

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《信贷数据月间波动不影响全年平
稳》 - 2025.08.14

宏观研究

政策加码对冲需求放缓，量价再平衡谋修复

● 投资要点

7月生产和需求均有所放缓，需求放缓尤为明显，供需失衡问题仍较为明显。从生产法拟合，7月经济增速或在5.3%，较前值下降0.4pct，亦显示经济增长有所放缓。从经济增长拉动力角度来看，消费小幅边际放缓；投资延续回落态势，对经济增长的拖累有所增大，房地产投资正在寻底。整体来看，长期我国经济稳中向好的发展态势不变，但短期波动或有所增大，下半年经济增长动能边际放缓压力有所显现。

向后看，三季度重点关注增量促消费政策对消费提振作用和“反内卷”政策对价格的推动作用，其中，前者或拉动社零增速回升0.4%左右；后者需要观察政策效果兑现情况，短期仍需重点观察PPI同比增速变动情况，若价格增速修复斜率好于生产增速变动斜率，量价再平衡推动工业企业利润改善，经济有望向上寻求再平衡。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 生产边际放缓，好于季节性表现	4
2 社零增速预期内边际回落，消费者预算约束偏谨慎.....	5
3 固定资产投资增速延续放缓态势	7
4 展望：政策发力促消费，聚焦量价再平衡	8
风险提示	10

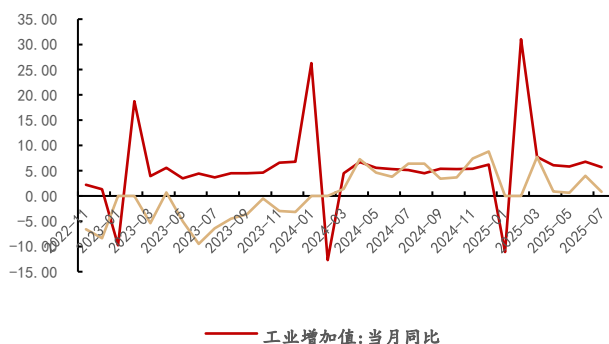
图表目录

图表 1: 工业增加值当月同比增速 (%)	4
图表 2: 工业增加值环比增速 (%)	4
图表 3: 分行业工业增加值同比增速 (%)	5
图表 4: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	6
图表 5: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	6
图表 6: 居民边际消费倾向 (%)	6
图表 7: 限额以上商品消费 (%)	6
图表 8: 固定资产投资增速 (%)	8
图表 9: 全国商品房销售均价 (元/平方米)	8
图表 10: 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速 (%)	8
图表 11: 70 大中城市二手住宅销售价格指数同比增速 (%)	8

1 生产边际放缓，好于季节性表现

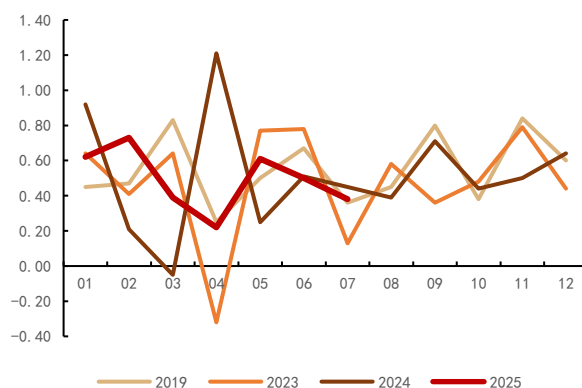
7月工业增加值同比增长5.7%，较前值回落1.1pct，略低于wind一致预期5.82%，但好于季节性表现，较近五年(不包括2020年和2021年)同期水平4.62%高1.08pct。7月生产边际放缓符合我们前期判断，7月金融数据亦有所体现，背后或存在两方面影响：一是7月高温、暴雨等极端天气影响；二是“反内卷”政策持续升温，治理低价无序竞争，短期对生产产生一定扰动。

图表1：工业增加值当月同比增速(%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：工业增加值环比增速(%)

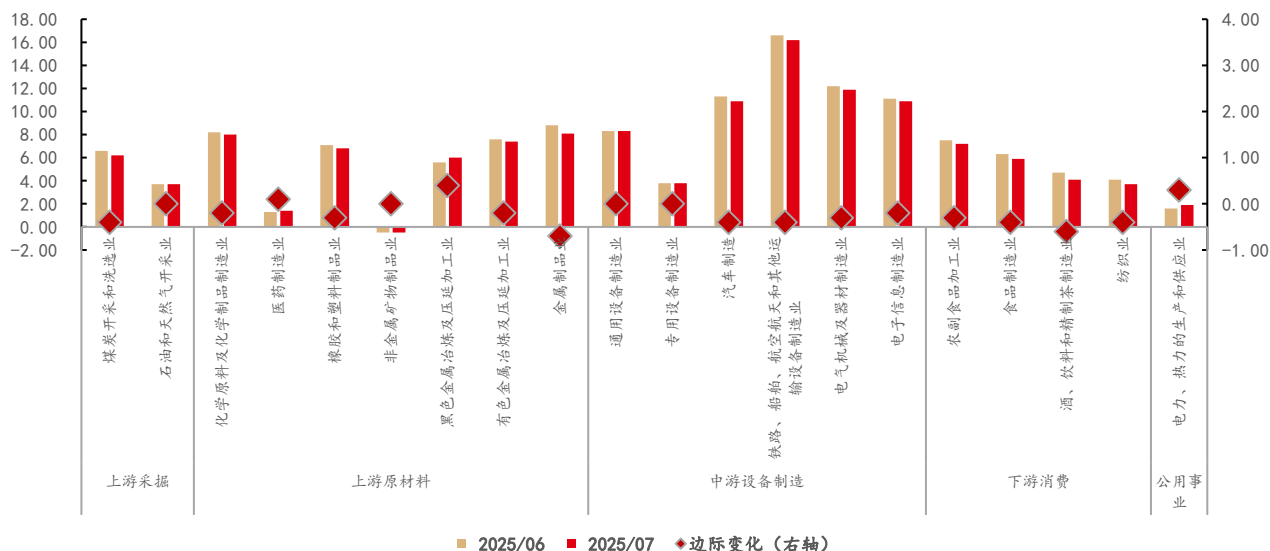


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

从分行业工业增加值累计同比增速来看，交通运输工具制造业、电气机械及器材制造业、电子信息制造业、汽车制造业、通用设备制造业维持较高景气度，同比增速分别为16.2%、11.9%、10.9%、10.9%、8.3%。景气度排名靠后的行业则是石油和天然气开采业、纺织业、公用事业、医药制造业、非金属矿物制品业，同比增速分别为3.7%、3.7%、1.9%、1.4%、-0.5%。

从分行业工业增加值累计同比增速变化来看，黑色金属冶炼及压延加工业、公用事业、医药制造业工业生产呈现边际改善，同比增速较前值变动分别为0.4pct、0.3pct、0.1pct。值得注意的是，煤炭、钢铁等均为本轮“反内卷”政策涉及行业，但生产并未呈现边际放缓迹象。可能原因，在政策驱动下，相关行业产品价格小幅回升，企业利润提升，企业存在扩产而增厚利润的行为。

图表3：分行业工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 社零增速预期内边际回落，消费者预算约束偏谨慎

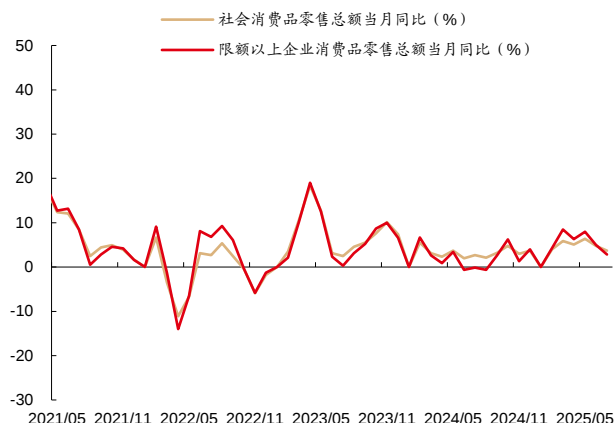
7月社零同比增速为3.7%，延续边际回落，较前值回落1.1pct，较wind一致预期4.87%低1.17pct。

（1）餐饮消费有待改善，商品消费保持平稳

7月餐饮收入同比增长1.1%，较前值上涨0.2pct，背后存在低基数效应影响。若剔除基数效应影响，7月餐饮收入增速呈现边际放缓，7月餐饮收入两年复合增速为2.05%，较前值3.13%低1.08pct。

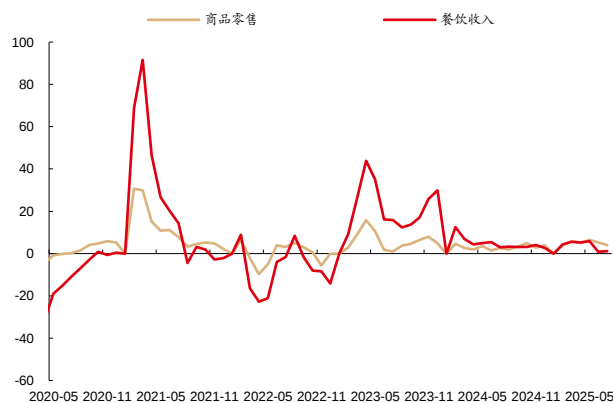
7月商品零售同比增速为4%，较前值回落1.3pct，背后存在高基数效应影响。若剔除基数效应影响，7月商品消费保持相对平稳。7月商品零售两年复合增速为3.35%，较前值3.38%仅回落0.03pct，基本持平。

图表4：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



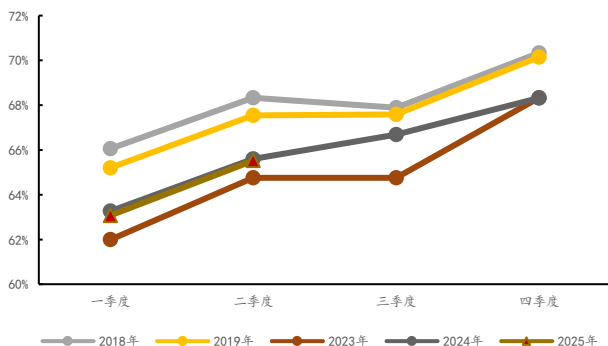
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

（2）从消费者行为来看，消费者预算约束仍偏谨慎

2025 年促消费成为主要工作任务，政策持续发力，但居民预算约束仍偏谨慎，居民边际消费倾向并未明显改变，甚至小幅回落，6 月末，居民边际消费倾向为 65.52%，较去年同期低 0.08pct。在此背景下，上半年以旧换新政策效果持续兑现，叠加“618”大促活动，短期或透支居民消费需求，7 月居民消费呈现边际回落亦是正常现象。

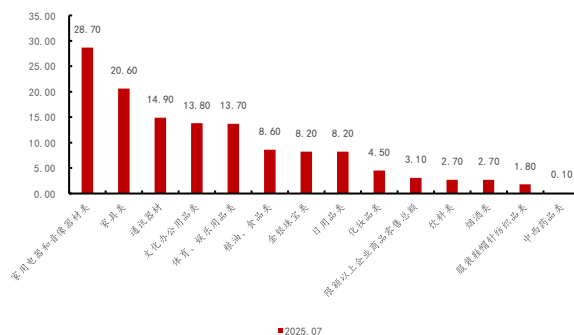
与此同时，部分省市以旧换新资金接续，居民边际消费倾向尚未明显变动，居民消费支出或有所收紧，亦对 7 月消费产生一定扰动。如政策驱动型家用电器和音响器材类、家具类、文化办公用品类、建筑及装潢材料类、汽车类同比增速分别为 28.7%、20.6%、13.8%、-0.5%和-1.5%，较前值分别变动为-3.7%、-8.1%、-10.6%、-1.5%和-6.1%，均呈现边际回落态势。

图表6：居民边际消费倾向（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：限额以上商品消费（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

（3）升级消费保持相对稳定

虽然 7 月社零同比增速呈现边际回落，但升级类商品消费增速并未放缓，呈

现稳中向好态势。7月，金银珠宝类、化妆品类同比增速分别为8.2%、4.5%，较前值变动为2.1pct和6.8pct。

(4) 暑期消费热与7月社零数据有所背离，或在8月释放

在报告《7月经济价升量落，低位平衡点逐步形成》中，我们跟踪了7月暑期游情况，7月暑期游“热力值”拉满，文旅消费热度持续攀升，如根据中国旅游研究院预测，2025年暑期国内旅游人数有望突破25亿人次，恢复至2019年水平的115%以上；国民整体暑期消费规模预计达1.8万亿元。然而，7月社零数据边际放缓，并未体现7月暑期消费热的情况，两者呈现一定背离。我们理解，暑期游数据或在8月释放。2025年暑期游时间或集中于7月10日-9月4日，7月部分考生和高考生尚等待填报志愿，出行计划或有所延后，同时，部分学生亦存在完成学业任务后出行的考虑，因此，暑期游数据或在8月集中释放。

3 固定资产投资增速延续放缓态势

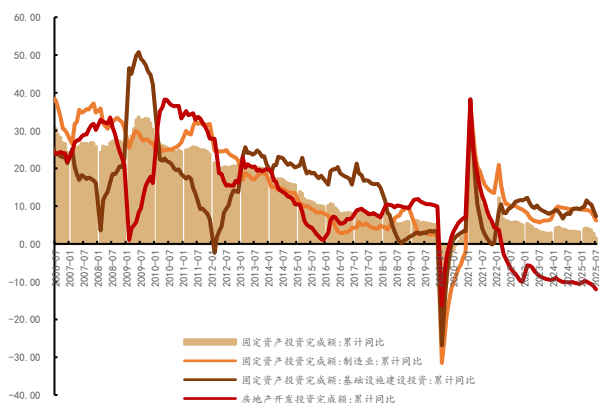
固定资产投资增速延续边际回落，创年内阶段性低点，房地产投资的拖累尚未缓解，且跌幅有所扩大。1-7月固定资产投资累计同比增速1.6%，弱于wind一致预期2.68%，较前值下跌1.2pct。

(1) 狭义基建投资累计同比增速为3.2%，较前值回落1.4pct，广义基建投资累计同比增速为7.29%，较前值回落1.61pct，在财政前置发力背景下，基建投资增速并未明显回升，一方面或是防范化解地方政府隐性债务主基调不变，制约基建投资积极性，另一方面，或是传统基建投资相对饱和，满足成本收益匹配的项目或有所减少，同时极端天气亦会影响实物工作量形成；

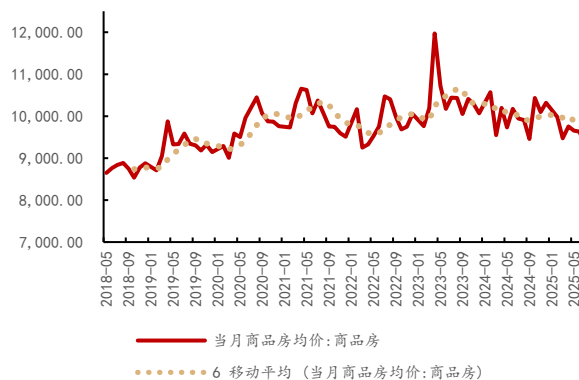
(2) 制造业投资累计同比增速为6.2%，较前值回落1.3%。我们理解，虽然中美贸易谈判持续释放利好信号，但在全球贸易秩序重构的背景下，全球各国博弈有所加剧，增大了全球贸易不确定性，国内外贸企业生产或仍偏谨慎，与此同时，国内有效需求不足问题尚未显著缓解，在一定程度上制约了制造业投资增速。

(3) 房地产投资累计同比增速为-12%，较前值回落0.8pct，符合我们前期判断，房价未能止跌企稳会制约房地产投资增速，年内房地产投资增速或逐步筑底。7月商品房价格进一步回落，后续仍需密切跟踪观察。

图表8：固定资产投资增速（%）



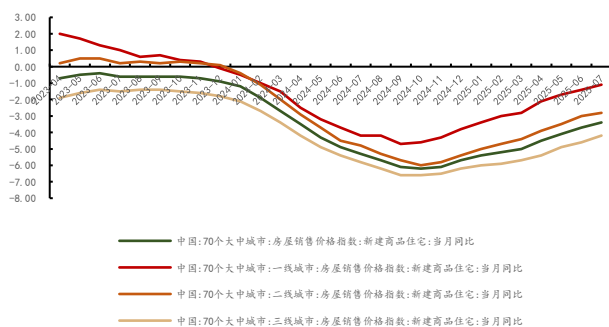
图表9：全国商品房销售均价（元/平方米）



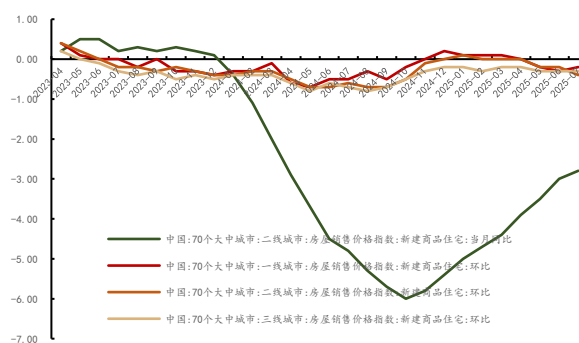
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：70大中城市房屋销售价格指数同比增速（%）



图表11：70大中城市二手住宅销售价格指数同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：政策发力促消费，聚焦量价再平衡

7月生产和需求均有所放缓,需求放缓尤为明显,供需失衡问题仍较为明显。从生产法拟合,7月经济增速或在5.3%,较前值下降0.4pct,亦显示经济增长有所放缓。从经济增长拉动力角度来看,消费小幅边际放缓;投资延续回落态势,对经济增长的拖累有所增大,房地产投资正逐步寻底。整体来看,长期我国经济稳中向好的发展态势不变,但短期波动或有所增大,下半年经济增长动能边际放缓压力有所显现。

向后看,三季度重点关注增量促消费政策对消费提振作用和“反内卷”政策对价格的推动作用,其中,前者或拉动社零增速回升0.62%左右;后者需要观察政策效果兑现情况,短期仍需重点观察PPI同比增速变动情况,若价格增速修复

斜率好于生产增速变动斜率，量价再平衡推动工业企业利润改善，经济有望向上寻求再平衡。

(1) 促消费扩内需仍是缓解有效需求不足的重要手段，减负、增收、降本等增量促消费政策持续落地。

近期促消费政策有所加码，或对冲以上因素影响：一是减免幼儿园保育费，降低居民负担。8月5日，国办印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》，明确“从2025年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年（即幼儿园大班）在园儿童保育教育费”。结合财政部在国新办解读，今年秋季学期，该政策预计惠及约1200万人，预计家庭支出相应减少约200亿元。假设家庭节省费用支出全部用于消费，对社零拉动作用为0.04%。二是养老金标准提升，增加居民收入。7月10日，人力资源社会保障部、财政部近日印发《关于2025年调整退休人员基本养老金的通知》，明确从2025年1月1日起，为2024年底前已按规定办理退休手续并按月领取基本养老金的退休人员提高基本养老金水平，总体调整水平为2024年退休人员月人均基本养老金的2%。根据人社部统计，2024年城镇职工基本养老保险基金支出67656亿元，若不考虑领取人数变动，养老金上调2%，则城镇职工基本养老保险收入增长1353亿元。虽然政策重点向养老金水平较低群体倾斜，但考虑该部分人群消费倾向相对较低，若假设增加收入的50%用于当期消费，则对社零拉动作用为0.14%。三是个人消费贷款贴息，降低居民债务成本。8月4日，财政部、央行、金融监管总局三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，2025年9月1日至2026年8月31日期间，居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款（不含信用卡业务）中实际用于消费，且贷款经办机构可通过贷款发放账户等识别借款人相关消费交易信息的部分，可按规定享受贴息政策，年贴息比例为1个百分点（按符合条件的实际用于消费的个人消费贷款本金计算）。截至6月末，不含个人住房贷款的全国住户消费贷款余额2.4万亿元，若以此数据计算，则可降低居民债务成本2120亿元。若居民债务成本节约可全部转化为消费，对社零的拉动作用为0.44%。综上，增量促消费政策对社零拉动作用为0.62%，或助力新型消费业态发展。若贴息政策进一步激发居民借贷意愿，政策对消费的拉动作用或更为明显。值得注意的是，贴息贷款政策可能引起了市场对资金来源的猜想，后续仍需关注贴息政策实施细则，谨慎看待该政策的影响。

(2) “反内卷”政策推动价格回升，实现量价再平衡。

近年来，价格低迷，PPI 同比增速连续 35 个月处于负增长区间，成为制约工业企业利润的重要因素，亦会对居民就业和收入预期产生扰动。“反内卷”政策持续发力，部分行业供需关系有所改善，价格领域出现积极变化。若后续政策效果可如期兑现，PPI 同比增速止跌回升，量价实现再平衡，或推动工业企业利润改善。以上情况实现的前提条件是，PPI 同比增速改善的斜率大于生产增速回落的速度，即单纯的依靠限产提价或并不可行，仍需需求端发力配合，如 2016 年供给侧结构性改革。后续仍需重点跟踪政策效果，可重点观察 PPI 同比增速变化情况。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048