

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

8 月经济数据低于预期增长压力开始显现

核心观点：

8 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，低于预期 5.8%。较 7 月回落 0.5 个百分点，从累计同比增速看，1-8 月同比增长 6.2%，较 1-7 月回落 0.1 个百分点。从规模以上工业企业产销率看，8 月为 96.6%，较 7 月回落 0.5 个百分点；1-8 月为 95.7%，较 1-7 月回升 0.1 个百分点。从工业企业出口交货值同比看，8 月为-0.4%，2024 年以来首次转负，较 7 月回落 1.2 个百分点；1-8 月为 3.0%，较 1-7 月回落 0.6 个百分点。

从固定资产投资同比数据看，1-8 累计增速为 0.5%，远低于预期 1.3%，较 1-7 月回落 1.1 个百分点。其中，制造业为 5.1%，较 1-7 月回落 1.1 个百分点；基建投资（不含电力）为 2.0%，较 1-7 月回落 1.2 个百分点；而房地产投资为-12.9%，较 1-7 月回落 0.9 个百分点。

8 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.4%，低于预期 3.8%，较 7 月回落 0.3 个百分点；1-8 月累计同比增速为 4.6%，较 1-7 月回落 0.2 个百分点。从服务业生产指数看，8 月当月实际同比增速为 5.6%，较 7 月回落 0.2 个百分点；1-8 月累计同比增速为 5.9%，与 1-7 月持平。8 月全国城镇调查失业率为 5.3%，与 7 月回升 0.1 个百分点；1-8 月全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，与 1-7 月持平。

2025 年 8 月国房景气指数为 93.1，较 7 月回落 0.2 个百分点，已是连续 5 个月回落。1-8 月房屋新开工同比增速为-19.5%，较 1-7 月回落 0.1 个百分点；房屋施工面积为-9.3%，较 1-7 月回落 0.1 个百分点；竣工面积为-17.0%，较 1-7 月回落 0.5 个百分点；房屋销售面积为-4.7%，较 1-7 月回落 0.7 个百分点。从资金来源看，1-8 月房地产开发资金来源同比增速为-8.0%，较 1-7 月回落 0.5 个百分点；其中，国内贷款同比增速为 0.2%，较 1-7 月回升 0.1 个百分点；自筹资金来源同比增速为-8.9%，较 1-7 月回落 0.4 个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-10.0%，较 1-7 月回落 0.9 个百分点。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

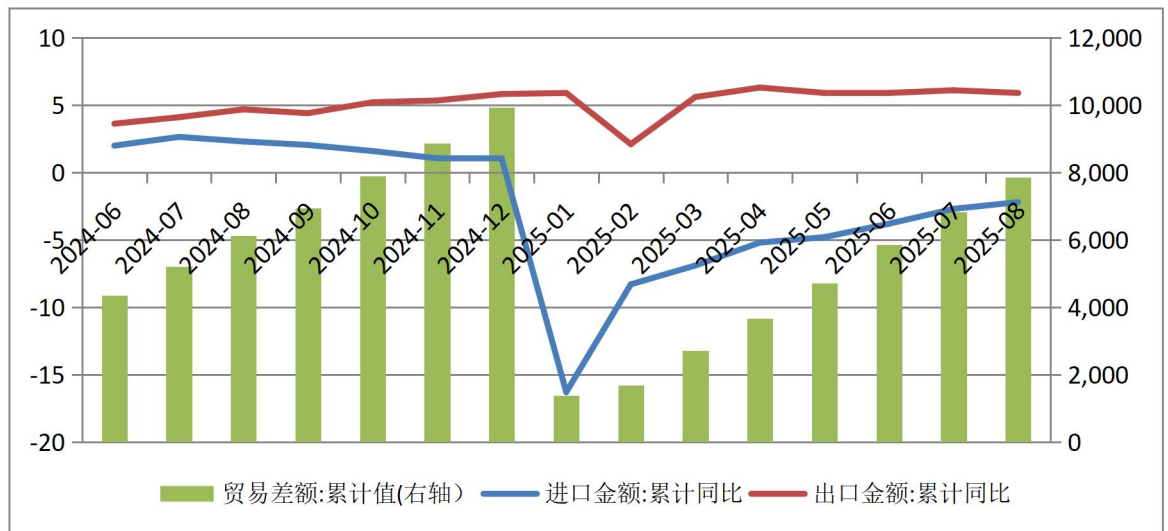
一、8月内外需均有所回落但服务和出口仍具相当韧性

2025年9月15日国家统计局公布2025年8月宏观经济数据，按可比价格计算，规模以上工业增加值同比实际增长5.2%，较7月回落0.5个百分点，Wind的市场预期为5.8%。而从季节调整后的环比看，8月增长0.4%，与7月持平（表1所示）。从累计同比增速看，1-8月同比增长6.2%，较1-7月回落0.1个百分点。

从规模以上工业企业产销率看，8月为96.6%，较7月回落0.5个百分点；1-8月产销率为95.7%，较1-7月回升0.1个百分点。8月工业企业出口交货值同比-0.4%，是24年以来首次由正转负，较7月大幅回落1.2个百分点；1-8月出口交货值同比为3.0%，较1-7月回落0.5个百分点。出口交货值同比增速的回落显示出口前景不容乐观。

从货物贸易数据看，以美元计价，2025年8月出口同比增长4.4%，较7月回落2.8个百分点，而1-8累计值同比为5.9%，较1-7月低0.2个百分点；8月进口增速1.3%，较7月回落2.8个百分点，而1-8累计同比增速为-2.2%，较1-7月低0.5个百分点；8月贸易顺差1023亿美元，较7月回升41亿美元，且1-8月贸易顺差为7853亿美元，比1-7月高1727亿美元，同比增速高达22%（图1所示）；而2025年中国GDP约为19万亿美元，以5%的GDP增速计算，2025年增量只需9500亿美元，1-8月仅贸易顺差已完成18.2%。因此，净出口的强劲增长为今年5%的GDP增长目标打下坚实基础。

图1 2025年1-8进出口增速之差仍达8.1个百分点使贸易顺差达7853亿美元



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

相对于回落的外需，内需的同比表现则相对更弱。首先，从2025年8月的社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），8月零售由负转正，回升0.3个百分点，说明同比的回落有基数的影响；而固定资产投资为-0.2%，回升0.3个百分点。

其次，从固定资产投资同比数据看，1-8累计增速为0.5%，已是连续第5个月回落，远低于WIND预期1.3%，较1-7月回落1.1个百分点。而在固定资产投资中，1-8月制造业累计同比增速为5.1%，较1-7月回落1.1个百分点；基建投资（不含电力）1-8月累计同比增速为2.0%，

较 1-7 月回落 1.2 个百分点；而房地产投资 1-8 月累计同比增速为-12.9%，较 1-7 月回落 0.9 个百分点。

最后，从零售同比数据看，8 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.4%，已是连续三个月下滑，低于 WIND 预期 3.8%，较 7 月回落 0.3 个百分点；1-8 月累计同比增速为 4.6%，较 1-7 月回落 0.2 个百分点。由于 CPI 同比增速在零左右，而零售价格指数与 CPI 高度正相关，因而零售的实际增速情况与名义增速应相差不大。

从服务业生产指数看，表现好于零售，8 月当月实际同比增速为 5.6%，较 7 月回落 0.2 个百分点；但 1-8 月累计同比增速为 5.9%，与 1-7 月持平。

表 1 2025 年 7-8 月生产、零售、投资和进出口数据一览表及其对比

月份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	1-7 月	1-8 月	7 月	8 月	7 月	8 月
工业增加值 (实际)	6.3	6.2	5.7	5.2	0.38	0.37
工业企业出口交货值同比	3.6	3.0	0.8	-0.4		
工业企业产销率	95.6	95.7	97.1	96.6		
社会消费品零售总额 (名义)	4.8	4.6	3.7	3.4	-0.14	0.17
服务业生产指数 (实际)	5.9	5.9	5.8	5.6		
固定资产投资 (累计名义)	1.6	0.5			-0.50	-0.20
其中：房地产	-12.0	-12.9				
基建 (不含电力)	3.2	2.0				
制造业	6.2	5.1				
进出口增速 (美元)	2.4	2.5	5.9	3.1	1.8	-0.7
其中：出口增速	6.1	5.9	7.2	4.4	-1.0	0.1
进口增速	-2.7	-2.2	4.1	1.3	6.2	-1.8
贸易顺差 (亿美元)	6835	7853	982	1023		

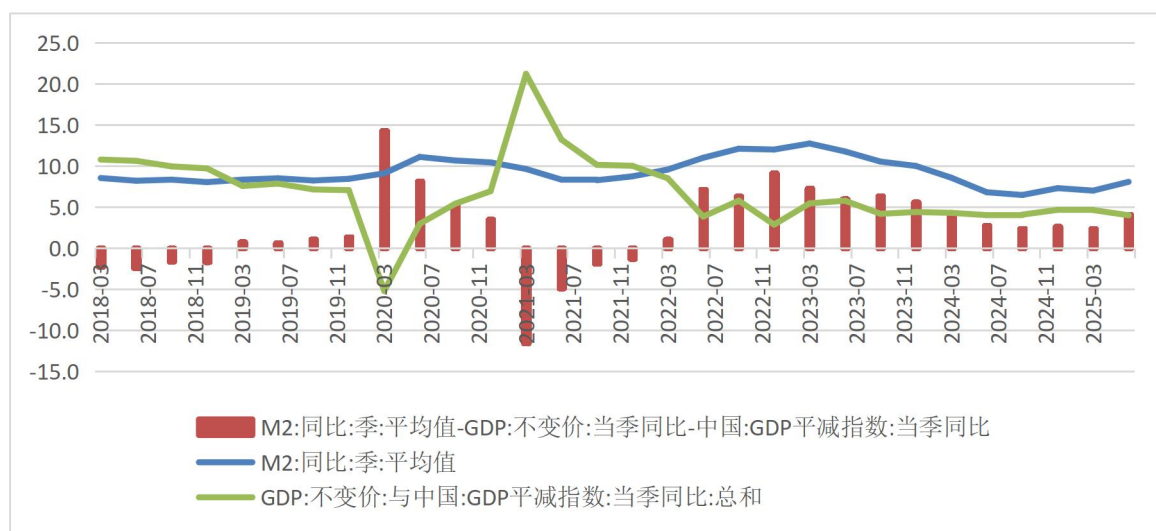
资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所计算整理

另外，8 月全国城镇调查失业率为 5.3%，较 7 月回升 0.1 个百分点；1-8 月全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，较 1-7 月持平。

二、实体信贷需求仍偏弱但有利于资本市场

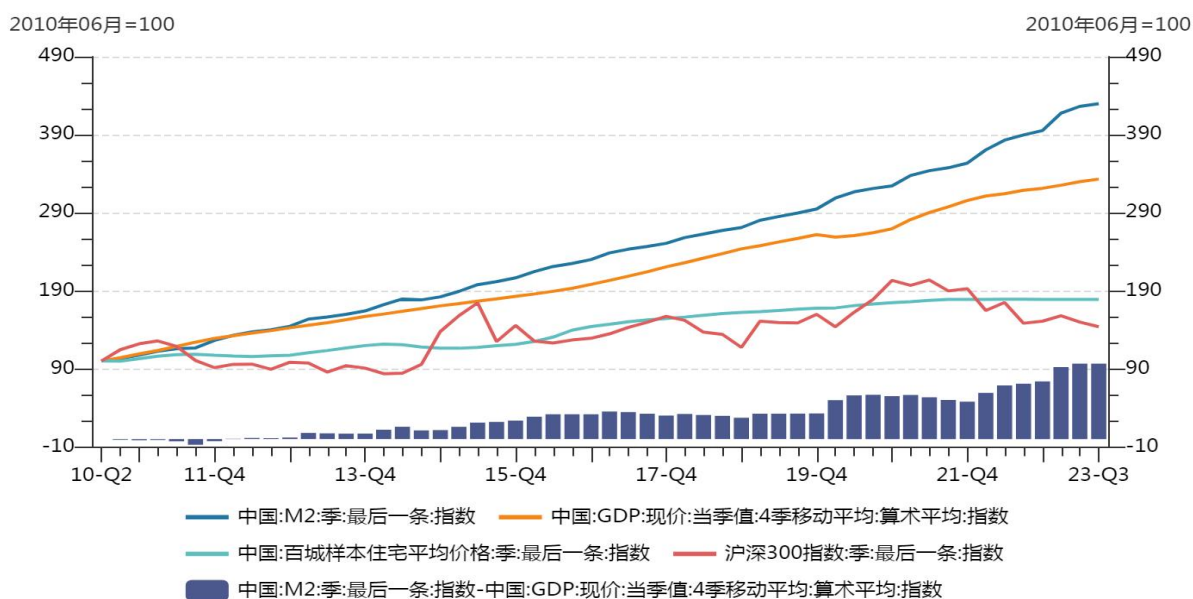
对于经济发展而言，货币的供应是必不可少的，以 M2 来代表货币供应，用 M2 增速减名义 GDP 增速来代表“超额货币”，是代表中国经济货币化程度的指数（图 2 所示），反映中国房地产的发展和经济的资本化程度，自 2022 年下半年由负转正以来，3 年“超额货币”的累积已达 100%。而从图 3 来看，以 2010 年 6 月为基准 100 以来 M2 和名义 GDP 指数化之差，主要反映在房地产和股市市值上，股市指数围绕楼价上下波动。

图 2 2018 年以来 M2 与 GDP 名义增速之差反映中国“超额货币”的累积



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

图 3 2010 年 6 月以来 M2、名义 GDP、房价和股市的指数化的对比



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

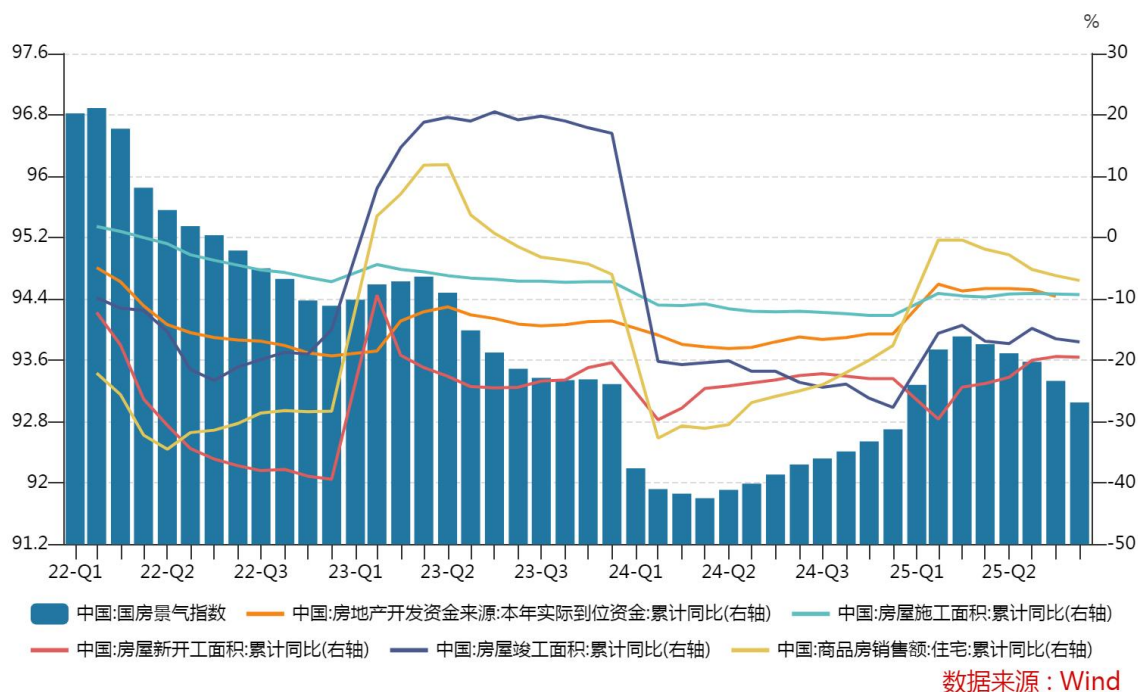
值得注意的是，2022年下半年以来股市的表现仍低于预期，而房地产对经济的拖累仍十分明显。图4所示，2025年1-8月房屋新开工同比增速为-19.5%，较1-7月回落0.1个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.3%，较1-7月回落0.1个百分点；竣工面积同比增速为-17.0%，较1-7月回落0.5个百分点；房屋销售面积同比增速为-4.7%，较1-7月回落0.7个百分点。

从房地产资金来源看，2025年1-8月房地产开发资金来源同比增速为-8.0%，较1-7月回落0.5个百分点；其中，国内贷款同比增速为0.2%，较1-7月回升0.1个百分点；自筹资金来源同比增速为-8.9%，较1-7月回落0.4个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-10.0%，较1-7月回落0.9个百分点。

从房地产价格看，8月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3.0%，较7月回升0.4个百分点；二手住宅价格指数同比为-5.5%，较7月回升0.4个百分点。就环比而言，70个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.3%，与7月持平；二手住宅价格指数环比为-0.6%，较7月回落0.1个百分点。

从总体上看，2025年8月国房景气指数为93.1，较7月回落0.2个百分点，已是连续第5个月回落。从个人住房新发放贷款加权平均利率看，8月底约为3.1%，与年初持平，比上年同期低约35个基点。

图4 8月各项房地产指数大部分均有所回落使国房景气指数较7月回落0.2个百分点

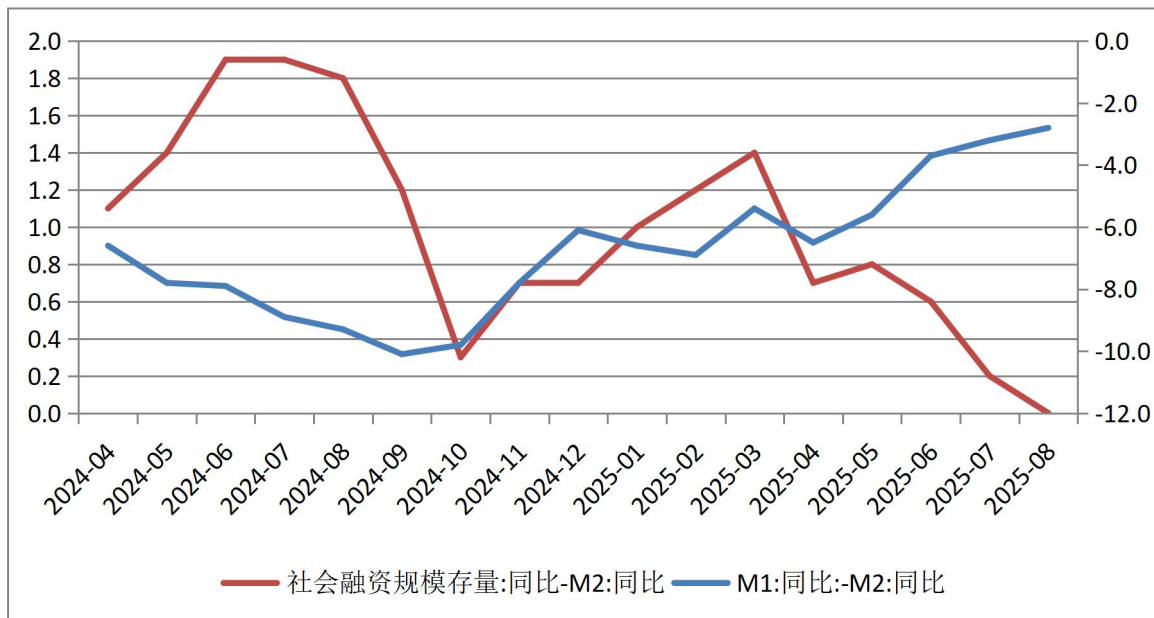


资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所整理

图5所示，以狭义货币M1和广义货币M2同比增速之差来代表货币流通速度，已自去年10月以来的最低点上升7.3个百分点至今年8月-2.8%。而以社融代表货币需求而M2代表货币供

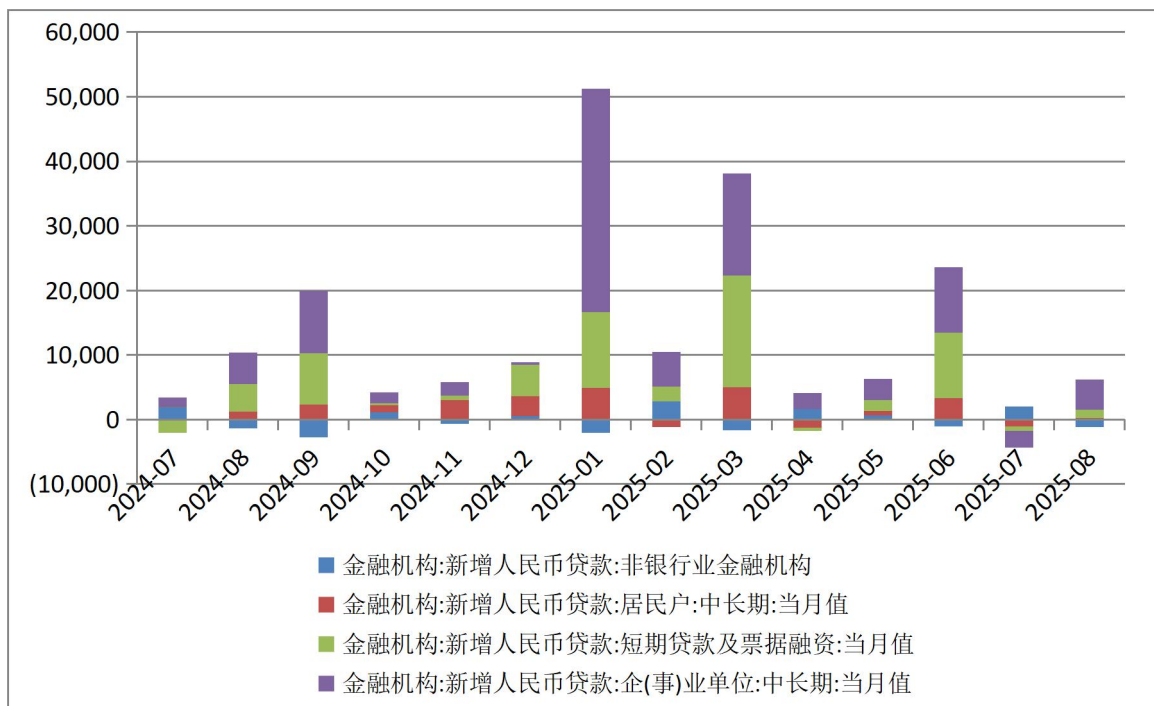
给，社融和 M2 增速之差从去年 8 月最高点，下降 1.8 个百分点至今年 8 月 0.0%，显示货币需求增速远跟不上货币的供给。

图 5 近 1 年来货币流通速度上升而货币需求增速不及货币供给



资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所整理

图 6 从今年 8 月银行信贷同比变化看企业和居民的信贷需求均较弱



资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所整理

图 6 所示，今年 8 月银行信贷新增 5900 亿元，同比少增 3100 亿元，其中反映居民购房需求的居民中长期信贷少增 1000 亿元，反映企业投资需求的中长期借贷同比少增 200 亿元，而代表资金流动性需求的短期贷款及票据融资同比少增 2931 亿元。只有非银的信贷需求增加 225 亿元，结合近两月居民存款同比共减少 1.38 万亿元，而非银存款同比增加 1.94 万亿元，显示存款的脱媒现象十分明显，反映居民风险偏好的增加，以及对资本市场投资的大幅增加。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140