

【每周经济观察】第 80 期

旧经济利润占比还会回升吗？

❖ 一、旧经济利润占比还会回升吗？

在 K 型分化的背景下，旧经济的利润占比在持续走低，2026 年一季度，旧经济（地产+建筑+9 个上游原材料）营业利润占到非金融实体企业的比重已经降至 13%，较 2021 年的 34% 大幅下滑。由此引发的问题是，旧经济利润占比下滑是趋势性现象，还是周期性现象？我们从国际经验的角度进行观察：

口径说明：受限于各国的统计制度、行业划分，各国的绝对数并不直接可比，我们更关注各国内部的趋势性变化，详细说明见正文：

第一，美国，城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势性降低。1950-1970 年美国城镇化快速推进，城镇化率由 64% 提升至 73% 以上，同期旧经济利润占非金融实体企业的比重处于相对高位，1950 年代平均约 20.5%，1960 年代约 17.3%。1980 年代后城镇化放缓，旧经济利润占比中枢下移至 10% 附近，近 10 年均值为 12.5%。

第二，日本，城镇化放缓后，政策刺激地产，旧经济占比先升后降，中枢回落。1960-1975 年，日本城镇化率快速提高，旧经济利润占非金融企业之比稳定在 30% 左右。1975 年后城镇化率放缓，旧经济利润占比中枢随之回落，1980-1985 年平均约 26.3%。但 1985 年后，低利率、信用扩张和房地产刺激推动旧经济利润占比再次上行，1993 年冲高至 33.8%。此后，日本地产进入调整期，旧经济利润占比趋势性下滑，1995-2024 年旧经济利润占比降至 25% 左右，未再回到此前高点。

第三，西班牙，地产危机后，旧经济利润占比下滑，未回到此前高点。由于西班牙利润数据仅覆盖 1995 年以后，无法观测城镇化高速推进时期，我们主要观察地产危机前后的利润变化。危机前（1995-2007 年），西班牙旧经济利润占非金融实体企业的比重在 25% 左右。2008 年地产危机后大幅下行，2012-2013 年一度转负。随着经济修复，2020-2024 年中枢重新回到 17% 左右，高于危机谷底，但并未回到此前中枢水平。

综合三国经验来看：第一，城镇化高速发展时期，旧经济利润占比一般处在高位，城镇化放缓后，从美国、日本的经验看，旧经济利润占比多会趋势下滑。第二，政策刺激、地产危机可能会影响中短期的旧经济利润占比，但难以改变中长期趋势。第三，对应到我国，2025 年我国城镇化率已经达到 67.9%，城镇化速度放缓，且接近 70%-80% 的国际经验上限，意味着从中长期来看，旧经济利润占比中枢将有所下移，即便短期地产调整进一步压低旧经济利润占比，但从海外经验来看，地产企稳后，旧经济利润占比或也难回此前中枢。

❖ 每周经济观察

❖ （一）景气向上

1、假期出行数据明显改善。1) **地铁：**截至 7 月 23 日当周，24 城地铁客运人数同比+1%，环比前一周+3.3%；7 月前 23 日同比-2.7%；6 月同比+0.2%。2) **国内航班：**截至 7 月 25 日当周，国内航班执行数同比+6.4%，环比前一周+2.6%。7 月前 25 日累计同比+1.9%。6 月同比-5.7%。

2、地产销售：周度商品房住宅销售面积维持正增长。截至 7 月 24 日当周，24 城商品房住宅成交面积同比+8.1%，环比前一周+7.9%。6 月同比+5.2%。

3、价格：油价继续大涨，存储芯片价格持续上涨。美油收于 89.3 美元/桶，上涨 8.3%，布油收于 96.8 美元/桶，上涨 9.9%。DRAM:DDR5(16Gb(2Gx8))现货均价上涨 2.3%。7 月 13 日当周 NAND Flash(64Gb 8Gx8 MLC)现货均价上涨 0.9%。

❖ （二）景气向下

1、华创宏观 WEI 指数明显回落。截至 2026 年 7 月 19 日，华创宏观中国周度经济活动指数(WEI)为 1.85%，环比 2026 年 7 月 12 日的 2.84% 下行 1.00%。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

证券分析师：韩港

邮箱：hangang@hcyjs.com

执业编号：S0360525080007

相关研究报告

《【华创宏观】美股单周转为净流出，中国微观流动性边际改善——全球资金流动周报第 19 期》

2026-07-26

《【华创宏观】“赢者通吃”特征下的政策浅思》

2026-07-21

《【华创宏观】出口高频明显回落——每周经济观察第 79 期》

2026-07-19

《【华创宏观】全球货币基金大幅净流出，中国股基流入规模触及极值——全球资金流动周报第 18 期》

2026-07-19

《【华创宏观】德国 WAI 指数回落至 2022 年 9 月以来最低水平——海外周报第 149 期》

2026-07-19

2、OpenRouter 平台大模型 Token 周度边际回落。2026 年 7 月 20 日周度调用量达到 53.3T，较 7 月 13 日的 62.8T 环比下降 15.1%。

3、土地溢价率：明显回落。截至 7 月 19 日当周，百城土地溢价率为 3.3%，前值 10.6%。6 月为 13.3%%。

4、基建：水泥发运率继续小幅回落。截至 7 月 24 日，水泥发运率为 39.6%，较前一周回落 0.5 个点，较去年同期低 0.2 个点。

5、出口：或受台风降雨天气以及季节错位影响，港口集装箱吞吐量同比转负，但环比已经反弹。截至 7 月 19 日当周，我国港口集装箱吞吐量环比+3.7%，上周为-15.5%；四周同比则转负，录得-1.9%，上周为 1.0%。

- ❖ **债券：**截至本周，全年新增专项债已知累计完成全年进度 54.7%，去年同期完成全年进度 60.5%。
- ❖ **利率：**资金利率震荡。截至 7 月 24 日，DR001 收于 1.3826%，DR007 收于 1.4023%，R007 收于 1.4090%，较 7 月 17 日环比分别变化-1.85bps、-3.39bps、-3.38bps。
- ❖ **“反内卷”跟踪：**近一周行业部署频次增加，包括汽车（工信部组织召开企业座谈会），碳酸锂（行业协会闭门会商议涨价事宜），平台企业（市场监管总局对携程行政罚款落地），生猪（农业农村部表态将继续抓好生猪产能综合调控）。
- ❖ **风险提示：**国际经验不完全可比，各国数据口径存在差异，中国地产反弹超预期，高频数据更新不及时。

目 录

一、旧经济利润占比还会回升吗？	6
二、每周经济观察.....	8
（一）华创宏观 WEI 指数明显回落.....	8
（二）资产：股票相对债券仍具备配置性价比	9
（三）AI 应用：需求边际回落，模型商业化持续兑现	10
（四）厄尔尼诺跟踪：nino3.4 指数持续高于 2015、2023 年同期	11
（五）需求：假期出行数据明显改善	11
（六）生产：多数行业开工率有所回升，水泥发运率继续回落	12
（七）贸易：外需指标平稳，我国集装箱吞吐大幅回落	13
（八）物价：油价继续大涨，存储芯片价格持续上涨	16
（九）利率债：更好统筹资金使用和项目建设，加快资金拨付使用进度，尽快形成实物工作量	17
（十）资金：资金利率震荡	20

图表目录

图表 1	中国 A 股非金融企业，旧经济利润占比降至 13%左右	7
图表 2	美国：城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势下滑	7
图表 3	日本：城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势下滑	7
图表 4	西班牙：地产危机后，旧经济利润占比有所修复，但南湖此前高点	8
图表 5	我国城镇化速度有所放缓，接近国际上限位置	8
图表 6	华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际 GDP 同比增长率	9
图表 7	股债夏普比率差与债股收益差基本一致，但 2025 年出现分化	10
图表 8	Token 周度调用量边际回落	11
图表 9	Anthropic、OpenAI 月度收入持续增长	11
图表 10	nino3.4 指数，当前已高于 2015 年同期	11
图表 11	地铁客运量继续改善	12
图表 12	国内航班执行次数超过去年同期	12
图表 13	土地溢价率明显回落	12
图表 14	住宅销售成交面积走势	12
图表 15	反内卷周度跟踪	13
图表 16	水泥发运率近期改善不明显	13
图表 17	7 月，G4 国家标普制造业 PMI 初值平均为 53.3	14
图表 18	7 月前 20 天，韩国出口同比降至 52.3%	14
图表 19	截至 7 月 19 日当周，我国港口集装箱吞吐量四周同比大幅降至-1.9%	15
图表 20	7 月 24 日当周，上海出口集装箱综合运价指数环比-0.6%	15
图表 21	7 月前 25 天，我国二十大港口离港船舶载重吨同比回升至 4%	15
图表 22	7 月前 24 天，我国港口出境停靠次数同比升至-14.6%	15
图表 23	截至 7 月 25 日，中国发往美国的载货集装箱船数半个月同比显著反弹至-3.8%	15
图表 24	7 月前 24 天，东盟主要国家港口停靠船舶数同比降至 4.1%	15
图表 25	7 月前 25 天，中国发往中东四国载货集装箱船数同比降至-56.7%	16
图表 26	7 月前 21 天，水运提单口径美国进口金额同比边际回落至 0.3%	16
图表 27	高频物价走势概览	17
图表 28	一般国债周度净融资	18
图表 29	特别国债周度净融资	18
图表 30	特殊再融资债周度净融资计划	18
图表 31	新增专项债周度发行计划	19
图表 32	8 月各地新增专项债发行计划（含已知发行）	19

图表 33	Q3 各地新增专项债发行计划（含已知发行）	19
图表 34	全年新增专项债已知累计完成全年进度 54.7%，去年同期完成全年进度 60.5%	20
图表 35	全年新增专项债已知累计发行 2.41 万亿，去年同期为 2.78 万亿.....	20
图表 36	上周与本周公开市场操作到期一览	20
图表 37	资金利率小幅震荡	20
图表 38	债券收益率持续震荡	20

一、旧经济利润占比还会回升吗？

在前期报告《显性的转型——十大指标看“新旧”交接》中，我们提及在 K 型分化的背景下，旧经济的利润占比在持续走低，从 A 股非金融企业来看，截至 2026 年一季度，旧经济（地产+建筑+9 个上游原材料）营业利润占到非金融实体企业的比重已经降至 13%，较 2021 年的 34% 大幅下滑。由此引发的问题是，旧经济利润占比下滑是趋势性现象，还是周期性现象？我们从国际经验的角度进行观察：

口径说明：1) 受限于数据可得性、数据时间长度，我们主要观察美国、日本、西班牙整体的非金融企业利润数据，对于美国，观察的是 BEA 统计的税前利润数据。对于日本，观测日本财务省公布的营业利润数据，对于西班牙，观察西班牙央行公布的非金融企业经营利润数据，日本、西班牙与中国的营业利润口径基本一致，美国与中国口径差别主要在于利息收支与非经营性收支，将中国口径与美国对齐后，误差在 0.1 个百分点左右，可近似忽略。2) 下文中，旧经济定义为地产+建筑+上游原材料行业，其中上游原材料行业主要涵盖非金属矿物、初级金属、化学产品、橡胶和塑料制品 4 个行业，但受限于各国口径，具体稍有差异，详见后文。3) 由于各国口径稍有差异，横向间并不直接可比，因此我们重点关注各国内部的趋势变化。

具体来看三个国家：

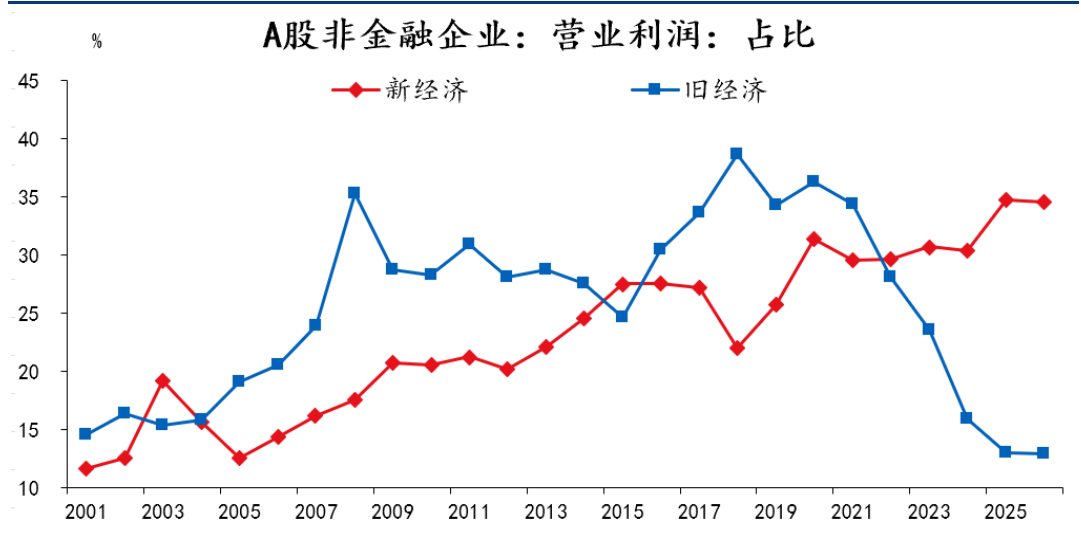
第一，美国，城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势性降低。1950-1970 年美国城镇化快速推进，城镇化率由 64% 提升至 73% 以上，同期旧经济利润占非金融实体企业之比处于相对高位，1950 年代平均约 20.5%，1960 年代约 17.3%。1980 年代后城镇化放缓、住房和基建强度下降，旧经济利润占比中枢下移至 10% 附近，近 10 年均值为 12.5%。

第二，日本，城镇化放缓后，政策刺激地产，旧经济占比先升后降，此后中枢回落。1960-1975 年，日本城镇化率快速提高，旧经济利润占非金融企业之比稳定在 30% 左右。1975 年后城镇化率放缓，旧经济利润占比中枢随之回落，1980-1985 年平均约 26.3%，1985 年降至 22.7%。但 1985 年后，低利率、信用扩张和房地产刺激推动旧经济利润占比再次上行；受企业利润确认和项目结算滞后影响，利润占比于 1993 年升至 33.8%。此后日本进入较长的去杠杆和资产负债表调整期，旧经济利润占比趋势性下滑，1995-2024 年旧经济利润占比降至 25% 左右，未再回到泡沫期高点。

第三，西班牙，地产危机后，旧经济利润占比中枢下滑，未回到此前高点。由于西班牙利润数据仅覆盖 1995 年以后，无法观测城镇化高速推进时期，我们主要观察地产危机前后的利润变化。危机前（1995-2007 年），受地产和信用扩张驱动，旧经济利润占非金融实体企业之比稳定在 25% 左右。2008 年地产危机后大幅下行，2012-2013 年一度转负。随着经济修复，2020-2024 年中枢重新回到 17% 左右，高于危机谷底、但并未回到此前中枢水平。

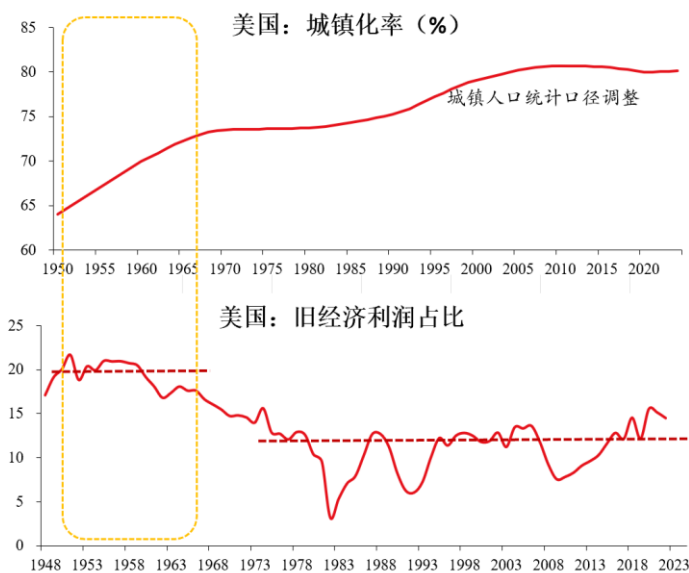
综合三国经验来看：第一，城镇化高速发展时期，旧经济利润占比一般处在高位，城镇化放缓后，从美国、日本的经验看，旧经济利润占比多会趋势下滑。第二，政策刺激、地产危机可能会影响中短期的旧经济利润占比，但难以改变中长期趋势。第三，对应到我国来看，截至 2025 年我国城镇化率已经达到 67.9%，城镇化速度放缓，且接近 70%-80% 的国际经验上限，意味着从中长期来看，旧经济利润占比中枢下移，短期地产调整可能会有一定超调，但从海外经验来看，地产企稳后，旧经济利润占比或也难回此前中枢。

图表 1 中国 A 股非金融企业，旧经济利润占比降至 13% 左右



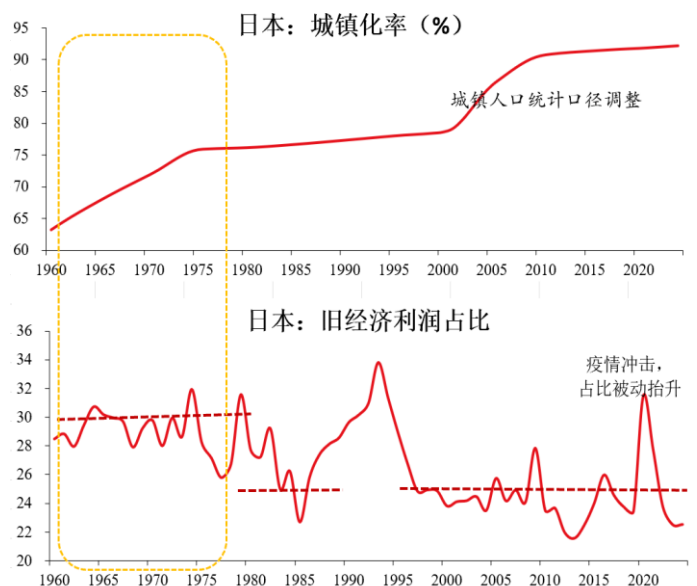
资料来源：wind，华创证券 注：中国上市公司口径下，旧经济包括地产+经济+9 个上游原材料（煤炭开采、黑色矿采、非金属矿采、石油煤炭加工、化学原料、化学纤维、橡胶塑料、非金属矿物制品、黑色冶炼），由于海外主要口径无法对采矿业内部进行拆分，所以海外口径下暂不包含采矿业，中国的口径较海外稍宽。

图表 2 美国：城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势下滑



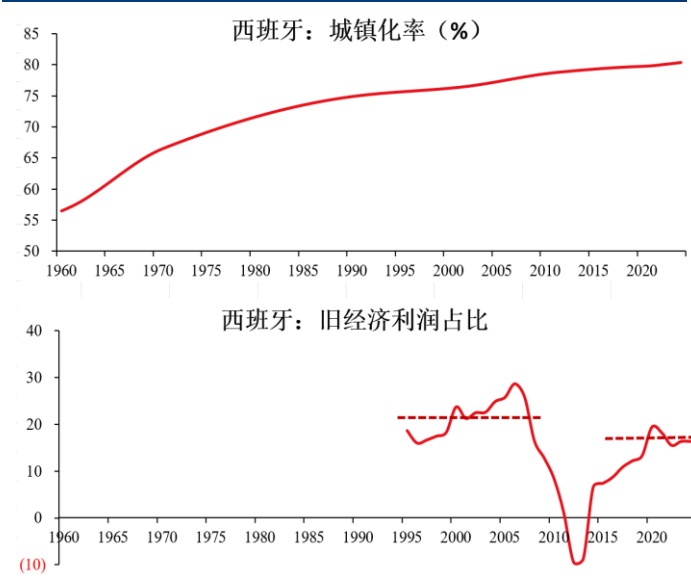
资料来源：BEA，华创证券 注：美国口径为所有企业的税前利润；旧经济利润占比指的是占非金融企业之比。美国口径下，旧经济包括：地产+建筑+4 个上游原材料（非金属矿物、初级金属、化学产品、橡胶和塑料制品）

图表 3 日本：城镇化放缓后，旧经济利润占比趋势下滑



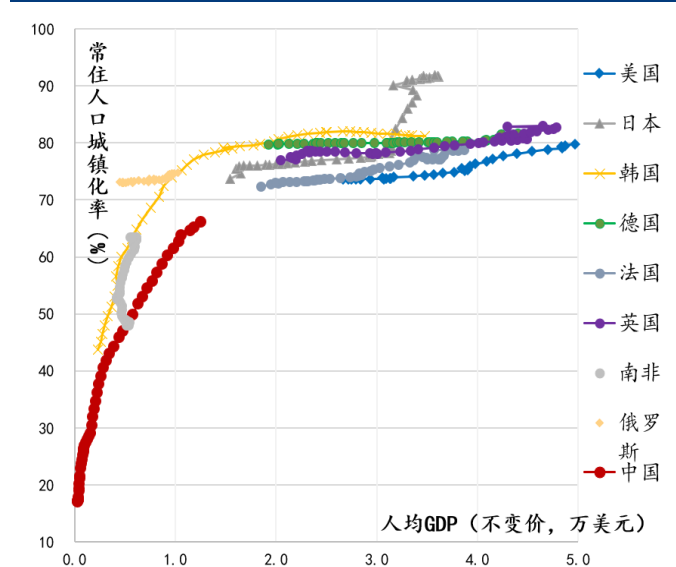
资料来源：日本财务省，华创证券 注：日本口径为所有企业的营业利润；旧经济利润占比指的是占非金融企业之比。日本口径下，注：旧经济包括：地产+建筑+4 个上游原材料行业（化学品、石油煤炭制品、陶瓷石料、钢铁）。注：1976 年前，日本石油煤炭制品、陶瓷石料数据缺失，使用其余行业的利润占比变动，将原序列补足。

图表 4 西班牙：地产危机后，旧经济利润占比有所修复，但南湖此前高点



资料来源：西班牙央行，华创证券 注：西班牙口径为所有企业的经营利润；旧经济利润占比指的是占非金融企业之比。西班牙口径下，旧经济包括地产+建筑+4个上游原材料行业（非金属矿物+化学原料+金属冶炼加工+橡胶塑料）

图表 5 我国城镇化速度有所放缓，接近国际上限位置



资料来源：wind，华创证券

二、每周经济观察

（一）华创宏观 WEI 指数明显回落

截至 2026 年 7 月 19 日，华创宏观中国周度经济活动指数（WEI）为 1.85%，环比 2026 年 7 月 12 日的 2.84% 下行 1.00%。

如何看 5 月 31 日以来华创宏观周度经济活动指数的显著回落？同 5 月 31 日的 5.09% 相比，同比增速回落的分项主要是消费（乘用车批零、商品房成交面积）、生产（秦皇岛煤炭吞吐量、钢厂线材产量、半钢胎开工率）。

具体来看，5 月 31 日以来 WEI 指数下行主要驱动因素是乘用车批零、汽车半钢胎开工率、秦皇岛煤炭吞吐量、螺纹钢开工率：1）7 月 19 日当周秦皇岛煤炭吞吐量同比为-33.77%，相比 5 月 31 日当周的 9.14% 下行 43 个百分点；2）7 月 17 日当周钢厂线材产量同比为-9.68%，相比 5 月 29 日当周的 1.39% 下行 7 个百分点；3）7 月 12 日当周乘用车批零同比为-19.81%，相比 5 月 31 日当周的-4.85% 下行 15 个百分点；4）7 月 16 日当周半钢胎开工率同比为-20.17%，相比 5 月 28 日当周的-6.06% 下行 14 个百分点；5）7 月 26 日当周商品房成交面积同比为-4.72%，相比 5 月 31 日当周的 7.74% 下行 12 个百分点。

图表 6 华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际 GDP 同比增长率

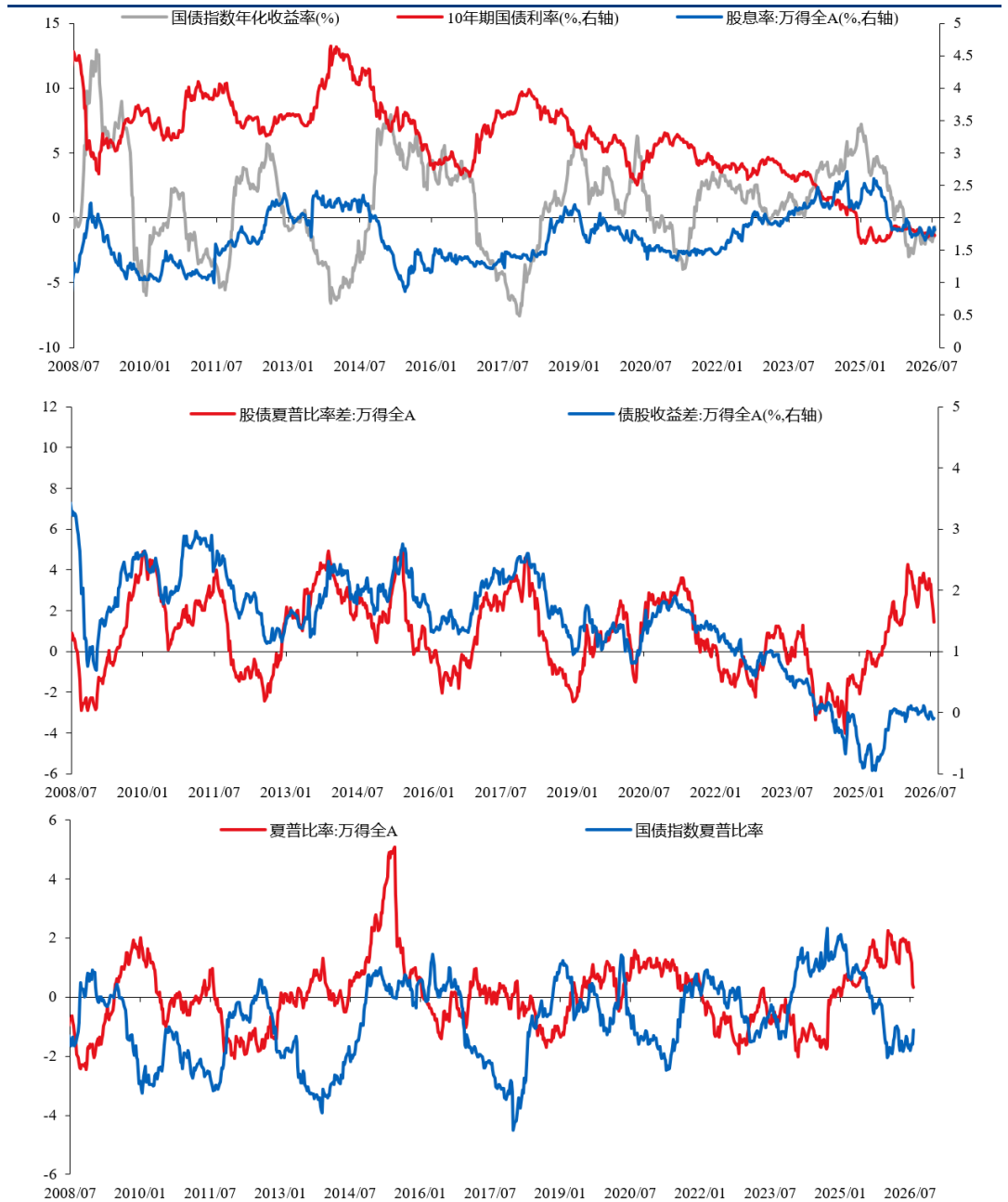


资料来源：Wind，华创证券

（二）资产：股票相对债券仍具备配置性价比

我们发现，历史经验来看，股债夏普比率差与债股收益差走势趋同。截至 2026 年 7 月 24 日，股债夏普比率差为 1.45，低于 2025 年 9 月中旬 2.43 的高点，高于历史中位数（十年 66.2%分位数），股票相对于债券仍有配置性价比。但债股收益差为 -0.09%，处于历史低位（十年 11.7%分位数），表明债相对于股依然偏贵。因而，我们认为，当前股相对于债依然有更高的配置价值。

图表 7 股债夏普比率差与债股收益差基本一致，但 2025 年出现分化



资料来源：Wind，华创证券；注：夏普比率=年化超额收益/年化波动率，即夏普比率(周度收益率-周度无风险利率)*52/周度收益率的标准差*V52，此处无风险利率采用逆回购7天利率。股票指数选择万得全A指数，债券指数选择中债国债全价指数

(三) AI 应用：需求边际回落，模型商业化持续兑现

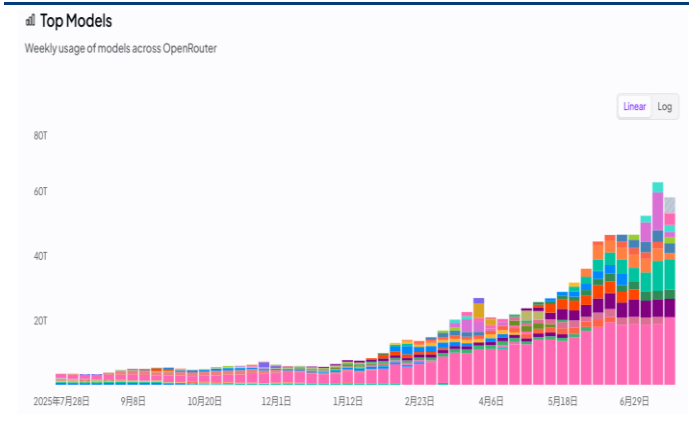
本周 Token 调用量边际回落，头部模型商业化收入持续提升。

从需求侧看，OpenRouter 平台大模型 Token 周度边际回落，但仍在高位。2026 年 7 月 20 日周度调用量达到 53.3T，较 7 月 13 日的 62.8T 环比下降 15.1%，较 2025 年 7 月 21 日约 3T 增长约 17 倍，显示 AI 模型应用需求仍处于快速扩张阶段。

从供给侧看，头部模型企业商业化收入持续增长。截至 2026 年 7 月 20 日，Anthropic 和 OpenAI 年度化收入（ARR）分别达到约 728 亿美元和 527 亿美元，较一周前分别增长

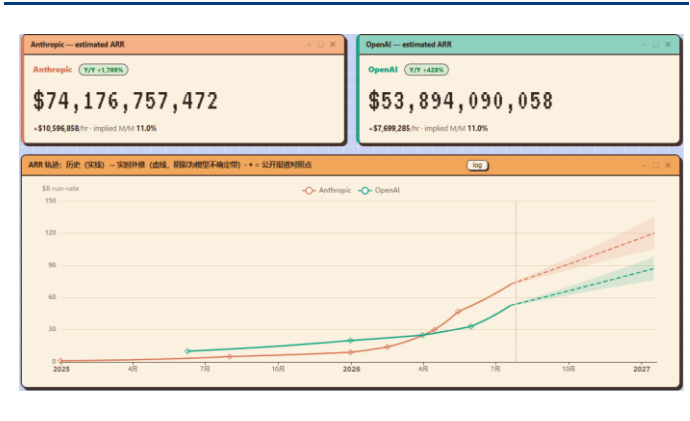
4.7%和 6.8%。

图表 8 Token 周度调用量边际回落



资料来源: openrouter.ai

图表 9 Anthropic、OpenAI 月度收入持续增长



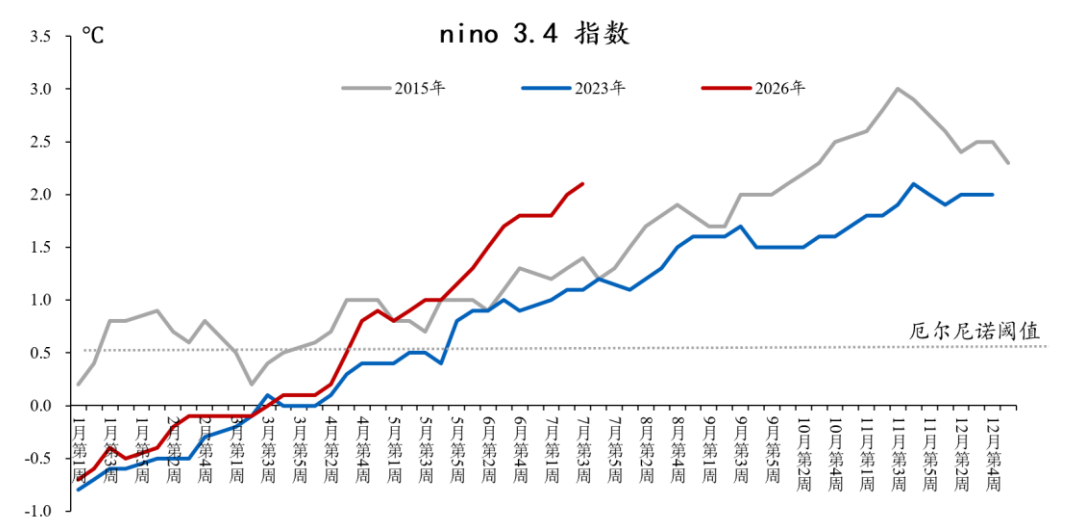
资料来源: ai.castoramoney; 截至 7 月 26 日 18: 10

(四) 厄尔尼诺跟踪: nino3.4 指数持续高于 2015、2023 年同期

关注今年的厄尔尼诺进展, 具体观察 nino3.4 指数(该指数越高、代表厄尔尼诺强度越大, 详细定义参见前期报告《五问“厄尔尼诺”》)。

历史上, 2015-2016、2023-2024 年分别出现过超强厄尔尼诺、强厄尔尼诺事件, 对比当前, 截至 7 月 15 日当周, nino3.4 指数录得 2.1, 持续高于 2015、2023 年同期。

图表 10 nino3.4 指数, 当前已高于 2015 年同期



资料来源: NOAA

(五) 需求: 假期出行数据明显改善

服务消费: 1) **地铁:** 截至 7 月 23 日当周, 24 城地铁客运人数同比+1%, 环比前一周+3.3%; 7 月前 23 日同比-2.7%; 6 月同比+0.2%。2) **国内航班:** 截至 7 月 25 日当周, 国内航班执行数同比+6.4%, 环比前一周+2.6%。7 月前 25 日累计同比+1.9%。6 月同比-5.7%。

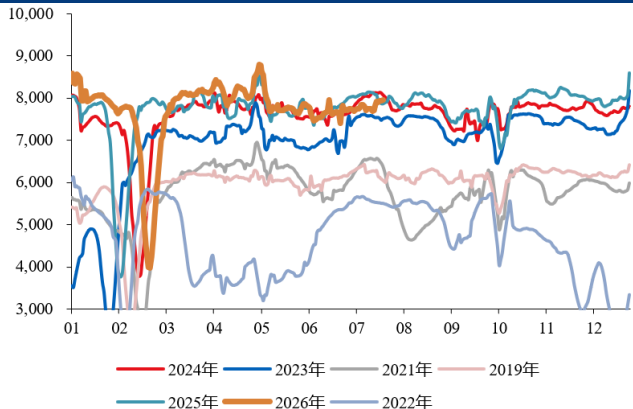
耐用品消费: 乘用车零售降幅较上月有所收窄。7 月前 12 日, 乘用车零售同比-15.6%;

6月同比为-23.2%。

地产销售：周度商品房住宅销售面积维持正增长。截至7月24日当周，24城商品房住宅成交面积同比+8.1%，环比前一周+7.9%。6月同比+5.2%。5月同比-0.7%。

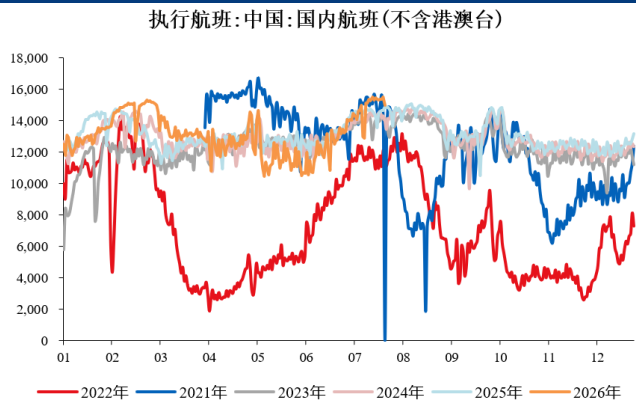
土地溢价率：明显回落。截至7月19日当周，百城土地溢价率为3.3%，前值10.6%。6月为13.3%%。5月为8.2%。

图表 11 地铁客运量继续改善



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 国内航班执行次数超过去年同期



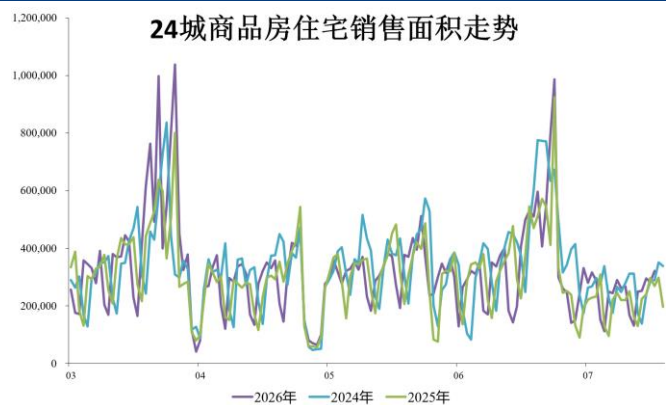
资料来源：Wind，华创证券

图表 13 土地溢价率明显回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 住宅销售成交面积走势



资料来源：Wind，华创证券

（六）生产：多数行业开工率有所回升，水泥发运率继续回落

1、基建：水泥发运率继续小幅回落。截至7月24日，水泥发运率为39.6%，较前一周回落0.5个点，较去年同期低0.2个点。**石油沥青装置开工率连续6周回升**，截至7月23日当周，开工率为21.3%，较前一周回升0.9个点，较去年同期低7.5个点。

2、行业开工率：多数行业环比回升，包括汽车半钢胎、全钢胎、PVC、PTA；江浙织机、唐山高炉有所回升。同比来看，多数行业开工率低于去年。

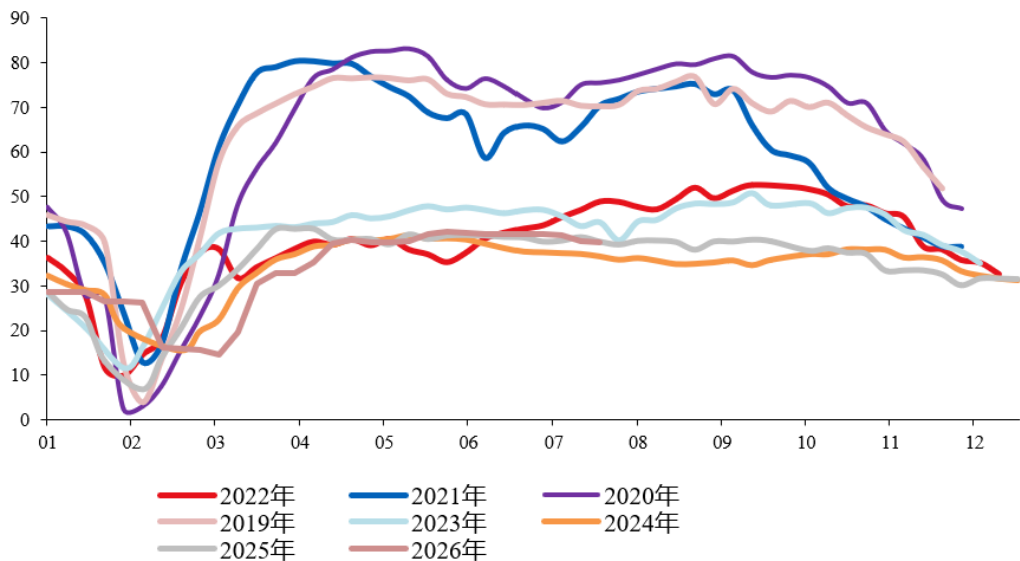
3、反内卷跟踪：近一周行业部署频次增加，包括汽车（工信部组织召开企业座谈会），碳酸锂（行业协会闭门会商议涨价事宜），平台企业（市场监管总局对携程行政罚款落地），生猪（农业农村部表态将继续抓好生猪产能综合调控）。

图表 15 反内卷周度跟踪

细分类别	时间	会议/文件/事件	内容
汽车	7月17日	工信部组织召开重点汽车生产企业座谈会	要求坚决抵制非理性竞争、加强产品测试验证与安全评估
碳酸锂	7月21日	行业协会牵头组织闭门会议	“在上周行业协会牵头组织的一场闭门会议上，涨价是其中一个主要议题，参会企业普遍有提价的意愿。”7月21日，一位头部磷酸铁锂企业相关负责人向《每日经济新闻》记者透露
平台企业	7月25日	人民日报：查处携程垄断案释放反垄断反内卷强烈信号	7月25日，市场监管总局依法对携程集团有限公司（以下简称携程）滥用市场支配地位实施垄断行为作出行政处罚，罚没款合计51.79亿元。这规范警示所有平台企业，无论是简单直接的“二选一”，还是隐蔽复杂的“技术+生态+行为”复合型垄断，都逃不过反垄断利剑，监管部门绝不允许以任何形式滥用市场支配地位实施排除、限制竞争行为。
生猪	7月24日	国新办就2026年上半年农业农村经济运行情况举行新闻发布会	当前生猪市场供应仍然总体充裕，供需强弱的格局尚未根本改变，未来农业农村部将继续抓好生猪产能综合调控，多渠道加密发布预警，引导供需更加适配

资料来源：国新办，人民日报，每日经济新闻，财联社，华创证券

图表 16 水泥发运率近期改善不明显



资料来源：Wind，华创证券

（七）贸易：外需指标平稳，我国集装箱吞吐大幅回落

外需：1) PMI: 7月，G4国家标普制造业PMI均值小幅回升，录得53.3，上月为53.15。
2) 邻国: 7月前20天，韩国出口同比降至52.3%，6月前20天为60.2%，半导体同比高达180.6%，较上月前20天188.3%小幅回落。

中国出口量: ①或受台风降雨天气以及季节错位影响，港口集装箱吞吐量同比转负，但环比已经反弹。截至7月19日当周，我国港口集装箱吞吐量环比+3.7%，上周为-15.5%；四周同比则转负，录得-1.9%，上周为1.0%。②本周二十大港口离港船舶载重吨增速显著反弹。7月前25天，我国二十大港口离港船舶载重吨同比4%，截至上周为-3.2%，6月

全月为 3.6%。③本周我国港口出境停靠次数同比边际修复。7 月前 24 天，我国港口出境停靠次数同比-14.6%，截至上周为-22.8%，6 月全月为-10.7%。

中国出口运价：地缘局势再度升温，运输市场面临考验。7 月 24 日当周，上海出口集装箱综合运价指数环比-0.6%，上周为-3.3%。或受地缘局势反复影响，运价走势相比 2024 年更早止跌。分航线来看，欧洲航线方面，本周，上海港出口至欧洲基本港市场运价环比-1.9%，上周为-3.5%。北美航线方面，本周美西、美东航线运价环比分别为-3.3%、-1.6%，上周分别为-8.0%、+0.5%。

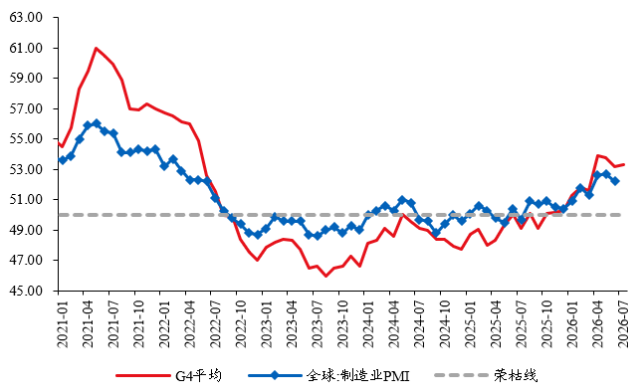
中美之间直接贸易流量：中国发往美国载货船舶数量同比显著改善。截至 7 月 25 日的半个月，中国发往美国的载货集装箱平均船数同比-3.8%，截至上周为-19.3%，6 月全月平均船数同比为 5.1%。

潜在转口：本周对东盟出口同比或趋于回落。7 月前 24 天，东盟主要国家港口停靠船舶数同比 4.1%，截至上周为 5.7%，6 月为 7.9%。

对中东出口：本周对中东出口趋于回落。7 月前 25 天，中国发往中东四国载货集装箱船数同比-56.7%，与 3-5 月三个月同比-58.3%相比较为接近；截至上周为-50.1%，6 月为-32.7%。

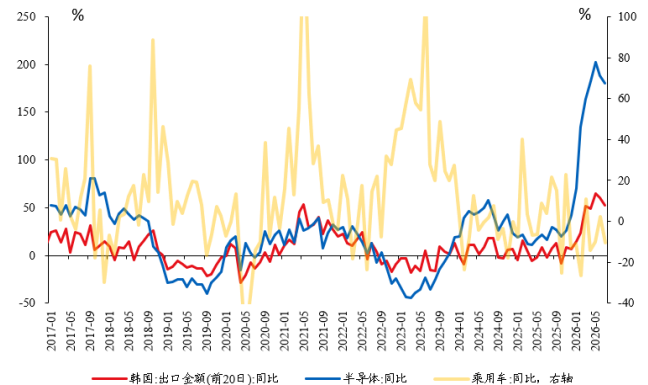
美国进口：本周趋于边际回落。水运进口提单口径下，7 月前 21 天，美国进口金额同比 0.3%，截至上周同比为 1.8%，6 月全月为 7.1%。

图表 17 7 月，G4 国家标普制造业 PMI 初值平均为 53.3



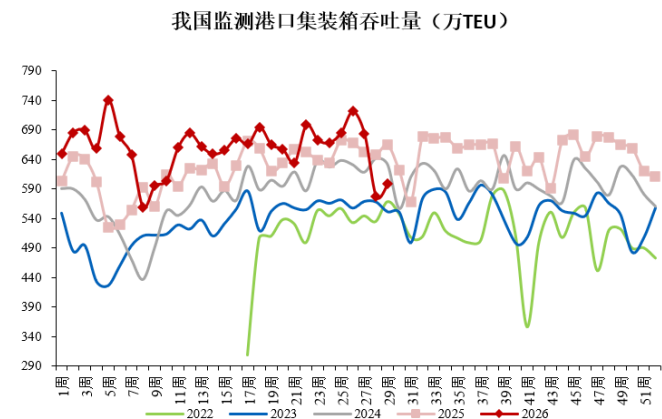
资料来源：Wind，华创证券 G4 国家指美国、欧元区、日本、英国

图表 18 7 月前 20 天，韩国出口同比降至 52.3%



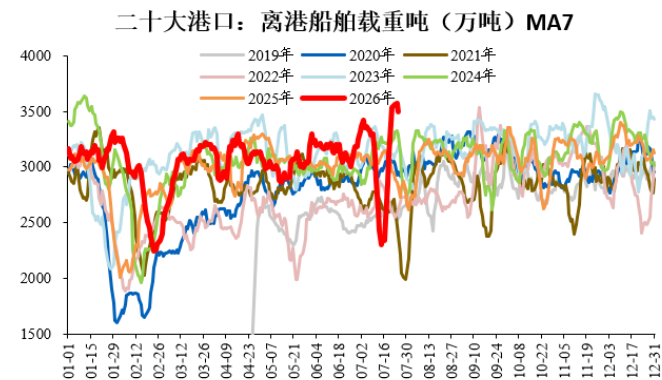
资料来源：Wind，华创证券

图表 19 截至 7 月 19 日当周，我国港口集装箱吞吐量四周同比大幅降至-1.9%



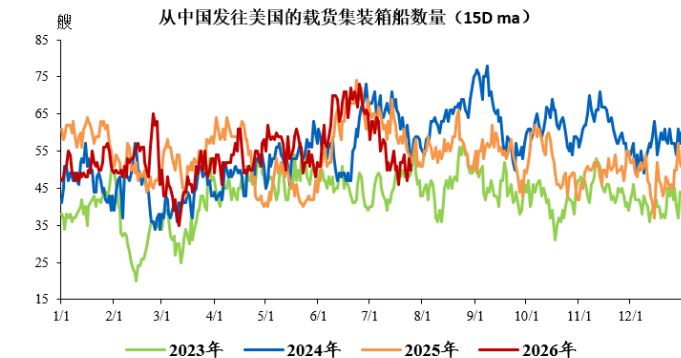
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 7 月前 25 天，我国二十大港口离港船舶载重吨同比回升至 4%



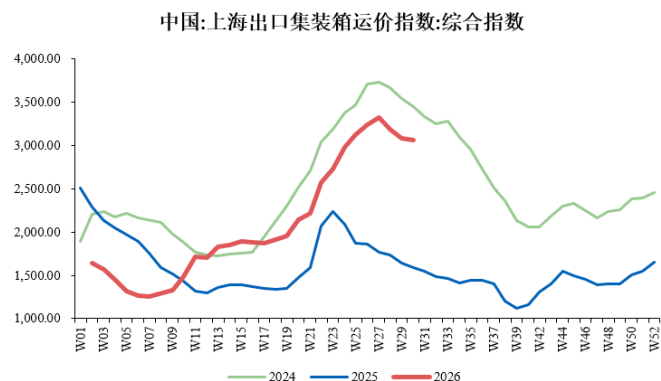
资料来源: CEIC, 华创证券

图表 23 截至 7 月 25 日，中国发往美国的载货集装箱船数半个月同比显著反弹至-3.8%



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 20 7 月 24 日当周，上海出口集装箱综合运价指数环比-0.6%



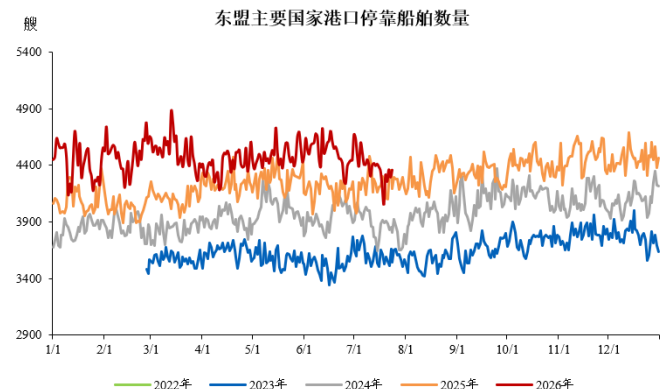
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 7 月前 24 天，我国港口出境停靠次数同比升至-14.6%



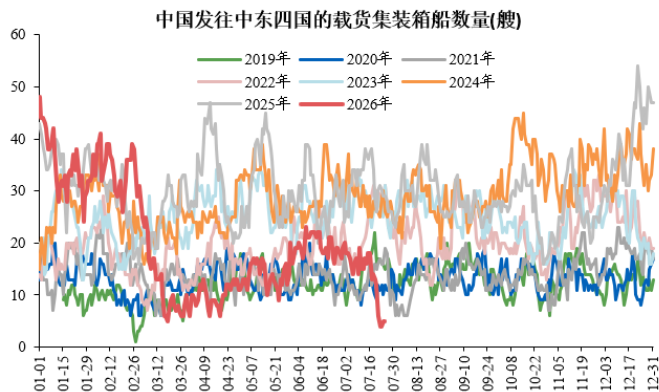
资料来源: CEIC, 华创证券

图表 24 7 月前 24 天，东盟主要国家港口停靠船舶数同比降至 4.1%



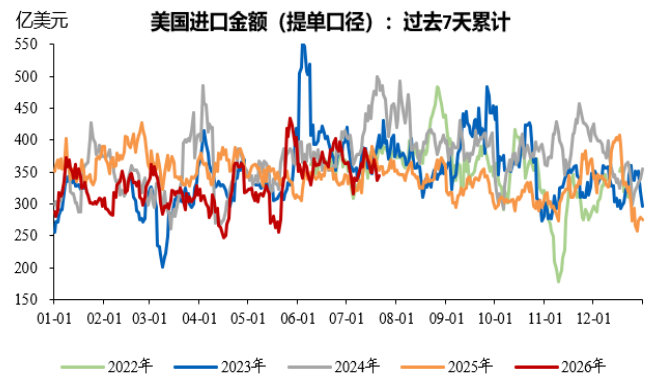
资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 东盟主要国家包括印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南

图表 25 7月前25天，中国发往中东四国载货集装箱船数同比降至-56.7%



资料来源：Bloomberg，华创证券 注：中东四国包括阿联酋、以色列、伊拉克、沙特阿拉伯。

图表 26 7月前21天，水运提单口径美国进口金额同比边际回落至0.3%



资料来源：Bloomberg，华创证券

(八) 物价：油价继续大涨，存储芯片价格持续上涨

本周，国内外的大宗品价格均继续回升，南华综合指数上涨 3.6%，RJ/CRB 商品价格指数上涨 3.6%。

本周，全球定价的三大宏观品种，油价继续大涨，金价、铜价小幅上涨。美油收于 89.3 美元/桶，上涨 8.3%，布油收于 96.8 美元/桶，上涨 9.9%。COMEX 黄金收于 4047.7 美金/盎司，上涨 1.3%；LME 三个月铜价收于 13615 美元/吨，上涨 1.5%。

本周，国内上游原材料方面，煤炭价格反弹，地产系价格下跌，稀土价格下跌。山西产动力末煤(Q5500)秦皇岛港平仓价收于 825 元/吨，上涨 0.5%；京唐港山西主焦煤库提价收于 2090 元/吨，持平上周。螺纹钢上海现货价收于 3110 元/吨，下跌 2.5%；铁矿石价格指数:62%Fe:CFR 中国北方收于 97.5 美元/吨，下跌 2.3%；全国水泥价格指数下跌 0.2%，南华玻璃指数上涨 0.9%。中国稀土价格指数下跌 1%。

本周，中游装备制造方面，光伏组件价格持平，碳酸锂价格下跌，存储价格继续上涨。碳酸锂活跃合约结算价下跌 5.7%，DRAM:DDR5(16Gb(2Gx8))现货平均价上涨 2.3%。7月20日当周光伏组件价格指数持平，7月13日当周 NAND Flash(64Gb 8Gx8 MLC)现货平均价上涨 0.9%。

本周，农产品价格涨多跌少。猪肉批价上涨 0.6%，蔬菜批价上涨 2.1%，鸡蛋批价上涨 0.6%，羊肉批价上涨 0.5%，水果和牛肉价格小幅下跌。

本周，运价小幅下跌，波罗的海干散货指数下跌 0.3%，CCFI 指数下跌 0.5%。

7月13日当周，二手房挂牌价，一线下跌 0.3%，全国下跌 0.2%。今年以来，一线累计下跌 4.7%，全国累计下跌 3.6%。

图表 27 高频物价走势概览

大类	品种	频率	最新数据日	最新价格	单位	本周涨跌	月迄今涨跌	年迄今涨跌	本周走势	近四周走势
大宗商品综合指数	国内(南华指数)	日频	2026/7/24	2837.0	点	3.6%	4.8%	13.6%		-
	国外(CRB)	日频	2026/7/24	395.7	点	3.6%	11.9%	32.4%		-
全球定价的宏观品种	美油	日频	2026/7/24	89.3	美元/桶	8.3%	28.5%	55.5%		-
	布油	日频	2026/7/24	96.8	美元/桶	9.9%	32.7%	59.0%		-
	COMEX金	日频	2026/7/23	4047.7	美元/盎司	1.3%	1.2%	-5.9%		-
	LME铜	日频	2026/7/24	13615.0	美元/吨	1.5%	1.9%	9.2%		-
国内煤价	港口动力煤	日频	2026/7/24	825.0	元/吨	0.5%	0.0%	21.7%		-
	港口主焦煤	日频	2026/7/24	2090.0	元/吨	0.0%	-5.0%	20.1%		-
	焦炭	日频	2026/7/24	1714.0	元/吨	-2.4%	1.2%	24.8%		-
国内地产系价格	螺纹钢	日频	2026/7/24	3110.0	元/吨	-2.5%	-2.2%	-6.3%		-
	铁矿石	日频	2026/7/23	97.5	美元/吨	-2.3%	-1.5%	-10.1%		-
	水泥	日频	2026/7/24	92.8	点	-0.2%	-1.8%	-9.6%		-
	玻璃	日频	2026/7/24	734.4	元/吨	0.9%	-6.9%	-26.6%		-
中游制造-电气机械	光伏组件价格指数	周频	2026/7/20	14.2	点	0.0%	-0.6%	1.0%	-	
	碳酸锂活跃合约结算价	日频	2026/7/24	143780.0	元/吨	-5.7%	-8.6%	19.2%		-
中游制造-计算机电子	现货价-DRAM:DDR5(16Gb(2Gx8)	日频	2026/7/24	50.8	美元/颗	2.3%	8.5%	74.5%		-
	现货价-NAND Flash(64Gb 8Gx8 MLC)	周频	2026/7/13	31.4	美元/颗	0.9%	5.8%	346.0%	-	
稀土	中国价格指数稀土	日频	2026/7/24	270.5	点	-1.0%	2.0%	24.7%		-
国内农产品价格	蔬菜	日频	2026/7/24	4.4	元/千克	2.1%	4.1%	-22.7%		-
	水果	日频	2026/7/24	7.1	元/千克	-0.1%	-2.6%	-10.5%		-
	猪肉	日频	2026/7/24	15.9	元/千克	0.6%	11.1%	-9.6%		-
	鸡蛋	日频	2026/7/24	10.1	元/千克	0.6%	6.2%	36.1%		-
	牛肉	日频	2026/7/24	66.6	元/千克	-0.2%	0.1%	1.1%		-
	羊肉	日频	2026/7/24	64.6	元/千克	0.5%	0.6%	2.8%		-
运价	BDI	日频	2026/7/24	2743.0	点	-0.3%	9.7%	46.1%		-
	CCFI	周频	2026/7/17	1901.3	点	-0.5%	11.2%	65.8%	-	
国内二手挂牌房价	一线	周频	2026/7/13	173.3	点	-0.3%	-0.4%	-4.7%	-	
	全国	周频	2026/7/13	141.6	点	-0.2%	-0.3%	-3.6%	-	

资料来源: Wind, 华创证券

(九) 利率债：更好统筹资金使用和项目建设，加快资金拨付使用进度，尽快形成实物工作量

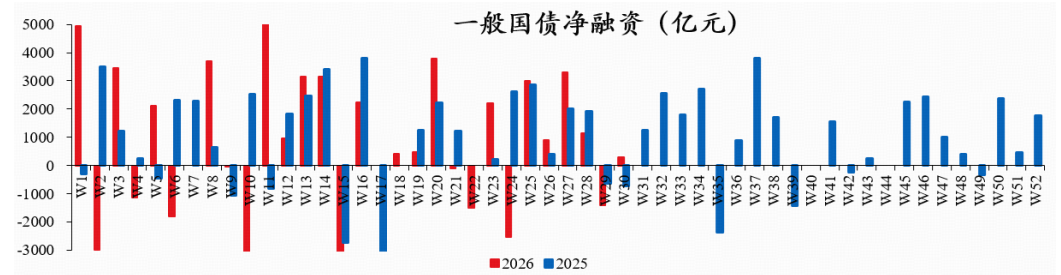
新增地方债发行计划更新：7月27日当周计划新增发行地方债734亿，其中一般债142亿，专项债592亿。截至7月26日，北京、河北等28省市披露了2026年8月新增专项债发行计划（含已知发行）5579亿（2025年同期，已披露地区实际发行4467亿），披露了26Q3新增专项债发行计划共13193亿（2025年同期，已披露地区实际发行13884亿）；7月新增专项债累计发行3412亿，去年同期为6169亿。截至7月底，全年新增专项债已知累计发行2.41万亿，完成全年进度54.7%（去年同期为2.78万亿，完成全年进度60.5%）。

特殊地方债（用于化债、清欠等非项目用途）发行计划更新：已公布7月27日当周特殊地方债计划625亿，其中特殊再融资债净融资（用于化债）412亿，特殊新增专项债发行（用于化债、清欠）213亿。7月特殊再融资债累计净融资1065亿，去年同期为858亿；7月特殊新增专项债累计发行2121亿，去年同期为2903亿。

国债周度净融资更新：已公布7月27日当周国债净融资300亿，其中一般国债300亿，特别国债0亿。7月一般国债累计净融资4229亿，去年同期为2359亿；7月特别国债累计净融资1900亿，去年同期为2060亿。

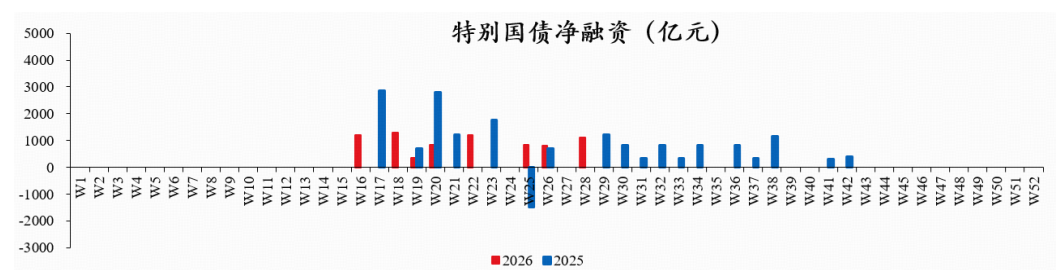
政策方面，7月22日，财政部召开2026年上半年财政收支情况新闻发布会，针对专项债提及：下一步，财政部将指导督促各地进一步强化专项债券“借用管还”闭环管理。一是从项目谋划之初就加强部门协同配合和审核把关，做深做实项目前期工作。二是更好统筹资金使用和项目建设，加快资金拨付使用进度，尽快形成实物工作量。三是严格落实“负面清单”管理，规范项目资产管理，提高投后管理科学性和规范性。四是加快建立偿债备付金制度，编制好还本付息归集计划，做好项目运营收益征缴，切实提高偿债能力。

图表 28 一般国债周度净融资



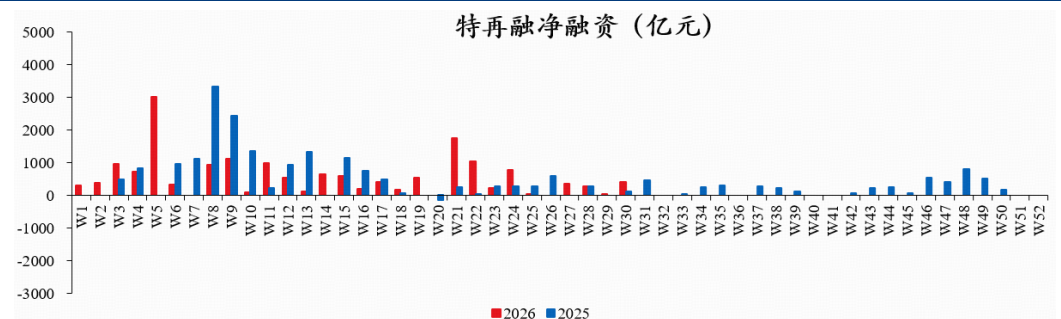
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 特别国债周度净融资



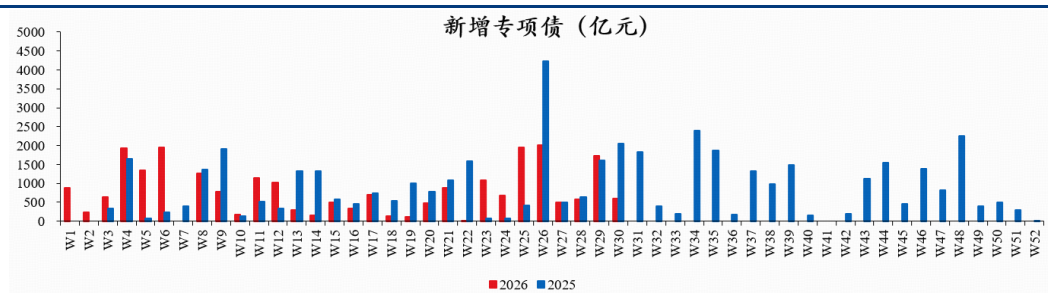
资料来源：Wind，华创证券

图表 30 特殊再融资债周度净融资计划



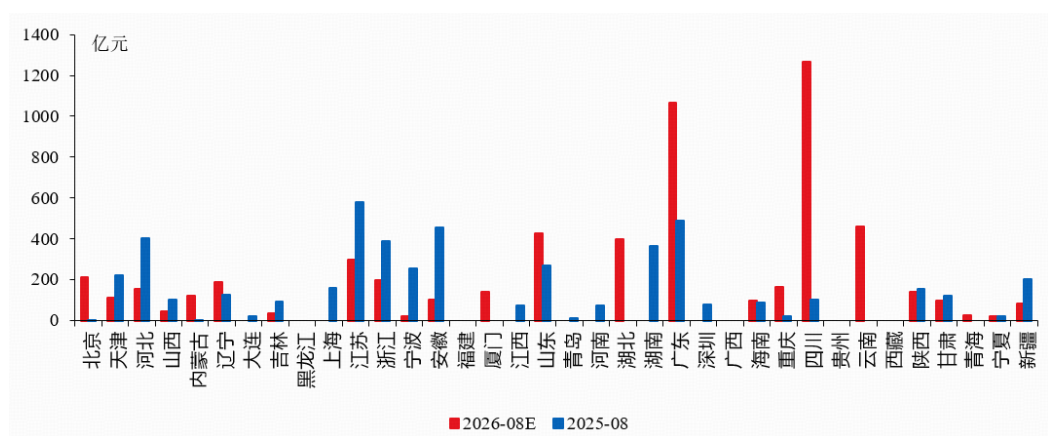
资料来源：Wind，华创证券

图表 31 新增专项债周度发行计划



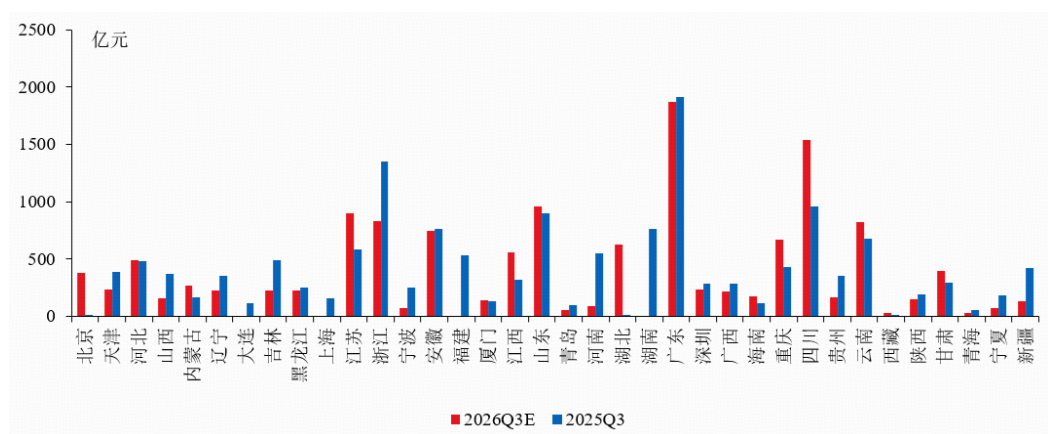
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 8月各地新增专项债发行计划(含已知发行)



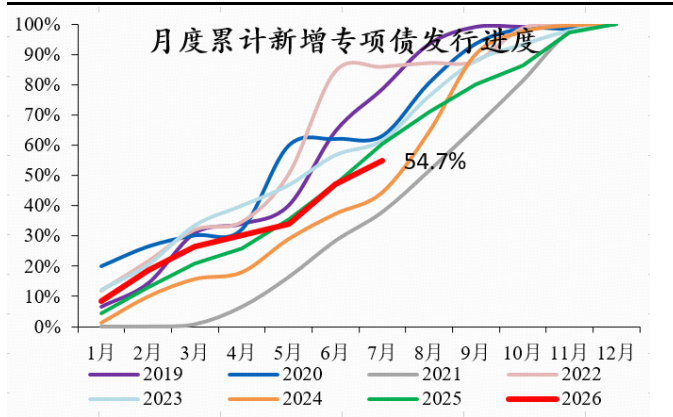
资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 Q3各地新增专项债发行计划(含已知发行)



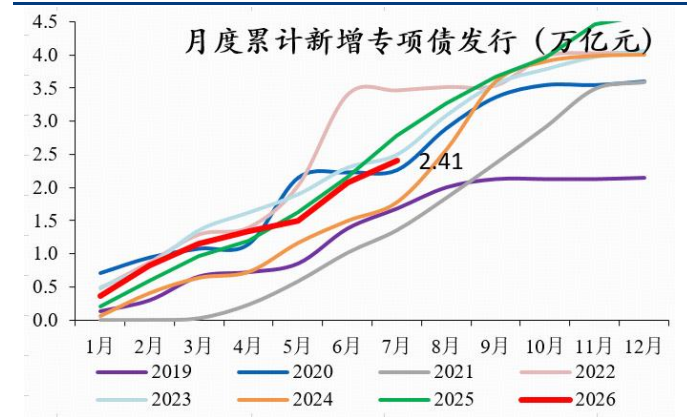
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 全年新增专项债已知累计完成全年进度 54.7%，去年同期完成全年进度 60.5%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 全年新增专项债已知累计发行 2.41 万亿，去年同期为 2.78 万亿



资料来源: Wind, 华创证券

(十) 资金：资金利率震荡

截至 7 月 24 日，DR001 收于 1.3826%，DR007 收于 1.4023%，R007 收于 1.4090%，较 7 月 17 日环比分别变化-1.85bps、-3.39bps、-3.38bps。本周净回笼资金 2930 亿，下周到期资金 14205 亿。

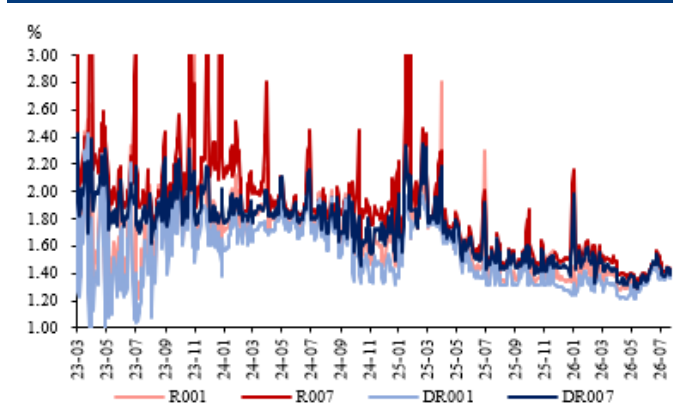
截至 7 月 24 日，1 年期、5 年期、10 年期国债收益率分别报 1.1389%、1.4381%、1.7282%，较 7 月 17 日环比分别变化-0.52bps、-0.85bps、-1.22bps。

图表 36 上周与本周公开市场操作到期一览

本周	2026/7/20	2026/7/21	2026/7/22	2026/7/23	2026/7/24	合计
逆回购	745	165	3505	4220	3615	9430
MLF					5000	5000
买断式逆回购						
国库现金定存	3500	1000				4500
净投放	4245	835	3505	4220	3385	2930
下周	2026/7/27	2026/7/28	2026/7/29	2026/7/30	2026/7/31	合计
逆回购	3985	2530	760	2040	890	10205
MLF	4000					4000
买断式逆回购						
国库现金定存						
净投放	7985	2530	760	2040	890	14205

资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 资金利率小幅震荡



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 债券收益率持续震荡



资料来源: Wind, 华创证券

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkayi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

私募销售组	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522