

7 月经济数据点评

扩大内需从多方面入手

7 月工业增加值和社零当月同比增速低于万得一致预期，1-7 月固定资产投资增速低于万得一致预期，下半年稳增长压力有所显现；7 月数据偏弱的影响因素包括外部形势复杂严峻、国内气候因素影响较大、物价持续偏弱等等；关注中美关税再延期 90 天和“两重两新”、“双贴息”等政策对内外需的提振作用。

- 7 月工业增加值同比增长 5.7%，1-7 月采矿业工业增加值累计同比增速 5.8%，制造业累计同比增速 6.9%，公用事业累计同比增速 2.2%，高技术产业累计同比增速 9.5%。从行业的角度看，7 月中游行业工业增加值同比增速下降，或一定程度上受到海外形势严峻的影响。
- 7 月社零同比增长 3.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.3%，服务消费累计同比增长 5.2%。7 月餐饮消费同比增长 1.1%，商品消费同比增速 4.0%。分行业看，我们认为 7 月行业社零数据中，受价格影响较明显的是汽车，受国补影响较明显的是通讯器材和家电，受暑期出行影响的是化妆品等。
- 1-7 月固定资产投资累计同比增速为 1.6%，民间固定资产投资累计同比下降 1.5%，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 5.3%，民间投资增长 3.9%；扣除价格因素，1-7 月固定资产投资实际增长在 4.0%-5.0% 左右。分类别看，制造业投资 1-7 月累计同比增 6.2%，基建投资累计同比增长 3.2%，地产投资累计同比下降 12.0%。
- 从房地产分类来看，1-7 月住宅投资增速下降 10.9%，办公楼投资增速下降 17.8%，商业地产投资增速下降 8.8%。1-7 月新开工面积同比增速较 1-6 月上升 0.6 个百分点。1-7 月商品房销售面积同比下降 4.0%，商品房销售额累计同比下降 6.5%。7 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.4%，二手住宅价格指数下降 5.9%，降幅均延续收窄的趋势。
- 7 月经济数据增速回落，反映出稳增长的现实压力。7 月工业增加值、社零当月同比增速，固定资产投资累计同比增速均较 6 月有不同程度下降，经济数据整体表现低于万得一致预期。造成 7 月经济数据表现偏弱的原因较多，一是外部形势复杂严峻，对我国外贸、外企、外资等相关经济部门的影响较为显著，二是国内极端天气的不利影响，对生产经营和固定资产投资的进度产生一定影响，三是价格因素的拖累依然明显，集中体现在社零名义增速和固定资产投资名义增速当中。但是 7 月数据中也有亮点，一是制造业仍是经济稳增长的重要支撑，制造业工业增加值和固定资产投资都体现出了较明显的韧性，二是内在消费政策带动下继续释放，较有代表性的是通讯设备和家电等产品的社零消费增速维持在较高水平，三是暑期出行需求带动服务消费增长坚挺。
- 稳增长政策多措并举，内需释放才能多点开花。虽然 7 月经济数据反映出下半年增长压力仍较大，但也应该看到在积极的宏观政策努力下，仍有一些有利条件：一是《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》发布，自 2025 年 8 月 12 日起再次暂停实施 24% 的关税 90 天，为我国外贸多元化进一步争取时间窗口，二是实施个人消费贷款贴息政策和服务业经营主体贷款贴息政策，在消费补贴的基础上进一步加力促消费，三是“两重”建设持续推进，1-7 月份设备工器具购置投资拉动整个投资增长 2.2 个百分点。我们预计 7 月政治局会议稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的政策导向，或在下半年有进一步的政策落实，建议关注 9 月-10 月积极的财政政策是否有进一步加力提效的空间，同时在宏观政策取向一致性引导下，货币政策或也将有进一步降准降息的空间。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250807》20250812
《中银量化大类资产跟踪》20250811
《7 月通胀点评》20250811

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速回落

7月工业增加值同比增速较6月回落。7月工业增加值同比增长5.7%，较6月下降1.1个百分点，较去年同期上升1.2个百分点，略低于万得一致预期同比增速5.8%。我们认为7月工增同比增速整体维持了较快增长，但外部环境复杂严峻，部分行业供求矛盾仍较突出，因此生产端增长仍明显承压。

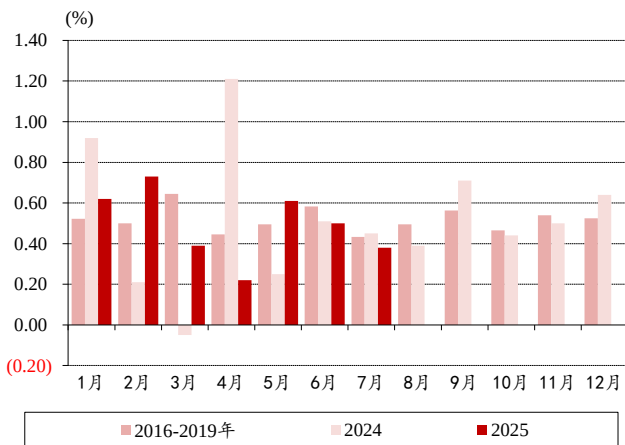
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

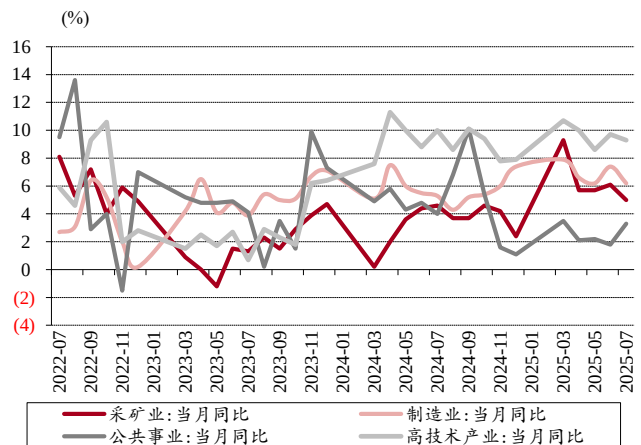
7月工业增加值环比较历史同期平均水平偏弱。从环比增速来看，7月工业增加值环比上升0.38%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.43%相比偏低，与2024年同期的环比增长0.45%相比也偏低。从行业分类来看，1-7月采矿业工业增加值累计同比增速5.8%，制造业累计同比增速6.9%，公用事业累计同比增速2.2%，高技术产业累计同比增速9.5%。从企业类型来看，1-7月私企工业增加值同比增长6.5%，国企工业增加值同比增长4.4%，股份制企业同比增长6.8%，外企同比上升4.1%。与2025年1-6月相比，1-7月累计同比增速较1-6月上升的是国企和公共事业，持平的是高技术产业，下降的是私企、外企、采矿业、制造业和股份制企业。7月当月工业增加值同比增速相较6月，各行业和企业类型中只有公共事业增速有所上升，增速下降超过1.0个百分点的包括外企、私企、制造业和采矿业。我们认为7月工业增加值同比增速回落，但仍不乏亮点，其中装备制造业增加值同比增长8.4%，规模以上高技术制造业增加值同比增长9.3%，规模以上数字产品制造业增加值同比增长8.4%，均表明我国高质量发展稳步推进。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

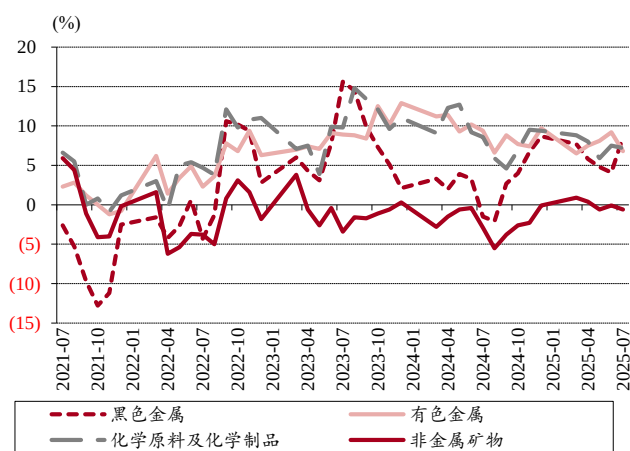
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

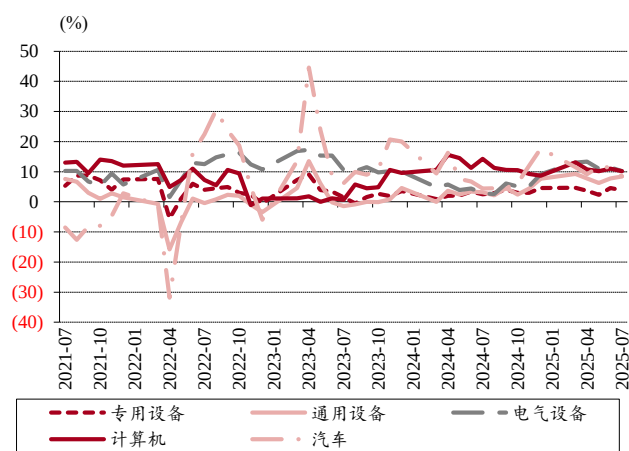
7月中游行业工业增加值增速回落比较显著。上游行业方面，1-7月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长8.0%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.0%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.4%，从当月同比增速来看，较6月增速上升的是黑色金属，增速下降超过1.0个百分点的是有色金属，非金属矿物当月增速仍在负增长区间。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长8.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.8%，汽车制造业增加值累计同比增长10.9%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长11.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长10.9%，中游行业工业增加值当月同比增速较6月下降超过1.0个百分点的行业是汽车和电气设备，仅通用设备行业当月同比增速较6月有所上升。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长5.9%，纺织业增加值累计同比增长3.7%，医药制造业增加值累计同比增长1.4%，下游行业工业增加值当月同比增速较6月下降幅度超过1.0个百分点的是食品。从行业的角度看，7月中游行业工业增加值同比增速下降，或一定程度上受到海外形势严峻的影响。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

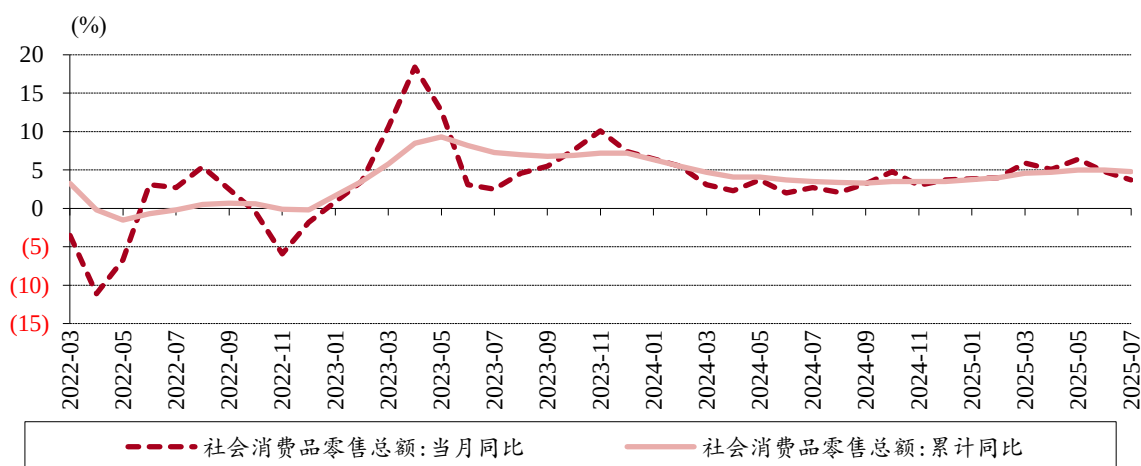


资料来源：万得，中银证券

社零同比增速延续回落

7月社零增速较6月继续明显回落。7月社零同比增长3.7%，较6月下降1.1个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.3%，较6月下降0.5个百分点，服务消费累计同比增长5.2%，较1-6月下降0.1个百分点。7月社零数据内部出现一定分化，商品销售增速有所回落，但服务消费增速相对坚挺。

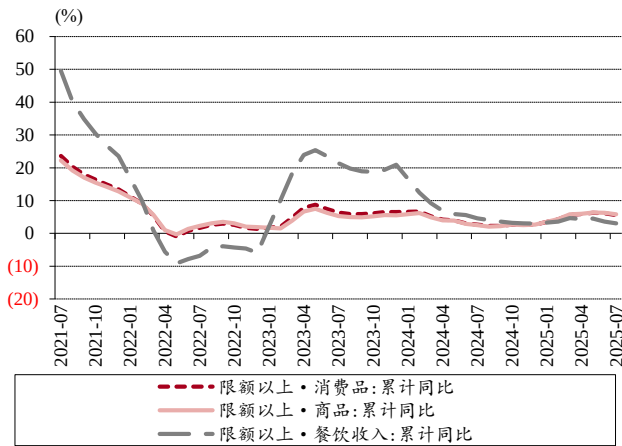
图表 6. 社零同比增速



资料来源：万得，中银证券

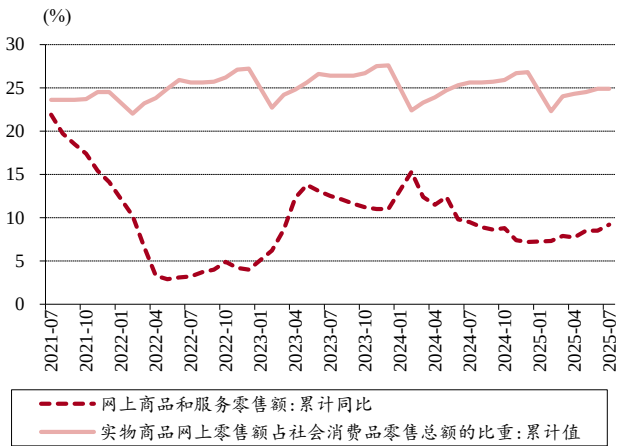
7月限额以上消费增速延续较大回落幅度，但服务消费增速相对强劲。7月餐饮消费同比增长1.1%，较6月上升0.2个百分点，限额以上餐饮消费同比下降0.3%，较6月上升0.1个百分点；7月商品消费同比增速4.0%，较6月下降1.3个百分点，限额以上商品消费增速3.1%，较6月下降2.4个百分点。1-7月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长5.6%，商品消费增速表现持续好于餐饮消费。7月网上零售额累计占比为30.6%，较2024年同期下降0.1个百分点，较1-6月上升0.3个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为9.2%，增速较1-6月上升0.7个百分点。7月从服务零售看，居民精神文化需求相关服务零售增长较快，一是文旅服务零售增势较好，暑期居民出游需求集中释放，各地积极发展文旅消费新模式，以多元化供给为扩大消费注入新动力，二是信息服务零售快速增长，数字影音、网络娱乐等服务需求持续扩大。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

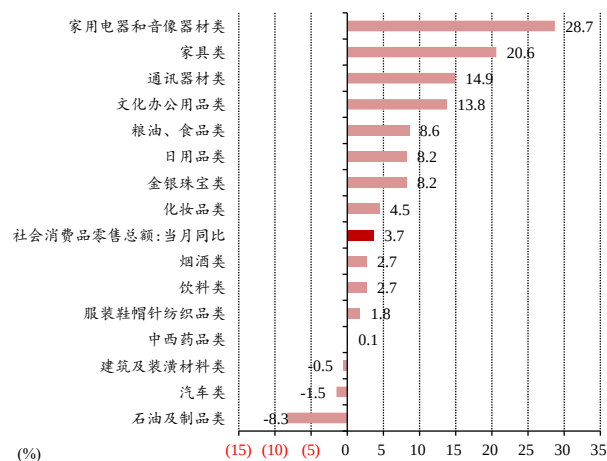
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

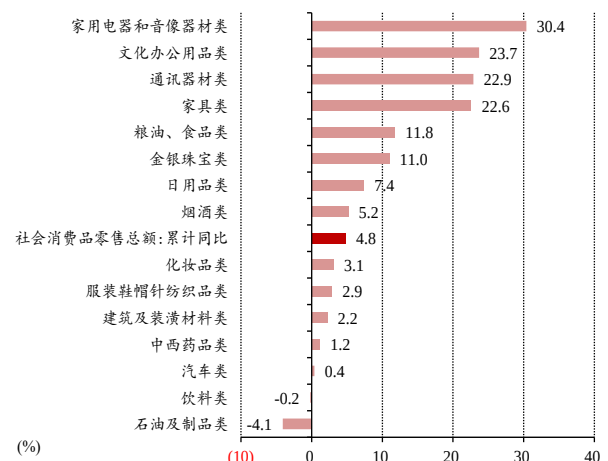
社零的影响因素较多。从同比增速来看，7月限额以上企业商品零售总额增速3.1%，同比增速较高的细分行业包括家用电器、家具、通讯器材和文化办公用品等，同比增速下降的有石油制品、汽车和建筑装潢；与6月相比，增速上升的有饮料、化妆品、烟酒、金银珠宝、通讯器材、中西药品和日用品，增速下降较多的有文化办公用品、家电和汽车等。1-7月社零累计同比增速较高的品类有家用电器、文化办公用品、通讯器材、家具、粮油食品和金银珠宝等，累计同比增速下降的仅有石油制品和饮料；累计同比增速较1-6月上升的有饮料、化妆品和日用品，累计同比增速较1-6月下降较多的有文化办公用品、通讯器材和石油制品等。我们认为7月行业社零数据中，受价格影响较明显的是汽车，受国补影响较明显的是通讯器材和家电，受暑期出行影响的是化妆品等。

图表 9. 各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速

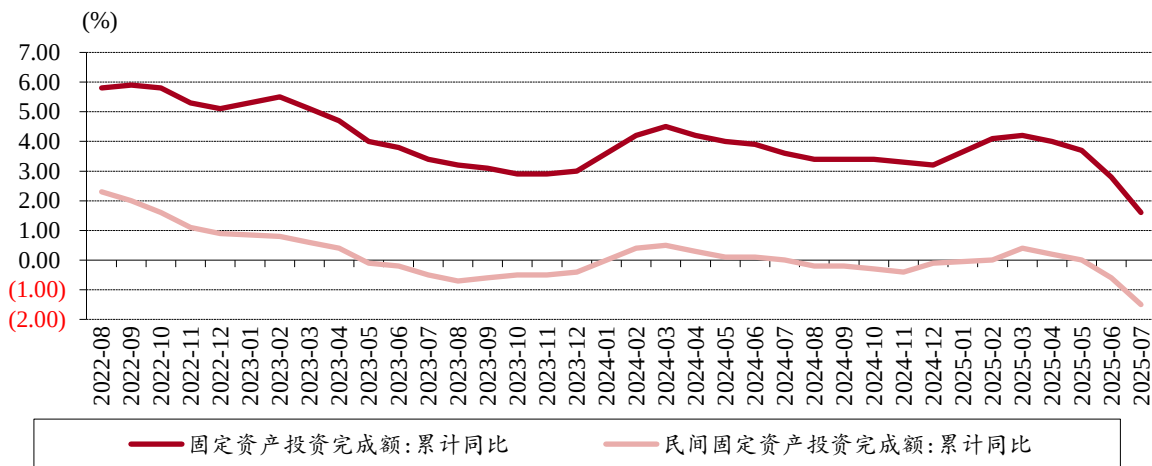


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资的名义增速不弱

关注天气因素和价格因素对固定资产投资的影响。1-7月固定资产投资累计同比增速为1.6%，较1-6月下降1.2个百分点，1-7月民间固定资产投资累计同比下降1.5%，较1-6月下降0.9个百分点。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长5.3%，民间投资增长3.9%；扣除价格因素，1-7月固定资产投资实际增长在4.0%-5.0%左右。

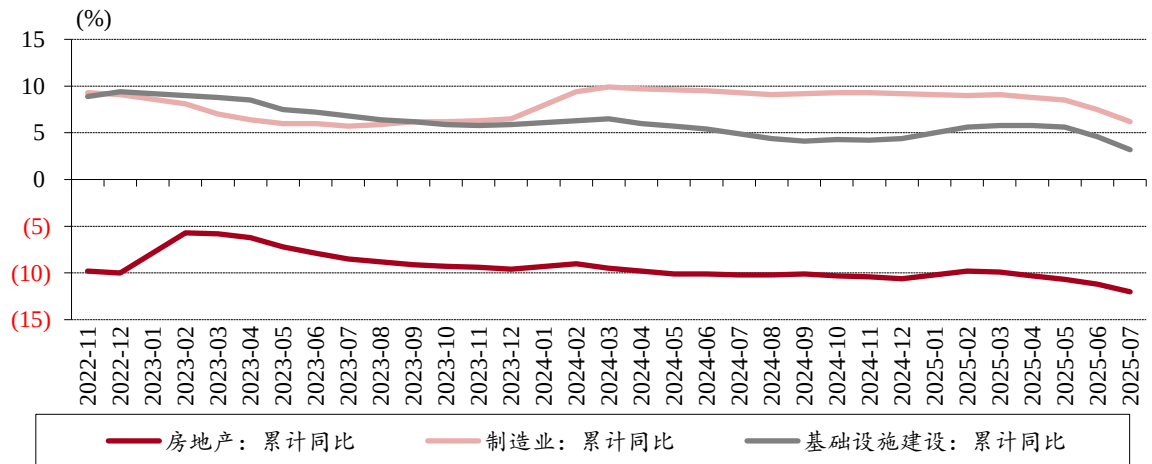
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业、基建和房地产投资增速都有不同程度下降。分类别看，制造业投资1-7月累计同比增6.2%，基建投资累计同比增长3.2%，地产投资累计同比下降12.0%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升5.6%，第二产业累计同比增长8.9%，第三产业累计同比下降2.3%；从地区来看，东部累计同比下降2.4%，中部增长3.2%，西部增长3.6%，东北下降3.0%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长1.7%，国企同比增长3.5%，外资企业下降15.7%。从我们测算的当月同比增速看，7月制造业投资下降0.3%，较6月下降5.4个百分点，基建投资下降5.1%，较6月下降7.1个百分点，房地产投资下降17.1%，较6月下降4.7个百分点。投资名义增速的回落，既有部分地区高温暴雨频发、影响项目工程施工的短期因素，也有外部环境复杂多变、国内企业竞争加剧、投资收益下降的影响，还有我国转型发展过程中传统行业投资动能在减弱，新兴行业成长尚难以完全对冲的原因。尽管投资名义增速有所回落，但扣除价格因素，投资实物工作量并不低，尤其是在创新驱动发展引领下和大规模设备更新政策带动下，投资结构持续优化，继续为经济转型升级创造有利条件。

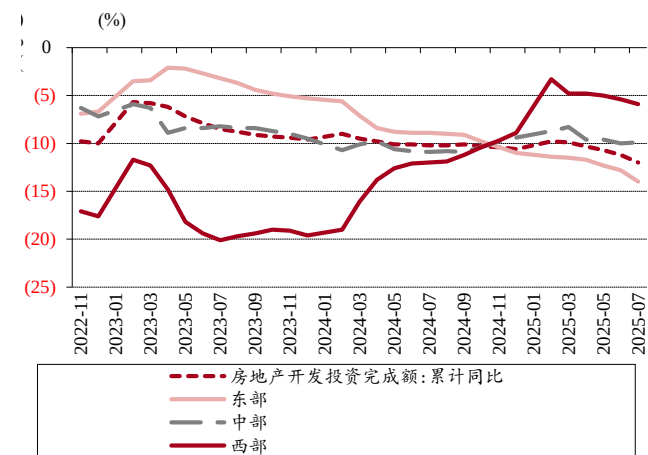
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

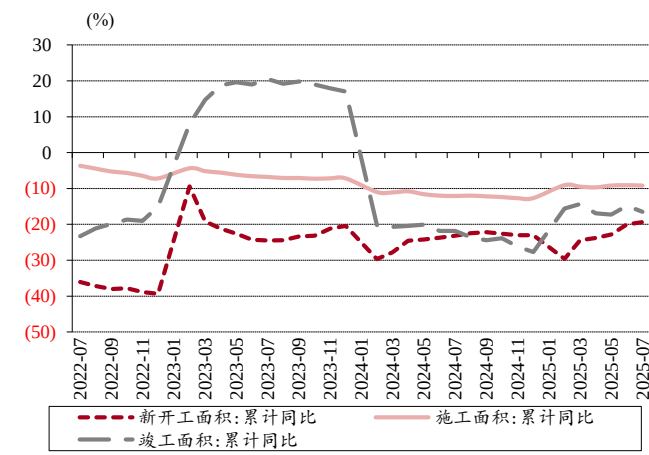
1-7月房地产固定资产投资增速仍在下行。1-7月房地产投资累计同比增速下降12.0%，比1-6月下降0.8个百分点。其中东部地区累计同比下降14.0%、中部地区累计同比下降9.9%、西部地区累计同比下降5.9%。从房地产分类来看，1-7月住宅投资增速下降10.9%，办公楼投资增速下降17.8%，商业地产投资增速下降8.8%。1-7月房地产新开工面积累计同比下降19.4%，施工面积同比下降9.2%，竣工面积同比下降16.5%。1-7月新开工面积同比增速较1-6月上升0.6个百分点，表明房地产行业投资向好的趋势仍在，但房地产投资增速同比持续下降，较大程度上受到投资品价格同比持续偏弱的影响。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

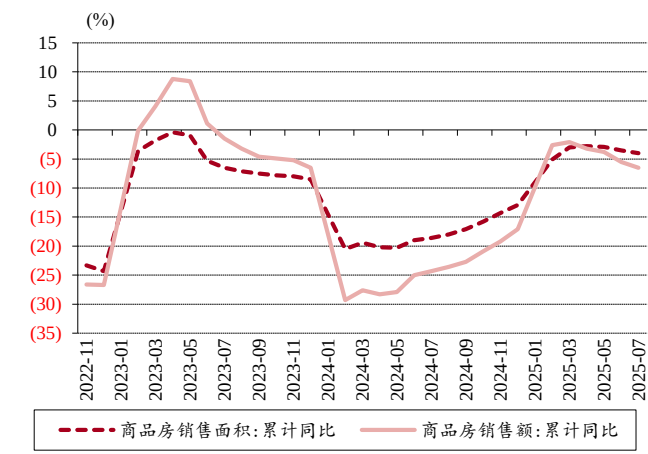
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

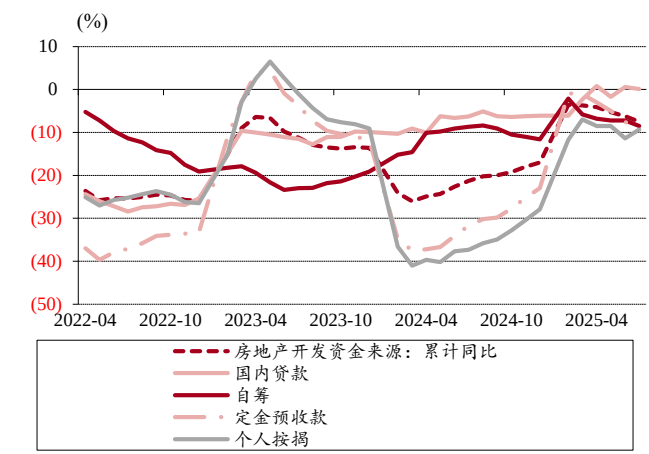
房价降幅延续收窄趋势，但销售面积和销售额累计同比增速下降幅度加大。1-7月商品房销售面积同比下降4.0%，商品房销售额累计同比下降6.5%。1-7月商品房待售面积同比增长3.4%，其中住宅面积同比增长5.9%，办公楼同比下降2.4%，商业地产同比下降0.4%。从房地产投资资金来源看，1-7月国内贷款占比16.1%，较1-6月下降0.4个百分点，个人按揭贷款占比13.8%，较1-6月上升0.2个百分点，定金预收款占比29.4%，较1-6月下降0.1个百分点，自筹资金占比35.3%，较1-6月上升0.4个百分点。从增速看，1-7月房地产开发资金来源累计同比增速下降7.5%，其中国内贷款资金来源同比增长0.1%，定金和预收款增速下降9.9%，个人按揭贷款资金来源增速下降9.3%。2025年7月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降3.4%，二手住宅价格指数下降5.9%，降幅均延续收窄的趋势。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：扩大内需从多方面入手

7月经济数据增速回落，反映出稳增长的现实压力。7月工业增加值、社零当月同比增速，固定资产投资累计同比增速均较6月有不同程度下降，经济数据整体表现低于万得一致预期。造成7月经济数据表现偏弱的原因较多，一是外部形势复杂严峻，对我国外贸、外企、外资等相关经济部门的影响较为显著，二是国内极端天气的不利影响，对生产经营和固定资产投资的进度产生一定影响，三是价格因素的拖累依然明显，集中体现在社零名义增速和固定资产投资名义增速当中。但是7月数据中也有亮点，一是制造业仍是经济稳增长的重要支撑，制造业工业增加值和固定资产投资都体现出了较明显的韧性，二是内需的消费政策带动下继续释放，较有代表性的是通讯设备和家电等产品的社零消费增速维持在较高水平，三是暑期出行需求带动服务消费增长坚挺。

稳增长政策多措并举，内需释放才能多点开花。虽然7月经济数据反映出下半年增长压力仍较大，但也应该看到在积极的宏观政策努力下，仍有一些有利条件：一是《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》发布，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，为我国外贸多元化进一步争取时间窗口，二是实施个人消费贷款贴息政策和服务业经营主体贷款贴息政策，在消费补贴的基础上进一步加力促消费，三是“两重”建设持续推进，1-7月份设备工器具购置投资拉动整个投资增长2.2个百分点。我们预计7月政治局会议稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的政策导向，或在下半年有进一步的政策落实，建议关注9月-10月积极的财政政策是否有进一步加力提效的空间，同时在宏观政策取向一致性引导下，货币政策或也将有进一步降准降息的空间。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371