

8 月经济：逆风破局的政策信号

2025 年 09 月 15 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **事件：**9 月 15 日，国家统计局公布 8 月国民经济运行情况：8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，环比增长 0.37%；社会消费品零售总额 39668 亿元，同比增长 3.4%，环比增长 0.17%；1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）326111 亿元，同比增长 0.5%。

➤ **8 月经济数据呈现出“工业缓、投资弱、消费淡”的特征。**虽然从增速来看，经济的新旧动能转换仍具成色。且工业生产（5.2%）和服务业生产指数（5.6%）表明三季度迄今 GDP 增速仍在 5% 附近，但受恶劣天气、关税不确定性、以及“反内卷”政策的叠加影响，三季度经济下行的逆风集中体现在固定资产投资的下行风险。如果再考虑到青年人失业率的上升和消费补贴效应的退坡，**我们认为新一轮政策宽松的预期有望持续升温，尤其是随着新一轮政策性金融工具的即将落地，四季度财政和货币政策的协同将更聚焦于“稳投资”和“促消费”。**

➤ **从 8 月数据来看，三季度经济在投资、消费、以及就业均面临一定的逆风：**首先，从投资来看，制造业投资作为中国经济新旧动能转换的关键平衡点，其在 7-8 月的负增亟需破局。与此同时，房地产压力尚未根本缓解，叠加高温强降雨等天气因素扰动，基建投资在 8 月也明显承压。整体来看，三季度投资对经济增长的影响尤为突出，“稳投资”政策亟待发力。

其次，“以旧换新”政策效应衰减信号进一步显现。8 月社零增速靠的是“以旧换新”之外的商品的“加持”，反观大部分“以旧换新”品类却对社零整体形成拖累。随着“国补”资金进入尾声，增量消费政策的布局已经“箭在弦上”。

最后，8 月城镇调查失业率的上升意味青年人失业压力显现。8 月城镇调查失业继续遵循着三季度上升的季节性模式，鉴于今年 1222 万高校毕业生规模高于去年（1179 万），那么 2-3 天后公布的 16-24 岁青年人失业率，或将进一步显现出当前劳动力市场的就业压力。

➤ **工业：生产整体放缓，高技术产业展现相对韧性。**8 月工业增加值同比增速从 7 月的 5.7% 进一步下降至 5.2%，环比增速也由 0.38% 降至 0.37%。**8 月橡胶塑料、电子设备、运输设备等行业的工业生产均处于放缓通道中。**不过相较之下，高技术产业生产具备一定韧性，其工业增加值同比仍保持在 9.3% 的水平。

整体来看，“反内卷”与“稳外贸”压力将继续压制企业生产意愿。除了“反内卷”政策推动供给侧结构优化、压制企业生产扩张意愿之外，8 月出口增速的回落表明，企业在高关税下面临的“稳外贸”压力也使其对扩产持谨慎观望态度。在这一背景下，我们预计短期内工业增加值增速将稳中趋缓。

➤ **制造业：企业投资动能偏弱。**自 4 月美国加征关税以来，制造业投资同比增速便处于下行通道，8 月降幅从 7 月的 -0.3% 进一步扩大至 -1.3%。**结合制造业民间投资活跃度下滑的态势来看，当前影响制造业投资增速的核心因素在于预期修复与信心恢复力度不足，无论是内部的“反内卷”、还是外部的贸易风波，短期内都会对企业投资动能形成压制。**

从不同行业来看，相较于 7 月，8 月中下游行业制造业投资动能减弱明显，其中

相关研究

1. 宏观经济点评：降息周的市场悬念-2025/09/14

2. 海外市场点评：8 月 CPI：美联储降息的后手棋-2025/09/11

3. 2025 年 8 月物价点评：8 月通胀：冷暖的微妙信号-2025/09/10

4. 2025 年 8 月贸易点评：8 月进出口：减速后动能几何？-2025/09/08

5. 海外市场点评：8 月非农的弦外之音-2025/09/05

专用设备、交通设备、汽车制造等行业投资放缓趋势更为显著。

➤ **基建：高温强降雨导致 8 月基建再度承压。**受到 8 月上半月持续不利天气（高温及强降雨）的影响，8 月基建投资再现放缓，其中广义基建同比增速从 7 月的-2.0%降至-6.4%，狭义基建增速从-5.1%降至-5.9%。从基建三大板块来看，导致 8 月基建投资降幅扩大的导火索是水利、环境和公共设施，其同比增速由 7 月的-2.8%降至-5.8%。

然而，放眼投资端，基建的下行压力相对可控。核心原因在于，基建投资与民营企业紧密度相对更低，修复动能相对更足。今年特殊新增专项债额度用尽，当前专项债投向基建的占比重拾抬升。同时结合高频的沥青开工率来看，在夏季高温影响逐步散去后，9 月沥青开工率大幅上升，基建领域正在释放边际改善的积极信号。

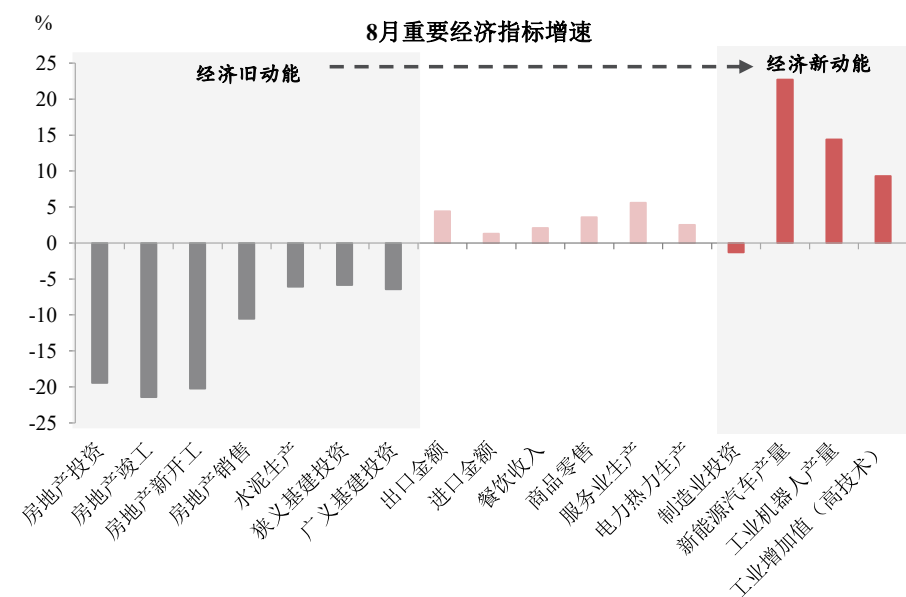
➤ **消费：“以旧换新”补贴边际效应减弱，拖累消费增长。**7 月社零增速延续下行至 3.4%，其中“国补”资金的消耗以及近期部分地区补贴的暂停使得“以旧换新”政策效应的拉动减弱，而前期补贴也使得需求部分前置，对后续增长形成透支。家电、家具、通讯器材等“加力扩围”产品增速均有所回落，但汽车消费边际回暖。

需求放缓下，年内促消费政策有望加码。年内最后一批“国补”资金将于 10 月下达，“以旧换新”进入收尾阶段，内需压力逐步增大。后续时间的重心一方面在于推动已有的促消费政策持续落地见效，另一方面增量政策要适时出台，例如促进工资合理增长、减少消费限制、培育服务消费新增长点等领域具体行动可能加快落地，从而释放消费潜力，夯实经济增长基础。

➤ **地产：销售淡季叠加需求前置，地产市场走弱。**1-8 月房地产投资累计增速延续回落至-12.9%，其中需求端构成明显拖累，今年上半年房屋销售出现阶段性的持续改善，但 7 月以来增长动能明显下降，前期政策支持下需求存在部分透支。近期国务院第九次全体会议上“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”的定调也释放了更加紧迫的信号，稳楼市政策力度急需进一步增强，围绕优化房屋供给、多管齐下释放改善性需求发力，从而不断积蓄房地产市场止跌回稳的动能。

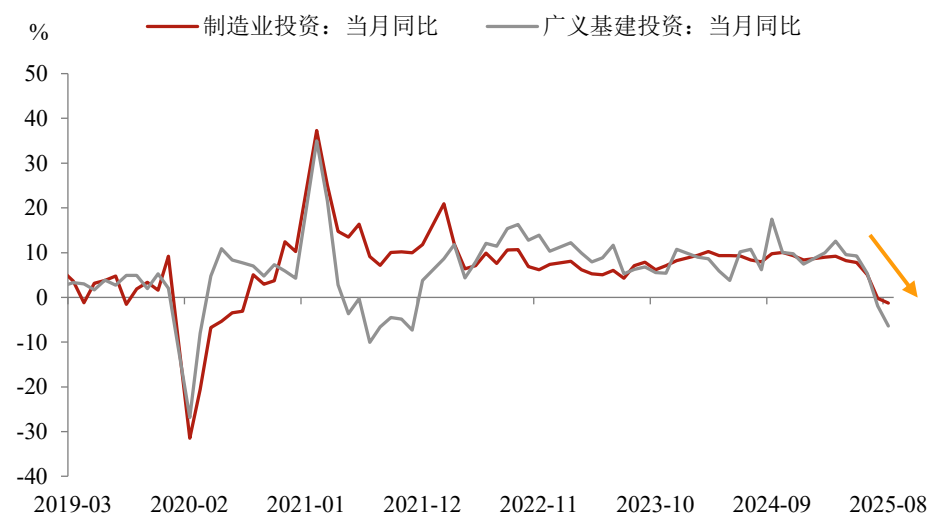
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：当前中国经济的新旧动能转换仍具成色



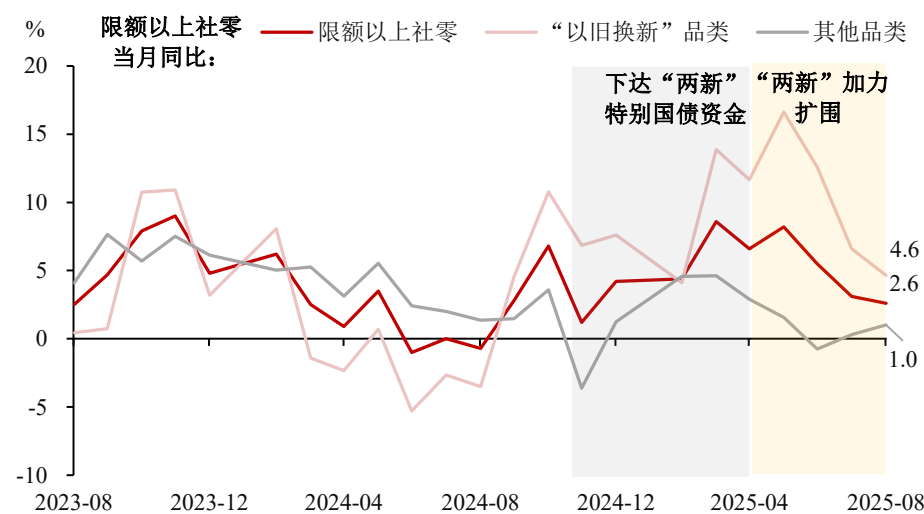
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：8月基建和制造业投资增速降幅扩大



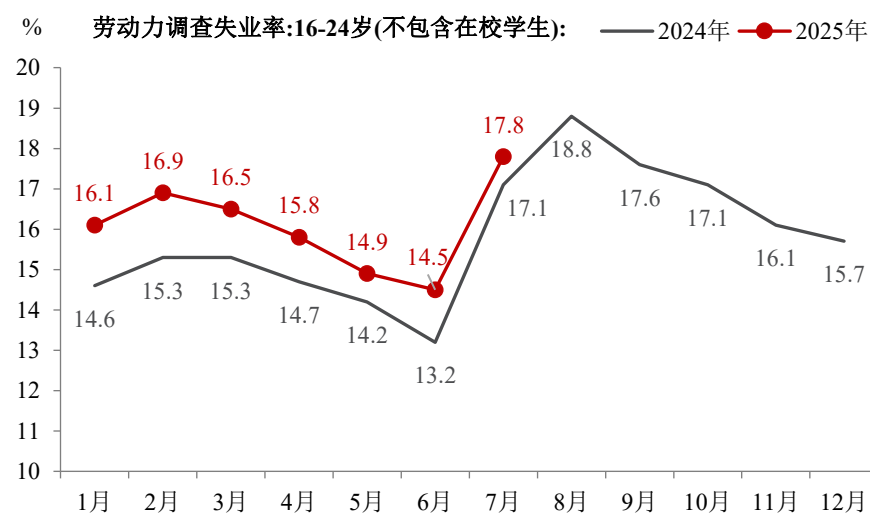
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：“以旧换新”品类和其他品类社零走势分化



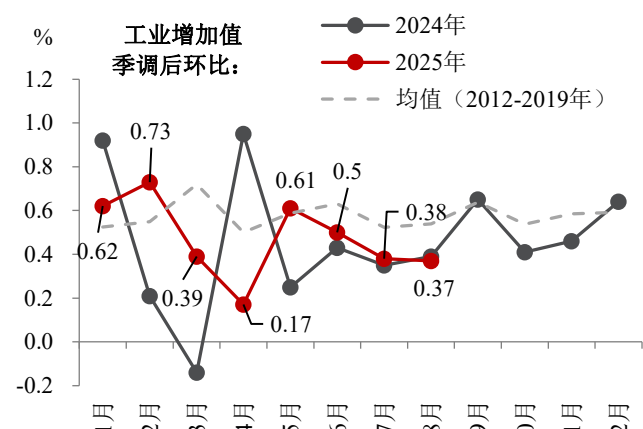
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：8月青年人失业率进一步上行的可能性较大



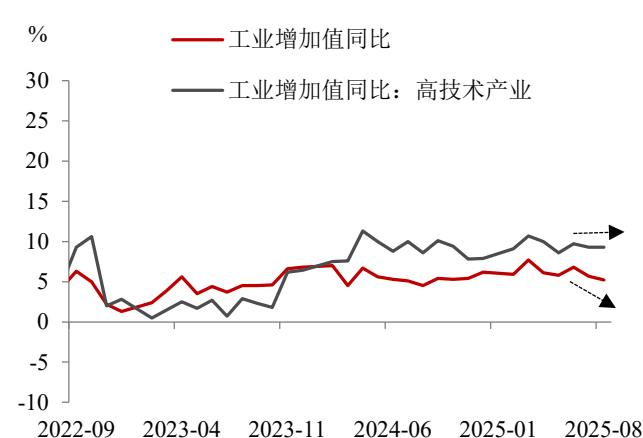
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：8月工业增加值增速放缓



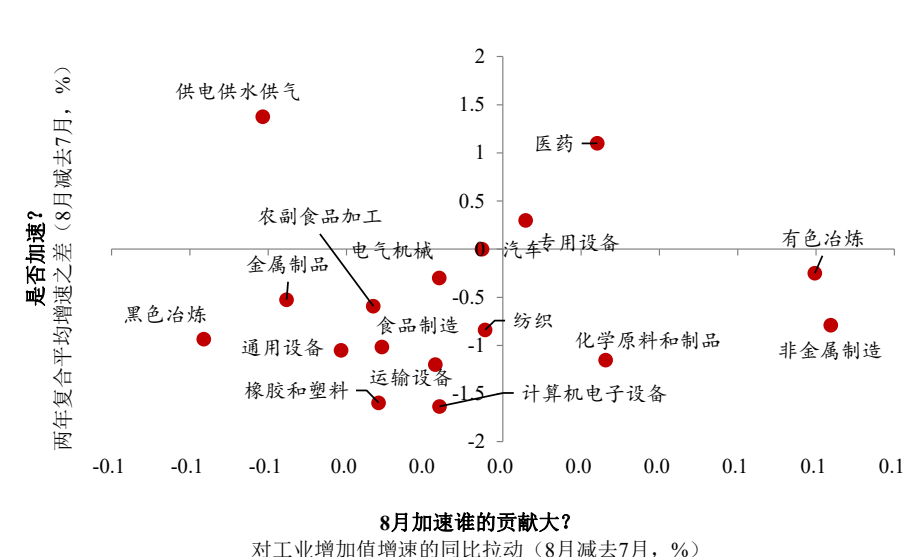
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：相较之下，高技术产业工业生产具备一定韧性



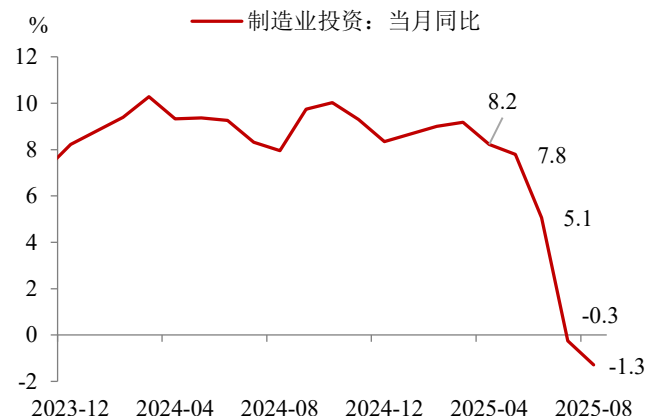
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：8月橡胶塑料、电子设备等行业的工业生产节奏均趋缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：8月制造业投资增速降幅扩大



资料来源：Wind，民生证券研究院

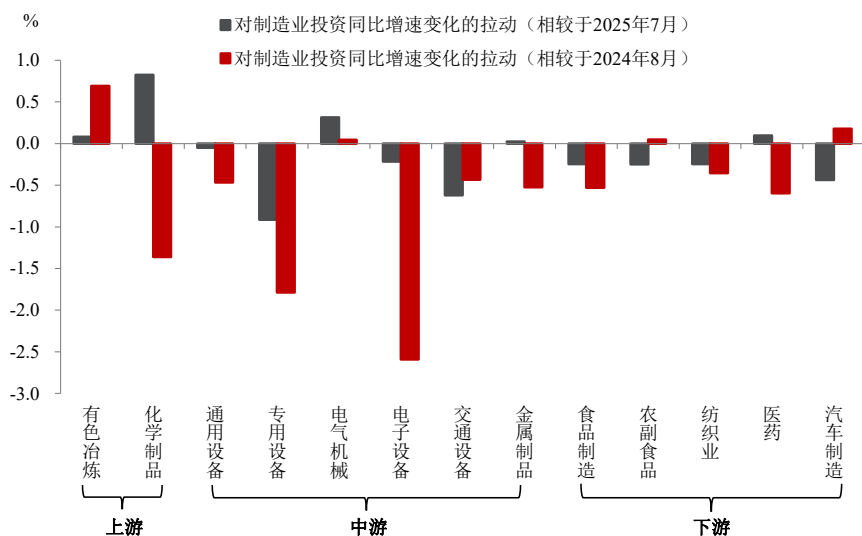
图9：制造业民间投资增速仍在下行中



资料来源：Wind，民生证券研究院

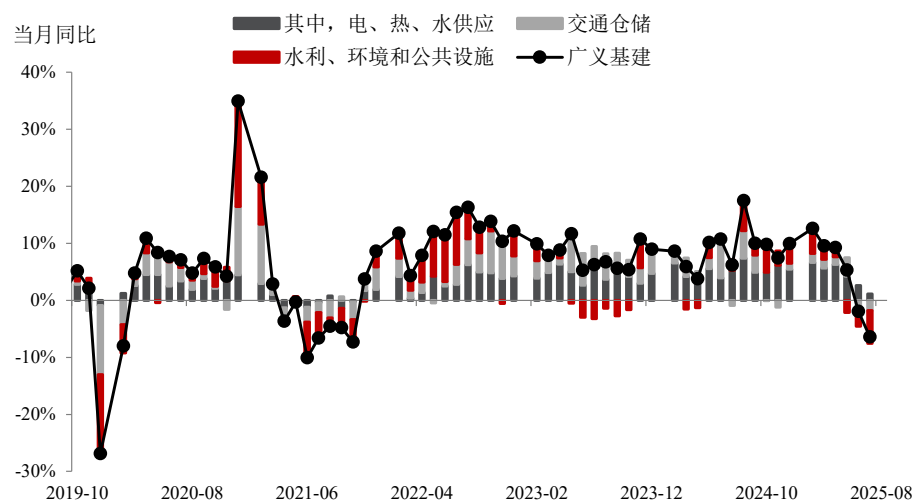
注：8月制造业民间投资数据暂未公布。

图10：8月大部分制造业行业的投资动能趋弱



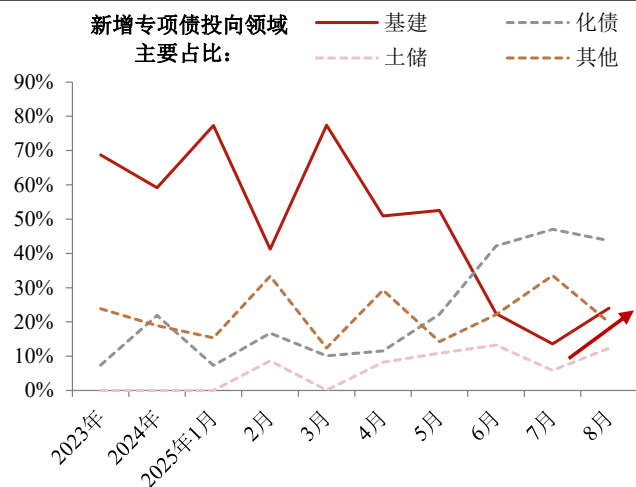
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：8月水利、环境和公共设施投资明显减弱



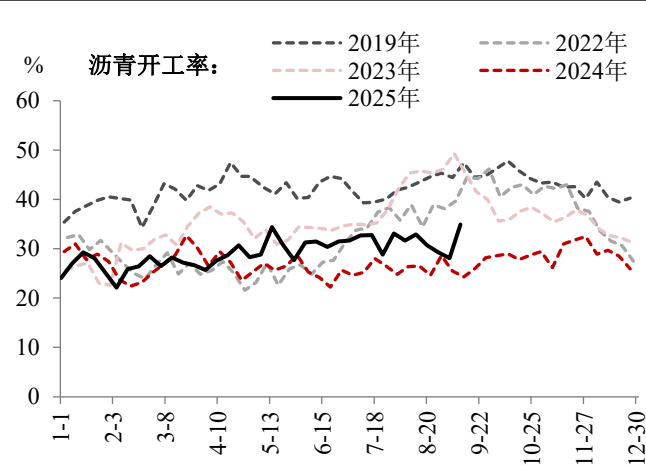
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：专项债开始向基建领域倾斜



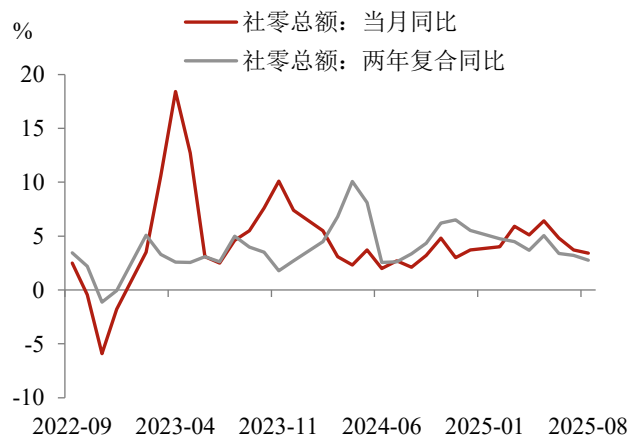
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：9月沥青开工率开始大幅上升



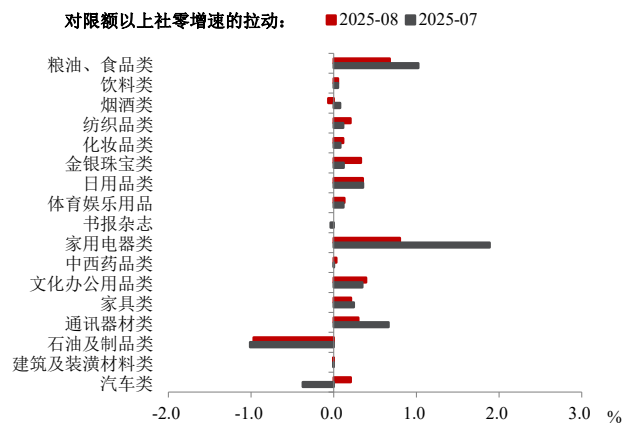
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：8月社零增速延续走弱



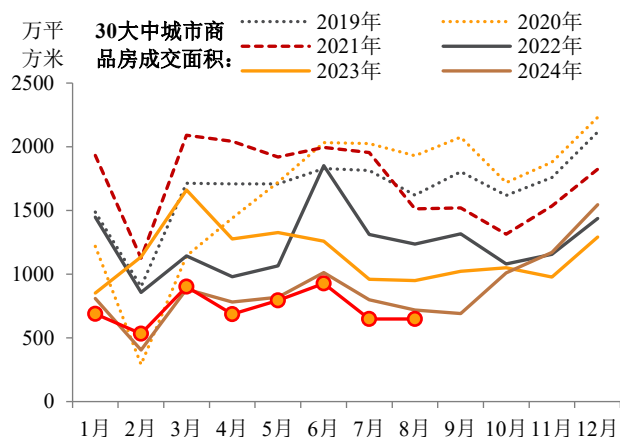
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：家电家具、通讯器材等增速下行



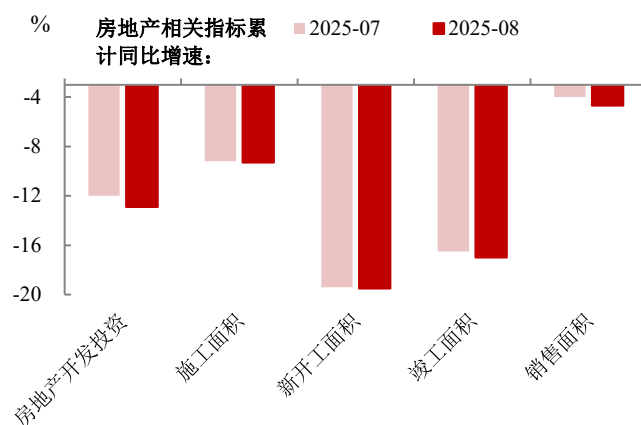
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：8月房屋销售延续低迷



资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：房地产投资增速走弱



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048