

研报精选

2025年8月17日 第234期

宏观专栏

内需继续回落——7月经济数据点评

报告认为，7月经济数据显示内需继续回落。以旧换新拉动减弱，餐饮增速也处于低位，社零增长进一步放缓。固定资产投资主要受建筑安装工程和其他费用拖累。生产端数据同比增速也有所回落，但整体好于需求端数据，说明政策需加码支持需求。

核心通胀反弹或加剧联储内部分歧

美国7月核心CPI同比反弹至3.1%。报告认为，从分项来看，7月通胀呈现商品温和，服务反弹的特征。核心通胀的反弹可能加大美联储内部分歧，货币政策路径的变数或将提升。

专题聚焦

渐入财政主导，布局全球水牛

报告认为，美国或将进入财政主导和货币配合的阶段，美元有望延续趋势贬值，叠加欧洲等非美市场在新的叙事逻辑和基本面共同作用下机会增多，全球股市可能呈现“多点开花”的局面。

欧洲例外论？——欧洲市场的潜力与局限

报告认为，宏观环境变化带来的估值和盈利改善、以德国为首的欧洲财政转向等因素为欧洲带来了新机遇，但欧洲经济增长也面临着人口、科技、政策约束以及结构上的挑战。

宏观专栏

内需继续回落——7月经济数据点评

7月数据显示内需继续回落。以旧换新拉动减弱，餐饮增速也处于低位，社零增长进一步放缓。固定资产投资主要受建筑安装工程和其他费用拖累，设备工器具投资仍然保持较高增速。生产端数据同比增速也有所回落，但整体好于需求端数据，说明政策需加码支持需求。

以旧换新拉动减弱，餐饮增速也处于低位，社零增长进一步放缓。7月，社零总额同比增长3.7%，增速较6月放缓1.1个百分点。以旧换新6项零售额合计增速从11.5%降到5%，拖累社零增速放缓大约0.8个百分点。以旧换新分项增速表现分化，家电（28.7%）、家具（20.6%）、通讯器材（14.9%）、文化办公用品（13.8%）零售额增速都还在10%以上，不过和6月相比增速大多回落；汽车零售额增速转负（-1.5%），单项拖累社零增速大约0.6个百分点。此外，餐饮消费增速1.1%，比6月小幅改善0.2个百分点，饮料、烟酒零售额增速也有边际恢复，不过增速水平都处于低位。

固定资产投资主要受建筑安装工程和其他费用拖累，设备工器具投资仍然保持较高增速。1-7月固定资产投资累计同比1.6%，较1-6月回落1.2个百分点，单月季调环比-0.63%（6月为0.07%），我们计算的单月同比也由6月的-0.1%进一步回落至7月的-5.3%，为2020年4月以来的最大单月同比降幅。固定资产投资主要受建筑安装工程和其他费用拖累，两者合计贡献了1-7月较1-6月环比回落中的0.9个百分点，而大规模设备更新改造政策仍然支撑，设备工器具投资增速虽然边际回落，但仍然保持了较高增速。

7月基建同比超预期负增，部分或有天气因素扰动。1-7月广义基建累计同比+7.3%（1-6月为+8.9%），7月单月基建投资同比跌幅为2.0%，罕见负增长。分项上看，7月公用事业、交通运输、水利环境市政同比变动分别为+12.7%、-4.3%和-7.2%，均较前月呈现不同程度下滑。7月异常的高温多雨天气或对基建施工带来季节性扰动，但根本上可能还是反映分布式光伏抢装退坡、地方政

府的传统基建项目储备进度偏慢，而雅下水电工程工期较长，落在年内的投资体量有限，随着下半年经济增长承压，我们认为，在基建项目和资金端或有增量政策出台。

房地产销售数据持续走弱，房地产投资同比跌幅走阔。销售在前期脉冲后持续回落，7月新建商品房销售面积和金额同比降幅进一步走扩至7.8%和14.1%（6月为-5.5%和-10.8%）。70城新房价格环比跌幅持平（6月为-0.3%），中金同质性二手房价格指数环比和同比分别走扩至-1.7%和-10.3%（6月为-1.5%和-9.8%）。拿地规模和土地成交均价同比增速回落、溢价率升，体现拿地谨慎情绪。7月300城土地市场成交面积同比由正转负至-5.8%（6月为2.0%），成交楼面均价同比由40.5%回落至25.7%，平均溢价率回升，主要是头部城市优质宅地成交所致。受房地产销售量价双弱影响，7月房企到位资金同比下降15.8%（6月为-9.7%），定金及预收款同比下降24.2%（6月为-16.7%）和自筹资金同比下降16.2%（6月为-7.2%）是主要拖累因素。新开工、竣工和施工面积跌幅均走阔，开发投资持续承压。7月全国新开工面积同比降幅为-15.4%（6月为-9.4%），竣工面积同比下降29.4%（6月同比-1.7%），施工面积同比下降19.6%（6月为-0.9%）。房地产开发投资完成额当月同比较6月的-12.9%大幅走阔至-17.0%，累计同比从1-6月的-11.2%下滑至-12.0%。

反内卷相关政策或影响部分制造业投资。1-7月制造业投资累计同比+6.2%（1-6月为+7.5%）。我们计算的单月同比也由6月的5.1%下降至7月的-0.3%。虽然关税缓和，但是关税不确定性或仍然压制投资需求，企业利润、产能利用状况等基本面因素也仍然偏弱，或都对制造业投资有所压制。反内卷相关政策或也影响部分制造业行业的投资。1-6月整体固定资产投资中的扩建投资累计同比-4.7%，较1-5月回落4.5个百分点，下降幅度多于新建和改建。1-7月有色金属、化工的投资增速较1-6月分别下降4.2、3.6个百分点，降幅排名靠前。

生产端数据同比增速也有所回落，但整体好于需求端数据。7月工业增加值、服务业生产指数同比5.7%、5.8%（6月分别为6.8%、6.0%）。工业增加值同比增速回落一方面是由于季末效应消退，另一方面或也受到部分行业反内卷相

关政策的影响。7月煤炭开采、有色金属、非金属矿物、化工、金属制品、汽车等行业的工业增加值同比增速较6月下降，但7月黑色金属同比8.6%，较6月上升4.5个百分点。生产端数据整体强于需求端数据或主要由于内外需的分化，虽然7月出口交货值同比增速较6月有所回落，但7月海关数据显示出口整体保持平稳走势。



以上观点来自：2025年8月15日中金公司研究部已发布的《内需继续回落——7月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

宏观专栏

核心通胀反弹或加剧联储内部分歧

美国7月核心CPI季调环比上涨0.3%，同比由2.9%反弹至3.1%，高于市场预期；整体CPI环比上涨0.2%，同比维持在2.7%，略低于预期。从分项来看，7月通胀呈现商品温和，服务反弹的特征：关税成本仍在向零售端传导，但也有部分价格出现回落。一些此前下跌的服务价格转为上涨，增加了通胀的粘性。我们维持此前判断，美国通胀将进入一轮结构性上行阶段。对美联储而言，核心CPI并未朝着2%目标收敛，而是重回3%以上，与目标越来越远。这可能加大美联储内部分歧，使其难以就政策决议形成共识。货币政策路径的变数将大大提升，市场波动将加剧。

7月通胀呈现商品温和，服务反弹的特征。商品方面，关税成本仍在向消费者传导，但也有部分价格出现回落。核心商品价格指数季调环比增长0.2%，增幅与上月持平。其中，家具床具（环比+0.9%）、窗帘（+1.2%）、音视频设备（+0.8%）、摄影设备（+2.1%）仍然保持较高增速，显示关税成本持续传导。但也有部分此前涨势较猛的项目在7月环比走弱，比如家电（-2.2%）、男装（-1.3%）、非处方药品（-0.5%）、电脑（-2.6%）等。

此前一直没有涨价的汽车价格在7月出现了涨价迹象。二手车价格环比增速反弹至0.5%，新车止跌，机动车零部件环比加速至0.9%。这一趋势与我们所提示的风险相吻合：汽车制造商和经销商此前通过压缩利润，暂时吸收了关税带来的成本冲击，但考虑到关税政策将制度化和常态化，这种吸收空间将不断缩小，后续随着2026年新款汽车上市，车企可能通过提高价格来转嫁成本（《[美国经济面临“类滞胀”](#)》）。

服务方面，一些此前下跌的价格转为上涨，增加了通胀粘性。美联储最关注的剔除房租后的核心服务（supercore）价格指数环比上涨0.5%，较此前明显加速。其中，最为明显的分项来自此前持续下跌的机票价格，环比涨幅大幅反弹至4%。这表明，年初以来疲软的外出旅行活动可能有所企稳，这与达美等航空公司在其半年报中的表述是一致的¹。此外，机动车维护（+1.2%）、机动车修理（+0.8%）、医疗服务（+0.8%）、娱乐服务（+0.4%）、快递服务（+2.0%）

¹ <https://www.wsj.com/business/airlines/delta-earnings-q2-2025-dal-stock-b2cae1eb>

等价格也仍在上涨。整体上看，服务通胀的粘性依然存在。

其他方面，食品（环比0%）和能源（-1.1%）价格增速均较上月明显回落，有助于降低核心CPI同比反弹对整体CPI的压力。房租通胀变化不大，主要居所租金环比从上月0.2%小幅上升至0.3%，业主等价租金增速持平于0.3%。房租通胀路径与具有一定领先性的Zillow数据所展示的趋势基本一致。

总体而言，7月CPI数据并未改变我们对于美国通胀走势的判断——**通胀将进入一轮结构性上行阶段**。随着关税成本转嫁的效应在未来几个月更多显现，核心商品通胀将面临进一步走高的风险；与此同时，房租与服务通胀或相对温和，但也将具有粘性。综合来看，核心CPI同比增速将在年底前进一步上升（参考报告《[美国经济面临“类滞胀”](#)》）。

对美联储而言，这份CPI报告并未提供明确方向。一方面，关税向零售端的传导没有此前担心的那么剧烈，暂时缓解了市场对关税冲击的担忧；但另一方面，不受关税影响的服务通胀重新回升，将加剧联储对于通胀粘性的忧虑。从趋势上看，核心CPI通胀并未朝着2%目标收敛，而是重回3%以上，与目标越来越远。在这种背景下，美联储内部倾向谨慎的官员或将继续坚持保守立场。换言之，降息与否的争论并不会就此消除，官员之间的分歧或将继续存在。

这种分歧也意味着，货币政策路径的变数将大大提升。在就业动能减弱与通胀压力并存的环境下，美联储或难以就政策路径形成一致意见。当前经济数据呈现“时而滞，时而胀”的特征，将使得美联储提前指引降息变得更加困难。虽然市场已充分押注9月降息，并预期年底前将降息三次，但这一定价或低估了宏观局势的复杂性。无论美联储最终选择降息还是按兵不动，都可能面临内部意见分裂。对市场而言，这往往意味着波动率上行，资产价格将更易在经济数据与官员言论的交错影响下出现震荡。

以上观点来自：2025年8月13日中金公司研究部已发布的《核心通胀反弹或加剧联储内部分歧》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

渐入财政主导，布局全球水牛

年初以来，美国政策冲击不断，干扰了自去年9月美联储降息开启的美国经济复苏进程。往前看，我们认为**基本面最差的时段可能已经过去，经济有望重回复苏轨道，且通胀压力开始加剧**。首先，政策层面逆风开始转向顺风，关税落地后，不确定性开始减弱，而减税政策如期通过，叠加金融去监管加速推进，下半年消费者和企业信心有望恢复上行。全球范围内，欧洲经济在“再武装”和“大财政”主导下，有望持续复苏。其次，随着低基数结束和关税落地，美国通胀可能开始逐步攀升。同时，**美国财政部将在三季度净发行约1万亿美元的美债，我们预计流动性将逐步收紧，叠加通胀企稳，可能在三季度压制风险资产表现**。

再往前看，我们判断**美国或将进入财政主导&货币配合的阶段**，美元流动性较长期充裕，美元有望延续趋势贬值，叠加欧洲等非美市场在新的叙事逻辑和基本面共同作用下机会增多，**全球股市可能呈现“多点开花”的局面**。行业层面，继续看好美欧日大工业和大金融板块，制造业、军工、电力、能源、基础设施等板块有望持续高景气，进而提振铜、铝等资源品价格。此外，美国债务货币化、金融抑制和通胀再度上行将趋势利好黄金等抗通胀资产。

美元贬值预期和待结汇资金回流下，或推动人民币继续升值。美国当前面临较突出的贸易和财政双赤字的问题，债务货币化愈发明显，叠加美国脱虚向实再工业化，全球资金再平衡，美元或开启1971年以来第四轮长周期贬值。2020年以来中国出口强势，积累了大量待结汇资金；美元贬值预期下，待结汇资金部分回流，有望推动人民币升值。

弱美元周期利好包括A港股在内的新兴市场，尤其港股。历史上，基本面改善和人民币汇率升值均利好风险资产表现，而当两者分化时，汇率升值对权益的提振占主导作用，而基本面相比汇率对债券的影响占据主导。此外，金融周期下半场，总量政策加力有望提振大类资产表现。当前港股基本面改善好于A股，且美元走弱相对更利好港股。**风格上**，当前国内“低利率、稳增长、新

产业”的环境或更利于成长风格。且汇率升值同样利好A港股成长风格，其中，信息技术和材料表现较好。

当前“股债跷跷板”效应下，情绪因素驱动债市短期回调，短期风险资产强势或引发债市波动加剧。通过将国债利率进行拆解我们发现，短周期的市场情绪主导了当前的债市波动。在风险资产表现强势、经济基本面平稳背景下，市场情绪主导了债市的短期波动，短期可能延续这种震荡格局。中长期内，经济基本面仍是决定债市的主导因素，在“从政策到基本面”的传导过程中，债券收益率仍有下行空间。此外，财政存款或加速投放和全球流动性重启宽松“一内一外”两大因素，同样会对债市形成支撑。



以上观点来自：2025年8月13日中金公司研究部已发布的《渐入财政主导，布局全球水牛》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

欧洲例外论？——欧洲市场的潜力与局限

年初至今，欧洲权益市场表现强劲，主要是因为欧洲内部政策端的重大变化。与此同时，“美国例外论”的可持续性受到市场关注，投资者开始寻求美国以外的市场机会。我们认为在新的宏观环境下，欧洲权益市场确实将迎来更多机遇，但要塑造自己的“例外论”仍然缺乏几个关键要素（更多关于跨区域权益市场格局的讨论，详见《[全球权益市场合集](#)》）。

什么带来欧洲的新机遇？一是宏观环境的变化给欧洲带来估值和盈利的改善。过去欧洲跑输美国很大程度上是因为缺少盈利增长。然而，后疫情时代，在更高的通胀以及利率环境下，欧洲盈利增长有显著回升，过去对盈利拖累较大的银行、公用事业、电信、能源、原材料等行业的盈利都有显著改善。二是政策的转变。以德国为首的欧洲财政转向有利于帮助解决欧洲过去面临的一些结构性问题，提振欧洲经济增长。同时，财政支持的行业正好是过去欧洲显著跑输的内需导向行业，直接提振盈利。除了财政，近期我们也观察到欧洲在监管、一体化方面的一些边际变化。三是新环境下全球区域配置的价值上升，经济体量、权益市场规模及可得性、收入来源的多样化和制度的稳定性等都是欧洲权益市场在全球配置框架下的相对优势。从自下而上投资标的而言，相对于其他非美地区，欧洲有更多的具有全球竞争力的公司，本文对分行业的盈利情况、欧美可比公司进行了相应梳理。

欧洲市场缺什么？尽管有上述利好，我们认为谈“欧洲例外论”还为时尚早，欧洲权益市场仍然缺少几个关键因素。最重要的是欧洲整体的经济增长空间仍然有限，经济前景面临着人口、科技、政策约束以及结构上的挑战。欧洲较为碎片化的金融市场对权益市场的表现也有所拖累。向前看，若欧洲能成功进行内部的改革以及实现AI的广泛应用，或可扭转这些劣势。然而，目前极右翼党派支持率的上升和较为碎片化的政治局面，都给这些改革带来了不小的阻力。

投资机会上，我们认为接下来新的关键投资主线将在“自主独立”政策驱

动的内需导向领域。这包含多个维度：军事上，体现在国防开支层面；科技上，体现在对TMT以及其产业链的投资，泛数字化领域；能源上，意味着新能源、电气化以及公用设施（如电网）方面的政策端支持；更广泛的经济独立则主要体现在加强内需和增加企业竞争力的角度，具体措施或体现为对基础设施建设的重视、过去强监管的环境边际放松等。欧洲整体财政空间的限制意味着更多的投资需要撬动欧洲巨大的储蓄基础及整个金融市场的参与，金融市场改革、财政政策转向、利率和通胀环境的变化都将结构上对欧洲的金融行业有利。



以上观点来自：2025年8月9日中金公司研究部已发布的《欧洲例外论？—欧洲市场的潜力与局限》

袁梦园 分析员 SAC 执证编号：S0080523120008 SFC CE Ref: BSM194

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

郭钰 分析员 SAC 执证编号：S0080523070008 SFC CE Ref: BTM350

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.8.11 中国图说中国宏观周报：美国新征“对等关税”的间接影响
- 2025.8.12 海外宏观专题报告：美国经济面临“类滞胀”
- 2025.8.13 海外宏观简评：核心通胀反弹或加剧联储内部分歧
- 2025.8.13 宏观探市：渐入财政主导，布局全球水牛
- 2025.8.14 中国宏观热点速评：金融数据中的几个新现象|7月金融数据点评
- 2025.8.15 联合解读：中金8月数说资产
- 2025.8.15 中国宏观热点速评：内需继续回落——7月经济数据点评

策略及大宗商品

- 2025.8.13 A股策略：指数新高后，如何布局？
- 2025.8.15 大宗商品：数据观察：7月数据点评：“反内卷”影响有所体现

固定收益

- 2025.8.11 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.8.11 资产证券化分析周报：7月月报：消金扩容，数字资产破局
- 2025.8.11 信用债收益率跟踪周报：基金净买入规模增长带动信用利差收窄
- 2025.8.13 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.8.13 简评：贷款弱，M2升，利好债——7月金融数据点评
- 2025.8.14 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.8.15 中国房地产债券月报：7月房地产债券月报：政治局会议提及“高质量开展城市更新”
- 2025.8.15 简评：凯众转债上市定价分析
- 2025.8.15 简评：从经济数据看当前货币政策的平衡空间——2025年7月经济数据分析
- 2025.8.15 中国可转债策略周报：落子无悔，迭代不止——五周年回顾暨本月十大转债
- 2025.8.16 简评：稳通胀目标下，货币政策宽松进一步落实落细——2025Q2货币政策执行报告点评
- 2025.8.16 简评：债券利率再次下行突破的触发因素

行业

- 2025.8.11 REITs：华东区域REITs调研若干思考

- 2025.8.11 REITs: 市场扩展至八大类资产, 关注扩募与解禁交易机会——公募REITs周报(8.4-8.8)
- 2025.8.11 电力电气设备: 电新双周报: 关注AI电源测试设备弹性; 锂矿产能波动或短期带来锂价反弹
- 2025.8.11 保险: 近期路演反馈: 保险涨到哪了?
- 2025.8.12 不动产与空间服务: 周评#451: 8月首周新房销量同比降一成
- 2025.8.12 汽车及零部件: 7月高基数上零售增速放缓, 期待新车表现
- 2025.8.12 主题研究: 光伏周谈 | 行业响应《价格法》征求意见, 增产预期和“反内卷”博弈不断 (25年第32周)
- 2025.8.13 科技硬件: 通信设备2025下半年展望: AI商业化加速, 关注算力主线和政策性机遇
- 2025.8.13 科技: AI进化论(13): 算力, 后GPT-5时代的“硬通货”
- 2025.8.13 医疗健康: “双目录”机制启动, 进一步支持创新药产业链发展
- 2025.8.13 消费: 宠物经济专题#5: 春山可望——全球宠物医疗启示录
- 2025.8.13 电力电气设备: 全球海上风电跟踪(第一期): 欧洲和中国海上风电最新进展对比
- 2025.8.13 公用事业: 各省机制电价细则相继披露, 期待8月首轮竞价情况
- 2025.8.13 科技硬件: Scale up AI网络升级——新主线、新机遇
- 2025.8.13 银行: “反内卷”收缩信贷, 存款活化入市——7月社融数据点评
- 2025.8.14 银行: 贴息能撬动多少消费贷款?
- 2025.8.15 建筑与工程: 7月固投: 固投环比跌幅扩大, 重卡挖机销量保持稳健增长
- 2025.8.15 可选消费: 7月社零同增3.7%, 品类间分化明显
- 2025.8.15 房地产: 7月房地产基本面各项指标均有所走弱
- 2025.8.15 煤炭: 7月点评: 需求改善, 供给收缩
- 2025.8.16 传媒互联网: 7月电商月报: 线上实物零售增长加速
- 2025.8.16 房地产: 关注美国住房市场的潜在复苏
- 2025.8.16 传媒互联网: 互联网周思考: 竞争缓和赛道拥有强韧业绩
- 2025.8.16 电力电气设备: 储能新技术观察: 液流电池与压缩空气
- 2025.8.16 东南亚研究: 东南亚8月报告: 宏观、互联网与消费
- 2025.8.16 可选消费: 数说消费8月刊: “投资于人”, 消费增长新引擎

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn