

宏观点评 20250815

消费还有哪些潜在空间？——7月经济数据点评

2025年08月15日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 8月15日，国家统计局发布7月经济数据，供给端数据波动不大，需求端外需超预期走强、内需有所走弱。供给侧，工业增加值同比5.7%（上月6.8%），Wind一致预期5.8%，服务业生产指数同比5.8%（上月6.0%）。需求侧，外需超预期，出口同比7.2%，高于Wind一致预期5.9%；内需有所走弱，社零同比3.7%（上月4.8%），低于Wind一致预期4.9%，固投累计同比1.6%（上月2.6%），低于Wind一致预期2.7%。

■ 一、消费为何低于预期？如何看待后续走势？

■ 去年9月以来是“以旧换新”驱动的一轮消费回升周期，这轮消费增速的高点是5月，社零同比达到6.4%，随后6月回落至4.8%、7月回落至3.7%。

■ 第一，从餐饮和商品两部分来看，影响社零的主要是商品。7月社零增速从上月4.8%降至3.7%，餐饮增速虽然仍处于低位（同比+1.1%），但比上月回升了0.2个点，7月社零回落主要是商品增速回落，商品零售增速从上月的5.3%降至7月的4.0%。

■ 第二，“以旧换新”补贴品销售增速回落，是商品零售走弱的主要原因。按照增速的简单平均来看，限额以上商品零售里，6类“以旧换新”补贴品当月平均增速从17.5%降至12.7%，8类非补贴品当月增速从1.9%回升至4.2%。“以旧换新”补贴品销售增速回落，是商品零售走弱的主要原因。按当月增速来看，文化办公从24.4%降至13.8%，家具从28.7%降至20.6%，汽车从4.6%降至-1.5%，家电从32.4%降至28.7%，建材从1%降至-0.5%，只有通讯器材销售增速同比提高，从13.9%提升至14.9%。

■ “以旧换新”销售增速回落跟补贴资金衔接有关，8月可能有所回升，但四季度可能开始面临高基数和透支带来的增长压力。6月和7月，“以旧换新”补贴增速连续回落，原因是这两个月处在补贴资金衔接的窗口期，前两批1620亿补贴资金即将用完，第三批690亿尚未完全下达，一定程度上影响了补贴需求的释放。类似的是今年年初，新的补贴资金在1月20日才下达，受此影响，6种以旧换新补贴品销售平均增速从12月的12.8%降至1-2月的4.8%，但3月后回升。参考年初情况，预计8月社零和以旧换新增速都将回升。但四季度可能要开始面临高基数带来的增长压力，以及耐用品需求前置带来的透支压力。

■ 第三，消费还有哪些潜在空间？尽管“以旧换新”在四季度可能面临一定压力，但我们认为对于下半年消费增速无需过于悲观，仍有3方面支撑：一是餐饮增速预计将逐月回升，尽管回升的幅度和节奏可能不会很快，但会切实好于6-7月。二是生育补贴带来的消费增量将从8月后开始释放，今年补贴规模在900亿左右，如果按照70%的消费倾向，在下半年全部释放，能拉动社零同比0.3个百分点左右。三是消费贷贴息也能带动一些增长。

■ 二、固投增速为何回落？

■ 建筑工程投资增速回落是固投低于预期的主要原因。7月固定资产投资累计增速从2.6%降至1.6%，按照当月增速来看，固投同比从+0.5%降至-5.2%。从三大类别来看，建筑工程投资增速自2020年8月以来再次出现负增长，今年7月累计同比-0.8%，其他费用累计同比-0.2%，固定资产投资增长主要依靠设备投资，7月设备购置投资累计同比+15.2%，尽管相比上月17.3%有所下降，但仍是投资增长的主要支撑。

■ 按照统计局发布会，7月投资增速回落有三方面原因，分别是天气影响、盈利前景、地产基建传统投资动能减弱。一是部分地区高温暴雨频发、影响项目工程施工，二是外部环境复杂多变、国内企业竞争加剧、投资收益下降，三是我国转型发展过程中传统行业投资动能在减弱，新兴行

相关研究

《政府债支撑社融改善、股市活跃推升M2——2025年7月金融数据点评》

2025-08-14

《“十四五”期间名义GDP增速5.5%或是重要目标》

2025-08-13

业成长尚难以完全对冲。

- **基建投资方面，7-8月受高温多雨天气影响，季节性走弱。**高温多雨对基建投资影响较大，此前披露的7月建筑业PMI数据，从6月的52.8%降至7月50.6%，因而建筑含量越高的基建统计口径，降幅越大。7月建筑含量更高的狭义基建7月累计同比3.2%（当月同比-5.1%），设备投资含量更高的广义基建7月累计同比7.3%（当月同比-1.9%）。分行业来看，广义基建三大行业中，交运仓储累计增速从5.6%降至3.9%，水利环境公共设施从3.5%降至2.0%，电热燃水的生产供应从22.8%降至21.5%。
- **制造业投资方面，今年以来的制造业投资呈现出两极分化的特点。**7月制造业投资累计增速从6月的7.5%降至6.2%。部分行业投资增速极高，前7个月，其他运输设备投资累计+29.3%、汽车制造累计+21.7%，通用设备累计+14.8%，另外农副食品、食品制造、纺织业的投资增速也都在10%以上。但另一部分行业投资增速较低，前7个月，电气机械投资-8.7%、医药制造业-6.6%、化学原料和制品投资-4.7%。表明“设备更新”拉动投资的效果边际递减后，行业盈利差异所带来的投资动能差异逐步显现。
- **房地产方面，销售和投资仍然承压。**7月房地产投资累计增速从-11%降至-12%，其中施工面积累计同比-9.2%，今年以来基本稳定，房地产投资增速的下降可能更多来自PPI的下行和土地购置费的减少。房地产销售方面，7月累计增速从-3.5%降至-4.0%，对应当月增速从-5.4%降至-8.0%，降幅仍在小幅扩大。
- **往后看，受到天气等因素影响，8月投资可能仍然承压，但四季度政策性金融工具落地有望起到一定支撑作用。**在8月1日的新闻发布会上，国家发改委指出“将报批加快设立投放新型政策性金融工具”。参考2022年下半年节奏，当时发行7400亿政策性金融工具，大部分资金在9月到位，四季度集中形成实物工作量。今年如果抓紧进度落地，节奏与2022年接近，有望给四季度的投资起到托底作用。

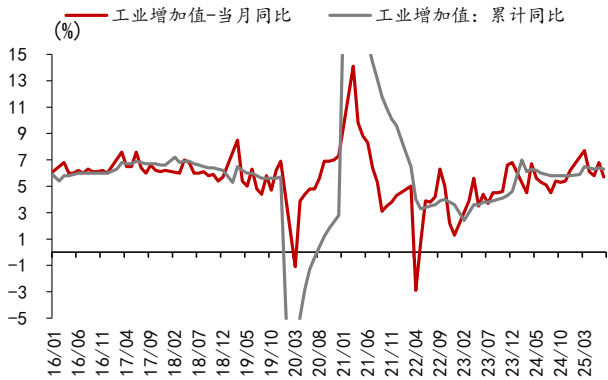
风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1：7月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-07	5.7	5.8	3.7	-5.2	-17.2	-0.3	-1.9	7.2	4.1	2025-07	0.0	-3.6
2025-06	6.8	6.0	4.8	0.5	-12.9	5.1	5.3	5.9	1.1	2025-06	0.1	-3.6
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.7	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.1	-0.3	2025-04	-0.1	-2.7
2025-03	6.5	5.8	5.9	4.3	-10.0	9.2	12.6	5.7	-4.4	2025-03	-0.1	-2.5
2025-02	5.9	5.6	4.0	4.1	-9.8	9.0	9.9	2.2	-8.3	2025-02	-0.7	-2.2

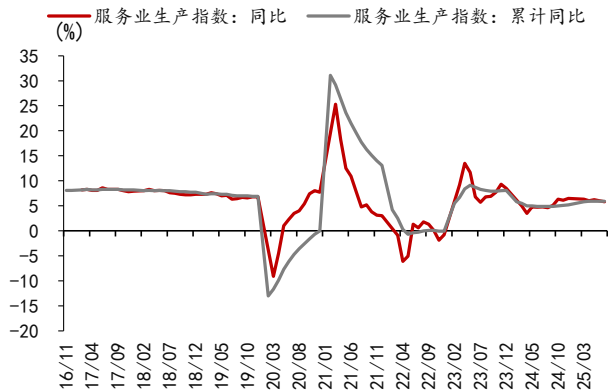
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：工业增加值同比



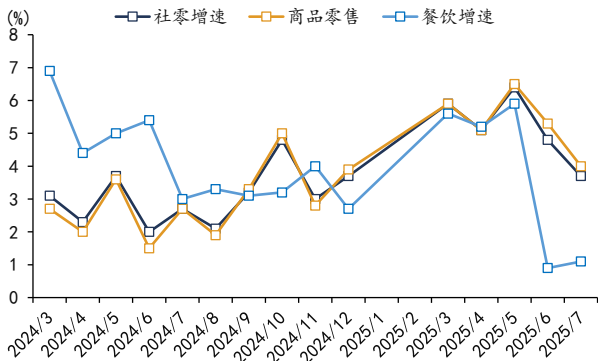
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：服务业生产指数同比



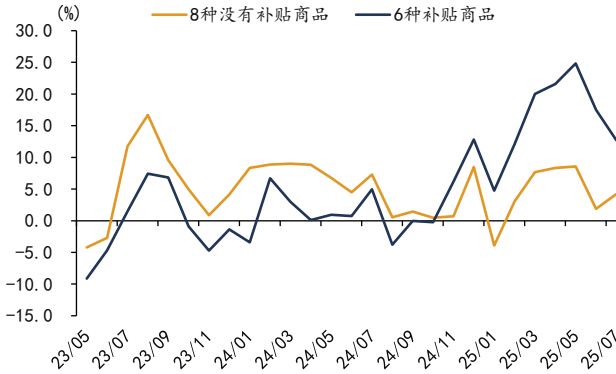
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：当月同比餐饮回升、商品零售回落



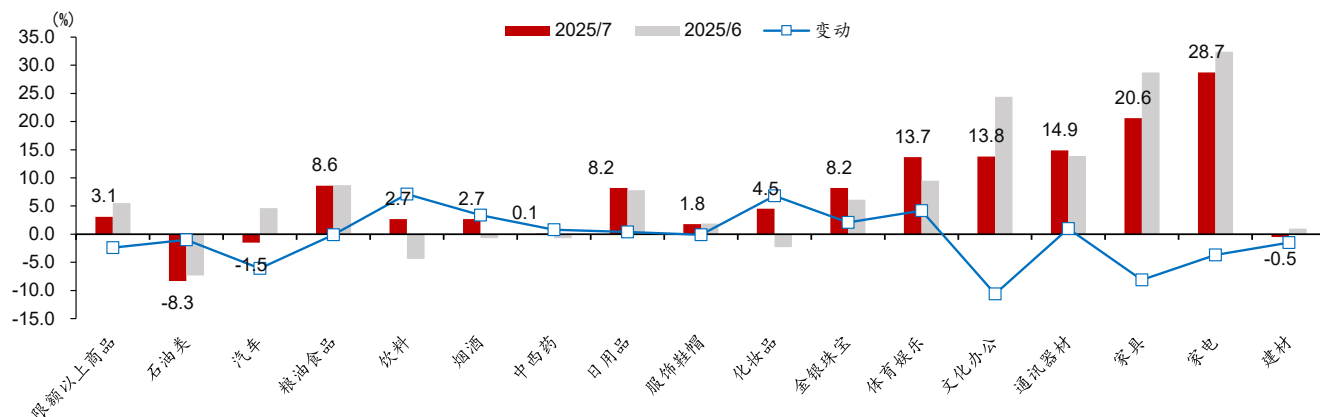
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：“以旧换新”补贴品销售当月同比增速有所下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：均为各种商品销售增速的简单平均值

图5：分产品的限额以上商品当月同比零售增速



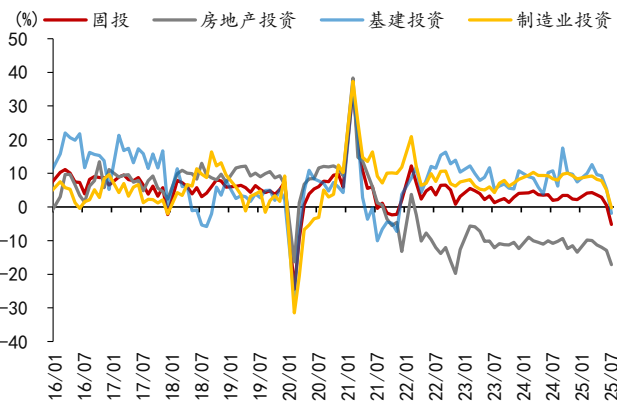
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：固定资产投资同比增速



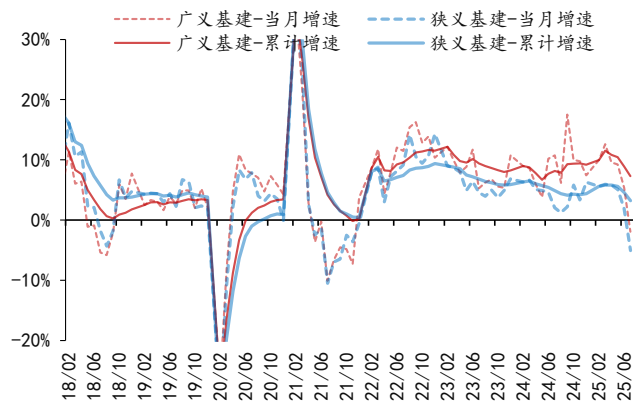
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



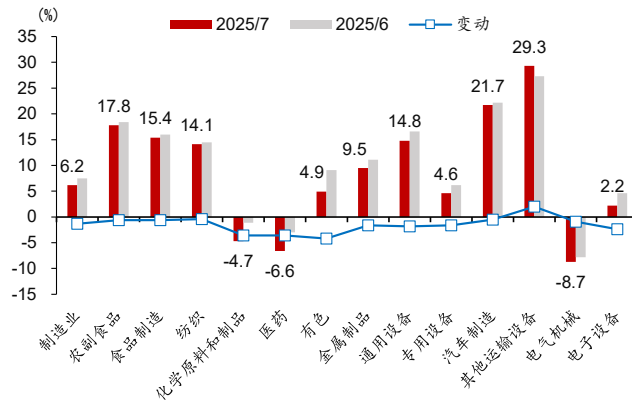
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：两个口径基建增速差异



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：分行业的制造业投资累计同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>