

经济增速放缓，结构延续分化

投资观点：

报告日期 2026-08-18

- 7月宏观经济延续总量放缓、结构优化态势。其中，工业生产、消费、投资增速都有不同程度下行，而高技术制造业增加值、高技术制造业投资、升级类消费增速都保持高增，宏观经济“K型”分化特征进一步凸显。与此同时，内需偏弱仍然是经济最大的拖累，投资方面，受极端天气、工业产能利用率下降、房地产调整等因素的影响，7月基建、制造业、房地产三大投资板块降幅都有所扩大，拖累固定资产投资增速降幅扩大；消费方面，7月社零增速放缓，服务消费增速亦有所走低，主要归因于补贴政策效应减弱、房地产市场延续下行、居民人均可支配收入增速放缓以及极端天气多发等因素的叠加影响。
- 展望未来，7月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升，但考虑到政策落地的滞后性，四季度和明年一季度才会看到更大反弹。
- 主要经济数据：
- (1) 生产端：
- 中国7月规模以上工业增加值同比4.5%，预期4.8%，前值5.3%。
1-7月份，规模以上工业增加值同比增长5.3%，涨幅较前值小幅回落0.1个百分点。
- (2) 需求端：
- 1) 固定资产投资增速降幅继续扩大。中国1-7月城镇固定资产投资累计同比-6.7%，预期-6.0%，前值-5.7%。其中，制造业投资同比下降1.7%，降幅扩大0.5个百分点；房地产开发投资同比下降19.2%，降幅较前值扩大1.2个百分点；基础设施投资同比下降3.6%，降幅较前值扩大1.2个百分点。
- 2) 7月社会消费增速再度回落。中国7月社会消费品零售总额同比0.6%，预期1.5%，前值1.0%。1-7月份，社会消费品零售总额同比增长1.2%，涨幅较前值回落0.1个百分点。

宏观

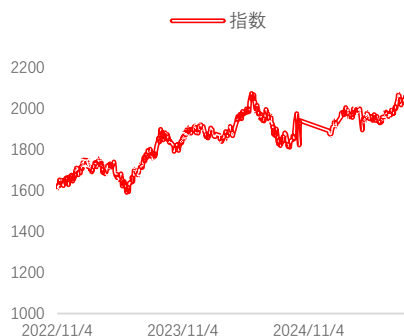
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

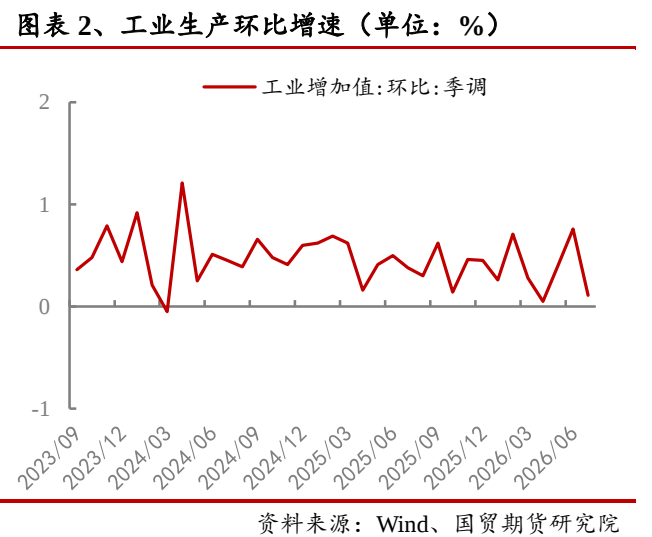
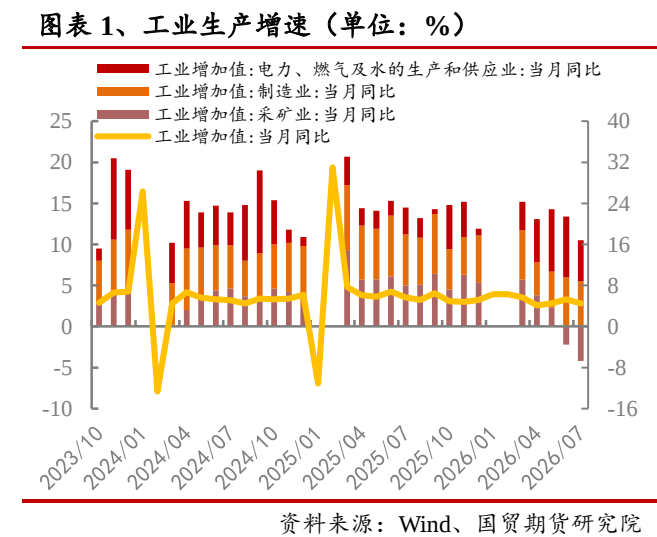
往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】内需疲软，二季度经济动能放缓——6月经济数据解读 20260715
- 2、【ITF-宏观】内需继续走弱，经济延续分化格局——5月经济数据解读 20260616
- 3、【ITF-宏观】内需持续疲软，经济增速放缓——4月经济数据解读 20260519
- 4、【ITF-宏观】开局良好，结构分化——3月经济数据解读 20260420

1 工业生产增速小幅回落

中国 7 月规模以上工业增加值同比 4.5%，预期 4.8%，前值 5.3%。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.11%，前值为 0.76%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，涨幅较前值小幅回落 0.1 个百分点。

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 25 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 0.3%，涨幅较前值大幅回落 3.0 个百分点；有色金属冶炼及压延加工业同比下降 2.5%，降幅较前值收窄 1.3 个百分点；非金属矿物制品业同比下降 3.3%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点；下游方面，通用设备制造业同比增长 9.5%，涨幅较前值收窄 0.4 个百分点；专用设备制造业同比增长 12.6%，涨幅较前值扩大 2.6 个百分点；汽车制造业同比增长 8.7%，涨幅与前值持平。



7 月工业生产增速放缓，主要是受到需求端偏弱的拖累。一方面内需延续偏弱，投资和消费双双进一步回落；另一方面，受极端天气等因素影响，7 月出口增速有所回落，对工业生产的拉动作用边际减弱。不过，我们看到新质生产力正在快速发展，在市场供需两旺、财政金融政策支持力度持续加大的有利环境下，7 月高技术产业增加值同比增长 16.9%，增速较上月加快 2.8 个百分点，其中，7 月集成电路、工业机器人等产品产量同比分别增长 20.7% 和 30.2%，增速分别较上月加快 1.9 和 2.1 个百分点。

展望未来，尽管出口增速可能面临回落风险，但预计国内稳增长政策的持续发力将有效提振内需，形成对冲效应。因此，工业生产增速有望维持在 5% 左右的水平。特别是高技术产业，预计将继续保持两位数的高速增长。当前，高技术产业在规模以上工业中的占比约为

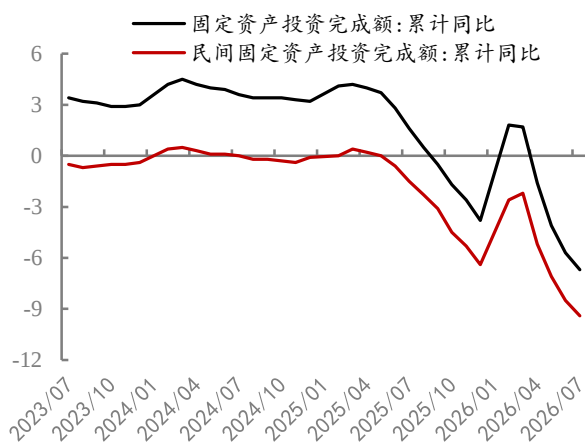
17%，其强劲表现将对整体工业生产形成有力拉动。

2 固定资产投资增速降幅进一步扩大

中国 1-7 月城镇固定资产投资累计同比-6.7%，预期-6.0%，前值-5.7%。其中，民间固定资产投资同比下降 9.4%，降幅较前值扩大 0.9 个百分点。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）下降 1.42%，降幅扩大 0.92 个百分点。

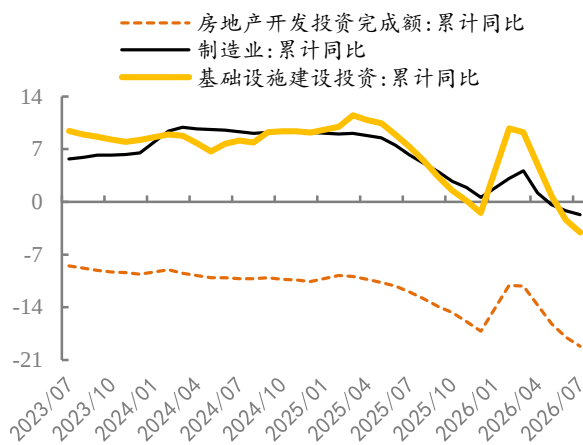
从三大门类来看，1-7 月制造业投资同比下降 1.7%，降幅扩大 0.5 个百分点；房地产开发投资同比下降 19.2%，降幅较前值扩大 1.2 个百分点；基础设施投资同比下降 3.6%，降幅较前值扩大 1.2 个百分点，其中，信息传输业投资增长 26.0%，水上运输业投资增长 16.2%，航空运输业投资增长 15.7%。

图表 3、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、三大门类投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

(1) 基建投资降幅进一步扩大。1-7 月同比下降 3.6%，降幅较 1-6 月扩大 1.2 个百分点；据测算，7 月当月基建投资同比下降 11.2%，降幅比上月扩大 1.4 个百分点。尽管我们看到 6-7 月新增地方政府专项债券发行明显放量，但 7 月台风等极端天气影响超过去年同期，有可能对一些项目施工带来影响，从而拖累到基建建设。

展望下半年，7 月中央政治局会议明确要求“加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进‘两重’建设”，这意味着接下来基建投资进度会明显加快；叠加今年是“十五五”开局之年，基建项目储备充分，以及下半年 8000 亿新型政策性金融工具会落地显效，我们判断后期基建投资增速将由负转正。

(2) 制造业投资降幅继续小幅扩大。1-7 月累计同比下降 1.7%，降幅较 1-6 月扩大 0.6 个

百分点。据测算，7月当月制造业投资同比下降4.4%，降幅较上月扩大1.2个百分点。自二季度以来制造业投资出现负增长，背后或有两个原因：一是，上半年工业产能利用率下降较快（截至二季度末，仅有73.0%），对制造业投资形成较强的约束；二是，尽管二季度以来规模以上工业企业利润大幅增长，但行业分化比较明显，多数行业仍在下行，对整体制造业投资带来较大压力。

展望下半年，尽管有新型政策性金融工具的支持，以及高技术产业保持高速增长的支撑，但制造业投资仍面临三大挑战：一是“反内卷”政策下，汽车等行业投资面临一定的下行风险；二是产能利用率偏低持续形成约束；三是外部经贸环境波动风险。

（3）房地产投资降幅持续扩大。1-7月累计同比下降19.2%，降幅较前值扩大1.2个百分点。据测算，7月当月房地产投资同比下降24.4%，降幅较上月扩大3个百分点。近期房地产投资下滑幅度加大，背后是二季度以来房地产市场调整幅度有所加大，其中，“量”方面，新房销售降幅进一步扩大至11.8%，继续处于两位数下行状态；“价”方面，5月以来70城二手房价环比降幅也有所扩大。对于后市，房市偏弱的预期尚未改善，居民收入预期也不强，房市恐将继续磨底。

3 商品房销售降幅继续扩大

国家统计局的数据显示：

1-7月份，新建商品房销售面积同比下降11.8%，降幅较前值扩大0.2个百分点。新建商品房销售额同比下降13.1%，降幅较前值缩小0.5个百分点。7月末，商品房待售面积75911万平方米，同比下降0.8%，降幅较前值缩小0.1个百分点。其中，待售3年以下面积55559万平方米，下降3.6%。

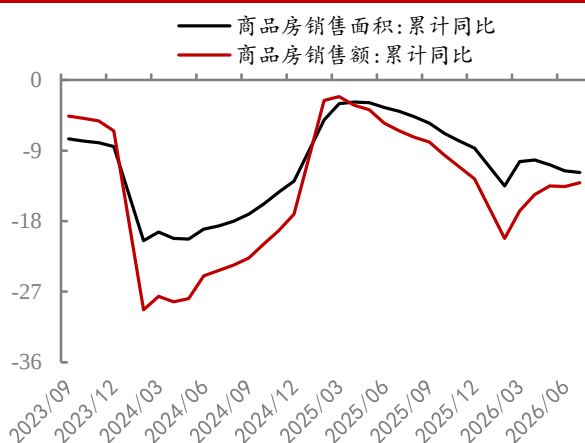
1-7月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降12.7%，降幅较前值扩大0.2个百分点。房屋新开工面积同比下降24.0%，降幅较前值扩大0.6个百分点。房屋竣工面积同比下降23.2%，降幅较前值收窄0.5个百分点。

1-7月份，房地产开发企业到位资金45748亿元，同比下降20.3%，降幅较前值扩大0.1个百分点。其中，国内贷款6300亿元，下降32.1%；自筹资金16544亿元，下降18.5%；定金及预收款14376亿元，下降14.4%；个人按揭贷款6040亿元，下降23.5%。

当前房地产市场调整的趋势尚未结束。数据显示，7 月，全国商品房销售面积和金额分别同比-13.4%和-8.9%，单月降幅较 6 月分别收窄 0.9 个百分点和 5.0 个百分点，在淡季中呈现出一定韧性。新房库存自 3 月以来已连续 5 个月减少，去库存政策效果延续。

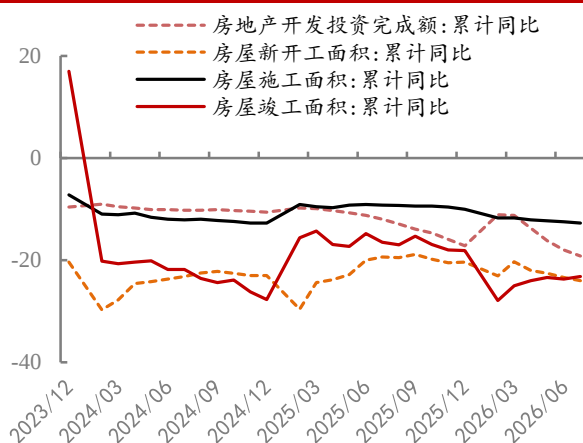
整体来看，房地产行业仍处于销售弱修复+供给深度收缩的分化格局中。销售端单月降幅边际收窄，新房库存连续下降表明需求端在政策托底下正缓慢修复。但投资端加速探底，房企资金压力未减，供给侧系统性收缩仍在深化。

图表 5、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、房地产开发投资增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4 社会消费增速再度回落

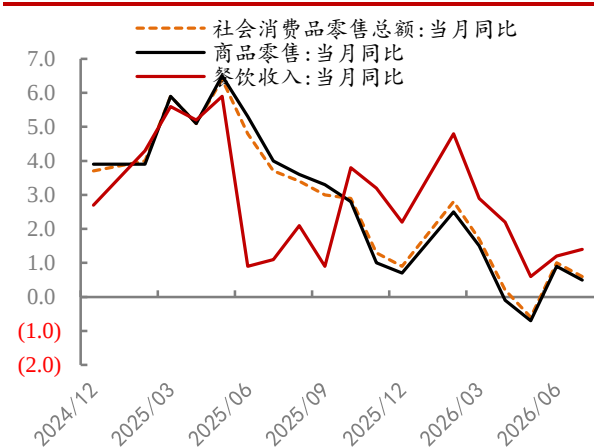
中国 7 月社会消费品零售总额同比 0.6%，预期 1.5%，前值 1.0%。1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.2%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.5%。从环比来看，中国 7 月社会消费品零售总额环比 0.06%，前值 0.38%。中国 7 月城镇调查失业率 5.2%，前值 5.0%。

从限额以上单位主要类别商品零售情况看，一是，受以旧换新政策效应减弱，需求透支等因素影响，部分商品消费增速回落。其中，7 月汽车零售额同比下降 17.0%，降幅较上月扩大 0.9 个百分点，继续对社零整体增速形成较大拖累。同时，7 月体育娱乐用品零售额同比降幅扩大至-10.6%（前值-2.2%），文化办公用品零售额增速放缓至 7.4%（前值 12.7%），家具零售额降幅扩大至-8.8%（前值-6.6%），这些商品也属以旧换新补贴范围，背后是去年同期补贴政策带动零售额高增、形成高基数，而今年政策对相关商品销售的拉动效果减弱。需要说明的是，7 月补贴范围内的家电零售额同比降幅大幅收窄至-1.9%（前值-8.7%），主要原因是去年同期基数走低；当月通讯器材零售额同比增速加快至 20.4%（前值 16.5%），主要受芯片涨

价带动手机价格上涨提振。

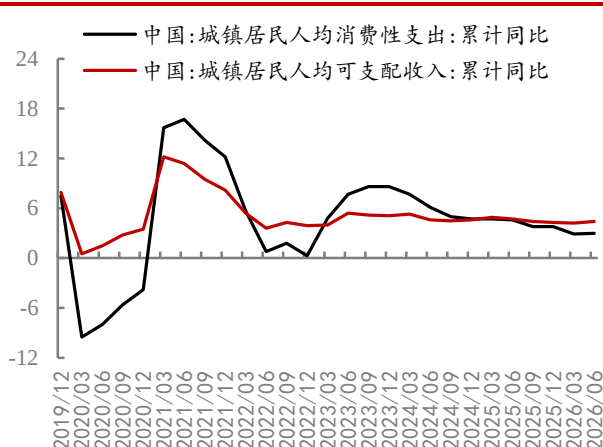
二是，7月粮油食品、日用品等必需品零售额同比增速放缓，服装鞋帽、金银珠宝、化妆品、石油及制品等可选消费品零售额或增速放缓、或降幅扩大，可能与当月极端天气频发干扰居民消费活动有关。其中，石油及制品零售额同比降幅扩大至-7.6%（前值-5.1%），除居民出行受极端天气干扰外，还直接受当月成品油价格下调影响。此外，7月房地产市场延续下行，继续拖累涉房消费，当月除家电、家具零售额同比负增外，建筑及装潢材料零售额同比下降14.2%，降幅较上月扩大3.7个百分点。

图表 7、社会消费同比增长（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、居民可支配收入和消费性支出（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

总体上看，7月社零增速放缓，服务消费增速亦有所走低（1-7月服务零售额累计同比增长5.0%，增速较前值回落0.3个百分点），主要归因于补贴政策效应减弱、房地产市场延续下行以及极端天气多发等因素的叠加影响。此外，我们看到居民人均可支配收入中位数同比增速较一季度放缓0.4个百分点至4.0%，表明中低收入群体收入改善相对滞后，这也是二季度以来消费增速总体放缓的重要原因。

展望未来，一方面，在去年同期基数走低、极端天气扰动减弱背景下，预计社零同比增速将小幅反弹；另一方面，考虑到出口高增势头存在放缓可能，政策面将更加着眼于提振内需，促消费政策有望进一步加力。因此，预计下半年社零同比增速将有所提速，但总体仍将处于偏低增长区间。

5 经济增速放缓，结构延续分化

7月宏观经济延续总量放缓、结构优化态势。其中，工业生产、消费、投资增速都有不同

程度下行，而高技术制造业增加值、高技术制造业投资、升级类消费增速都保持高增，宏观经济“K 型”分化特征进一步凸显。与此同时，内需偏弱仍然是经济最大的拖累，投资方面，受极端天气、工业产能利用率下降、房地产调整等因素的影响，7月基建、制造业、房地产三大投资板块降幅都有所扩大，拖累固定资产投资增速降幅扩大；消费方面，7月社零增速放缓，服务消费增速亦有所走低，主要归因于补贴政策效应减弱、房地产市场延续下行、居民人均可支配收入增速放缓以及极端天气多发等因素的叠加影响。

展望未来，7月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升，但考虑到政策落地的滞后性，四季度和明年一季度才会看到更大反弹。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。