



7 月经济数据的不寻常

2025 年 08 月 15 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **事件：**8 月 15 日，国家统计局公布 7 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.7%，环比增长 0.38%；7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，环比下降 0.14%；1-7 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.6%。

➤ **7 月经济突出“生产稳、消费淡，投资弱”的分化特征，从总量上看，7 月工业增加值和服务业生产指数分别录得 5.7% 和 5.8% 的同比增速，意味着三季度开局的 GDP 增速仍在 5% 以上。但在结构上，投资的负增长、消费的放缓、以及失业率的反弹都不太寻常。**当前中国经济在外部冲击下展现韧性的同时，有效需求不足依然是下半年经济运行的风险与挑战，我们倾向于观察青年人失业率在 7-8 月的走势，其可能成为政策是否在年底前加码的风向标。

➤ **首先，7 月基建和制造业投资增速双双转负。**其背后虽然有恶劣天气的扰动，但“反内卷”对地方政府行为的规范可能抑制了其新增投资，再叠加房地产投资的影响，可能需要政策性金融工具的尽快落地在投资端予以对冲。

➤ **其次，7 月社零增速回落表明提振消费仍需“爬坡过坎”。**虽然 7 月社零主要受汽车销售的负增长的拖累，但以旧换新之外的商品以及餐饮消费偏弱仍制约社零的回升，尤其考虑到去年 8 月后基数的抬升，最新落地的消费贷贴息能否成为“及时雨”仍需观测。

➤ **另外，7 月城镇调查失业率的反弹意味青年人失业率或将回升。**城镇调查失业遵循着三季度反弹的季节性模式，我们认为更为值得关注的是 2-3 天后公布的 16-24 岁青年人失业率，鉴于今年 1222 万高校毕业生规模高于去年（1179 万），如果该指标在今年 8 月突破去年高点，无疑将提升需求侧政策加码的必要性和紧迫性。

➤ **工业：“反内卷”对工业生产的影响袭来。**在去年低基数的影响下，7 月工业生产却传递出放缓的信号——7 月工业增加值环比增速从 6 月的 0.50% 降至 0.38%，同比增速也从 6.8% 降至 5.7%。我们在此前的报告《7 月 PMI 的不寻常》中便提出，**短期内“反内卷”对于企业而言是阵痛，会引起产量的阶段性下降。**具体来看，相较于 6 月，“反内卷”影响下 7 月大多上游行业、汽车等行业对工业增加值同比的拉动明显减弱。

除了“反内卷”，极端天气与自然灾害对 7 月工业生产的影响也颇大。伴随着夏季高温天气的影响，通常 7 月制造业会步入传统淡季，因此 7 月工业增加值环比多呈现下行态势。与此同时，今年夏季自然灾害频发，这也放大了工业生产的下行趋势。

➤ **制造业：企业投资动能趋弱。**自 4 月美国加征关税以来，制造业投资增速便处于下行通道，7 月从 6 月的 5.1% 进一步转负至 -0.3%。结合制造业民间投资活跃度下滑的态势来看，**当前影响制造业投资增速的核心因素在于预期修复与信心恢复力度不足，而 7 月“反内卷”在短期内可能进一步压制了企业投资动能。**

聚焦于不同行业来看，相较于 6 月，7 月大多数行业制造业投资动能均在减弱，尤其是化学制品、电子设备、电气机械等行业表现明显。

相关研究

1. “十五五”规划系列报告（五）：从新兴支柱产业看“十五五” -2025/08/14
2. 资产价格研究：A 股“跑赢”行情的新高度 -2025/08/13
3. 海外市场点评：7 月美国 CPI：9 月降息稳了吗？ -2025/08/13
4. 美国经济研究：美国通胀：“不担心”的三个理由 -2025/08/11
5. 资产价格研究：股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴 -2025/08/08

➤ **基建：广义与狭义基建增速双双转负。**7月广义、狭义基建投资同比增速双双转负至-1.9%、-5.1%（6月分别为5.3%、2.0%），7月基建投资增速下行主要受到交通仓储以及水利、环境和公共设施两大板块的拖累，而这背后也离不开来自于极端天气与自然灾害的负面影响。

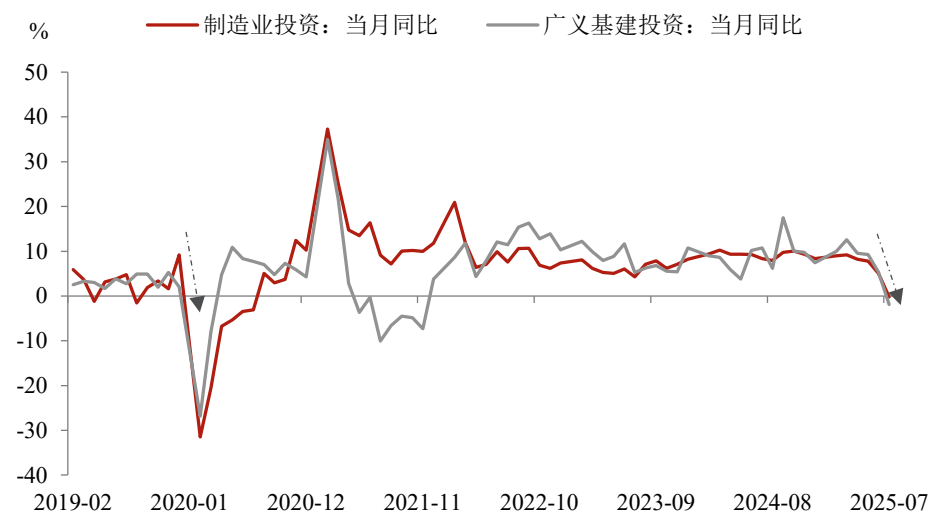
往后看，“稳增长”的背后，基建的支撑仍然必不可少。三季度起新增专项债发行节奏明显提速，剔除化债部分后的专项债发行力度依旧不弱，为地方基建投资提供支撑。除此之外，当前沥青开工率相较于去年同期整体偏强（除了7月下旬受自然灾害影响后阶段性边际下行），说明基建实际开工情况并不算弱。在阶段性特殊因素影响褪去后，我们预计今年下半年基建增速将维持在中性区间。

➤ **消费：需求前置以及补贴力度减弱下，耐用品增速回落。**7月社零增速下降至3.7%，其中去年下半年整体基数抬升给后续消费增长带来一定压力，而7月频繁的极端天气因素也产生一定影响，使得居民线下消费意愿下降，部分耐用品消费增速回落，餐饮收入同比延续偏低。

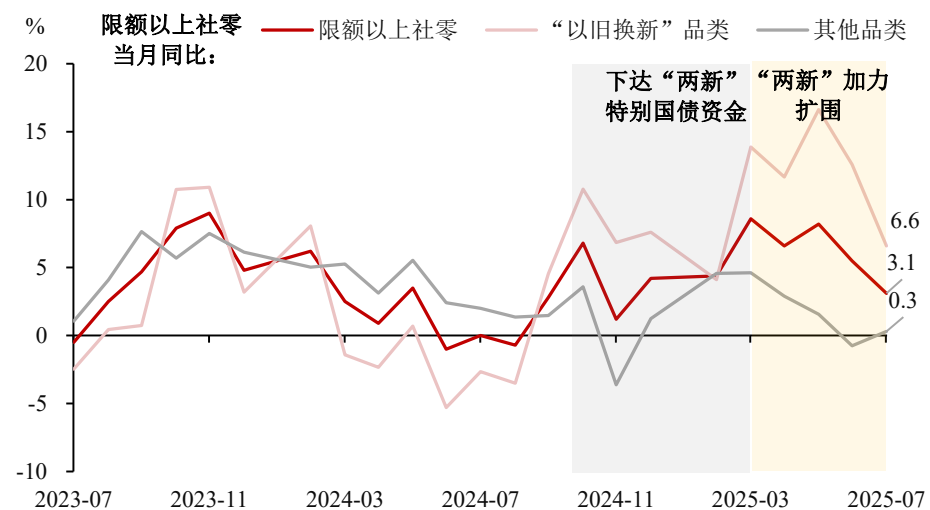
从结构上看，7月“以旧换新”政策效应的拉动有所减弱。家电家具、汽车、通讯器材等“加力扩围”产品增速均有不同程度回落，汽车增速甚至一度转负。这可能源于前期“以旧换新”产品消费需求的部分透支，并且随着当前“国补”资金的逐步消耗，短期内政策接续和补贴力度不足。但往后看，消费仍有一定后劲，随着后续“国补”资金的陆续下达，将为下半年消费市场注入新的动力，社零大幅下行的风险不大。

➤ **地产：需求放缓，距离实质性改善仍有距离。**1-7月房地产投资累计增速下行至-12%，施工、竣工、销售等增速呈现出不同程度的下滑。其中供给端天气因素可能产生一定影响，但整体加快去库存、推进产能出清的趋势没有改变，当前房地产市场正从大规模增量扩张阶段转向以存量提质增效为主，这也基本延续“加快构建房地产发展新模式”的整体思路；但另一方面，房地产市场需求尚未完全企稳，后续有待地产政策的接力、从而进一步打开住房需求的空间。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

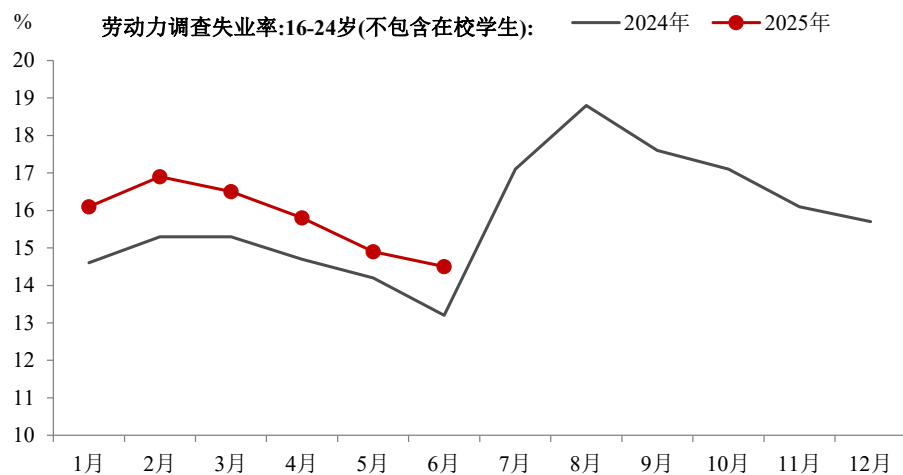
图1：2025年7月基建和制造业投资增速双双转负


资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：“以旧换新”品类对社零的拉动有所减弱


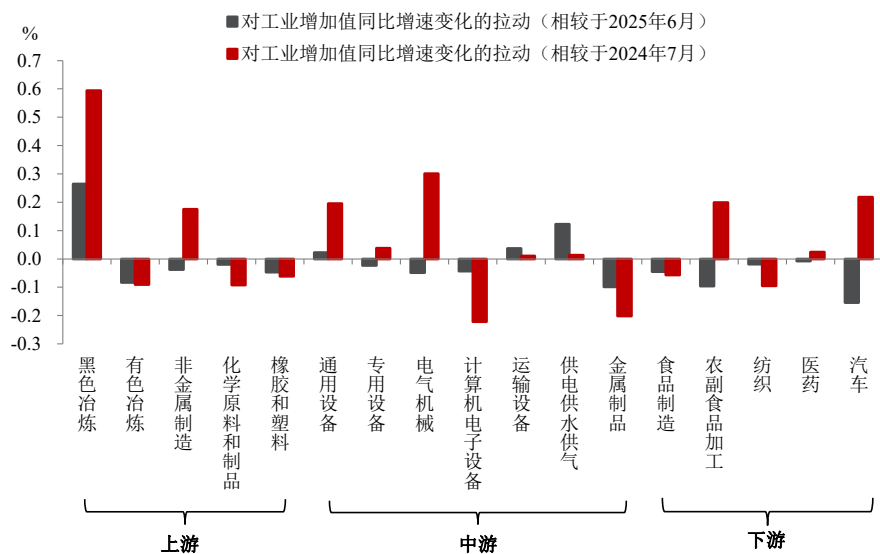
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：当前青年人失业率比去年略高一些



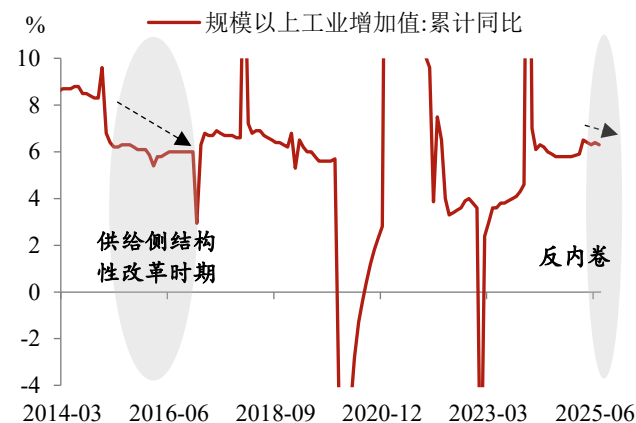
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图4：相较于6月，7月部分“反内卷”涉及行业对工增增速的拉动减弱



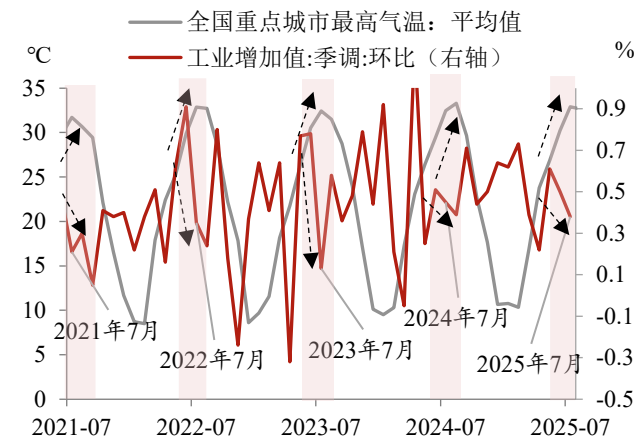
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5：供给侧改革短期内会使工业生产承压



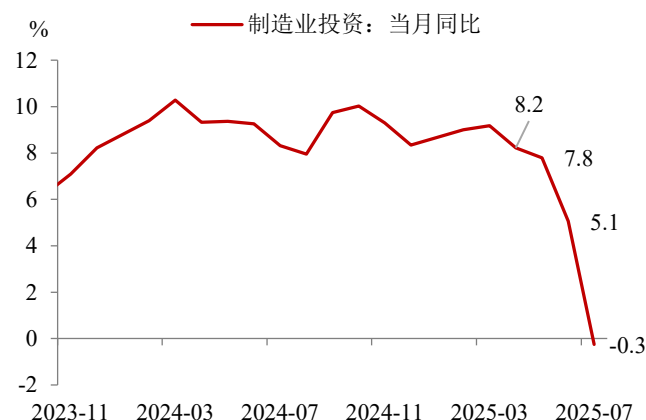
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：7月高温天气易对工业生产造成影响



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图7：7月制造业投资同比增速转负



资料来源：Wind，民生证券研究院

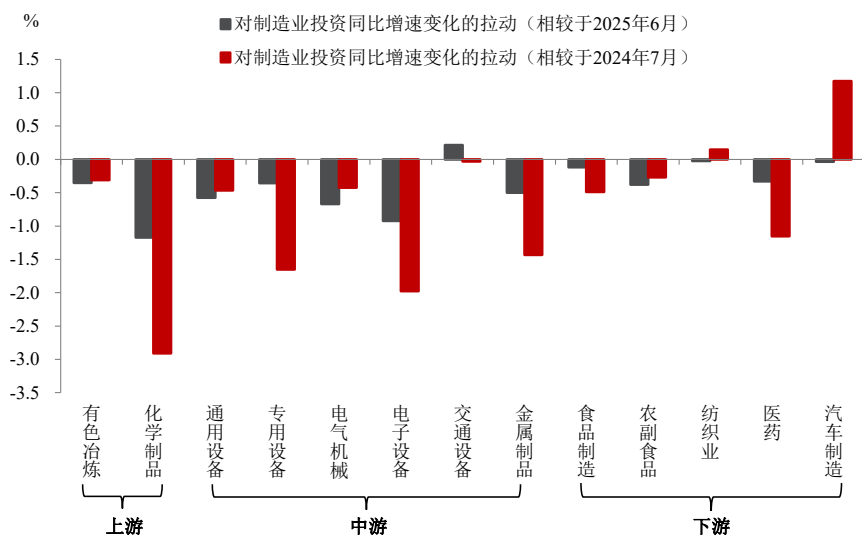
图8：制造业民间投资动能依旧趋弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

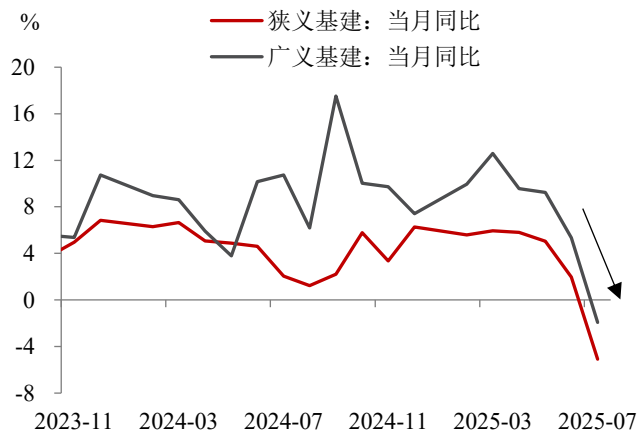
注：7月民间制造业投资数据暂未公布。

图9：相较于6月，7月大多行业制造业投资动能减弱



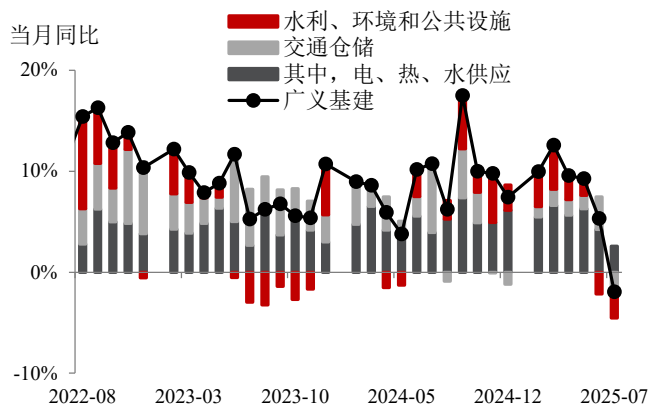
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：7月广义与狭义基建投资增速双双转负



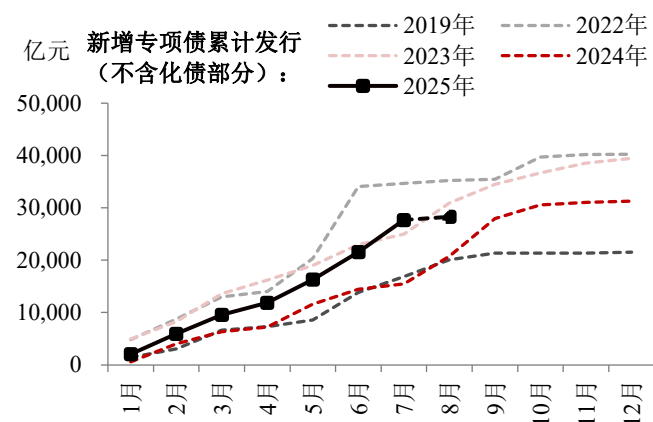
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：7月基建投资受到交通仓储以及公共设施的拖累



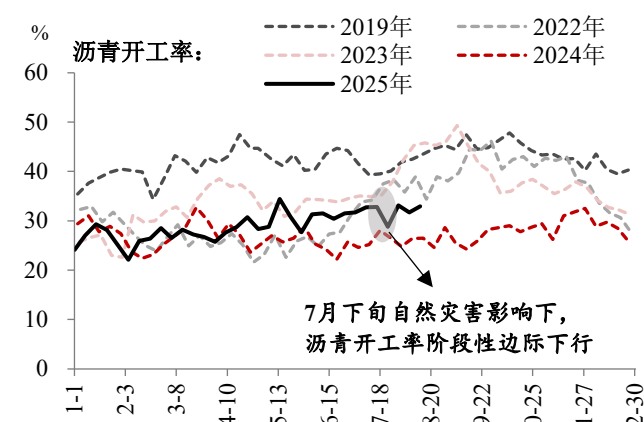
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：今年三季度新增专项债发行规模提升明显



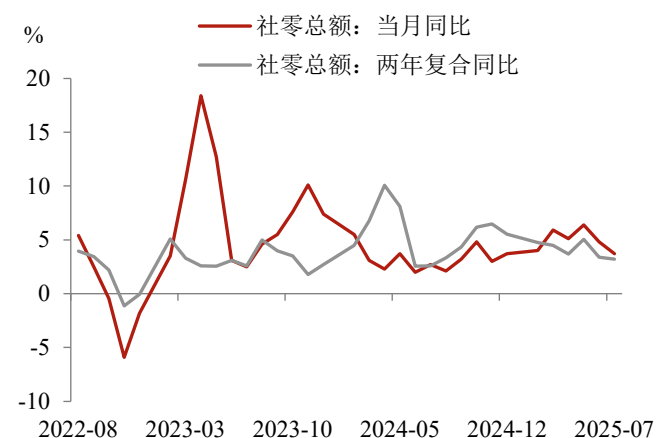
资料来源：iFind、企业预警通，民生证券研究院
注：2025年8月数据截至8月14日。

图13：当前沥青开工率相较于去年同期整体偏强



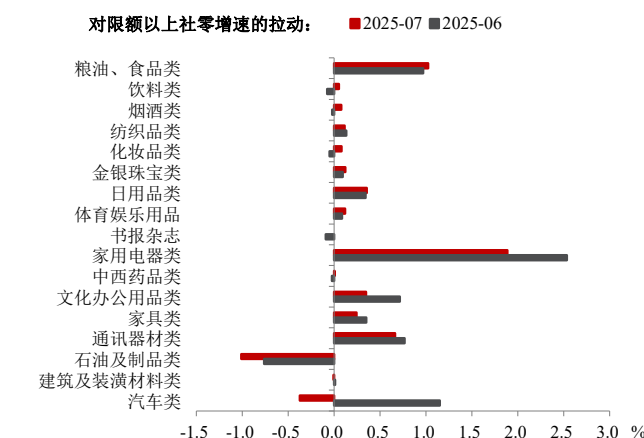
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：7月社零增速进一步回落



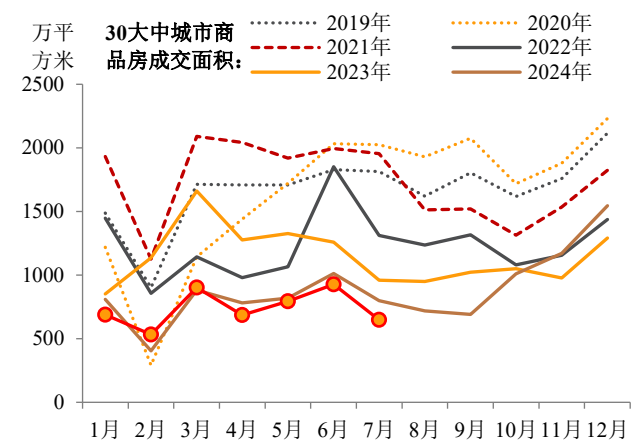
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：汽车、家电家具、通讯器材等增速走弱



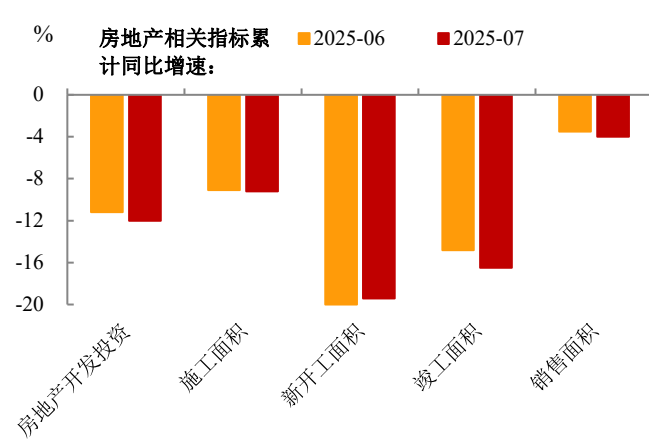
资料来源：iFind，民生证券研究院

图16: 7月房屋销售季节性回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 房地产投资增速延续下行



资料来源: Wind、iFind, 民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048