

多重因素复合作用下，7 月经济增长动能有所减弱

——2025 年 7 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2025 年 8 月 15 日公布的数据，7 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，前值为 6.8%，1-7 月累计同比为 6.3%，2024 年全年累计同比为 5.8%；7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，前值为 4.8%，1-7 月累计同比为 4.8%，2024 年全年累计同比为 3.5%；1-7 月全国固定资产投资累计同比增长 1.6%，前值为 2.8%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

基本观点：

总体上看，7 月经济增长动能有所减弱，供需两端主要数据都有不同程度下行。事实上，此前公布的当月制造业、非制造业 PMI 指数走低，已预示这一走向。在 7 月出口加速背景下，当月经济增长动能放缓，主要源于国内消费、投资增长势头有所减弱。除极端天气、国补资金拨付节奏等短期因素影响外，主要是上半年经济走势偏强，当前稳增长需求弱化，总体上处于政策观察期，而前期增量政策对消费和投资的拉动效应减弱。与此同时，7 月房地产市场继续调整，对宏观经济运行的影响有所加大。

我们预计，8 月国补资金恢复领取后，社零增速会有所反弹；极端天气影响消退后，基建投资增速及整体投资增速都将低位回升。不过，以上两项宏观数据增速还将处于偏低水平；后期伴随出口动能减弱、反内卷推进，8 月工业生产增速可能还会小幅下行。总体上看，8 月经济增长动能有可能延续偏弱状态。着眼于稳定宏观经济运行，稳住就业市场，我们判断四季度初前后，宏观政策有可能推出新的重大增量措施，核心是财政加力、央行降息，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳。这将在很大程度上对冲外需放缓，遏制经济下行势头，确保顺利实现全年“5.0%左右”的经济增长目标。

具体解读如下：

一、工业生产：7 月工业增加值增速放缓，主要受内需偏弱、外需承压导致总需求不足影响。

7 月规上工业增加值同比增长 5.7%，增速较上月放缓 1.1 个百分点。从三大门类看，除电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速有所加快外，采矿业和制造业增加值增速均明显放缓。其中，7 月采

矿业增加值同比增长 5.0%，增速较上月回落 1.1 个百分点，主要原因是“反内卷”政策推进下，当月原煤产量同比转负，影响煤炭开采业增加值同比增速较上月放缓 2.3 个百分点。

7 月制造业增加值同比增长 6.2%，增速较上月回落 1.2 个百分点，主要原因是需求不足制约生产扩张。一方面，7 月消费偏弱，加之房地产投资持续下滑，以及高温多雨天气影响建筑施工，国内需求总体不足。另一方面，7 月工业企业出口增速放缓，当月出口交货值同比仅增长 0.8%，增速较上月大幅回落 3.2 个百分点。从细分行业来看，7 月汽车制造业增加值同比增长 8.5%，增速较上月回落 2.9 个百分点，对工业生产增速起到较大下拉作用，家电、数码产品隶属的电气机械及器材制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比均增长 10.2%，增速较 6 月分别下滑 1.2 和 0.8 个百分点。我们判断，上述行业生产放缓可能受到部分地区以旧换新政策暂停以及外部经贸环境波动的共同影响。

今年以来，工业生产增速总体加快，1-7 月工业增加值累计同比增长 6.3%，增速较上年同期加快 0.4 个百分点，较上年全年加快 0.5 个百分点。背后是“两新”等扩内需政策加力扩围，“抢出口”效应下出口表现出较强韧性，以及高技术制造业、装备制造业等中高端产业快速增长，并带动产业结构持续优化。往后看，外部经贸环境波动加大，工业企业出口有可能转入同比负增长，同时加大力度整治“内卷式”竞争可能会下拉部分行业生产增速，而 8 月起国内促消费、扩内需政策力度开始加大，会对相关行业生产起到有力支撑。综合以上因素带来的复合影响，预计年内后续工业生产增速将延续回落趋势，全年同比增速将在 5.0% 左右，较上年全年回落 0.8 个百分点，主要是出口增速趋于下滑带来的影响较大。

二、消费：7 月社零同比增速放缓，主因部分地区消费品以旧换新政策仍处于暂停状态，而去年 7 月促消费政策开始发力，拖累政策范围内商品零售增速。7 月底第三批 690 亿元以旧换新资金下达，预计大部分资金将在 8 月份形成支出，将带动 8 月社零增速回升。

7 月社零同比增长 3.7%，增速较上月放缓 1.1 个百分点，主要受商品零售增速下滑拖累。当月商品零售额同比增长 4.0%，增速较上月放缓 1.3 个百分点，餐饮收入同比增速则从上月的 0.9% 小幅反弹至 1.1%，但受整治违规吃喝等因素影响，餐饮收入仍处偏低增长水平。

7 月商品零售增速放缓，主要原因是 7 月份部分地区消费品以旧换新政策仍处于暂停状态，而去年 7 月促消费政策开始发力，拖累政策范围内商品零售增速。从以旧换新政策受益商品销售情况看，7 月限额以上单位家具、家用电器、文化办公用品零售额同比分别增长 20.6%、28.7% 和 13.8%，增速较 6 月分别放缓 8.1、3.7 和 10.6 个百分点，汽车类零售额同比下降 1.5%，增速较上月放缓 6.1 个百分点，仅今年政策扩围覆盖的通讯器材类零售额同比增速较上月加快 1.0 个百分点至 14.9%。

从其他商品类别看，7月零售表现总体平稳。其中，粮油食品、日用品、中西药品等必需品零售额同比增速与上月基本持平；可选消费品中，7月化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品零售额同比增速分别加快6.8、2.1和4.2个百分点，服装鞋帽、石油及制品和建筑装潢材料零售额增速则分别放缓0.1、1.0和1.5个百分点。

今年以来，尽管外部经贸环境剧烈变化、房地产市场持续下滑影响居民消费信心，但消费品以旧换新政策加力扩围，带动社零增速总体回升。1-7月社零累计同比增长4.8%，增速较上年同期和上年全年均加快1.3个百分点。展望后续，为应对“出口转内销”需求以及关税政策不确定性给居民消费信心造成的影响，接下来促消费政策力度还将进一步加码。7月底发改委会同财政部下达第三批690亿元以旧换新资金，预计大部分资金将在8月份形成支出，并带动8月社零增速回升。

三、投资：1-7月固定资产投资同比增速为1.6%，较前值回落1.2个百分点。主要原因是受多方面因素叠加影响，当月基建投资、制造业投资和房地产投资等三大投资板块增速全面下行。

具体来看，1-7月制造业投资累计同比为6.2%，增速较前值回落1.3个百分点，延续二季度以来的高位下行势头。背后是外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心出现一定波动。另外，7月实施反内卷，一些产能过剩行业投资可能也会受到影响；最后，去年7月开始实施大规模设备更新政策，高基数导致1-7月设备工器具投资增速较前值下行2.1个百分点。不过，当前政策面仍将制造业投资形成有力支撑。其中，国内大规模设备更新政策持续发力，1-7月设备工器具投资增速达到15.2%，继续明显领先整体制造业投资增长水平。此外，7月末制造业中长期贷款余额同比增长8.5%，比同期全部贷款余额增速高出1.6个百分点，也对制造业投资有重要推动作用。最后，1-7月高技术制造业投资保持较快增长，其中计算机及办公设备制造业投资、航空航天器及设备制造业投资分别增长16.0%和33.9%，显示新质生产力发展对制造业投资具有较强拉动作用。

展望未来，外部经贸环境波动对国内制造业投资的影响还有可能进一步显现，反内卷政策也可能对产能过剩行业投资产生抑制效应，预计下半年制造业投资增速将延续下行态势，预计全年增速将在6.0%左右，比去年全年增速下行3.2个百分点。我们判断，下半年大规模设备更新支持资金规模有望上调，进而对制造业投资形成有力支撑。需要指出的是，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。最后，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，下半年高技术制造业投资会延续高增状态。

房地产投资方面，1-7月累计同比为-12.0%，降幅较前值扩大0.8个百分点。主要原因是近期房地产市场延续调整状态，加之7月高温多雨影响房地产项目施工进展。数据显示，7月房地产施工数据多现下行，商品房销售面积、销售额下行速度加快，房地产企业资金来源降幅也在扩大。不过数据显示，截至5月初，商业银行审批通过的“白名单”贷款增至6.7万亿元，较去年末大幅增加约1.7万亿，房企信贷资金来源整体呈现改善态势。我们认为，随着信贷资金来源改善，叠加上年同期房地产投资基数已降至较低水平，以及接下来房地产支持政策会进一步发力，下半年房地产投资同比降幅有收窄趋势。

1-7月基建投资（不含电力）累计同比增长3.2%，增速较前值回落1.4个百分点。在政府债持续处于发行高峰期的背景下，近期基建投资较快减速，除极端天气影响基建项目施工外，主要原因是上半年经济稳中偏强，当前基建投资稳增长需求减弱——数据显示，7月末财政存款余额同比增长23.4%。往后看，伴随极端天气影响消退，8月基建投资增速将会反弹。下半年外部环境仍然具有很大的挑战性，基建投资的宏观经济“稳定器”作用会受到进一步倚重。我们判断，全年基建投资（不含电力）增速有望达到6.0%左右，比去年全年加快1.6个百分点。一方面，在上半年用于隐债置换的地方政府再融资专项债集中发行后，下半年用于项目建设的地方政府新增专项债将大规模发行；另一方面，预计下半年有可能上调支持“两重”投资的超长期特别国债发行规模，用于项目建设的地方政府新增专项债和国企稳增长扩投资专项债发行额度也可能上调。这将给基建投资提速提供充足资金保障。投资项目方面，今年是“十四五”收官之年，102项重大建设项目将会加快推进，“两重”建设项目、城市基础设施改造及支持消费基础设施建设等，都将成为基建投资的重点领域。

最后，7月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月上升0.2个百分点，与上年同月持平，低于全年“5.5%左右”的控制目标。这表明当前就业市场仍处于平稳运行状态，也意味着短期内推出新一轮重大增量措施的可能性不大。

往后看，受各类“抢出口”、“转出口”效应影响，今年外部波动对国内经济的冲击时点后移，但美国高关税对全球贸易、对中国出口的冲击还是会体现出来，8月之后出口增速有可能逐步回落。此外，8月房地产市场将延续调整过程，而后期反内卷会也可能会限制部分行业产能释放，进而对国内工业生产有一定抑制作用。这样来看，8月经济增长动能有可能延续偏弱状态，其中制造业PMI将继续处于收缩区间。着眼于稳定宏观经济运行，稳住就业市场，我们判断四季度初前后，宏观政策有可能推出新的重大增量措施，核心是财政加力、央行降息，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳。这将在很大程度上对冲外需放缓影响，遏制经济下行势头，确保顺利实现全年“5.0%左右”的经济增长目标。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。