

2026 年 08 月 05 日

看空消费的“三大误区”

——“打破共识”系列专题之三

市场将社零等消费指标走势偏弱归结为居民消费不佳，属于“刻板印象”。消费偏弱的真正原因何在，市场认知存在哪些误区，消费是否存在结构性亮点？本文供参考。

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

1. 误区一：高估消费走弱的领域。居民、限额以下、非以旧换新领域消费仍有韧性。

并非所有需求主体的消费在回落，其中社会集团（企业）消费偏弱，居民消费韧性仍较强。2025 年中以来社零增速持续回落，2026 年 5 月更是下滑至负增长区间（-0.6%）。相比之下，居民消费支出在 2025 年中以来维持韧性，同比保持在 3%-4% 区间。考虑到社零中不仅核算居民的消费，也包括社会集团（企业）消费支出，上述背离反映出居民消费仍然维持韧性，但社会集团消费明显偏弱。

并非所有类型的企业零售在回落，其中限额以上消费品零售明显走低，限额以下部分仍保持稳定。不同类型看，社零持续走低主要在于限额以上部分，2025 年 5 月来其持续下行，并于 2026 年 5 月降至 -4.9%；而限额以下零售增速却保持在 3.5% 附近。细分领域也类似，譬如限额以上商品零售增速自 2025 年 5 月 8% 最低回落至 2026 年 5 月 -5.6%，而限额以下商品零售增速保持在 3.6% 附近。

并非所有细分行业零售在回落，其中与“以旧换新”相关的可选品消费持续下滑，其他领域仍维持韧性。具体行业中，2025 年 5 月以来，可选品零售回落幅度显著，特别是家电、家具商品零售增速分别下滑 62.9、32.3 个百分点。相比之下，必需品零售增速稳定在 5.7% 左右，其中粮油食品、烟酒、日用品等零售整体增速均在历史中枢附近；服务零售额在 2025 年中以来更是呈现回升态势。

2. 误区二：忽视企业消费偏弱。限额以上、以旧换新商品零售“超额下行”，主因企业消费较弱。

上文指出，社会集团（企业）是导致近期社零持续走低的关键；量化来看，其拖累社零下滑八成左右。社会集团消费占社零比重约 60%（商品、餐饮占比分别约 54.4%、4.9%），对社零总额影响较大。2025 年中以来，社会集团消费增速回落 7.6 个百分点至 -2.2%、拖累整体社零下滑 4.1 个百分点，是社零走弱的主要来源；其中社会集团的商品、餐饮消费增速分别回落 7.8、5.9 个百分点。

结构层面，近来限额以上、以旧换新商品零售等“超额”下行，也更多源于企业的拖累。数据上社会集团商品消费与限额以上零售走势的同步性好于居民端，2026 年一季度社会集团消费出现短暂时回升后二季度再度下滑，但反观居民商品消费却在 2026 年来持续上行。具体领域中，以旧换新相关商品零售回落幅度较大，该领域也恰恰是社会集团消费居多，且后者近来持续回落。

企业消费走弱背后，是营收偏弱及主动压降费用的共同结果。历史经验，社会集团消费与企业管理、销售费用支出有关，而后者更多受企业营收影响。2025 年下半年来，企业营收整体呈现回落态势，拖累费用支出。2026 年管理、销售费用上升，更是价格上行推高名义数据；但企业仍在主动压降费用；近期管理费用率、销售费用率已分别回落至 3.1%、2.2% 的历史低位。

3. 误区三：低估居民消费韧性。企业、天气、区域分化等“三重因素”共同掩盖居民消费韧性。

因素 1：企业消费偏弱掩盖了居民消费韧性，特别在交通通信、大众、服务消费领域。市场普遍认为需求透支问题集中于居民端，但拆分商品零售消费主体看，居民在家电、家具、通讯器材等领域的消费并未出现超趋势变化，反而是社会集团消费在前期走高后，2025 年中以来又明显下行，透支效应更明显。同时大众消费、服务消费受透支效应及社会集团影响较小，增长动能持续呈现韧性。

因素 2：涨价、天气等短期因素放大了社零回落幅度，也掩盖了居民消费的中期韧性。年初以来原油、存储器涨价对部分可选品需求抑制较为明显，但剔除前文提及的需求透支效应及涨价因素后，真实消费增速回升 5 个百分点左右。另外油价上涨、极端天气等因素扰动居民出行，7 月全国迁徙规模指数同比回落至 -25% 左右低位，受洪涝极端天气影响更严重的广西、辽宁等地迁徙指数降幅更显著。

因素 3：区域消费的“K 型分化”特征，令市场低估了中西部地区居民消费的韧性、尤其交通通信等可选消费。中西部地区居民消费延续了前期的增长韧性，而东部地区居民消费支出增速回落 2 个百分点至 2.8%。具体领域看，中西部地区的可选消费韧性相对更强，2020 年以来，中西部可选消费年均增长 6.1%、超过东部地区（5.3%）。而在必选消费方面，中西部与东部地区表现相近。

风险提示：政策落地进度不及预期、企业收入不及预期、服务消费修复不及预期。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 看空消费的“三大误区”	6
1.1 误区一：高估消费走弱的领域	6
1.2 误区二：忽视企业消费偏弱.....	8
1.3 误区三：低估居民消费韧性.....	11
2. 申万经济热力指数：7月，经济景气有所回落.....	16
3. 高频跟踪：上周人流出行强度走低.....	16
3.1 生产高频跟踪：工业生产边际改善，建筑业开工仍在低位	16
3.2 需求高频跟踪：新房成交回升，人流出行强度明显回落.....	19
3.3 物价高频跟踪：农产品价格分化，工业品价格小幅回落.....	23

图表目录

图 1：2025 年中以来社零增速持续走低，但居民消费支出维持韧性	6
图 2：2025 年中以来限额以上零售大幅下滑，限额以下部分维持韧性	7
图 3：限额以下商品零售韧性好于限额以上部分	7
图 4：限额以下餐饮零售回落幅度有限	7
图 5：2025 年中以来，服务零售明显好于商品零售	7
图 6：可选品零售大幅下滑，必需品零售保持稳定	7
图 7：以旧换新相关零售较弱，其他零售维持韧性	8
图 8：以旧换新相关商品零售在 2025 年中走低	8
图 9：社会集团消费占比接近六成	8
图 10：社零走弱更多源于社会集团	8
图 11：社会集团消费增速回落幅度大于居民	9
图 12：社会集团商品消费回落幅度更大	9
图 13：限额以上商品零售与社会集团消费更为接近	9
图 14：限额以上商品零售与居民消费背离较大	9
图 15：限额以上餐饮收入与社会集团消费走势相近	9
图 16：限额以上餐饮收入与居民消费并不具有同步性	9
图 17：社会集团交通通信、生活用品消费占比较多	10
图 18：交通通信、生活用品零售中社会集团拖累较大	10
图 19：生活用品等零售中社会集团拖累大于居民	10
图 20：企业费用支出情况与社会集团消费走势相对一致	11
图 21：工业企业费用更多受营收影响	11
图 22：企业管理费用、销售费用与营收较为同步	11
图 23：企业费用率持续回落	11
图 24：2025 年中以来居民生活用品消费韧性较强	12
图 25：2025 年中以来居民交通通信消费基本走平	12
图 26：2024 年后社会集团交通通信消费显著偏低	12
图 27：2025 年中后社会集团生活用品等消费明显偏弱	12
图 28：限额以下商品零售更多偏向食品、服装等领域	12
图：限额以下餐饮零售回落幅度有限	

图 30：限额以下消费品零售强于限额以上.....	13
图 31：居民消费更多偏向大众消费品	13
图 32：剔除涨价及以旧换新因素后社零仍有韧性	13
图 33：油价上涨约束石化制品实际零售	14
图 34：存储器等上涨约束通讯器材等零售.....	14
图 35：5 月以来全国迁徙规模指数回落	14
图 36：5-6 月国内执行航班架次明显走低.....	14
图 37：受洪涝影响较严重的地区人流出行强度走低.....	14
图 38：未受洪涝影响地区人流出行强度下滑幅度偏低	14
图 39：东部地区居民消费支出偏弱	15
图 40：2026 年江苏、上海等地居民消费支出回落较大.....	15
图 41：中西部地区可选消费明显好于东部地区.....	15
图 42：东部与中西部地区必选消费增长相对接近	15
图 43：7 月，申万工业热力指数有所回落.....	16
图 44：7 月，石化链开工率边际改善.....	16
图 45：7 月，申万服务业热力指数回落	16
图 46：7 月，申万经济热力指数回落.....	16
图 47：上周，钢厂盈利率环比回落	17
图 48：上周，高炉开工率同比回落	17
图 49：上周，钢材周表观消费同比回升	17
图 50：上周，钢材社会库存环比回升	17
图 51：上周，纯碱开工率同比回升	17
图 52：上周，PTA 开工率同比回升	17
图 53：上周，涤纶长丝开工率明显弱于去年同期	18
图 54：上周，汽车半钢胎开工率回升	18
图 55：上周，粉磨开工率同比回升	18
图 56：上周，水泥出货率同比回落	18
图 57：上周，水泥库容比回升	18
图 58：上周，水泥均价有所回落	18
图 59：上周，玻璃产量回落	19
图：上周，玻璃周表观消费同比回升	

图 61: 上周, 玻璃库存环比回升	19
图 62: 上周, 沥青开工率回落	19
图 63: 上周, 全国商品房成交同比回升	20
图 64: 上周, 一线城市商品房成交同比回升	20
图 65: 上周, 二线城市商品房成交同比回升	20
图 66: 上周, 三线城市商品房成交同比回升	20
图 67: 上周, 全国铁路货物运输量同比回升	20
图 68: 上周, 公路货车通行量同比回升	20
图 69: 上周, 监测港口货物吞吐量同比回升	21
图 70: 上周, 监测港口集装箱吞吐量同比回升	21
图 71: 上周, 全国迁徙规模指数回落	21
图 72: 上周, 国内执行航班架次有所回落	21
图 73: 上周, 国际执行航班架次同比回落	21
图 74: 上周, 观影人次同比回落	22
图 75: 上周, 票房收入同比回落	22
图 76: 上周, 乘用车零售量同比回升	22
图 77: 上周, 乘用车批发量同比回落	22
图 78: 上周, CCFI 综合指数回落	22
图 79: 上周, 美西航线运价跌幅较大	22
图 80: 上周, 地中海航线运价跌幅较大	23
图 81: 上周, BDI 运价有所回落	23
图 82: 上周, 猪肉平均零售价小幅回升	23
图 83: 上周, 蔬菜平均批发价回升	23
图 84: 上周, 鸡蛋平均批发价有所下滑	23
图 85: 上周, 7 种重点监测水果价格回落	23
图 86: 上周, 钢材综合价格指数回落	24
图 87: 上周, 山西优煤市场价回落	24
图 88: 上周, 铜平均价维持	24
图 89: 上周, 南华工业品价格指数下行	24

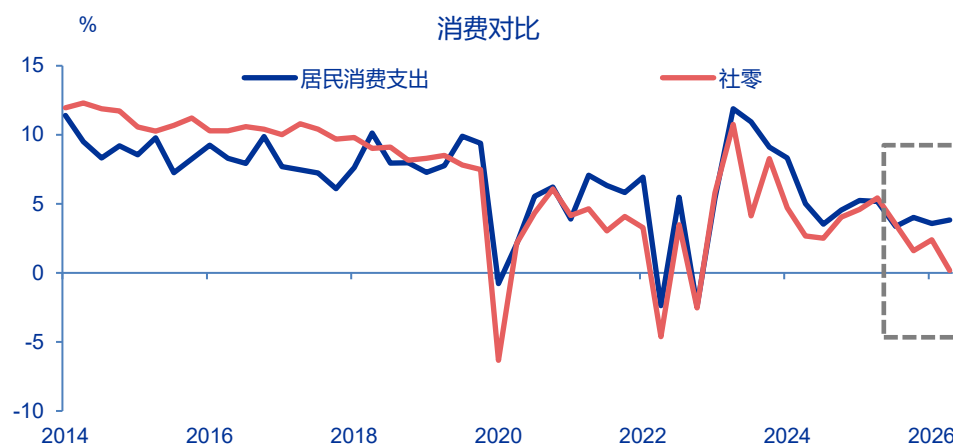
市场将社零等消费指标走势偏弱归结为居民消费不佳，属于“刻板印象”。消费偏弱的真正原因何在，市场认知存在哪些误区，消费是否存在结构性亮点？本文供参考。

1. 看空消费的“三大误区”

1.1 误区一：高估消费走弱的领域

并非所有需求主体的消费在回落，其中社会集团（企业）消费偏弱，居民消费韧性仍较强。2025年5月在以旧换新政策、电商促销前置等多重因素提振下，社零增速上行至6.2%的较高水平；此后社零持续回落，2026年5月更是时隔近2年下滑至负增长区间（-0.6%）。对比之下，居民消费支出在2025年二季度以来维持韧性，同比保持在3%-4%区间。考虑到社零中不仅核算居民的消费，也包括社会集团（企业）消费支出，上述背离反映出居民消费仍然维持韧性，但社会集团（企业）消费明显偏弱。

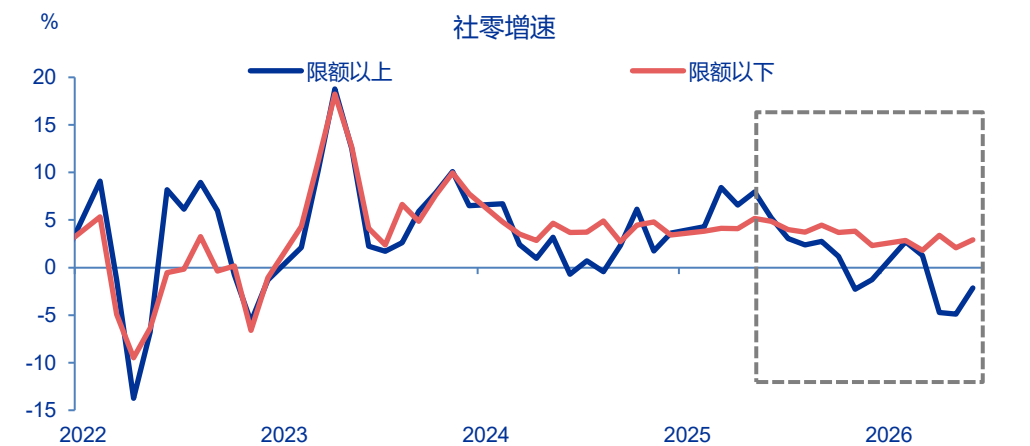
图 1：2025 年中以来社零增速持续走低，但居民消费支出维持韧性



资料来源：Wind，申万宏源研究

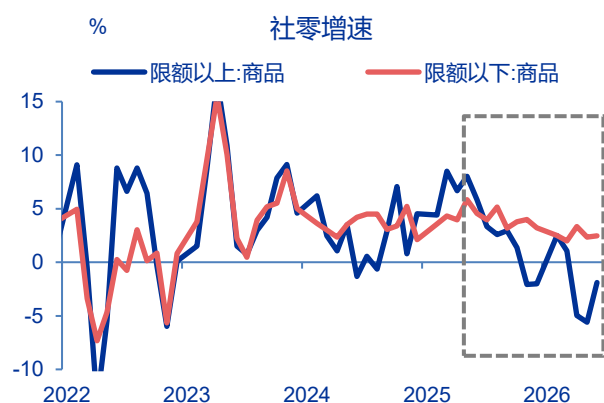
并非所有类型的企业零售在回落，其中限额以上消费品零售明显走低，限额以下部分仍保持稳定。不同零售规模看，社零持续走低主要在于限额以上部分，2025年5月其达到7.9%以上的较高增速后呈现持续下行态势，并于2026年5月最低降至-4.9%；而限额以下部分的零售增速保持在3.5%附近。细分领域均有类似特征，其中限额以上商品零售自2025年5月8%最低回落至2026年5月-5.6%，而限额以下商品零售增速平均为3.6%；限额以上餐饮收入在2026年来回落6.4个百分点最低降至5月-1.7%；而限额以下餐饮收入回落幅度有限。

图 2：2025 年中以来限额以上零售大幅下滑，限额以下部分维持韧性



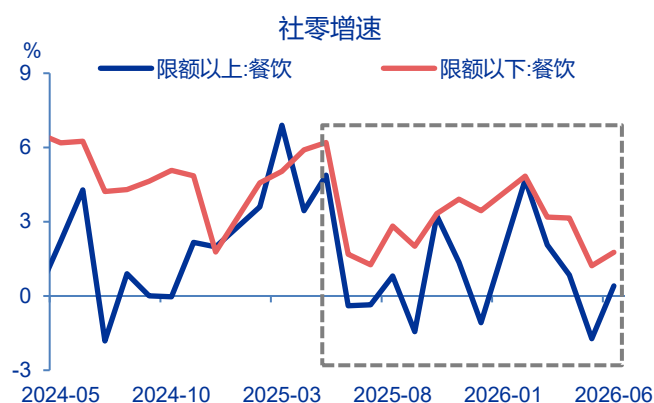
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：限额以下商品零售韧性好于限额以上部分



资料来源：Wind，申万宏源研究

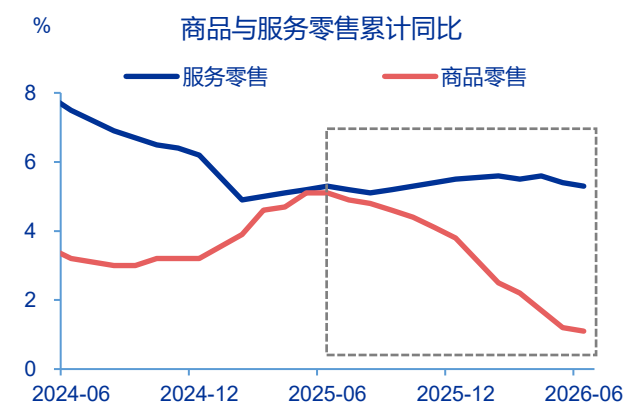
图 4：限额以下餐饮零售回落幅度有限



资料来源：Wind，申万宏源研究

并非所有细分行业零售在回落，其中与“以旧换新”相关的可选品消费持续下滑，其他领域仍维持韧性。具体领域中，商品零售额增速在 2025 年中后大幅回落、同比自 6.7% 在 2026 年中降至 0.6%；其中可选品消费回落幅度更为显著，2026 年 4 月更是低至 -8.5%，特别是家电、家具商品零售增速在 2025 年 5 月至 2026 年 6 月间分别下滑 62.9、32.3 个百分点。相比之下，必需品零售增速保持稳定（5.7%左右），其中粮油食品、烟酒、日用品等零售整体增速均维持在中枢附近；服务零售额在 2025 年中以来呈现回升态势，2026 年来虽有回落、但仅较年初小幅下行 0.3 个百分点至 5.3%。

图 5：2025 年中以来，服务零售明显好于商品零售



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：可选品零售大幅下滑，必需品零售保持稳定



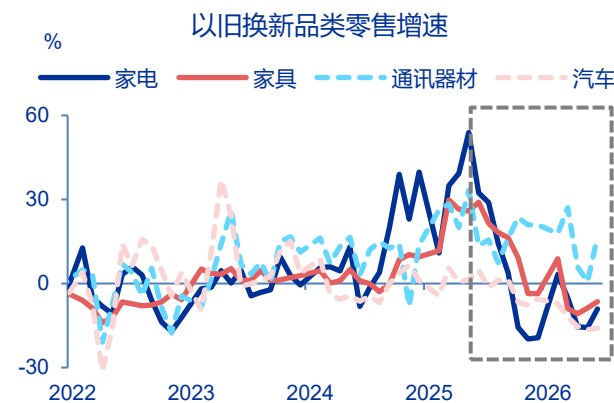
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：以旧换新相关零售较弱，其他零售维持韧性



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：以旧换新相关商品零售在 2025 年中走低

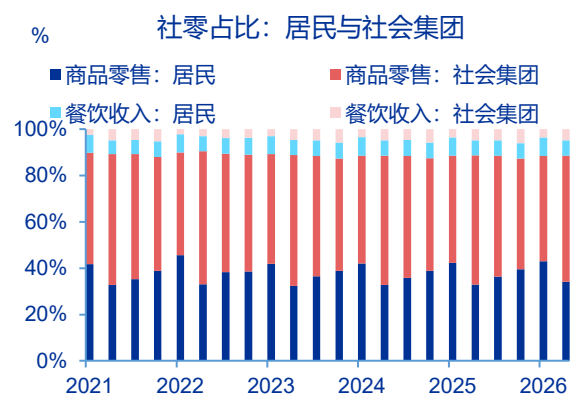


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 误区二：忽视企业消费偏弱

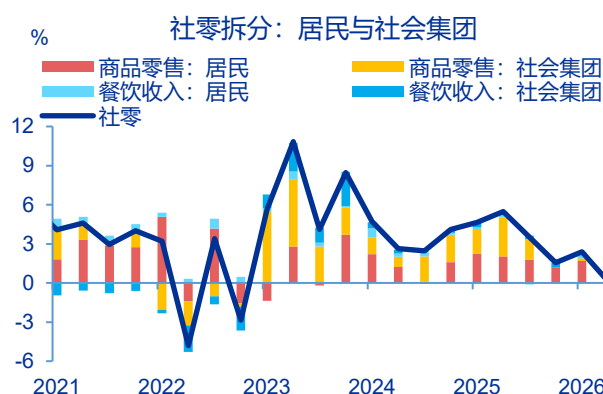
上文指出，社会集团（企业）是造成近期社零持续走低的关键；量化来看，其拖累社零下滑八成左右。社零总额中不仅包括售给个人用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额，也包括接直接售给社会集团非生产、非经营用的部分；而后者占比约 60%（商品占比约 54.4%、餐饮占比约 4.9%）、对社零总额影响更大。2025 年以来，社会集团消费增速回落 7.6 个百分点至-2.2%、拖累整体社零下滑 4.1 百分点，是社零走弱的主导因素；其中社会集团的商品、餐饮消费增速分别回落 7.8、5.9 个百分点，拖累整体社零下滑 3.8、0.3 个百分点。

图 9：社会集团消费占比接近六成



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：社零走弱更多源于社会集团



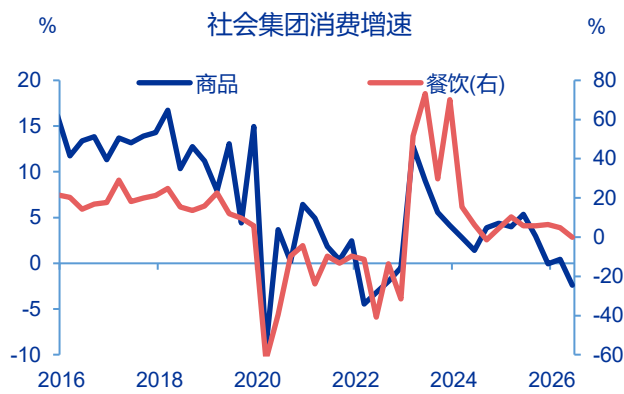
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 11：社会集团消费增速回落幅度大于居民



资料来源：Wind，申万宏源研究

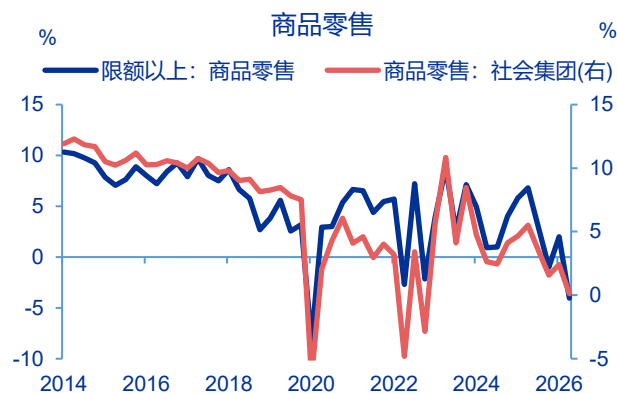
图 12：社会集团商品消费回落幅度更大



资料来源：iFind，申万宏源研究

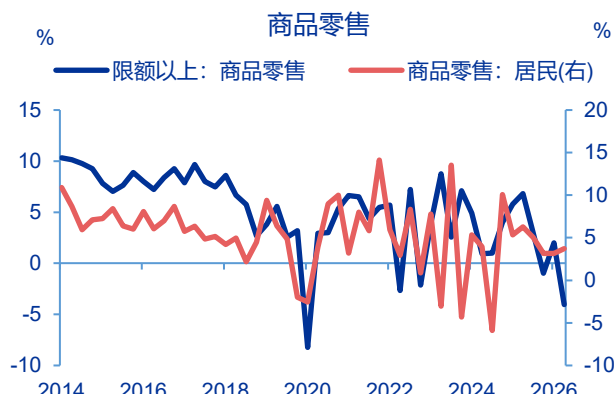
结构层面，近来限额以上零售“超额”下行也更多反映社会集团影响，与居民端的相关性较低。上文已指出，相较于限额以下商品零售，近来限额以上商品零售持续走低；其与社会集团商品消费走势的同步性好于居民端，数据上 2025 年二季度限额以上商品零售回落以来，2026 年一季度出现短暂性回升后二季度再度回落，社会集团消费亦呈现类似反复波动，但反观居民商品消费却在 2026 年来有所回升。类似地，限额以上餐饮收入也与社会集团消费具有较高的同步性，反映出前期限额以上消费品零售超额下行，更多由社会集团主导、而非居民。

图 13：限额以上商品零售与社会集团消费更为接近



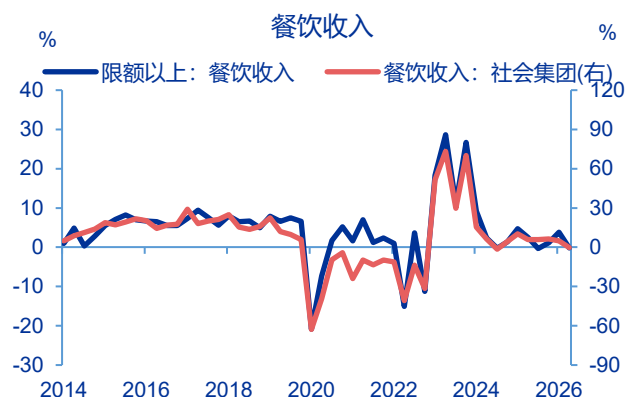
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：限额以上商品零售与居民消费背离较大



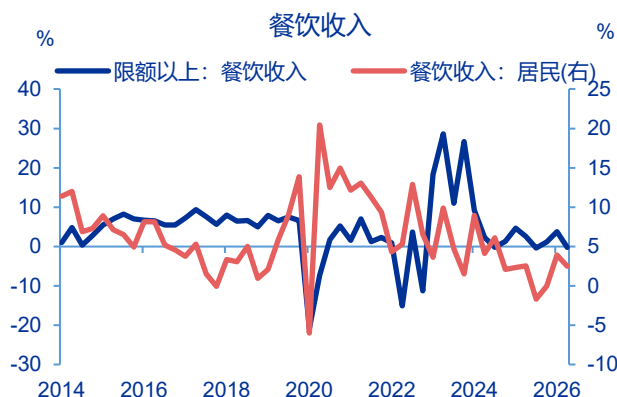
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：限额以上餐饮收入与社会集团消费走势相近



资料来源：，申万宏源研究

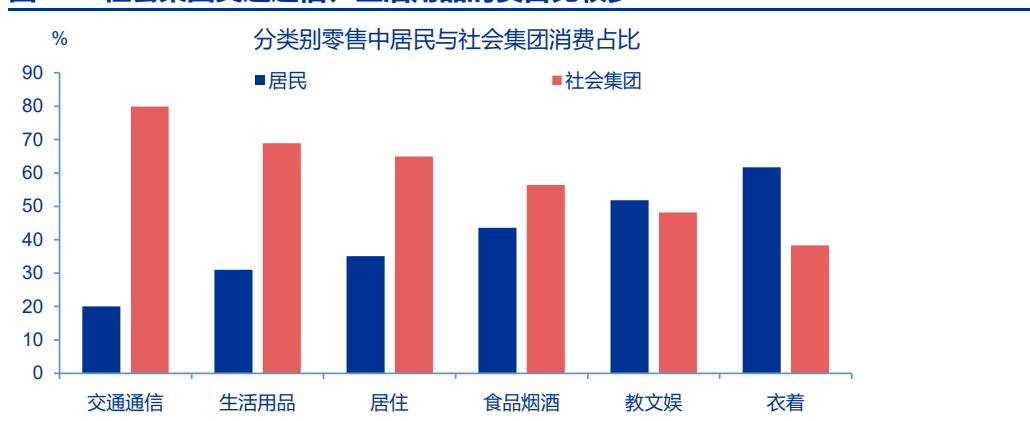
图 16：限额以上餐饮收入与居民消费并不具有同步性



资料来源：Wind，申万宏源研究

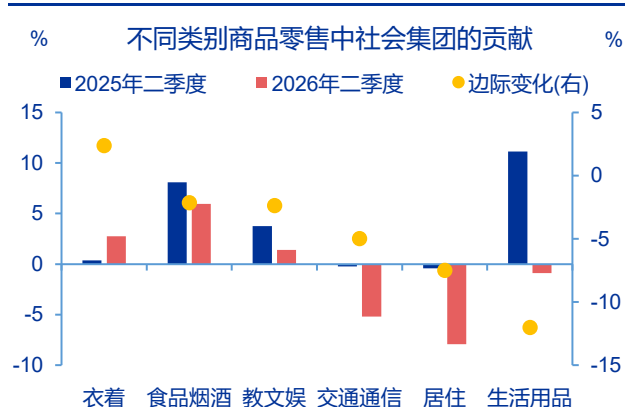
具体领域中，以旧换新相关商品零售回落幅度较大，该领域也恰恰是社会集团消费居多，且后者近来持续回落。前文指出，社零中以旧换新相关商品零售的下滑幅度明显大于其他领域；从需求主体来看，以旧换新相关领域以社会集团消费为主；汽车、通讯器材等交通通信消费中，社会集团和居民占比分别是 79.9%、20.1%，家电、家具的生活用品消费中，社会集团和居民占比分别是 69%、31%。2025 年二季度来，社会集团两类商品消费同比分别回落 6.1、17.6 个百分点至-6.3%、-1.3%，降幅大于居民（分别持平、回升 1.4 个百分点），亦印证消费领域的“K 型下沿”由社会集团主导。

图 17：社会集团交通通信、生活用品消费占比较多



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：交通通信、生活用品零售中社会集团拖累较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：生活用品等零售中社会集团拖累大于居民



资料来源：Wind，申万宏源研究

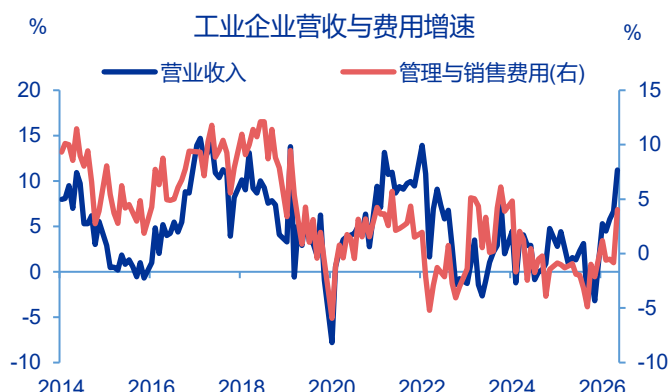
社会集团消费走弱背后，是营收偏弱及社会集团主动压降费用的共同结果。历史上，“企业营收-企业管理、销售费用-社会集团消费”三者间具有同步性，意味着社会集团消费与企业管理、销售费用支出有关，而后者更多受企业营收影响。2025 年下半年来，企业营收整体呈现回落态势，拖累费用支出，构成压制集团消费修复的核心约束。2026 年管理、销售费用上升，更多是价格上行推高名义数据；但企业仍在主动压降费用，2026 年 6 月管理费用率、销售费用率已分别回落至 3.1%、2.2%的历史低位。

图 20：企业费用支出情况与社会集团消费走势相对一致



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：工业企业费用更多受营收影响



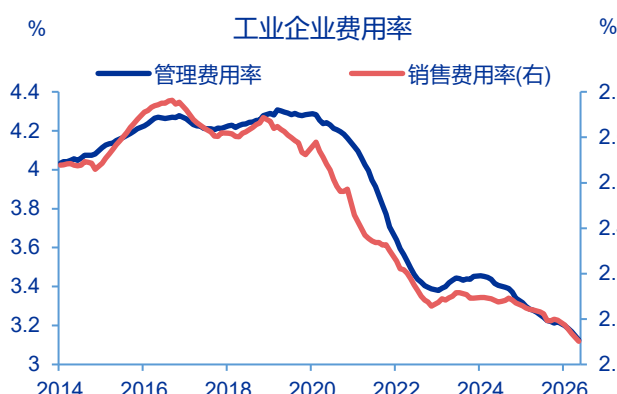
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：企业管理费用、销售费用与营收较为同步



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：企业费用率持续回落



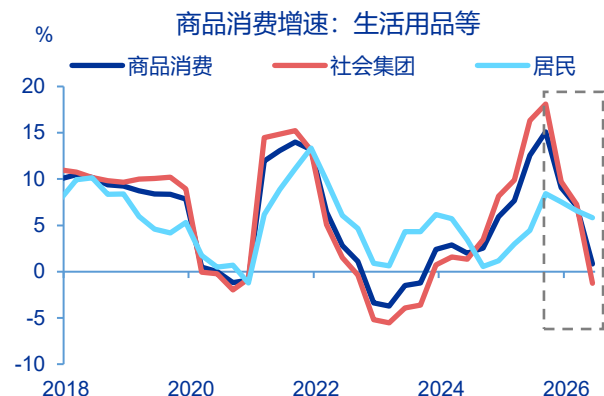
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 误区三：低估居民消费韧性

社会集团消费偏弱掩盖了居民消费表现，特别交通通信、大众消费、服务消费领域。

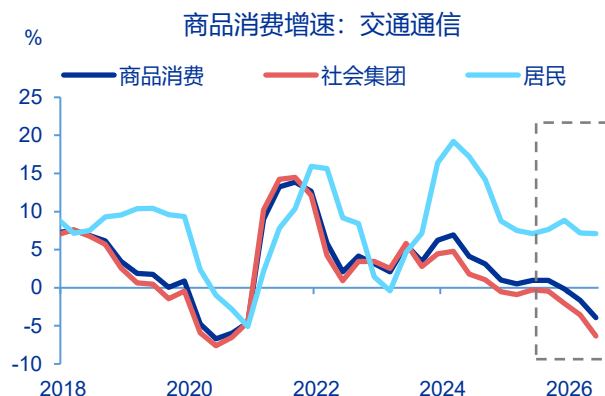
(1) 目前零售端表现最弱以旧换新相关商品，更多是企业需求透支的问题，而非居民。前期在以旧换新政策的提振下，家电、家具、通讯器材等零售显著上行，且更新系数（销量/保有量）超趋势增长；但2025年5月后，以旧换新政策的透支效应逐步显现，压制相关领域消费。市场普遍认为需求透支问题集中于居民端，但拆分商品零售的消费主体看，居民在家电、家具、通讯器材等领域的消费并未出现超趋势变化，反而是社会集团消费在前期走高后、2025年中来又明显下行，或也意味着透支效应对社会集团消费压制掩盖了居民在家电、家具等商品消费的增长韧性。

图 24：2025 年中以来居民生活用品消费韧性较强



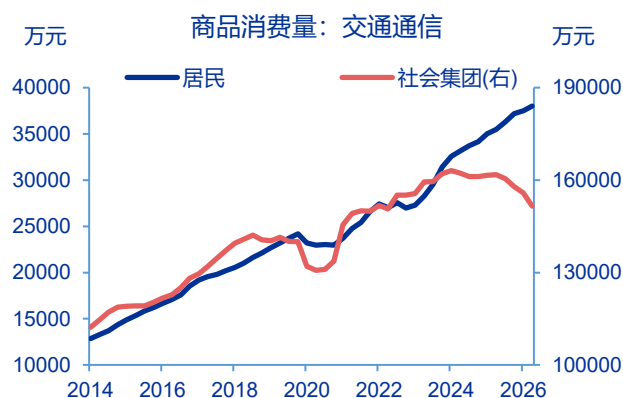
资料来源：Wind，申万宏源研究 生活用品包含家电、家具等

图 25：2025 年中以来居民交通通信消费基本走平



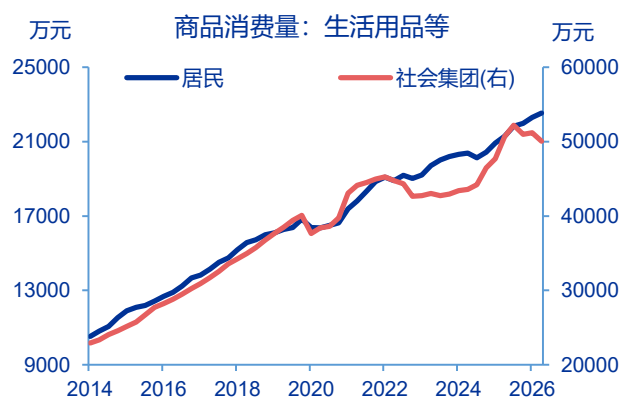
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：2024 年后社会集团交通通信消费显著偏低



资料来源：Wind，申万宏源研究

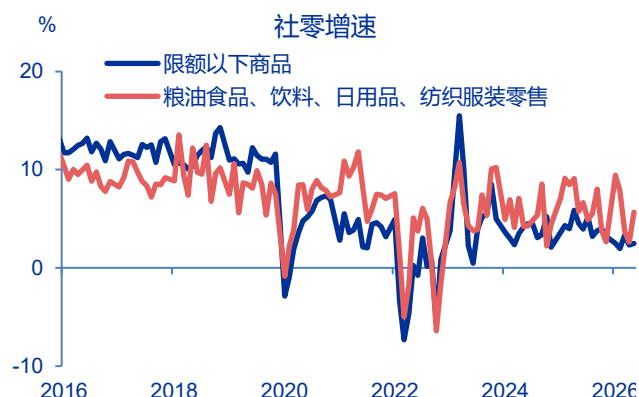
图 27：2025 年中后社会集团生活用品等消费明显偏弱



资料来源：Wind，申万宏源研究

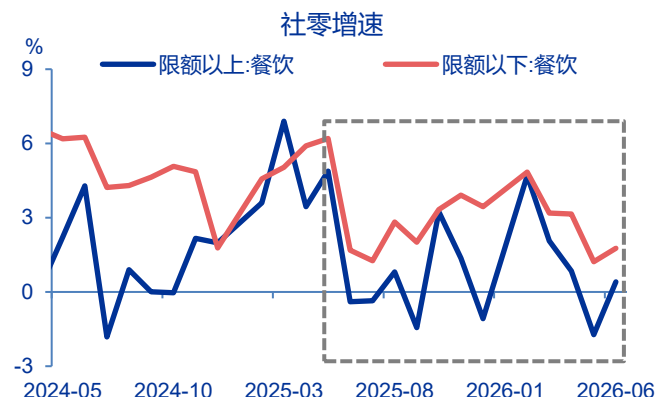
(2) 大众消费、服务消费受透支效应及社会集团消费影响较小，增长动能延续韧性。相较于限额以上零售更多向可选品集中、受需求透支风险等影响较直接，限额以下零售受扰动相对较小，整体仍保持稳中回升趋势。限额以下商品零售更多偏向食品、服装、日用品等，且社会集团对该部分消费也较少；并且服务消费亦并未被透支，且更多由居民端主导。因此即便后续企业营收修复偏弱，企业继续压缩费用开支，对限额以下零售的负面冲击或弱于限额以上部分，加剧两者景气分化。

图 28：限额以下商品零售更多偏向食品、服装等领域



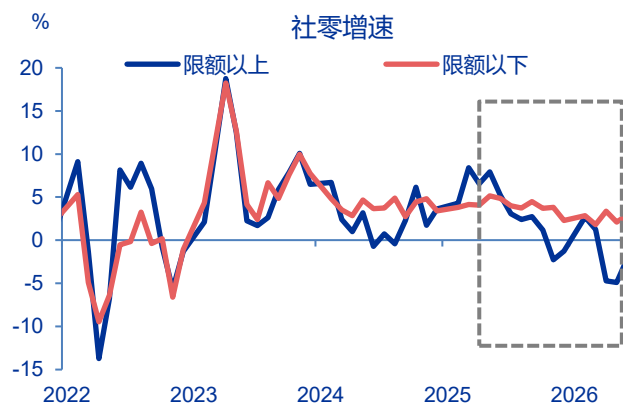
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：限额以下餐饮零售回落幅度有限



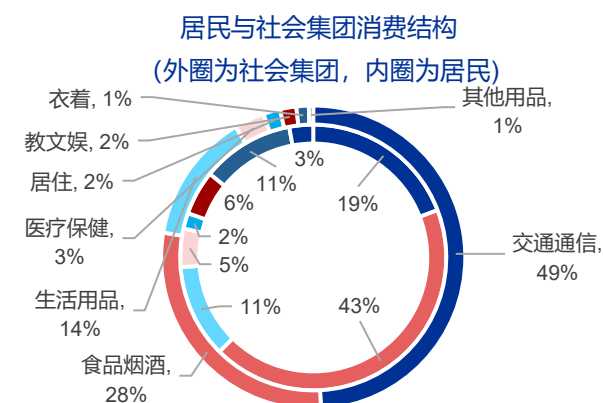
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：限额以下消费品零售强于限额以上



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：居民消费更多偏向大众消费品

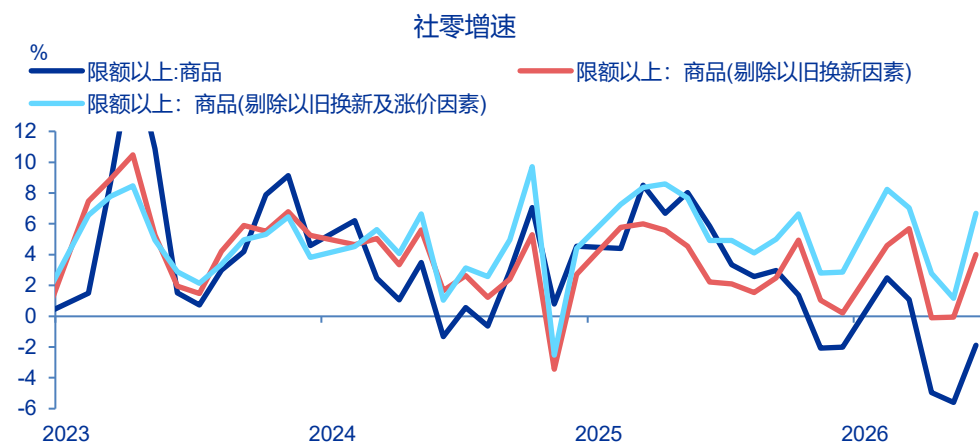


资料来源：Wind，申万宏源研究

涨价、天气等短期因素放大社零的回落幅度，掩盖了消费领域的中期韧性。

(1) 年初以来原油、存储器涨价对部分可选品需求抑制较为明显，但剔除前文提及的需求透支效应及涨价因素后，真实消费增速回升 5 个百分点左右。2026 年 3 月以来，地缘冲突影响下，成品油价格上涨对石油制品零售构成较大约束；剔除价格因素后实际零售自年初 0% 左右最低回落至 -24.2%；存储器等产品涨价也在约束通讯器材需求，后者增速在 2026 年 5 月最低降至 0.6%、较年内最高点下行 26.5 个百分点。剔除前文提及的需求透支效应及涨价因素后，限额以上商品零售增速并未明显回落（4.8%），反而在 2023 年以来围绕历史中枢波动（5%），超过剔除前社零增速 5 个百分点左右。

图 32：剔除涨价及以旧换新因素后社零仍有韧性



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：油价上涨约束石化制品实际零售



资料来源：Wind，申万宏源研究

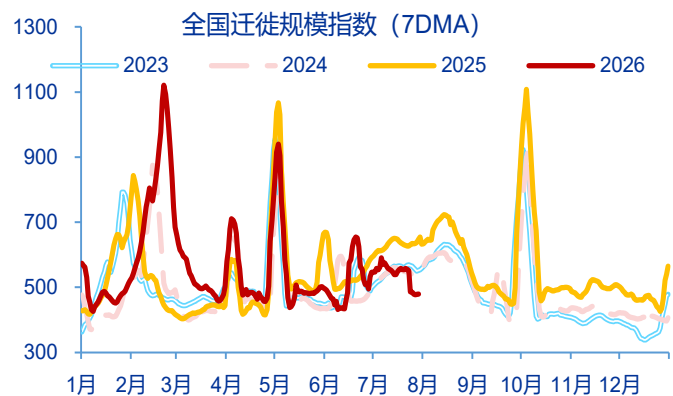
图 34：存储器等上涨约束通讯器材等零售



资料来源：Wind，申万宏源研究

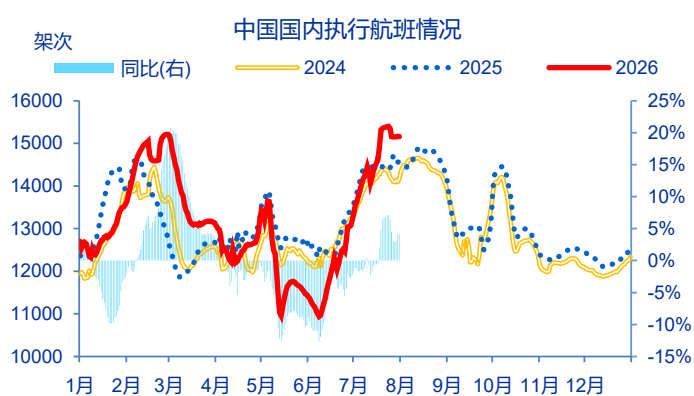
(2) 油价上涨、天气等因素扰动居民出行，对服务需求释放产生一定约束，但近来上述因素已在改善。受厄尔尼诺影响，5月下旬以来高温、强降雨等极端天气频发，特别7月先后有3个台风登陆我国，居民出行意愿明显回落；同时油价走高也在利空居民出行，数据上全国迁徙规模指数自5月以来持续下行、同比回落至-25%左右的低位，国内执行航班架次最低也降至-10%以下。具体地区看，受极端天气影响相对验证的省份、7月迁徙指数回落幅度较为显著，譬如广西、辽宁等地迁徙指数较6月分别回落12.8、11.1个百分点。7月下旬来，伴随油价、天气扰动边际改善，国内执行航班架次已有明显上行，7月中旬回升至5%以上，后续服务消费需求有望释放。

图 35：5月以来全国迁徙规模指数回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 36：5-6月国内执行航班架次明显走低



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：受洪涝影响较严重的地区人流出行强度走低

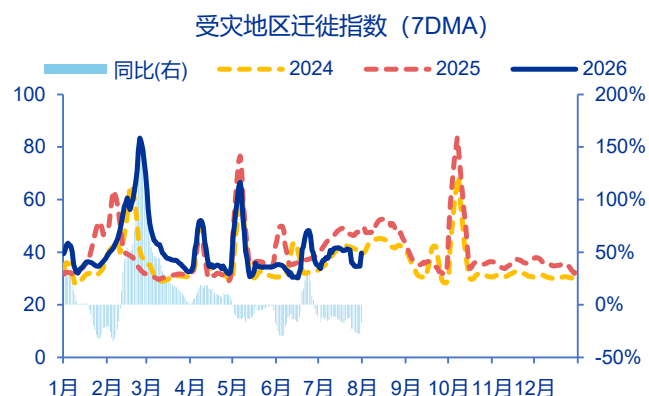
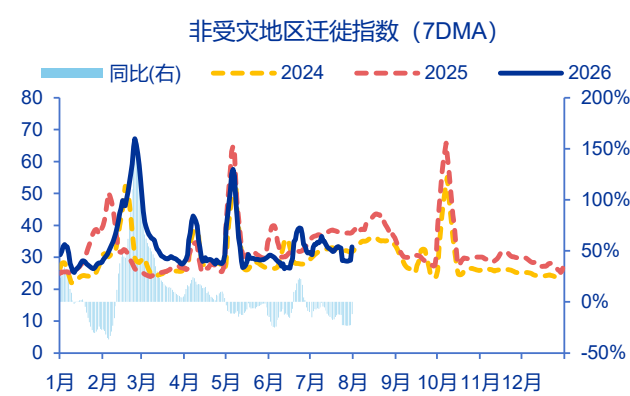


图 38：未受洪涝影响地区人流出行强度下滑幅度偏低



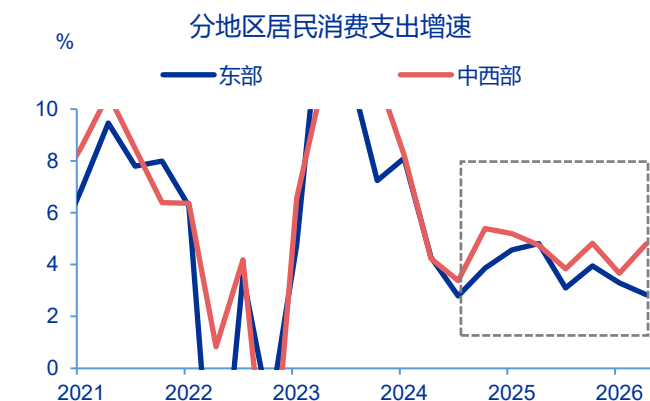
资料来源: Wind, 申万宏源研究 受灾地区包括福建、广东、甘肃、湖南、吉林、辽宁、内蒙古、云南、广西

资料来源: Wind, 申万宏源研究

区域间消费主体的“K 型分化”，令市场低估了中西部地区居民消费的韧性。

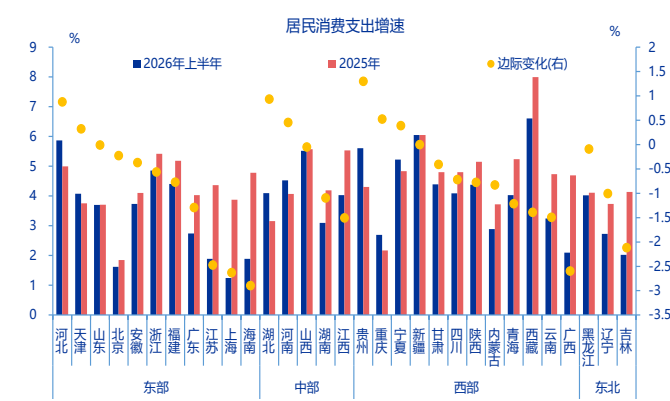
中西部地区的居民消费增长韧性在强化，而东部地区偏弱。分地区看，中西部地区居民消费延续了前期的增长韧性，2025 下半年来居民消费支出增速回升 0.1 个百分点至 4.8%。相比之下，东部地区居民消费支出增速回落 2 个百分点至 2.8%，其中上海、江苏、广东等地居民消费回落幅度更为明显，期间分别下滑 2.6、2.5、1.3 个百分点。具体领域看，中西部地区的可选消费韧性相对更强，2020 年以来，中西部可选消费年均增长 6.1%、超过东部地区（5.3%）。而必选消费方面，中西部与东部地区表现相近。

图 39：东部地区居民消费支出偏弱



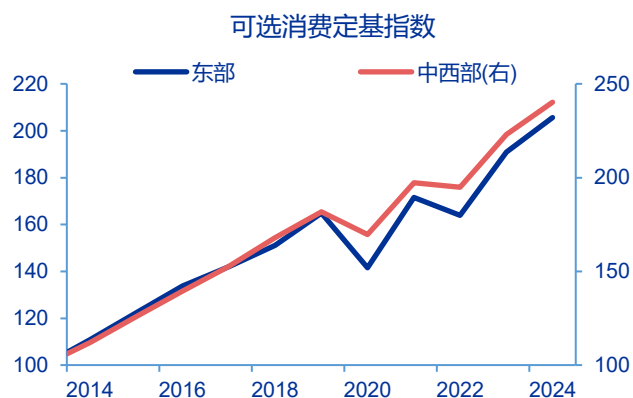
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 40：2026 年江苏、上海等地居民消费支出回落较大



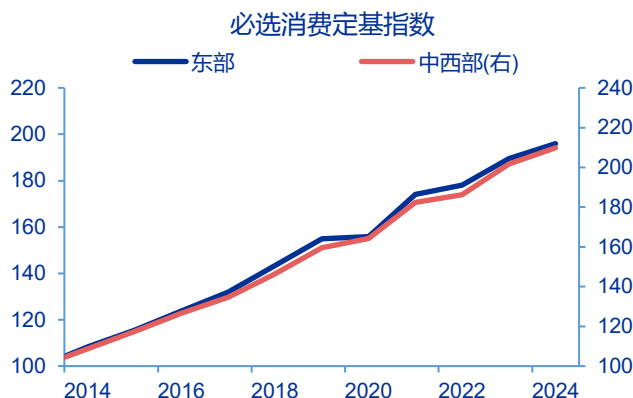
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 41：中西部地区可选消费明显好于东部地区



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 42：东部与中西部地区必选消费增长相对接近



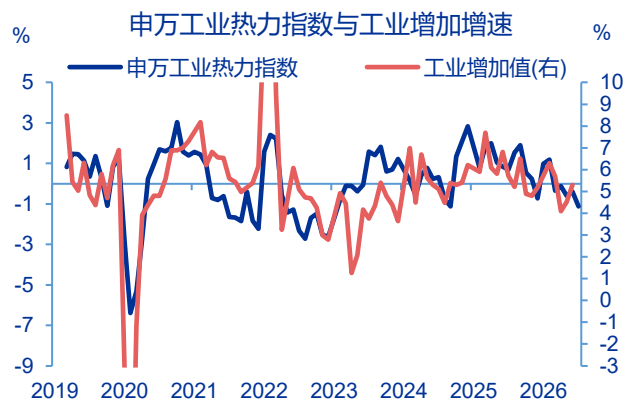
资料来源: Wind, 申万宏源研究

展望后续，消费总量回升有限的背景下，受企业影响较小的大众、服务等领域或延续“结构性复苏”。2026 年中以来，消费领域的“K 型”特征凸显。但市场忽视了企业对限额以上、以旧换新相关商品消费的拖累，同时低估了居民消费韧性、特别在大众、服务消费领域。往后看，在营收偏弱及主动压降费用的背景下，企业消费或延续弱势；同时需求前置的透支效应可能继续体现，进一步压制可选商品的消费节奏。相比之下，居民需求受透支效应影响有限，大众消费、服务消费有望延续“结构性”复苏。并且后地产时代年轻人消费潜力会被解放；城镇、“少子化”等社会趋势也会强化服务消费需求。

2. 申万经济热力指数：7 月，经济景气有所回落

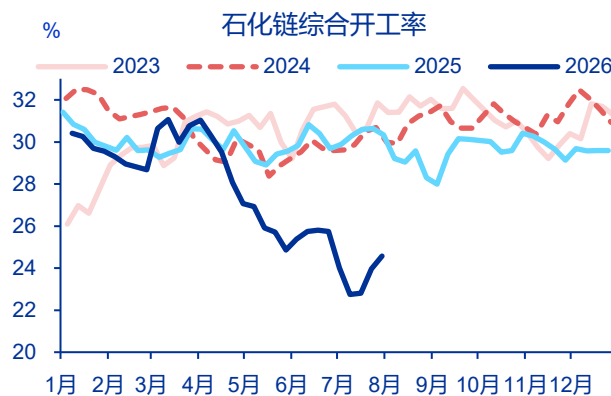
7 月，工业景气持平前月，服务业景气弱修复。7 月申万经济热力指数同比-0.5%、较前月回落 0.6 个百分点；其中，申万工业热力指数同比为-1.1%、较前月回落 0.7 个百分点，申万服务业热力指数同比为-0.1%、较前月回落 0.5 个百分点。

图 43：7 月，申万工业热力指数有所回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 44：7 月，石化链开工率边际改善



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 45：7 月，申万服务业热力指数回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 46：7 月，申万经济热力指数回落



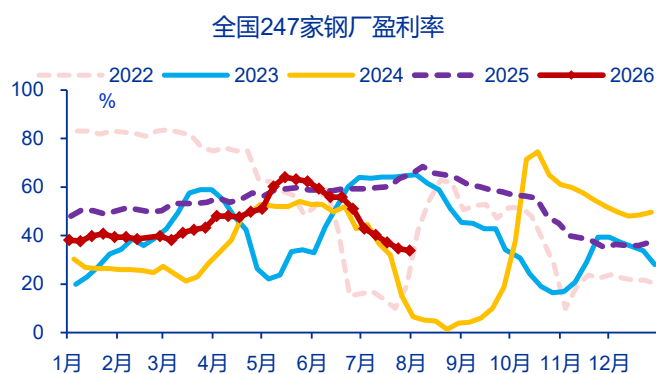
资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 高频跟踪：上周人流出行强度走低

3.1 生产高频跟踪：工业生产边际改善，建筑业开工仍在低位

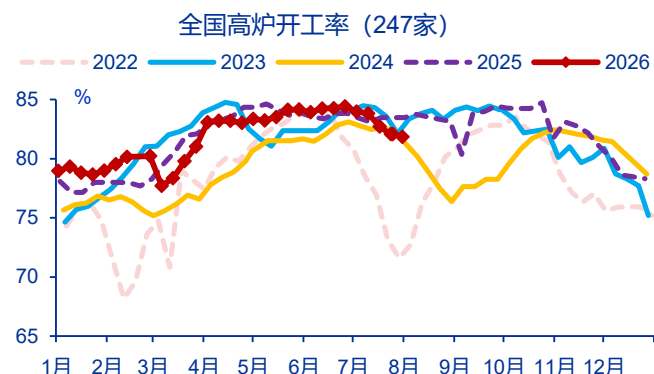
工业生产中，高炉开工率延续回落。上周（7 月 27 日-8 月 2 日），高炉开工率环比-0.2%，同比回落 0.2 个百分点至-1.6%；钢材表观消费环比-1.5%，同比回升 0.4 个百分点至-4.7%。钢材社会库存环比 1%。

图 47：上周，钢厂盈利率环比回落



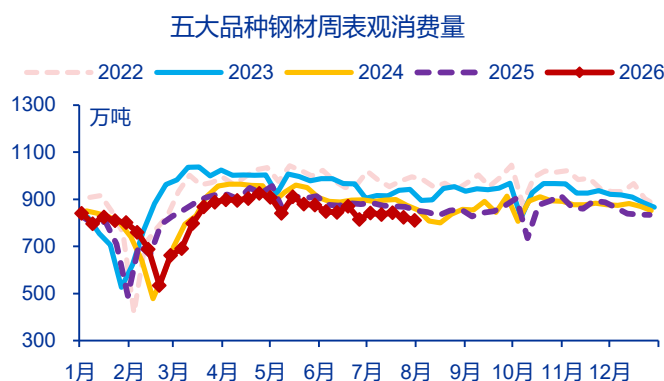
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 48：上周，高炉开工率同比回落



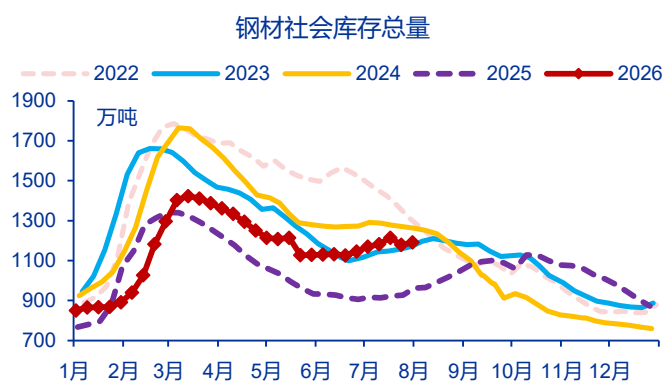
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 49：上周，钢材周表观消费同比回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

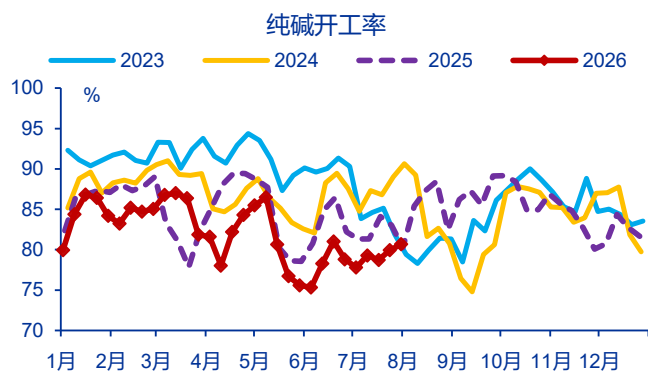
图 50：上周，钢材社会库存环比回升



资料来源：我的钢铁网、申万宏源研究

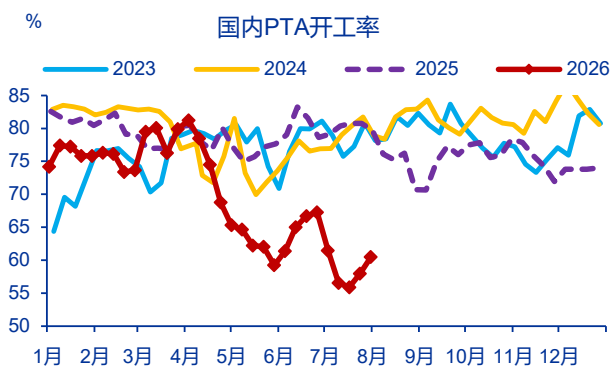
石化链、汽车相关开工均边际改善。上周（7月27日-8月2日），石化链中纯碱开工率同比回升3.5个百分点至0.7%；PTA开工率环比2.5%、同比回升3.6个百分点至-19.2%；涤纶长丝开工率环比-0.5%、同比回升0.1个百分点至-17.6%。消费链中，汽车半钢胎开工率环比0.3%、同比回升1.7个百分点至-8.8%。

图 51：上周，纯碱开工率同比回升



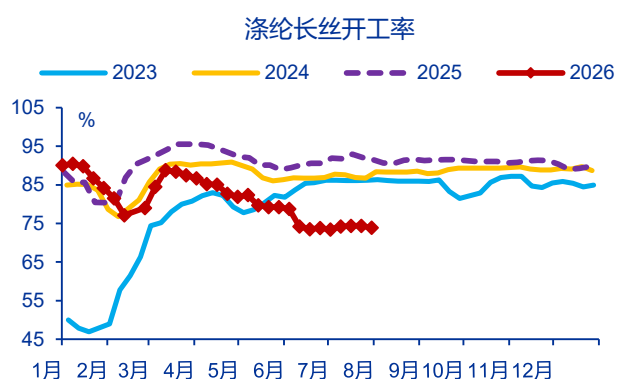
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 52：上周，PTA开工率同比回升



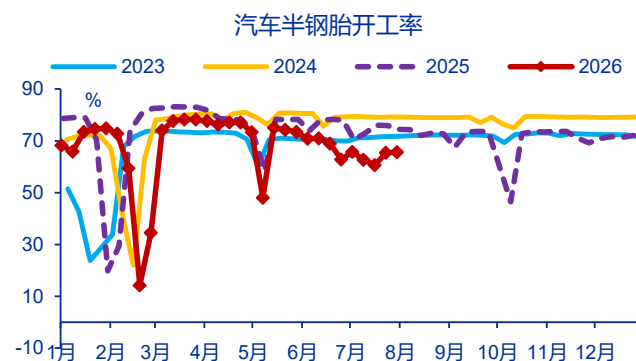
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 53: 上周, 涤纶长丝开工率明显弱于去年同期



资料来源: Wind、申万宏源研究

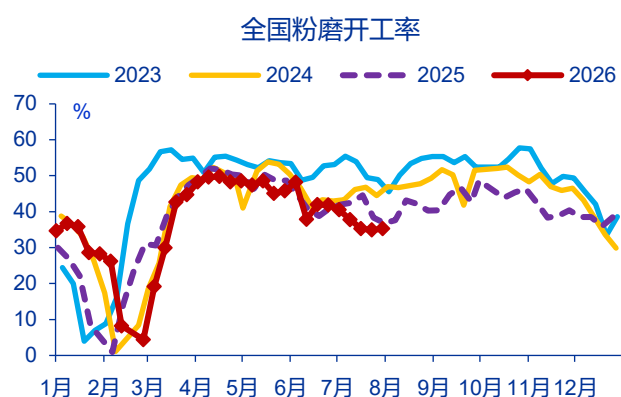
图 54: 上周, 汽车半钢胎开工率回升



资料来源: Wind、申万宏源研究

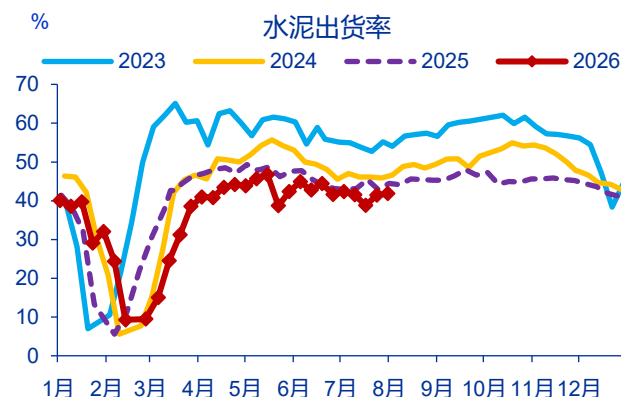
建筑业方面, 水泥产需延续弱势, 价格仍在下滑。上周 (7 月 27 日- 8 月 2 日), 全国粉磨开工率环比 0.4%、同比回升 1.9 个百分点至-1.5%; 水泥出货率环比 0.4%、同比回落 1.2 个百分点至-2.6%。库存方面, 水泥库容比环比 2.3%, 同比回升 2.7 个百分点至 2.8%, 水泥周内均价环比-0.5%。

图 55: 上周, 粉磨开工率同比回升



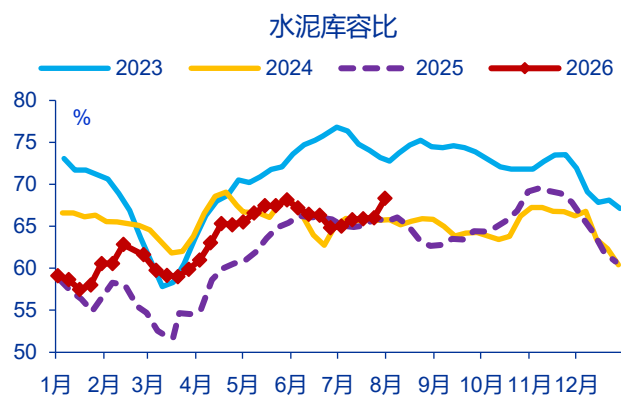
资料来源: 卓创资讯、申万宏源研究

图 56: 上周, 水泥出货率同比回落



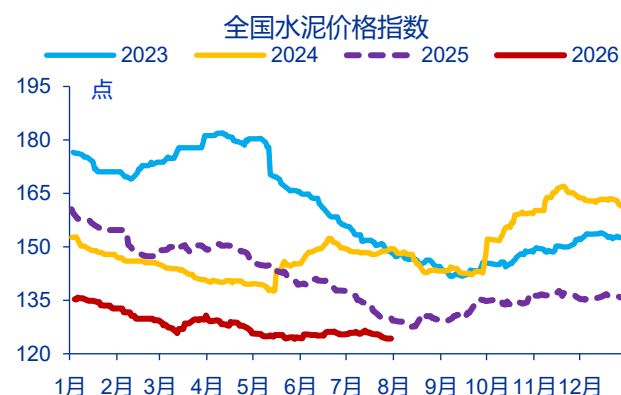
资料来源: 数字水泥网、申万宏源研究

图 57: 上周, 水泥库容比回升



资料来源: 数字水泥网、申万宏源研究

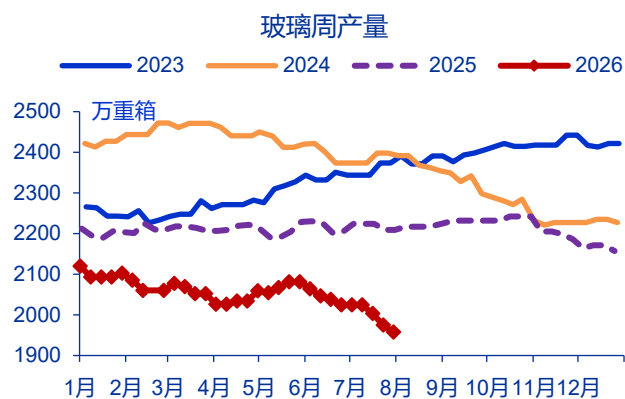
图 58: 上周, 水泥均价有所回落



资料来源: iFind、申万宏源研究

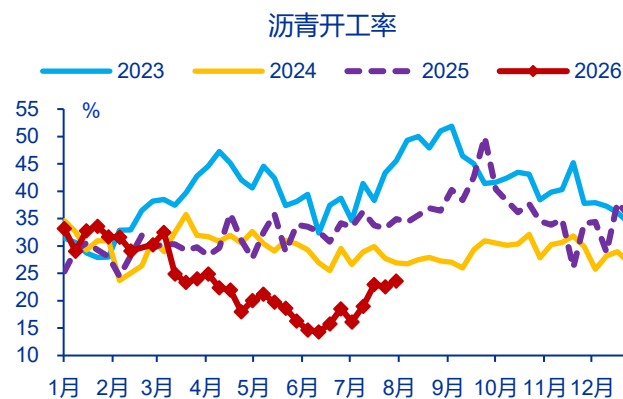
玻璃产量延续低位，沥青开工率仍处低位。上周（7月26日-8月2日），玻璃产量环比-0.9%，同比回落0.8个百分点至-11.4%；玻璃表观消费环比-0.2%，同比回升2.6个百分点至-15.7%。沥青开工率环比1%，同比回落0.6个百分点至-11.3%。

图 59：上周，玻璃产量回落



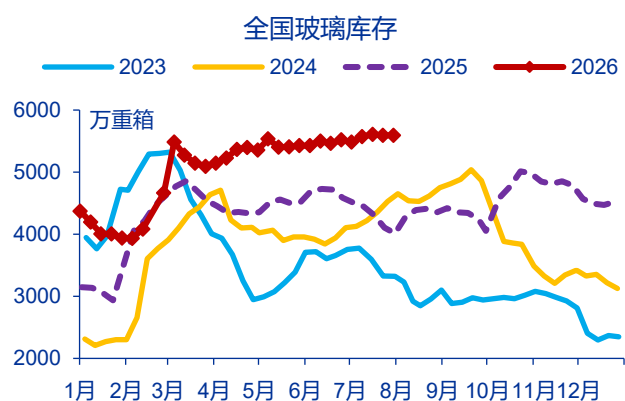
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 60：上周，玻璃周表观消费同比回升



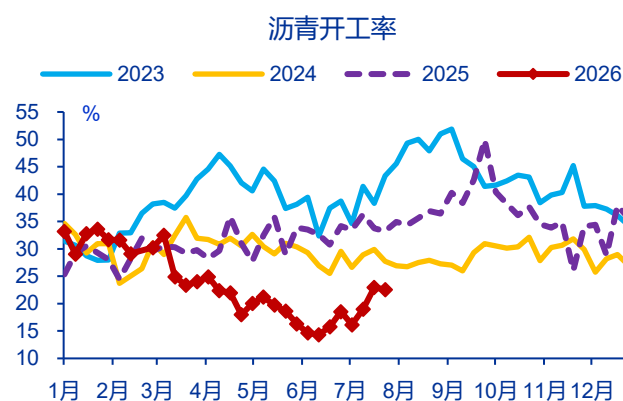
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 61：上周，玻璃库存环比回升



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 62：上周，沥青开工率回落

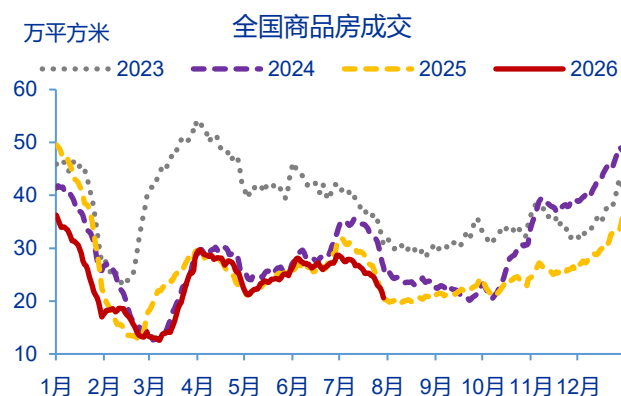


资料来源：百川、申万宏源研究

3.2 需求高频跟踪：新房成交回升，人流出行强度明显回落

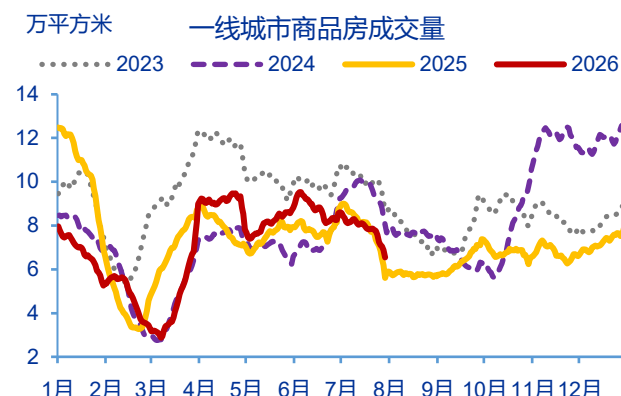
商品房成交有所改善，结构上较高能级城市回升更明显。上周（7月27日-8月2日），30大中城市商品房日均成交面积环比-14.1%、同比回升10.8个百分点至4.0%。其中，一线城市商品房成交环比-14.9%，同比回升10.9个百分点至12.6%；二线城市商品房成交环比-16.0%，同比回升14.3个百分点至5.1%；三线城市商品房成交环比-8.4%，同比回升4.1个百分点至-8.3%。

图 63: 上周, 全国商品房成交同比回升



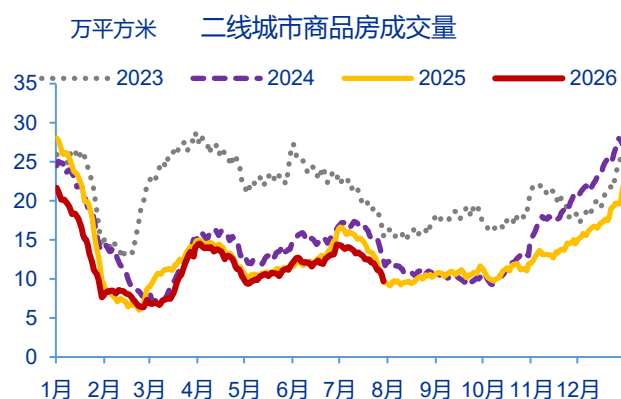
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 64: 上周, 一线城市商品房成交同比回升



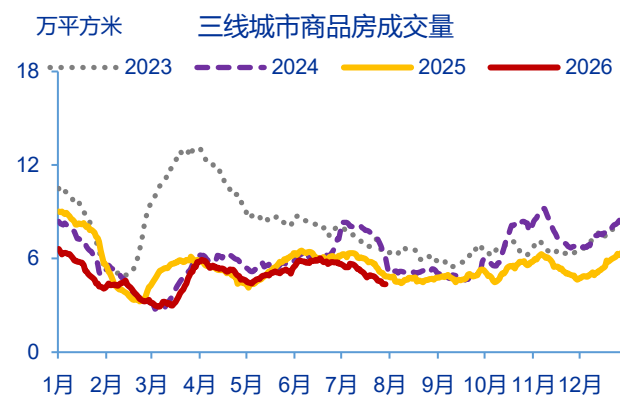
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 65: 上周, 二线城市商品房成交同比回升



资料来源: Wind、申万宏源研究

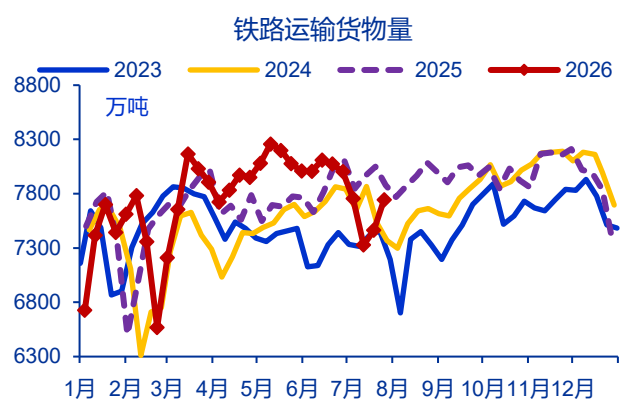
图 66: 上周, 三线城市商品房成交同比回升



资料来源: Wind、申万宏源研究

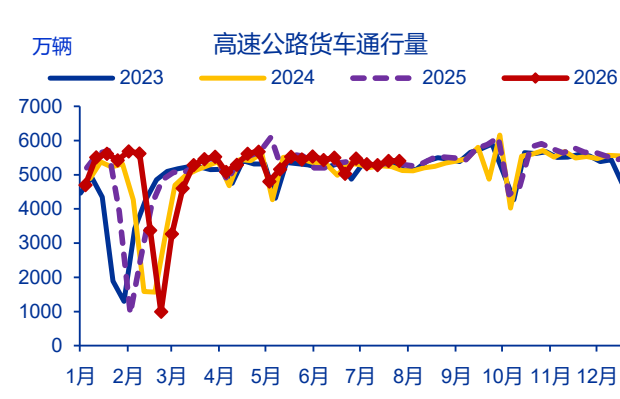
货物运输情况整体改善。上周(7月20日-7月26日), 与内需相关的铁路货运量同比回升5.6个百分点至-1.7%, 公路货车通行量同比回升0.7个百分点至1.9%。与出口相关的港口货物吞吐量同比回升21.4个百分点至7.8%, 集装箱吞吐量同比回升22.2个百分点至12.4%。

图 67: 上周, 全国铁路货物运输量同比回升



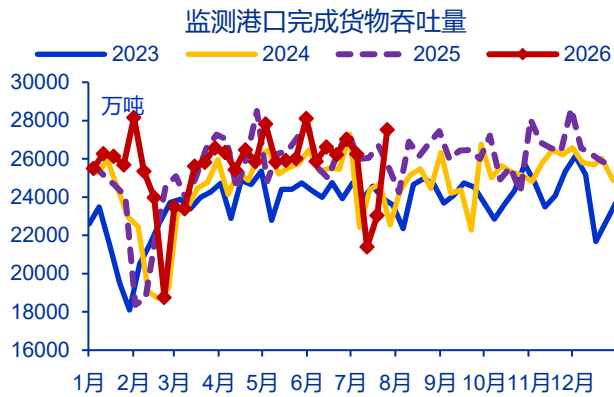
资料来源: 交通运输部、申万宏源研究

图 68: 上周, 公路货车通行量同比回升



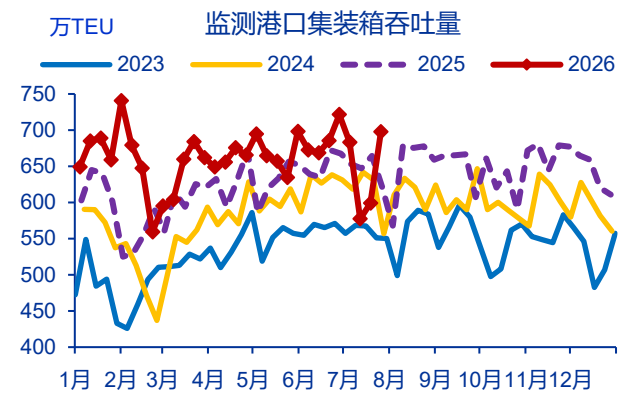
资料来源: 交通运输部、申万宏源研究

图 69：上周，监测港口货物吞吐量同比回升



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

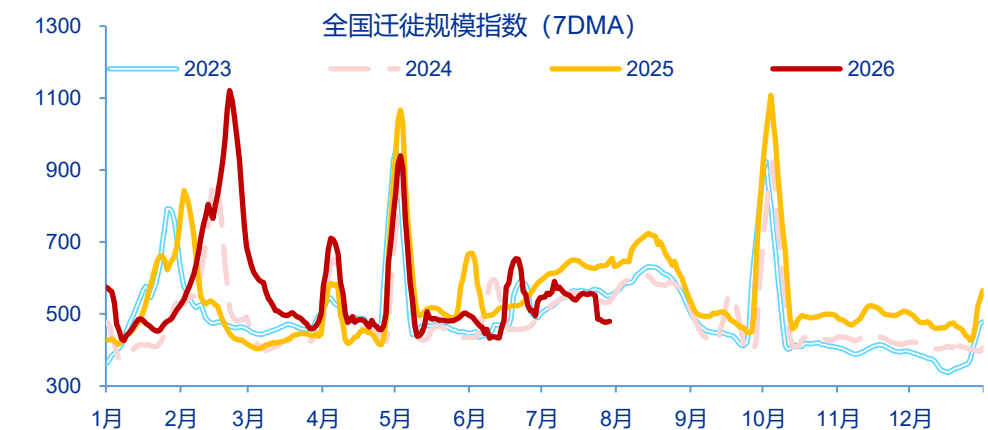
图 70：上周，监测港口集装箱吞吐量同比回升



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

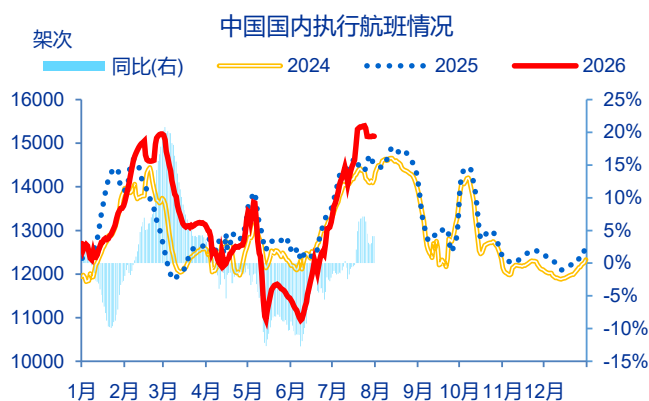
跨区人流强度明显不及去年同期。上周（7月27日-8月2日），全国迁徙规模指数同比回落13.9个百分点至-25.9%。国内执行航班同比回落3个百分点至4.1%，国际执行航班同比回落0.8个百分点至1.4%。

图 71：上周，全国迁徙规模指数回落



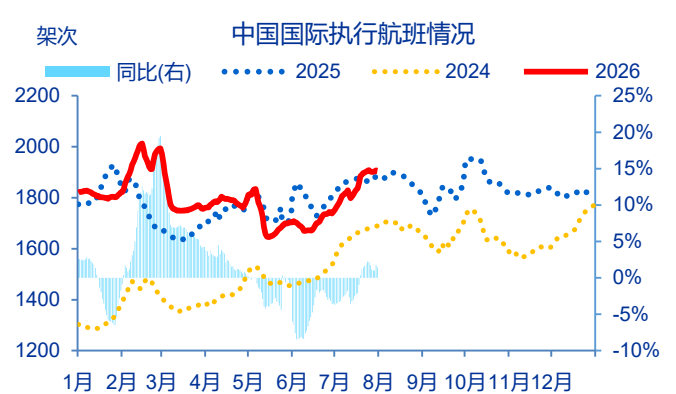
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 72：上周，国内执行航班架次有所回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 73：上周，国际执行航班架次同比回落

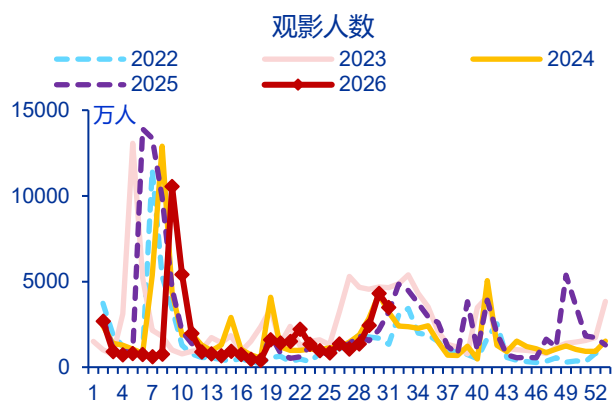


资料来源：iFind、申万宏源研究

观影消费明显回落，汽车销售略有回升。上周（7月20日-7月26日）电影观影人次同比回落. 个百分点至.%，票房收入同比回落. 个百分点至.%。汽

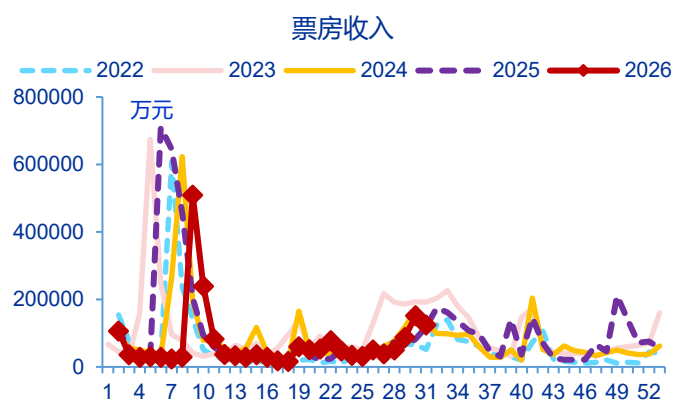
车销售方面，截至7月26日，乘用车零售量同比回升2.4个百分点至-18%；乘用车批发量同比回落1.4个百分点至-12.6%。

图 74：上周，观影人次同比回落



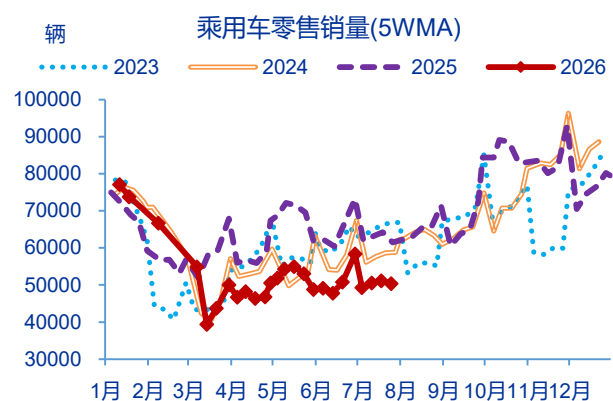
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 75：上周，票房收入同比回落



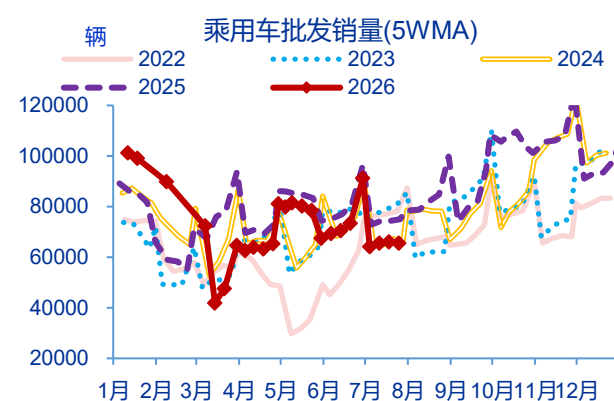
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 76：上周，乘用车零售量同比回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

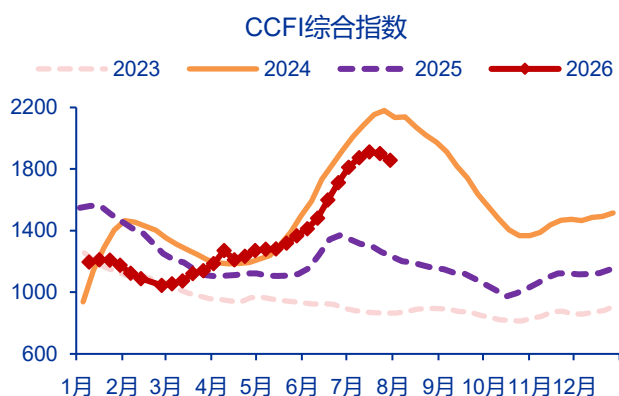
图 77：上周，乘用车批发量同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

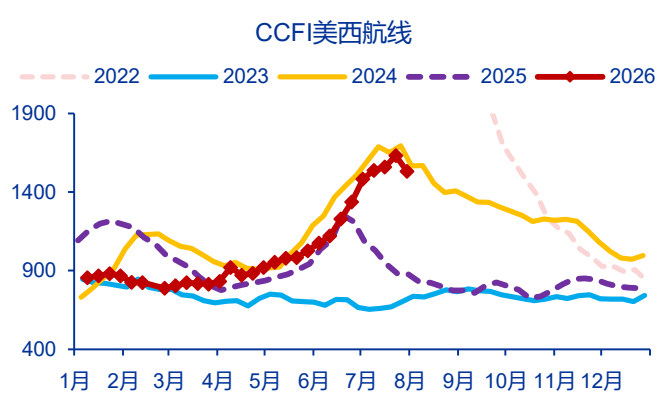
出口方面，集运价格大多数回落，其中美西航线、地中海航线跌幅较大。上周（7月26日-8月2日），CCFI综合指数环比-2.3%，美西航线、地中海环线运价环比分别为-6.1%、-5.3%。此外，BDI价格有所回落，环比-1.2%。

图 78：上周，CCFI综合指数回落



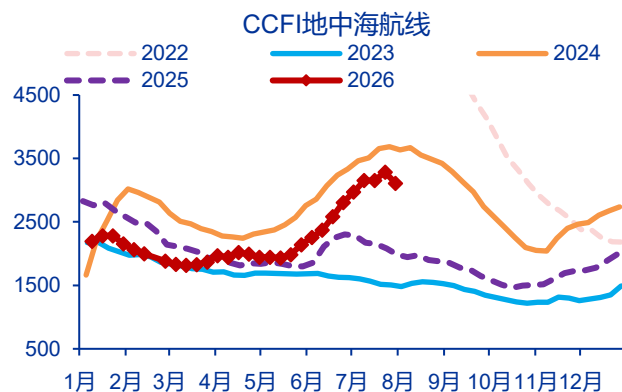
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 79：上周，美西航线运价跌幅较大



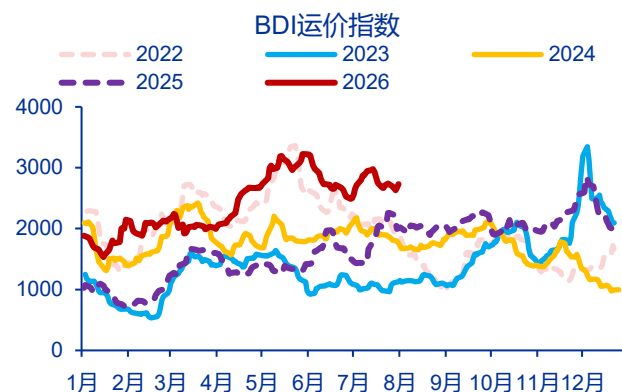
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 80：上周，地中海航线运价跌幅较大



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 81：上周，BDI 运价有所回落

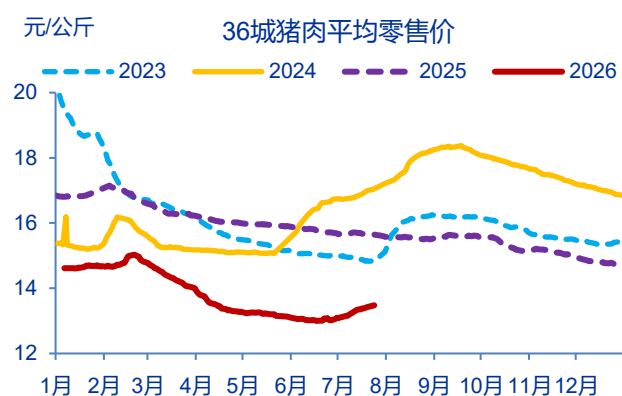


资料来源：iFind、申万宏源研究

3.3 物价高频跟踪：农产品价格分化，工业品价格小幅回落

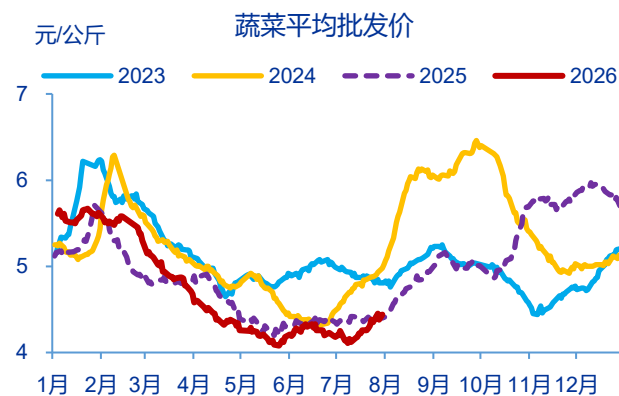
农产品价格有所分化。上周（7月27日-8月2日），鸡蛋、水果价格环比分别为-0.8%、-3.4%，蔬菜价格环比为2.3%，猪肉价格环比为0.4%（截至7月25日）。

图 82：上周，猪肉平均零售价小幅回升



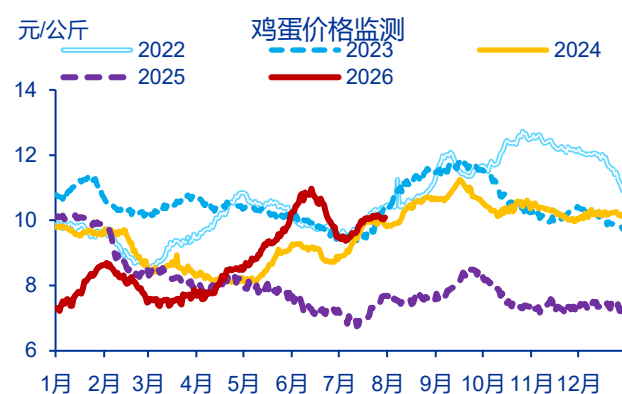
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 83：上周，蔬菜平均批发价回升



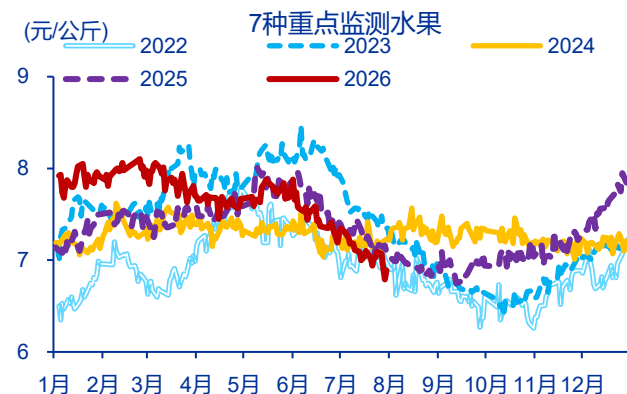
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 84：上周，鸡蛋平均批发价有所下滑



资料来源：iFind、申万宏源研究

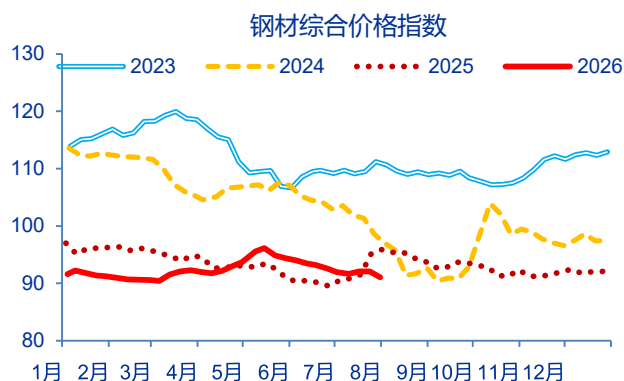
图 85：上周，7 种重点监测水果价格回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

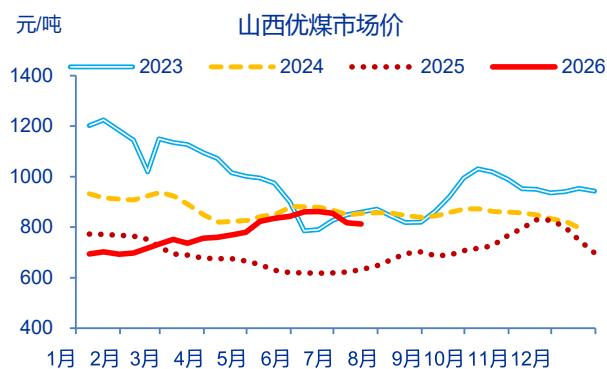
工业品价格小幅回落。上周（7月26日-8月2日），钢材综合价格指数环比-1.1%，山西优煤市场价环比-.%，铜平均价格基本持平前周

图 86: 上周, 钢材综合价格指数回落



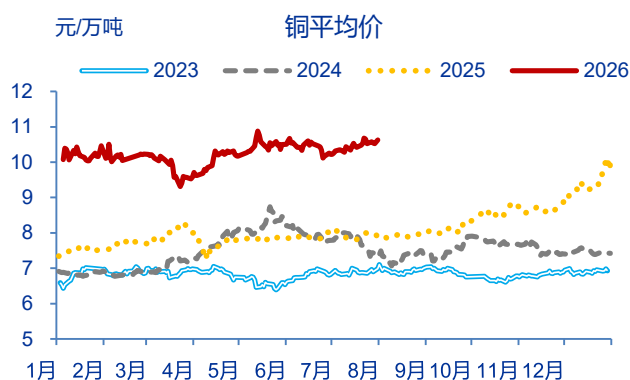
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 87: 上周, 山西优煤市场价回落



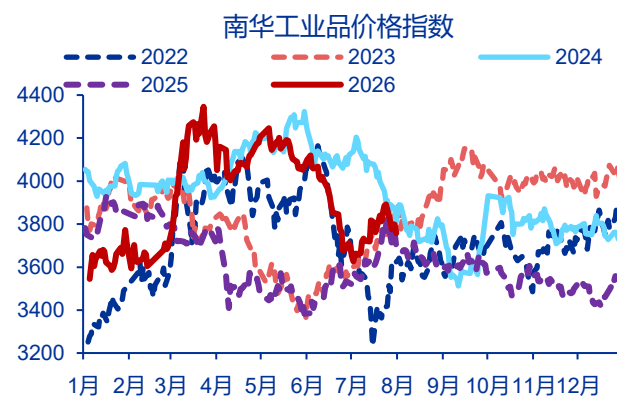
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 88: 上周, 铜平均价维持



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 89: 上周, 南华工业品价格指数下行



资料来源: iFind、申万宏源研究

风险提示:

- 1、政策落地进度不及预期。**促消费政策推进缓慢, 居民收入不及预期。
- 2、企业营收不及预期。**企业盈利兑现压力加大, 基本面下行带来的估值回调风险显著抬升。
- 3、服务消费修复不及预期。**若居民服务消费需求扩容进度偏慢, 服务业岗位吸纳能力难以提升, 就业结构性矛盾或进一步加剧。

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@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.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。

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，任何人无权在任何情况下使用他们。