

边际变化的结构性特征 ——2025年7月经济数据点评

点评

- **“反内卷”影响初步显现，工业增加值增长放缓。**2025年1-7月，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，较1-6月增速回落0.1个百分点，7月单月工业增加值同比增长5.7%，低于6月增速1.1个百分点。其中，7月电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速增长1.5个百分点至3.3%，制造业、采矿业增加值同比增速分别降低1.2和1.1个百分点至6.2%和5%。分行业看，黑色金属冶炼和压延加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比增速上升较多，由于内需消费偏弱，酒、饮料和精制茶、农副食品加工、食品制造业增加值同比增速下降较多，受部分行业“反内卷”影响，煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业、金属制品业、橡胶和塑料制品业等增加值同比增速走低。此外，高技术产业增加值本月增速边际下降0.4个百分点，但1-7月累计仍保持9.5%的高增速。分产品看，微型计算机设备增速下降最多，其次是工业机器人、运动型多用途乘用车、太阳能电池等，产能治理影响下，十种有色金属、原煤等产量增速也在边际下滑，而太阳能发电量、发电机组设备、金属切削机床、粗钢、钢材等产值增速提升较多。需求方面，7月份，规模以上工业企业产品销售率为97.1%，同比下降0.1个百分点，但环比6月份升高2.8个百分点，其中出口交货值同比涨幅较6月份收窄3.2个百分点至0.8%，出口压力也有所显现。7月工业增加值增速边际走低，主要因国内“反内卷”下部分行业收缩产能，工业生产可能将阶段性放缓。
- **基建单月投资增速转负，后续投资或有支撑。**2025年1-7月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长1.6%，比1-6月下滑1.6个百分点，为2020年1-9月以来最低增速水平，且连续4个月增速走低。分区域来看，东部、西部和东北地区投资增速分别下滑1.6、1.2和1.1个百分点至-2.4%、3.6%和-3.0%，中部地区投资增速持平于1-6月为3.2%，中西部地区投资增速相对稳健，东部和东北地区投资连续两个月转为下降。基建投资方面，1-7月狭义投资累计同比增长3.2%，较1-6月增速回落1.4个百分点；广义基建投资同比增长7.3%，较1-6月增速回落1.6个百分点。其中公共设施管理业、道路运输业、水利管理业投资同比增速均走低，分别下滑1.2、2.6和2.8个百分点至0.5%、-2%和12.6%，而铁路运输业投资增速却逆势回升1.7个百分点至5.9%，连续5个月增速走高。7月单月，狭义基建投资同比由上涨2%转为下降5.1%，广义基建投资同比由增长5.3%转为下降1.9%。基建投资边际下滑较多，一方面由于去年下半年后批复高峰期的项目逐步落地，而新增项目增速上有所下降，另一方面，进入汛期后极端天气与价格因素阶段性影响基建投资增速。7月，雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，总投资约1.2万亿，新藏铁路建设正式提上日程，年内8000亿元的“两重”项目清单8月前已全部下达完毕，财政资金的投入将对下半年基建投资形成支撑，预计全年基建投资增速将保持较好韧性。
- **地产投资、销售降幅走扩，房价指数同比降幅继续收敛。**2025年1-7月，全国房地产开发投资累计同比下降12%，较1-6月降幅扩大0.8个百分点。供给端，房屋施工面积、竣工面积同比降幅均有所扩大，增速分别下滑0.1、1.7

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

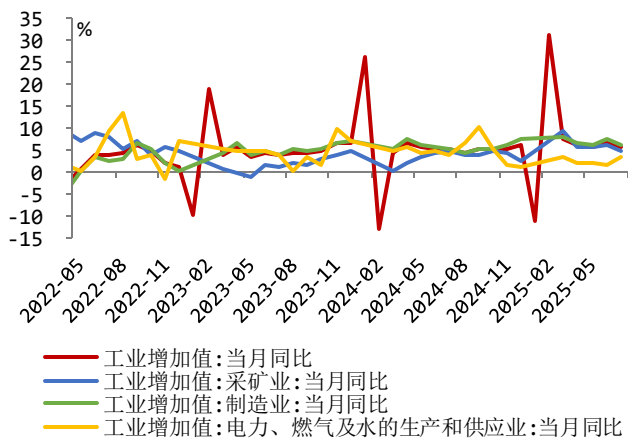
1. 促消费政策频出，美国降息预期多波折（2025-08-15）
2. 直接融资支撑社融，M1增速走高——7月社融数据点评（2025-08-14）
3. “抢出口”、“抢转口”仍在支撑出口增速——7月贸易数据点评（2025-08-11）
4. CPI环比转为上涨，PPI仍在低位——7月通胀数据点评（2025-08-09）
5. 脑机接口迎政策风口，美联储降息预期波动（2025-08-09）
6. 部署与储备并举，联储内部仍有分歧（2025-08-01）
7. 景气度走低，价格指数走高——7月PMI数据点评（2025-08-01）
8. “十五五”提质增效，关注政策预见性——2025年7月中央政治局会议点评（2025-07-31）
9. 反内卷信号密集，美国关税谈判波折（2025-07-26）
10. “城市更新”再提质，关税带动美国通胀走高（2025-07-20）



个百分点至-9.2%、-16.5%，新开工面积同比降幅小幅收敛 0.6 个百分点至-19.4%；销售端，商品房销售面积和销售额降幅分别扩大 0.5、1.0 个百分点至-4%和-6.5%。7 月单月，房地产开发投资同比下降 17%，降幅扩大 4.1 个百分点，销售面积、销售额同比下降 7.8%、14.1%，降幅分别扩大 2.4 和 3.3 个百分点，房地产景气指数为 93.34，连续 4 个月下降，维持在不景气区间，房地产热度继续降温。高频数据显示，8 月以来地产成交仍在降温，截至 8 月 14 日，8 月 30 大中城市商品房成交面积为 253 万平方米，较去年同期下降 13.9%，楼市仍处于冷淡期。从价格端来看，7 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅整体继续收窄。自 2024 年 10 月后，70 个大中城市新建商品住宅、二手住宅销售价格指数同比增速持续回升。7 月 30 日，中共中央政治局会议指出要“高质量开展城市更新”，后续城市更新改造相关项目或增长较快，房地产市场或保持平稳。

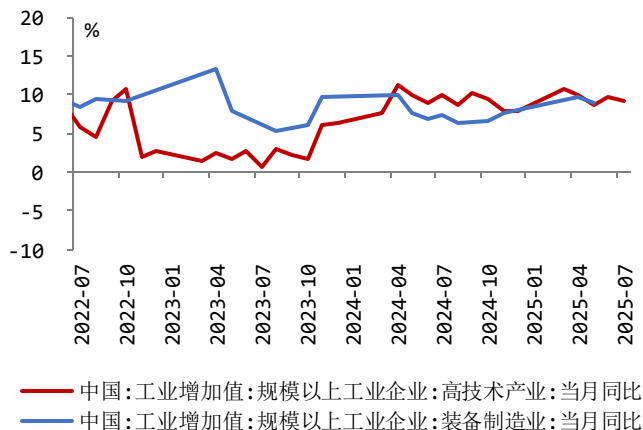
- **制造业单月投资增速转负，出口透支效应或逐步显现。**2025 年 1-7 月，制造业投资累计同比增长 6.2%，较 1-6 月增速回落 1.3 个百分点，高于全国固定资产投资增速 4.6 个百分点。13 个主要行业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、汽车、农副食品加工、食品制造业投资增速超 15%，而电气机械及器材制造业、医药制造业、化学原料及化学制品制造业 3 个行业投资同比下降。边际上，仅铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速回升，其他行业增速回落，尤其化学原料及化学制品、医药、有色金属冶炼及压延加工业投资同比增速下滑较多。7 月单月，制造业投资同比由上月上涨 5.1% 转为下降 0.25%，是自 2020 年 7 月后单月投资增速首次转为负值。增速边际下滑较多的行业主要集中在下游消费领域，如纺织服装服饰业、皮革毛皮羽毛制品业、烟草制品业等。制造业投资增速转负可能主要因为在上半年“抢出口”之后，企业预期对下半年出口需求或被透支，因而减少投资，另外淡季因素、极端天气以及“反内卷”产能收缩预期也有一定影响。2025 年 7 月制造业 PMI 较 6 月降低 0.4 个百分点至 49.3%，连续四个月位于收缩区间。短期由于外需边际走弱以及淡季影响，制造业投资或偏弱，8 月 1 日国家发改委表示将报批加快设立投放新型政策性金融工具，有望对制造业投资形成支撑。
- **社消增速边际走低，主要受商品零售的拖累。**2025 年 1-7 月，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，较 1-6 月增速下滑 0.2 个百分点。7 月单月，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，边际增速回落 1.1 个百分点，其中餐饮收入增速回升 0.2 个百分点至 1.1%，而商品零售增速边际下滑 1.2 个百分点至 4%。餐饮收入增速虽边际回升，但增速依然低位运行，商品零售增速下滑较多，可能与促销活动减少以及部分地区“国补”暂停有关。从具体类别看，7 月份限额以上单位 16 个商品类别中，13 类同比保持正增长，与“国补”政策相关的家电、汽车零售增速下滑较多，分别下降 3.7、6.1 个百分点至 28.7%、-1.5%，汽车零售同比转为负增，也与“反内卷”下，车市降价减少有关；由于去年同期基数走高，文化办公用品类零售增速下滑 10.6 个百分点至 13.8%；与地产销售关联度高的家具、建筑及装潢材料零售增速也边际下降 8.1 和 1.5 个百分点至 20.6%和-0.5%；然而部分升级类消费增速边际走高，如化妆品零售由上月同比下降 2.3% 转为上涨 4.5%，体育、娱乐用品零售增速走高 4.2 个百分点至 13.7%。7 月商品零售增速边际下滑，或体现出政策补贴对消费支撑作用在边际减弱。对比 CPI 中部分耐用消费品价格同比涨幅扩大，7 月耐用消费品价格的边际回升，对消费量有一定负面冲击作用。8 月 12 日，财政部等三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，明确 9 月起将对符合条件的个人消费贷款实施 1 个百分点的贴息补助，加之国补资金的陆续下达，有望对后续耐用品消费起到支撑作用。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外政策和经济超预期变化。

图 1：三大门类增加值增速走势分化



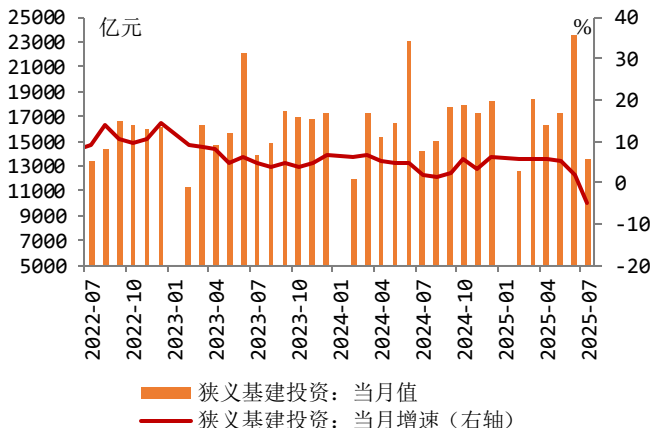
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：高技术产业增加值增速边际回落



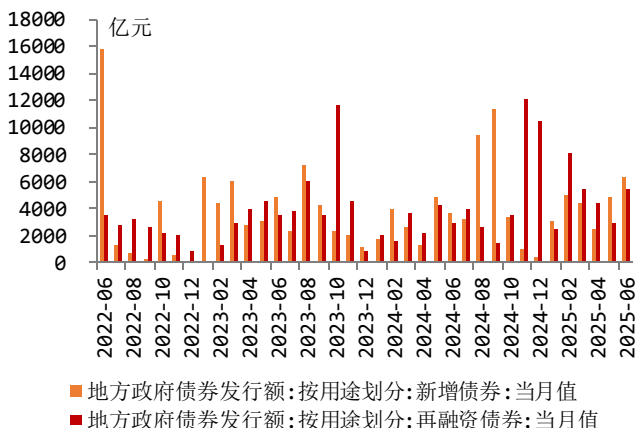
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：狭义基建投资增速走低



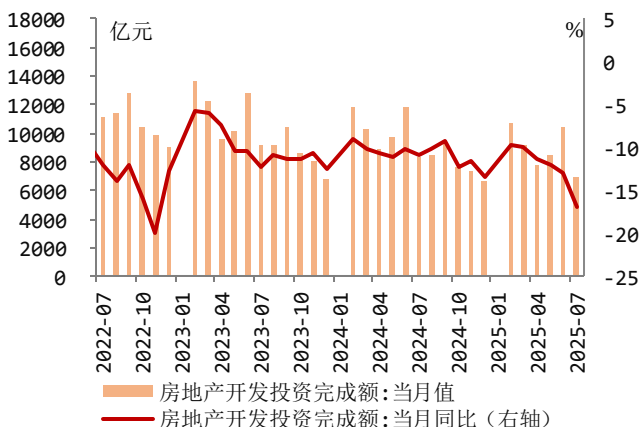
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：6月再融资债券、新增债券发行增多



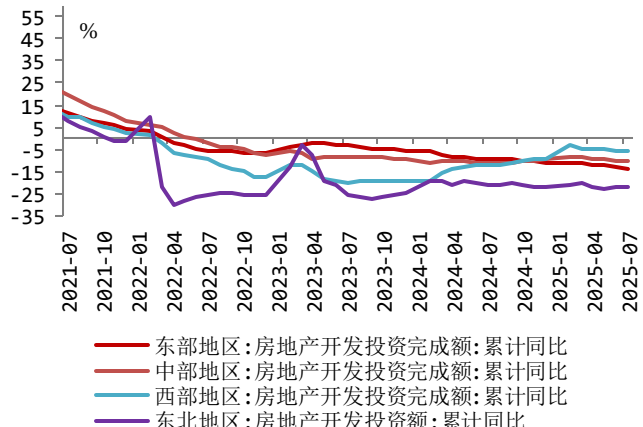
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：房地产开发投资同比降幅扩大



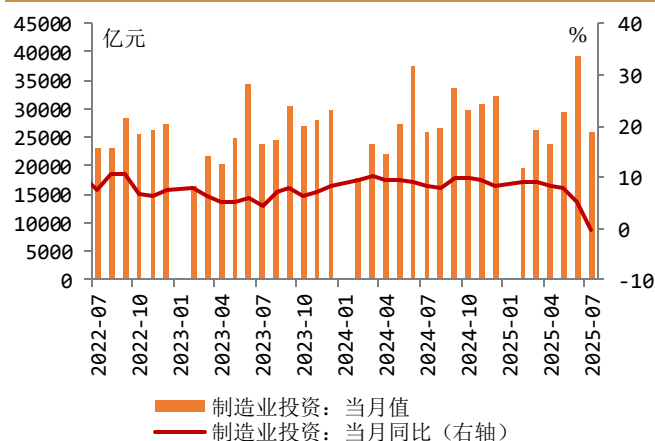
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况



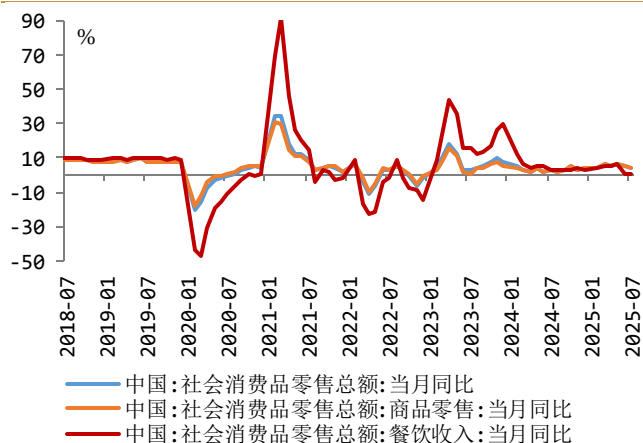
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：制造业投资增速走低



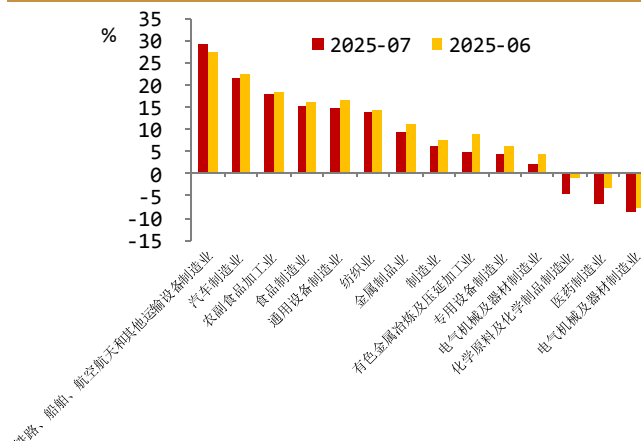
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：社会消费品零售总额增速回落



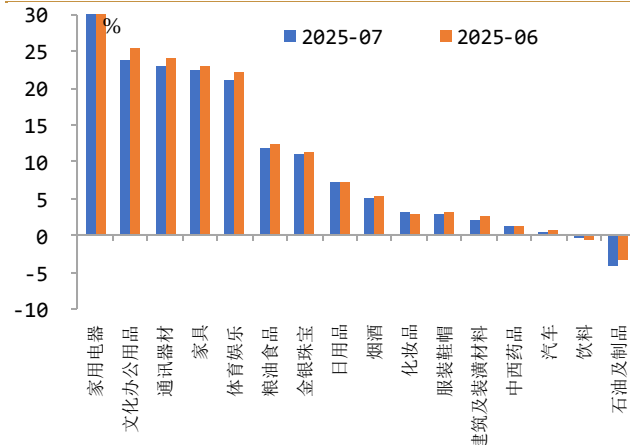
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：制造业投资各行业增速变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn