下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题研究

报告日期：2026 年 09 月 02 日

8 月经济前瞻：微光渐现，修复待蓄

——2026 年 8 月宏观数据预测

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

分析师：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

核心观点

预计 8 月经济呈现需求边际回暖、总量低位企稳、结构分化延续的运行特征，月度模拟 GDP 同比或维持 4.0%，经济进一步下行风险有所降低。

生产端，制造业生产和新订单较 7 月明显改善，高技术制造、装备制造、AI 产业链及信息服务仍是主要支撑，但建筑业、地产及传统行业景气偏弱，工业增加值预计同比增长 4.5%。

需求端，暑期出行及居民流动改善带动消费弱修复，预计社零同比增长 0.7%，但汽车仍维持较大幅度负增长，家电、家具等以旧换新品类受高基数压制，居民内生消费动能仍然有限。**投资**继续处于低位，预计 1-8 月固定资产投资同比下降 6.8%，其中制造业、基建和房地产开发投资分别同比下降 1.9%、4.3%和 20.9%，结构上计算机通信设备、知识产权产品等新质生产力相关投资保持韧性，后续重点关注“六张网”、8000 亿元新型政策性金融工具及财政资金能否加快转化为实物工作量。**出口**仍受 AI 产业链支撑，预计出口、进口分别同比增长 14.9%和 16.8%，但新出口订单、港口吞吐量及部分半导体价格指标显示外贸高增动能或边际放缓。**价格方面**延续低位修复，预计 CPI 同比增长 0.6%、PPI 同比增长 3.2%，内需偏弱使上游涨价向中下游传导仍不顺畅。就业受毕业季影响或小幅承压，预计城镇调查失业率为 5.3%。**金融数据仍偏弱**，预计新增信贷 1000 亿元、社融 1.65 万亿元，M1 同比 4.0%、M2 同比 7.5%。

总体看，8 月经济已出现一定企稳迹象，但修复更多体现为环比和结构性改善，地产、消费和信用扩张尚未形成明显向上弹性，后续增长能否进一步修复，关键仍在财政金融协同、新型政策性金融工具及结构性政策能否有效撬动内需和信用扩张。

- **生产：需求边际回暖，经济下行风险降低。**

  从生产端看，8 月经济供给动能较 7 月持平，预计月度模拟 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 3.6%，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 4.5%，高技术制造业和装备制造业保持较快增长，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，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 4.5%，拉动 GDP 约 2.6 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，8 月生产端呈现“需求边际回暖，经济下行风险降低”的特征。

- **消费：预计 8 月社零增速同比 0.7%**

  预计 2026 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 0.7%，较 7 月的 0.6%小幅回升 0.1 个百分点。2025 年 8 月社零同比增长 3.4%，较 7 月的 3.7%回落 0.3 个百分点，基数压力进一步缓解。8 月消费景气较 7 月边际改善，消费品行业 PMI 由 47.8%升至 49.0%，暑期出行和居民跨区域流动有所修复，但零售业景气仍处收缩区间，汽车销售延续较大幅度负增长，家电、家具等以旧换新相关品类继续面

下载日志已记录，仅供内部参考

临高基数压力，居民消费内生动能仍然偏弱，预计 8 月社零同比小幅回升至 0.7%左右

- **投资：投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿新型政策性金融工具投放**

我们预计，2026 年 1-8 月全国固定资产投资（不含农户）同比-6.8%。分领域看，预计 1-8 月制造业投资同比约-1.9%，基建投资同比约-4.3%，房地产开发投资同比约-20.9%左右。往后看，我们认为财政端仍有发力空间：2026 年 1-7 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-2.9%、-2.5%、-6.8%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-4.3%，今年后续几月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%，后续公共财政发力仍有空间。新增专项债方面，截至 2026 年 8 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 2.93 万亿，2025 年同期发行 3.26 万亿，发行金额较上年同期有所降低，后续新增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 8 月出口 14.9%，进口 16.8%，同比增速可能放缓**

一是韩国半导体出口增速“二阶导”放缓。8 月韩国前 10 日半导体出口金额同比增长 155.4%，较 7 月的 193.1%回落 37.7 个百分点，连续两个月放缓；8 月前 20 日半导体出口金额同比增长 198.8%，较 7 月有所回升。

二是港口集装箱吞吐量当月同比持续下行，实物出口量放缓。截至 8 月 30 日，4 周移动平均集装箱吞吐量数据同比-4.1%，7 月 26 日-1.1%、6 月 28 日 5.2%，表明出口实物量增势有所放缓。

- **物价：8 月物价预计偏弱运行**

我们预计，8 月 CPI 同比增速 0.6%（前值 0.5%），对应环比 0.1%（前值-0.1%）；工业品价格方面，我们预计 8 月 PPI 同比增速为 3.2%（前值 3.5%），对应环比-0.1%（前值-0.7%）。本月季节性扰动较往月更为显著，CPI 总体仍将弱于历史同期，暑期内需量增价减的影响下，同比延续弱复苏。工业方面，虽国际地缘冲突和供给约束驱动下商品大幅上涨，但因国内内需仍弱，工业品出厂价格可能仍处于下跌阶段但较上月显著收窄。总体而言，在同期低基数优势下，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 8 月制造业从业人员指数从 49.0%降至 48.7%，服务业从业人员指数继续处于 45.4%低位，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 5.3%。

- **货币：预计 8 月金融数据仍然承压**

预计 8 月人民币贷款新增 1000 亿元，同比少增 4900 亿元，对应增速回落 0.2 个百分点至 4.9%。预计 8 月社融新增 1.65 万亿，同比少增约 9121 亿元，对应增速回落 0.2 个百分点至 7.2%。预计 8 月 M1 增速为 4.0%，前值 4%，基本持平。预计 8 月 M2 增速为 7.5%，前值 7.7%，回落 0.2 个百分点。

货币政策方面，预计“适度宽松”的政策基调延续，财政金融协同和结构性工具仍是短期政策发力重点。8 月财政贴息政策进一步扩围，通过财政资金降低企业和居民实际融资成本，有助于缓解当前资金供给充裕、有效融资需求不足的矛盾。考虑信贷增速仍处于低位、社融增速继续回落，后续政策重点或更多转向推动财政资金、新型政策性金融工具和结构性货币政策工具加快形成实际信用投放；若后续内需、物价及信用扩张持续弱于预期，降准降息等总量工具仍有落地可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

❑ 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 需求边际回暖，经济下行风险降低 6
2 预计 8 月社零增速同比 0.7% 6
3 投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿新型政策性金融工具投放 7
3.1 制造业：或仍难回正，关注 AI 能否有效拉动企业投资意愿 8
3.2 基建：建筑业 PMI 连续处于荣枯线下，投资增速或低位运行 11
3.3 地产：预计 8 月地产累计同比增速-20.9% 13
4 预计 8 月出口 14.9%，进口 16.8%，8 月同比增速可能放缓 14
5 物价预计较历史偏弱 15
5.1 消费品价格弱复苏 15
5.2 工业品价格内部持续分化 16
6 失业率保持平稳，季节性压力尚在 17
7 预计 8 月金融数据仍然承压 18
8 风险提示 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 8 月 GDP 预测 6
图 2： 8 月国内航班执飞班次好于往年 7
图 3： 乘联分会预计 8 月狭义乘用车零售同比-21.7% 7
图 4： 2026 年 7 月固定资产投资同比增速继续承压 8
图 5： 2026 年 1-7 月制造业、基础设施、房地产开发投资累计同比 8
图 6： 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-7 月） 10
图 7： 中国建筑业 PMI 11
图 8： 基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年之前的数据使用老口径） 11
图 9： 月度新增专项债规模（亿元） 12
图 10： 2026 年超长期特别国债发行安排 12
图 11： 八大建筑央企新签合同额累计同比 13
图 12： 房地产开发投资下行（%） 13
图 13： 商品房销售增速下行（%） 13
图 14： 8 月底地产新政归纳 14
图 15： 韩国半导体出口增速高位分化，前 10 日同比连续放缓 15
图 16： 集成电路价格上涨是拉动主因（%） 15
图 17： iCPI 显示本月价格涨跌互现 16
图 18： 刻画 DRAM 需求的 DXI 指数本月继续走强 17
图 19： 8 月失业金搜索指数处于低位 18
图 20： 8 月票据利率走势 19

下载日志已记录，仅供内部参考

1 需求边际回暖，经济下行风险降低

8 月夏粮丰收、畜牧业生产稳定，蔬果生产总体平稳，考虑到早稻总产量下降 0.8%，农业生产较二季度小幅下降，**预计一产增加值同比增长 3.6%**。

8 月制造业 PMI 生产指数从 49.9%升至 50.4%，新订单指数更是从 48.5%升到 50.6%，说明企业的生产和客户需求情况均比 7 月改善。考虑到 2025 年 8 月工业增加值同比本身增长 5.2%，基数并不算不低，**预计工业增加值同比增长 4.5%。**部分地区暴雨、台风继续影响建筑业施工，8 月建筑业商务活动指数只有 46.9%，比 7 月还下降 0.1 个百分点，预计建筑业增加值下降 5.5%，**二产增加值同比增长 3.1%**。

8 月服务业 PMI 商务活动指数维持 49.3%。从行业看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均高于 55.0%，相关企业业务总量保持较快增长；批发、零售、资本市场服务等行业商务活动指数低于临界点，行业景气度偏弱。**预计三产增加值回落至 4.5%**。

我们预计 8 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。

预计 8 月工业增加值维持 4.5%，主要原因是 PMI 数据展现供需有所回暖，但经济仍未恢复景气区间。8 月制造业 PMI 从 49.2%上升至 49.8%，其中生产指数从 49.9%上至 50.4%，新订单指数从 48.5%升至 50.6%，意味着 7 月环比动能明显减弱后，8 月供需边际回暖，但景气度仍在荣枯线以下。

8 月工业增长不会失速，装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.4%和 52.9%，说明电子、装备、AI 相关产业链仍是工业的重要支撑。消费品行业和高耗能行业 PMI 分别为 49.0%和 47.9%，比上月上升 1.2 个和 0.9 个百分点，景气水平均有所回升。

图1： 8 月 GDP 预测

指标	7 月预测	8 月预测	判断
GDP 增速	**4.0%**	**4.0%**	**下行风险降低**
第一产业增加值	3.8%	3.6%	基本稳定、早稻产量微降
第二产业增加值	3.1%	3.1%	工业托底、建筑业拖累
其中：工业增加值	4.5%	4.5%	高技术托底、传统行业降温
第三产业增加值	4.6%	4.5%	服务业景气回落
全国城镇调查失业率	5.2%	5.3%	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 预计 8 月社零增速同比 0.7%

预计 2026 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 0.7%，较 7 月的 0.6%小幅回升 0.1 个百分点。2025 年 8 月社零同比增长 3.4%，较 7 月的 3.7%回落 0.3 个百分点，基数压力进一步缓解。8 月消费景气较 7 月边际改善，消费品行业 PMI 由 47.8%升至 49.0%，暑期出行和居民跨区域流动有所修复，但零售业景气仍处收缩区间，汽车销售延续较大幅度负增长，家电、家具等以旧换新相关品类继续面临高基数压力，居民消费内生动能仍然偏弱，预计 8 月社零同比小幅回升至 0.7%左右。

首先，暑期线下消费仍有支撑，居民出行较 7 月边际改善。高频数据显示，8 月城市高峰拥堵指数同比基本持平，国内航班周均执行量同比增长约 4.1%，全国迁徙规模指数同

下载日志已记录，仅供内部参考

比下降约 6.2%，降幅较 7 月明显收窄，反映居民跨区域出行和暑期旅游需求有所恢复。不过，8 月电影票房较去年同期基本持平，较 7 月的高增长明显降温，线下消费仍呈现出出行偏强、文娱偏弱的结构性特征。与此同时，8 月服务业商务活动指数维持 49.3%，服务业新订单指数进一步降至 44.5%，显示服务消费总体仍缺乏明显向上弹性。

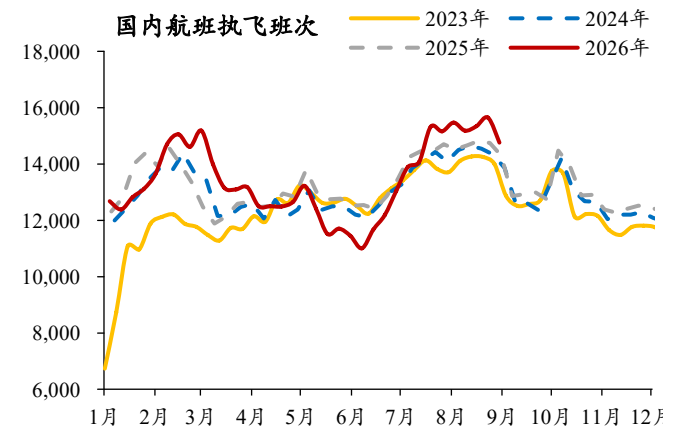
第二，汽车仍是 8 月社零最主要的拖累项。乘联分会数据显示，预计 8 月狭义乘用车总市场约为 158 万辆，同比下降 21.7%，延续 7 月以来的较大降幅，终端购车需求仍然偏弱。7 月统计局汽车类零售额同比已下降 17.0%，拖累当月社零明显；考虑 8 月乘用车销量同比降幅未见明显收窄，预计汽车类零售额仍将维持两位数负增长，是限制 8 月商品零售修复幅度的核心因素。

第三，消费品景气边际回升，但家电、家具等耐用品仍受高基数压制。8 月消费品行业 PMI 由 47.8%回升至 49.0%，显示消费相关生产和需求较 7 月有所改善，但指数仍处荣枯线以下，且批发、零售行业商务活动指数仍低于 50%。从基数看，2025 年 8 月家电、家具、文化办公用品零售额分别同比增长 14.3%、18.6%和 14.2%，以旧换新相关品类仍面临较高基数；叠加房地产销售和居民加杠杆意愿尚未明显改善，预计家电、家具及建筑装潢材料等地产后周期消费继续承压，通讯器材等升级消费仍是主要结构性支撑。

第四，居民收入指标有所改善，但就业数量仍偏弱，消费内生动能修复有限。高频数据显示，8 月招聘平均工资同比维持两位数增长，对居民收入预期及基本消费形成一定支撑，但新增招聘帖数同比仍下降约 13.4%，反映企业用工需求尚未明显恢复。8 月制造业从业人员指数由 49.0%回落至 48.7%，服务业从业人员指数也维持低位，居民收入改善与就业数量偏弱并存。预计粮油食品、日用品等必选消费保持韧性，可选消费修复仍相对温和。

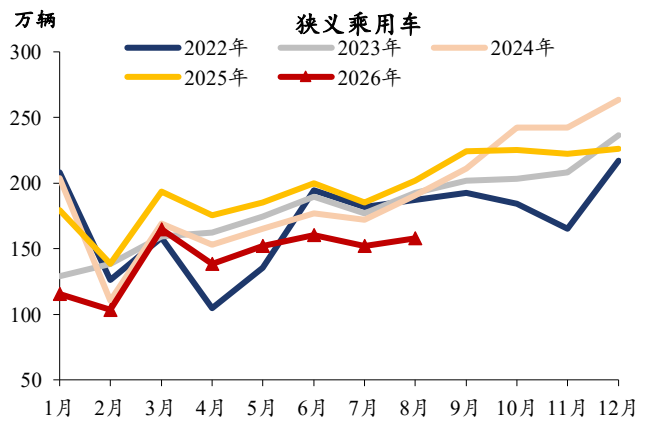
综合来看，8 月消费较 7 月呈现弱修复特征。一方面，去年同期基数小幅回落，暑期出行、航班及居民流动改善，消费品行业 PMI 明显回升；另一方面，汽车仍维持较深负增长，以旧换新品类面临高基数，就业需求偏弱，零售业景气尚未重回扩张区间。我们预计 8 月社会消费品零售总额同比增长 0.7%，消费整体仍处于低位企稳阶段。

图2：8 月国内航班执飞班次好于往年



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：乘联分会预计 8 月狭义乘用车零售同比-21.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 投资端关注财政发力，紧跟 8000 亿新型政策性金融工具投放

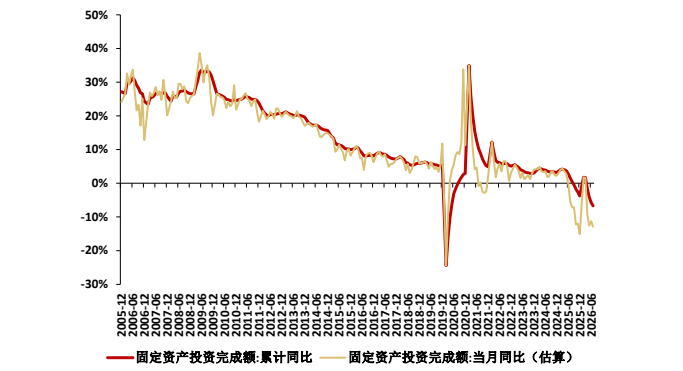
下载日志已记录，仅供内部参考

我们预计，2026 年 1-8 月全国固定资产投资（不含农户）同比-6.8%（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 1-8 月制造业投资同比-1.9%，基建（统计局口径）投资同比-4.3%，房地产开发投资同比-20.5%。

上期情况：2026 年 1-7 月，全国固定资产投资（不含农户）260328 亿元，同比下降 6.7%。拆分构成看，2026 年建安工程（1-7 月累计同比-9.2%）仍是主要拖累项，设备工器具购置（1-7 月累计同比+9.0%）仍是主要支撑项。分领域看，2026 年 1-7 月制造业投资同比-1.7%，基建投资同比-3.6%，房地产开发投资同比-19.2%。

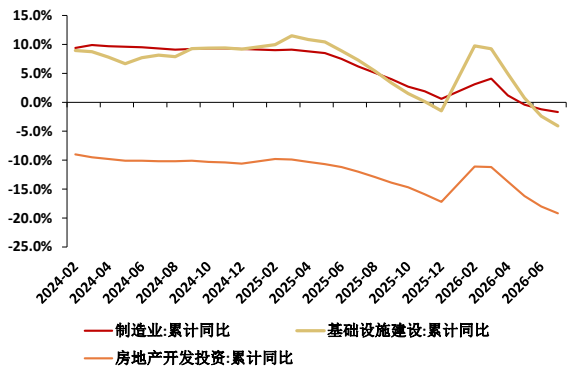
亮点方面，投资数据具备明显 K 型分化属性。1）1-7 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+7.8%，增速较 2025 年整年提升 11 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。2）1-7 月知识产权产品投资同比+9.1%，增速较整体投资增速高出 15.8 个百分点，我们认为，知识产权产品投资已经成为支撑我国固投的重要科目，2026 年 1-7 月该科目在整个投资中的比重已经达到 14.8%，知识产权产品投资主要包括计算机软件和数据库投资、研究与开发投资，指向近年来我国因地制宜发展新质生产力取得重要成效。

图4：2026 年 7 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5：2026 年 1-7 月制造业、基础设施、房地产开发投资累计同比



资料来源：Wind，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。

3.1 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 1-8 月制造业投资同比约-1.9%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。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

下载日志已记录，仅供内部参考

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。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。

上期情况：2026 年 1-7 月制造业投资累计同比-1.7%，2026 年 7、6、5 月当月同比分别为-4.4%、-3.2%、-4.2%。值得注意的是，在制造业整体投资走弱背景下，1-7 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+7.8%，增速较 2025 年整年提升 11 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6： 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-7 月）

累计同比（%）	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	废弃资源综合利用业	医药制造业	食品制造业	专用设备制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	金属制品业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	黑色金属冶炼及压延加工业	汽车制造业	酒、饮料和精制茶制造业	金属制品、机械和设备修理业	有色金属冶炼及压延加工业	农副食品加工业	烟草制品业	制造业	仪器仪表制造业	通用设备制造业	电气机械及器材制造业	造纸及纸制品业	计算机、通信和其他电子设备制造业	纺织业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
2026年7月	-19.5	-19.1	-15.2	-12.9	-12.2	-10.8	-10.1	-9.8	-9.4	-9.2	-8.3	-7.5	-7.4	-7.3	-6.9	-6.5	-6.3	-5.3	-4.5	-4.5	-3.9	-3.0	-2.5	-1.7	-1.1	1.4	1.4	5.5	7.8	7.9	18.7
2026年6月	-18.1	-16.9	-13.0	-11.9	-11.0	-9.3	-7.6	-9.2	-8.1	-8.6	-5.7	-7.1	-6.5	-6.7	-5.5	-8.1	-4.9	-4.2	-5.6	-4.2	-4.1	-1.9	-4.0	-1.2	-2.3	1.9	1.2	6.2	6.5	9.4	24.7
2026年5月	-16.3	-11.6	-14.5	-11.0	-10.3	-9.2	-5.7	-9.0	-6.5	-8.0	-5.6	-5.6	-5.9	-7.8	-4.0	-7.0	-1.6	-2.7	-6.3	-9.9	-2.3	0.5	-6.1	-0.4	-2.5	2.8	1.5	6.8	6.7	10.8	23.6
2026年4月	-11.8	-7.2	-14.1	-8.8	-9.3	-8.6	-2.8	-7.8	-4.5	-6.0	-5.3	-4.7	-3.6	-5.3	-1.4	-5.6	-1.9	-0.5	-5.9	-3.9	-0.9	2.6	-5.3	1.2	0.6	5.5	2.9	9.7	5.4	12.1	24.7
2026年3月	-9.5	-3.5	-11.8	-4.5	-4.1	-2.8	6.1	-7.7	0.7	-0.4	-3.7	-3.1	0.4	4.9	5.5	-3.2	-0.2	4.8	-2.0	-7.1	3.7	5.5	-7.9	4.1	0.6	12.5	0.8	10.2	5.4	17.6	27.7
2026年2月	-12.1	-6.3	-11.9	-8.6	-3.3	1.6	7.8	-2.8	4.7	-0.5	10.0	-0.8	-5.4	11.2	7.4	1.0	4.3	2.6	-3.0	-29.0	-9.2	11.2	34.5	3.1	4.0	7.0	5.8	12.6	1.2	18.8	31.1
2025年12月	3.2	1.5	12.3	-10.2	5.2	-6.1	10.4	-13.5	2.2	-7.1	18.2	1.8	-8.0	4.5	-1.9	-5.7	-2.6	11.7	-0.2	37.9	-4.2	9.2	13.3	0.6	-17.7	6.2	-10.3	-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	-13.1	2.3	-4.0	23.6	3.4	-8.2	2.1	2.1	-3.9	-1.3	15.3	-1.5	32.6	-2.2	9.6	16.0	1.9	-17.1	8.9	-9.5	-3.8	-3.2	5.8	22.4
2025年10月	6.8	7.7	11.3	-8.5	10.0	-2.9	14.6	-11.3	5.9	-2.0	21.2	6.5	-7.9	5.9	3.7	0.1	-2.0	17.5	1.6	49.2	-1.5	10.7	17.5	2.7	-16.8	9.5	-9.4	-1.2	-2.2	8.3	20.1
2025年9月	11.7	10.8	11.6	-6.6	14.8	-0.7	19.1	-9.9	10.8	-0.7	20.7	7.3	-5.6	12.2	5.9	2.4	-2.0	19.2	5.0	50.1	0.4	14.3	13.9	4.0	-17.2	11.8	-9.5	0.0	-2.1	11.2	22.3
2025年8月	13.2	14.8	9.3	-5.8	20.1	5.1	18.5	-8.5	13.9	1.6	19.3	10.7	-5.2	16.8	8.4	6.7	-3.3	20.2	7.2	49.7	2.2	16.9	14.3	5.1	-17.6	13.7	-8.8	4.9	-0.1	12.6	26.2
2025年7月	14.8	17.7	11.1	-4.8	25.2	8.9	18.8	-6.6	15.4	4.6	16.3	12.0	-4.7	21.5	9.5	6.7	-4.1	21.7	8.7	49.4	4.9	17.8	17.6	6.2	-16.3	14.8	-8.7	7.4	2.2	14.1	29.3
2025年6月	15.9	17.5	10.6	-5.1	27.0	11.2	18.6	-3.0	16.0	6.2	14.4	14.6	-1.1	24.0	11.1	12.4	-0.6	22.2	9.2	44.2	9.1	18.4	18.0	7.5	-15.6	16.6	-7.8	8.9	4.6	14.5	27.3
2025年5月	17.1	13.4	16.4	-3.6	27.6	12.0	18.1	0.9	16.1	7.9	18.8	15.7	0.4	26.6	11.0	13.2	-1.6	23.4	9.5	62.2	14.3	17.7	10.5	8.5	-13.6	17.5	-8.6	9.4	7.0	15.1	26.1
2025年4月	17.5	12.7	17.6	-2.9	27.1	13.0	17.9	2.6	16.6	8.4	18.0	14.7	1.3	26.6	11.5	11.5	2.0	23.6	9.8	44.3	16.4	18.4	11.0	8.8	-15.1	17.9	-7.5	7.6	9.0	14.7	29.6
2025年3月	15.2	8.9	15.8	-1.8	22.9	14.8	11.2	4.4	18.0	8.1	25.8	17.9	2.1	23.7	12.2	13.4	5.5	24.5	8.2	43.6	17.9	18.6	32.2	9.1	-15.4	17.2	-7.4	11.9	10.5	13.5	37.9
2025年2月	21.7	13.7	16.0	0.2	18.5	10.6	10.5	3.5	21.0	9.0	48.3	14.3	6.0	16.9	10.8	10.6	5.7	27.0	16.5	45.5	16.1	17.4	-13.6	9.0	-13.2	21.6	-8.6	0.5	9.6	13.6	37.3
2024年12月	7.8	9.0	4.7	1.6	18.0	16.8	7.5	6.9	22.9	11.6	14.8	14.3	8.6	17.1	16.6	13.7	1.8	7.5	18.0	5.8	24.2	18.0	-20.9	9.2	-0.2	15.5	-3.9	18.5	12.0	15.6	34.9
2024年11月	7.2	9.7	6.0	2.3	18.2	16.6	9.7	6.0	24.5	11.7	10.0	15.5	9.6	15.0	16.3	13.7	2.8	7.2	18.9	7.6	25.3	18.2	-14.6	9.3	-1.6	14.9	-3.4	19.6	12.6	16.2	30.6
2024年10月	4.2	9.8	5.9	2.3	17.5	16.1	12.9	6.2	23.5	11.9	8.1	14.1	11.2	14.1	15.8	12.6	4.3	5.9	19.9	-3.0	25.9	18.8	-13.5	9.3	-1.3	14.2	-2.8	20.6	13.2	15.2	33.0
2024年9月	3.3	8.6	4.7	3.2	16.3	16.6	10.5	7.4	23.5	12.0	10.6	14.6	10.1	12.0	16.4	11.5	5.2	5.8	20.1	-1.3	24.8	19.4	-10.6	9.2	-1.5	14.9	-1.6	19.4	13.1	14.6	31.8
2024年8月	4.5	8.4	4.4	3.9	15.5	13.7	9.9	7.3	26.1	12.8	9.7	13.7	10.0	9.9	17.3	9.8	4.9	5.4	21.1	-2.5	26.2	19.6	-12.1	9.1	0.6	13.8	-0.3	19.9	14.2	13.5	30.7
2024年7月	4.9	9.5	6.2	4.9	14.5	14.0	11.2	8.5	26.8	13.3	9.8	15.7	9.9	9.7	18.1	11.5	6.8	5.0	21.8	-2.7	23.7	21.2	-12.2	9.3	2.8	13.8	1.4	21.6	14.5	13.1	30.1
2024年6月	5.4	10.3	6.4	5.0	14.0	7.9	10.0	7.1	27.0	12.6	8.3	15.6	8.4	8.8	16.0	10.4	5.4	6.5	24.7	2.3	19.8	21.8	-13.2	9.5	4.5	14.0	3.5	21.9	15.3	14.3	28.2
2024年5月	0.0	12.3	4.7	5.9	14.8	13.3	13.9	6.8	29.7	12.7	4.1	14.2	9.9	11.6	17.3	8.1	6.5	5.8	19.2	1.5	18.4	21.4	-12.6	9.6	4.2	13.5	8.1	22.5	14.8	13.4	34.7
2024年4月	-0.7	11.8	4.6	6.4	17.9	14.2	12.2	4.7	27.8	13.9	1.7	15.6	13.9	19.5	16.4	7.1	7.9	5.7	21.8	11.1	20.0	19.2	-9.4	9.7	7.7	13.2	10.1	22.2	13.1	16.3	27.7
2024年3月	-1.2	6.9	6.6	5.7	17.5	11.2	11.0	8.5	19.0	14.1	-3.8	14.1	11.9	4.9	16.1	3.4	4.6	7.4	28.2	-5.2	18.8	17.4	-15.8	9.9	6.0	13.9	13.9	17.1	14.3	12.4	24.8

资料来源： Wind，浙商证券研究所

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。

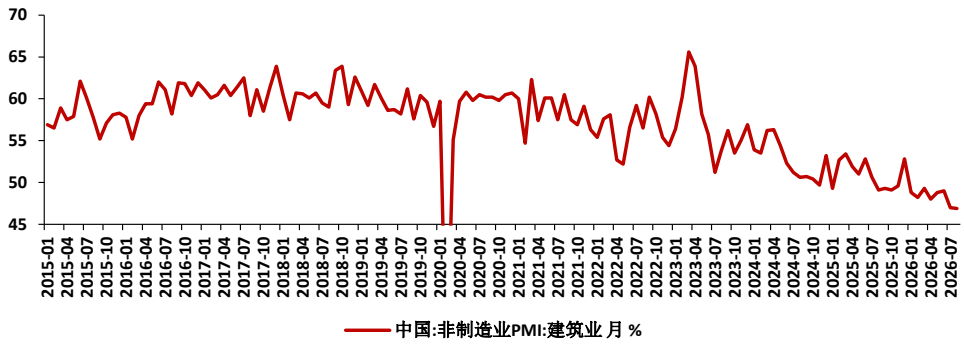
下载日志已记录，仅供内部参考

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。

3.2 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 1-8 月基建投资同比-4.3%，整体增速继续承压。2026 年 8 月建筑业 PMI 仅录得 46.9%，已经连续 8 个月 PMI 处于荣枯线以下。

图7： 中国建筑业 PMI



资料来源： Wind，浙商证券研究所

上期情况：2026 年 1-7 月基础设施投资累计同比-3.6%。分项看，2026 年 1-7 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+15.7%、-7.5%、-11.0%、-9.1%、-5.3%。

图8： 基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年之前的数据使用老口径）

累计同比数据	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10
基础设施投资	-3.6%	-2.4%	0.6%	4.3%	8.9%	11.4%	-2.2%	-1.1%	-0.1%
交通运输、仓储和邮政业	2.5%	2.6%	7.1%	11.1%	16.3%	9.1%	-1.2%	-0.1%	0.1%
铁路运输	暂未披露	暂未披露	5.1%	8.6%	12.6%	28.7%	-1.2%	2.7%	3.0%
航空运输	15.7%	11.0%	21.7%	27.3%	43.3%	31.1%	-5.3%	-2.1%	-1.1%
道路运输	-7.5%	-7.7%	-5.7%	-3.0%	2.9%	-0.6%	-6.0%	-4.7%	-4.3%
水利、环境和公共设施管理业	-9.1%	-6.5%	-3.9%	-0.1%	3.6%	8.3%	-8.4%	-6.3%	-4.1%
水利管理	-11.0%	-9.9%	-8.3%	-6.2%	-5.5%	-4.4%	-6.3%	-3.2%	0.7%
公共设施管理业	-9.1%	-6.2%	-3.2%	0.9%	5.7%	11.6%	-8.2%	-6.2%	-4.4%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-5.3%	-2.7%	-0.1%	4.4%	9.0%	13.1%	9.1%	10.7%	12.5%

资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

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：

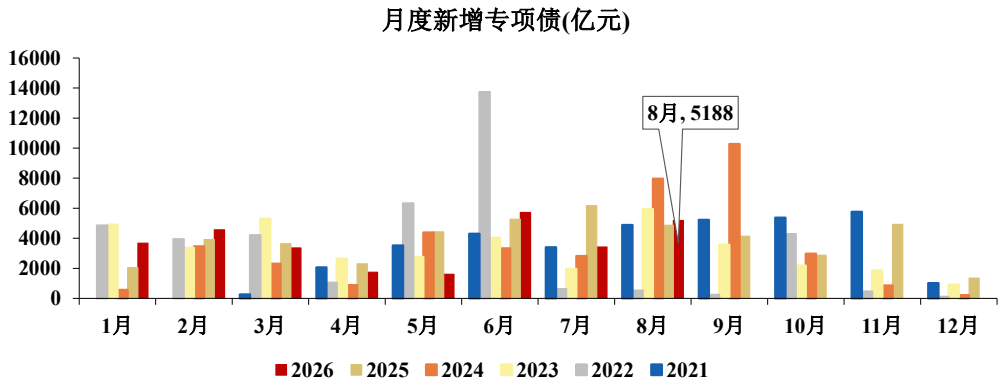
1）一般公共预算方面：2026 年 1-7 月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-2.9%、-2.5%、-6.8%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-4.3%，今年后续几月该数据的改善有待观察。结合 2026 年两会期间公布的《关

下载日志已记录，仅供内部参考

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+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 8 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 2.93 万亿，2025 年同期发行 3.26 万亿，发行金额较上年同期有所降低，后续新增专项债维度亦有发力空间。

图9： 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10： 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

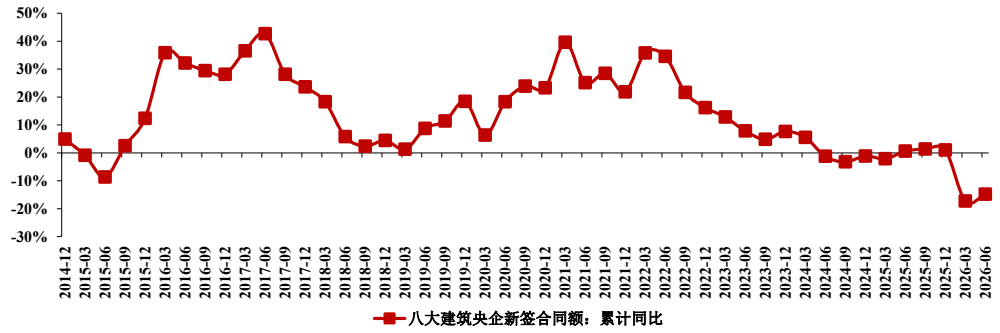
月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
	30	5月20日	续发	按半年付息
6月	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
	30	6月24日	首发	按半年付息
7月	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月15日	续发	按半年付息
8月	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
	30	8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

资料来源：财政部，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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 年上半年中国中铁、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 52774 亿元，同比-14.8%，仍处于订单增速低位，2026 年下半年基建投资改善幅度有待观察。

图11： 八大建筑央企新签合同额累计同比



资料来源：Wind，上市公司公告，浙商证券研究所

展望 2026 年全年看，在特朗普上台的背景下，未来数年内在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。

3.3 地产：预计 8 月地产累计同比增速-20.9%

预计 8 月房地产开发投资累计同比增速将继续向下探底，跌幅较 1-7 月的-19.2%小幅扩大至-20.9%。库存去化周期仍是判断地产行业周期位置的核心变量。当前库存去化周期结构性分化明显，一线城市有望率先触底，二三线城市仍有去化压力：

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 7421.7 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。

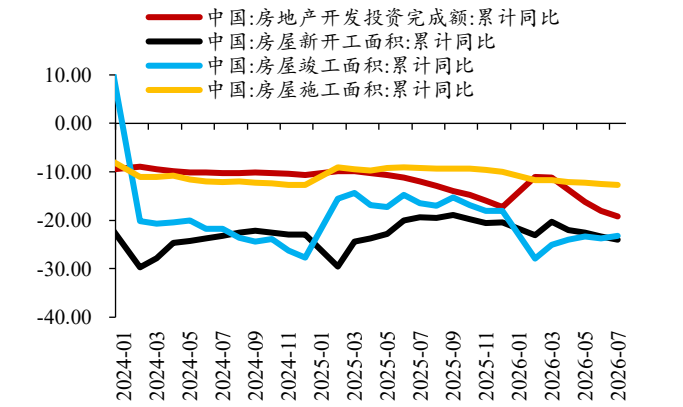
三是结构上来看去化压力分化，但一线城市正逐步接近合理水平。截至 7 月，十城口径一线城市去化周期 10.95 月，略高于 2010 年以来历史均值 10.4 月；二线城市去化周期 34.1 个月，远超 2010 年以来历史均值 14.9 月。

8 月底，多部门联合发布地产新政，包括预售制度改革、信贷约束放松、城市更新、以及北京和上海优惠政策四个方面。其中，《个人住房贷款管理办法（试行）》进行了两项重要调整：一是房贷期限上限从 30 年提至 40 年。二是偿债比例上限从 55%提至 60%，但值得注意的是偿债比例为所有债务/家庭可支配收入，而房贷占可支配收入 50%的房贷专项偿债比保持不变。两项政策主要针对刚需购房人群，预计起到一定托底作用，但难以趋势性扭转地产压力。

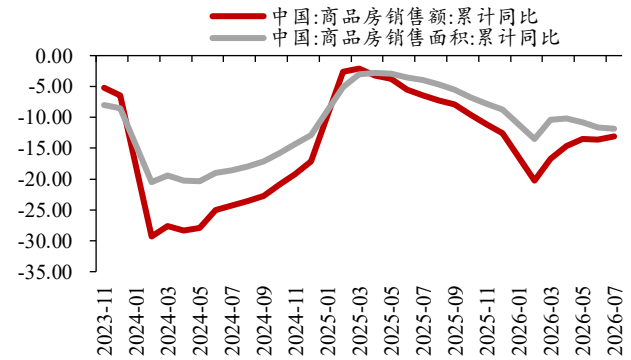
图12： 房地产开发投资下行（%）

图13： 商品房销售增速下行（%）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，浙商证券研究所



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：8 月底地产新政归纳

方向	文件	发布日期	核心内容
预售制改革	《关于完善商品住房销售制度的通知》	8.28	预售须主体结构封顶、购房款全额入监管账户；新出让地块优先现房销售所见即所得、交房即交证、新老划断
	《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》	8.28	开发贷主办银行制（预售最长 5 年、现房/商业地产最长 7 年，竣工备案后首还本）；按揭受托支付；房贷期限 30 年延至 40 年；宏观审慎逆周期调节
信贷制度放松	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》等 5 个办法	8.28	以项目为中心、主办银行制、资金封闭管理，覆盖开发到运营全周期
	《个人住房贷款管理办法（试行）》	8.28	房贷上限延至 40 年；偿债比例上限 55%→60%；现房备案后、预售竣工备案后才放贷
	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	8.28	支持再融资、并购重组、公司债、CMBS/不动产 ABS、REITs、不动产私募基金；融资由主体信用转向项目信用、一视同仁
	《关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》	8.10	提取扩至 9 类（含装修、物业费）；灵活就业人员可自愿缴存；存贷利率由国务院决定；公积金可投国债和政策性金融债
城市更新	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》	8.28	城市更新项目专项融资通道，支持存量盘活
地区政策	《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》	8.7	非京籍家庭购买五环内商品住房的社保/个税缴纳年限由 2 年降至 1 年（五环外不限套数）、完善房屋赠与政策，并大幅提高公积金最高贷款额度。
	《关于优化本市房地产政策措施的通知》	8.20	上海外环外购新房最高补贴 8 万元，二套首付降至 15%，并配套公积金优化、房票安置与二手房收储

资料来源：国家金融监督管理总局、住建部，浙商证券研究所

4 预计 8 月出口 14.9%，进口 16.8%，8 月同比增速可能放缓

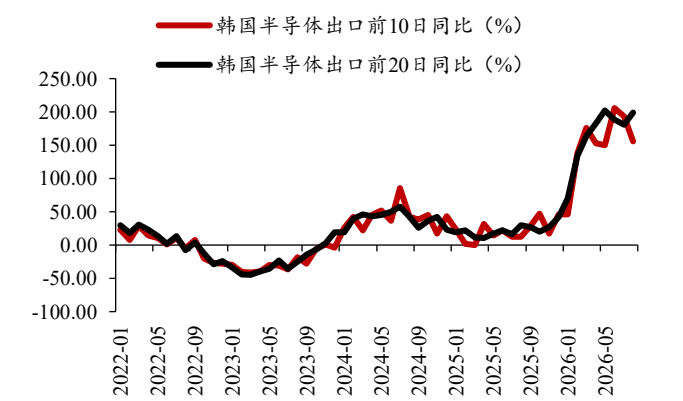
AI 是进出口双增的核心逻辑，八月数据可能有所走弱。7 月出口增长 17.8%中，AI 相关商品（集成电路、自动数据处理设备）贡献 9%，其他商品贡献 8.8%；进口增长 21.3%中，AI 相关商品贡献 16%，其他商品贡献 5.2%。

一是韩国半导体出口同比增速仍较快增长。8 月韩国前 10 日半导体出口金额同比增长 155.4%，较 7 月的 193.1%回落 37.7 个百分点，连续两个月放缓；8 月前 20 日半导体出口金额同比增长 198.8%，较 7 月有所回升。结合 7 月我国集成电路出口平均价格增长贡献由 122%降至 115%，我们判断 AI 价增可能放缓。

下载日志已记录，仅供内部参考

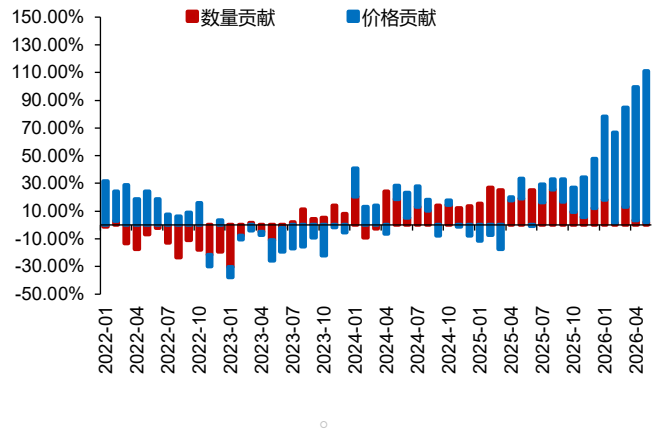
二是港口集装箱吞吐量当月同比持续下行，实物出口量放缓。截至 8 月 30 日，4 周移动平均集装箱吞吐量数据同比-4.1%，7 月 26 日-1.1%、6 月 28 日 5.2%，表明出口实物量增势有所放缓，与 PMI 新出口订单降至收缩区间的体现的方向一致。

图15：韩国半导体出口增速高位分化，前 10 日同比连续放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：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

5 物价预计较历史偏弱

总体上看，8 月物价或呈现“旺季不旺”特征，PPI 同比涨幅回落，CPI 同比弱复苏延续。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 平减指数可能正处于被动回升的过程中。结合我们的定量模型，8 月 CPI 同比增速 0.6%（前值 0.5%），对应环比 0.1%（前值-0.1%）；工业品价格方面，我们预计 8 月 PPI 同比增速为 3.2%（前值 3.5%），对应环比-0.1%（前值-0.7%）。

5.1 消费品价格弱复苏

第一，本月中国国内生猪市场整体呈现**逆淡季回暖与震荡偏强**态势。供应端，随着前期产能调控政策的持续释放与养殖端看涨后市意愿的增强，规模企业控量出栏节奏放缓，加之北方多地极端降雨及汛情对生猪调运与出栏构成阶段性干扰，导致市场可售源头偏紧，推动生猪均价及白条肉价格实现环比震荡上行。需求端，虽然三伏天与酷暑降雨对传统家庭鲜肉消费构成季节性抑制，但伴随 8 月暑期文旅、研学出行及夜间餐饮消费的高位运行，餐饮端采购对白条肉的消化能力形成有效支撑；加之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 16.0 元/公斤，较上月回升 2.1%，同比跌幅反弹至 20.9%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，供需有望在产能加速调控下实现再平衡，在中秋国庆节前备货情绪下，9 月猪价预计仍有望小幅震荡上行。

第二，本月全球能源市场受中东地缘冲突反复扰动先扬后抑，布伦特与 WTI 原油价格月内冲高回落、宽幅震荡，短期上涨脉冲有所消退，但高位价格区间仍对国内能源市场形成底部支撑。基于现行定价机制，国内本月汽、柴油价格较上月分别上调 145、140 元/吨，但主要为月末油价回调，一定程度削弱了本轮涨价的后续传导力度。后续来看，国际油价仍将受地缘局势主导，局势缓和与冲突升级两条线索并存，原油价格方向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

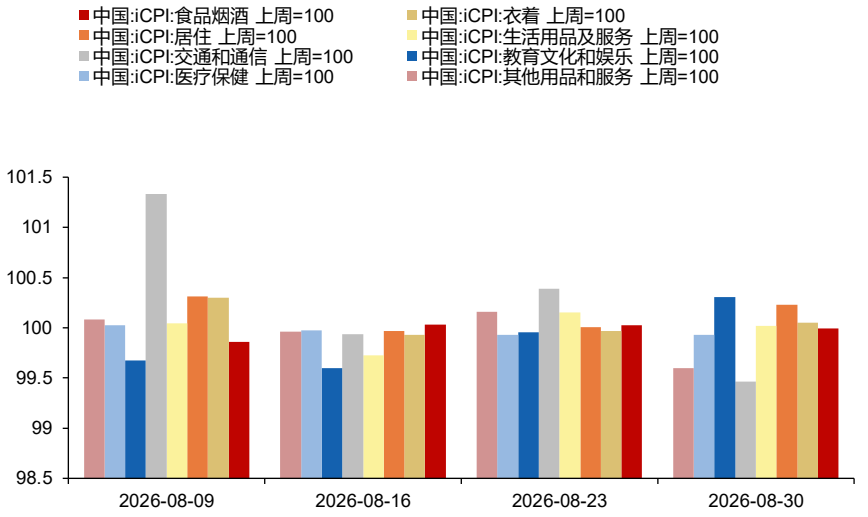
下载日志已记录，仅供内部参考

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，**本月有色金属价格冲高之后上涨动能边际放缓，前期推升价格的供给炒作情绪有所降温，**国际大宗商品上涨持续性存疑，上游原材料涨价能否向下游顺畅传导仍有待观察，工业品成本端上行带来的压力需要谨慎评估。

第三，核心 CPI 方面，8 月预计延续弱修复态势，内需复苏力度偏弱，需求回暖的持续性仍有待进一步验证。结构性来看，核心 CPI 中枢回升节奏放缓，终端消费需求尚未完成由脉冲修复向常态化改善的切换。整体而言，在经历了 7 月暑期服务消费阶段性冲高之后，8 月核心 CPI 可能迎来放缓走势。随着暑期旅游旺季步入尾声，文旅出行、夜间餐饮消费边际有所降温，线下服务消费呈现“量增价减”特征，客流规模尚可但商家涨价意愿偏弱，终端服务类价格上行动力不足。同时，前期洪涝、高温天气带来的生鲜短期供给扰动逐步消退，猪肉价格高位震荡但向下游餐饮消费的成本传导较为有限，上游成本向下游终端消费品的传导存在明显阻滞。中短期内，核心 CPI 内生修复的弹性偏弱，内需复苏依旧面临压力，整体呈现弱复苏格局。

总结而言，本月环比低位反弹，同比增长回升。因此我们预计 8 月 CPI 同比增速 0.6%（前值 0.5%），对应环比 0.1%（前值-0.1%）。

图17： iCPI 显示本月价格涨跌互现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 工业品价格内部持续分化

整体而言，8 月工业品价格预计进入供需修复放缓、上行动力偏弱的磨底阶段。当前工业体系内部，超长期特别国债资金对实体产业链的拉动效应边际有所减弱，上游原材料涨价向下游传导阻滞问题尚未得到根本性打通，装备制造、耐用消费品产业链订单回暖幅度有限，中游制造端成本消化压力仍存。中短期内，PPI 同比读数有所回落，海外大宗商品、能源输入性拉动效应逐步弱化，价格上行缺乏持续有力的内需主线支撑。

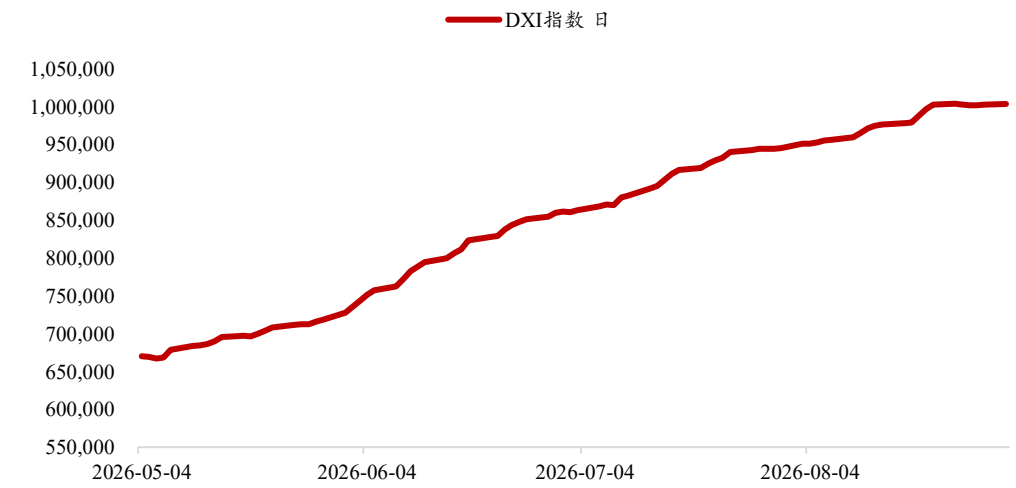
工业品内部，预计将呈现海外大宗高位震荡、国内终端需求托底不足的结构性分化特征。能源与化工维度，受中东地缘冲突冲高后油价回落影响，国际原油上涨脉冲逐步消退，能源板块对 PPI 的输入性拉动明显减弱；尽管中游化工品存在阶段性补库行为，但下游消费品需求修复偏弱，成本向下传导阻力较大，化工产品涨价持续性存疑。有色与黑色金属方面，铜、铝等有色金属在海外供给扰动消退后，前期上涨动能边际放缓，价格高位

下载日志已记录，仅供内部参考

震荡；而黑色金属与传统建材受高温余威以及地产施工需求偏弱拖累，室外工地开工恢复节奏不及预期，仅依靠汽车、家电制造业订单形成有限托底，“板强长弱”格局延续，上行空间受限。煤炭与电力方面，随着迎峰度夏用电高峰步入尾声，电煤刚需支撑边际减弱，煤炭价格稳中有落，工业品价格压舱石效应有所弱化。

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 8 月 PPI 同比增速为 3.2%（前值 3.5%），对应环比-0.1%（前值-0.7%）。

图18：刻画 DRAM 需求的 DXI 指数本月继续走强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

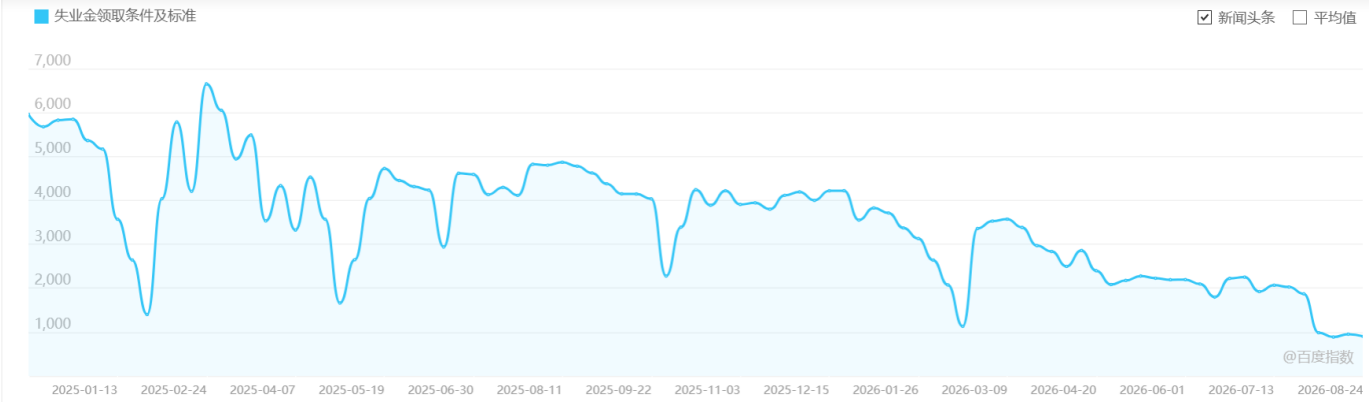
6 失业率保持平稳，季节性压力尚在

过去两年失业率均因毕业生集中进入劳动力市场而从 7 月的 5.2%升至 8 月的 5.3%。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。8 月制造业从业人员指数从 49.0%降至 48.7%，服务业从业人员指数继续维持在 45.4%，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 5.3%。

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，8 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：8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

7 预计8月金融数据仍然承压

预计8月社融新增约1.65万亿元，同比少增约9121亿元，社融存量增速或较7月回落约0.2个百分点至7.2%左右。结构上，人民币贷款仍是主要拖累项，政府债券和企业债券融资预计对社融形成主要支撑，直接融资对表内信贷的替代特征延续。8月政府债发行保持较高强度，有助于稳定社融总量，但实体部门内生融资需求仍然偏弱，预计社融增速继续小幅回落。

预计8月人民币贷款新增1000亿元，同比少增4900亿元，对应增速回落0.2个百分点至4.9%。8月信贷较7月季节性回升，但有效融资需求修复幅度预计有限。从高频数据看，8月半年期国股银票转贴现利率持续处于0.5%左右的价格下限，大行月内保持较强收票需求，反映一般贷款投放仍存在一定缺口。与此同时，财政贴息政策扩围至中小微企业流动资金贷款，有助于降低企业实际融资成本，对企业短期贷款和经营性贷款形成边际支撑，但**政策集中落地于8月下旬，对当月信贷的拉动预计相对有限，效果或更多体现于9月。**

居民端预计仍是信贷的主要薄弱环节。当前房地产销售和房价预期尚未出现趋势性改善，居民购房和加杠杆意愿仍弱，按揭贷款需求预计维持低位；汽车等大额可选消费表现偏弱，也限制居民短期消费贷款扩张。消费贷贴息及8月底房地产金融政策有助于稳定居民融资需求，但考虑政策落地时点较晚，预计对8月居民短期贷款和中长期贷款的实际拉动有限。

企业端预计呈现短贷改善、中长贷偏弱、票据支撑的结构。一方面，8月制造业生产和新订单景气较7月边际改善，叠加财政贴息政策将流动资金贷款纳入支持范围，中小微企业经营性融资需求或有所恢复，企业短期贷款预计较7月明显改善；另一方面，当前企业盈利预期、资本开支意愿及固定资产投资需求尚未明显转强，企业中长期贷款预计仍处低位。此外，低利率环境下优质企业通过债券融资替代银行贷款的趋势延续，对表内中长期贷款形成一定分流。8月票据融资预计仍对企业贷款形成较强支撑，但难以完全抵消一般贷款同比少增。

预计8月M2同比增长7.5%，较7月的7.7%小幅回落0.2个百分点。新增人民币贷款同比明显少增，贷款派生存款能力仍然偏弱，是制约M2增速的主要因素。与此同时，8月政府债融资规模较高，债券发行阶段可能推动居民和企业存款向财政存款转移，对M2

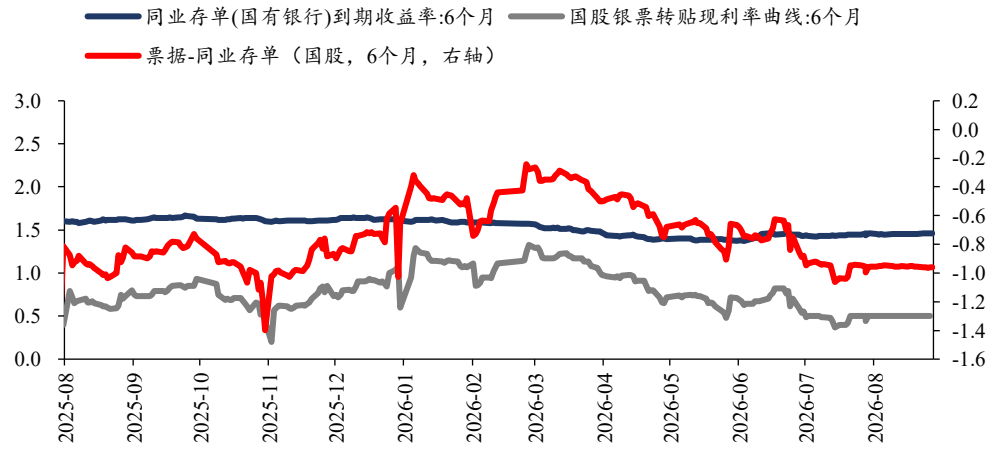
下载日志已记录，仅供内部参考

形成一定扰动；随着财政资金后续支出，部分资金重新转化为企业和居民存款，对 M2 形成对冲。资本市场保持活跃，居民存款向非银金融机构迁移也对 M2 形成一定支撑。综合来看，预计 M2 增速延续缓慢回落态势。

预计 8 月 M1 同比增长 4.0%，与 7 月基本持平。一方面，8 月制造业生产和新订单景气边际修复，企业经营活动较 7 月有所改善，财政资金支出也有助于部分资金转化为企业活期存款，对 M1 形成支撑；另一方面，信贷投放仍然偏弱，贷款派生的企业活期存款增量有限，同时企业资本开支和房地产相关资金活跃度尚未明显改善，预计 M1 缺乏明显向上弹性。

货币政策方面，预计“适度宽松”的政策基调延续，财政金融协同和结构性工具仍是短期政策发力重点。8 月财政贴息政策进一步扩围，通过财政资金降低企业和居民实际融资成本，有助于缓解当前资金供给充裕、有效融资需求不足的矛盾。**考虑信贷增速仍处于低位、社融增速继续回落，后续政策重点或更多转向推动财政资金、新型政策性金融工具和结构性货币政策工具加快形成实际信用投放；若后续内需、物价及信用扩张持续弱于预期，降准降息等总量工具仍有落地可能。**

图20：8 月票据利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

8 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，或对企业经营生产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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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