

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

7月内需回落使经济增长压力开始有所显现

核心观点：

7月规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，较6月回落1.1个百分点，Wind的市场预期为5.8%。而从季节调整后的环比看，7月增长3.8%，较6月回落1.2个百分点。从累计同比增速看，1-7月同比增长6.3%，较上半年回落0.1个百分点。

从规模以上工业企业产销率看，7月为97.1%，较6月大幅回升2.8个百分点；1-7月产销率为95.6%，较上半年回升0.4个百分点。7月工业企业产销率的上升，一方面得益于“反内卷”的政策初见成效，另一方面主要得益于出口的强力拉动。

从固定资产投资同比数据看，1-7累计增速为1.6%，远低于WIND预期2.7%，较1-6月回落2.1个百分点。其中，制造业为6.2%，较1-6月回落1.3个百分点；基建投资（不含电力）为3.2%，较1-6月回落1.4个百分点；而房地产投资为-12%，较1-6月回落0.8个百分点。

7月社会消费品零售总额同比名义增长3.7%，低于WIND预期4.9%，较6月回落1.1个百分点；1-7月累计同比增速为4.8%，较上半年回落0.2个百分点。从服务业生产指数看，7月当月实际同比增速为5.8%，较6月回落0.2个百分点；但1-7月累计同比增速为5.9%，与上半年持平。

7月全国城镇调查失业率为5.2%，与6月回升0.2个百分点；1-7月全国城镇调查失业率平均值为5.2%，与上半年持平。

2025年7月国房景气指数为93.3，较6月回落0.3个百分点，已经回到年初的水平。1-7月房屋新开工同比增速为-19.4%，较1-6月回升0.6个百分点；房屋施工面积为-9.2%，较1-6月回落0.1个百分点；竣工面积为-16.5%，较1-6月回落1.7个百分点；房屋销售面积为-4.0%，较1-6月回落0.5个百分点。从资金来源看，1-7月房地产开发资金来源同比增速为-7.5%，较1-6月回落1.3个百分点；其中，国内贷款为0.1%，较1-6月回落0.5个百分点；自筹资金为-8.5%，较1-6月回落1.3个百分点；其它资金来源（预付款）为-9.1%，较1-6月回落1.3个百分点。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

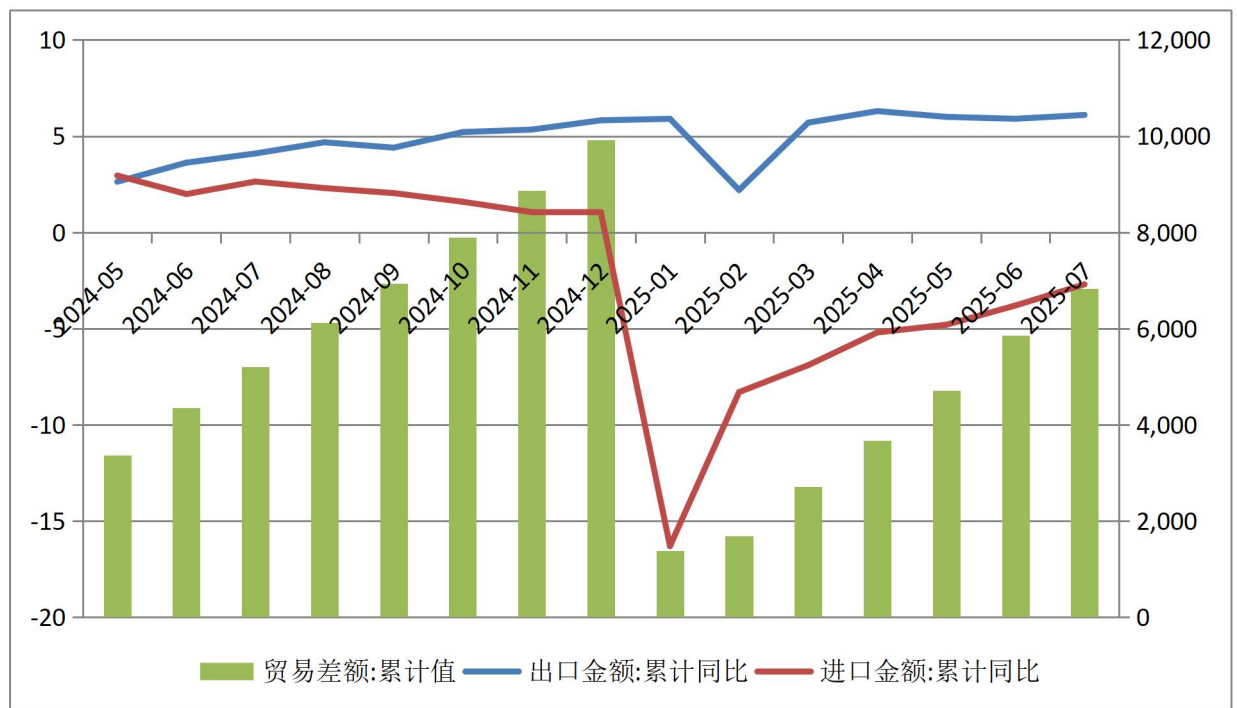
一、7月内需有所回落但外贸仍具相当韧性

2025年8月15日国家统计局公布2025年7月宏观经济数据，按可比价格计算，规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，较6月回落1.1个百分点，Wind的市场预期为5.8%。而从季节调整后的环比看，7月增长3.8%，较6月回落1.2个百分点（表1所示）。从累计同比增速看，1-7月同比增长6.3%，较上半年回落0.1个百分点。

从规模以上工业企业产销率看，7月为97.1%，较6月大幅回升2.8个百分点；1-7月产销率为95.6%，较上半年回升0.4个百分点。7月工业企业产销率的上升，一方面得益于“反内卷”的政策初见成效，另一方面主要得益于出口的强力拉动。

从货物贸易数据看，以美元计价，2025年7月出口同比增长7.2%，较6月回升1.3个百分点，而1-7累计值同比为6.1%，较上半年高0.2个百分点；得益于大宗商品价格的上涨，7月进口增速4.1%，较6月回升3个百分点，而1-7累计同比增速为-2.1%，较上半年回升1.7个百分点；7月贸易顺差982亿美元，较6月回落166亿美元，且1-7月贸易顺差为6835亿美元，比去年同期高1625亿美元，同比增速高达31.2%（图1所示）；而2025年中国GDP约为19万亿美元，以5%的GDP增速计算，2025年增量只需9500亿美元，1-7月仅贸易顺差已完成近72%。因此，净出口的强劲增长为今年5%的GDP增长目标打下坚实基础。

图1 2025年1-7进出口增速之差仍达8.2个百分点使贸易顺差达6835亿美元



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

相对于强劲的外需，内需的表现则相对较弱。首先，从2025年7月的社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），7月均为负值，其中零售为-0.14%，降幅较6月有所收窄；而固定资产投资由正转负为-0.63%，回落0.7个百分点。

其次，从固定资产投资同比数据看，1-7 累计增速为 1.6%，远低于 WIND 预期 2.7%，较 1-6 月回落 2.1 个百分点。而在固定资产投资中，1-7 月制造业累计同比增速为 6.2%，较 1-6 月回落 1.3 个百分点；基建投资（不含电力）1-7 月累计同比增速为 3.2%，较 1-6 月回落 1.4 个百分点；而房地产投资 1-7 月累计同比增速为-12%，较 1-6 月回落 0.8 个百分点。

最后，从零售同比数据看，7 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.7%，低于 WIND 预期 4.9%，较 6 月回落 1.1 个百分点；1-7 月累计同比增速为 4.8%，较上半年回落 0.2 个百分点。由于 CPI 同比增速在零左右，而零售价格指数与 CPI 高度正相关，因而零售的实际增速情况与名义增速应相差不大。

从服务业生产指数看，7 月当月实际同比增速为 5.8%，较 6 月回落 0.2 个百分点；但 1-7 月累计同比增速为 5.9%，与上半年持平。

表 1 2025 年 6-7 月生产、零售、投资和进出口数据一览表及其对比

月份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	1-6 月	1-7 月	6 月	7 月	6 月	7 月
工业增加值（实际）	6.4	6.3	6.8	5.7	0.50	0.38
工业企业出口交货值同比	4.2	3.6	4.0	0.8		
工业企业产销率	95.2	95.6	94.3	97.1		
社会消费品零售总额（名义）	5.0	4.8	4.8	3.7	-0.26	-0.14
服务业生产指数（实际）	5.9	5.9	6.0	5.8		
固定资产投资（累计名义）	3.7	1.6			0.07	-0.63
其中：房地产	-11.2	-12.0				
基建（不含电力）	4.6	3.2				
制造业	7.5	6.2				
进出口增速（美元）	1.8	2.4	3.9	5.9	1.3	1.8
其中：出口增速	5.9	6.1	5.9	7.2	3.0	-0.1
进口增速	-3.8	-2.1	1.1	4.1	-1.1	6.2
贸易顺差（亿美元）	5859	6835	1148	982		

资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所计算整理

二、对经济而言投资重要还是消费重要

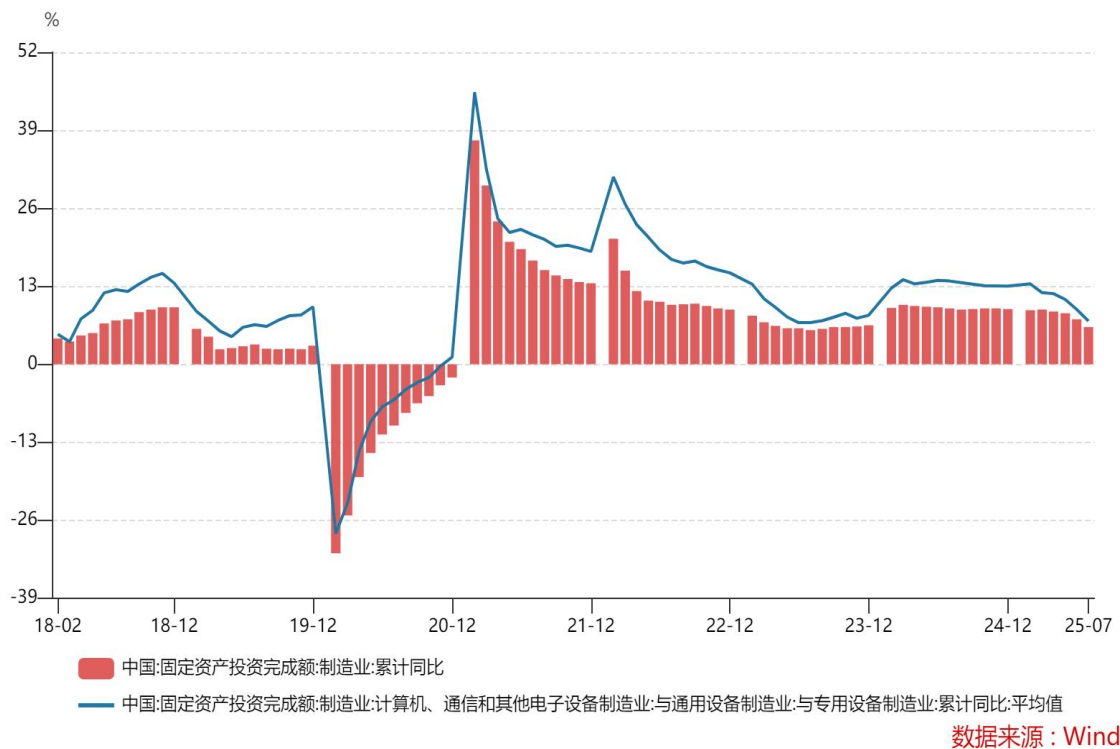
对于中长期的经济发展而言，决定经济增长潜力的因素主要有人口、资本形成、技术进步以及制度环境，并不存在所谓“消费驱动”和“投资驱动”的选择，决定潜在 GDP 的是供给问题；而对于短期经济运行周期而言，是在供给能力给定的条件下，如何克服有效需求的不足，使实际 GDP 增长等于或超过潜在经济增速，是涉及到宏观调控的需求方的问题。因而，就长期经济增长而言，投资更重要；而就短期经济周期而言，消费更重要。

从 2018 年以来，对通胀设备、专用设备和以计算机和通信为代表的电子设备领域投资的累计平均增速，均远于制造业平均增速（图 2 所示）：2018 年高 4 个百分点、2019 年高 6.5 个百分点、2020 年高 3 个百分点，2021 年高 5.3 个百分点、2022 年高 6.1 个百分点、2023 年高 1.7 个百分点、2024 年高 3.8 个百分点、2025 年 1-7 月高 1 个百分点。

从代表性的机器人和集成电路看（图 3 所示），2014 年中国工业机器人产量为 3.3 万台（套），到 2024 年达到 55.6 万台，服务机器人的产量也达到 1052 台（套）；2014 年中国集成电路的产量为 1023 亿块、出口数量为 1828 亿个，2024 年集成电路产量为 3732 亿块、出口数据为 2982 亿个。

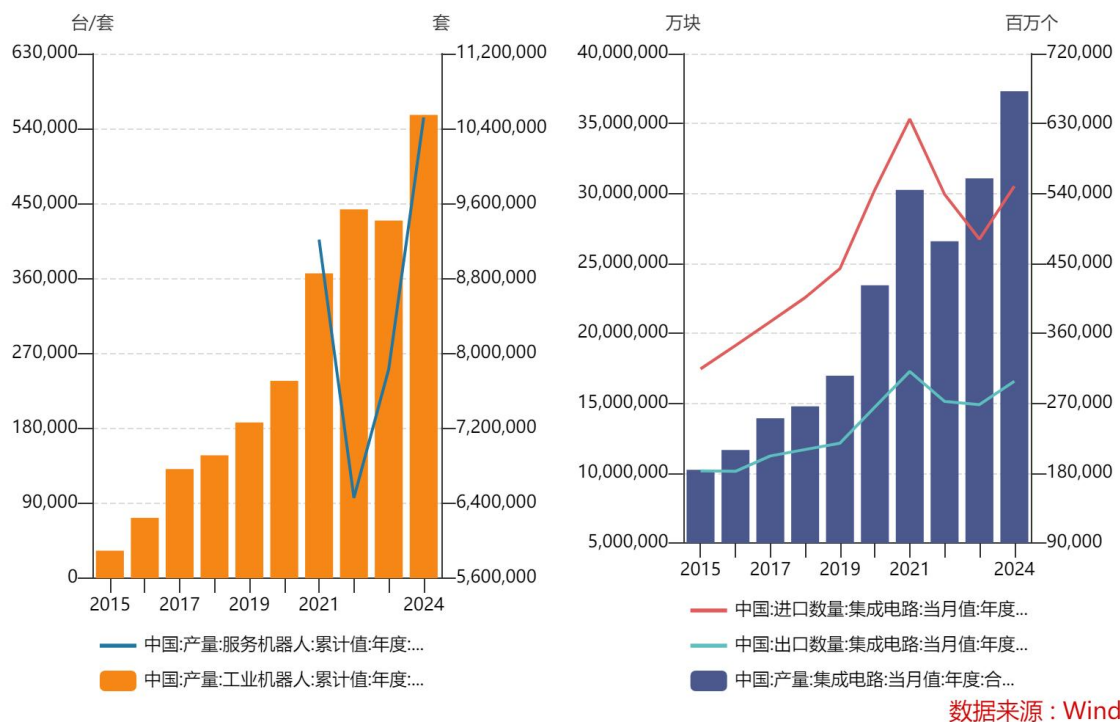
从以上数据可以看出，中国的技术进步使劳动生产率得以大幅度提高，2014 年中国的全员劳动生产率为 5.87 万元/人，到 2024 年则变成 17.39 元/人，增长近 3 倍。而同期美国非农企业劳动生产率只增长 19.2%。

图2 2018年以来对设备和高新技术领域投资增速远高于制造业投资增速



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

图3 近十年来机器人和集成电路的产量呈现爆发式增长



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

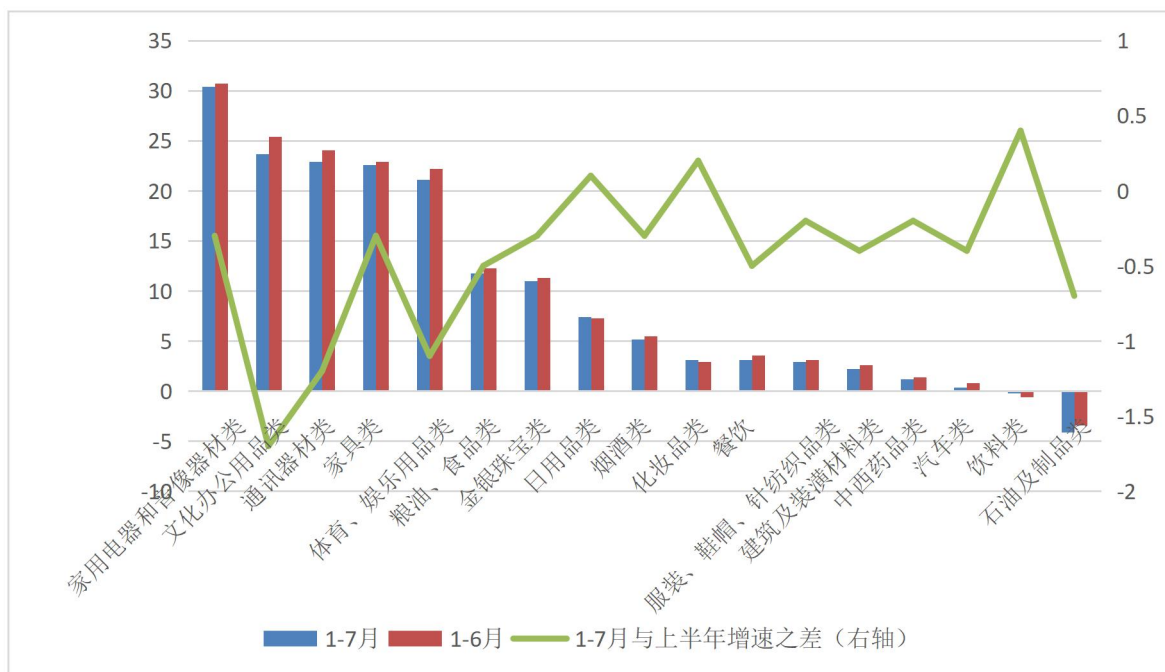
2021 年 3 月央行调查统计司有一个工作论文“‘十四五’期间我国潜在产出和增长动力的测算研究”，文中认为中国 2021 年潜在产出增速为 5.7%，2022-2023 年为 5.5%，2024 年为 5.3%、2025 年为 5.1%。显然，文中低估了近年业技术进步对潜在产出的影响，特别是人工智能技术的大规模运用对潜在 GDP 的影响，否则难以解释 2025 年上半年 GDP 实际增速为 5.3%，而 GDP 平减指数则只有-1%，即 GDP 缺口为负的现实。

从价格指数看，7 月 CPI 同比为 0%，预期（Wind）为-0.1%，较 6 月回落 0.1 个百分点；从核心 CPI（不包括食品和能源）看，7 月为 0.8%，创 2024 年 2 月以来的新高，较 6 月回升 0.1 个百分点。7 月 CPI 环比为 0.4%，前值为-0.1%；核心 CPI 环比为 0.4%，前值为 0.0%。核心 CPI 和 CPI 的背离主要是服务价格的影响，7 月服务同比为 0.5%，与上月持平；而服务价格环比为 0.6%，较 6 月回升 0.6 个百分点。

7 月 PPI 同比为-3.6%，创 2023 年 7 月以来的新低，预期为-3.4%，前值为-3.6%。7 月 PPI 环比为-0.2%，前值为-0.4%。值得注意的是，一是 PPI 中上（采掘）中（原材料）下（加工）游环比分别回升 1 个、0.6 个和 0.2 个百分点，越是上游回升的力度越大；二是去年 8 月和 9 月的环比为-0.7%和-0.6%，由于其基数较低，即是以目前的环比估算，8 月和 9 月同比回升力度也在 1 个百分点以上。

因此，从消费结构看，服务业消费要强于零售（表 1 所示），零售中耐用品消费要强于非耐用品（图 4 所示），这主要得益于“以旧换新”政策对耐用消费品消费的提振，但这种刺激的短期作用明显，长期则形成拖累，1-7 月耐用消费品零售增速的回落就是明证。

图 4 从今年 1-7 月和上半年社会消费品零售总额同比增速看消费结构变化



资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所整理

从零售增速上看，1-7月社会消费品零售总额名义增速排名前五的行业包括：家用电器和音像器材类（30.4%）、文化办公用品类（23.7%）、通讯器材类（22.9%）、家具类（22.6%）、体育娱乐用品类（22.1%），这些行业的同比增速均在20%以上，既反映出“以旧换新”政策的影响，也反映出城乡居民在解决温饱以后，更注重发展和享受型消费。

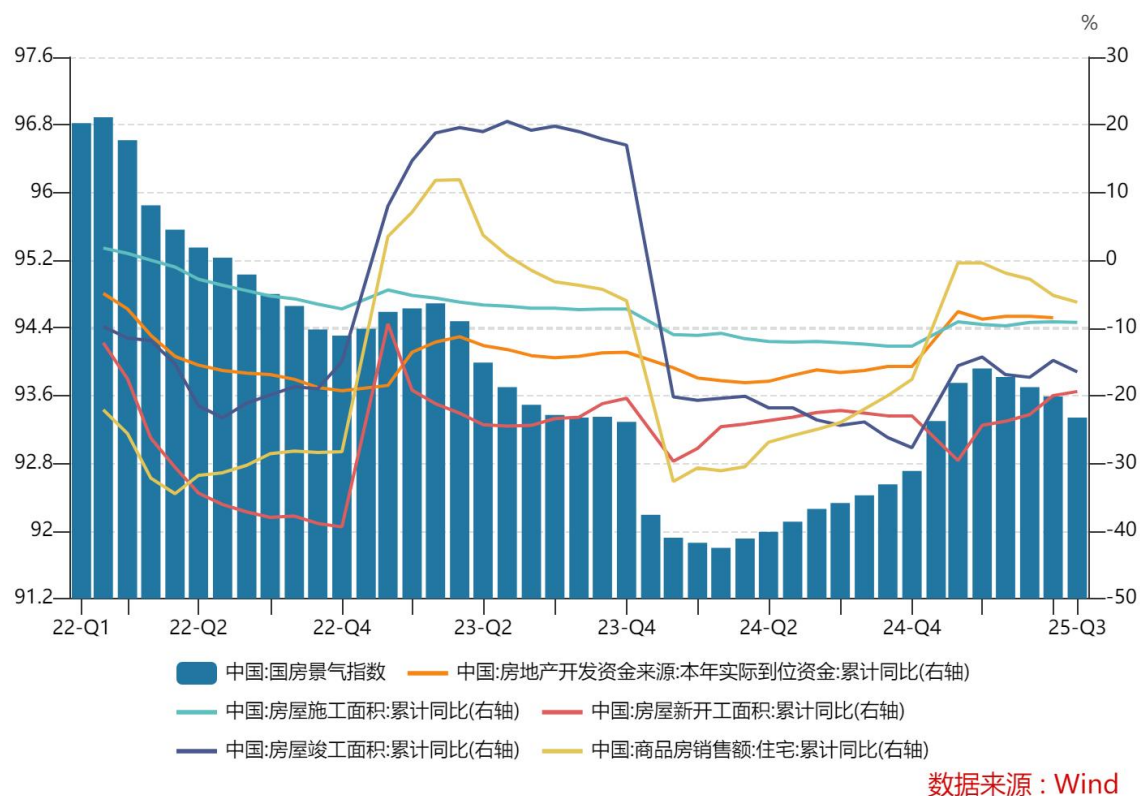
有效需求不足也反映在失业率上：7月全国城镇调查失业率为5.2%，与6月回升0.2个百分点；1-7月全国城镇调查失业率平均值为5.2%，与上半年持平。从结构上看，年青人的失业率仍然较高，特别是每年近千万的高校毕业生的就业压力较大。

值得注意的是，在第三产业即服务业中，房地产对经济的拖累仍十分明显。图5所示，2025年1-7月房屋新开工同比增速为-19.4%，较1-6月回升0.6个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.2%，较1-6月回落0.1个百分点；竣工面积同比增速为-16.5%，较1-6月回落1.7个百分点；房屋销售面积同比增速为-4.0%，较1-6月回落0.5个百分点。

从房地产资金来源看，2025年1-7月房地产开发资金来源同比增速为-7.5%，较1-6月回落1.3个百分点；其中，国内贷款同比增速为0.1%，较1-6月回落0.5个百分点；自筹资金来源同比增速为-8.5%，较1-6月回落1.3个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-9.1%，较1-6月回落1.3个百分点。

从房地产价格看，7月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3.4%，较6月回升0.3个百分点；二手住宅价格指数同比为-5.9%，较6月回升0.2个百分点。就环比而言，70个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.3%，与6月持平；二手住宅价格指数环比为-0.5%，较6月回升0.1个百分点。

图5 7月各项房地产指数大部分均有所回落使国房景气指数较6月回落0.3个百分点



资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所整理

从总体上看，2025年7月国房景气指数为93.3，较6月回落0.3个百分点，已经回到年初的水平。从个人住房新发放贷款加权平均利率看，7月底约为3.1%，与年初持平，比上年同期低约35个基点。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140