



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

政策加码预期或升温

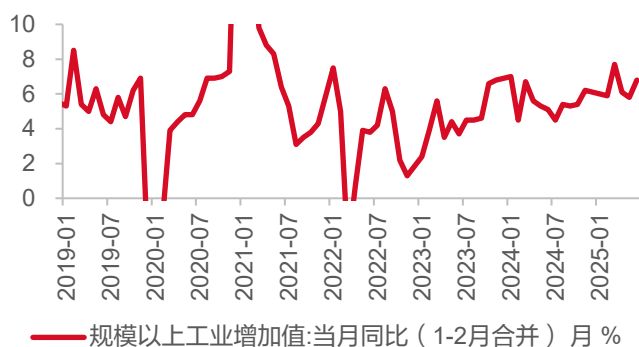
——国内观察：2025年7月经济数据

投资要点

- **事件：**8月15日，国家统计局公布7月经济数据。7月社零总额当月同比3.7%，前值4.8%；固投累计同比1.6%，前值2.8%；规上工业增加值同比5.7%，前值6.8%。
- **核心观点：**7月社零回落反映出实物和服务消费的分化，工业生产稳中回落，固投表现较弱，除了天气等短期影响外，也是当前内需仍然不足的体现。今年整体政策靠前发力，推动上半年实现5.3%的GDP增速，但近两个月从经济数据上反映出增长有放缓的趋势。近期接连出台关于民生以及消费等相关政策，稳预期的信号较强。后续来看，稳投资方向上关注新型政策性金融工具的落地节奏是否会提速，地产增量政策也值得关注。
- **商品零售拖累社零，汽车零售波动较大。**7月社零季调环比-0.14%，明显低于近5年同期均值0.53%，同比也连续两个月回落。1.从结构上来看，社零增速回落主要受商品零售拖累，当月同比由5.3%回落至4.0%，而餐饮增速由0.9%升至1.1%。2.以旧换新产品零售增速虽然仍处相对高位，但除了通讯器材以外，多数较前值均有所回落，除汽车以外以旧换新品类对社零的贡献率回落至27.3%，下半年“国补”资金的使用可能更为平滑。3.汽车零售增速波动的影响较大，5-7月分别为1.1%、4.6%、-1.5%，当月增速转负，对社零形成拖累。4.服务业零售表现较好，1-7月服务零售额同比5.2%，与前值基本持平。
- **工业生产小幅降温，“反内卷”或有所反映。**7月规模以上工业增加值当月同比回落至5.7%，环比0.38%，略微低于近5年同期均值0.42%。结构上，中游仍然占优，下游普遍回落，上游涨跌互现。从主要产品上来看，集成电路、汽车同比维持高位，原煤、水泥同比回落；不过从环比来看，除集成电路、发电量正增长以外，其余多数主要工业品均为负增长，这或许体现了“反内卷”政策对工业生产的影响。
- **固定资产投资延续偏弱的表现。**固投累计同比连续4个月回落，据我们测算的当月同比7月降幅有所扩大。边际上，三大分项制造业投资、基建投资以及房地产投资增速均延续下滑，值得注意的是前两者当月同比转负。
- **基建增速回落可能受到短期约束。**7月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至-2.0%和-5.1%。原因上，除了受部分地区高温暴雨、项目工程建设减缓等因素影响之外，我们在此前点评中提到的“两重”项目清单下发阶段性放缓有关，第三批清单下发到实物工作量形成存在时滞。后续来看，以上两点短期影响可能都会逐步减弱，叠加新型政策性金融工具的落地，基建增速可能会有所回升。
- **地产下行压力有所加大。**新建商品房销售当月同比降至-7.8%，房地产投资当月同比降至-17.0%，两者的累计同比降幅也进一步扩大。后续来看，销售端的基数在9月以后会进一步抬升，投资端的压力也不小。8月8日，北京进一步放开限购政策，关注后续其他一线城市是否会有所跟进。虽然在经济新旧动能转换的过程中，房地产以及相关上下游产业链对整体经济的影响已边际下降，但对于稳预期来说，仍至关重要。
- **设备更新对制造业的支撑边际回落，“反内卷”亦有影响。**制造业投资增速明显回落，一是虽然设备更新有支撑，但力度也在边际减弱，1-7月累计同比回落至15.2%，前值17.3%，年内超长期特别国债支持设备更新投资补助资金多于上半年下达。二是“反内卷”除了对工业生产产生影响外，同样可能影响部分制造业增加资本开支的动力。主要行业中，仅运输设备7月累计同比进一步上升，其余行业均有所回落。回落幅度较大的包括有色金属冶炼、化学原料、医药等。

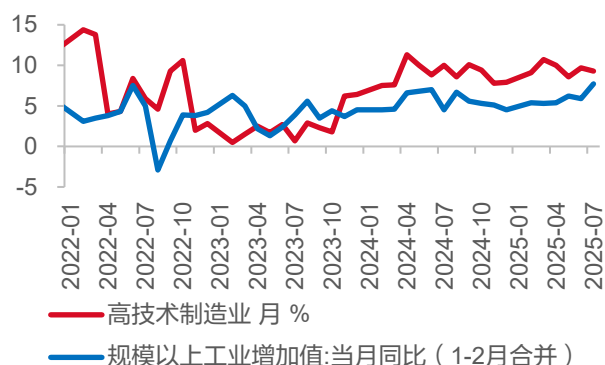
- 风险提示：政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美债信用风险；美国财政风险；地缘政治局势风险。

图1 规模以上工业增加值当月同比，%



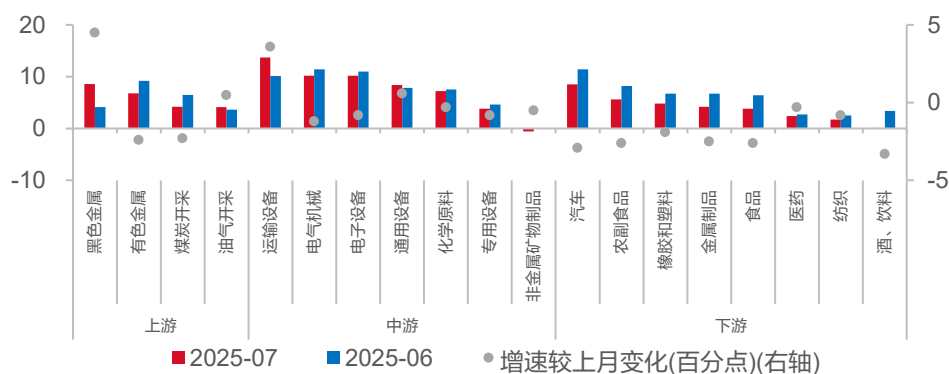
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 高技术制造业增加值当月同比，%



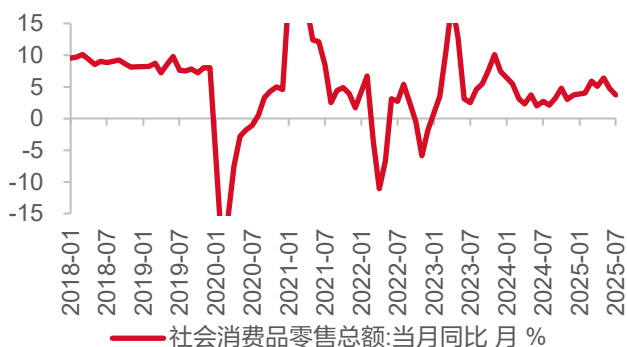
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 分行业工业增加值当月同比，%，%



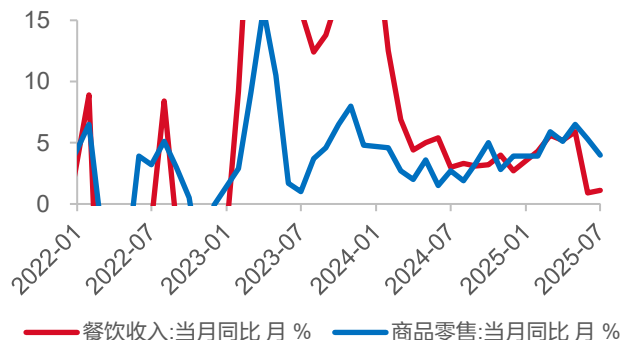
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 社会消费品零售总额当月同比，%



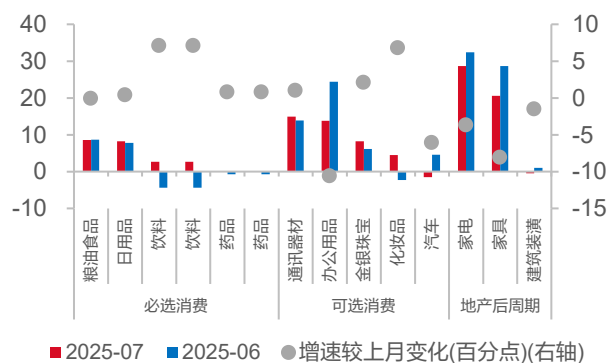
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 餐饮收入及商品零售当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%



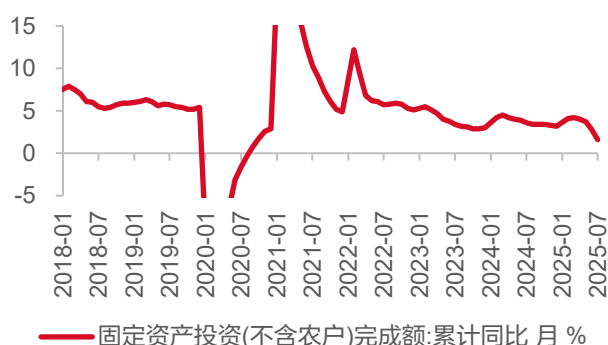
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 除汽车以外的消费品零售总额当月同比，%



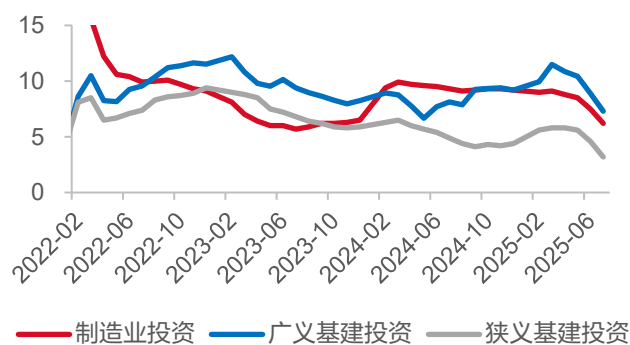
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 固定资产投资完成额累计同比，%



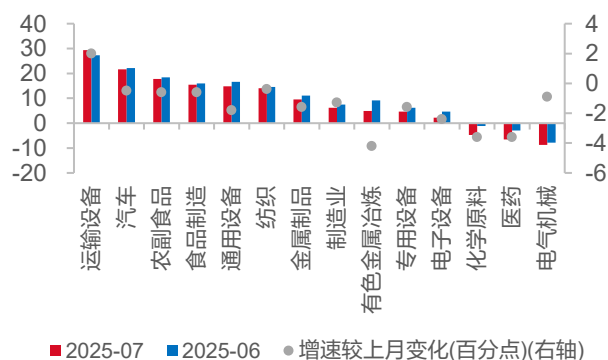
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 制造业、基建投资累计同比，%



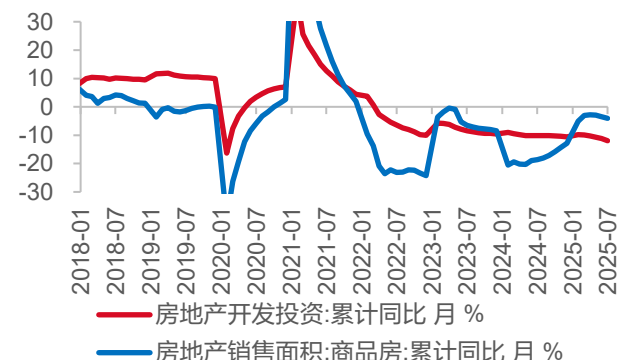
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 分行业制造业投资累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089