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

宏观专题

2026 年 08 月 27 日

如何破局“K 型分化”？

市场热议的“K 型分化”，是经济转型的必经阶段。本轮分化缘何形成，如何缓解分化加深的趋势？本文分析，供参考。

- **一问：全景透视“K 型分化”？经济领域存在“五强五弱，体现在供给、需求等多维度。**

市场对当前经济“三强三弱”的分化特征，已形成共识。一是“供强需弱”，2025 年来工业增加值增速维持在 5.7%附近，而实际营收增速持续低于生产；服务业领域也类似。二是“外强内弱”，出口增速年内最高上行至 27.2%；但消费、投资增速却一度回落至-0.6%、-12.5%历史低位。三是“新动能强、老动能弱”，高技术制造业营收增速持续上行，而其他行业的营收增速回落至 1%附近。

其他领域的分化亦值得关注，一是社零走低的背景下，社会集团消费弱于居民。2025 年中以来，社零增速持续回落，但居民消费支出维持韧性，保持在 3%-4%。考虑到社零不仅核算居民的消费，也包括社会集团（企业）消费，上述背离反映出居民消费维持韧性，但社会集团（企业）消费明显偏弱。数据上 2025 年中以来，社会集团消费增速回落 6.5 个百分点、拖累社零下滑 3.7 百分点。

二是投资全面下滑的背景下，基建投资弱于其他行业，东部、中部地区投资弱于西部。2026 年 4 月以来，投资再度大幅下滑、至 7 月已回落 13.3 个百分点。行业层面，基建投资下滑幅度较大；制造业领域中，化学纤维、皮革制鞋、食品等行业投资回落显著，2026 年 7 月较去年底回落幅度超 10 个百分点。区域层面，青海、内蒙古、天津、西藏等地投资 2026 年来降幅在 20 个百分点以上。

- **二问：“K 型分化”的形成原因？新经济的供给传导效能偏弱，企业降费、化债提速构成需求掣肘。**

供给端，“新旧力量”交替下，新经济对总量的乘数效应、传统领域的拉动效应偏弱。2022 年以来，经济转型进入“新阶段”；但从贡献看，新经济并未对总量形成增量拉动，仅对冲传统领域的下行幅度；同时，新经济对其他领域的正向溢出偏弱，如高技术制造业生产对产业链中其他行业拉动有限，就业增速持续低于营收、也反映新经济吸纳就业的能力有限。

需求侧面临新的堵点，一是营收偏弱及主动降费，约束社会集团消费走弱。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，更多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。

二是化债与稳增长再平衡过程透支投资资金，尤其令高杠杆行业、化债压力突出地区投资下行明显。2025 年中以来，特殊再融资专项债“超发”影响投资到位资金，对投资形成约束；同时，专项债付息的刚性压力在上行，占地方本级政府性基金收入比重升至 18%以上。上述相应令天津、黑龙江等化债“超发”严重的地区，受财政资金影响更多或杠杆率更高的行业投资下滑幅度更明显。

- **三问：如何打破“K 型分化”？新经济普惠协同，传统领域提质出清。**

产业端，“十五五”中新经济“普惠化”的发展思路，有助于更好地发挥乘数效应。“十五五”，政策重心已发生转变，强调更多放在结构性、质量型发展目标上，强化对“全员劳动生产率”增长、“数字经济核心产业增加值占 GDP 比重”等结构性指标的定量考核。同时，“十五五”纲要明确提出促进实体经济和数字经济深度融合，有助于弥补传统领域“新动能”含量不足的短板问题。

企业端，反内卷政策有助于缓和产能过剩问题，提振远期企业消费。企业费用率回落或在于新增产能推升企业成本率，挤压费用率空间。但去年下半年以来，反内卷持续推进，产能利用率偏低问题或有缓和；2025 年下半年来，上市公司在建工程增速加速回落，2026 年一季度降至-8.4%。考虑到在建工程增速领先固定资产余额约 1 年，或意味着后续固定资产余额增速回落，相应产能利用率回升。

政府端，债务缩减、降低成本、提高现金流等多措并举，有助于缓解化债对投资的挤出。常规化债思路包括三方面。一是债务缩减类举措，包括债务清算、重组、部分债务转化为企业债务等；二是降低成本类举措，包括置换低息债务、展期降息等。三是提高现金流类举措，包括盘活存量资产、培育其自身“造血能力”等。此外，隐债化解政策协同力度或可加大；必要时货币政策可与财政政策配合。

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
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com
侯倩楠 A0230524080006
houqn@swsresearch.com
耿佩璇 A0230526080001
gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

目录

1. 热点思考：如何破局“K 型分化”？ 6

1.1 一问：全景透视“K 型分化”？ 6
1.2 二问：“K 型分化”的形成原因？ 8
1.3 三问：如何打破“K 型分化”？ 11

2. 申万经济热力指数：8 月以来，经济景气偏弱 14

3. 高频跟踪：人流出行明显回升 15

3.1 生产高频跟踪：工业生产边际修复，建筑业开工偏弱 15
3.2 需求高频跟踪：商品房成交有所回落，人流出行强度走强 18
3.3 物价高频跟踪：农产品价格走强，工业品价格回升 21



图表目录

图 1：2025 年以来工业增加值平均增速高于营收 6
图 2：出口增速走高、投资、社零均在回落 6
图 3：高技术制造业生产增速高于工业 6
图 4：高技术制造业营收增速高于其他行业 6
图 5：社会集团消费占比六成左右 7
图 6：社零走弱更多源于社会集团 7
图 7：2025 年中以来社零增速持续走低，但居民消费支出维持韧性 7
图 8：2026 年以来不同地区投资均在回落 8
图 9：天津、内蒙古等地投资回落较大 8
图 10：2026 年内基建投资回落幅度最大 8
图 11：化学纤维、皮革制鞋等行业投资回落较大 8
图 12：地产基建与其他行业增速明显分化 9
图 13：AI 产业对 GDP 的拉动在 0.5 个百分点 9
图 14：高技术制造业就业占比不及营收 9
图 15：高技术制造业营收增速高于就业 9
图 16：企业费用与社会集团消费走势相对一致 9
图 17：企业管理费用、销售费用与营收较为同步 9
图 18：企业费用率持续回落 10
图 19：2026 年以来，居民可支配收入增速回升 10
图 20：特殊新增专项债占比上行 10
图 21：地方政府的付息压力较高 10
图 22：天津、西藏等地化债力度更大 10
图 23：地方政府的付息压力较高 10
图 24：资产负债率较高的行业，制造业投资回落幅度较大 11
图 25：“十五五”规划目标较”十四五“变化 11
图 26：2025 年以来移动互联网流量增速改善 12
图 27：我国新型储能装机规模持续增长 12
图 28：石化链成本率超过油价的传导幅度 12
图 ：中下游固定资产规模上行形成刚性成本 .....

图 30：上市公司在建工程领先固定资产一年左右 12
图 31：橡胶塑料、文教工体娱行业在建工程已回落 12
图 32：AMC 或可帮助地方政府开展债务化解工作 13
图 33：“茅台化债”缓解地方城投压力 13
图 34：“山西模式”特征 13
图 35：货币政策可与财政政策配合支持重点领域化债 13
图 36：央行推出创新工具化债 14
图 37：8 月以来，申万工业热力指数回落 14
图 38：8 月以来，石化链开工率有所回升 14
图 39：8 月以来，申万服务业热力指数回升 14
图 40：8 月以来，申万经济热力指数回落 14
图 41：上周，钢厂盈利率环比回落 15
图 42：上周，高炉开工率维持韧性 15
图 43：上周，钢材周表观消费同比回落 15
图 44：上周，钢材社会库存环比回落 15
图 45：上周，纯碱开工率同比回升 16
图 46：上周，PTA 开工率同比回升 16
图 47：上周，涤纶长丝开工率明显弱于去年同期 16
图 48：上周，汽车半钢胎开工率回升 16
图 49：上周，粉磨开工率同比回升 16
图 50：上周，水泥出货率同比回落 16
图 51：上周，水泥库容比回升 17
图 52：上周，水泥均价有所回落 17
图 53：上周，玻璃产量有所回升 17
图 54：上周，玻璃周表观消费有所回落 17
图 55：上周，玻璃库存环比回升 17
图 56：上周，沥青开工率有所回落 17
图 57：上周，全国商品房成交同比回落 18
图 58：上周，一线城市商品房成交同比回升 18
图 59：上周，二线城市商品房成交同比回落 18
图 ：上周，三线城市商品房成交同比回升 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 61：前周，全国铁路货物运输量同比回升 19
图 62：前周，公路货车通行量同比回落 19
图 63：前周，监测港口货物吞吐量同比回落 19
图 64：前周，监测港口集装箱吞吐量同比回落 19
图 65：上周，全国迁徙规模指数大幅回升 19
图 66：上周，国内执行航班架次有所回升 20
图 67：上周，国际执行航班架次同比回升 20
图 68：上周，观影人次同比回升 20
图 69：上周，票房收入同比回升 20
图 70：前周，乘用车零售量同比回落 20
图 71：前周，乘用车批发量同比回落 20
图 72：上周，CCFI 综合指数回落 21
图 73：上周，欧洲航线运价跌幅较大 21
图 74：上周，东南亚航线运价跌幅较大 21
图 75：上周，BDI 运价有较大回落 21
图 76：上周，猪肉平均零售价小幅回落 21
图 77：上周，蔬菜平均批发价回升 21
图 78：上周，鸡蛋平均批发价明显回升 22
图 79：上周，7 种重点监测水果价格小幅回落 22
图 80：上周，钢材综合价格指数环比回升 22
图 81：上周，山西优煤市场价环比回升 22
图 82：上周，铜平均价环比回落 22
图 83：上周，南华工业品价格指数上行 22

市场热议的“K 型分化”，是经济转型的必经阶段。本轮分化缘何形成，如何缓解分化加深的趋势？本文分析，供参考。

1. 热点思考：如何破局“K 型分化”？

1.1 一问：全景透视“K 型分化”？

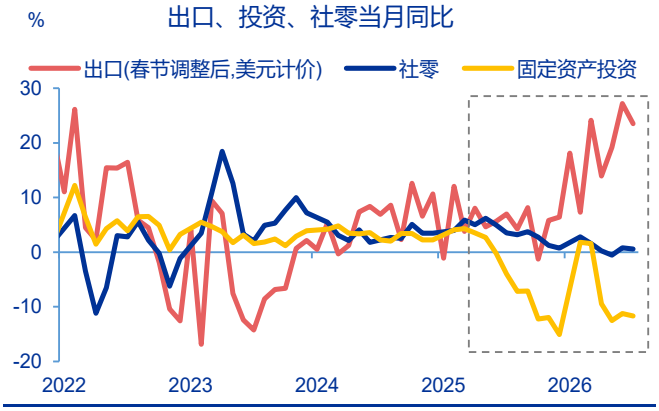
市场对当前经济“三强三弱”的分化特征，已形成共识。2026 年以来，总量经济面临增长压力的背景下，“K 型分化”的特征突出。分化之一是“供强需弱”，2025 年以来工业增加值增速维持在 5.7%附近，而实际营收增速（平均 4%）持续低于生产；服务业领域也类似。分化之二是“外强内弱”，其中出口增速持续超预期，年内最高上行至 27.2%；但消费、投资增速却持续走低，年内一度分别回落至-0.6%、-12.5%的历史低位。分化之三是“新动能强、老动能弱”，其中高技术制造业营收增速持续上行、目前处于 7.7%的较高水平，而其他行业的营收增速回落至 1%附近。

图 1：2025 年以来工业增加值平均增速高于营收



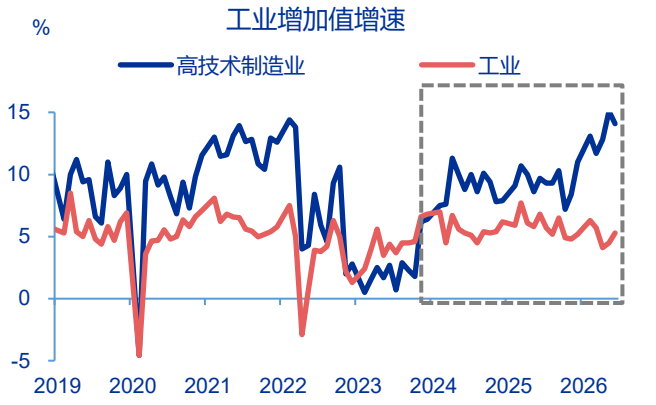
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：出口增速走高、投资、社零均在回落



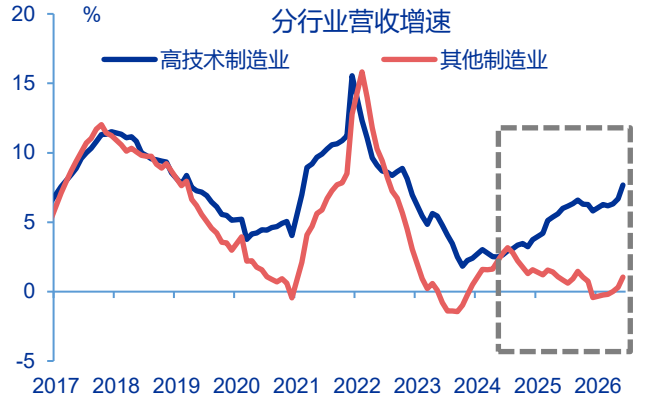
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：高技术制造业生产增速高于工业



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：高技术制造业营收增速高于其他行业

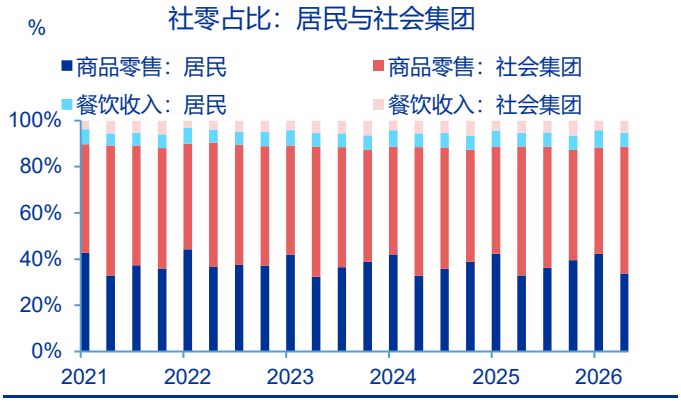


资料来源：Wind，申万宏源研究

其他领域的分化亦值得关注，一是社零走低的背景下，社会集团消费弱于居民。2025 年中以来，社零增速持续回落，但居民消费支出维持韧性，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。数据上 年中

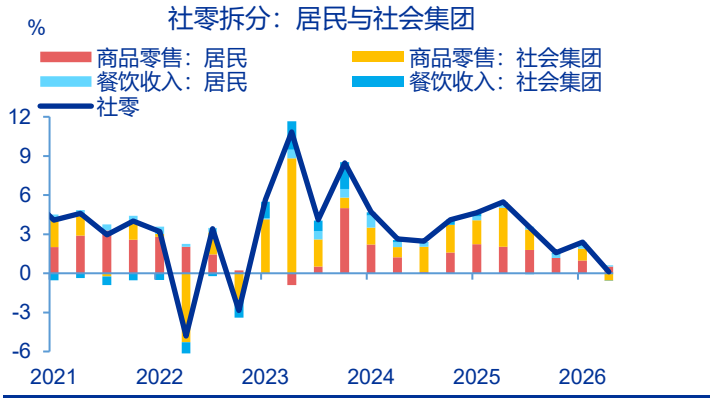
以来，社会集团消费增速回落 6.5 个百分点至-1.4%、拖累整体社零下滑 3.7 百分点，是社零走弱的主导因素；其中社会集团的商品、餐饮消费增速分别回落 6.9、2.6 个百分点，拖累整体社零下滑 3.5、0.1 个百分点。

图 5：社会集团消费占比六成左右



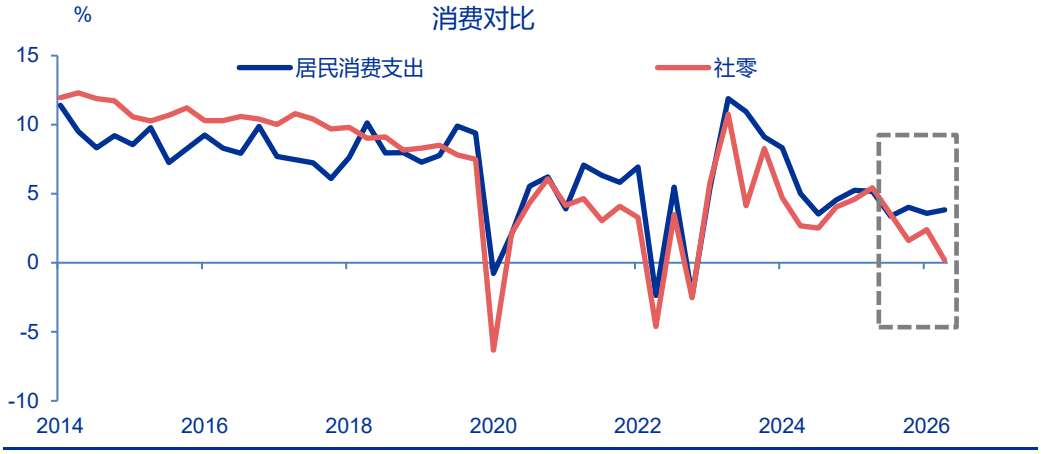
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：社零走弱更多源于社会集团



资料来源：iFind，申万宏源研究

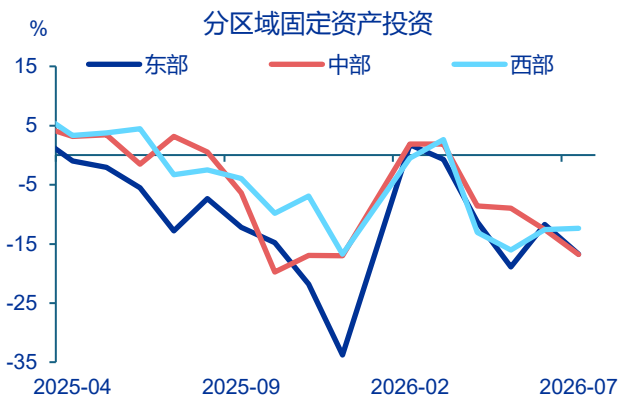
图 7：2025 年中以来社零增速持续走低，但居民消费支出维持韧性



资料来源：Wind，申万宏源研究

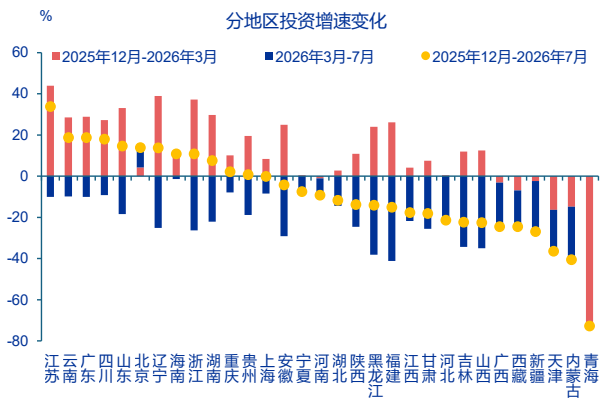
二是投资全面下滑的背景下，基建投资弱于其他行业，东部、中部地区投资弱于西部。2026 年一季度，固定资产投资强势反弹，同比回升 16.9 个百分点至 1.8%（1-2 月）；4 月以来，投资转向大幅下滑、至 7 月已回落 13.3 个百分点。行业层面，基建投资下滑幅度较大；制造业领域中，化学纤维、皮革制鞋、食品等行业投资回落也较显著，2026 年 7 月较去年底回落幅度超 10 个百分点。区域层面，东部、中部投资回落大于西部；其中天津、山西、河北等地投资 2026 年来降幅在 20 个百分点以上。

图 8：2026 年以来不同地区投资均在回落



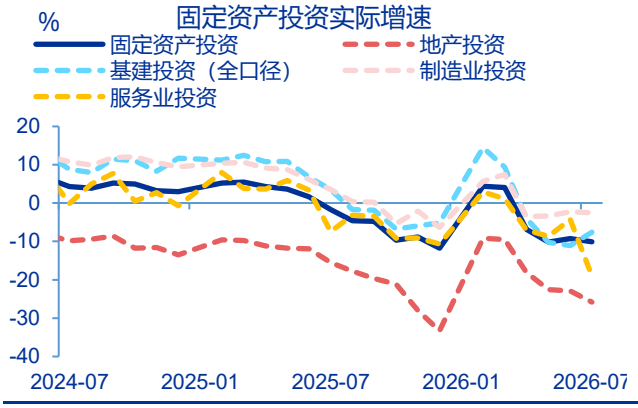
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：天津、内蒙古等地投资回落较大



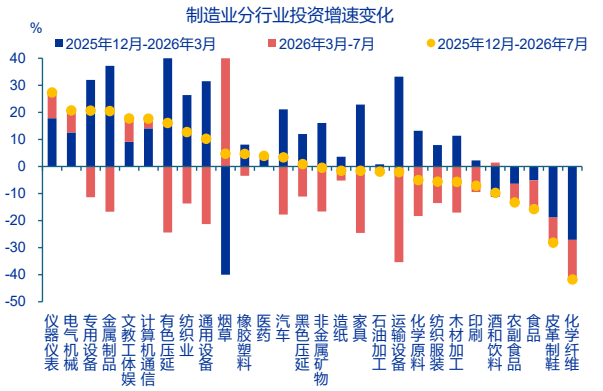
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2026 年内基建投资回落幅度最大



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：化学纤维、皮革制鞋等行业投资回落较大

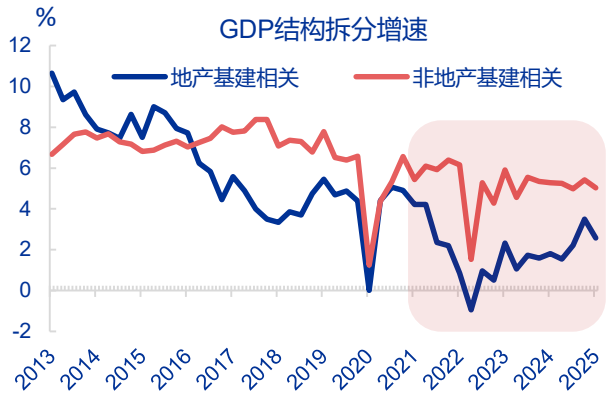


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 二问：“K 型分化”的形成原因？

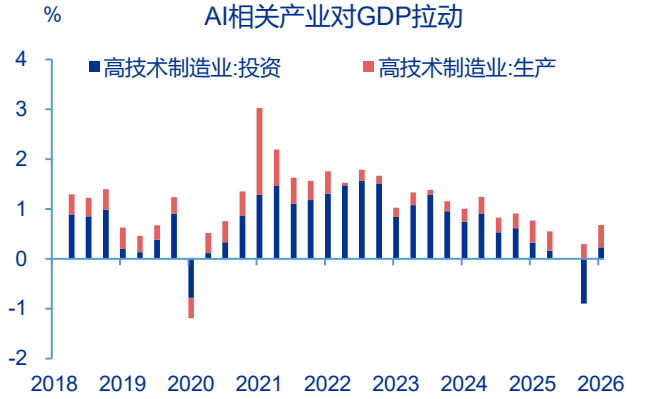
供给端，“新旧力量”交替下，新经济对总量的乘数效应、传统领域的拉动效应较弱。2022 年以来，转型进入“新阶段”，显示“新旧力量”交替背后，除了源于政策引导各类要素向新经济领域集中，也体现经济发展的自然规律。但从贡献看，新经济并未对总量产生增量贡献，仅基本对冲传统领域的下行幅度；同时，新经济对其他领域的正向溢出也偏弱，譬如高技术制造业生产对产业链中其他行业生产的拉动有限，高技术制造业就业增速（2026 年 6 月为 1.7%）持续低于营收（7.7%）。

图 12：地产基建与其他行业增速明显分化



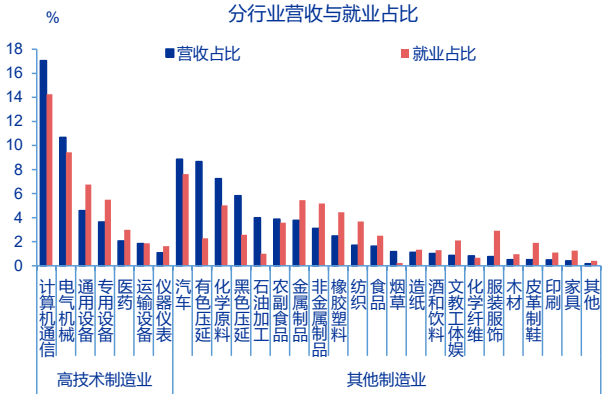
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：AI 产业对 GDP 的拉动在 0.5 个百分点



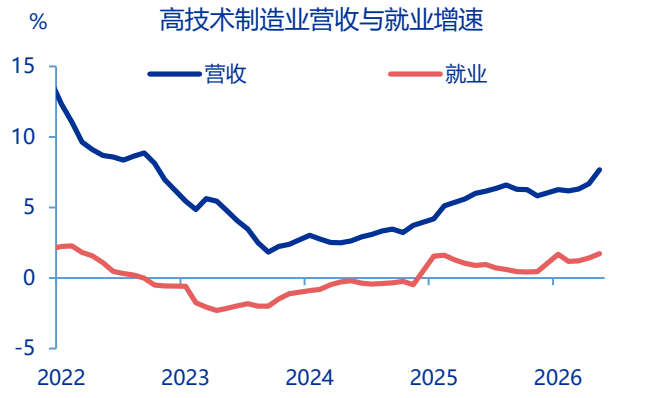
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：高技术制造业就业占比不及营收



资料来源：Wind，申万宏源研究

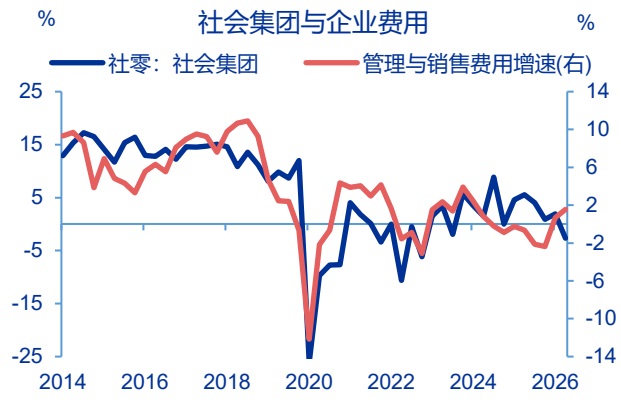
图 15：高技术制造业营收增速高于就业



资料来源：Wind，申万宏源研究

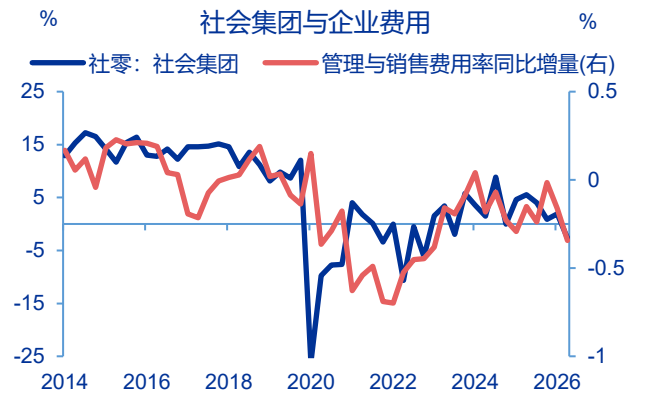
需求侧面临新的堵点，一是营收偏弱及主动降费，约束社会集团消费走弱。历史上，“企业营收-企业管理、销售费用-社会集团消费”三者间具有同步性，意味着社会集团消费与企业管理、销售费用支出有关，后者更多受企业营收影响。2025 年下半年来，企业营收整体呈现回落态势，拖累费用支出，构成压制集团消费修复的核心约束。2026 年管理、销售费用上升，主因价格上行推高名义数据；但企业仍在主动压降费用，2026 年 6 月管理、销售费用率已分别降至 3.1%、2.2%的历史低位。相比之下，2026 年以来，居民可支配收入连续回升 0.9 个百分点，对消费支出构成支撑。

图 16：企业费用与社会集团消费走势相对一致



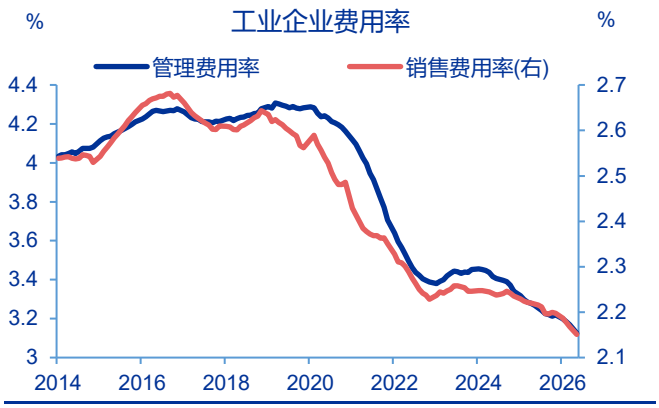
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：企业管理费用、销售费用与营收较为同步



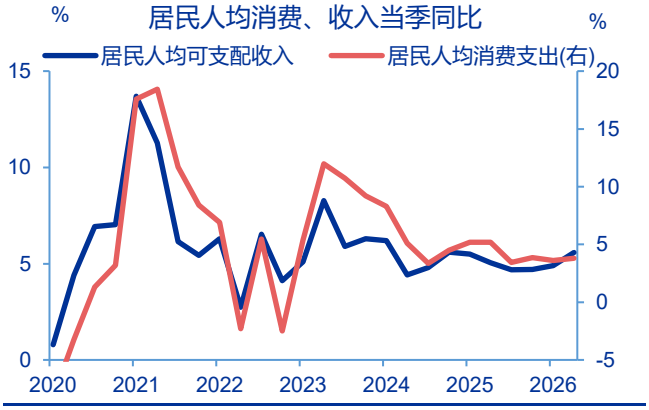
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：企业费用率持续回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

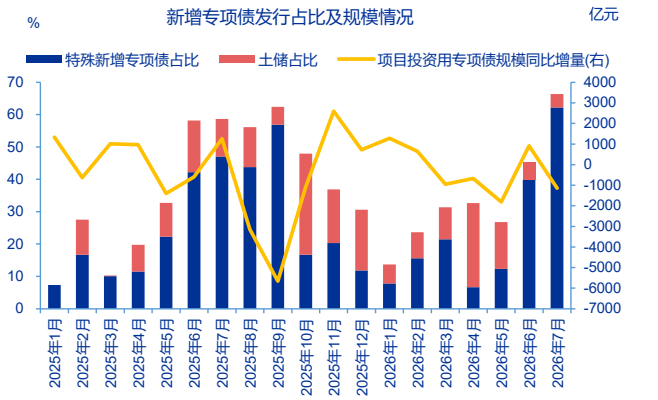
图 19：2026 年以来，居民可支配收入增速回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

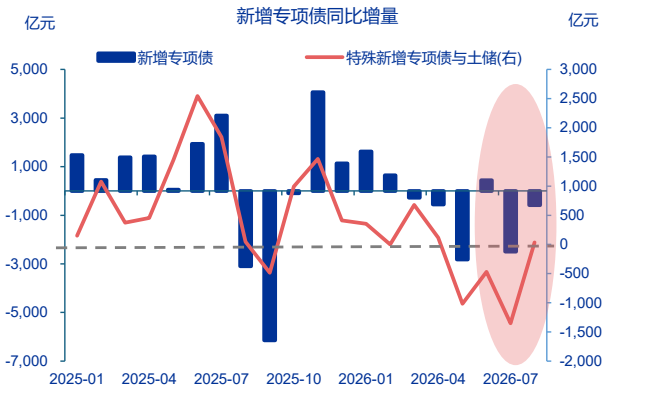
二是化债与稳增长再平衡过程透支投资资金，尤其令高杠杆行业、化债压力突出地区投资下行幅度明显。2025 年中以来，特殊再融资专项债“超发”影响投资到位资金，进而对投资形成约束；2026 年延续这一势头，前 7 月特殊新增专项债发行已有 6434 亿元、占新增专项债比重为 26.7%。同时，在收入端承压与存量债务累积的双重作用下，专项债付息的刚性压力也在上行，其占地方本级政府性基金收入比重已在 2025 年上行至 18%以上。结构上，化债“超发”更严重的地区投资下滑幅度更为明显，譬如天津、西藏、黑龙江等；受财政资金影响更多或杠杆率更高的行业投资下滑幅度也较明显。

图 20：特殊新增专项债占比上行



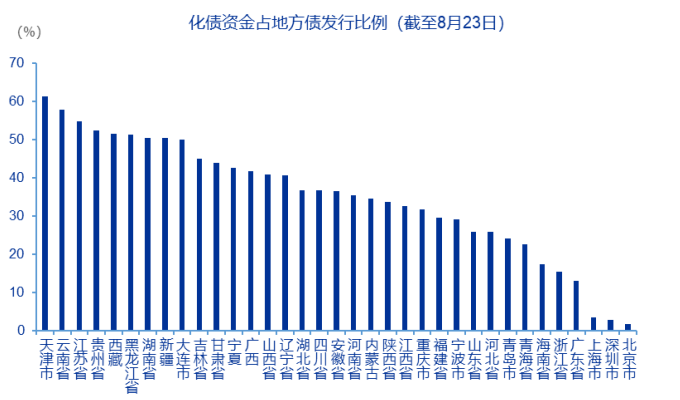
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：地方政府的付息压力较高



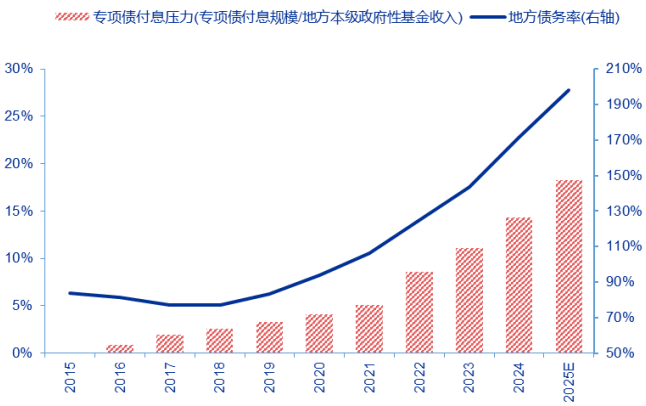
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：天津、西藏等地化债力度更大



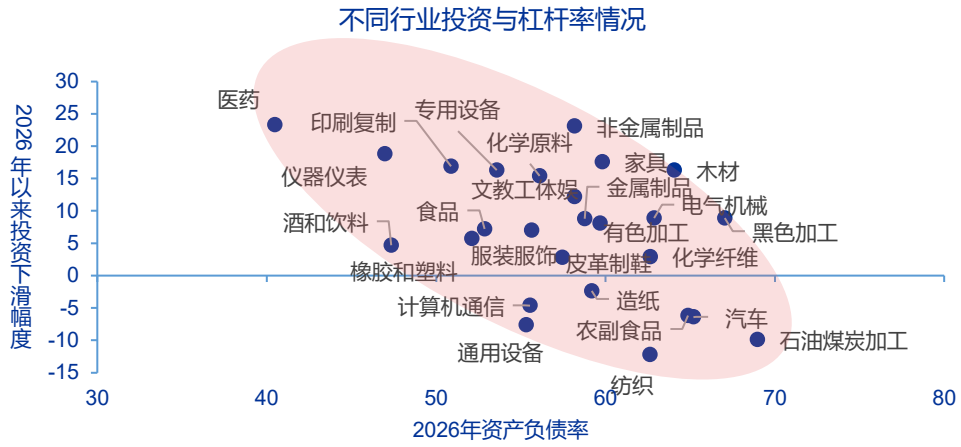
Wind，申万宏源研究

图 23：地方政府的付息压力较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：资产负债率较高的行业，制造业投资回落幅度较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 三问：如何打破“K 型分化”？

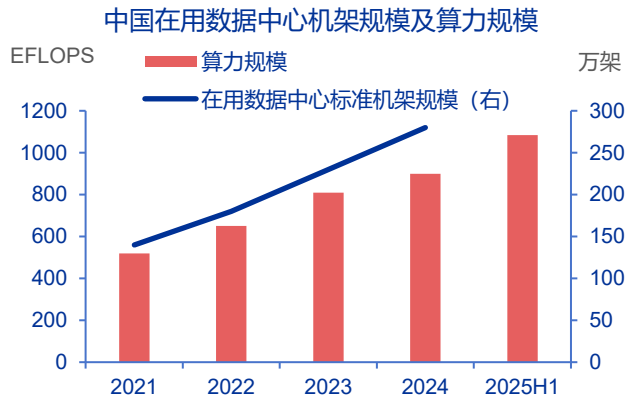
产业端，“十五五”中新经济“普惠化”的发展思路，有助于更好地发挥乘数效应。从“十四五”到“十五五”，政策重心已然发生转变，“十五五”强调更多放在结构性、质量型发展目标上，强化对“全员劳动生产率”增长、“数字经济核心产业增加值占 GDP 比重”等结构性、质量型指标的定量考核。与此同时，“十五五”纲要明确提出促进实体经济和数字经济深度融合，有助于弥补传统领域“新动能”含量不足的短板问题。

图 25：“十五五”规划目标较”十四五“变化

类别	指标类目	十四五规划目标	十五五规划目标	变化	指标属性(十五五)
经济发展	国内生产总值（GDP）增长	保持在合理区间、各年度视情提出	保持在合理区间、各年度视情提出	一致	预期性
	全员劳动生产率增长	高于 GDP 增长	高于 GDP 增长	一致	预期性
	常住人口城镇化率	65%	71%	提高	预期性
创新驱动	全社会研发经费投入增长	> 7%	> 7%	一致	预期性
	每万人口高价值发明专利拥有量	12 件	> 22 件	提高	预期性
	数字经济核心产业增加值占 GDP 比重	10%	12.50%	提高	预期性
民生福祉	城镇调查失业率	< 5.5%	< 5.5%	一致	预期性
	居民人均可支配收入增长	与 GDP 增长基本同步	与 GDP 增长同步	一致	预期性
	劳动年龄人口平均受教育年限	11.3 年	11.7 年	提高	约束性
	医疗卫生人员配备	每千人口拥有执业(助理)医师数 3.2 人	每千人口执业医师数 3.7 人 注册护士数 5.1 人	提高	预期性
	养老服务/保障	基本养老保险参保率 95%	养老机构护理型床位占比 73%	变化	预期性（十四五为约束）
	婴幼儿托育	每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数 4.5 个	3 岁以下婴幼儿入托率提高〔6〕百分点	变化	预期性
	人均预期寿命	提高 1 岁（约 78.3 岁）	80 岁	提高	预期性
绿色生态/低碳	单位 GDP 二氧化碳排放降低	降低〔18%〕	降低〔17%〕	降低	约束性
	能源相关绿色指标	单位 GDP 能源消耗降低 13.5%	非化石能源占能源消费总量比重 25%	变化	约束性
	空气质量指数	地级及以上城市 PM2.5 浓度下降 10%	地级及以上城市 PM2.5 浓度 < 27 微克/m³	变化	约束性
	地表水/优良水体比例	地表水达到或好于Ⅲ类水体比例 85%	优良水体比例 85%	变化	约束性
	森林覆盖率	24.10%	25.80%	提高	约束性
安全保障	粮食综合生产能力	> 1.33 万亿斤	1.45 万亿斤左右	提高	约束性
	能源综合生产能力	> 46 亿吨标准煤	58 亿吨标准煤	提高	约束性

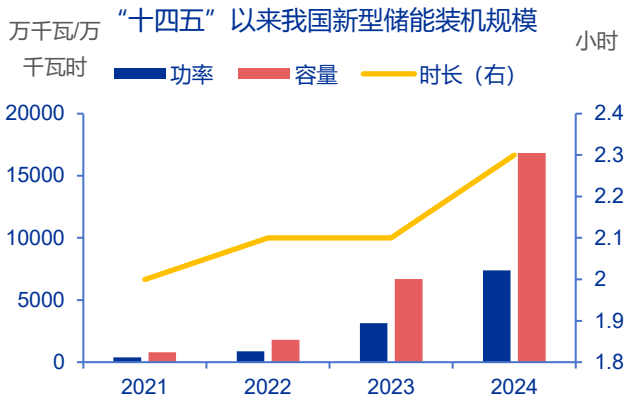
资料来源：新华社，中国政府网，申万宏源研究

图 26：2025 年以来移动互联网流量增速改善



资料来源：工信部，申万宏源研究

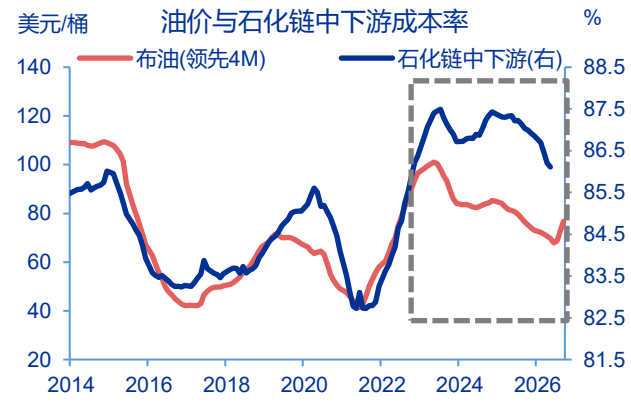
图 27：我国新型储能装机规模持续增长



资料来源：中国新型储能发展报告 2025，申万宏源研究

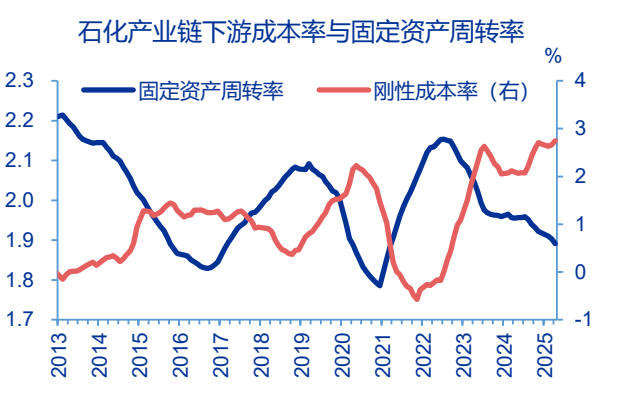
企业端，反内卷政策有助于缓和产能过剩问题，提振远期企业消费。企业费用率回落的原因或在于新增产能推升企业成本率，挤压费用率空间，尤其是中下游；譬如 2023 以年以来，国际油价每桶上涨 10 美元时，国内石化链中下游成本率理论上行 0.5%，但实际额外增加约 1.5%-2%。但去年下半年以来，反内卷持续推进，产能利用率偏低问题或有缓和；2025 年下半年来，上市公司在建工程增速加速回落，2026 年一季度降至-8.4%。从领先滞后关系看，在建工程增速领先固定资产余额约 1 年，或意味着固定资产余额增速后续也呈现回落态势，相应固定资产周转率（产能力利用率）或有回升。

图 28：石化链成本率超过油价的传导幅度



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：中下游固定资产规模上行形成刚性成本

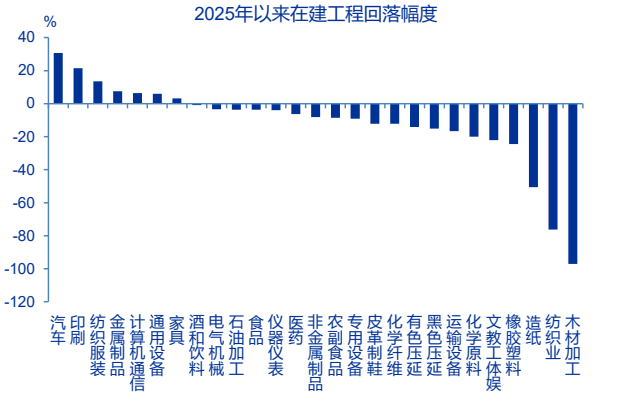


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：上市公司在建工程领先固定资产一年左右



图 31：橡胶塑料、文教工体娱行业在建工程已回落

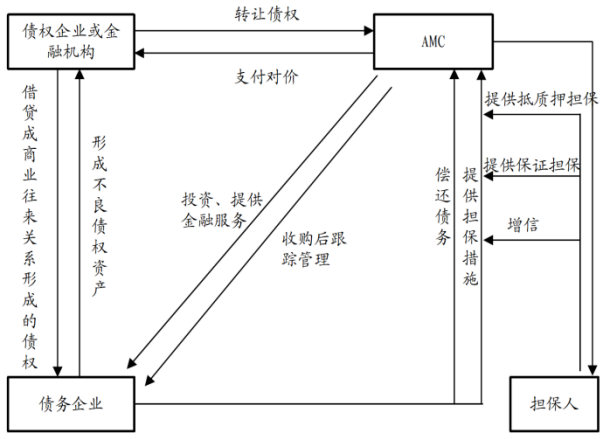


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

政府端，债务缩减、降低成本、提高现金流等多措并举，有助于缓解化债对投资的挤出。根据经验，常规化债思路包括三方面。其一，债务缩减类举措，在严格遏制增量的基础上，降底存量隐性债务规模，包括债务清算、重组、部分债务合规转化为企业经营性债务等。其二、降低成本类举措，缓解当前付息压力，包括置换低息债务、展期降息等。其三、提高现金流类举措，以缓解现金流压力，包括盘活存量资产、转让部分政府股权以及经营性国有资产权益、培育其自身“造血能力”等。此外，隐债化解政策协同力度或可加大；必要时，货币政策可与财政政策配合。2023 年 11 月上旬，央行行长表态“必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”。

图 32：AMC 或可帮助地方政府开展债务化解工作



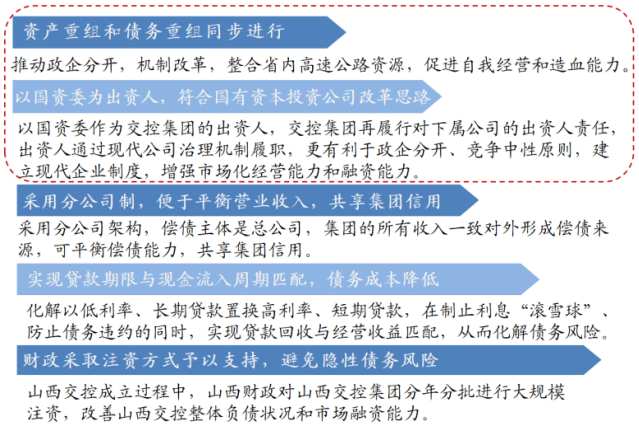
资料来源：庞小凤,庞小鹏(2017)，申万宏源研究

图 33：“茅台化债”缓解地方城投压力

类型	时间	主要内容
股份划转国资减持	2019年12月	贵州茅台公告，茅台集团拟通过无偿划转方式将其持有的贵州茅台4.00%股份划转至贵州国资。
	2020年9月	贵州国资减持茅台集团1675.26 万股，持股比例降至2.67%
	2020年12月	贵州茅台公告，茅台集团拟通过无偿划转方式将其持有的贵州茅台4.00%股份划转至贵州国资。
	2020年12月	贵州国资及贵州金控所持股份占比进一步降至0.96%
	2021年6月	截至 2021 年6月末，贵州国资及其母公司贵州金控所持茅台股权占比降至 4.54%，合计减持约 4348 万股，获现约 660 亿元左右。
	2022年7月	茅台集团公告，拟将所持贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司82%股权无偿划转贵州省国资委持有。
发债缓解城投压力	2020年1月	茅台集团发行“20 茅台 01”，募集资金 130 亿，票面利率 3%。债券募集资金扣除发行费用后，拟将不超过86亿元用于收购贵州高速公路集团有限公司（贵州高速）股权，不超过61亿元用于偿还有息负债，不超过3亿元用于补充流动资金。
买债缓解城投压力	2020年6月	贵州银保监局发布《贵州银保监局关于贵州茅台集团财务有限公司新增业务范围的批复》，批准贵州茅台集团财务有限公司新增下列业务：（一）承销成员单位的企业债券；（二）固定收益类有价证券投资；（三）成员单位产品的买方信贷。意味着贵州茅台集团财务有限公司可以通过直接投资贵州城投债。

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 34：“山西模式”特征



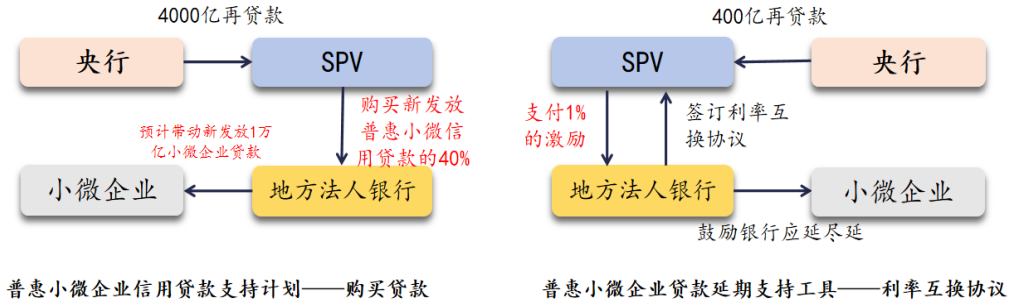
资料来源：Wind，贵州银保监局，申万宏源研究

图 35：货币政策可与财政政策配合支持重点领域化债

时间	会议	化债相关表述
2025年3月6日	十四届全国人大三次会议经济主题记者会（潘功胜）	金融支持融资平台化债取得重要阶段性成果……引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过降低利率、延长期限等债务重组方式，缓解融资平台流动性和利息负担
2025年9月22日	国新办"十四五"系列发布会（潘功胜）	推动地方政府统筹资金、资产、资源化解债务风险，剥离融资平台的政府融资功能，转型为市场化的经营主体；引导金融机构通过债务重组，降低融资平台流动性风险和利息负担
2026年2月	央行信贷市场工作会议	继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作，支持地方政府持续推进融资平台市场化转型，引导金融机构按照市场化、法治化原则做好服务
2026年8月	央行下半年工作会议	稳妥化解重点领域风险。继续做好金融支持地方政府融资平台债务风险化解工作，推进融资平台市场化转型

资料来源：政府网，申万宏源研究

图 36：央行推出创新工具化债

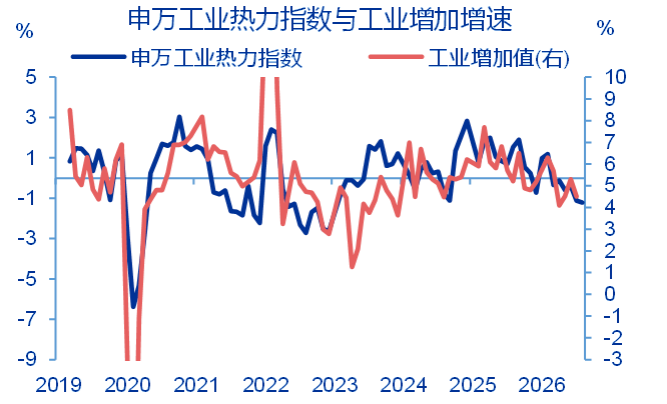


资料来源：政府网，申万宏源研究

2. 申万经济热力指数：8 月以来，经济景气偏弱

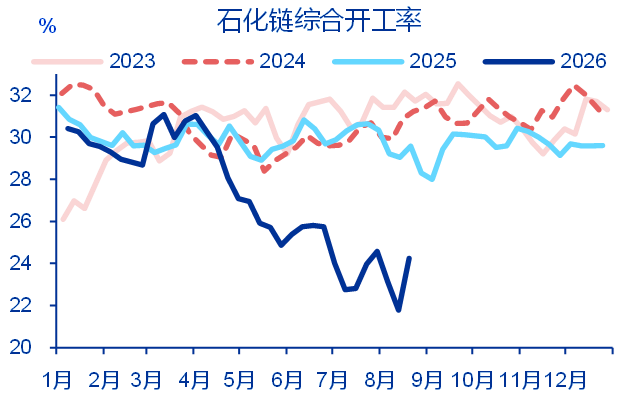
8 月以来，工业景气小幅回落，服务业景气弱修复。8 月以来，申万经济热力指数同比为-0.3%、较前月回升 0.1 个百分点。；其中，申万工业热力指数同比为-1.2%、较前月回落 0.1 个百分点，申万服务业热力指数同比为 0.3%、较前月回升 0.3 个百分点。

图 37：8 月以来，申万工业热力指数回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 38：8 月以来，石化链开工率有所回升

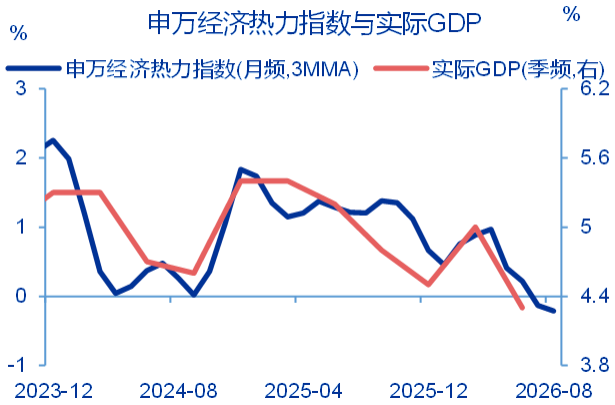


资料来源：Wind、申万宏源研究

图 39：8 月以来，申万服务业热力指数回升



图 40：8 月以来，申万经济热力指数回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

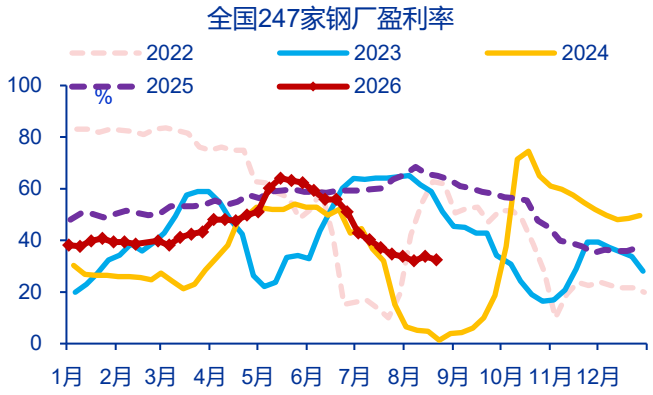
资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 高频跟踪：人流出行明显回升

3.1 生产高频跟踪：工业生产边际修复，建筑业开工偏弱

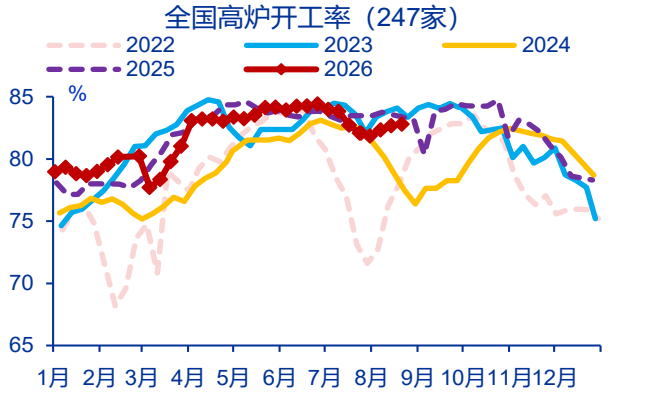
工业生产中，高炉开工率有所回升，钢材表观消费有所回落。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），高炉开工率环比 0.1%，同比回升 0.4 个百分点至-0.5%；钢材表观消费环比-1.8%，同比下降 4.4 个百分点至-3.8%。钢材社会库存环比-0.8%。

图 41：上周，钢厂盈利率环比回落



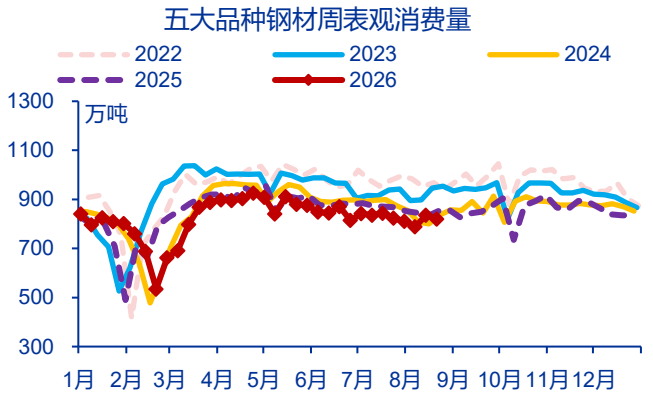
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 42：上周，高炉开工率维持韧性



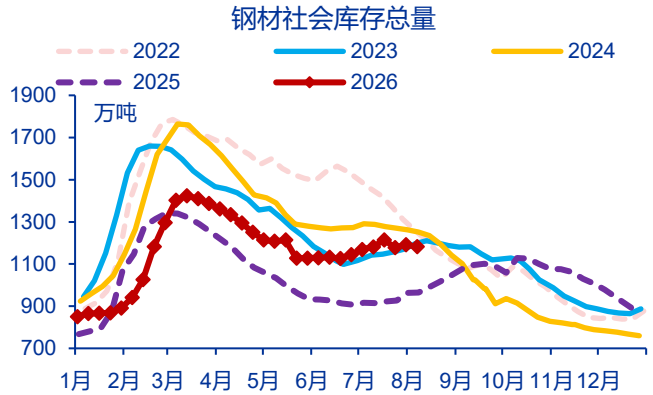
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 43：上周，钢材周表观消费同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

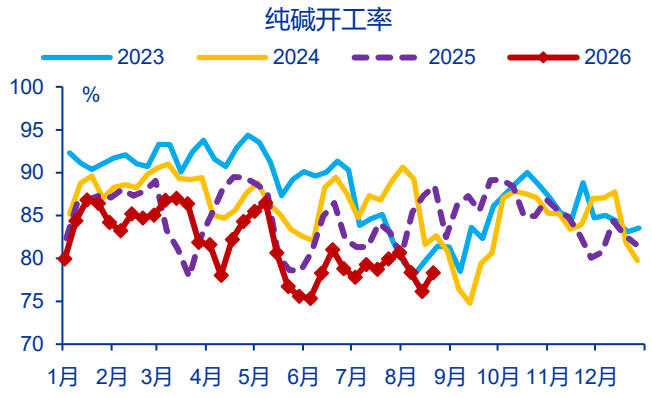
图 44：上周，钢材社会库存环比回落



资料来源：我的钢铁网、申万宏源研究

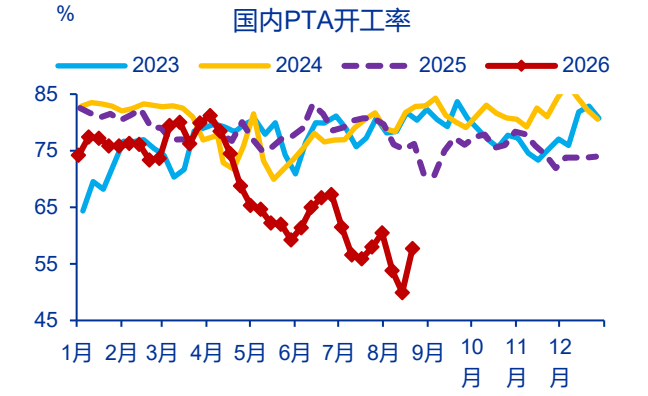
石化链、汽车相关开工均弱修复。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），石化链中纯碱开工率环比 2.2%、同比回升 1 个百分点至-10.2%；PTA 开工率环比 7.8%、同比回升 6.9 个百分点至-18.5%；涤纶长丝开工率环比持平前周、同比回落 0.9 个百分点至-17.1%。消费链中，汽车半钢胎开工率环比 1.4%、同比回升 0.4 个百分点至-7.4%。

图 45：上周，纯碱开工率同比回升



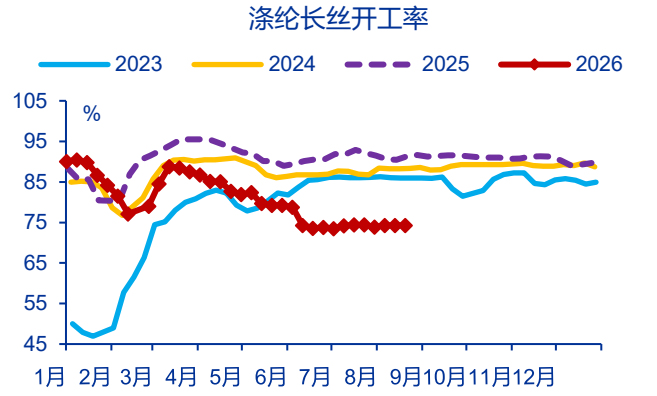
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 46：上周，PTA 开工率同比回升



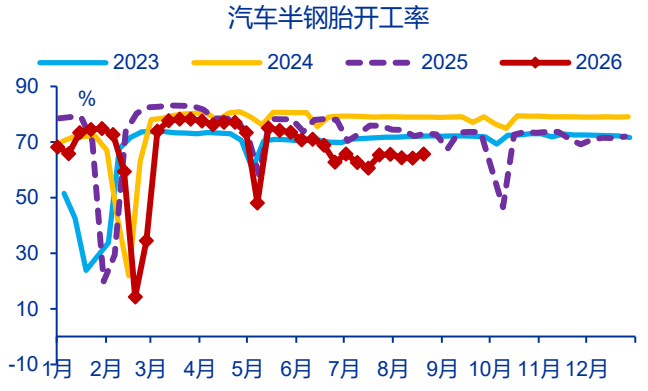
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 47：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

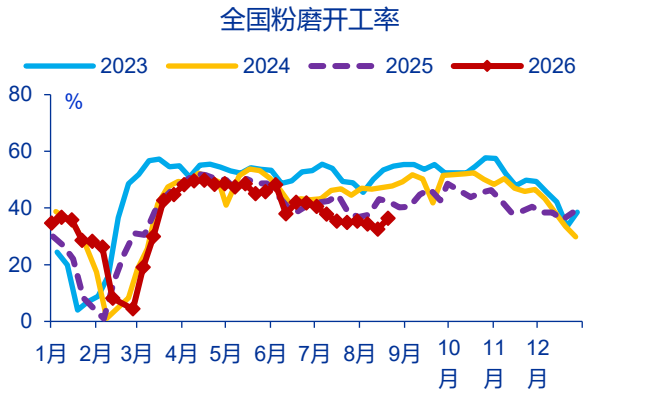
图 48：上周，汽车半钢胎开工率回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

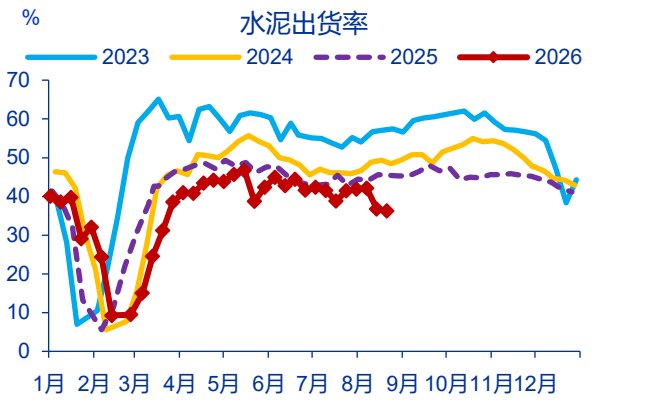
建筑业方面，水泥生产回升而需求回落，价格呈下滑趋势。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），全国粉磨开工率环比 3.8%、同比回升 4.8 个百分点至-5.8%；水泥出货率环比-0.5%、同比回落 0.4 个百分点至-9.2%。库存方面，水泥库容比有所回升，环比-0.1%，同比回升 1.6 个百分点至 7%。此外，水泥周内均价环比-0.4%。

图 49：上周，粉磨开工率同比回升



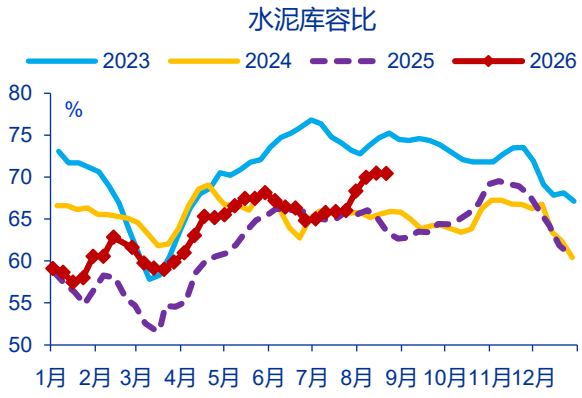
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 50：上周，水泥出货率同比回落



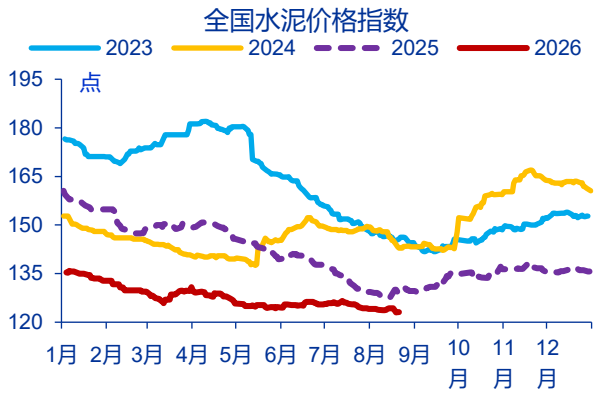
资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

图 51：上周，水泥库容比回升



资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

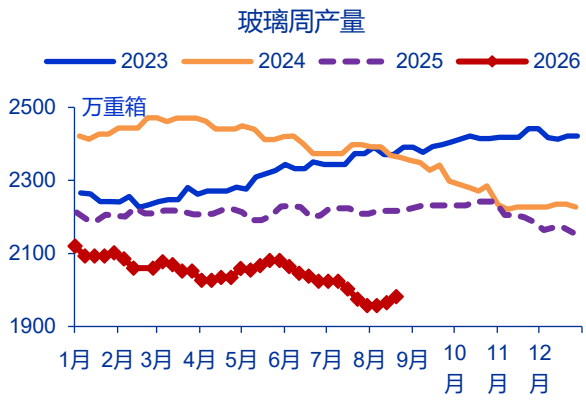
图 52：上周，水泥均价有所回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

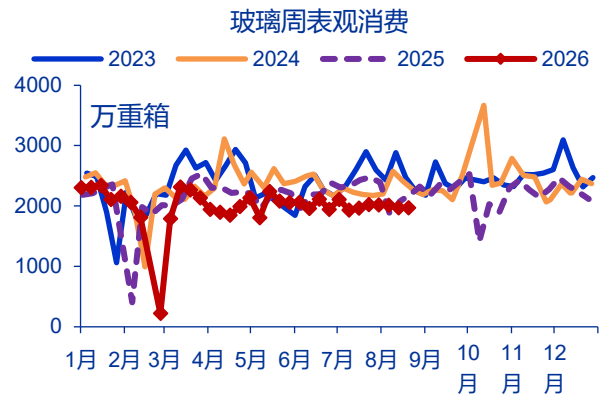
玻璃产量有所回升，沥青开工率有所回落。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），玻璃产量环比 0.9%，同比回升 0.8 个百分点至-10.6%；玻璃表观消费环比-0.3%，同比回落 4.8 个百分点至-10%。沥青开工率环比-1.6%，同比回落 2.9 个百分点至-8.7%。

图 53：上周，玻璃产量有所回升



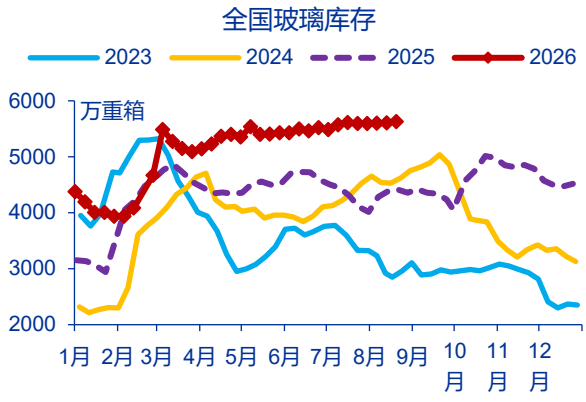
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 54：上周，玻璃周表观消费有所回落



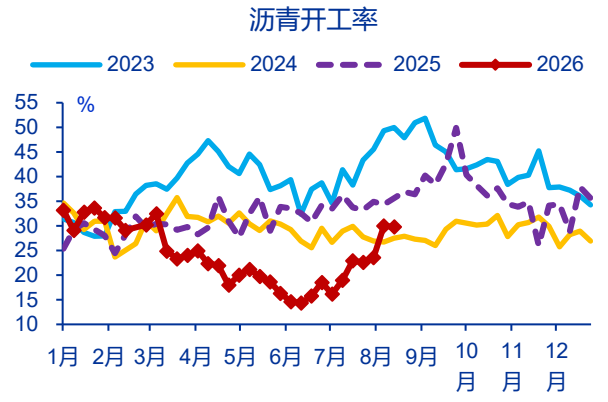
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 55：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 56：上周，沥青开工率有所回落

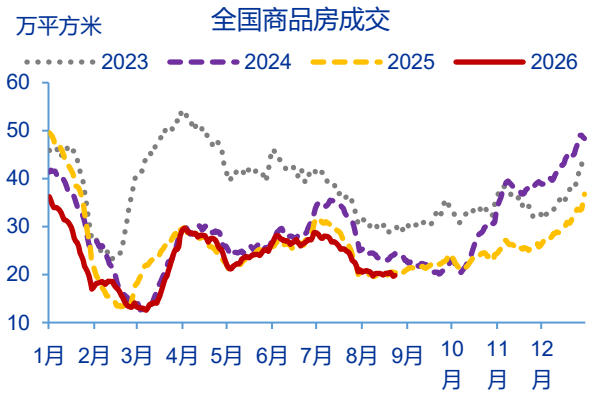


资料来源：百川、申万宏源研究

3.2 需求高频跟踪：商品房成交有所回落，人流出行强度走强

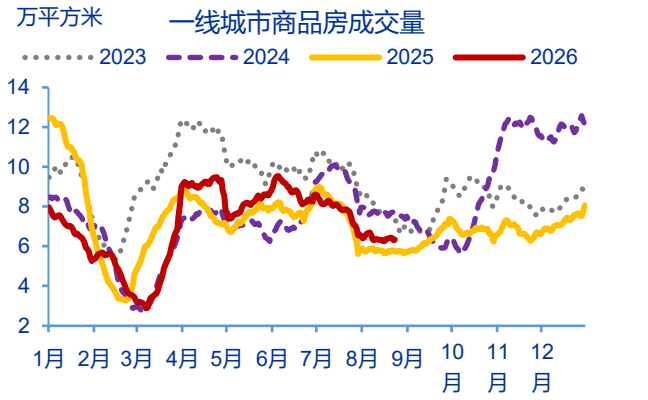
商品房成交有所回落，其中二线城市回落幅度较大。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），30 大中城市商品房日均成交面积环比-1.2%、同比回落 3.8 个百分点至-3.6%。其中，一线、三线城市商品房成交环比分别 1.4%、-2.6%，同比分别回升 0.3、0.8 个百分点至 10.7%、-13.3%，二线城市商品房成交环比-2.2%，同比回落 8.6 个百分点至-7.1%。

图 57：上周，全国商品房成交同比回落



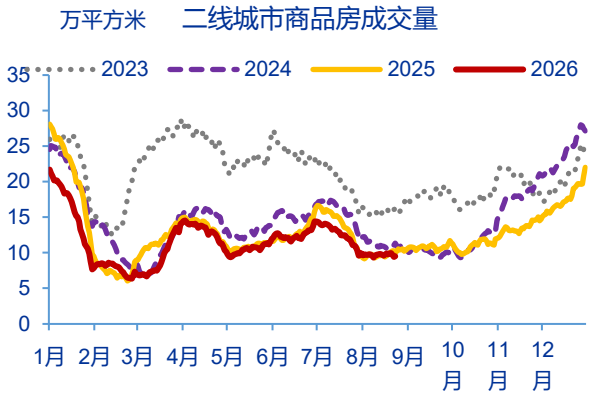
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 58：上周，一线城市商品房成交同比回升



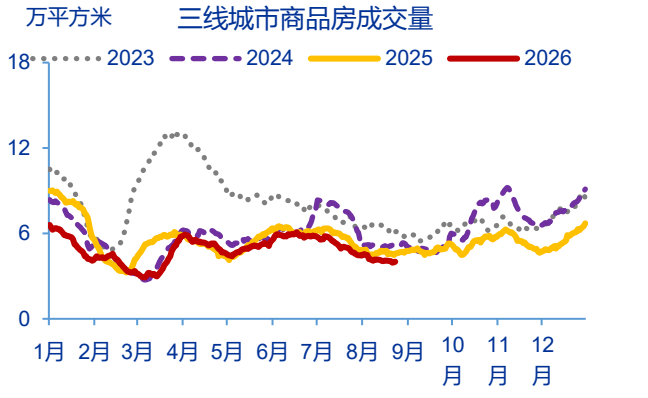
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 59：上周，二线城市商品房成交同比回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

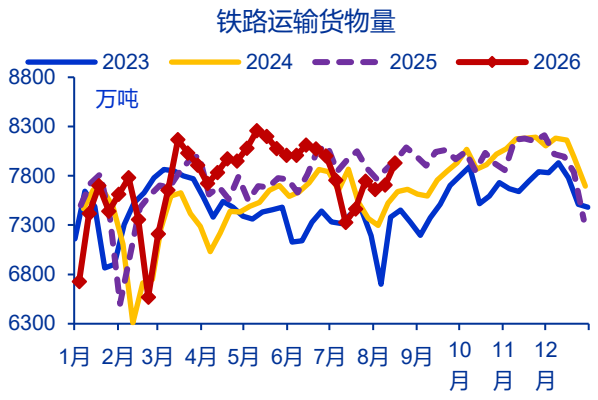
图 60：上周，三线城市商品房成交同比回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

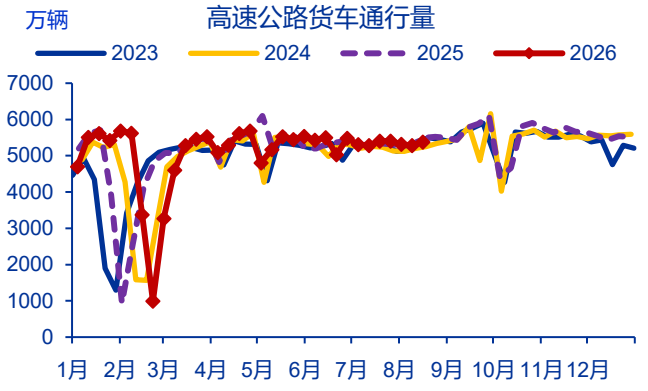
公路货运量、港口货物吞吐量均有所回落。前周（8 月 10 日-8 月 16 日），与内需相关的铁路货运量同比回升 1.6 个百分点至-0.5%，公路货车通行量同比回落 1.3 个百分点至-2.1%。与出口相关的港口货物吞吐量同比回落 2.6 个百分点至-15.1%，集装箱吞吐量同比回落 0.4 个百分点至-8.1%。

图 61：前周，全国铁路货物运输量同比回升



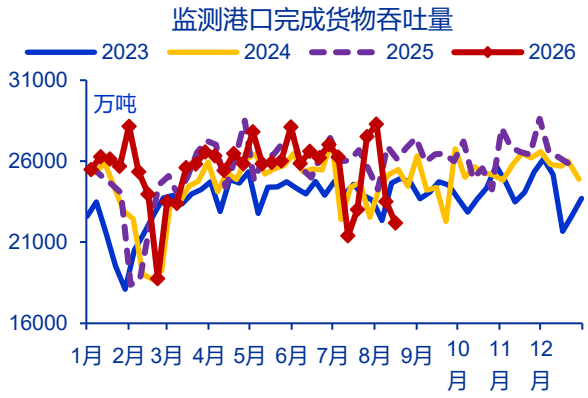
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 62：前周，公路货车通行量同比回落



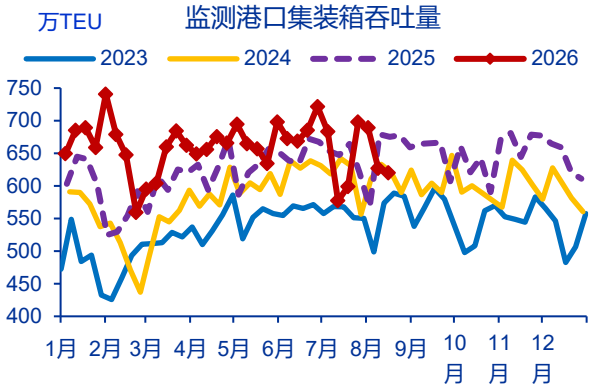
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 63：前周，监测港口货物吞吐量同比回落



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

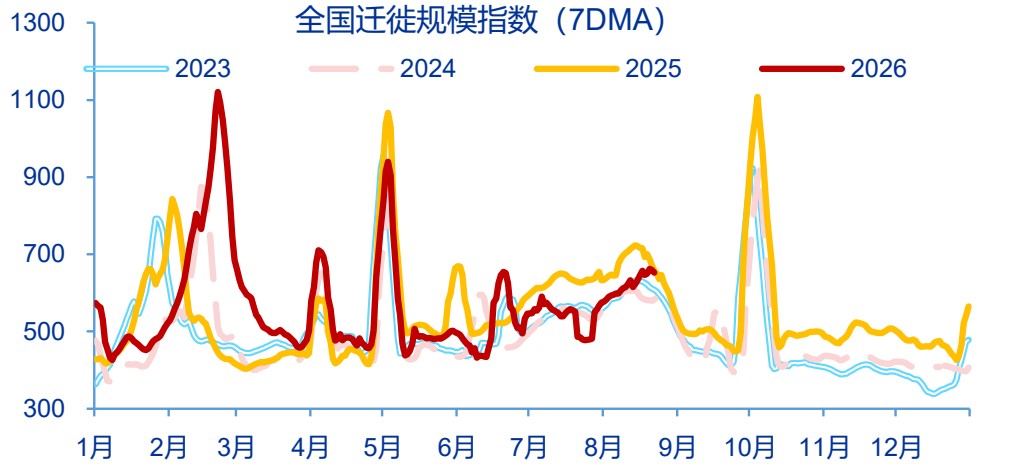
图 64：前周，监测港口集装箱吞吐量同比回落



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

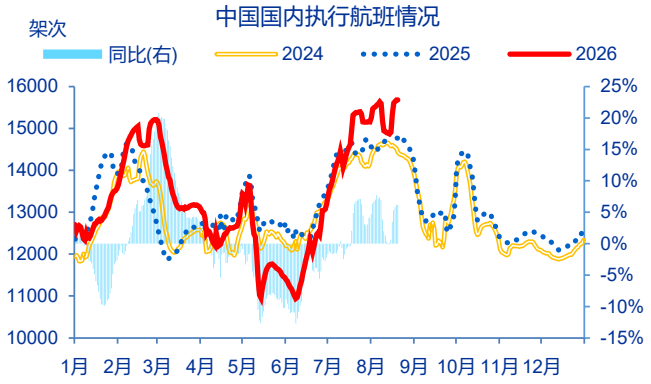
跨区人流强度好于去年同期。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），全国迁徙规模指数环比 3.1%，同比回升 9.3 个百分点至-1%。国内、国际执行航班架次环比分别为 5.3%、3.2%，同比分别回升 6.3、4.3 个百分点至 6.2%、1.7%。

图 65：上周，全国迁徙规模指数大幅回升



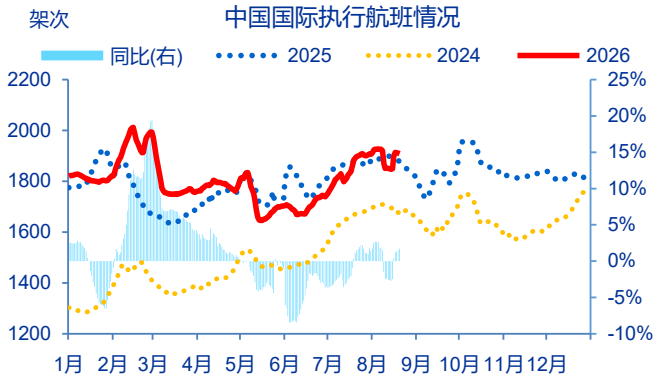
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 66：上周，国内执行航班架次有所回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

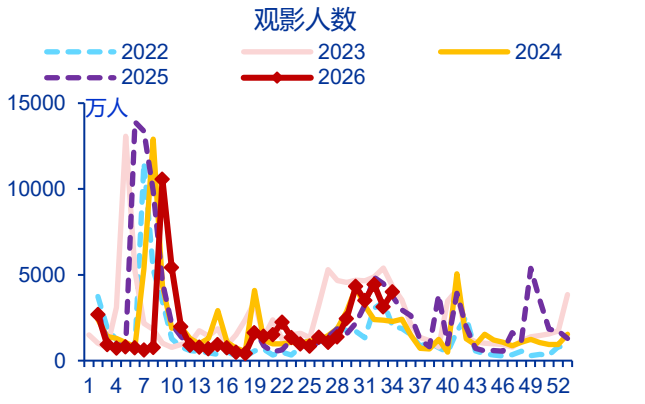
图 67：上周，国际执行航班架次同比回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

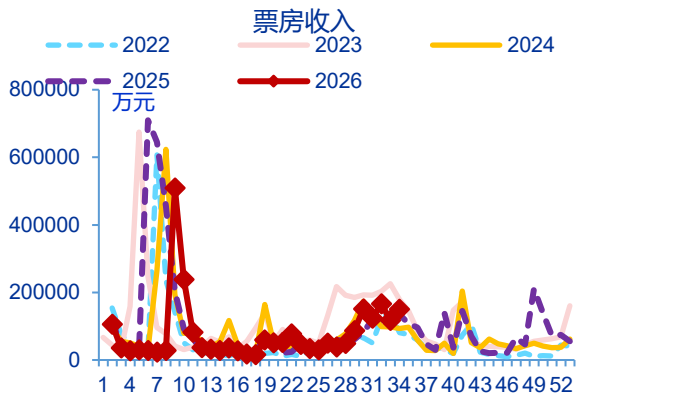
观影消费大幅回升，汽车销量持续磨底。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），电影观影人次同比回升 37.1 个百分点至 7.2%，票房收入同比回升 38.1 个百分点至 11.1%。前周（8 月 10 日-8 月 16 日），汽车销售方面，乘用车零售量环比 2.2%，同比回落 1.1 个百分点至-22.4%；乘用车批发量环比 2%，同比回落 2.1 个百分点至-2.1%。

图 68：上周，观影人次同比回升



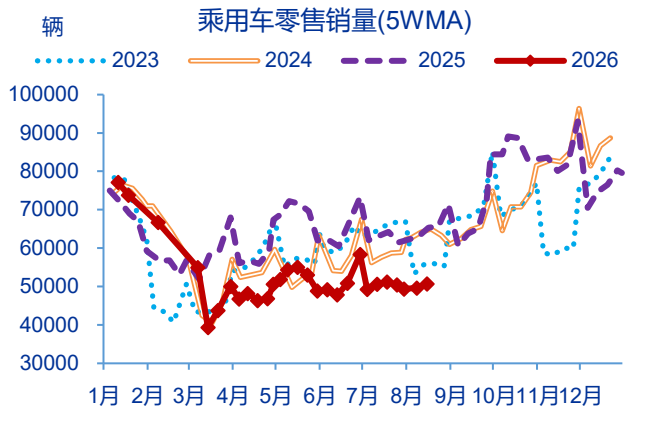
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 69：上周，票房收入同比回升



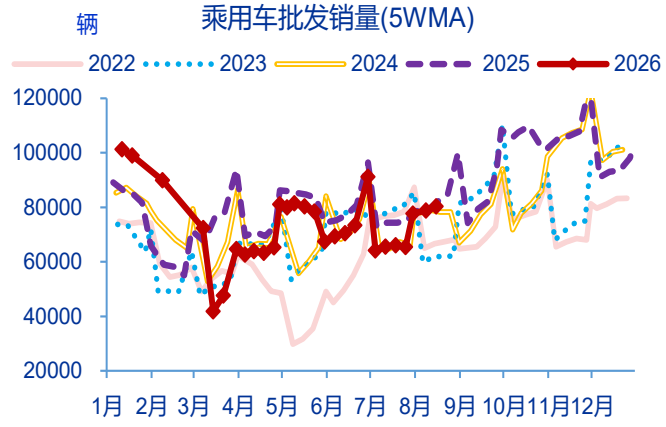
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 70：前周，乘用车零售量同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

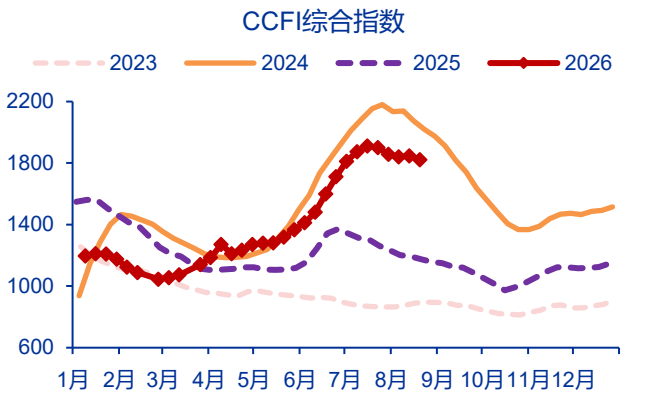
图 71：前周，乘用车批发量同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

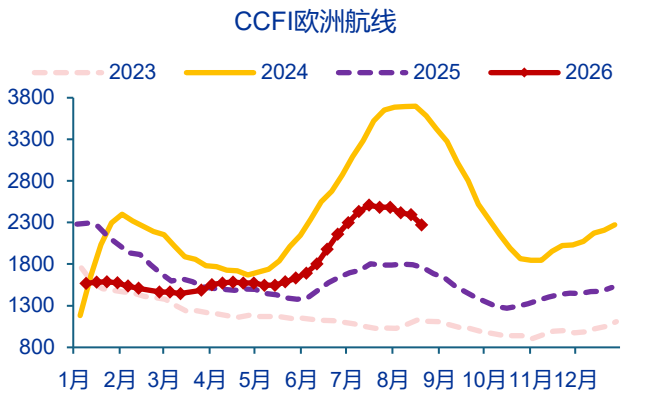
出口方面，集运价格有所下行，其中欧洲航线跌幅较大。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），CCFI 综合指数环比-1.4%，欧洲、东南亚航线运价跌幅较大，环比分别为-5.1%、-4.3%。此外，BDI 价格有所回落，环比-4.6%。

图 72：上周，CCFI 综合指数回落



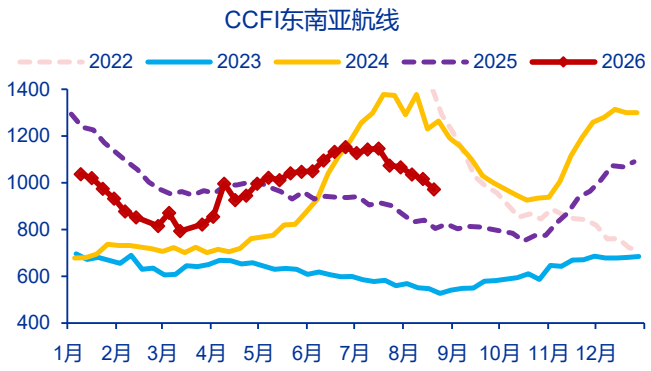
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 73：上周，欧洲航线运价跌幅较大



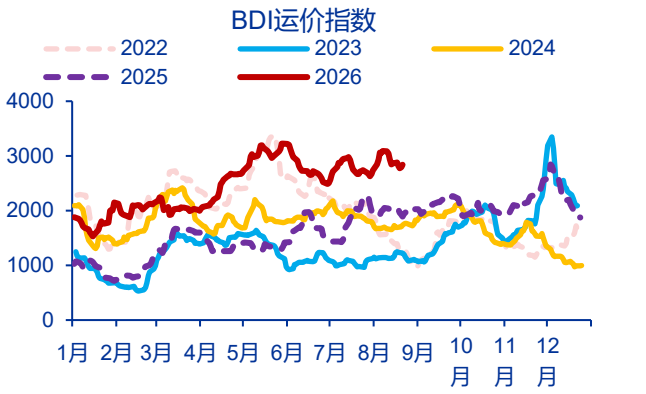
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 74：上周，东南亚航线运价跌幅较大



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 75：上周，BDI 运价有较大回落



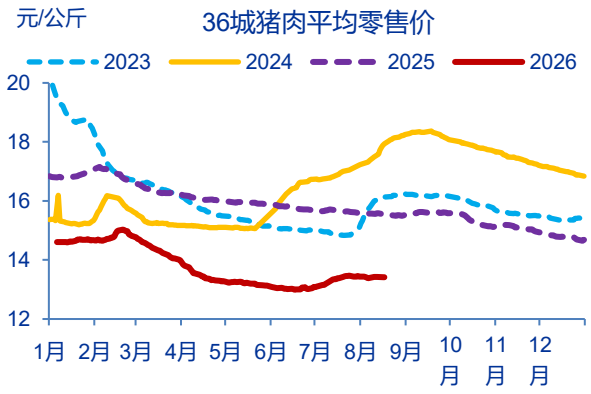
资料来源：iFind、申万宏源研究

3.3 物价高频跟踪：农产品价格走强，工业品价格回升

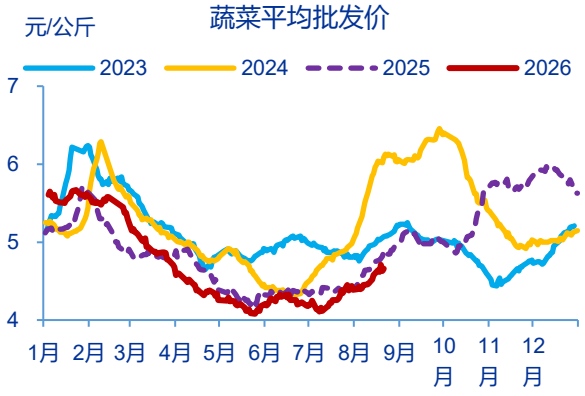
农产品价格走强。上周（8 月 17 日-8 月 23 日），鸡蛋、水果、蔬菜价格环比分别为 5%、-0.6%、3.2%。猪肉价格小幅回落，环比为-0.1%。

图 76：上周，猪肉平均零售价小幅回落

图 77：上周，蔬菜平均批发价回升

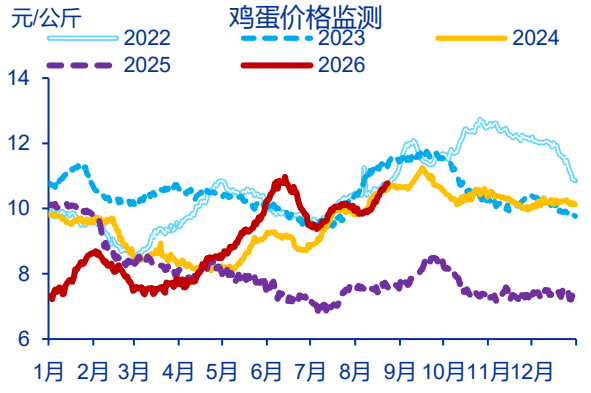


资料来源：iFind、申万宏源研究



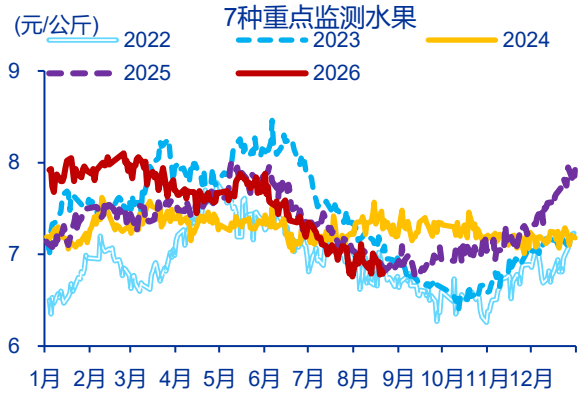
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 78：上周，鸡蛋平均批发价明显回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

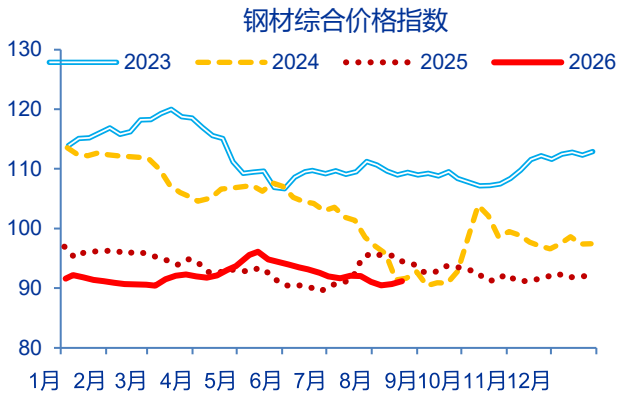
图 79：上周，7 种重点监测水果价格小幅回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

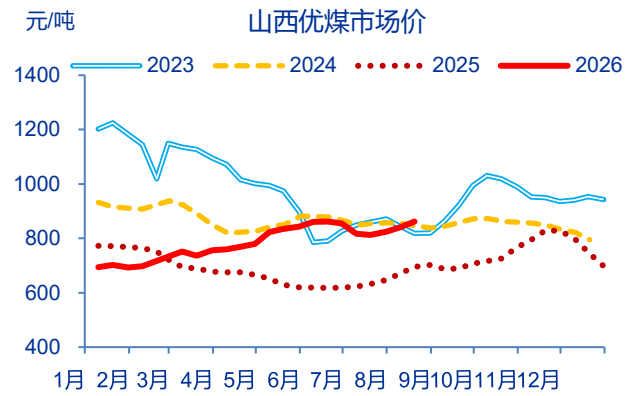
工业品价格有所回升。上周(8 月 17 日-8 月 23 日)，钢材综合价格指数环比 0.5%，铜平均价格环比-0.1%。8 月 11 日-8 月 20 日，山西优煤市场价环比 2.5%。

图 80：上周，钢材综合价格指数环比回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

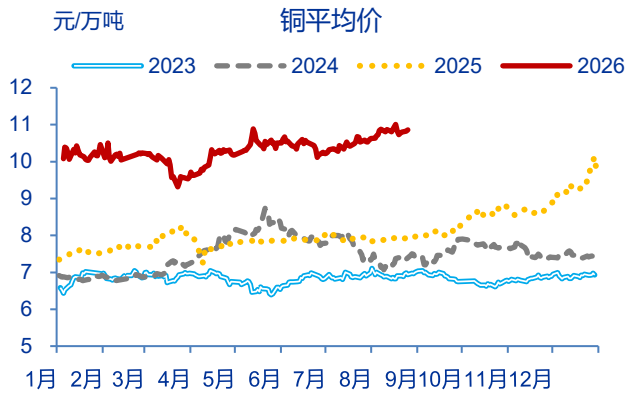
图 81：上周，山西优煤市场价环比回升



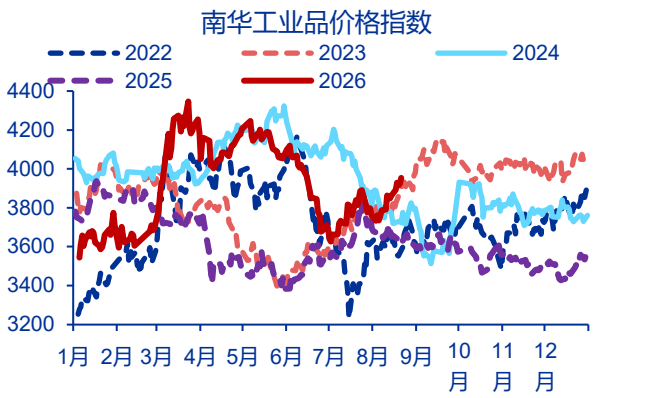
资料来源：Wind、申万宏源研究

周，铜平均价环比回落

图：上周，南华工业品价格指数上行



资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：iFind、申万宏源研究

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。