

经济放缓，市场强劲

宏观点评

日期： 2025.08.22

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：美国经济压力显现，欧洲继续复苏。美国就业市场大幅降温。制造业景气度下滑，居民消费信心下降，这些重要数据共同反映出美国经济显现出一定压力。欧洲经济则延续了复苏趋势。

国内宏观：7月经济放缓。内需较为疲软，消费下行速度较快且下半年压力仍存；投资大幅下降，未来基建投资可能有一定支撑，但总投资增长动力不足；通缩压力仍然较大，企业盈利面临困境。外需相对较强，但是贸易政策的不确定性仍大，出口增长的持续性存疑。我们认为下半年经济会面临压力，出台新一轮较大规模刺激政策的必要性较强。

政策：不确定性继续回落，关税与货币政策路径更清晰。中美短期大幅加征的尾部风险显著下降，跨境贸易与补库行为获得喘息窗口。中国方面，7月宏观数据偏弱，三季度政策窗口临近。我们认为政策将按照年初计划继续推进，但是不排除8月宏观数据延续7月下行态势，9月出台增量政策的可能。

大类资产：股牛债熊。随着全球宏观环境的不确定性降低，近一个月大多数国家和地区的股票市场出现普涨，中国股市表现尤其亮眼。同时由于地缘政治风险下降，国家油价震荡下跌。股债跷跷板效应显现，中国长期国债大幅下跌。我们认为科技方向仍将是未来一段时间的市场主线。如果九月或十月有较大力度的政策出台，也会再度提振市场情绪。从长期来看中国利率仍处于下行趋势之中，债券仍具有配置价值，可以关注逢低配置的机会。

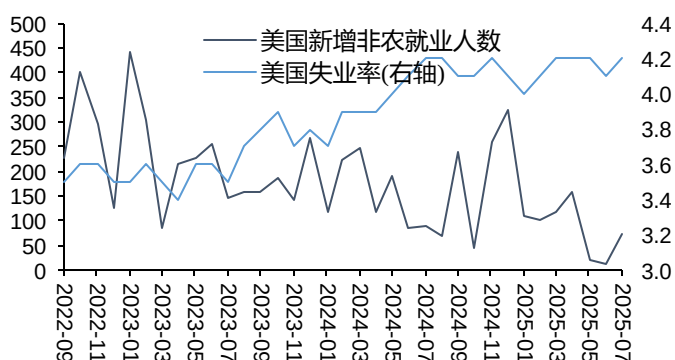
风险提示：

- 1、中美贸易谈判出现反复；
- 2、消费及出口出现快速下行。

海外宏观：美国经济压力显现，欧洲继续复苏

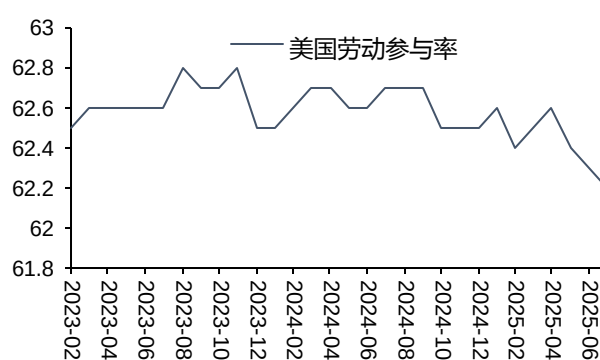
美国就业市场大幅降温。7月美国新增非农就业7.3万人，低于市场预期。同时美国劳工部大幅下修前两个月的就业数据，6月新增非农就业人数从14.7万人下修至1.4万人；5月就业人数从13.9万人下修至1.9万人。如此大幅度的数据下修，一方面显示出美国经济状态并不像此前数据显示的那么好。美国经济以消费为主要驱动力，所以就业是影响经济运行的核心指标。就业数据大幅走弱，指向美国经济面临压力。另一方面，重要数据大幅下修，也导致市场对于美国数据的可靠性和经济实际运行情况产生质疑。在本月非农数据公布后，美国总统特朗普表示将解雇劳工部长埃丽卡·麦肯塔弗。美国7月失业率较6月抬升0.1个百分点至4.2%，同时劳动参与率下降0.1个百分点至62.2%，这些边际变化均指向就业市场有明显的降温。

图表 1：美国就业市场降温（万人）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：美国劳动参与率下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

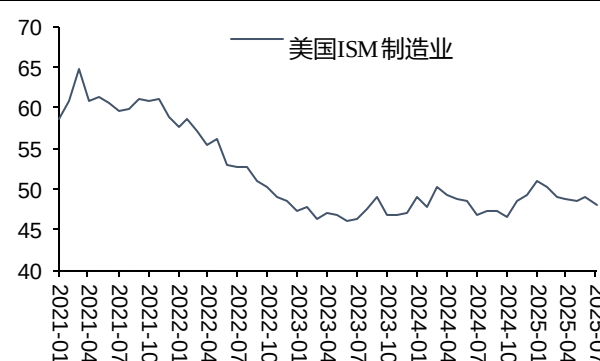
美国制造业景气度下降。7月Markit制造业PMI指数为49.8%，ISM制造业PMI指数为48%，均位于荣枯线以下，且较6月下降。Markit制造业PMI降幅达到3.1个百分点。随着美国对其他国家关税豁免接近尾声，贸易政策不确定性对制造业企业的扰动再度显现。在8月份之后，美国公布了新一轮关税加征政策，未来可能会对制造业产业链造成更大冲击。

图表 3：美国 Markit 制造业指数下行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

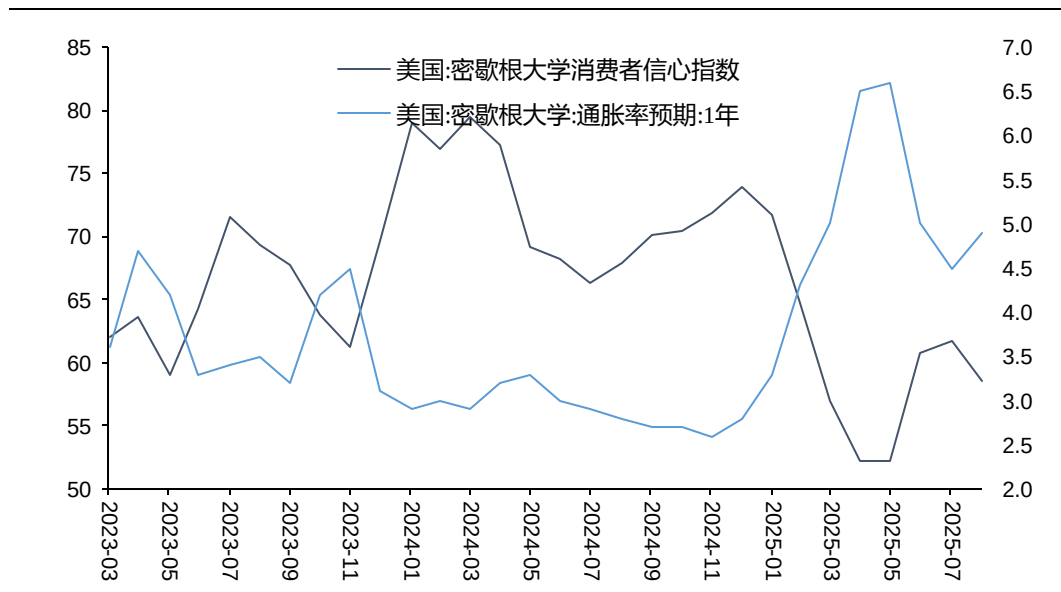
图表 4：美国 ISM 制造业指数下行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国消费者信心下降。8月美国消费者信心指数下滑至58.6，1年期通胀预期上升至4.9%。这表明在新一轮关税影响下，美国居民的“滞胀”预期再度升温。这与美国就业市场降温、制造业景气度下滑等重要数据共同反映出美国经济显现出一定压力。

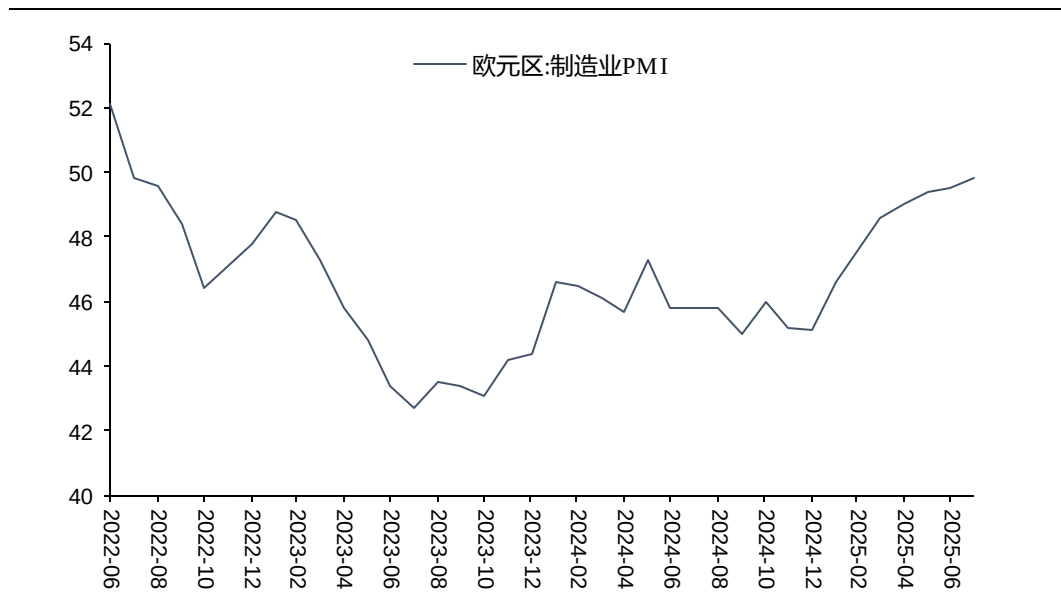
图表 5: 美国居民“滞胀”预期升温



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

欧洲经济则延续了复苏趋势。7月欧元区制造业 PMI 指数为 49.8%，虽然低于荣枯线水平，但连续七个月上行，且在 2023 年 3 月以来首次持平美国制造业 PMI。德国等重要经济体出台了扩张性的财政政策，对制造业企业的预期改善起到了至关重要的作用。

图表 6: 欧元区制造业景气度回升

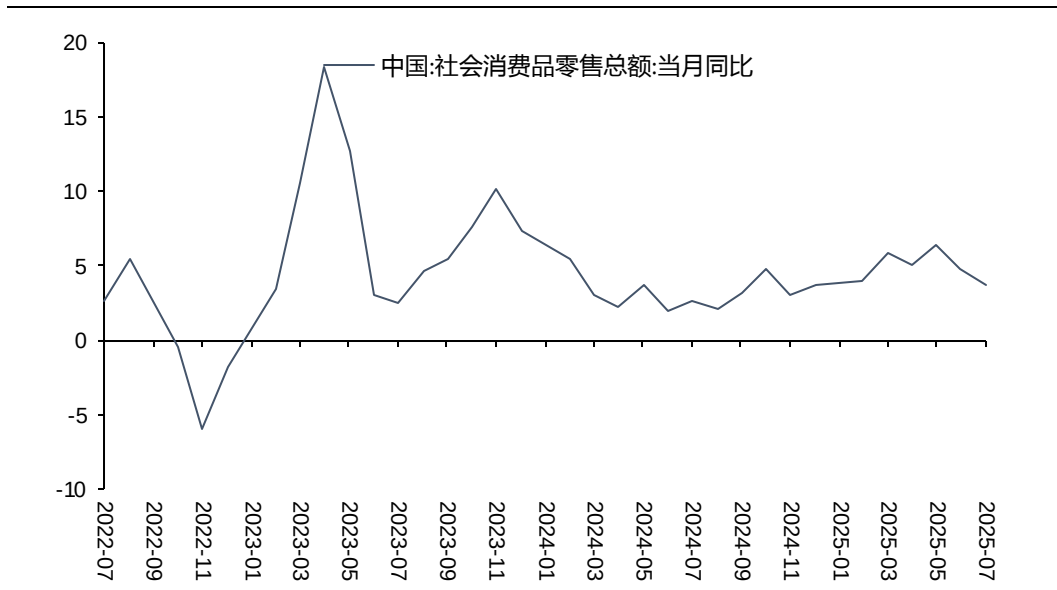


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

国内宏观：7 月经济放缓

7月居民消费走弱。社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较 6 月下降 1.1 个百分点。我们认为消费下滑主要有四个原因：一是中央对于公务员违规吃喝的管控趋严，导致餐饮消费下降较多，6 月和 7 月餐饮收入同比增速只有 0.9% 和 1.1%；二是消费补贴的边际效果在递减，部分地区 7 月份的消费补贴暂停，导致与补贴相关度较高的家电、家具、文化办公用品等类别的消费出现下滑；三是汽车等消费权重项出现大幅下滑，受购置税优惠政策退坡、新能源车补贴边际效应减弱等因素的影响；四是居民收入增速不高，在消费补贴等政策效果减弱之后，居民消费的动力就趋弱。我们预计下半年消费增长仍然存在压力。

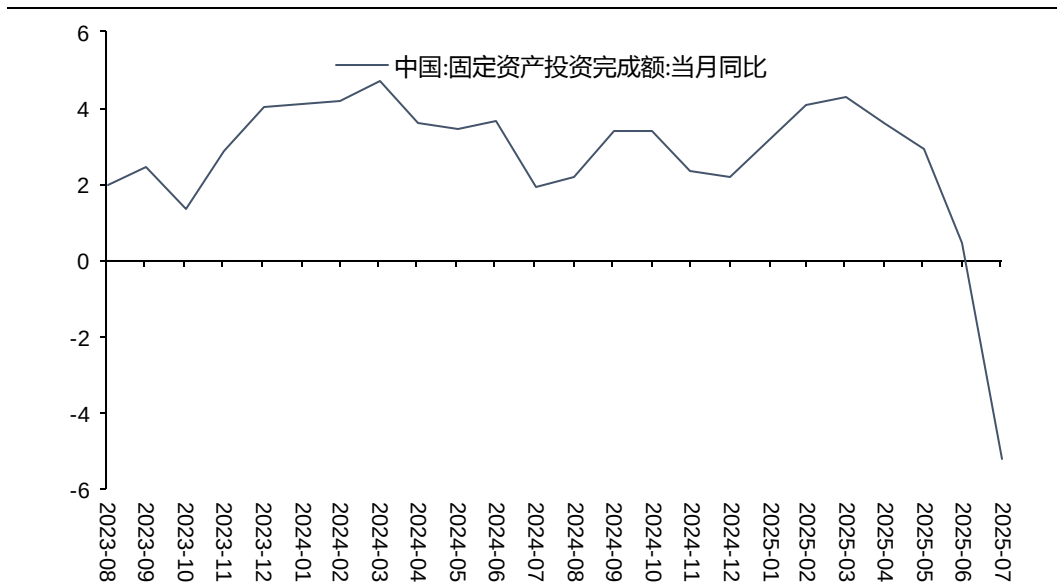
图表 7：居民消费下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资增速大幅下滑。我们测算 7 月单月固定资产投资同比下降 5.2%，这是在 2020 年 3 月疫情以来的最大单月降幅。其中，制造业投资当月同比下降 0.3%。这其中既有外部贸易政策的不确定性影响了企业预期，也有国内“反内卷”政策抑制了部分行业的重复投资。全口径基建投资同比下降 2%，我们认为地方政府的财政困境仍然对政府支出有较强的抑制作用，同时 7 月部分地区的台风、暴雨等极端天气也对项目施工造成一定扰动。房地产投资当月同比下降 17.2%，降幅大幅增加。房屋新开工面积同比下降 15.2%，商品房销售面积同比下降 8%，降幅均有所扩大。这反映出当前房地产行业仍未企稳，需要政策进一步呵护。

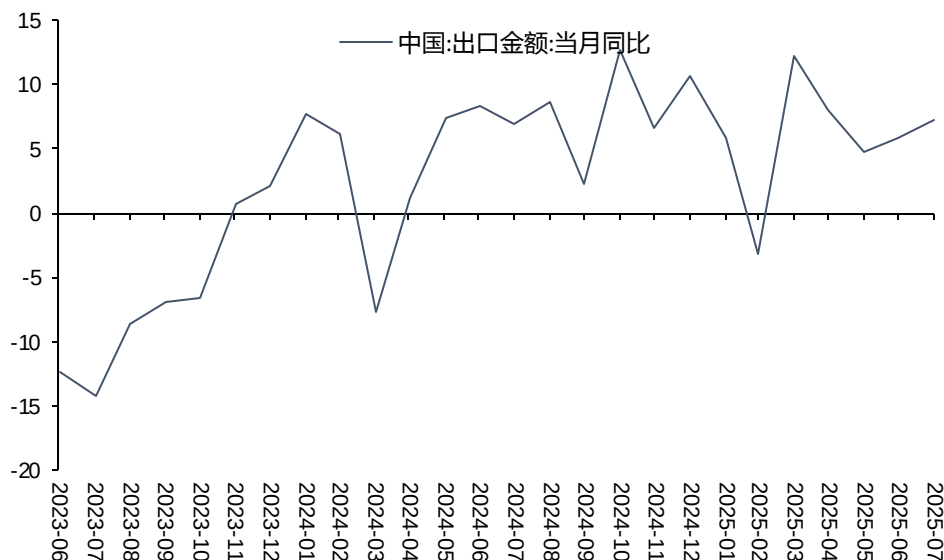
图表 8：投资增速下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

出口保持强劲。7 月中国出口额同比增长 7.2%，较 6 月提升 1.4 个百分点。值得关注的是贸易伙伴的变化。中国对美国出口同比下降 21.67%，降幅较 6 月扩大。虽然中美互相豁免了畸高关税，但是贸易商之间的脱钩仍在继续。不过中国对东盟出口仍然强劲，增速达到 16.59%，中国对欧盟的出口同比增速也上升至 9.24%。这反映出中国出口的“去美国化”正在持续进行。对非美国国家的出口增量对冲了对美国出口的下降。

图表 9：出口保持强劲



资料来源：Wind，五矿证券研究所

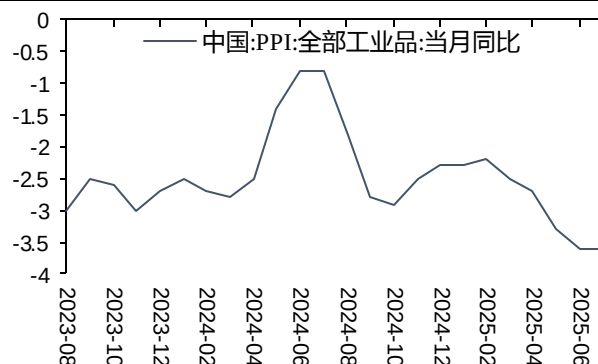
通缩压力仍大。7月CPI同比持平去年同期，PPI同比下降3.6%。整体来看通缩压力仍然较大。有两点边际变化值得关注：一是核心CPI连续回升了3个月至0.8%；二是在“反内卷”的政策引领下，部分工业品价格出现了阶段性反弹。这可能会在边际上减缓通缩压力，但是距离走出通缩还有较长的路程。

图表 10：CPI 涨幅下行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：PPI 仍在通缩泥潭



资料来源：Wind，五矿证券研究所

总体来看，7月经济增长放缓。内需较为疲软，消费下行速度较快且下半年压力仍存；投资大幅下降，未来基建投资可能有一定支撑，但总投资增长动力不足；通缩压力仍然较大，企业盈利面临困境。外需相对较强，但是贸易政策的不确定性仍大，出口增长的持续性存疑。我们认为下半年经济会面临压力，出台新一轮较大规模刺激政策的必要性较强。

政策：不确定性继续回落，关税与货币政策路径更清晰

8月以来，全球宏观政策的“确定性溢价”继续提升：一方面，中美将关税“休战期”再延长90天至11月10日（美方以新的行政令将对华附加关税的“24个百分点”继续暂停，仅保留10%的附加税率；中方同步在90天内继续暂停对美24%、保留10%），短期大幅加征的尾部风险显著下降，跨境贸易与补库行为获得喘息窗口。

同时，美国在7月31日进一步调整“对等关税”国别清单：日本、韩国统一为15%；东南亚多数落在19%–20%区间（如泰国19%、越南20%、马来西亚/印尼19%），缅甸40%；对欧盟则引入“15%封顶”的按品类动态规则（列1税率≥15%的品类加征为0，<15%者与加征相加至15%）。同时针对跨运转运规避的判定，一经认定将统一征收40%的惩罚性附加

税，原产地与供应链合规审核将明显趋严。

主要央行路径亦更可预期：7月30日美联储按兵不动、强调经济前景不确定与数据依赖；7月24日欧洲央行维持利率不变并称通胀已回到中期目标附近；日本央行7月下旬维持政策利率0.5%不变，略上调通胀预期、保留进一步正常化选项。结合8月下旬杰克逊霍尔会议的沟通预期，全球流动性边际改善与利率温和下行的市场押注正在累积。

我们认为，中美“延长暂停+保留10%”显著弱化了年内关税的不确定性冲击；对白宫7/31国别表的更新显示，日韩与东南亚实征税率低于前期市场的高位假设，对美国CPI的二次上行压力阶段性缓解，但40%跨运转运罚则将促使企业加速原产地合规与供应链再本地化；在央行沟通更清晰、油价风险溢价回落的共同作用下，全球风险偏好与美元资产的“内生流动性”仍占优，但需跟踪9月前后（美国）就业与通胀数据对降息定价的再校准，以及欧亚制造链在更严格原产地规则下的再分配效应。

中国方面，7月宏观数据偏弱，三季度政策窗口临近。7月30日政治局会议决定10月召开二十届四中全会并启动“十五五”建议研究，明确下半年仍以“稳增长+调结构”为主线，强调政策连续性、稳定性、灵活性。我们认为三季度后半段的财政、金融与产业政策组合预留空间。

消费端，政策从“阶段性补贴”走向“财政贴息+两新接续”的常态化安排。8月12日三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，自9月1日起对符合条件的个人消费贷款按年化1个百分点给予贴息且不高于合同利率50%，覆盖汽车、家居家装、文旅、教育培训、电子产品、养老生育等重点领域；官方口径同时强调三、四季度中央以旧换新资金将分批下达，形成对消费的平滑支持与预期管理。我们认为，从过去消费政策拉动情况看，政策或需要更大力度才能拉动下半年社零增速。

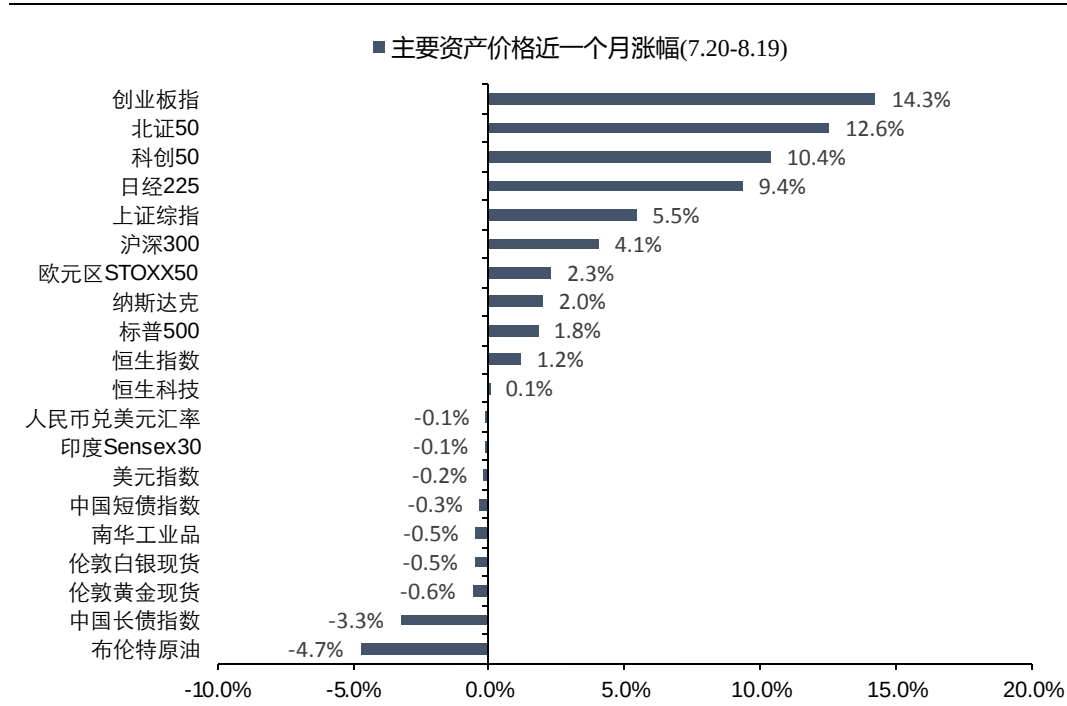
投资端，“两新”里的设备更新进入“资金到位—形成实物工作量”阶段。8月13日国家发改委披露：1880亿元超长期特别国债的设备更新投资补助资金已全部下达，覆盖约8400个项目，带动总投资超1万亿元，涉及工业技改、能源电力、物流与公共服务设施等多领域。我们认为结合地方债发债速度的增加，三季度后半段到四季度施工面与到资节奏有望同步加快。

整体来看，我们认为政策将按照年初计划继续推进，但是不排除8月宏观数据延续7月下行态势，9月出台增量政策的可能。消费侧贴息+以旧换新构成接续支撑，投资侧设备更新资金全面到位有望抬升实物工作量，货币侧以中期流动性净投放配合信用结构修复，地产侧通过差异化工具组合稳预期、稳需求。考虑到贴息政策从9月起生效、设备更新项目执行存在资金到位—招采—施工的传导周期，我们预计三季度后半段仍是政策集中发力期，四季度对消费与技术改造投资的边际拉动将更明显；地产层面维持“保交付+保障房+城市更新”主线，大概率不重演2015—2018式强刺激。

大类资产：股牛债熊

随着全球宏观环境的不确定性降低，近一个月大多数国家和地区的股票市场出现普涨，中国股市表现尤其亮眼。同时由于地缘政治风险下降，国家油价震荡下跌。股债跷跷板效应显现，中国长期国债大幅下跌。

图表 12：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为本轮股市上涨主要驱动力在于流动性和风险偏好的改善。由于宏观环境依旧通缩，基本上企业盈利改善程度有限，但是全球政策不确定性下降和中国政府对于股市的支持态度有利地支撑了市场风险偏好，加之市场流动性较为宽裕，所以股票市场尤其是科技股等与经济基本面相独立的长周期资产获得投资者青睐。我们认为科技方向仍将是未来一段时间的市场主线。如果九月或十月有较大力度的政策出台，也会再度提振市场情绪。

债券市场近期经历了较大调整，我们认为主要是股债“跷跷板”效应所致，股市持续上涨削弱了债市的吸引力。但我们认为从长期来看中国利率仍处于下行趋势之中，债券仍具有配置价值，可以关注逢低配置的机会。

风险提示

1. 中美贸易谈判出现反复。
2. 消费及出口出现快速下行。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010