

政策、关税多因素作用下，内需边际放缓

——7月经济数据点评

2025年08月19日

- **事件：**2025年7月，工业增加值累计同比增速回落1.1个百分点至5.7%。固投累计同比1.6%，前值2.8%，社零同比由上月的4.8%回落为3.7%。
- **工业生产仍具韧性，关税、反内卷影响逐步显现。**工业生产增速回落，天气给生产带来一定影响，关税不确定性下，工业产品出口韧性仍存。制造业整体放缓，下游高端制造生产多数回落，关税给下游行业带来影响较为明显，上游部分行业受到反内卷政策影响。反内卷大方向下，煤炭、钢铁、光伏等行业生产端已经有所调整。
- **生产相关服务业表现较好，暑期给生活相关服务业带来支撑。**服务业生产、商务活动指数下滑，信息传输、软件和信息技术服务业与金融业保持上行，增速好于服务业整体表现。暑期给餐饮、出行、线下零售等服务业带来支撑，价格和基数影响同比表现。
- **地产投资增速低位下行，销售再度放缓。**地产新开工仍处于磨底状态，施工、竣工再度下探。固投的建安工程增速转负，新开工偏弱的效果逐步显现，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。二手房价格同比均继续下行，环比多数回落，短期价格修复动能不足，居民购房情绪相对疲弱。房企资金来源持续偏紧，销售端传导显现，房企拿地依然谨慎。
- **基建增速放缓，资金、项目仍有支撑。**7月部分城市的高温、台风等天气因素影响下，施工进入季节性淡季。地方化债的背景下，项目端的约束仍将持续。而两重资金仍将给后续基建投资带来支撑，雅下水电工程项目周期较长，将给基建投资带来支撑。
- **制造业投资增速放缓，受到关税、反内卷、设备更新前置等多重因素共同作用。**关税政策的不确定性给出口带来一定压力，部分行业投资增速放缓。反内卷政策推动下，光伏等行业生产受到约束。前期设备更新政策资金到位较快，后续政策跟进边际走弱，给制造业带来的支撑减弱。
- **消费增速回落，汽车销售转弱带来拖累，暑期出行带来一定支撑，大型企业销售压力较大。**暑期服务业消费保持景气，年中以旧换新资金支出进度放缓，叠加前期透支效应有所显现，需求端边际收敛。可选消费表现欠佳，汽车、地产下游的家电、家具家装回落，价格补贴进程放缓和透支效应下，部分耐用品消费增速放缓。必选消费多数上行，烟酒、饮料类消费增速上行幅度较大。
- **风险因素：**关税政策发展超预期，地产和居民消费持续偏弱，政策推进和落地不及预期。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

政策基调延续，会议部署针对性加强
着力推动稳增长，逆周期政策空间可期
晦朔交迭，曦光可期

正文目录

事件.....	3
1 工业生产增速仍具韧性，关税、反内卷影响逐步显现.....	3
2 投资：新开工持续偏弱，设备更新政策效果边际收敛.....	5
2.1 房地产投资继续下探，销售再度放缓.....	5
2.2 基建增速放缓，年内仍有支撑.....	6
2.3 关税、反内卷多重因素叠加，制造业增速放缓.....	7
3 消费增速回落，行业表现分化.....	8
4 风险提示.....	9
图表 1：采矿、制造业同比增速下滑（%）.....	3
图表 2：工业企业出口增速回落（%，亿元）.....	3
图表 3：下游行业产量增速多数回落（%）.....	4
图表 4：制造业上游行业多数回落（%）.....	4
图表 5：制造业上中下游当月、累计同比增速（%）.....	4
图表 6：服务业商务活动指数小幅回落（%）.....	5
图表 7：服务业活动预期指数反弹上行（%）.....	5
图表 8：房屋施工增速小幅回落（%）.....	6
图表 9：商品房销售依然疲弱，库存去化偏慢（%）.....	6
图表 10：房企资金来源增速持续下滑（%）.....	6
图表 11：房企 7 月拿地同比增速转负（万平方米，%）.....	6
图表 12：基建投资增速快速下滑（%）.....	7
图表 13：交运增速下滑幅度最大（%）.....	7
图表 14：制造业投资增速放缓（%）.....	7
图表 15：企业产成品存货增速低位震荡（%）.....	7
图表 16：网上零售和服务占社零比重上行（%）.....	8
图表 17：消费者消费意愿延续修复（%）.....	8
图表 18：消费分项同比增速表现（%）.....	9

事件

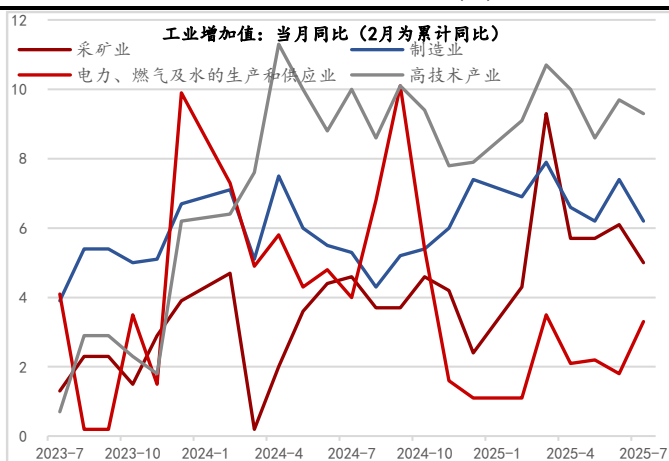
2025年7月，工业增加值当月同比增速回落1.1个百分点至5.7%，环比上涨0.38%，前值为0.5%。1-7月，固定资产投资累计同比增速1.6%，前值2.8%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.8个百分点至-12%，基建投资累计同比增速回落1.61个百分点至7.29%，制造业投资增速累计同比回落1.3个百分点至6.2%。社会消费品零售总额同比增速由上月的4.8%回落为3.7%。

1 工业生产增速仍具韧性，关税、反内卷影响逐步显现

工业生产增速回落，工业产品出口韧性仍存，天气给生产带来一定影响，反内卷政策带动部分行业调产。7月，工业增加值当月同比增速回落1.1个百分点至5.7%，市场预期为5.8%；环比上涨0.38%，前值为0.50%。发电量同比由上月的1.7%上行至3.1%。工业企业出口增速回落，同比由6月的4.0%回落为0.8%，关税政策前景仍有较大不确定性，企业依然有抢出口的动力，出口表现仍具韧性。7月高温、台风等天气给生产带来一定影响。反内卷大方向下，煤炭、钢铁、光伏等行业生产端已经有所调整。

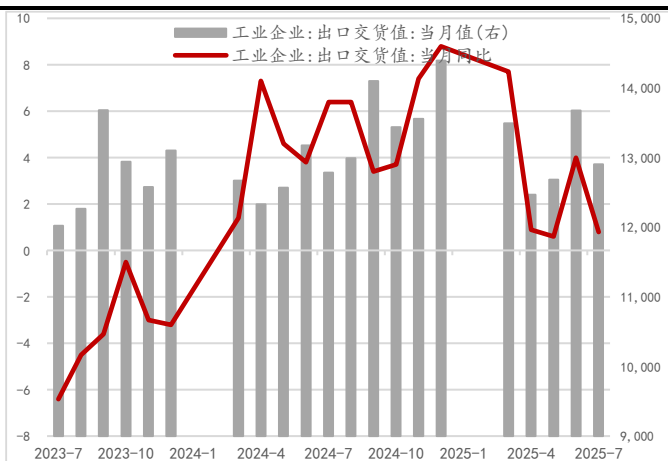
制造业整体放缓，高技术产业增速保持领跑，公用事业增速上行。分三大门类看，7月，采矿业同比回落1.1个百分点至5%，原煤产量同比由6月的3%回落至-3.8%，天然气产量同比上行2.8个百分点至7.4%。制造业同比由上月的7.4%回落至6.2%；高技术产业同比由上月的9.7%回落至9.3%，回落速度慢于整体，韧性依然较强。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行1.5个百分点至3.3%。

图表1：采矿、制造业同比增速下滑（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：工业企业出口增速回落（%，亿元）

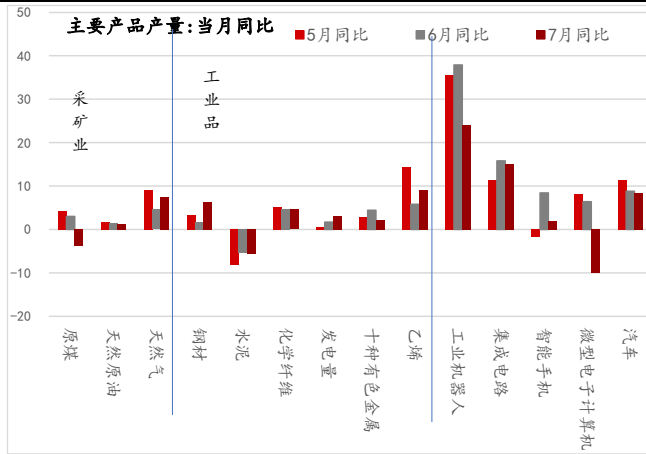


资料来源：Wind，万联证券研究所

下游高端制造生产多数放缓，关税给下游行业带来影响较为明显，上游部分行业受到反内卷政策影响。分行业来看，下游制造业行业生产多数放缓，仅铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上行幅度较大，生产保持旺盛；汽车制造业增速由11.4%下滑至8.5%，下行幅度最大；计算机、通信和其他电子设备制造业同比回落，微型电子计算机产量同比转负，工业机器人产量同比高位下滑，智能手机产量同比回落。中游设备制造业表现分化，专用设备、电气机械及器材制造业同比回落，通用设备同比增速上行，设备更新政策拉动效果逐步收敛。上游原材料加工制造业来看，整体表现

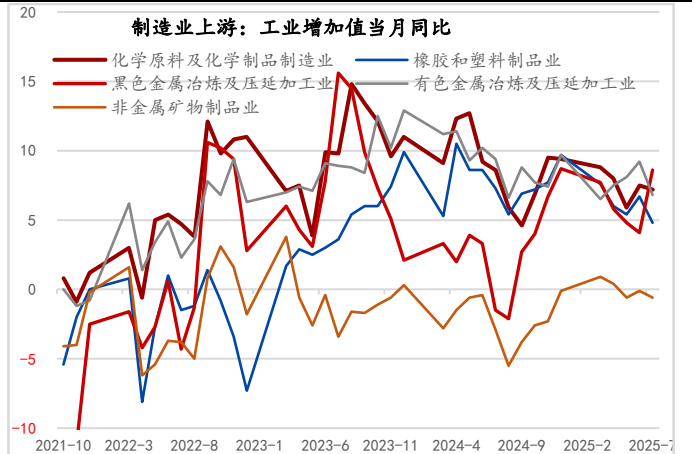
偏弱，有色金属、化工、非金属矿物、橡胶和塑料制品业增速均下滑，黑色金属加工增速反弹上行，钢材产量同比增长，当前钢厂利润维持偏高水平，企业减产意愿有限，但反内卷政策下，5-7月钢材产量已经整体有所放缓。

图表3：下游行业产量增速多数回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4：制造业上游行业多数回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

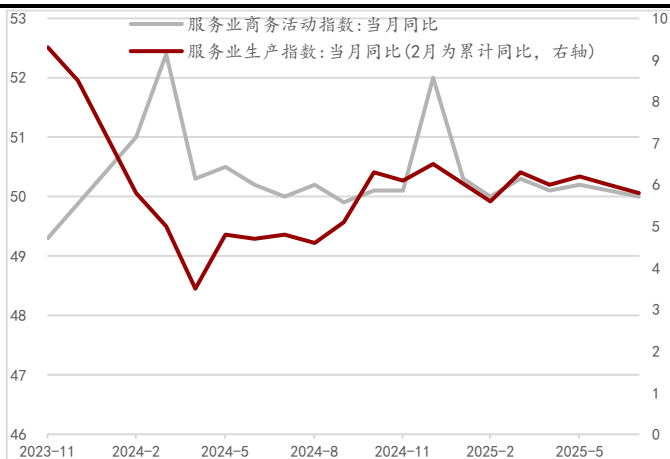
图表5：制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业		当月同比 (%)			累计同比 (%)				
		2025年7月	2025年6月	2024年7月	2025年7月	2025年6月	7-6月累计同比	2024年7月	2024年6月
上游	化学原料和化学制品制造业	7.20	7.50	8.60	8.00	8.20	-0.20	10.20	10.50
上游	橡胶和塑料制品业	4.80	6.70	7.30	6.80	7.10	-0.30	9.20	9.50
上游	非金属矿物制品业	-0.60	-0.10	-2.90	-0.50	-0.50	0.00	-0.30	0.10
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	8.60	4.10	-1.50	6.00	5.60	0.40	3.90	4.80
上游	有色金属冶炼及压延加工业	6.80	9.20	9.40	7.40	7.60	-0.20	10.80	11.10
上游	金属制品业	4.20	6.70	9.30	8.10	8.80	-0.70	6.30	5.70
中游	通用设备制造业	8.40	7.80	3.20	8.30	8.30	0.00	2.90	2.80
中游	专用设备制造业	3.80	4.60	2.50	3.80	3.80	0.00	2.20	2.10
中游	电气机械及器材制造业	10.20	11.40	2.80	11.90	12.20	-0.30	4.50	4.70
中游	农副食品加工业	5.60	8.20	0.20	7.20	7.50	-0.30	1.60	1.90
中游	纺织业	1.70	2.50	5.90	3.70	4.10	-0.40	5.40	5.30
下游	食品制造业	3.80	6.40	7.10	5.90	6.30	-0.40	5.60	5.40
下游	医药制造业	2.40	2.70	1.50	1.40	1.30	0.10	1.90	2.00
下游	汽车制造业	8.50	11.40	4.40	10.90	11.30	-0.40	9.00	9.80
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.20	11.00	14.30	10.90	11.10	-0.20	13.40	13.30
下游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.70	10.10	12.70	16.20	16.60	-0.40	11.80	11.60

资料来源: Wind, 万联证券研究所

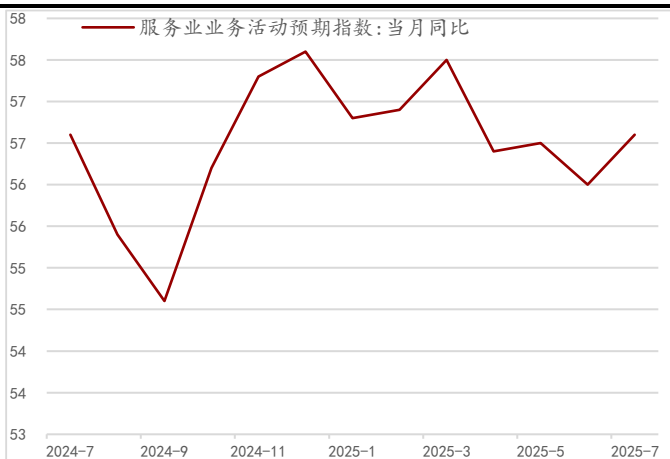
服务业生产、商务活动指数下滑，生产相关服务业表现较好，暑期给生活相关服务业带来支撑。7月，服务业生产指数同比由6.0%回落为5.8%，服务业商务活动指数当月同比由50.1%回落为50.0%。服务业活动预期指数由56.0%上行至56.6%。生产相关的服务业依然领跑服务业整体，信息传输、软件和信息技术服务业与租赁和商务服务业增速小幅上行，高于服务业整体表现，金融业持续上行至8.7%，租赁服务同比回落。暑期给餐饮、出行、线下零售等服务业带来支撑。

图表6: 服务业商务活动指数小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数反弹上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 投资: 新开工持续偏弱, 设备更新政策效果边际收敛

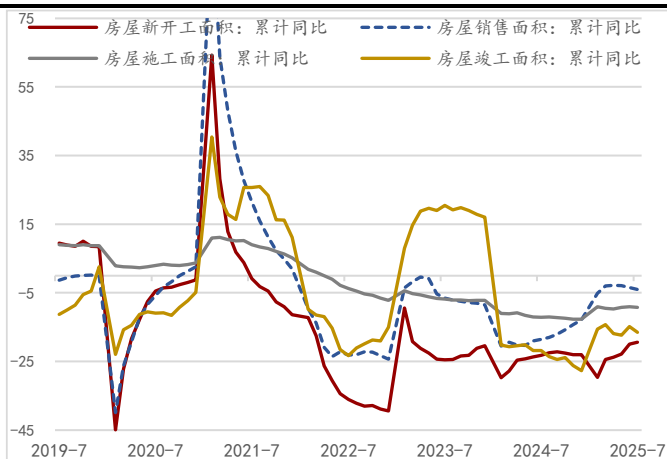
固投分项同比增速均回落, 环比负增, 建安工程增速转负, 设备购置保持韧性。1-7月, 固定资产投资累计同比增速1.6%, 前值2.8%, 固投季调环比增速为-0.63%, 前值为0.07%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回落0.8个百分点至-12%; 基建累计同比增速回落1.61个百分点至7.29%, 基建(不含电力)累计同比增速回落1.4个百分点至3.2%; 制造业累计同比增速回落1.3个百分点至6.2%, 民间固定资产投资回落0.9个百分点至-1.5%。建筑安装工程累计公布由0.1%降至-0.8%, 新开工偏弱的影响逐步显现。设备购置累计同比由17.3%降为15.2%, 设备更新政策节奏前置, 设备购置增速高位放缓。

2.1 房地产投资继续下探, 销售再度放缓

地产投资增速低位下行, 地产新开工仍处于磨底状态, 施工、竣工再度下探。房地产投资累计同比增速回落0.8个百分点至-12%, 增速略低于市场预期的-11.5%。细分项来看, 房屋新开工面积累计同比增速上行0.6个百分点至-19.4%, 房屋施工面积累计同比由-9.1%下降为-9.2%, 竣工增速由-14.8%回落为-16.5%。

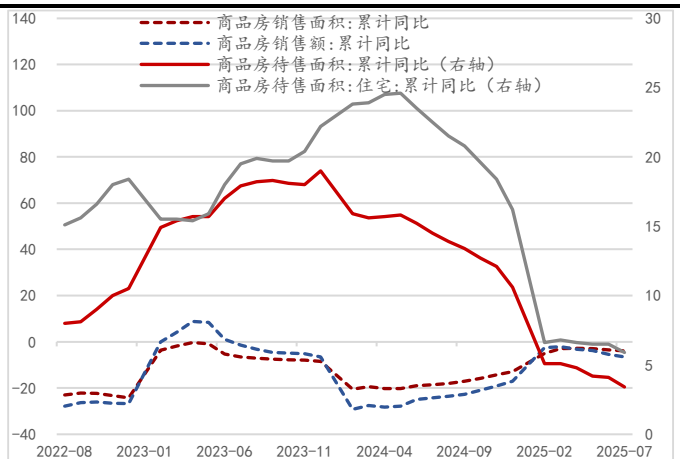
地产销售增速回落, 居民加杠杆意愿不足。地产商品房销售面积累计同比由-3.5%继续下探至-4%, 商品房销售额由-5.5%下跌为-6.5%, 房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。住宅待售面积同比持续回落, 地产收储或带来一定拉动, 但整体销售端表现依然偏弱。70大中城市地产价格数据来看, 二手房价格同比均继续下行, 环比多数回落, 短期价格修复动能不足, 居民购房情绪相对疲弱。

图表8：房屋施工增速小幅回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

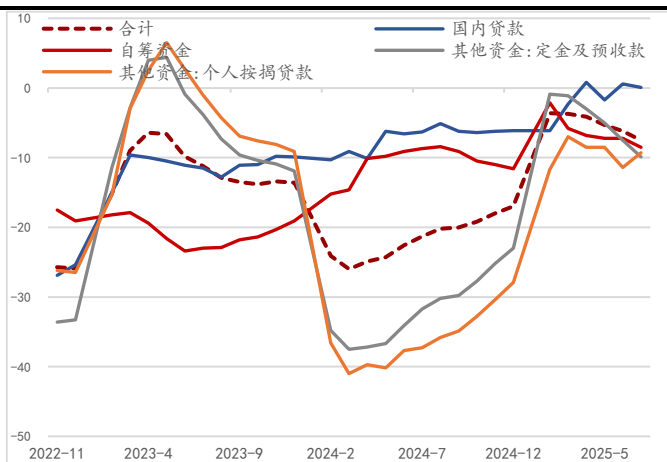
图表9：商品房销售依然疲弱，库存去化偏慢（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

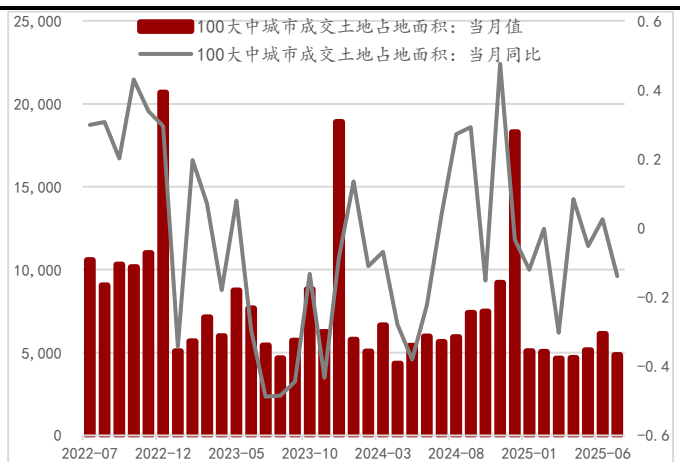
房企资金来源持续偏紧，销售端传导显现，拿地依然谨慎。房地产开发资金来源增速由-6.2%继续回落为-7.5%。其中，定金及预收款跌幅相对最大，为主要拖累分项，与销售转弱相互印证；自筹资金跌幅有所扩大，国内贷款增速也有所下行，但依然保持正增；个人按揭贷款同比跌幅收窄。地产销售端数据依然偏弱，居民购房信心疲软。从100大中城市土地成交来看，7月拿地同比增速再度下滑转为负增，地产防风险、去库存的方向下，政策着力推动城市更新，土地供应整体处于放缓趋势中。

图表10：房企资金来源增速持续下滑（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：房企7月拿地同比增速转负（万平方米，%）



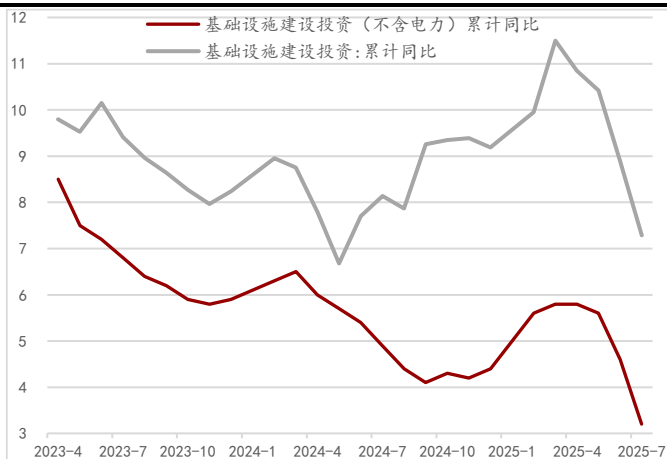
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 基建增速放缓，年内仍有支撑

基建增速放缓，资金、项目仍有支撑。7月，基建投资累计同比增速回落1.61个百分点至7.29%，高于市场预期的6.58%，基建（不含电力）累计同比增速回落1.4个百分点至3.2%。7月部分城市的高温、台风等天气因素影响下，施工进入季节性淡季。地方化债的背景下，项目端的约束仍将持续，资金仍将给后续基建投资带来支撑，雅下水电工程项目周期较长，也将给基建投资带来支撑。

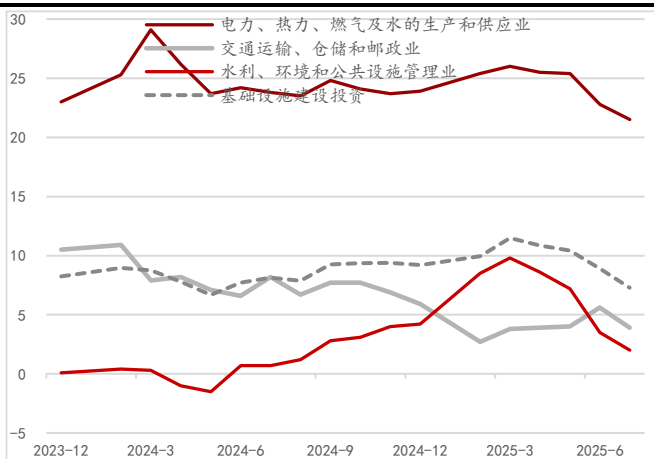
电热气供应高位回落，交运增速下滑幅度相对最大。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速高位继续下滑，电力对基建的支撑作用持续。水利、环境、公共设施管理业增速也有所下行，交通运输、仓储、邮政业增速回落幅度最大。

图表12：基建投资增速快速下滑（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：交运增速下滑幅度最大（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 关税、反内卷多重因素叠加，制造业增速放缓

制造业投资增速放缓，受到关税、反内卷、设备更新前置等多重因素共同作用。制造业累计同比增速回落1.3个百分点至6.2%，回落速度加快，民间固定资产投资回落0.9个百分点至-1.5%。地产疲弱、需求端修复有限的问题仍存，民间投资持续负增。关税政策的不确定性给出口带来一定压力，部分行业投资增速放缓。反内卷政策推动下，光伏等行业生产受到约束。前期设备更新政策资金到位较快，后续政策跟进边际走弱，给制造业带来的支撑减弱。后续外需依然面临较大不确定性，内需提振的动能有限，反内卷政策推进下，企业的投产积极性受到约束，制造业或延续温和放缓的态势。

图表14：制造业投资增速放缓（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：企业产成品存货增速低位震荡（%）

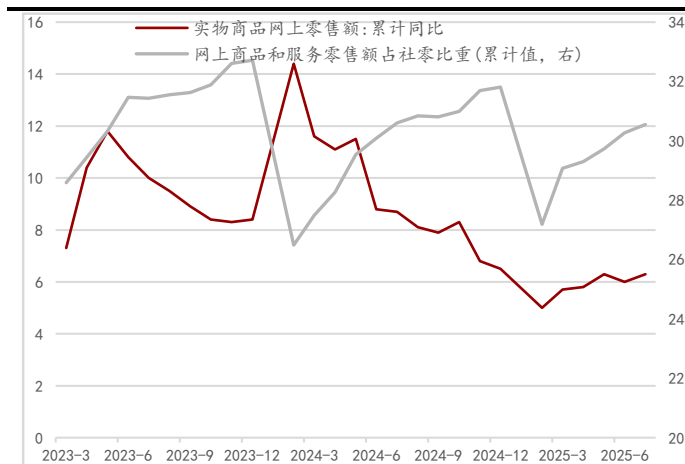


资料来源：Wind，万联证券研究所

3 消费增速回落，行业表现分化

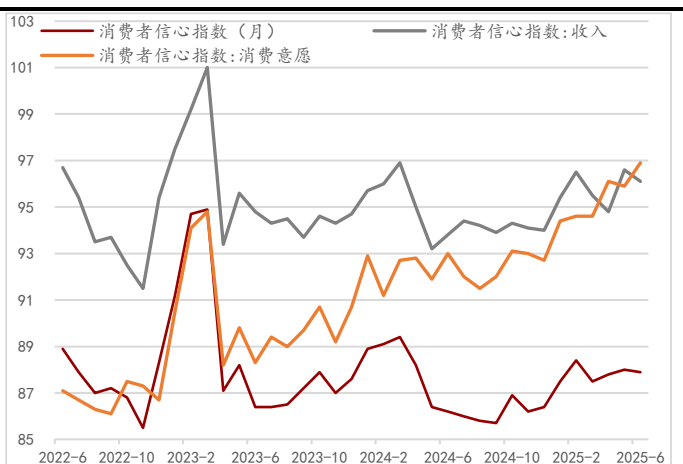
消费增速回落，消费补贴力度减弱，汽车销售转弱，暑期出行带来一定支撑，大型企业销售压力较大。7月，社会消费品零售总额同比增速由上月的4.8%回落为3.7%，低于市场预期的4.9%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的4.8%下跌至4.3%；餐饮同比由上月的0.9%上涨为1.1%；限额以上企业零售同比由上月的5%下跌至2.8%，回落幅度大于整体。网上零售增速累计同比继续上行，网上零售占消费比重进一步拉升。暑期给居民显效消费带来一定拉动，服务消费依然保持景气。年中以旧换新资金支出进度放缓，叠加前期透支效应有所显现，需求端边际收敛。下半年消费增速或延续低位震荡。从更新到6月的消费者信心数据来看，消费意愿指数持续上行态势，收入指数边际回落。

图表16：网上零售和服务占社零比重上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：消费者消费意愿延续修复（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

可选消费表现欠佳，必选消费多数上行，价格补贴进程放缓给消费带来部分扰动。细分项来看，可选消费多数下滑，文化办公用品类下行幅度最大，汽车销售增速回落至-1.5%，下行幅度较大，地产下游的家电、家具、家装增速整体回落，价格补贴进程放缓和透支效应下，部分耐用品消费增速放缓，地产销售走弱也给下游行业带来扰动。化妆品类消费上行幅度较大，金银珠宝类消费也小幅上行。必选消费中，饮料类同比大幅上行，增速转正，烟酒类消费也表现较好。7月政治局会议依然关注提振内需，支持文旅、养老、育幼、家政等消费，后续服务消费有望成为消费的重要抓手。

图表18：消费分项同比增速表现（%）

按消费类型分：限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2025年7月	2025年6月	2024年7月	2024年6月	较上月变动	
粮油、食品类	8.6	8.7	9.9	10.8	↓ -0.1	必选消费
饮料类	2.7	-4.4	6.1	1.7	↑ 7.1	必选消费
烟酒类	2.7	-0.7	-0.1	5.2	↑ 3.4	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	1.8	1.9	-5.2	-1.9	↓ -0.1	必选消费
日用品类	8.2	7.8	2.1	0.3	↑ 0.4	必选消费
中西药品类	0.1	-0.7	5.8	4.5	↑ 0.8	必选消费
餐饮	1.1	0.9	3	5.4	↑ 0.2	可选消费
化妆品类	4.5	-2.3	-6.1	-14.6	↑ 6.8	可选消费
金银珠宝类	8.2	6.1	-10.4	-3.7	↑ 2.1	可选消费
文化办公用品类	13.8	24.4	-2.4	-8.5	↓ -10.6	可选消费
通讯器材类	14.9	13.9	12.7	2.9	↑ 1	可选消费
石油及制品类	-8.3	-7.3	1.6	4.6	↓ -1	可选消费
汽车类	-1.5	4.6	-4.9	-6.2	↓ -6.1	可选消费
家用电器和音像器材类	28.7	32.4	-2.4	-7.6	↓ -3.7	可选消费(地产相关)
家具类	20.6	28.7	-1.1	1.1	↓ -8.1	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-0.5	1	-2.1	-4.4	↓ -1.5	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	3.7	4.8	2.7	2	↓ -1.1	整体
限额以上企业消费品零售总额	2.8	5	-0.1	-0.6	↓ -2.2	整体
除汽车以外社零	4.3	4.8	3.6	3	↓ -0.5	整体

资料来源：Wind，万联证券研究所

4 风险提示

关税政策发展超预期，地产和居民消费持续偏弱，政策推进和落地不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场