

7 月经济前瞻：盛夏有风，修复未满

——2026 年 7 月宏观数据预测

核心观点

预计 7 月经济延续总量放缓、结构分化的运行特征，月度 GDP 同比或回落至 4.0%。生产端，高温、暴雨及内需订单不足拖累建筑业和传统制造业，高技术制造、集成电路、机电产品出口及信息服务仍形成支撑。需求端，消费在低基数和暑期出行、观影等场景带动下温和修复，预计社零同比增长 1.4%，但汽车、家电及地产后周期消费依然偏弱。投资或处于低位筑底阶段，预计 1-7 月固定资产投资同比下降 4.9%，计算机通信设备和知识产权产品投资保持韧性，下半年需重点关注“六张网”建设及 8000 亿元新型政策性金融工具能否加快形成实物工作量。出口仍受 AI 产业链价格上涨支撑，但集成电路出口量已出现转弱迹象，后续增速或逐步放缓。价格方面，主要依靠季节性和低基数被动改善，就业面临毕业季扰动，信贷、社融及 M1、M2 增速预计继续承压。

总体看，经济尚处于新旧动能转换期，政策重心或转向财政金融协同与结构性工具先行，后续增长修复的关键在于政策资金向有效投资和内需改善的传导效率。

□ 生产：经济动能放缓，GDP 增长回落

从生产端看，7 月经济供给动能较 6 月有所放缓，预计月度 GDP 增速约为 4.0%，低于二季度的 4.3%。分产业看，第一产业增加值预计增长约 3.8%，对 GDP 拉动约 0.2 个百分点。第二产业增加值预计增长约 3.1%，拉动 GDP 约 1.1 个百分点，其中规模以上工业增加值预计增长 4.6%，装备制造业保持较快增速，AI 产业链、集成电路和机电产品出口仍是工业增长的核心支撑，但传统制造业生产进入淡季，拖累主要来自汽车、钢铁、非金属矿物制品，叠加高温、暴雨影响建筑施工，建筑业对第二产业形成明显拖累。第三产业增加值预计增长约 4.6%，拉动 GDP 约 2.7 个百分点，暑期旅游、航空运输、住宿、文化娱乐及信息通信服务表现相对较强，而批发、金融和房地产服务偏弱。总体而言，7 月生产端呈现“总量回落、分化加深”的特征。

□ 消费：预计 7 月社零增速同比 1.4%

预计 2026 年 7 月社会消费品零售总额同比增长 1.4%，较 6 月的 1.0%回升 0.4 个百分点。2025 年 7 月社零同比增长 3.7%，较 6 月的 4.8%回落 1.1 个百分点，基数压力有所缓解。尽管暑期出行、娱乐消费及居民工资水平改善对餐饮和部分可选消费形成支撑，但汽车销售仍然偏弱，家电等以旧换新相关品类受高基数影响继续下滑，迁徙和招聘数量也显示居民消费能力与消费意愿尚未全面修复，预计 7 月社零同比温和修复。

□ 投资：投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿政策性金融工具投放

我们预计，2026 年 1-7 月全国固定资产投资（不含农户）同比-4.9%。分领域看，预计 1-7 月基建投资同比约-1.8%，制造业投资同比约-0.6%，房地产开发投资同比约-18.9%左右。往后看，我们认为财政端仍有发力空间：2026 年 1-6 月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-2.0%、-2.6%、-8.6%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-5.0%，而 2026 年两会期间公布的《关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告》一般公共预算支出安排投入基建的资金同比 2025 年实际支出值同比+3.3%，下半年公共财政发力仍有空间。新增专项债方面，截至 2026 年 7 月底，

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：费瑾

执业证书号：S1230524070007

feijin@stocke.com.cn

分析师：王瑞明

执业证书号：S1230525080002

wangruiming@stocke.com.cn

研究助理：汤子玉

tangziyu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《经济周周看：本周经济景气度延续回落》 2025.12.01
- 2 《11 月 PMI：供需弱修复，蓄势待春归》 2025.11.30
- 3 《如何理解房地产发展新模式？》 2025.11.30

2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 2.41 万亿，2025 年同期发行 2.78 万亿，发行金额较上年同期有所降低，下半年专项债维度亦有发力空间。

展望全年，我们认为 2026 年固定资产投资端仍有望实现“止跌回稳”，主要在于以下几点：1) 下半年 8000 亿元新型政策性金融工具的加持预期，重点关注 PSL 规模变化；2) 工业企业尤其是中游高端设备制造企业利润回升结合 AI 科技产业革命背景下逐步增加产线投资；3) 7 月政治局会议定调“扎实推进“六张网”规划建设”，亦将支撑相关固定资产投资落地；4) 2025 年下半年投资端增速的低基数影响。另外，需要重视计算机通信和其他电子设备制造业投资和知识产权产品投资对下半年我国固定资产投资修复的拉动作用。

❑ **出口：预计 7 月出口 16.8%，进口 21.5%，AI 价增可能出现拐点**

AI 进出口金额大增主要是涨价贡献，6 月我国集成电路出口已经出现“价”增“量”减特征，出口量增速同比转负。从 7 月韩国前 10 日、20 日半导体出口同比增速来看均已出现二阶导放缓拐点，10 日同比由 6 月 188.3%降至 180.6%，20 日同比由 6 月 205.8%降至 193%。综合考虑 6 月我国出口价增量减和韩国 7 月同步指标增速放缓，我们认为我国出口同比增速可能接近放缓拐点。

❑ **物价：7 月物价被动回升**

我们预计，7 月 CPI 同比增速 0.8%（前值 1.0%），对应环比 0.2%（前值-0.3%）；工业品价格方面，我们预计 7 月 PPI 同比增速为 3.8%（前值 4.1%），对应环比-0.3%（前值-0.3%）。本月季节性扰动较往月更为显著，但 K 型分化表现延续，CPI 总体弱于历史同期，基数压力下同比涨幅放缓。工业方面，受暑期“迎峰度夏”和汛期因素影响，叠加国际大宗商品价格短期波动，工业品出厂价格可能出现小幅盘整。总体而言，在季节性因素与同期低基数优势下，本月同比有望延续被动回升。

❑ **就业：失业率保持平稳，季节性压力尚在**

过去两年失业率均因毕业生集中进入劳动力市场而有所抬升，不过 7 月制造业从业人数指数反而从 48.5%升至 49.0%，说明企业用工需求并未出现断崖式恶化。基准判断是全国城镇调查失业率 5.2%。

❑ **货币：预计 7 月金融数据仍然承压**

预计 7 月人民币贷款减少 6000 亿元，同比多减约 5500 亿元，增速较 6 月回落 0.2 个百分点至 5%。预计 7 月社融新增 8311 亿，同比少增约 3000 亿元，增速较 6 月回落 0.1 个百分点至 7.3%。预计 7 月 M2 增速为 7.7%，前值 8.0%，回落 0.3 个百分点。预计 7 月 M1 增速为 3.8%，前值 4.0%，回落 0.2 个百分点。

7 月政治局会议延续“适度宽松”的货币政策基调，强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，同时提出加强财政金融协同、促进内需扩张。我们认为，货币政策宽松方向未变，但短期发力方式将更多依赖政策性金融工具和结构性货币政策工具，降准降息等总量工具的紧迫性有所下降，政策节奏或表现为结构工具先行，总量工具相机而动。若后续内需、物价或信用扩张明显弱于预期，降准降息仍有落地可能。

❑ **风险提示**

1) 国际大宗商品价格超预期波动；2) 大国博弈强度超预期。

正文目录

1 经济动能放缓，7月 GDP 同比增长 4.0%	5
2 内需再度走弱，工业生产放缓	5
3 预计 7 月社零增速同比 1.4%	5
4 投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿政策性金融工具投放	6
4.1 制造业：或仍难回正，关注 AI 能否有效拉动企业投资意愿	7
4.2 基建：建筑业 PMI 连续处于荣枯线下，投资增速或低位运行	9
4.3 地产：预计 7 月地产累计同比增速-18.9%	11
5 预计 7 月出口 16.8%，进口 21.5%，AI 价增可能出现拐点	12
6 物价延续被动回升	13
6.1 消费品价格弱复苏	13
6.2 工业品价格存量博弈	14
7 失业率保持平稳，季节性压力尚在	15
8 预计 7 月金融数据仍然承压	15
9 风险提示	17

图表目录

图 1: 7 月日均电影票房较去年同期增长约 25.6%.....	6
图 2: 乘联会预计 7 月狭义乘用车零售同比-17.8%.....	6
图 3: 2026 年 6 月固定资产投资同比增速继续承压.....	7
图 4: 2026 年上半年制造业、基础设施、地产投资累计同比.....	7
图 5: 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-6 月）.....	8
图 6: 中国建筑业 PMI.....	9
图 7: 基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年数据之前使用老口径）.....	9
图 8: 月度新增专项债规模（亿元）.....	10
图 9: 2026 年超长期特别国债发行安排.....	11
图 10: 八大建筑央企新签合同额累计同比.....	11
图 11: 集成电路价格上涨是拉动主因（%）.....	13
图 12: 韩国前 20 日进出口同比较快增长，但边际放缓.....	13
图 13: iCPI 显示本月价格涨跌互现.....	14
图 14: 刻画 DRAM 需求的 DXI 指数本月放缓.....	15
图 15: 7 月失业金搜索指数处于低位.....	15
图 16: 7 月票据利率走势.....	16

1 经济动能放缓，7月 GDP 同比增长 4.0%

7月，夏粮丰收、畜牧业生产稳定，考虑早稻、蔬果等生产总体平稳，农业生产延续二季度增长水平，**预计一产增加值同比增长 3.8%**。

高温、暴雨和洪涝影响建筑施工及部分工业生产，内需订单明显弱于生产，企业继续面临去库存压力，预计工业增加值从6月的5.3%回落至4.6%。建筑业 PMI 降至 47.0%，叠加高温暴雨、地产和基建投资偏弱，预计建筑业增加值下降 5%，**预计二产增加值同比增长 3.1%**。

服务业商务活动指数从 50.4%降至 49.3%，批发、金融和房地产活动明显走弱；但暑期航空、住宿、旅游和文体娱乐回升，信息软件、租赁商务服务仍保持较快增长，**预计三产增加值回落至 4.6%**。

我们预计 7 月 GDP 同比增长 4.0%，核心拖累来自二产中的建筑业以及三产中的地产、批发和零售，主要支撑来自高技术工业、信息服务和暑期出行消费。

表1：7月 GDP 预测

指标	7月预测	前值	判断
GDP 增速	4.0%	二季度 4.3%	动能继续放缓
第一产业增加值	3.8%	二季度 3.7%	基本稳定
第二产业增加值	3.1%	二季度 3.0%	工业托底、建筑业拖累
其中：工业增加值	4.6%	6月 5.3%	高技术托底、传统行业降温
第三产业增加值	4.6%	二季度 5.1%	服务业景气回落
全国城镇调查失业率	5.2%	6月 5.0%	毕业季带来季节性回升

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2 内需再度走弱，工业生产放缓

预计 7 月工业增加值回落至 4.6%，主要原因是景气度下滑。7 月制造业 PMI 从 50.3%降至 49.2%，其中生产指数从 51.4%降至 49.9%，新订单指数从 51.2%降至 48.5%，意味着 6 月冲量和生产修复后，7 月环比动能明显减弱。拖累主要来自汽车、钢铁、非金属矿物制品，产需指数均低于 50%。7 月 1-26 日乘用车厂商批发量同比下降 18%，反映车企控产和渠道去库存压力。

我们预计，7 月工业增长不会失速，AI 产业链、集成电路和机电产品出口仍是工业增长的核心支撑，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别达到 53.3%和 51.4%，生产指数和新订单指数均超过 53%。

3 预计 7 月社零增速同比 1.4%

预计 2026 年 7 月社会消费品零售总额同比增长 1.4%，较 6 月的 1.0%回升 0.4 个百分点。2025 年 7 月社零同比增长 3.7%，较 6 月的 4.8%回落 1.1 个百分点，基数压力有所缓解。尽管暑期出行、娱乐消费及居民工资水平改善对餐饮和部分可选消费形成支撑，但汽车销售仍然偏弱，家电等以旧换新相关品类受高基数影响继续下滑，迁徙和招聘数量也显示居民消费能力与消费意愿尚未全面修复，预计 7 月社零同比温和修复。

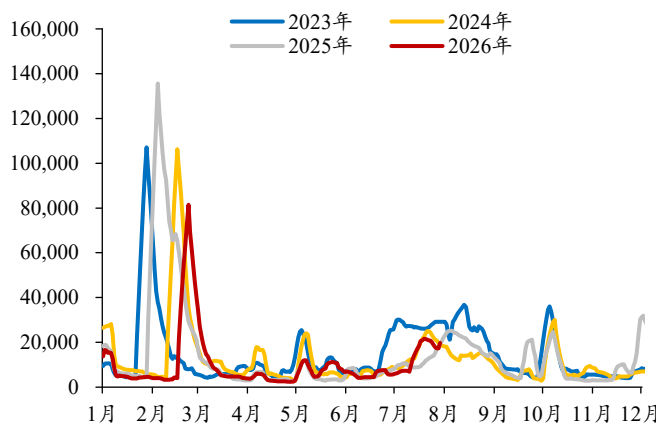
首先，暑期线下消费场景有所修复，但整体改善幅度相对温和。高频数据显示，7月城市高峰拥堵指数同比增长约0.9%，国内航班周均执行量同比增长约1.1%，日均电影票房较去年同期增长约25.6%，反映暑期出行、观影和线下娱乐消费保持一定活跃度。但同期全国迁徙规模指数同比下降约13.1%，居民跨区域流动热度仍然偏弱。预计暑期消费能够对餐饮、交通出行及部分可选消费形成支撑，但难以带动线下消费出现全面、显著回升。

第二，汽车仍是7月社零最主要的拖累项。7月传统淡季叠加高温、强降雨等极端天气，进一步抑制线下到店客流与终端成交，市场自然购车需求恢复低迷。根据乘联会的预测，7月狭义乘用车总市场约为152万辆，同比-17.8%。即使月底经销商存在一定冲量，也难以完全扭转全月汽车零售额负增长的局面。

第三，家电及地产后周期消费仍然偏弱，限制商品零售修复高度。2026年7月前三周以旧换新相关家电零售额同比下降约23.5%，较6月进一步走弱。房地产销售和居民加杠杆意愿尚未明显改善，家具、建材等地产后周期消费预计也将继续承压，耐用品消费仍是商品零售的主要拖累。

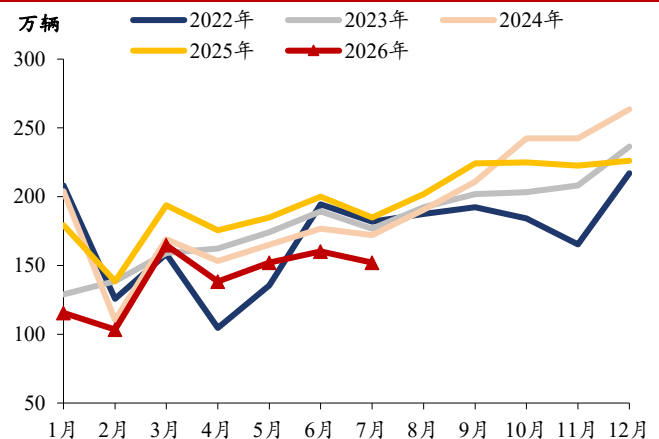
第四，居民收入指标有所改善，但就业需求偏弱，消费内生动能仍然有限。7月招聘平均工资四周移动平均同比由月初的4.5%逐步升至9.5%，对居民收入预期和基本消费形成一定支撑；但7月新增招聘帖数周均值同比下降约14.7%，显示企业招聘需求和就业数量仍然偏弱。收入价格改善与就业数量走弱并存，预计粮油食品、日用品等必选消费保持韧性，可选消费修复幅度相对有限。

图1：7月日均电影票房较去年同期增长约25.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：乘联会预计7月狭义乘用车零售同比-17.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

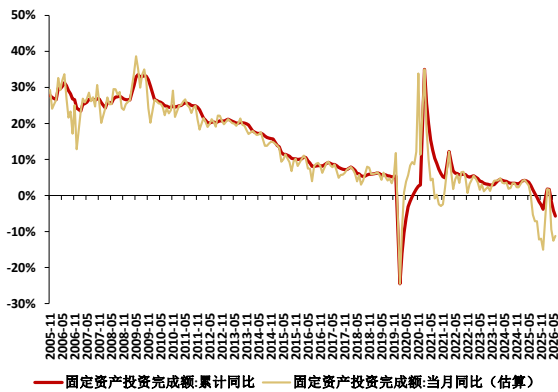
4 投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿政策性金融工具投放

我们预计，2026年1-7月全国固定资产投资（不含农户）同比-4.9%（2026年Q1同比+1.7%、Q1-2同比-5.7%），投资端预计继续低位运行。分领域看，我们预计1-7月制造业投资同比-0.6%，基建（统计局口径）投资同比-1.8%，房地产开发投资同比-18.9%。

上期情况：2026年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）226370亿元，同比-5.7%。拆分构成看，2026年上半年建安工程（1-6月累计同比-8.0%）仍是主要拖累项，设备工器具购置（1-6月累计同比+8.1%）仍是主要支撑项。分领域看，2026年1-6月制造业投资同比-1.2%，基建投资同比-2.4%，房地产开发投资同比-18.0%。

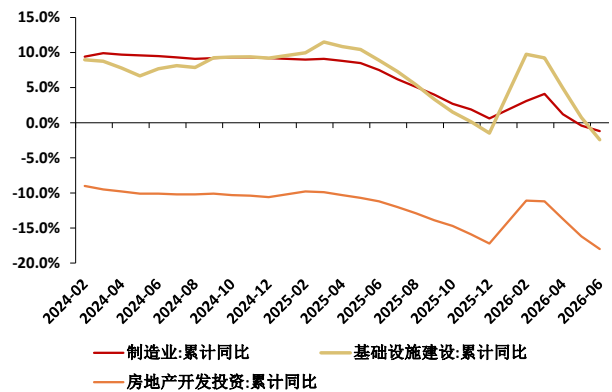
亮点方面：投资数据具备局部 K 型分化属性。1) 1-6 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+6.5%，增速较 2025 年整年提升 9.7 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。2) 1-6 月知识产权产品投资同比+9.4%，增速较整体投资增速高出 15.1 个百分点，我们认为，知识产权产品投资已经成为支撑我国固投的重要科目，Q1 该科目在整个投资中的比重超过 12%，知识产权产品投资主要包括计算机软件和数据库投资、研究与开发投资，指向近年来我国因地制宜发展新质生产力取得重要成效。

图3：2026 年 6 月固定资产投资同比增速继续承压



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图4：2026 年上半年制造业、基础设施、地产投资累计同比



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

往后看，今年下半年投资端能否修复，我们建议重点关注 2026 年 7 月底政治局提出扎实推进“六张网”规划建设和 8000 亿元新型政策性金融工具的推进落地节奏，若后续相关项目资金能够快速落地推动，实物工作量的改善有望改善建安工程投资疲弱的现状。另外，6 月 26 日，国家能源局表示：预计“十五五”能源重点项目和新业态投资保持稳步增长态势，总规模超过 20 万亿元。我们认为，新型能源体系建设亦需要紧密跟踪。

4.1 制造业：或仍难回正，关注 AI 能否有效拉动企业投资意愿

我们预计，2026 年 1-7 月制造业投资同比约-0.6%左右（2026 年 Q1 同比+4.1%、Q1-2 同比-1.2%），或仍较难快速回正，2026 年的制造业投资能否持续实现稳增长值得重点关注。往后看，四中全会提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，足见中长期制造业的产业地位，未来 5 年投资增速不宜过分低估。制造业与受政府投资主导的基建不同，制造业资金来源中企业自筹资金占比接近 90%，故除了政策支持（新型政策性金融工具、超长期特别国债）外，企业资本开支意愿（科技产业趋势，反内卷）、全球经贸环境（出口订单预期，欧美+东南亚订单）以及企业的盈利能力（工企利润）等多重因素均能够阶段性影响短期的投资增速。我们提示，2026 年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整，随着科技资本投入关键物料的量价齐升，重点关注企业对高技术制造业资本开支投资意愿能否修复。高技术制造业包括电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，信息化学品制造业，医药制造业，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业。

上期情况：2026 年 Q1-2 制造业投资累计同比-1.2%，Q1 累计同比+4.1%，2026 年 6、5、4 月当月同比分别为-3.2%、-4.2%，-4.3%，二季度整体制造业投资连续走弱。值得注意的是，在制造业整体投资走弱背景下，1-6 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+6.5%，增速较 2025 年整年提升 9.7 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。

图5：制造业行业固定资产投资同比增速（截至2026年1-6月）

原计同比 (%)	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	家具制造业	化学纤维制造业	非金属矿物制品业	纺织服装、服饰业	印刷业和记录媒介的复制	医药制造业	专用设备制造业	食品制造业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	废弃资源综合利用业	橡胶和塑料制品业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	化学原料及化学制品制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	酒、饮料和精制茶制造业	金属制品业	黑色金属冶炼及压延加工业	汽车制造业	金属制品、机械和设备修理业	有色金属冶炼及压延加工业	烟草制品业	仪器仪表制造业	农副食品加工业	制造业	电气机械及器材制造业	通用设备制造业	造纸及纸制品业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天和其他运输设备制造业	纺织业
2026年6月	-18.1	-16.9	-13.0	-11.9	-11.0	-9.3	-9.2	-8.6	-8.1	-8.1	-7.6	-7.1	-6.7	-6.5	-5.7	-5.6	-5.5	-4.9	-4.2	-4.2	-4.1	-4.0	-2.3	-1.9	-1.2	1.2	1.9	6.2	6.5	9.4	24.7
2026年5月	-16.3	-11.6	-14.5	-11.0	-10.3	-9.2	-9.0	-8.0	-6.5	-7.0	-5.7	-5.6	-7.8	-5.9	-5.6	-6.3	-4.0	-1.6	-2.7	-9.9	-2.3	-6.1	-2.5	0.5	-0.4	1.5	2.8	6.8	6.7	10.8	23.6
2026年4月	-11.8	-7.2	-14.1	-8.8	-9.3	-8.6	-7.8	-6.0	-4.5	-5.6	-2.8	-4.7	-5.3	-3.6	-5.3	-5.9	-1.4	-1.9	-0.5	-3.9	-0.9	-5.3	0.6	2.6	1.2	2.9	5.5	9.7	5.4	12.1	24.7
2026年3月	-9.5	-3.5	-11.8	-4.5	-4.1	-2.8	-7.7	-0.4	0.7	-3.2	6.1	-3.1	4.9	0.4	-3.7	-2.0	5.5	-0.2	4.8	-7.1	3.7	-7.9	0.6	5.5	4.1	0.8	12.5	10.2	5.4	17.6	27.7
2026年2月	-12.1	-6.3	-11.9	-8.6	-3.3	1.6	-2.8	-0.5	4.7	1.0	7.8	-0.8	11.2	-5.4	10.0	-3.0	7.4	4.3	2.6	-29.0	-9.2	34.5	4.0	11.2	3.1	5.8	7.0	12.6	1.2	18.8	31.1
2025年12月	3.2	1.5	12.3	-10.2	5.2	-6.1	-13.5	-7.1	2.2	-5.7	10.4	1.8	4.5	-8.0	18.2	-0.2	-1.9	-2.6	11.7	37.9	-4.2	13.3	-17.7	9.2	0.6	-10.3	6.2	-3.1	-3.2	4.3	17.5
2025年11月	6.3	4.8	12.1	-9.5	7.7	-5.4	-13.1	-4.0	2.3	-3.9	13.1	3.4	2.1	-8.2	23.6	-1.5	2.1	-1.3	15.3	32.6	-2.2	16.0	-17.1	9.6	1.9	-9.5	8.9	-3.8	-3.2	5.8	22.4
2025年10月	6.8	7.7	11.3	-8.5	10.0	-2.9	-11.3	-2.0	5.9	0.1	14.6	6.5	5.9	-7.9	21.2	1.6	3.7	-2.0	17.5	49.2	-1.5	17.5	-16.8	10.7	2.7	-9.4	9.5	-1.2	-2.2	8.3	20.1
2025年9月	11.7	10.8	11.6	-6.6	14.8	-0.7	-9.9	-0.7	10.8	2.4	19.1	7.3	12.2	-5.6	20.7	5.0	5.9	-2.0	19.2	50.1	0.4	13.9	-17.2	14.3	4.0	-9.5	11.8	0.0	-2.1	11.2	22.3
2025年8月	13.2	14.8	9.3	-5.8	20.1	5.1	-8.5	1.6	13.9	6.7	18.5	10.7	16.8	-5.2	19.3	7.2	8.4	-3.3	20.2	49.7	2.2	14.3	-17.6	16.9	5.1	-8.8	13.7	4.9	-0.1	12.6	26.2
2025年7月	14.8	17.7	11.1	-4.8	25.2	8.9	-6.6	4.6	15.4	6.7	18.8	12.0	21.5	-4.7	16.3	8.7	9.5	-4.1	21.7	49.4	4.9	17.6	-16.3	17.8	6.2	-8.7	14.8	7.4	2.2	14.1	29.3
2025年6月	15.9	17.5	10.6	-5.1	27.0	11.2	-3.0	6.2	16.0	12.4	18.6	14.6	24.0	-1.1	14.4	9.2	11.1	-0.6	22.2	44.2	9.1	18.0	-15.6	18.4	7.5	-7.8	16.6	8.9	4.6	14.5	27.3
2025年5月	17.1	13.4	16.4	-3.6	27.6	12.0	0.9	7.9	16.1	13.2	18.1	15.7	26.6	0.4	18.8	9.5	11.0	-1.6	23.4	62.2	14.3	10.5	-13.6	17.7	8.5	-8.6	17.5	9.4	7.0	15.1	26.1
2025年4月	17.5	12.7	17.6	-2.9	27.1	13.0	2.6	8.4	16.6	11.5	17.9	14.7	26.6	1.3	18.0	9.8	11.5	2.0	23.6	44.3	16.4	11.0	-15.1	18.4	8.8	-7.5	17.9	7.6	9.0	14.7	29.6
2025年3月	15.2	8.9	15.8	-1.8	22.9	14.8	4.4	8.1	18.0	13.4	11.2	17.9	23.7	2.1	25.8	8.2	12.2	5.5	24.5	43.6	17.9	32.2	-15.4	18.6	9.1	-7.4	17.2	11.9	10.5	13.5	37.9
2025年2月	21.7	13.7	16.0	0.2	18.5	10.6	3.5	9.0	21.0	10.6	10.5	14.3	16.9	6.0	48.3	16.5	10.8	5.7	27.0	45.5	16.1	-13.6	-13.2	17.4	9.0	-8.6	21.6	0.5	9.6	13.6	37.3
2024年12月	7.8	9.0	4.7	1.6	18.0	16.8	6.9	11.6	22.9	13.7	7.5	14.3	17.1	8.6	14.8	18.0	16.6	1.8	7.5	5.8	24.2	-20.9	-0.2	18.0	9.2	-3.9	15.5	18.5	12.0	15.6	34.9
2024年11月	7.2	9.7	6.0	2.3	18.2	16.6	6.0	11.7	24.5	13.7	9.7	15.5	15.0	9.6	10.0	18.9	16.3	2.8	7.2	7.6	25.3	-14.6	-1.6	18.2	9.3	-3.4	14.9	19.6	12.6	16.2	30.6
2024年10月	4.2	9.8	5.9	2.3	17.5	16.1	6.2	11.9	23.5	12.6	12.9	14.1	14.1	11.2	8.1	19.9	15.8	4.3	5.9	-3.0	25.9	-13.5	-1.3	18.8	9.3	-2.8	14.2	20.6	13.2	15.2	33.0
2024年9月	3.3	8.6	4.7	3.2	16.3	16.6	7.4	12.0	23.5	11.5	10.5	14.6	12.0	10.1	10.6	20.1	16.4	5.2	5.8	-1.3	24.8	-10.6	-1.5	19.4	9.2	-1.6	14.9	19.4	13.1	14.6	31.8
2024年8月	4.5	8.4	4.4	3.9	15.5	13.7	7.3	12.8	26.1	9.8	9.9	13.7	9.9	10.0	9.7	21.1	17.3	4.9	5.4	-2.5	26.2	-12.1	0.6	19.6	9.1	-0.3	13.8	19.9	14.2	13.5	30.7
2024年7月	4.9	9.5	6.2	4.9	14.5	14.0	8.5	13.3	26.8	11.5	11.2	15.7	9.7	9.9	9.8	21.8	18.1	6.8	5.0	-2.7	23.7	-12.2	2.8	21.2	9.3	1.4	13.8	21.6	14.5	13.1	30.1
2024年6月	5.4	10.3	6.4	5.0	14.0	7.9	7.1	12.6	27.0	10.4	10.0	15.6	8.8	8.4	8.3	24.7	16.0	5.4	6.5	2.3	19.8	-13.2	4.5	21.8	9.5	3.5	14.0	21.9	15.3	14.3	28.2
2024年5月	0.0	12.3	4.7	5.9	14.8	13.3	6.8	12.7	29.7	8.1	13.9	14.2	11.6	9.9	4.1	19.2	17.3	6.5	5.8	1.5	18.4	-12.6	4.2	21.4	9.6	8.1	13.5	22.5	14.8	13.4	34.7
2024年4月	-0.7	11.8	4.6	6.4	17.9	14.2	4.7	13.9	27.8	7.1	12.2	15.6	19.5	13.9	1.7	21.8	16.4	7.9	5.7	11.1	20.0	-9.4	7.7	19.2	9.7	10.1	13.2	22.2	13.1	16.3	27.7
2024年3月	-1.2	6.9	6.6	5.7	17.5	11.2	8.5	14.1	19.0	3.4	11.0	14.1	4.9	11.9	-3.8	28.2	16.1	4.6	7.4	-5.2	18.8	-15.8	6.0	17.4	9.9	13.9	13.9	17.1	14.3	12.4	24.8
2024年2月	-2.2	-1.4	8.0	2.0	16.6	13.7	2.7	12.0	22.5	-2.5	5.1	10.3	-2.4	14.0	-25.3	39.3	9.2	13.5	7.0	50.0	23.2	-14.0	-3.9	13.6	9.4	24.1	11.3	22.5	14.8	15.0	25.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2026 年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整。《“十五五”规划》靠前提出：坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。针对先进制造业发展方向，专栏 2—“产业基础能力和竞争力提升”中明确提出六大领域，包括：高端新材料、基础零部件和元器件、基础软件和工业软件、工业母机、高端仪器仪表、重大技术装备。我们认为，这六大领域可以概括为上游基础材料零部件、中游软件和系统支撑、下游高端制造业装备产品。具体发力行业可以细化为：

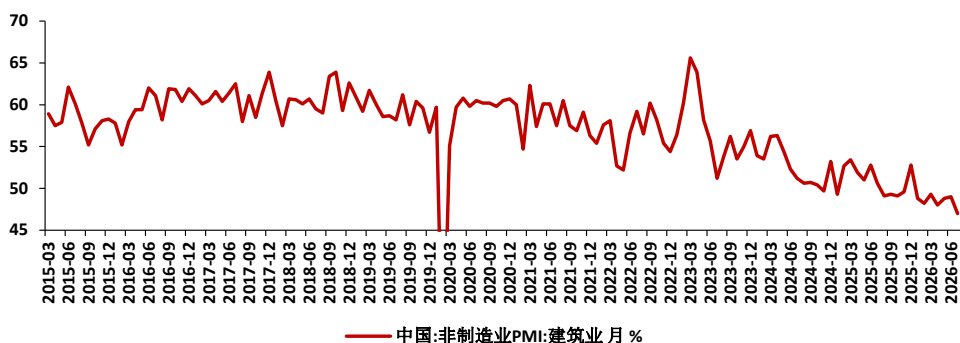
- 1) 上游强化高端新材料与基础零部件供给：**突破高端特殊钢、高温合金、先进陶瓷等关键材料，推动稀土功能材料提质升级，攻关高速精密轴承、高参数齿轮等核心零部件，研制连接类、传感类等通用元器件，破解产业链“卡脖子”难题。
- 2) 中游夯实软件与装备核心支撑：**聚焦国产操作系统、数据库等基础软件，以及研发设计、生产控制类工业软件，推动全链条技术攻关与应用；重点研制高速精密高端数控机床等工业母机，提升智能数控系统、精密测量配套能力，打造自主可控的制造“生产工具”。
- 3) 下游提升高端仪器与重大装备水平：**加强研发在线高效检测、极端环境控制等高端仪器仪表，攻关量子计量等新型校准设备；推进大型邮轮、CR450 动车组、石化化工成套装备、谱系化燃气轮机等重大技术装备研发与产业化，布局丘陵山区适用智能农机，牵引交通、能源、农业等领域装备升级。

对于传统制造业产业的发展重视“巩固提升我国产业在全球分工中的地位和竞争力”、“健全产能监测预警机制，综合整治‘内卷式’竞争。”与此同时，2025年11月14日国家统计局指出，尽管投资增速在放缓，但投资结构持续优化，表现在制造业投资持续增长，传统制造业改造升级积极推进，新兴制造业发展壮大。我国投资的潜力和空间依然巨大。我们认为，制造业的结构性调整也值得重视，随着高质量发展持续推进，制造业高端化、智能化、绿色化步伐加快，相关的制造业投资较快增长。

4.2 基建：建筑业 PMI 连续处于荣枯线下，投资增速或低位运行

预计 2026 年 1-7 月基建投资同比-1.8%，整体增速继续承压。2026 年 7 月建筑业 PMI 仅录得 47.00%，已经连续 7 个月 PMI 处于荣枯线以下。

图6：中国建筑业 PMI



资料来源：Wind，浙商证券研究所

上期情况：2026 年 1-6 月基础设施投资累计同比-0.4%。分项看，2026 年 1-6 月航空运输、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业、电热燃及水的生产和供应业分别累计同比+11.0%、-7.7%、-9.9%、-6.2%、-2.7%。其中，今年以来公共设施管理业（市政工程）增速降幅较大，我们认为主要系 3 月初以来部分工业品价格非合理回升对市政工程投资的实物工作量形成一定压制，截至 6 月底石油沥青装置开工率已经降低至 15.8%，系 2016 年以来历史低值区间，同时螺纹钢表观需求亦有所走弱。

图7：基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年数据之前使用老口径）

累计同比数据	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
基础设施投资	-2.4%	0.6%	4.3%	8.9%	11.4%	-2.2%	-1.1%	-0.1%	1.1%
交通运输、仓储和邮政业	2.6%	7.1%	11.1%	16.3%	9.1%	-1.2%	-0.1%	0.1%	1.6%
铁路运输	暂未披露	5.1%	8.6%	12.6%	28.7%	-1.2%	2.7%	3.0%	4.2%
航空运输	11.0%	21.7%	27.3%	43.3%	31.1%	-5.3%	-2.1%	-1.1%	0.2%
道路运输	-7.7%	-5.7%	-3.0%	2.9%	-0.6%	-6.0%	-4.7%	-4.3%	-2.7%
水利、环境和公共设施管理业	-6.5%	-3.9%	-0.1%	3.6%	8.3%	-8.4%	-6.3%	-4.1%	-2.4%
水利管理	-9.9%	-8.3%	-6.2%	-5.5%	-4.4%	-6.3%	-3.2%	0.7%	3.0%
公共设施管理业	-6.2%	-3.2%	0.9%	5.7%	11.6%	-8.2%	-6.2%	-4.4%	-2.8%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-2.7%	-0.1%	4.4%	9.0%	13.1%	9.1%	10.7%	12.5%	15.3%

资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

投资方向上看，2026 年 4 月底，政治局会议提出要加力“六张网”建设，六张网即“水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网”。2026 年 3 月 6 日发改委

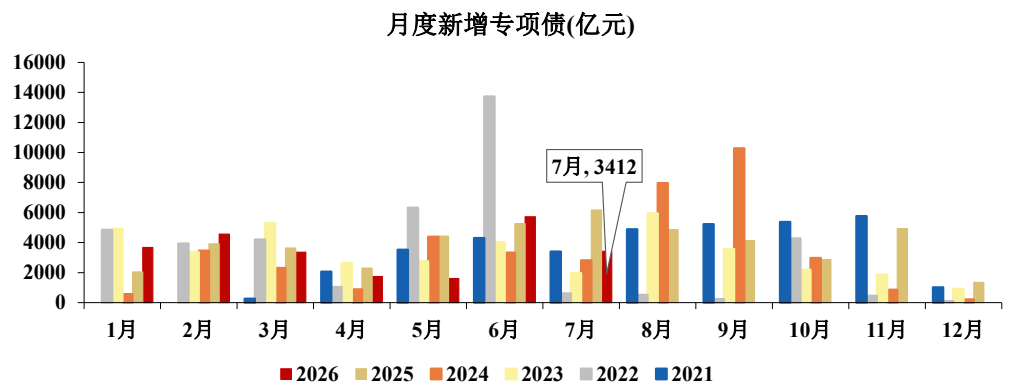
指出，“十五五”期间国家发展改革委将推进“六张网”和重点领域（综合立体交通设施，以及消费、低空、“人工智能+”、教育医疗等基础设施和公共服务设施）建设，不断改善人们的生产条件和生活环境，今年初步估算这些方面的投资将超过 7 万亿元。另外，6 月 26 日，国家能源局表示：预计“十五五”能源重点项目和新业态投资保持稳步增长态势，总规模超过 20 万亿元。我们认为，新型能源体系建设亦需要紧密跟踪。

资金面上看，参考我们在 2024 年 10 月 25 日报告《财政资金哪些与基建相关？》中提出的基建投资研究框架，未来有四个关注点：

1) 一般公共预算方面：2026 年 1-6 月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-2.0%、-2.6%、-8.6%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-5.0%，未来该数据的改善有待观察。结合 2026 年两会期间公布的《关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告》一般公共预算支出安排，2026 年对城乡社区事务、交通运输、农林水领域的支出分别为 20962、12375、24261 亿元，投入基建的资金同比 2025 年实际支出值同比+3.3%，下半年公共财政发力仍有空间。

2) 新增专项债方面，截至 2026 年 7 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 2.41 万亿，2025 年同期发行 2.78 万亿，发行金额较上年同期有所降低，下半年专项债维度亦有发力空间。

图8：月度新增专项债规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 中央预算内投资：2026 年两会指出：拟安排中央预算内投资 7550 亿元，相较 2025 年下达的 7350 亿元资金，增加 200 亿元。截至 7 月 31 日，国家发改委表示今年 7550 亿元人民币中央预算内投资已基本下达完毕。

4) 超长期特别国债：2026 年两会指出：拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元。根据财政部发布的发行计划，发行窗口为 4 月下旬—10 月中旬，5—6 月为发行高峰。

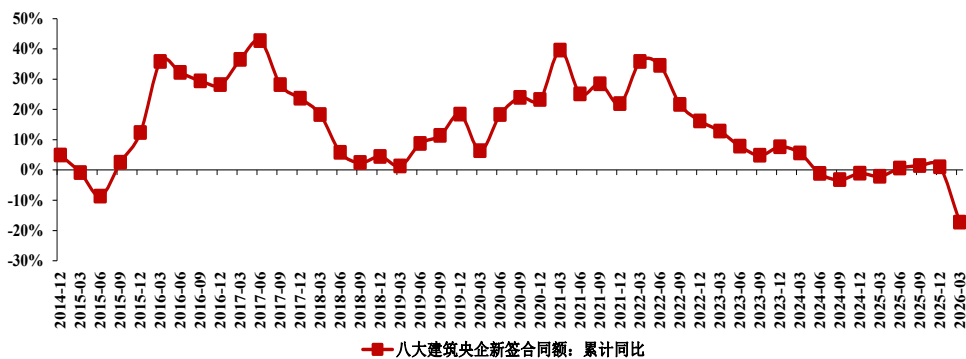
图9：2026 年超长期特别国债发行安排

表4：2026年超长期特别国债发行安排				
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
6月	30	5月20日	续发	按半年付息
	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
7月	30	6月24日	首发	按半年付息
	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
8月	30	7月15日	续发	按半年付息
	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
9月	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
	30	9月2日	续发	按半年付息
10月	30	9月4日	续发	按半年付息
	20	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：财政部，浙商证券研究所

建筑企业订单方面：上市建筑央企基建订单同比增速领先基建投资大约一个季度。从已经披露的八大建筑央企中看，2026 年第一季度中国中铁、中国铁建、中国交建、中国能建、中国电建、中国中冶、中国建筑（基建）、中国化学新签订单共计 25316 亿元，同比-17.2%，仍处于订单增速低位，2026 年的改善幅度有待观察。

图10：八大建筑央企新签合同额累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望 2026 年全年看，在特朗普上台的背景下，未来数年内贸易和科技领域的外部冲击是我国要面临的重要挑战，前者以关税为主，后者以特定科技领域管制为主，为此国内政策将给予更加积极的应对，规模更大，速度更快，预计当前乃至以后一段时间基建投资的安全属性将继续抬升。

4.3 地产：预计 7 月地产累计同比增速-18.9%

地产库存去化周期仍处于高位，仍以消化库存为主，预计 2026 年 7 月我国地产投资累计增速-18.9%，未来一线城市可能率先触底：

一是总量上来看商品房库存持续去化。根据 Wind 十大城市口径数据（一线北上广深；二线杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门），截至 2026 年 7 月商品房库存 7421 万平方米，同比下行 4.7%，延续 23 年以来去化趋势。

二是地产去化压力仍大，去化周期高于均值。截至 7 月，十城口径，库销比 19.4 月，高于 2010 年以来历史均值 12.5 月。

三是结构上来看去化压力分化，但一线城市正逐步接近合理水平。截至 7 月，十城口径一线城市去化周期 11 月，略高于历史均值 10.4 月；二线城市去化周期 34.2 月，远超历史均值 14.8 月。

租金走势是判断楼市企稳的核心，当前一二线城市租金下行边际放缓。截至 2026 年 6 月，百城平均租金 24.52 元每平米每月，较 25 年同期 26.1 元每平米每月同比下跌 6.2%，前值-5.8%。分一二三线城市来看，截至 26 年 6 月租金同比增速一线同比-13.1%，二线-4.9%、三线-5.1%均延续下行趋势，前值一线同比-8.8%，二线-6%、三线-4.8%。

5 预计 7 月出口 16.8%，进口 21.5%，AI 价增可能出现拐点

AI 涨价的产业逻辑支撑我国进出口“双增”。

AI 是进出口双增的核心逻辑。6 月出口增长 20.8%中，AI 相关商品（集成电路、自动数据处理设备）贡献 8.4%，其他商品贡献 12.4%；进口增长 29.4%中，AI 相关商品贡献 15.5%，其他商品贡献 13.9%。

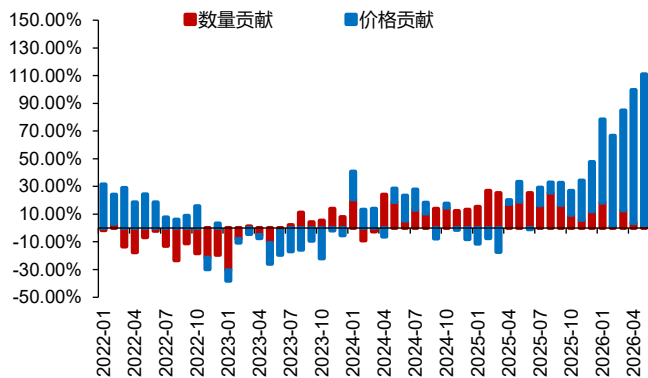
区分量价来看，AI 进出口金额大增主要是涨价贡献。1 至 6 月累计集成电路出口数量 1794.4 亿个、金额 12263.5 亿元，较上年同期分别增长 7%和 88.7%，进口数量 3047.5 亿个、金额 20634.8 亿元，同比分别增长 8.1%和 50.1%，显示出口金额同比增长大部分由价格驱动。

今年以来集成电路出口“价”增“量”减，6 月出口同比首度转负。出口方面，6 月集成电路出口量同比减 0.4%，自 1 月同比增 18%以来趋势性下行；6 月集成电路出口均价同比增速 122.3%，较 1 月同比增速 50.8%持续上行。进口方面，6 月集成电路进口量同比增 6.6%，较前值-1%反弹；进口均价同比增 61.7%，前值 69.7%。

考虑韩国半导体出口同比增速（10 日、20 日）出现下行趋势，我们认为出口同比增速可能放缓。7 月韩国前 10 日、20 日半导体出口同比增速来看均已出现二阶导放缓拐点，10 日同比由 6 月 188.3%降至 180.6%，20 日同比由 6 月 205.8%降至 193%。

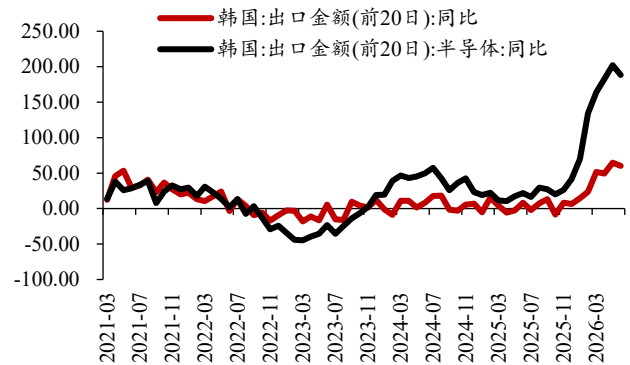


图11：集成电路价格上涨是拉动主因（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：韩国前20日进出口同比较快增长，但边际放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 物价延续被动回升

总体上看，7月物价或呈现“旺季不旺、淡季更淡”特征，PPI同比涨幅回落，CPI同比复苏放缓。综合来看，本月基数优势延续，虽经济运行距离潜在增速尚有一段距离，但随着需求端逐步企稳，叠加外部资源品高溢价传导，GDP平减指数正处于被动回升的过程中。结合我们的定量模型，7月CPI同比增速0.8%（前值1.0%），对应环比0.2%（前值-0.3%）；工业品价格方面，我们预计7月PPI同比增速为3.8%（前值4.1%），对应环比-0.3%（前值-0.3%）。

6.1 消费品价格弱复苏

第一，本月中国国内生猪市场整体呈现**逆淡季回暖与弱修复态势**。供应端，农业农村部与发改委强化生猪产能调控政策的心理效应释放，养殖户看涨后市意愿显著增强；规模企业控量出栏，北方二次育肥资金快速进场抢购标猪，多地强降雨等恶劣天气进一步阻碍了生猪调运与出栏节奏，导致市场阶段性可售源头偏紧，推动7月上旬起全国生猪均价迅速突破11元/公斤大关，生猪与白条肉价格均实现环比明显上涨。**需求端**，虽然三伏天与酷暑降雨依然对终端家庭鲜肉消费构成季节性抑制，但随着暑期文旅与夜间餐饮消费复苏，餐饮端采购对白条肉的消化能力形成一定补充；加上屠宰企业在猪价上涨预期下开启阶段性低位建仓备货，终端采购意愿回暖，与偏紧的供给端形成正向合力，支撑了肉价的阶段性向上拉升。

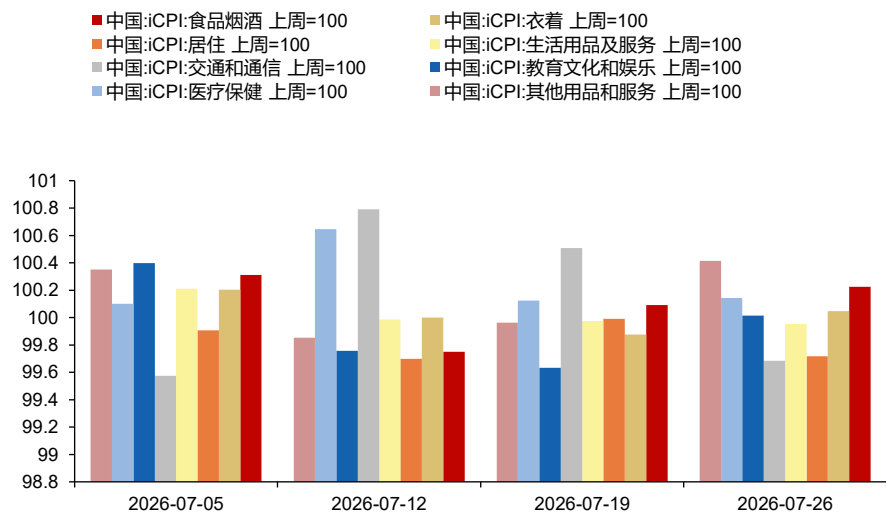
截至月末，全国猪肉批发均价约15.7元/公斤，较上月回升7.3%，同比跌幅反弹至24%左右，行业产能去化仍需时间验证。政策端，常态化收储与产能调控措施持续推进，对市场情绪形成一定支撑，但短期难以逆转供应宽松格局，8月猪价预计仍将维持探底态势。

第二，本月全球能源市场受中东地缘局势扰动再次反弹，布伦特与WTI原油价格在月内持续上升，预计对国内能源市场形成支撑。基于现行定价机制，国内本月汽、柴油价格累计与上月几乎维持不变。后续来看，国际油价仍将受地缘局势主导仍具有较大不确定性，国内成品油调价窗口的落地节奏与传导效应，将是影响交通分项走势的关键变量，需持续跟踪油价变动对物流、餐饮等中下游行业成本的传导情况。同时，本月黄金价格在前期创下高位后震荡回落，避险溢价与投机资金加速回吐，导致国际与国内金价步入阶段性回调整期，预计将对工业品消费带来显著压力。

第三，核心 CPI 方面，7 月预计延续温和扩张态势，内需修复的持续性进一步确认。结构性来看，核心 CPI 中枢较去年已明显抬升，终端消费需求正从阶段性脉冲修复转向常态化改善验证期。整体而言，在经历了 6 月“量增价稳”的低位筑底后，7 月核心 CPI 预计将迎来“服务主导、成本支撑”的季节性回升走势。随着全国进入暑期消费旺季，文旅出行与线下餐饮消费形成强劲共振，带动终端服务类需求集中释放。同时，高温暴雨导致的鲜活农产品供给扰动与生猪价格企稳回升，共同推动中游餐饮成本向终端消费价格传导。中短期内，核心 CPI 有望展现出内生性需求修复的温和弹性和较强的结构性韧性。

总结而言，同比增长放缓。因此我们预计 7 月 CPI 同比增速 0.8%（前值 1.0%），对应环比 0.2%（前值-0.3%）。

图13：iCPI 显示本月价格涨跌互现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

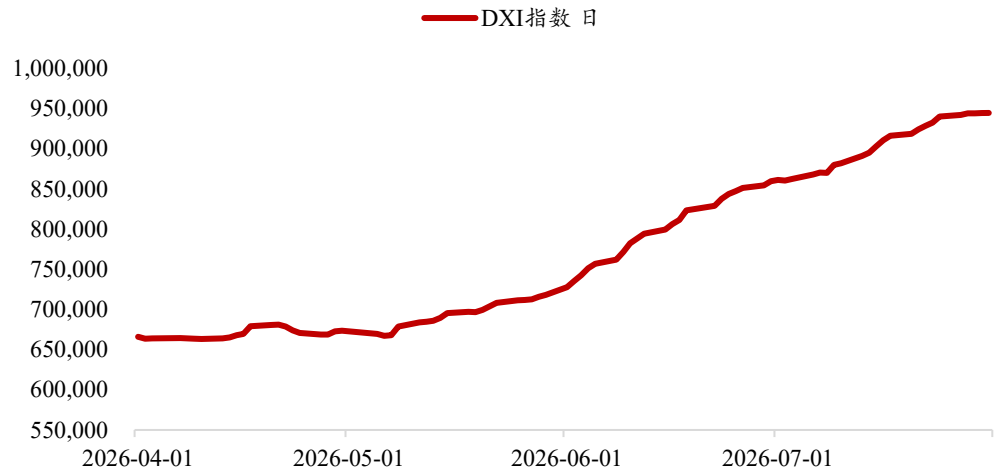
6.2 工业品价格存量博弈

整体而言，7 月工业品价格预计进入供需结构修复的磨底企稳期。当前工业体系内部，随着超长期特别国债资金进一步下达至实体领域，上游向中下游的传导阻滞趋于缓解，两新推动装备制造与耐用消费品产业链的订单回暖，消化了中游制造端的成本压力。中短期内，PPI 或将逐步弱化传统高耗能行业与海外大宗商品的输入性扰动，向主线过渡。

工业品内部，预计将呈现季节性需求支撑与国际定价高位震荡叠加的结构性特征。能源与化工维度，受海外美联储降息预期反复及强美元环境压制，国际原油价格延续区间高位震荡，石油开采及加工业对 PPI 的输入性拉动有所趋缓，但中游化工品受消费品制造端的补库支撑，价格跌幅预计进一步收窄。有色与黑色金属方面，铜、铝等有色金属在全球供需紧平衡与高位获利盘消化的博弈下维持区间拉锯，价格中枢高位盘整；而黑色金属与传统建材虽面临 7 月高温暴雨等极端天气对室外施工作业的季节性抑制，但在汽车、家电等制造业订单对板材需求的托底下，相关品种价格呈现“板强长弱”的结构性筑底迹象。煤炭与电力方面，7 月全面进入“迎峰度夏”用电负荷高峰，电煤与非电用煤刚需集中释放构成双重支撑，价格中枢整体稳固，继续发挥工业品价格压舱石的作用。

总体上，短期内需继续关注输入型上行压力向中下游的传导，可能对生产生活资料造成进一步价格分化，加剧中下游加工制造业的增收不增利风险。因此我们预计 7 月 PPI 同比增速为 3.8%（前值 4.1%），对应环比-0.3%（前值-0.3%）。

图14：刻画 DRAM 需求的 DXI 指数本月放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

7 失业率保持平稳，季节性压力尚在

6 月全国城镇调查失业率为 5.0%，过去两年失业率均因毕业生集中进入劳动力市场而从 6 月的 5.0% 升至 7 月的 5.2%。2026 届高校毕业生达到 1270 万人，同比增加 48 万人，就业季节性压力并未减轻。不过，7 月制造业从业人员指数反而从 48.5% 升至 49.0%，说明企业用工需求并未出现断崖式恶化。因此，我们基准判断是全国城镇调查失业率 5.2%，风险情形为 5.3%。

我们认为，就业形势变化或是及时推出增量储备政策的关键。从最新的失业金搜索指数来看，7 月失业金搜索指数同比回落。从近五年数据回溯来看，当失业金领取条件及标准搜索指数持续高于近五年均值时，往往是社会对失业压力体感较大的时期，例如 2020 年的二至四季度、2024 年的二至四季度。我们认为，当社会对失业压力体感较大的持续时间较长时，触发政策全力稳经济的概率或将上升。

图15：7 月失业金搜索指数处于低位



资料来源：百度指数，浙商证券研究所

8 预计 7 月金融数据仍然承压

预计7月社融新增8311亿，同比少增约3000亿元，增速较6月回落0.1个百分点至7.3%。结构上，人民币贷款是主要拖累项，政府债券和企业债券融资则对社融形成支撑，未贴现银行承兑汇票同比改善也将提供一定对冲。

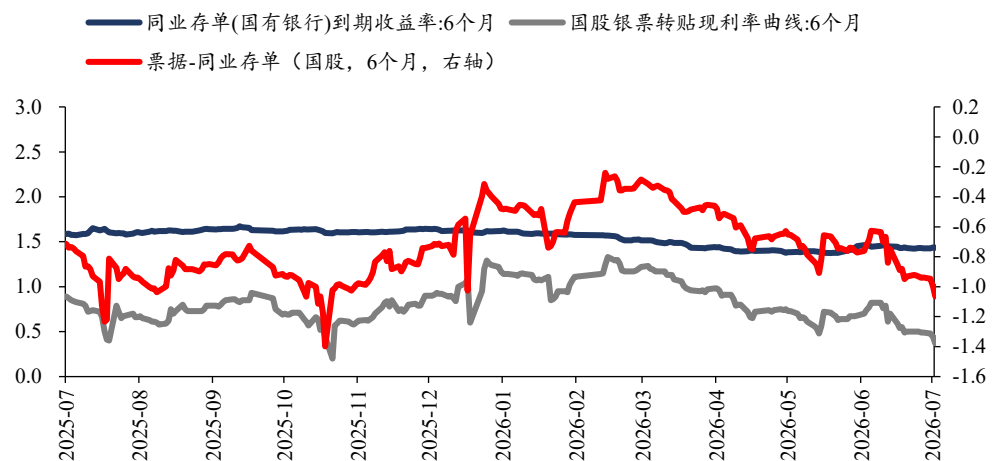
预计2026年7月人民币贷款减少6000亿元，同比多减约5500亿元；7月末人民币贷款余额同比增长约5.0%，较6月回落0.2个百分点。7月通常为信贷投放小月，6月季末信贷集中投放对后续项目储备形成一定透支，叠加居民和企业内生融资需求仍然偏弱，预计7月贷款同比增速继续回落。

居民端预计仍将构成信贷的主要拖累。当前房地产销售和房价预期尚未形成持续改善，居民购房和加杠杆意愿偏弱，按揭贷款需求不足；汽车、家电等耐用品消费表现仍然偏弱，居民短期消费贷款扩张动力有限。消费贷贴息等政策有助于稳定居民融资需求，但从政策落地到信贷投放仍存在一定时滞，预计7月居民短期贷款和中长期贷款均可能继续减少。

企业端融资需求预计同样偏弱。7月为季初月份，银行项目投放力度通常较6月明显回落；当前企业盈利预期、库存周期和资本开支意愿尚未出现趋势性改善，企业短期流动资金贷款和中长期项目贷款预计均较弱。低利率环境下，部分优质企业继续通过债券融资替代银行贷款，也会对企业中长期贷款形成分流。票据融资可能对企业贷款形成一定支撑，但预计难以完全抵消一般贷款的减少。

中长期看，信贷增速逐步放缓对应的是经济结构转型升级使得信贷需求“换挡”及直接融资的良性替代，未来合理评价金融支持力度可更多关注利率下降的成效，将会呈现“政府加杠杆，企业稳杠杆，居民适当去杠杆”的新特征。

图16：7月票据利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计7月M2增速为7.7%，前值8.0%，回落0.3个百分点。新增贷款明显减少，将削弱贷款派生存款的增长；7月通常为财政收入相对集中的月份，财政存款增加也可能带动企业和居民存款向财政部门转移，对M2形成一定拖累。与此同时，资本市场活跃可能推动部分居民和企业存款向非银金融机构存款迁移，对M2形成一定支撑。预计7月M1增速为3.8%，前值4.0%，回落0.2个百分点。一方面，6月季末信贷投放、财政资金拨付和企业集中结算等因素消退，季末暂时沉淀于企业活期账户的资金在7月有所回落；另一方面，7月企业缴税增加，部分企业活期存款向财政存款转移，也会直接压低M1余额。

与此同时，新增贷款明显减少，贷款派生存款力度减弱，企业活期存款缺乏增量资金补充。

7月政治局会议延续“适度宽松”的货币政策基调，强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，同时提出加强财政金融协同、促进内需扩张。我们认为，货币政策宽松方向未变，但短期发力方式将更多依赖政策性金融工具和结构性货币政策工具，降准降息等总量工具的紧迫性有所下降，政策节奏或表现为结构工具先行，总量工具相机而动。若后续内需、物价或信用扩张明显弱于预期，降准降息仍有落地可能。

9 风险提示

1) 国际大宗商品价格超预期波动：如果大宗商品价格波动进一步放大，或对企业生产经营与利润构成实质性影响。

2) 大国博弈强度超预期：如果大国博弈强度超预期，将对国际格局的冲击不断显现，可能导致市场预期回撤，影响市场风险偏好。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买 入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增 持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中 性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减 持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>