下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

深度专题

2026 年 07 月 01 日

投资“再失速”，开始 or 尾声？

2025 下半年以来，固定资产投资呈现“倒 N 型”走势，近期下行速度进一步加快。本轮调整是新一轮下行周期的开始，还是前期压力集中出清？本文分析，供参考。

- **一、投资图景：“倒 N 型”的增长线索？区域间节奏不同，行业间方向分化。**

2025 下半年来，固定资产投资呈现“倒 N 型”走势，变化幅度历史罕见。2025 下半年来，固定资产投资增速下滑 17.9 个百分点至-15.1%。在 2026 年一季度，投资虽强势反弹（回升 16.9 个百分点至 1.8%），但 4 月来再度走低、当月同比连续两月回落 13.1 个百分点至-11.5%。四大分项投资走势近乎同步，节奏上均为 2025 年下半年走低、2026 年一季度走强、二季度再度回落。

结构上，区域间投资变化并非完全同步，东部回落早于中西部；部分行业投资也未完全呈现“倒 N 型”，如装备制造、必需消费领域。分区域，中部投资在 2025 年 10 月筑底回升，东部则滞后于 12 月；2026 年 3 月，东部投资再度大幅下滑，中西部则滞后于 4 月。分行业，2026 年来，皮革制鞋、酒和饮料等领域投资连续下滑超 10 个百分点；而电气机械、计算机通信等行业投资却持续上行。

部分观点认为，近期投资波动较大可能与统计调整有关，但投资的公布值与调整值差异并不大。2025 下半年来，根据公布值计算的当月同比与调整后的当月同比差值在 6 个百分点以内，明显低于 2018 年统计方法调整时的差距（最大 59.3 个百分点）。此外，投资与中观指标出现较大分化，也有观点认为核算方式调整，但背后或是前期资金被占用，令投资用工业品已到位、但未形成投资。

- **二、追本溯源：谁在扰动固定资产投资？到位资金呈现“倒 N 型”波动，项目前置放大波动幅度。**

原因一：2025 年中以来投资波动较大，可能与实际到位资金有关。数据上固定资产投资与到位资金走势保持一致；2025 下半年，到位资金增速大幅下滑 22.6 个百分点；2026 年初资金虽反弹 17.7 个百分点、但 4 月来再度回落 13.5 个百分点。从构成看，**自筹部分对到位资金影响占主导**；2026 年初自筹资金回弹 10 个百分点后，4 月来回落 14.2 个百分点，拖累整体资金下滑 10.7 个百分点。

从来源看，自筹资金会受财政资金、企业盈利的滞后传导，前期专项债、企业盈利均呈“倒 N 型”变化。自筹资金其一来自政府性基金支出，会受到 2 个月前财政支出的影响。2025 年底化债“超发”缓解后，2026 年初再度显现，滞后约束 4 月来投资；区域间化债节奏不同也影响投资节奏。自筹资金其二来自利润，会受 1 年前企业盈利传导；2024 下半年企业盈利回落至-27.6%后、次年初反弹。

原因二：部分投资项目前置或对固定资产投资形成扰动，并加剧上半年投资波动幅度。一是新开工项目计划总投资、新增施工项目规模在年初走高后、4 月明显下行；三是相较发行计划，专项债实际发行呈现“一季度提速、二季度放缓”特征；四是年初土地使用权收入回落，对应二季度企业土地购置费减少。此外 3 月国常会强调建立地方财政补贴负面清单管理机制，或也对投资有影响。

- **三、展望后续：下半年投资或何去何从？上述因素对投资的约束或延续至 7 月，8 月后有望缓解。**

短期化债“超发”、“地方财政补贴负面清单”对投资的影响或仍有体现；但上述问题在 6-7 月缓解，对应 8 月后投资有望改善。4-5 月，项目投资用专项债规模的同比增量下滑，考虑 2 个月传导时滞后，对应约束 6-7 月投资；而 6 月专项债规模同比多增 430 亿元，意味着 8 月后“化债”对投资的挤出或有弱化。此外“正确政绩观”学习教育预计在 7 月底结束。

项目前置的透支效应或已于二季度集中体现、对下半年影响可能有限。虽然专项债在年初发行提速、3 月来回落显著，但前 5 月实际发行已持平计划，意味着年初赶工对投资的透支效应可能已集中体现。6 月后实际发行进度再加快，反映新一轮财政发力或已开始。此外，3 月来国有土地使用权收入增速下滑幅度放缓，考虑一个季度的领先关系后，意味着三季度土地购置费对投资的压制或有改善。

前期盈利改善，政策加码“AI 链”、“六张网”等，或也对后续投资形成支撑。盈利领先投资 1 年左右；2025 下半年盈利增速回升，对应支撑 2026 下半年投资；结构上计算机通信、有色压延等 AI 链盈利在 2025 年下半年加速改善。同时 8000 亿政策性金融工具有待落地，方向上或也重点投向 AI 领域。此外发改委提出"六张网"建设，投资规模将超 7 万亿元，也释放加大投资的信号。

风险提示：油价超预期变化；外部形势变化；政策落地速度不及预期。

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010

zhaowei@swsresearch.com

屠强 A0230521070002

tuqiang@swsresearch.com

研究支持

耿佩璇 A0230124080003

gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002

tuqiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 投资图景：“倒 N 型”的增长线索？ 5
1.1 区域间节奏不同，行业间方向分化 5
1.2 统计调整并非投资“反复”的主因 7
2. 追本溯源：谁在扰动固定资产投资？ 8
2.1 投资反复，可能与到位资金“倒 N 型”波动有关 8
2.2 投资项目前置，放大上半年波动幅度 11
3. 展望后续：下半年投资或何去何从？ 14
3.1 上述因素对投资的约束或延续至 7 月，8 月后有望缓解 14
3.2 前期盈利改善，政策加码六张网等，或亦支撑后续投资 16

图表目录

图 1：2025 下半年以来投资增速波动较大 5
图 2：2025 下半年以来实际投资波动也较大 5
图 3：2026 年以来东部地区投资相对更早 5
图 4：二季度以来，东部地区投资下滑幅度更大 5
图 5：2026 年 4 月青海、新疆等地投资明显弱于 2025 年底 6
图 6：2025 年中以来四大类投资同步波动 6
图 7：四大分项投资波动均较大 6
图 8：2026 年来必需消费领域投资回落较大，装备制造业投资韧性较强 7
图 9：固定资产投资当月增速对比 7
图 10：固定资产投资公布值与调整值差值 7
图 11：2025 年下半年投资较工业品消费量明显偏低 8
图 12：2025 下半年来建筑业库存整体回升 8
图 13：交通运输投资较高频指标明显偏低 8
图 14：地产投资较高频指标明显偏低 8
图 15：固定资产本年到位资金明显下滑 9
图 16：不同来源资金均呈现“倒 N 型”走势 9
图 17：房地产企业本年到位资金与投资相对同步 9
图 18：自筹资金对到位资金的拉动较大 9
图 19：新增专项债从发行到形成投资约 2 个月 9
图 20：2 月以来新增专项债向土储、化债方向倾斜 10
图 21：年初普通项目新增专项债向土储项目倾斜 10
图 22：东部与中西部化债节奏存在差异 10
图 23：利润领先自筹资金 1 年左右 11
图 24：外需依赖度较高行业利润领先投资约 1 年 11
图 25：投资韧性较强的行业，利润明显改善 11
图 26：高技术制造业利润领先投资 1 年左右 11
图 27：4 月以来新建、扩建投资大幅下滑 12
图 28：4 月以来建安投资、其他费用回落较大 12
图 ：一季度新开工项目计划总投资明显回落 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：4 月施工项目回落较大 12
图 31：2026 年 3 月起地方债实际发行进度回落 12
图 32：多数地区二季度的发行进度回落 12
图 33：国有土地使用权收入领先投资中其他费用约 3 个月左右 13
图 34：4 月黑色采选、石油加工等行业投资降幅较大 13
图 35：“正确政绩观”学习时间线 14
图 36：固定资产投资规模较财政支出规模“超跌” 14
图 37：投资较历史趋势明显偏低 14
图 38：6 月投资用专项债同比改善 15
图 39：2026-2027 年是化债的关键期 15
图 40：4 月底开始发行超长期特别国债 16
图 41：6 月以来，专项债发行较前期有所回升 16
图 42：国有土地使用权收入领先投资中其他费用约 3 个月左右 16
图 43：利润领先投资 1 年左右 17
图 44：装备制造业的投资缺口较大 17
图 45：2025 年下半年计算机通信、有色压延等行业 17
图 46：政策性金融工具投放较为灵活 17
图 47：2025 年政策性金融工具投向领域占比 17
图 48：发改委下达 2026 年第二批“两重”建设项目清单 18
图 49：发改委投资的重点领域 18

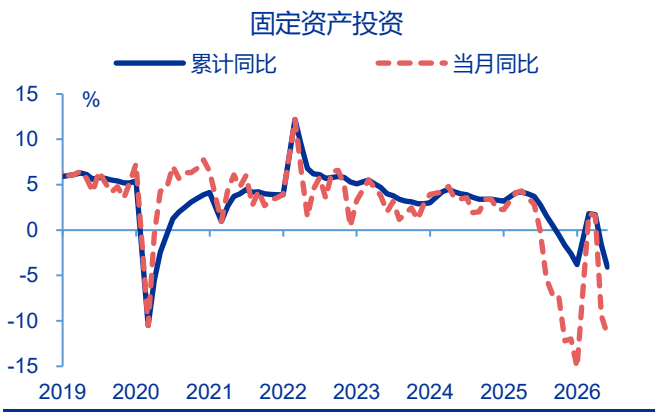
2025 下半年以来，固定资产投资呈现“倒 N 型”走势，近期下行速度进一步加快。本轮调整是新一轮下行周期的开始，还是前期压力集中出清？本文分析，供参考。

1. 投资图景：“倒 N 型”的增长线索？

1.1 区域间节奏不同，行业间方向分化

2025 下半年来，固定资产投资呈现“倒 N 型”走势，变化幅度历史罕见。2025 年下半年来，固定资产投资明显走弱，同比自 5 月下滑 17.9 个百分点至年底-15.1%、为近五年最低点。2026 年一季度，固定资产投资强势反弹，同比回升 16.9 个百分点至 1.8%（1-2 月）。但 4 月来投资再度大幅下滑，同比连续两月回落 13.1 个百分点至-11.5%。剔除价格影响后，实际投资也呈现“倒 N 型”走势；2025 下半年实际投资累计回落 15.5 个百分点，2026 年初反弹 16.2 个百分点，4 月以来再度下滑 13.2 个百分点。

图 1：2025 下半年以来投资增速波动较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2025 下半年以来实际投资波动也较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

地区：区域间投资变化并非完全同步，节奏上东部地区去年回落更早、反弹更晚，今年回落也较早，中西部则不同。2025 年下半年，东、中、西部地区投资大幅下滑后，中部地区在 10 月筑底回升、2026 年 1-2 月上行至 1.9%，而东部地区反弹时点滞后于 12 月、年初上行至 1.8%。2026 年 3 月，东部地区投资再度回落至负增长、5 月进一步下滑至-18.9%的较低水平，中、西部地区则在 4 月进入下行区间，5 月分别回落至-8.9%、-16%，降幅（分别 10.5、15.7 个百分点）均弱于东部地区（18.2 个百分点）。

图 3：2026 年以来东部地区投资相对更早

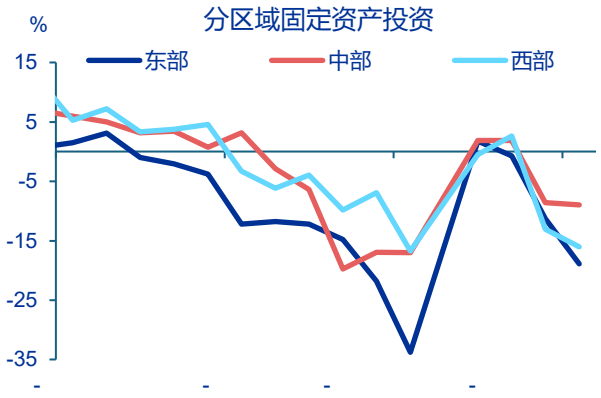
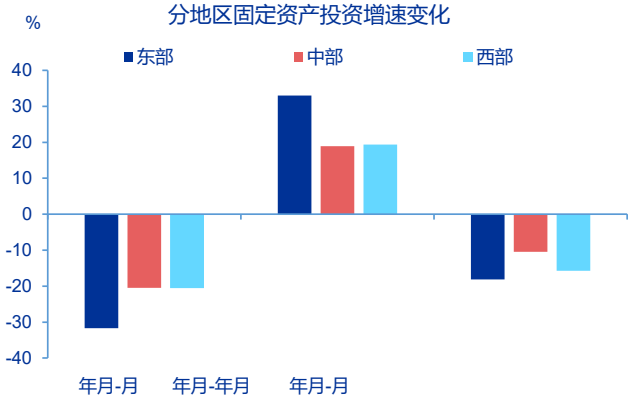


图 4：二季度以来，东部地区投资下滑幅度更大

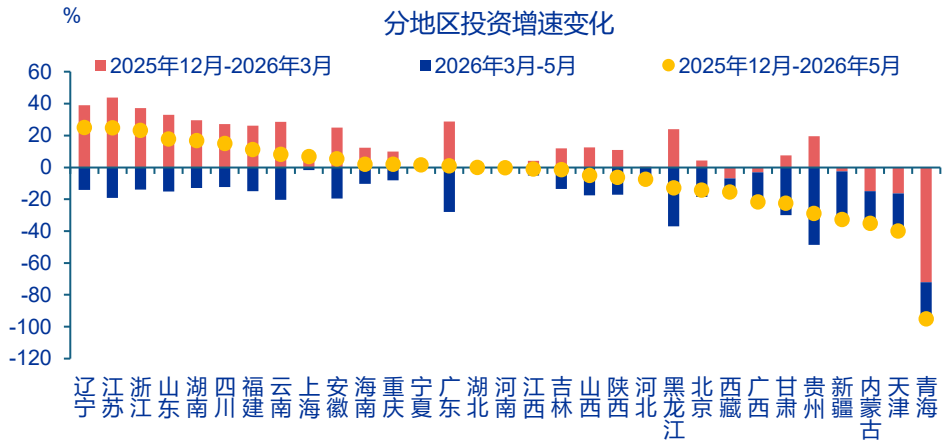


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

方向上，二季度以来，宁夏、河南等个别中西部省市投资仍在回升，而广东、天津、安徽等东部地区投资回落幅度较大。各地投资普遍回落的背景下，2026 年 4 月以来，宁夏、河南投资同比分别上行 1、0.8 个百分点，湖北、江西、重庆等地投资降幅也相对有限，分别较 3 月回落 2.9、5.2、8.1 个百分点至 1.8%、-3.4%、-5.6%。相比之下，广东、天津、安徽等东部地区投资降幅较大，分别较 3 月下行 28、23.7、19.6 个百分点至-28.5%、-24.7%、-19.5%。

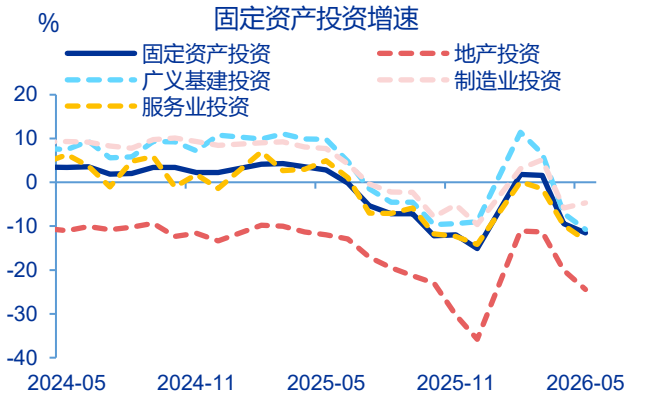
图 5：2026 年 4 月青海、新疆等地投资明显弱于 2025 年底



资料来源：Wind，申万宏源研究

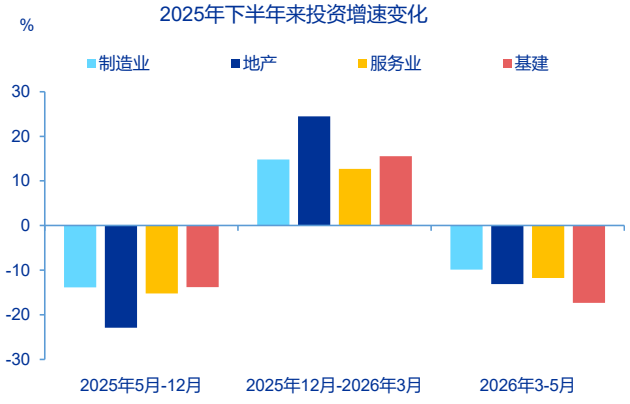
行业：四大分项投资走势保持同步，节奏上 2026 年一季度走强、二季度呈现下行态势。2025 下半年，地产、服务业、广义基建、制造业投资均呈现下滑态势，累计降幅超过 10 个百分点。2026 年一季度，四大分项投资同步反弹；其中地产、服务业投资上行幅度超过 20 个百分点，广义基建、制造业投资也有明显回升。但二季度以来，四大分项投资再度下滑；其中广义基建（回落 17.3 个百分点至-10.8%）、服务业投资（回落 11.7 个百分点至-13.2%）接近 2025 年最低点.（分别-9.6%、-14.1%）；地产、制造业投资连续两个月的降幅也在 10 个百分点附近。

图 6：2025 年中以来四大类投资同步波动



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：四大分项投资波动均较大

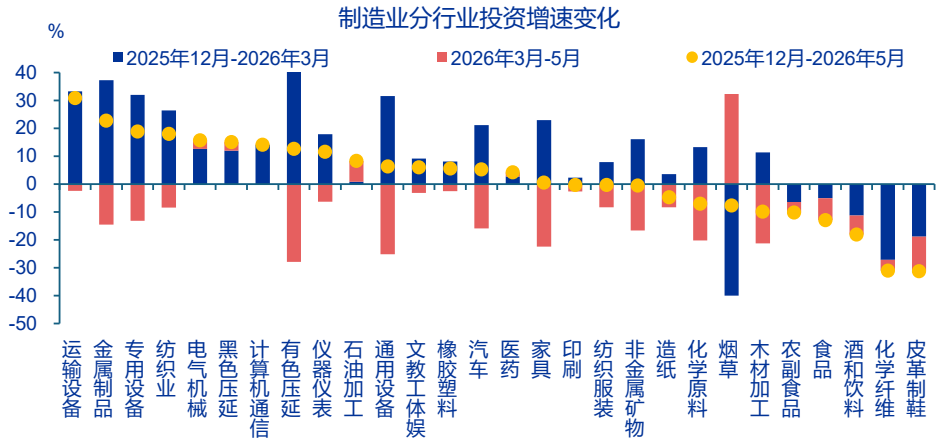


资料来源：Wind，申万宏源研究

部分行业投资未呈现“倒 N 型”走势；其中装备制造投资整体上行，必需消费领域投资持续回落。2026 年以来，多数行业投资在年初出现反弹、而 4 月以来明显大幅。但其中，皮革制鞋、酒和饮料、食品等必需消费领域投资在年初以来持续下滑，5 月较 年底分别回落 . 、. 、. 、. 个百分点；而电气机械、黑色压延、计算机通信

等行业投资年初以来却呈现持续上行态势，累计较 2025 年底分别回升 15.7、15.1、14.1 个百分点；运输设备、专用设备等投资在二季度回落幅度有限，累计较 2025 年底也有改善（分别回升 30.8、18.9 个百分点）。

图 8：2026 年来必需消费领域投资回落较大，装备制造业投资韧性较强



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 统计调整并非投资“反复”的主因

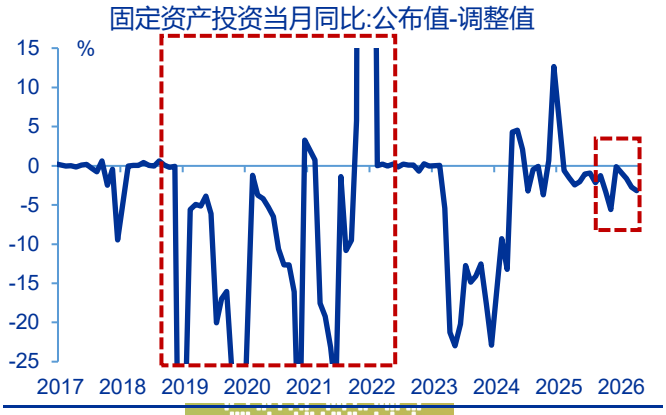
部分观点认为，近期投资波动较大可能与统计口径调整有关，但投资的公布值与调整值差异并不大。2018 年起固定资产投资由形象进度法调整为财务支出法，基数调整后固定资产投资增速与按照累计值计算的当月同比（未做调整）存在较大偏差，单月最高达 59.3 个百分点。相比之下，2025 年下半年来，根据公布值计算的当月同比与回溯调整后的当月同比差值在 6 个百分点以内，2026 年 4 月仅有 3.2 个百分点，或说明近期投资大幅波动并非统计口径调整所致。

图 9：固定资产投资当月增速对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：固定资产投资公布值与调整值差值

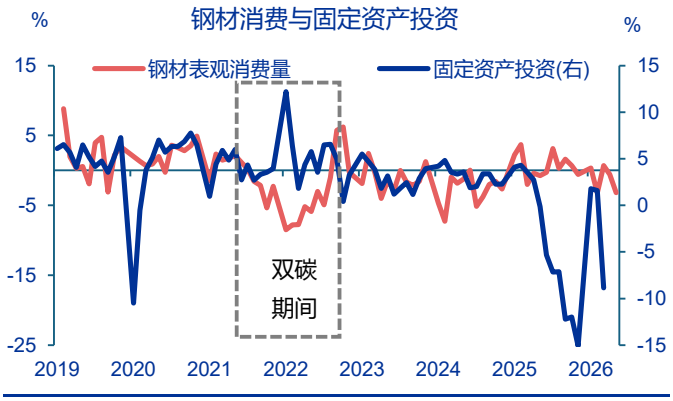


资料来源：Wind，申万宏源研究

投资表现与中观指标出现较大分化，也有观点认为统计核算方式或有较大调整，但背后可能与建筑企业施工节奏变化有关。2025 年下半年来，中观指标与投资表现出现较大分化，背后或是前期投资资金被占用，导致投资用的相关工业品（如沥青、螺纹钢等）已到位、但尚未形成投资（或形成库存）。其他数据也可印证，2025 年下半年，固定资产投资大幅回落，而对应领域营收、工业生产增速却保持韧性，期间建筑业库存确在走高，如 2026 年一季度建筑业库存较 2025 年中回升 1.9 个百分点。

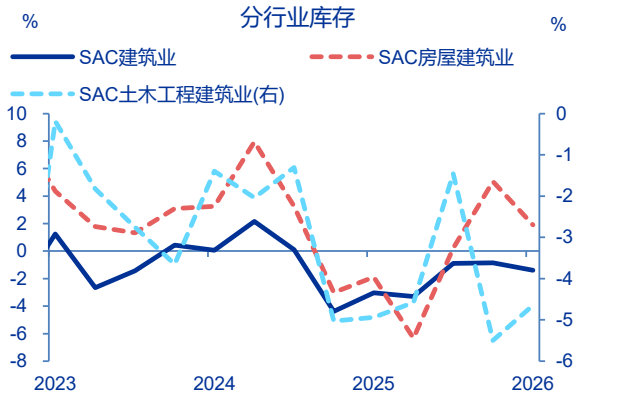
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2025 年下半年投资较工业品消费量明显偏低



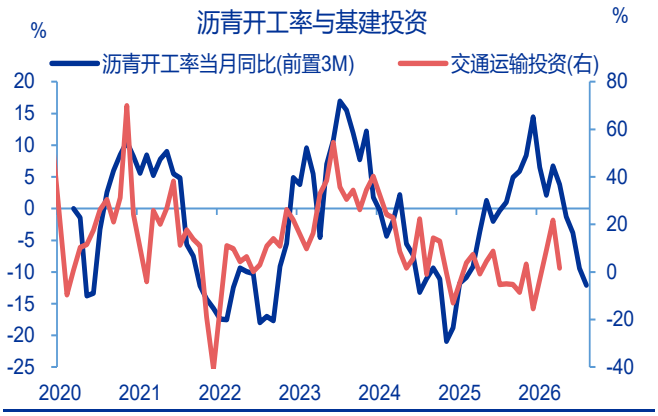
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：2025 下半年来建筑业库存整体回升



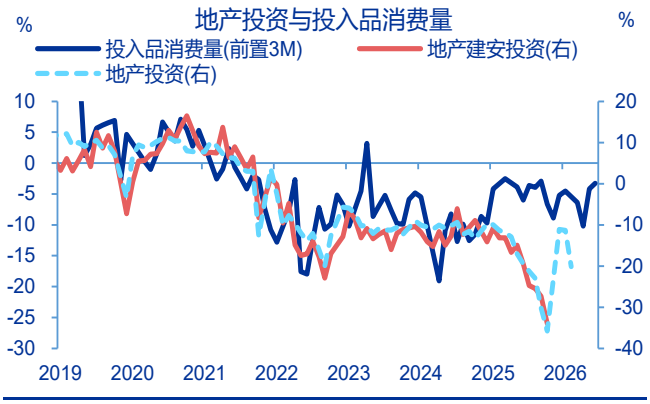
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：交通运输投资较高频指标明显偏低



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：地产投资较高频指标明显偏低



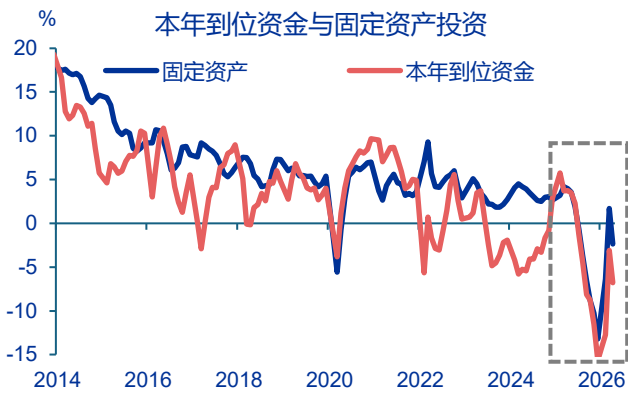
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 追本溯源：谁在扰动固定资产投资？

2.1 投资反复，可能与到位资金“倒 N 型”波动有关

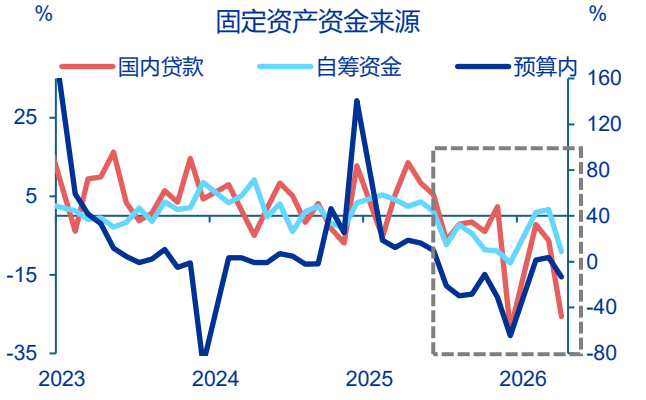
2025 年中以来投资波动较大，可能与实际到位资金情况有关，后者也呈现“倒 N 型”走势。固定资产投资与到位资金走势相对一致，上述关系不仅稳定的存在固定资产投资总量层面，结构层面也类似，譬如地产投资，意味着资金是引起投资波动的主因。数据上 2025 年下半年，到位资金增速出现大幅回落（期间下滑 22.6 个百分点），2026 年初资金反弹 17.7 个百分点后、4 月以来再度回落 13.5 个百分点。**从构成看，自筹部分对到位资金影响占主导**，2026 年初自筹资金回弹 13.6 个百分点后，4 月来再度回落 14.2 个百分点至-12.6%，拖累整体资金下滑 10.7 个百分点。

图 15：固定资产本年到位资金明显下滑



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：不同来源资金均呈现“倒 N 型”走势



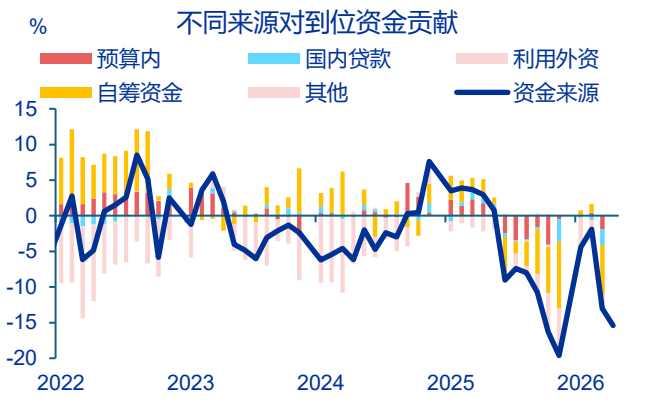
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：房地产企业本年到位资金与投资相对同步



资料来源：Wind，申万宏源研究

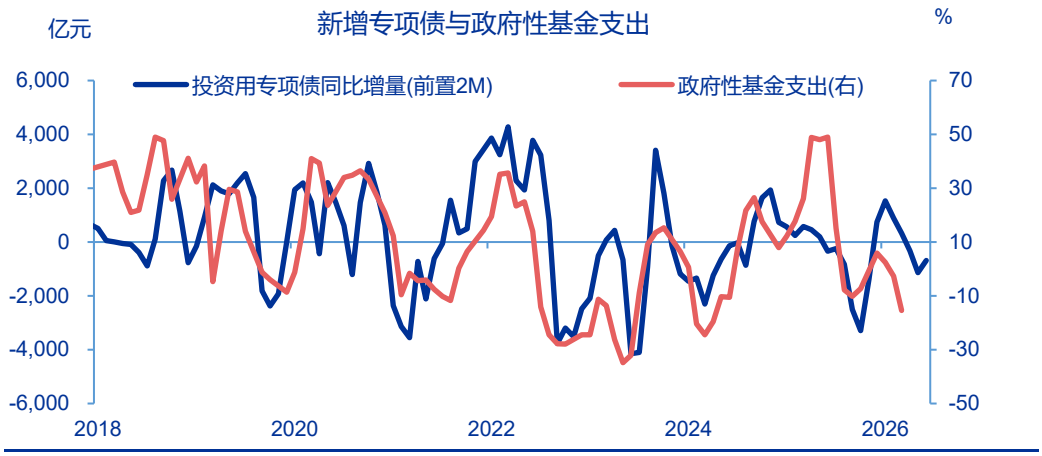
图 18：自筹资金对到位资金的拉动较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

传导机制 1：自筹资金其一来自政府性基金支出，滞后专项债变化约 2 个月。财政资金中，专项债可以资本金形式参与项目投资，并撬动各类配套融资；因此其投放节奏会直接影响自筹资金的变化。从指标间的领先滞后关系看，新增专项债（剔除用于化债与土储的部分）领先 2 个月政府性资金支出，而政府性基金支出与自筹资金（剔除利润影响的部分后）相对同步，或意味着专项债从发行到形成投资约两个月的时滞。

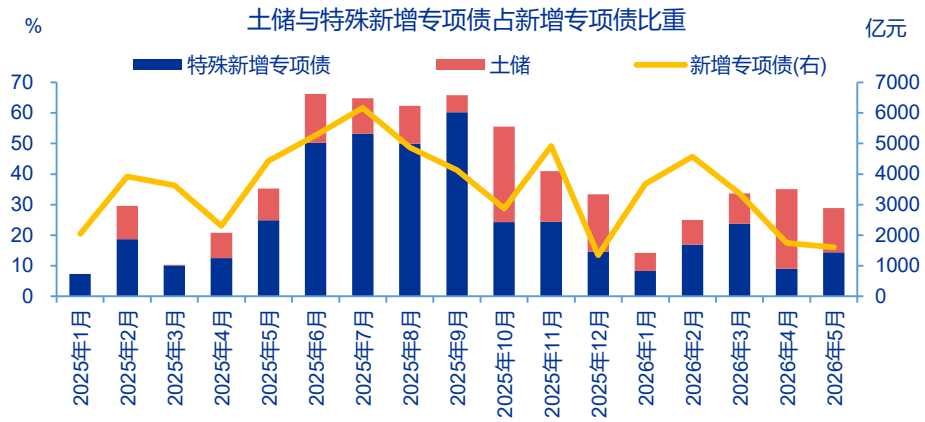
图 19：新增专项债从发行到形成投资约 2 个月



资料来源：Wind，申万宏源研究

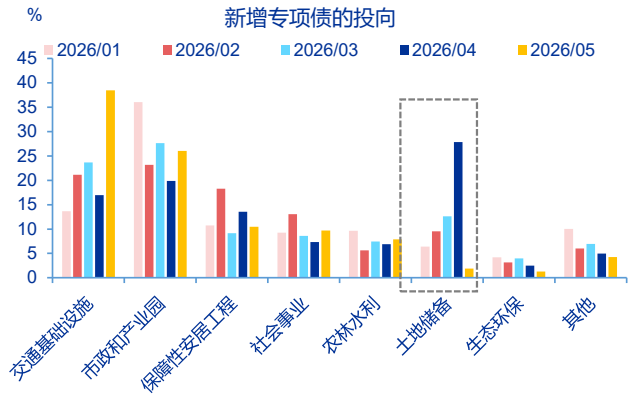
一季度新增专项债向“化债”、土储项目倾斜，滞后约束 2026 年 4 月来投资。从专项债发行看，2026 年 2 月新增专项债中用于化债与土储的部分明显上行，两者占新增专项债比重自 13.7%上行至 4 月 32.7%；考虑到“财政资金→投资资金”传导时滞约 2 个月，相应拖累 4 月来到位资金及投资表现。区域层面也存在上述传导规律，2 月中西部地区特殊新增专项债占比上行幅度（12.1 个百分点）大于东部地区（3.4 个百分点），相应 4 月投资回落幅度更明显；而 3 月东部地区化债“超发”情况更严重，对应 5 月投资下滑幅度更大。

图 20：2 月以来新增专项债向土储、化债方向倾斜



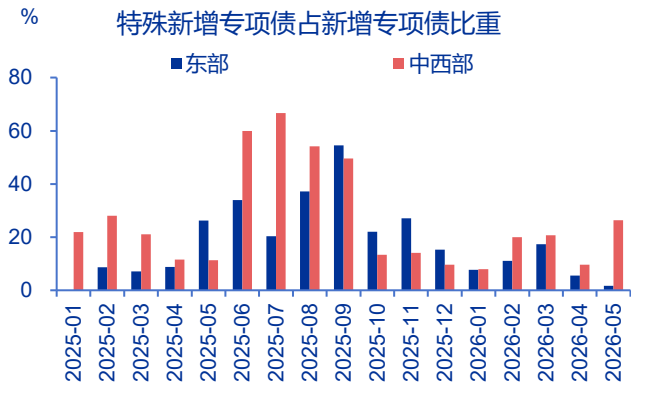
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：年初普通项目新增专项债向土储项目倾斜



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

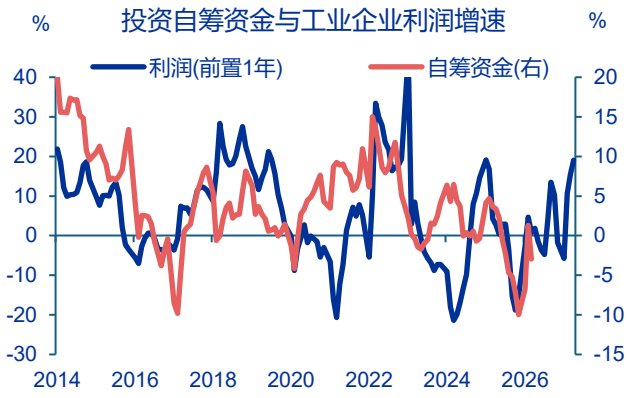
图 22：东部与中西部化债节奏存在差异



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

传导机制 2：自筹资金其二来自利润，会受企业盈利的影响、时滞约 1 年；前期企业盈利也呈现“倒 N 型”波动。从指标间关系看，企业盈利领先自筹资金 1 年左右，自筹资金的变化与投资相对同步，因而利润领先投资约 1 年左右。数据上 2024 年下半年企业利润大幅回落至-27.6%左右的历史低位后、在 2025 年初反弹至 0%左右，2025 年二季度再度出现回落，整体也与投资的“倒 N 型”走势相对同步。

图 23：利润领先自筹资金 1 年左右



资料来源：Wind，申万宏源研究 利润与自筹资金增速为三个月移动平均

图 24：外需依赖度较高行业利润领先投资约 1 年



资料来源：Wind，申万宏源研究 利润与投资增速为三个月移动平均

投资表现持续偏强的部分行业，也恰恰是前期利润持续偏强的行业，亦侧面验证利润对当前投资的影响。前文已指出，电气机械、黑色压延、计算机通信业投资并未呈现“倒 N 型”波动、反而持续上行；其背后也会受到 1 年前利润改善的传导，数据上上述行业利润在 2025 上半年持续回升，同比自 2024 年底 6.5%上行至 2025 年 5 月 26.7%。类似地，2026 年来投资持续走低的行业，包括食品、酒和饮料、农副食品、化学纤维、皮革制鞋利润增速在 2025 年上半年回落显著，同比自 18.2%回落至 2.2%。

图 25：投资韧性较强的行业，利润明显改善



资料来源：Wind，申万宏源研究 利润与投资增速为三个月移动平均

图 26：高技术制造业利润领先投资 1 年左右

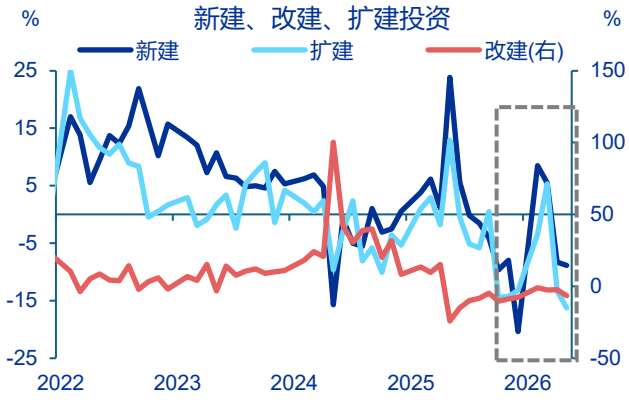


资料来源：Wind，申万宏源研究 利润与投资增速为三个月移动平均

2.2 投资项目前置，放大上半年波动幅度

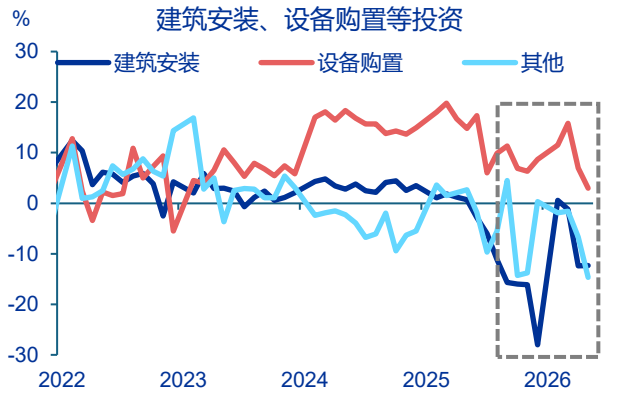
开工项目前置于一季度，对二季度项目形成透支。2026 年来，更多为存量项目的改建投资保持-2%的增长；而更多反映新项目开工的新建、扩建投资增速在一季度分别冲高至 8.5%、5.3%后，5 月却回落至-8.8%、-16.3%的较低水平，意味着新项目在年初集中开工、但二季度明显减少。项目计划总投资也可印证上述，新开工项目计划总投资增速在一季度回升至-5.2%后、4 月明显走低（-34.8%）；新增施工项目规模在年初走高后、4 月也明显下行，也显示存量项目停工或在增多。

图 27：4 月以来新建、扩建投资大幅下滑



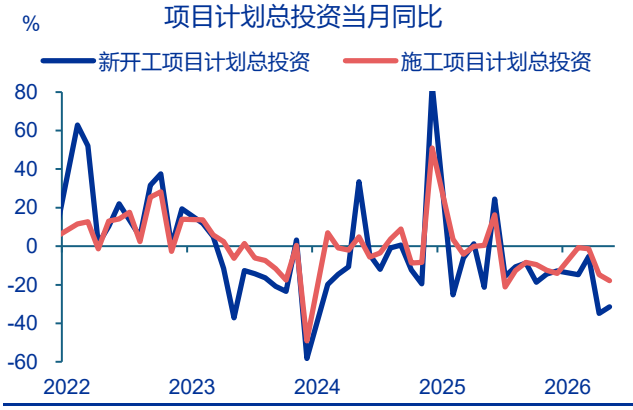
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：4 月以来建安投资、其他费用回落较大



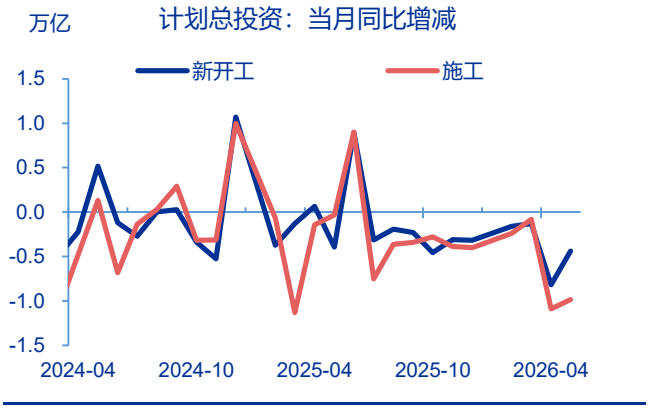
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：一季度新开工项目计划总投资明显回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

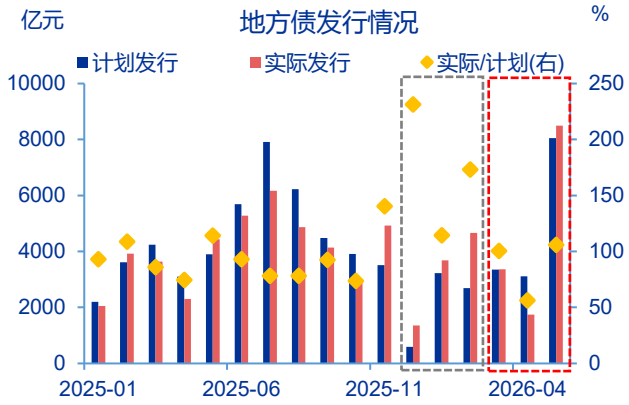
图 30：4 月施工项目回落较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

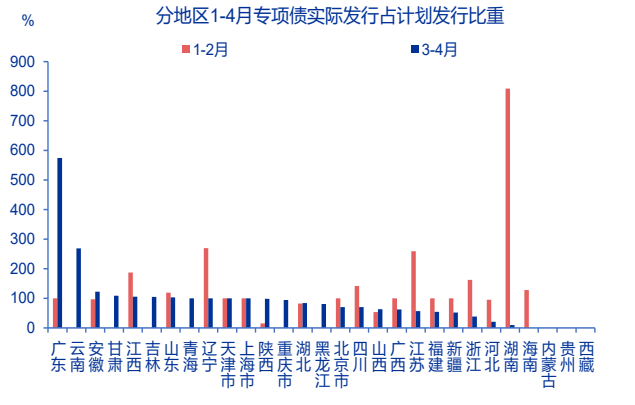
相较发行计划，专项债实际发行节奏呈现“一季度提速、二季度放缓”的特征，可侧面反映部分项目前置。由于项目发行情况缺少全口径统计指标，我们以专项债实际较计划的发行进度作为衡量项目是否前置的间接指标。从发行情况看，2025 年 12 月-2026 年 2 月新增专项债实际发行进度明显快于计划、平均约为计划的 1.4 倍；而 3 月起，新增专项债发行速度放缓，4 月仅完成发行计划的 56%，侧面印证部分项目或前置于一季度，对二季度形成透支。

图 31：2026 年 3 月起地方债实际发行进度回落



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

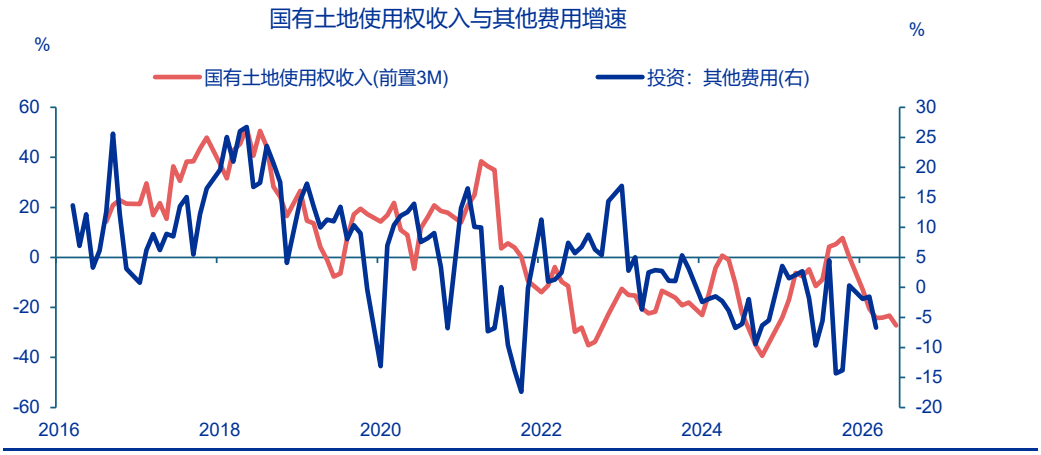
图 32：多数地区二季度的发行进度回落



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

财政收入可提前 3 个月映射土地购置费情况；年初国有土地使用权收入明显回落，也意味着二季度土地购置费或有减少。企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用，一方面会一次性计入国有土地使用权收入，另一方面会伴随施工进度分期形成投资。从指标间领先滞后关系看，国有土地使用权收入领先土地购置费约 3 个月；年初国有土地使用权收入回落约 3.8 个百分点至-24.3%，反映在投资层面则为投资中包括土地购置费的其他费用增速在 4 月回落 5.1 个百分点至-6.7%。

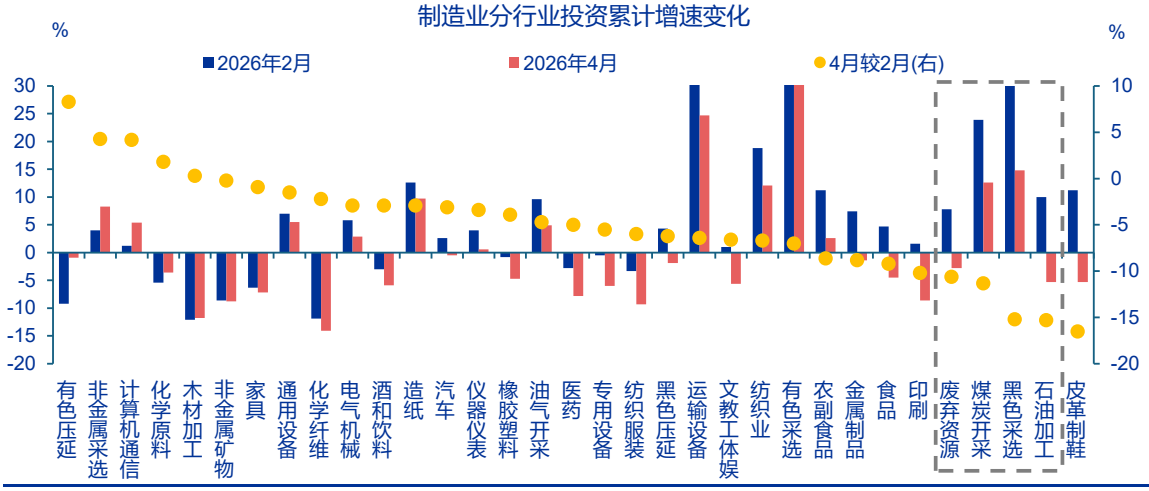
图 33：国有土地使用权收入领先投资中其他费用约 3 个月左右



资料来源：Wind，申万宏源研究

3 月，国常会强调建立地方财政补贴负面清单管理机制，或也影响投资。2026 年 2 月 24 日，国常会强调“十五五”开局之年要推动党中央各项决策部署落地见效，尤其要树立和践行正确政绩。后续税务部门开展“开票经济”整治行动，一季度，违规招商引资企业较集中的废弃资源综合利用、矿产品建材及化工产品批发等六类行业开票金额同比下降 4.4%；反映在投资中，黑色采选、石油加工、废弃资源等行业投资累计增速降幅超 10 个百分点。3 月 13 日，国常会也强调建立地方财政补贴负面清单管理机制，规范地方财政补贴政策，或也对投资构成约束。

图 34：4 月黑色采选、石油加工等行业投资降幅较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：“正确政绩观”学习时间线

时间	事件	重点内容
2025/12/10	2025年中央经济工作会议	要树立和践行正确政绩观，坚持为人民出政绩、以实干出政绩，自觉按规律办事，完善差异化考核评价体系。
2026/1/14	第二十届中央纪律检查委员会第五次全体会议	推动广大党员干部树立和践行正确政绩观，自觉按规律办事，做到为人民出政绩、以实干出政绩。
2026/1/20	省部级主要领导干部学习贯彻党的二十届四中全会精神专题研讨班开班式	各级干部特别是领导干部要进一步加强学习……，要树立和践行正确政绩观，坚持从实际出发、按规律办事，自觉为人民出政绩、以实干出政绩。
2026/2/23	《关于在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育的通知》	学习教育以县处级以上领导班子和领导干部特别是“一把手”为重点，于2026年春节假期后启动、7月底基本结束。
2026/3/23	总书记在河北雄安新区考察	要加强党的领导和党的建设，牢固树立、深入践行正确政绩观，营造风清气正的政治生态。
2026/4/1	《求是》发表总书记重要文章《树立和践行正确政绩观》	要坚持为人民出政绩、以实干出政绩，不在追求政绩上搞急功近利、弄虚作假、盲目蛮干那一套，杜绝新官不理旧账和“形象工程”、“政绩工程”。
2026/6/28	学习教育工作专班通报3起政绩观偏差问题	1.广西壮族自治区南宁市利用国有企业自有资金循环空转虚增财政收入； 2.甘肃省酒泉市新城区骗取超长期特别国债资金建设景观工程； 3.浙江省杭州市萧山区利用2家融资平台违规新增地方政府隐性债务、在债务未清零的情况下虚假退出

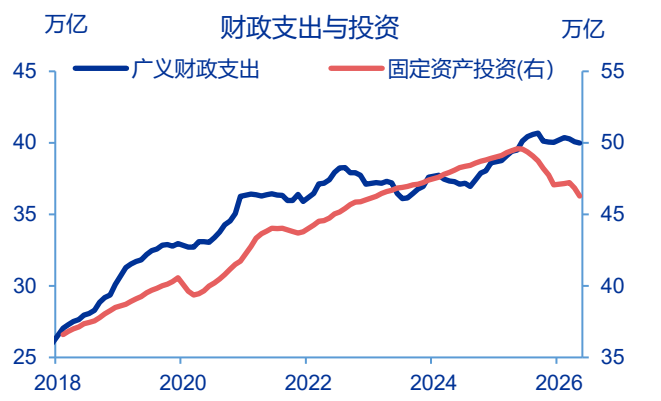
资料来源：政府网，申万宏源研究

3. 展望后续：下半年投资或何去何从？

3.1 上述因素对投资的约束或延续至 7 月，8 月后有望缓解

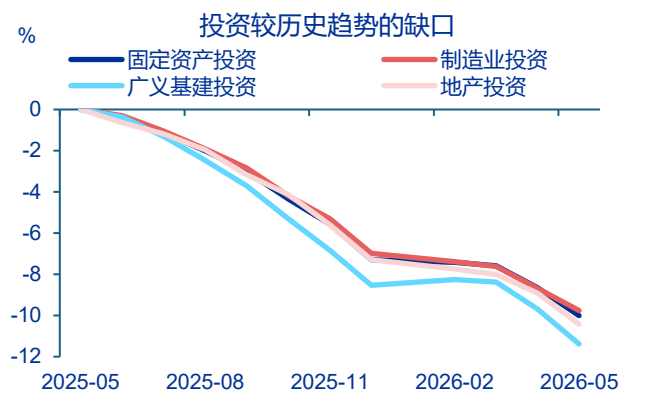
当前固定资产投资走弱的核心约束，或更多是存量问题尚未实质性化解。2025 下半年以来，虽然财政支出增速扩张幅度有限，但广义财政支出金额维持平稳，而投资金额相较财政资金的支出规模却出现“超跌”，也低于历史趋势 4.5 万亿左右。这一分化或意味着当前财政资金向实物工作量的转化效率下滑，或可进一步说明约束固定资产投资修复的关键是存量领域的阻滞问题尚未有效疏通。

图 36：固定资产投资规模较财政支出规模“超跌”



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：投资较历史趋势明显偏低

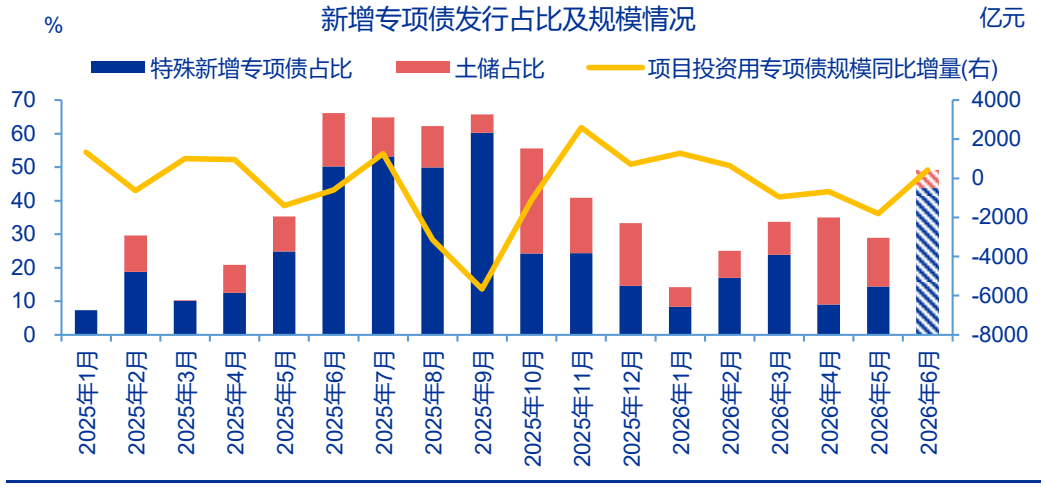


资料来源：Wind，申万宏源研究

短期化债“超发”问题对投资的约束或仍在显现；但化债“超发”问题在 6 月有所缓解，对应投资或在 8 月后有望改善。前文已指出新增专项债从发行到形成投资存在约两个月时滞；4-5 月，项目投资用专项债规模的同比增量明显下滑，对应约束 6-7

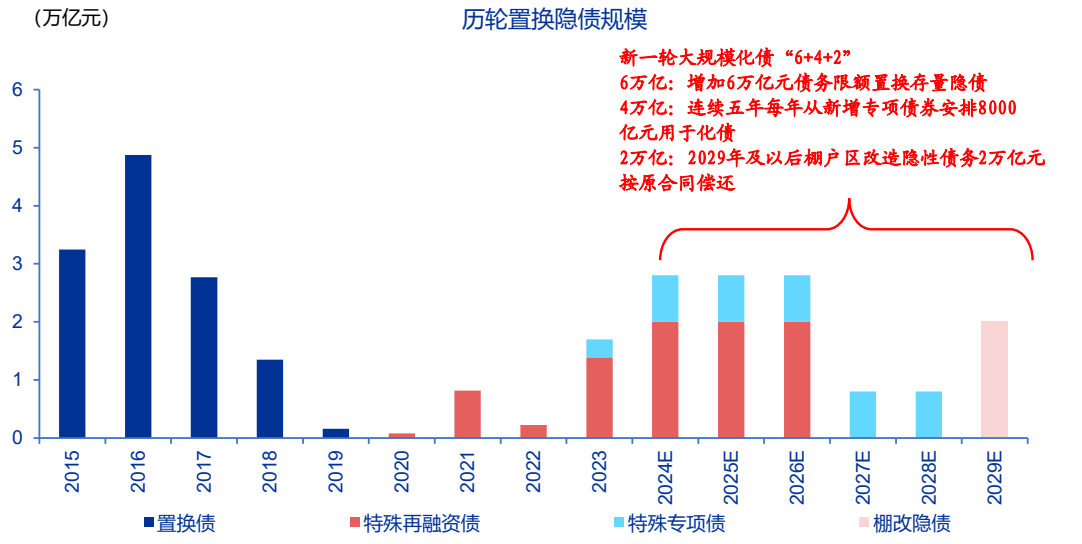
月投资。6 月新增专项债用于土储与化债比重虽上行至 46.8%，但投资用专项债规模涨幅更大、较去年同期多增 430 亿元，预计 8 月开始“化债”对投资的挤出效应或有弱化，对投资增速形成支撑。同时按照新一轮化债安排，2024-2028 年每年发行 8000 亿新增专项债用于化债；截止 2026 年 6 月底已发行 4094 亿元、剩余 3906 亿元待发行，下半年化债力度或并不会提速，可能也有助于投资资金改善。

图 38：6 月投资用专项债同比改善



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 39：2026-2027 年是化债的关键期



资料来源：Wind，财政部，申万宏源研究

项目方面，前期项目前置的透支效应或已集中于二季度体现、对下半年影响有限。虽然专项债在年初发行提速、3 月来回落显著，但前 5 月实际发行进度基本持平计划，意味着年初赶工对投资的透支效应可能集中在二季度；6 月后实际发行进度再度加快，反映新一轮财政发力或已开始。此外，前文已指出财政收入中土地出让收入领先投资中土地购置费用 3 个月左右，2026 年 3 月以来国有土地使用权收入增速下滑幅度放缓，意味着三季度土地购置费对投资的压制或有改善。

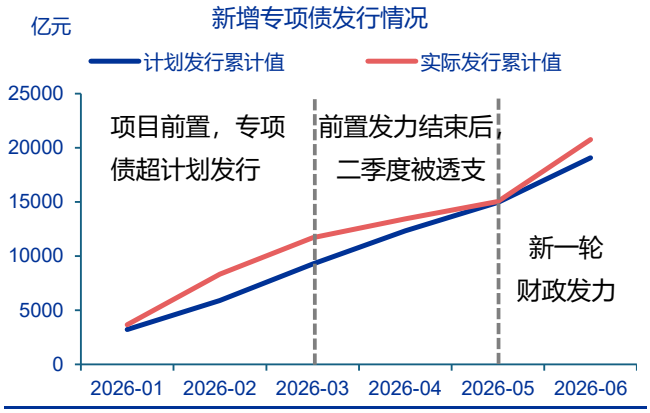
“正确政绩观”学习教育，预计在 7 月底结束。中办印发的《关于在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育的通知》中指出，学习教育于 2026 年春节假期后启动、7 月底基本结束。

图 40：4 月底开始发行超长期特别国债

月份	期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
	30	5月20日	续发	按半年付息
6月	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
	30	6月24日	首发	按半年付息
7月	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月15日	续发	按半年付息
8月	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
9月	30	9月2日	续发	按半年付息
	20	9月4日	续发	按半年付息
	50	9月9日	续发	按半年付息
	30	9月16日	续发	按半年付息
10月	30	10月8日	续发	按半年付息
	50	10月14日	续发	按半年付息
	20	10月16日	续发	按半年付息

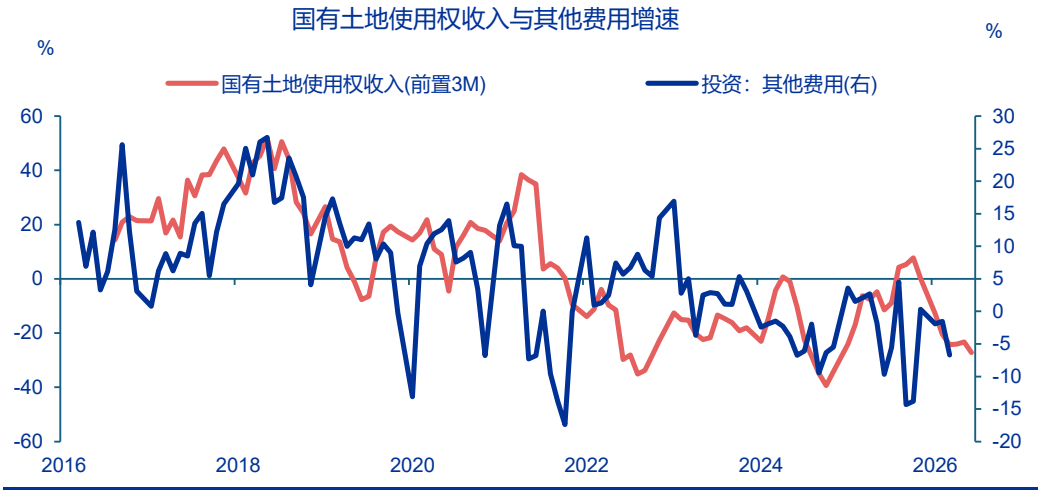
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 41：6 月以来，专项债发行较前期有所回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：国有土地使用权收入领先投资中其他费用约 3 个月左右

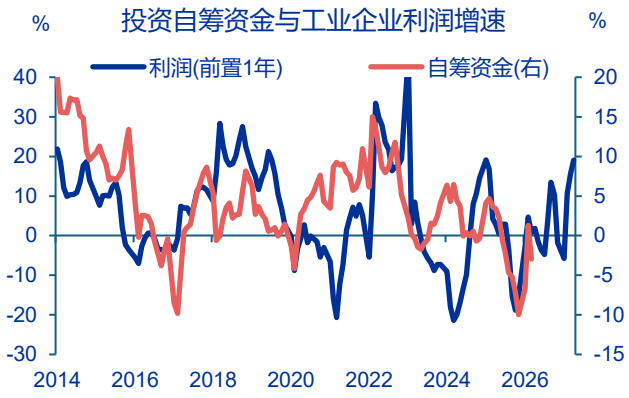


资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 前期盈利改善，政策加码六张网等，或亦支撑后续投资

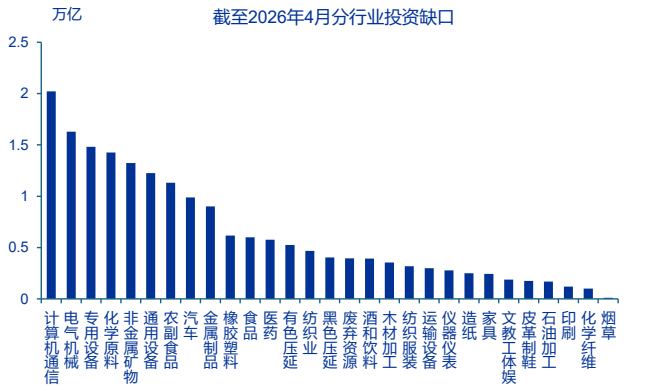
资金方面，2025 下半年盈利改善下，对应 2026 下半年投资下行压力可控，重点关注计算机通信、有色等盈利改善幅度较大的行业。前文已指出盈利增速领先投资增速 1 年左右；2025 下半年盈利增速呈现回升态势，对应支撑 2026 下半年投资。结构上，计算机通信、专用设备、有色压延等 AI 链条盈利在 2025 年下半年加速改善，或驱动 2026 年下半年相关领域投资进一步走强。

图 43：利润领先投资 1 年左右



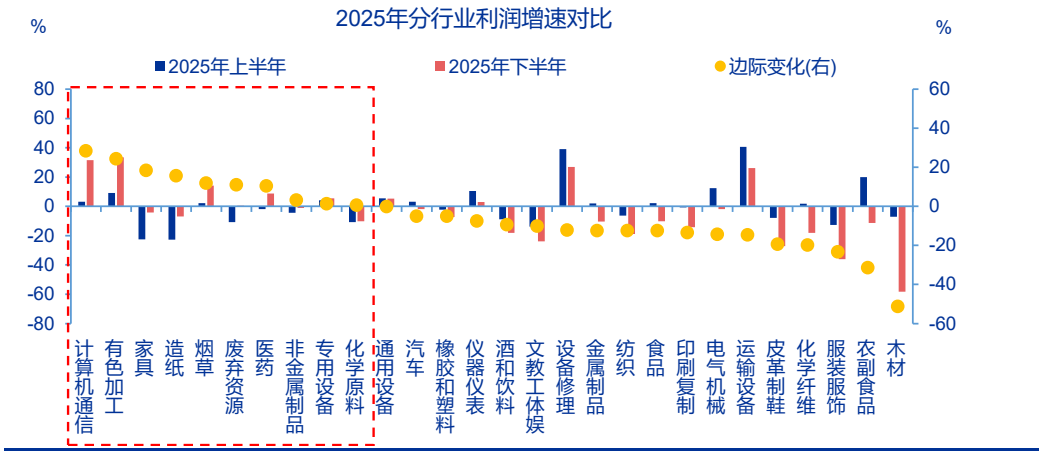
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 44：装备制造业的投资缺口较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

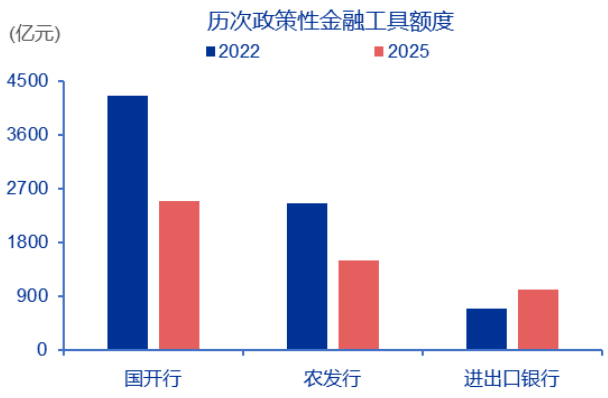
图 45：2025 年下半年计算机通信、有色压延等行业



资料来源：Wind，申万宏源研究

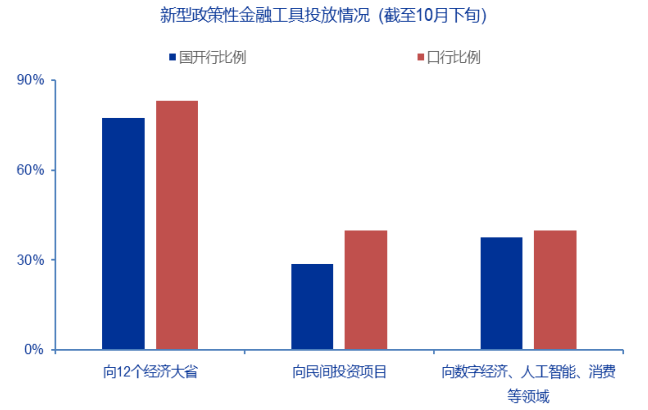
预算外，叠加政策性金融工具待落地，或对下半年资金形成补充，重点关注数字经济、人工智能等领域。4 月 1.3 万亿超长期特别国债启动发行，后续将进入密集投放期；8000 亿政策性金融工具有待落地，方向上，参考 2025 年经验，或重点投向数字经济、人工智能、消费等基础设施和新兴产业领域。

图 46：政策性金融工具投放较为灵活



资料来源：政策性银行官网，申万宏源研究

图 47：2025 年政策性金融工具投向领域占比



资料来源：国家发改委、进出口银行、国开行、农发行、申万宏源研究

项目方面，政策加快下达两重项目资金、布局“六张网”建设等，或也托底下半年投资。月下旬发改委会同有关部门组织下达了第二批“两重”建设项目清单，共安排

超长期特别国债资金 2168 亿元，加上此前已下达的 3897 亿元，累计安排“两重”建设资金6065亿元，占全年8000亿元的76%，下达进度明显快于2025年(同期28.8%)。此外，2026 年两会期间，发改委提出"六张网"建设，相关领域投资规模将超 7 万亿元。5 月发改委重点明确了"六张网"基础设施、人工智能、能源保供等领域的万亿级投资布局，也释放了加大有效投资、培育新质生产力的明确信号。

图 48：发改委下达 2026 年第二批“两重”建设项目清单

对比维度	2025 年	2026 年（截至 4 月 19 日）
全年 "两重" 建设超长期特别国债总额	8000 亿元	8000 亿元
全年超长期特别国债发行总额	1.3 万亿元（其中 8000 亿用于 "两重"，5000 亿用于 "两新"）	1.3 万亿元（其中 8000 亿用于 "两重"，5000 亿用于 "两新"）
分批次下达情况	第一批：约 2300 亿元（4 月 1 日累计）	第一批：3897 亿元（截至 4 月 19 日累计）
	第二批：约 2700 亿元（6 月前累计近 5000 亿元）	第二批：2168 亿元（4 月 19 日下达）
	第三批：超 3000 亿元（7 月 2 日下达）	
全部下达完成时间	2025 年 7 月 2 日	预计 2026 年二季度末（截至 4 月 19 日已完成 76%）
截至 4 月中旬累计下达金额	约 2300 亿元（占全年 28.75%）	6065 亿元（占全年 76%）
支持项目总数	1459 个	已支持 617 个（第一批 + 第二批）

资料来源：发改委，申万宏源研究

图 49：发改委投资的重点领域

核心领域	政策部署与投资重点
"六张网"基础设施建设（核心投资方向）	抓紧出台专项规划和实施方案，系统推进六大基础设施网络一体化发展：
	交通网：完善综合立体交通网络，推进城市群、都市圈轨道交通互联互通
	能源网："十五五"投资**超5万亿元**，加快新型电力系统建设，推进跨省跨区输电通道和储能设施建设
	水利网：实施重大水利工程，提升防洪减灾和水资源配置能力
	信息网：加快**5G-A、算力网络、工业互联网**建设，布局新一代信息基础设施
	物流网：完善国家物流枢纽网络，推进冷链物流和城乡配送体系建设
	市政网："十五五"投资**约5万亿元**，结合城市更新建设**改造地下管网77万公里**、排水防涝等市政设施
人工智能产业	正在谋划出台加快人工智能落地的配套文件，加大要素保障力度；**持续推动央国企开放高价值应用场景**，打造各行业人工智能标杆应用；支持具身智能领域高质量发展，加速"人工智能+"赋能千行百业
能源保供领域	全面部署迎峰度夏能源保供工作，今夏全国最高用电负荷将达**16亿千瓦**，**较去年增加9000万千瓦**；推动电力、电煤中长期合同高比例签约和有效履约；加快煤炭先进产能释放，推进油气增储上产；强化省间电力互济，支持新型储能和调峰电源建设
营商环境与民间投资	深入整治"内卷式"竞争，规范涉企行政执法；**完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制**；优化数据跨境流动管理，持续扩大高水平对外开放，稳定外资预期
生态环保领域	印发《推进生态综合补偿实施方案》，加大对重点生态功能区的转移支付力度；支持生态保护修复工程建设，推动绿色低碳技术研发和产业化应用
民生与消费领域	推进完整社区建设，支持养老托育、社区服务等民生设施建设；稳定粮食生产和市场供应，保障重要民生商品价格平稳；促进汽车、家电等大宗消费升级

资料来源：发改委，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：

1）油价超预期变化。油价变化超出预期。

2）外部形势变化。地缘政治等外部形势变化对经济指标构成更大扰动。

3) 政策落地速度不及预期。前期以旧换新、设备更新等政策对内需的影响分化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。