

8 月经济增长动能延续稳中见弱势头

——2025 年 8 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2025 年 9 月 15 日公布的数据，8 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，前值为 5.7%，1-8 月累计同比为 6.2%，2024 年全年累计同比为 5.8%；8 月社会消费品零售总额同比增长 3.4%，前值为 3.7%，1-8 月累计同比为 4.6%，2024 年全年累计同比为 3.5%；1-8 月全国固定资产投资累计同比增长 0.5%，前值为 1.6%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

基本观点：

总体上看，受出口减速，上年同期促消费政策发力导致基数抬高，以及稳增长政策节奏等影响，8 月工业生产、消费、投资同比增速延续上月的下行势头，表明经济增长动能稳中见弱。在 8 月出口减速的同时，近期国内消费、投资增速放缓，是当月工业生产增速下行的主要原因。受去年同期以旧换新政策实施推升基数、食品价格降幅扩大等影响，8 月商品零售额同比增速放缓，拖累社零增速延续下滑。不过，8 月以旧换新政策外的可选消费品零售额同比增速多数有所加快，这可能受到股市上涨带来的财富效应提振。当前宏观政策处于观察期，外部波动影响国内制造业投资信心，以及楼市延续调整，带动 8 月投资增速低位下行。

综合上年同期基数变化及当前经济运行态势，预计 9 月工业增加值同比增速和社零同比增速有可能进一步小幅下行，投资增速有望回稳。总体上看，9 月经济增长动能有可能延续稳中偏弱状态。着眼于稳定宏观经济运行，稳住就业市场，我们判断四季度宏观政策有可能推出新的增量措施，核心是财政加力、央行降息，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳。这将在很大程度上对冲外需放缓，遏制经济下行势头，确保顺利实现全年“5.0%左右”的经济增长目标。

具体解读如下：

一、工业生产：8 月工业增加值增速放缓，主要受外需承压、内需偏弱导致总需求不足影响。

8 月工业增加值同比增长 5.2%，增速较上月放缓 0.5 个百分点。从三大门类看，除采矿业增加值同

比增速受基数走低拉动小幅加快外，制造业，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速均有所放缓。其中，8月制造业增加值同比增长5.7%，增速较上月下滑0.5个百分点，是拖累工业生产增速下行的主要原因。

8月工业生产增速放缓，主要原因是需求不足制约生产扩张。一方面，8月出口进一步减速，对当月工业生产有一定拖累效应。8月工业企业出口交货值同比下降0.4%，增速较上月放缓1.2个百分点，为2024年以来首度同比为负。另一方面，近期国内消费、投资动能仍偏弱，内需总体不足也会对工业生产有较大影响。最后，近期反内卷政策推进，可能对部分行业生产形成约束。不过，在政策扶持力度较大，市场供需两旺带动下，制造业新动能行业增长势头比较强劲。其中，8月3D打印设备、新能源汽车、工业机器人等产品产量同比分别增长40.4%、22.7%、14.4%，明显领先整体工业生产增速，都在延续高速增长势头。

今年以来，工业生产增速总体加快，1-8月工业增加值累计同比增长6.2%，增速较上年同期和上年全年均加快0.4个百分点。背后是“两新”等扩内需政策加力扩围，“抢出口”效应下出口表现出较强韧性，以及高技术制造业、装备制造业等中高端产业快速增长，并带动产业结构持续优化。

往后看，经过各类“抢出口”、“转出口”之后，出口下行压力会逐步显现，加之去年同期“两新”政策加力带动基数走高，接下来工业生产增速将呈现回落趋势。后期需重点关注外需下滑、反内卷政策对生产端的影响。我们预计，全年工业生产增速将在5.0%左右，较去年全年回落0.8个百分点。总体上看，接下来经济增长动能将向服务业拉动切换，这是今年经济增长结构与去年的一个显著区别——从数据上看，8月服务业生产指数同比增长5.6%，增速较上月放缓0.2个百分点，增势好于工业。

二、消费：受去年同期以旧换新政策实施推升基数、食品价格降幅扩大等因素影响，8月商品零售额同比增速放缓，拖累社零增速延续下滑。不过，8月以旧换新政策外的可选消费品零售额同比增速多数有所加快，这可能受到股市上涨带来的财富效应提振。

8月社零同比增长3.4%，增速较上月放缓0.3个百分点，主要受商品零售增速下滑拖累。受去年同期以旧换新政策实施推升基数、食品价格降幅扩大等因素影响，8月商品零售额同比增长3.6%，增速较上月放缓0.4个百分点，餐饮收入同比增速则从上月的1.1%反弹至2.1%，但在整治违规吃喝、高温多雨天气等因素扰动下，餐饮收入仍处偏低增长水平。

从限额以上主要商品类别来看，今年第三批690亿元以旧换新资金于7月末下达，8月恢复领取，这会对当月政策范围内商品销售产生一定支撑，但受上年同期以旧换新政策已开始实施带动基数抬升影响，

8月家电零售额同比增速较上月放缓14.4个百分点至14.3%，家具零售额增速也较上月放缓2.0个百分点，是下拉当月社零整体增速的重要因素；根据乘联会数据，8月乘用车销量同比增速也有所回落，但汽车零售额同比增速却较上月反弹2.3个百分点至0.8%，或源于反内卷推动的汽车价格战降温。另外值得一提的是，尽管上年同期以旧换新政策范围暂不包括电子产品，但今年8月通讯器材零售额同比增速也较上月放缓7.6个百分点至7.3%，我们判断，除因上年同期基数偏高外，可能也与9月重点品牌新机型将开售以及9月消费贷贴息将落地，引发部分购机需求暂缓有关。

从其他商品类别来看，必需消费品中，8月粮油食品零售额同比增速较上月放缓2.8个百分点，主要原因是高基数导致食品价格同比降幅扩大，当月日用品和中西药品零售额增速则保持稳定。8月可选消费品零售表现多数向好，这可能受股市上涨带来的财富效应提振——当月服装、化妆品、体育娱乐用品、金银珠宝、文化办公用品等商品零售额同比增速均有所加快，石油及制品零售额同比降幅小幅收窄。不过，8月烟酒零售额同比转负，除因高基数外，可能也与整治违规吃喝有关；受房地产市场持续低迷拖累，建筑装潢材料零售额同比降幅小幅走阔。

往后看，伴随9月以后的上年同期基数显著抬高（主要是去年9月以后以旧换新政策效应全面释放），社零同比增速下行压力加大。9月消费贷贴息政策落地，从此前四川等地的实施效果来看，该政策会对商品消费有一定拉动作用，但整体影响可能较为有限。由此，我们预计9月社零同比或将降至2.5%左右。

接下来，伴随出口下行压力逐步显现，国内促消费政策会进一步加码，其中四季度上调以旧换新支持资金额度的可能性很大，也不排除在全国范围内发放消费券，将非耐用消费品纳入支持范围、缓解出口转内销压力的可能。这将带动社零增速由降转升。我们预计，全年社零增速有望达到4.5%左右，较上年加快1.0个百分点。这是今年宏观政策以促消费为核心，大力提振内需的具体体现。我们也认为，当前除了以旧换新政策等为代表消费刺激政策外，促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，有效提振消费信心。

三、投资：1-8月固定资产投资同比增速为0.5%，较前值回落1.1个百分点。受当前宏观政策处于观察期，外部波动影响国内制造业投资信心，以及楼市延续调整等影响，当月基建投资、制造业投资和房地产投资三大投资板块增速全面下行。

具体来看，1-8月制造业投资累计同比为5.1%，增速较前值回落1.1个百分点，延续二季度以来的高位下行势头，但仍保持较快增长。背后是外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心出现一定波

动。另外，8月反内卷继续推进，一些产能过剩行业投资可能也会受到影响；最后，去年7月开始实施大规模设备更新政策，高基数导致1-8月设备工器具投资增速较前值下行0.8个百分点。不过，当前政策面仍将对制造业投资形成有力支撑。其中，国内大规模设备更新政策持续发力，1-8月设备工器具投资增速达到14.4%，继续明显领先整体制造业投资增长水平。此外，8月末制造业中长期贷款余额同比增长8.6%，比前值加快0.1个百分点，比同期全部贷款余额增速高出1.8个百分点，也对制造业投资有重要推动作用。最后，1-8月高技术制造业投资保持较快增长，其中计算机及办公设备制造业投资、航空航天器及设备制造业投资分别增长12.6%和28.0%，显示新质生产力发展对制造业投资具有较强拉动作用。

展望未来，外部经贸环境波动对国内制造业投资的影响还有可能进一步显现，反内卷政策推进也可能对产能过剩行业投资产生抑制效应，预计下半年制造业投资增速将延续下行态势，全年增速将在5.0%左右，比去年全年增速下行4.2个百分点。我们判断，四季度大规模设备更新支持资金规模有望上调，进而对制造业投资形成有力支撑。需要指出的是，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。最后，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，下半年高技术制造业投资会延续高增状态。

房地产投资方面，1-8月累计同比为-12.9%，降幅较前值扩大0.9个百分点。主要原因是近期房地产市场延续调整状态。数据显示，8月当月房地产施工数据多现下行，商品房销售面积、销售额下行速度加快。不过数据显示，尽管1-8月房地产企业资金来源降幅从前值的-7.5%扩大至-8.0%，但从当月同比来看，则从上月的-15.8%收窄至-11.9%。主要原因是1-8月房企资金来源中的国内贷款累计同比增长0.2%，增速较前值加快0.1个百分点，连续三个月保持同比增长。据测算，当月国内贷款同比增长1.1%，增速较上月加快5.1个百分点。背后是截至5月初，商业银行审批通过的“白名单”贷款增至6.7万亿元，较去年末大幅增加约1.7万亿，房企信贷资金来源整体呈现改善态势。我们认为，随着信贷资金来源改善，叠加上年同期房地产投资基数已降至较低水平，以及接下来房地产支持政策会进一步发力，下半年房地产投资同比降幅有收窄趋势。

1-8月基建投资（不含电力）累计同比增长2.0%，增速较前值回落1.2个百分点。在政府债持续处于发行高峰期的背景下，近期基建投资较快减速，除极端天气影响基建项目施工外，主要原因是上半年经济稳中偏强，当前基建投资稳增长需求减弱——数据显示，7月末财政存款余额同比增长23.4%。往后看，伴随极端天气影响消退，9月基建投资增速将会反弹。下半年外部环境仍然具有很大的挑战性，基建投资的宏观经济“稳定器”作用会受到进一步倚重。我们判断，全年基建投资（不含电力）增速有望达

到 5.0% 左右，比去年全年加快 0.6 个百分点。一方面，在上半年用于隐债置换的地方政府再融资专项债集中发行后，下半年用于项目建设的地方政府新增专项债将大规模发行；另一方面，预计下半年有可能上调支持“两重”投资的超长期特别国债发行规模，用于项目建设的地方政府新增专项债和国企稳增长扩投资专项债发行额度也可能上调。这将给基建投资提速提供充足资金保障。投资项目方面，今年是“十四五”收官之年，102 项重大建设项目将会加快推进，“两重”建设项目、城市基础设施改造及支持消费基础设施建设等，都将成为基建投资的重点领域。

最后，8 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点，与上年同期持平，低于全年“5.5% 左右”的控制目标。这表明当前就业市场压力可控。不过值得注意的是，受毕业季来临等因素影响，7 月 16-24 岁青年失业率大幅升至 17.8%，为历史次高水平，估计 8 月该指标还有可能进一步上升，表明未来适度加力稳增长、缓解结构性失业压力的必要性在加大。

往后看，受各类“抢出口”、“转出口”效应影响，今年外部波动对国内经济的冲击时点后移，但美国高关税对全球贸易和中国出口的冲击会在四季度有更为明显的体现。此外，9 月房地产市场整体上会继续处于调整过程，而后期反内卷也可能会限制部分行业产能释放，进而对国内工业生产有一定抑制作用。这样来看，9 月经济增长动能有可能延续稳中偏弱状态，其中制造业 PMI 将继续处于收缩区间。着眼于稳定宏观经济运行，稳住就业市场，我们判断四季度宏观政策有可能推出新的重大增量措施，核心是财政加力、央行降息，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳。这些方面都有充分的政策空间。这将在很大程度上对冲外需放缓影响，遏制经济下行势头，确保顺利实现全年“5.0% 左右”的经济增长目标。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。