

2025 年 08 月 16 日

宏观研究团队

内需放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点

——兼评 7 月经济数据和个人消费贷贴息

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 消费：以旧换新贡献放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点

1、以旧换新对社零的提振作用边际下滑。7 月社零当月同比则下滑了 1.1 个百分点至 3.7%。进一步拆解社零降幅（-1.1pct），其中家电对 7 月社零的正贡献放缓了 0.1 个百分点，汽车的负贡献加深了 0.6 个百分点，一方面与以旧换新资金支出进度放缓有关，另一方面或指向透支效应趋于显现。

2、如何衡量居民贷款消费意愿？消费贷 ttm 增加额/社零 ttm 指标可大致表征居民贷款消费率。历史复盘来看主要有 4 轮上行阶段，2010-2012 年或受益于第一轮消费品以旧换新，2016-2017 年为棚改货币化和房价上涨改善居民收入，2020-2021 年为疫后经济回暖叠加部分消费贷违规流入楼市，2023 年则受益于疫后消费修复+消费贷大幅降息。2024 年以来，居民贷款消费率持续处于低位、中枢居 2.5%附近。

3、个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点。(1)复盘经验：2023 年 3 月至 12 月消费贷利率下行约 0.65 个百分点，居民贷款消费率改善了 1.4 个百分点，剔除疫后复苏因素的改善幅度为 0.1 个百分点，即消费贷降息对社零的提振作用。本次个人消费贷年贴息比例为 1 个百分点，幅度大于 2023 年且一次性到位，因此对社零增速的拉动预计高于 0.1 个百分点、可能接近 0.2 个百分点。(2)四川经验：2023 年 9 月至 2025 年 3 月完成了 3 轮消费信贷贴息政策，贴息累计支持的消费贷款有 72 亿元，测算年均拉动四川消费贷 1.1 个百分点、年均拉动四川社零 0.2 个百分点。综合两种测算来看，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点。

● 生产：工业和服务业小幅回落，供需结构低位回升

1、出口延续韧性，但内需走弱叠加高温暴雨天气，工业生产小幅放缓。7 月工业增加值同比为 5.7%，较前值下行 1.1 个百分点；7 月工业增加值环比为 0.38%，为年内次低水平。分行业来看，黑色冶炼、交运设备生产改善，但茶酒饮料、汽车、食品、农副、金属制品、有色冶炼走弱。供需结构低位微升，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望边际修复。

2、7 月服务业生产同比小幅走弱了 0.2 个百分点至 5.8%。其中，金融、交运仓储邮政、信息软件技术分别边际改善了 1.4、0.4、0.3 个百分点，但租赁商务服务业较前值下行 0.4 个百分点，推测批发零售等服务业可能有所拖累。

● 固投端：三大分项均明显回落

1、地产：投资降幅进一步扩大，销售增速微降。从高频指标来看：8 月以来新房成交有走弱迹象，二手房成交已低于 2024 年同期水平。作为领先指标的库销比偏弱运行，指向二手房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。7 月制造业累计同比下降了 1.3 个百分点至 6.2%、连续 4 个月增速放缓，且设备更新增速出现明显走弱。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

3、基建：2021 年以来首次增速转负。除了高温暴雨天气对基建施工的影响，反内卷导致光伏退坡可能是一大扰动。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

● 内需趋缓，Q4 或迎政策加码窗口

7 月数据指向内需进一步走弱，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证。我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或是政策适时加力的时点。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《广义货币高增的背后——宏观经济点评》-2025.8.14

《美联储 9 月或降息 25bp，但后续降息次数可能有限——美国 7 月 CPI 点评》-2025.8.13

《充分释放宏观政策效果——宏观周报》-2025.8.10

目 录

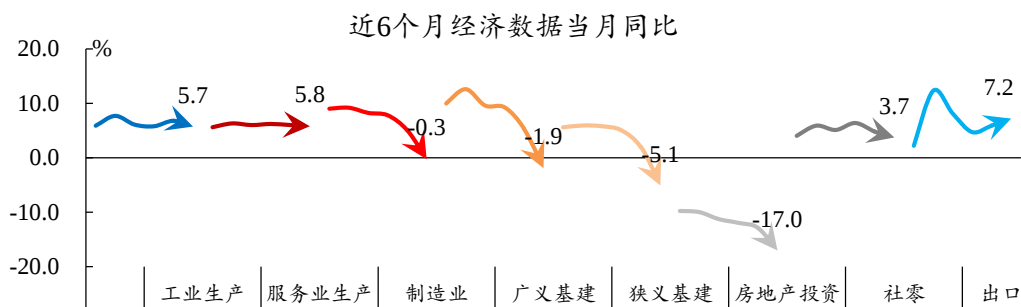
1、消费：以旧换新贡献进一步放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点.....	3
2、生产：工业和服务业小幅回落，供需结构低位回升.....	5
3、固投端：三大分项均明显回落.....	6
4、内需趋缓，Q4 或迎政策加码窗口.....	7
5、风险提示.....	7

图表目录

图 1：7 月内需走弱，出口延续韧性.....	3
图 2：7 月社零当月同比较 6 月下滑 1.1 个百分点，主要与汽车、家电贡献放缓有关.....	3
图 3：2024 年以来，居民贷款消费率持续处于低位.....	4
图 4：2023 年 3 至 12 月消费贷利率下行约 0.65 个百分点.....	4
图 5：消费贷增速与社零增速有一定相关关系.....	5
图 6：出口韧性支撑工业生产.....	5
图 7：产销率低位回升.....	5
图 8：商品房销售增速小幅下滑.....	6
图 9：商品房库销比延续偏弱.....	6
图 10：设备更新动能趋缓.....	6
图 11：有色冶炼、化学制品、医药制造等投资回落较多.....	6
图 12：7 月基建增速转负.....	7
图 13：水利、道路运输拖累较大.....	7

事件：2025 年 7 月工业增加值同比 5.7%（预期 5.8%），社零同比 3.7%（预期 4.9%），服务零售额累计同比 5.2%，固定资产投资累计同比 1.6%（预期 2.7%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 7.3%、6.2%、-12.0%，预期分别为 6.6%、7.2%、-11.5%。

图1：7 月内需走弱，出口延续韧性

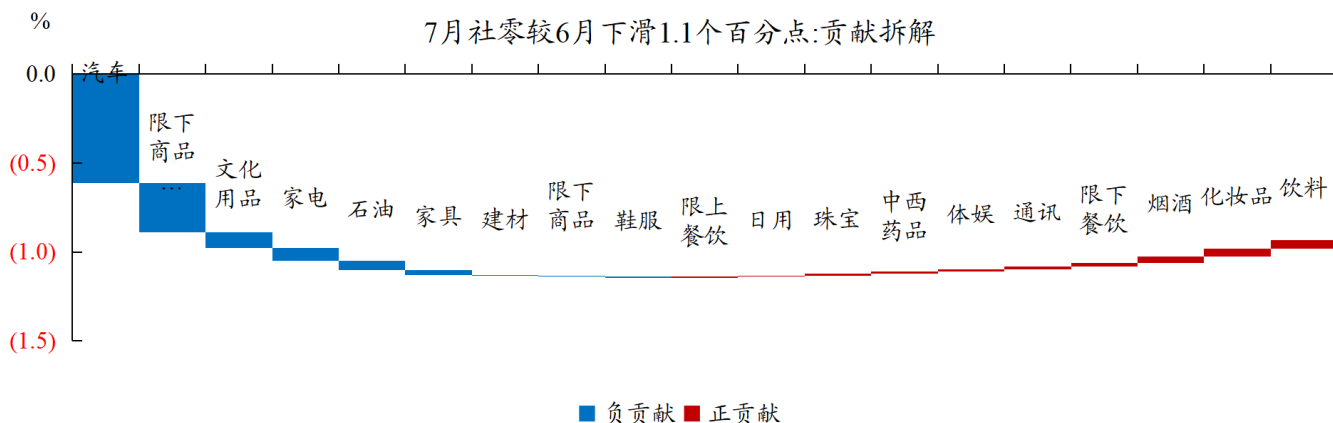


数据来源：Wind、开源证券研究所

1、消费：以旧换新贡献进一步放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点

(1)以旧换新对社零的提振作用边际下滑。7 月社零累计同比下行 0.2 个百分点至 4.8%，当月同比则下滑了 1.1 个百分点至 3.7%。进一步拆解社零降幅（-1.1pct），限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了-0.8、-0.3、0.0、0.0 个百分点。具体来看：汽车、家电对 7 月社零的贡献较前值分别下行了 0.6、0.1 个百分点，一方面与以旧换新资金支出进度放缓有关，另一方面或指向透支效应趋于显现；其他品类方面，文化用品、石油有所拖累。

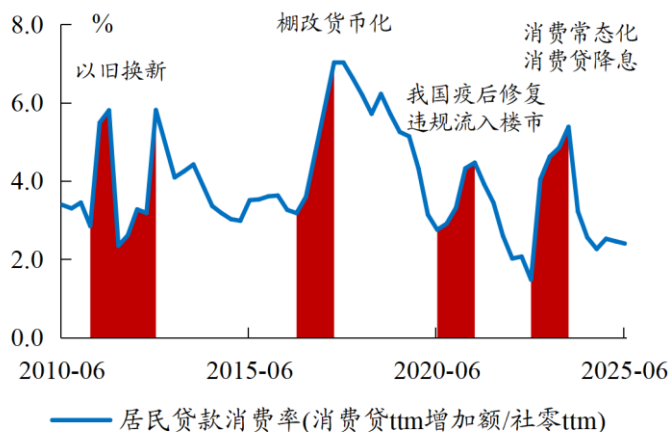
图2：7 月社零当月同比较 6 月下滑 1.1 个百分点，主要与汽车、家电贡献放缓有关



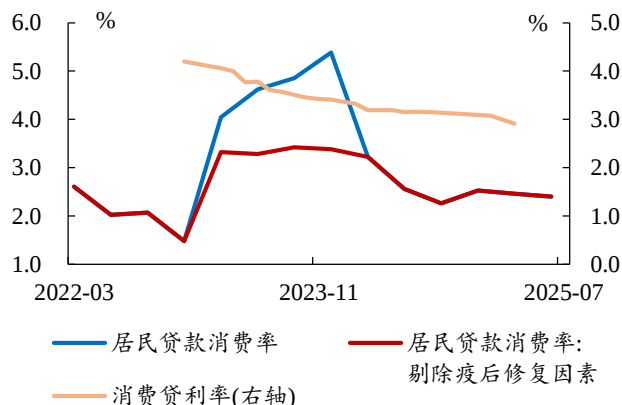
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)如何衡量居民贷款消费意愿？2025Q2 居民消费贷余额（扣除房贷）为 21.2 万亿元、同比增速 6.0%。从安逸花等消费贷款 ABS 用途来看，居民贷款消费以商品

为主，因此消费贷 ttm 增加额/社零 ttm 指标可大致表征居民贷款消费率。历史复盘来看主要有 4 轮上行阶段，2010-2012 年或受益于第一轮消费品以旧换新，2016-2017 年为棚改货币化和房价上涨改善居民收入，2020-2021 年为我国疫后经济回暖叠加部分消费贷违规流入楼市，2023 年则受益于消费回归常态化+消费贷大幅降息。2024 年以来，居民贷款消费率持续处于低位、中枢处于 2.5% 附近，且更多以现金购买而非信用扩张方式参与本轮消费品以旧换新。

图3：2024 年以来，居民贷款消费率持续处于低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

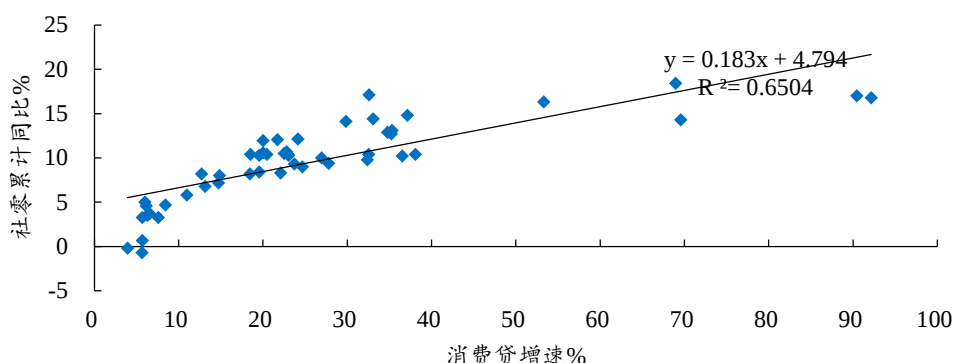
图4：2023 年 3 至 12 月消费贷利率下行约 0.65 个百分点


数据来源：融 360 数字科技研究院、Wind、开源证券研究所

(3)复盘 2023 年来看，个人消费贷贴息 1%或提振社零超过 0.1 个百分点。消费贷利率数据有限，我们参考 2023 年 3 月至 12 月消费贷利率下行约 0.65 个百分点，居民贷款消费率改善了 1.3 个百分点，剔除疫后复苏因素（消费贷取 2 年平均增加额）后的改善幅度为 0.1 个百分点，即消费贷降息对社零的提振作用。本次个人消费贷年贴息比例为 1 个百分点，幅度大于 2023 年且一次性到位，因此对社零增速的拉动预计高于 2023 年的 0.1 个百分点、可能接近 0.2 个百分点。

(4)四川经验显示，三轮消费贷贴息年均拉动社零约 0.2 个百分点。2023 年 9 月至 2025 年 3 月四川省完成了 3 轮消费信贷贴息政策，按照年利率 1.5%、单笔不超过 3000 元给予居民 1 年期一次性贴息，贴息累计支持的消费贷款有 72 亿元，则年均拉动四川消费贷=72 亿元/4405 亿元/1.5 年=1.1 个百分点，年均拉动四川社零=72 亿元/27415/1.5 年=0.2 个百分点。如再考虑消费贷的杠杆效应，则拉动会更高一些。**综合两种测算来看，个人消费贷贴息或年均提振社零 0.2 个百分点。**

需要指出的是，有一定可能作为增量资金流入股市，金融机构和相关部门或需做好审核、监控、跟踪，防止挪用于非消费领域。

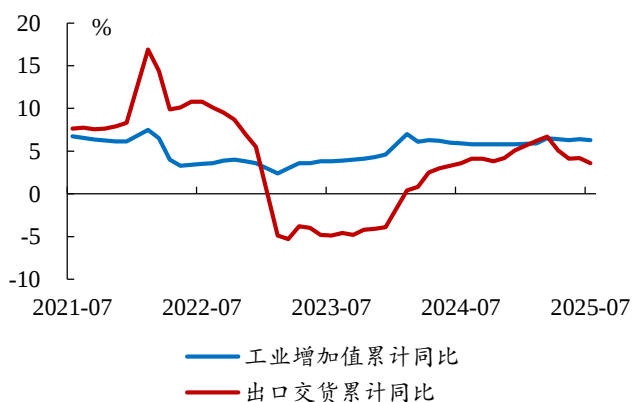
图5：消费贷增速与社零增速有一定相关关系


数据来源：Wind、开源证券研究所

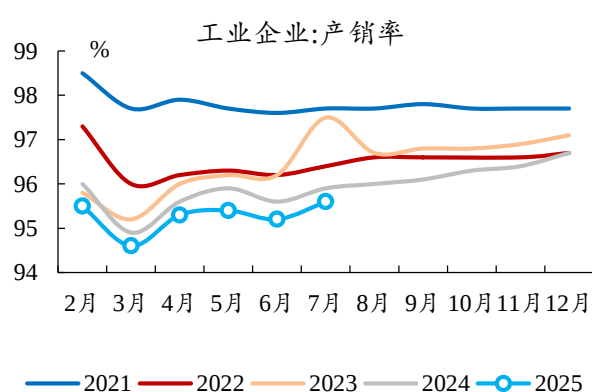
2、生产：工业和服务业小幅回落，供需结构低位回升

出口延续韧性，但内需走弱叠加高温暴雨天气，工业生产小幅放缓。7月工业增加值同比为5.7%，较前值下行了1.1个百分点；7月工业增加值环比为0.38%，为年内次低水平。分行业来看，黑色冶炼、交运设备生产改善，但茶酒饮料、汽车、食品、农副、金属制品、有色冶炼分别较前值下行了3.3、2.9、2.6、2.6、2.5、2.4个百分点。供需结构边际改善，7月产销率为95.6%、仍处历年最低水平，但与2024年同期的差距有所收窄。往后看，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望得到进一步修复。

7月服务业生产同比小幅走弱了0.2个百分点至5.8%。分行业来看，7月金融、交运仓储邮政、信息软件技术分别边际改善了1.4、0.4、0.3个百分点，但租赁商务服务业较前值下行了0.4个百分点，推测批发零售等服务业可能有所拖累。

图6：出口韧性支撑工业生产


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

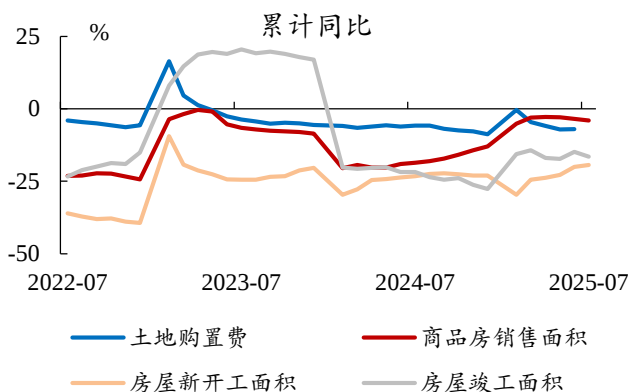
图7：产销率低位回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、固投端：三大分项均明显回落

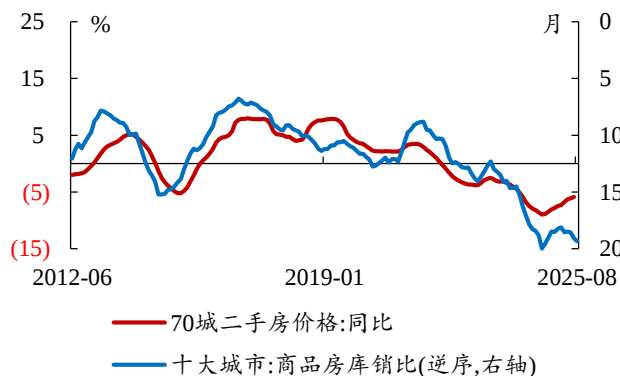
(1)地产：投资降幅进一步扩大，销售增速微降。7月房地产投资累计同比下行0.8个百分点至-12.0%，测算7月当月同比为-17.0%，降幅明显走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了+0.6、-1.7、-0.5个百分点。从高频指标来看：8月以来新房成交有走弱迹象，二手房成交已低于2024年同期水平。作为领先指标的库销比偏弱运行，指向二手房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但Q4房价可能下行压力增大。

图8：商品房销售增速小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

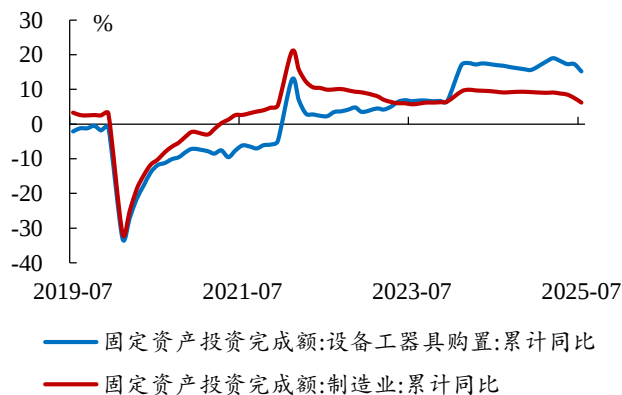
图9：商品房库销比延续偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

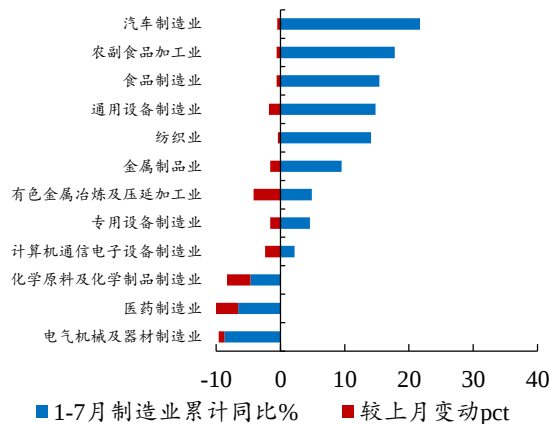
(2)制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。7月制造业累计同比下降了1.3个百分点至6.2%、连续4个月增速放缓，且设备更新增速出现明显走弱。分行业来看，有色冶炼、化学制品、医药制造、计算机通信电子下滑幅度较大，分别较前值下行4.2、3.6、3.6、2.4个百分点。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

图10：设备更新动能趋缓



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

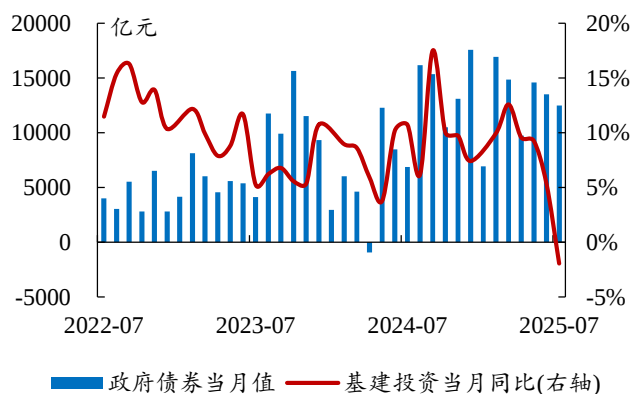
图11：有色冶炼、化学制品、医药制造等投资回落较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

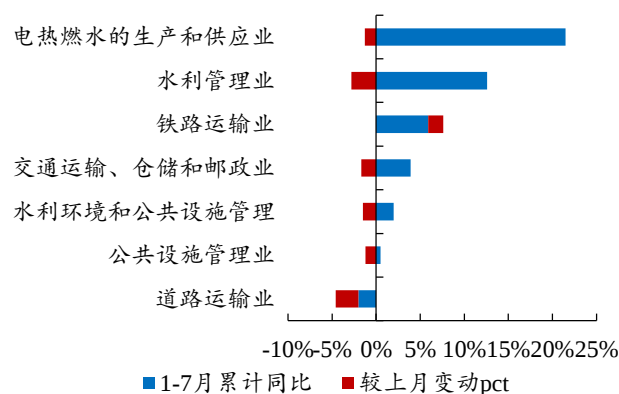
(3)基建：2021 年以来首次增速转负。测算 7 月广义基建当月同比转负至-1.9%，狭义基建则下滑了 7.0 个百分点至-5.1%。分行业来看，水利、道路运输拖累较大，分别较前值下行了 2.8、2.6 个百分点。除了高温暴雨天气对基建施工的影响，反内卷导致光伏退坡可能是一大扰动。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

图12：7 月基建增速转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：水利、道路运输拖累较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、内需趋缓，Q4 或迎政策加码窗口

7 月数据指向内需进一步走弱，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证，包括消费品以旧换新面临资金支出放缓、透支效应、高基数等约束，房地产销售投资及房价“止跌回稳”动能不强，推进“反内卷”需权衡去产能、稳就业与经济增长的关系。我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或是政策适时加力的时点。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn