下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 破立之间

## ——动能切换下宏观逻辑与资产再定价

西南证券研究院
宏观研究团队

2026年9月

下载日志已记录，仅供内部参考

# 概 述

- **趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整。**当前经济结构性亮点延续：高技术产业、装备制造业增加值保持较快增速，电子信息是最明确的景气主线；基建方面，截至8月底，地方政府专项债投向的新基建项目479个，与2025年全年持平，主要为民生信息化、云计算和数据中心、信息基础设施等。房地产供给端去库存持续，7月末商品房待售面积同比下降，政策持续从销售和金融端改善需求。消费与物价方面，服务消费有望成为重要支撑，1-7月，CPI主要由交通通信、医疗保健和教育文娱拉动，PPI价格回升动力或由能源价格向高技术制造业扩散，但传统行业供强需弱格局或仍形成拖累。
- **财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划。**2013年以来，较大政策组合拳均发生在经济增速超预期下行、A股处于阶段性低位震荡期；若2026年下半年GDP增速承压、市场风险偏好走弱，未来1-2个季度政策加码概率将上升。财政方面，当前税收增速快于整体，收入内生动力增强，截至8月末，专项债、超长债发行进度均慢于去年同期，财政资金加快落地仍有空间。此外，政金债发行节奏也将与专项债发行节奏、项目开工周期绑定。年内货币政策仍将维持适度宽松，逆周期调节力度有望加大。据测算，2026年全年约229.82万亿元存款到期，居民资产配置迎来调整窗口，但居民中长贷中枢自2022年以来持续下移，资产负债表仍处修复阶段。
- **内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资。**从全球市场轮动看，科技成长、周期制造及新材料仍具修复空间，能源板块持续走强后或转向高位震荡，行业轮动仍将延续。映射至国内市场，多数盈利预期上修行业估值已处高位，而电力设备、计算机、国防军工等盈利改善但估值相对克制，仍具重估空间。今年发布的“十五五”规划聚焦“服务”与“创新”关键词，出口韧性仍强，中期高端制造延续扩张，同时，能源转型与产业升级持续推进，新能源资本布局向电池迭代、光伏储能、氢能及充换电等前沿环节延伸；安全应急装备则加速向智能化升级，AI、机器人、无人机、应急通信等有望成为重点增量方向。
- **当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动。**泡沫周期不同阶段，大类资产表现分化。国际经验表明，居民财富结构向金融资产倾斜是经济发展到一定阶段的共同趋势。对我国而言，居民资产配置重构主要体现为两方面：一是非金融资产向金融资产转移，二是金融资产由存款等低风险资产向权益资产倾斜。目前资管体系中权益资产占比约9.84%。同时，资本配置正向产业升级和人力资本延伸，推动形成以产业投资、能力提升为支撑的财富增长模式。
- **风险提示：**政策落地节奏和效果不及预期，居民收入修复不及预期，全球经济复苏不及预期，地缘政治风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目 录

趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

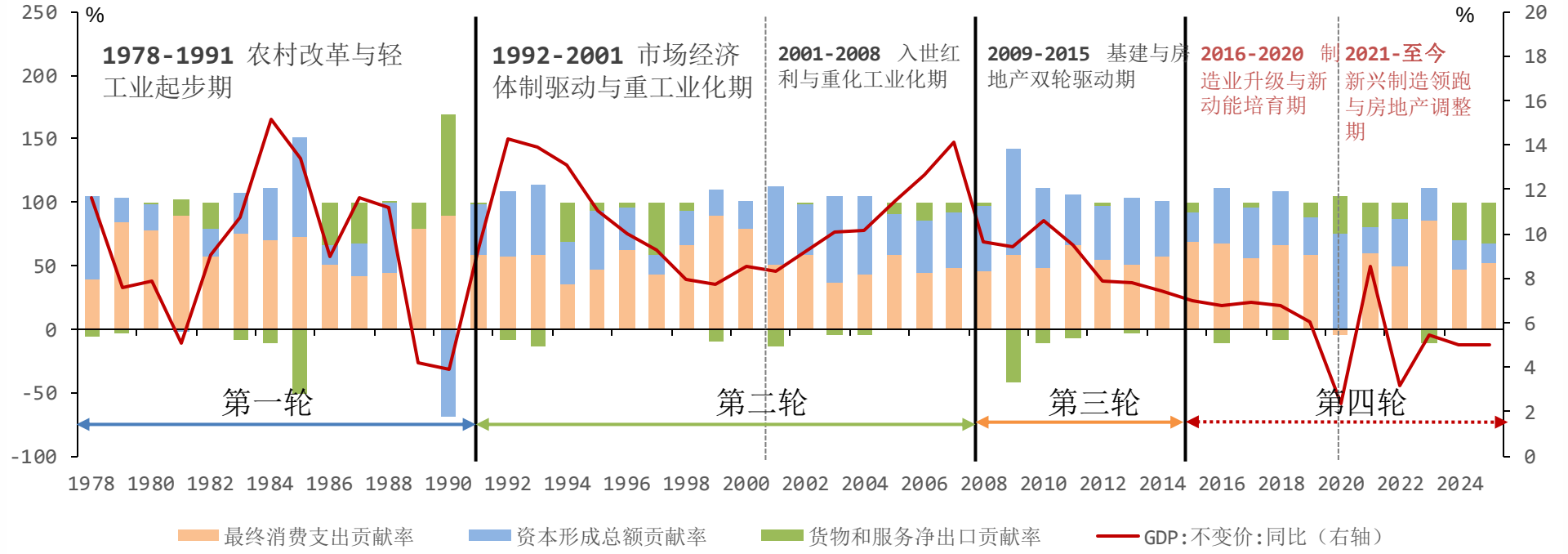
当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **我国经济动能的四轮切换触发经济增速的周期波动，未来5年或将迎来新动能逐步成熟期。**改革开放以来，我国经济动能经由农业—轻工业—重工业—房地产和基建—制造业的路径，经历四轮切换，期间除第四轮外均超过10年，目前处于第四轮动能切换中的第二阶段，“旧动能退潮、新动能追赶”，房地产进入深度出清期，经济增长引擎切换至“新三样”为代表的新兴制造业。从第一轮（14年）和第二轮（17年）动能切换期来看，未来5年或仍将处于动能切换期。参考第二轮切换期，**动能转换均经历了从培育到成熟阶段，在逐步发展成熟的过程中，也将带动经济增速企稳，并开启新的上升周期。而本轮动能切换后有望带来全产业链配套升级与创新生态能力的提升。**

**改革开放以来，我国经济动能的切换脉络**





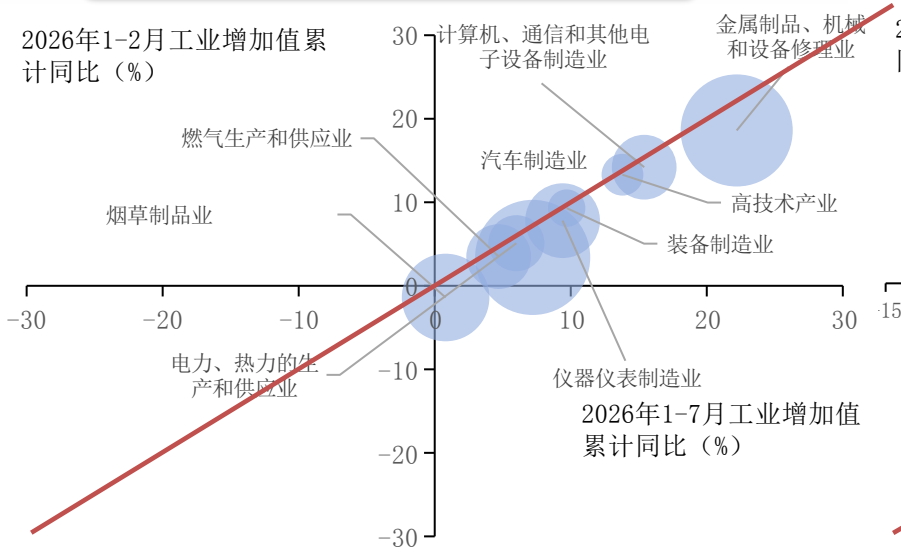

*数据来源：wind，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

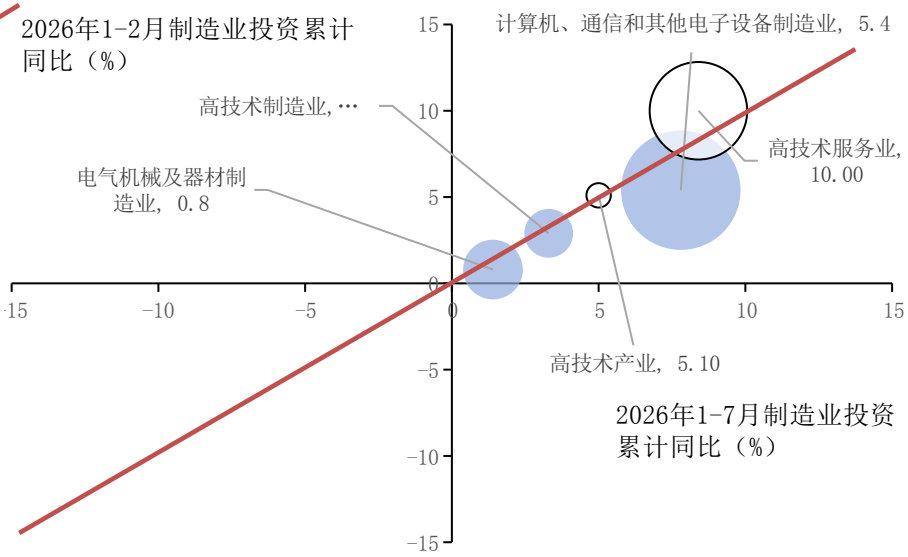
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **制造业增长动能：持续向高技术和装备制造累积强化。**2026年1-7月，高技术产业、装备制造业工业增加值累计同比增速分别为13.8%和9.7%，增速相比2026年1-2月边际回升，高技术制造业（3.3%）投资增速亦相比年初边际加快。分行业看，2026年1-7月，汽车制造业（7.2%）、金属制品、机械和设备修理业（22.2%）、仪器仪表制造业（9.4%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（15.4%）、燃气生产和供应业（4.7%）工业增加值同比均为正增长，且较1-2月加快超过1个百分点；投资端，计算机、通信和其他电子设备制造业（7.8%）、电气机械及器材制造业（1.4%）亦呈现正增长且增速加快。整体来看，电子信息是当前最明确的景气主线，生产与投资两端双双改善，且产业链资本开支仍具扩张空间；仪器仪表、电气机械等则处于生产端率先改善、投资端逐步接力的阶段。**随着AI、半导体等新兴产业扩张以及设备更新、智能化改造持续推进，制造业增长动能有望持续在电子信息、半导体、智能制造、工业设备及电气设备等领域累积强化。**

**主要行业工业增加值边际动能比较**




**主要行业制造业投资边际动能比较**





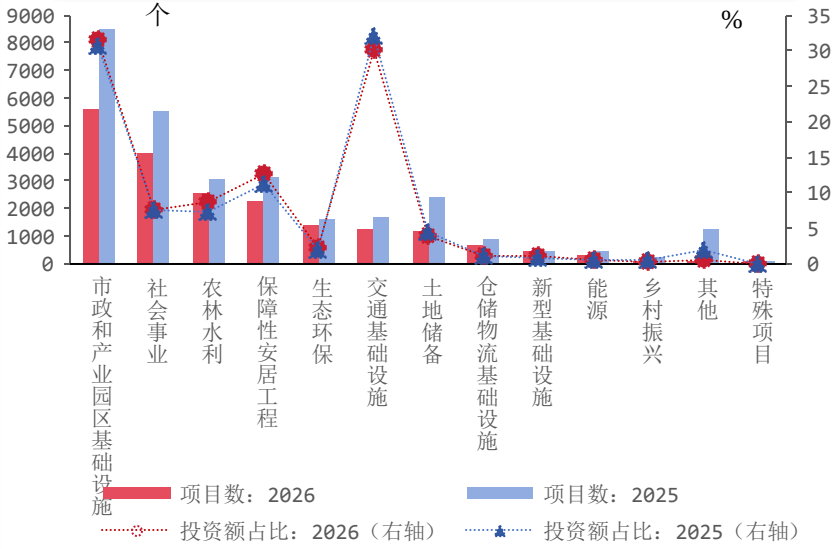

*数据来源：wind，西南证券整理。注：圆的大小代表2026年1-7月增速相比2026年1-2月提高的百分点，空心圆代表边际负增长但增速仍为正的行业；红斜线左上方代表1-7月增速放慢，增长动能减弱，右下方代表1-7月增速加快，增长动能增强*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **基建增长换挡，“六张网”释放新动能，新基建增量可期。**据发改委披露，“十五五”期间水网、新型电网、城市地下管网以及算力网投资规模均有望达到万亿级别。截至2026年8月27日，市政和产业园区基础设施、社会事业、农林水利为专项债投向项目数量排名前三；从投资金额看，市政和产业园区基础设施、交通基础设施占比均超过30%，显示专项债仍主要投向传统基建和公共服务领域，承担稳定基建投资的重要作用。与此同时，新型基础设施项目数今年以来已达479个，达到2025年全年水平，表明新基建项目储备和资金投入正在加快。具体来看，民生信息化、云计算和数据中心、信息基础设施为主要贡献，今年累计投资额分别达568亿元、155亿元和40亿元。**随着“六张网”建设持续推进、专项债项目储备逐步落地，新型基础设施有望获得更多专项债资金支持，并通过算力、通信、电网等领域投资扩容形成新的实物工作量，成为传统基建投资增速放缓背景下的重要补充。**

**地方政府专项债投向领域分布**




**“六张网”相关项目建设情况及预计投资额**

| “六网” | 目前建设进度 | 预计“十五五”期间投资规模 |
|---|---|---|
| 国家水网 | 主骨架加速形成，国家水网40条骨干输排水通道已建、在建近九成，覆盖国土超80%。标志性工程如南水北调中线引江补汉工程（全长约194.7公里）正在加速掘进 | 超6万亿元 |
| 新型电网 | 西电东送能力提升，四川阿坝1000千伏特高压最高标段已贯通 | 超5万亿元 |
| 城市地下管网 | 全国地下管网总长已达390万公里，位居全球之首 | 约5万亿元 |
| 算力网 | 截至2026年6月底，全国智能算力规模已达到去年同期的2.8倍。已建成超过12万个高质量数据集 | 新增直接投资4万亿元 |
| 新一代通信网 | 全国5G基站已超过500万个，新一代通信网将聚焦6G移动通信、超高速光通信等核心技术创新和攻关 | - |
| 物流网 | 181个国家物流枢纽和105个国家骨干冷链基地正加快互联互通；上半年，中欧班列开行11178列，同比增长20% | - |



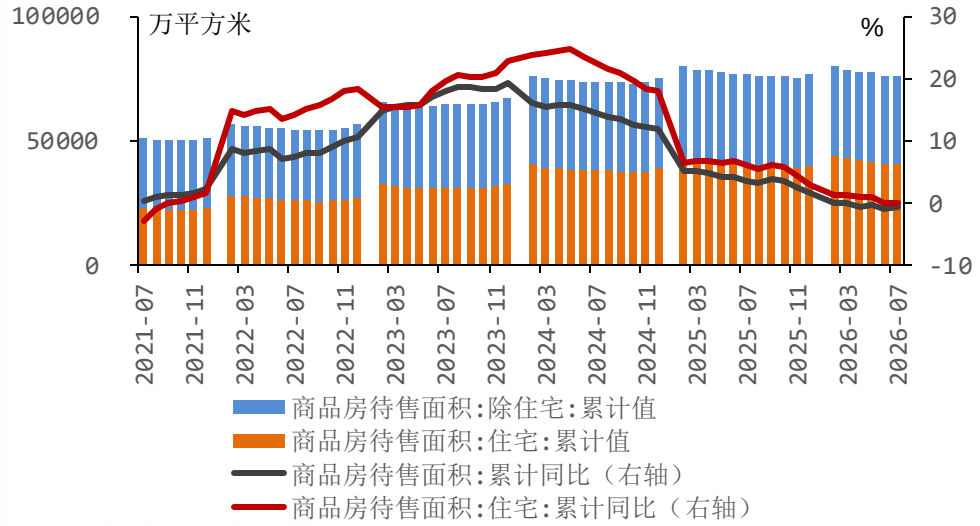
*数据资料来源：国家发改委，企业预警通，西南证券整理。注：专项债投向领域数据统计截至2026年8月27日*

下载日志已记录，仅供内部参考

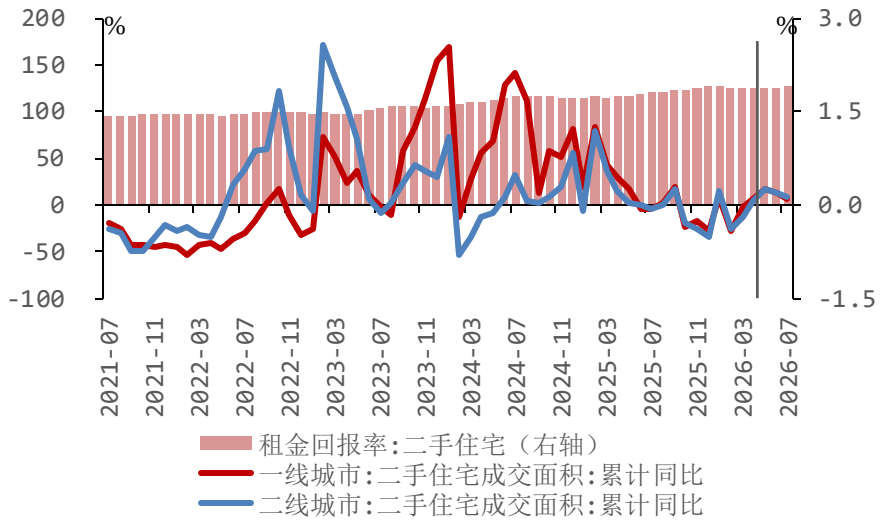
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **库存压力边际缓解，需求修复仍待验证。**今年以来我国商品房供给端去库存进度较好。今年3月以来，我国商品房待售面积累计同比从此前长期上升转为下降，2026年7月末，商品房待售面积为7.59亿平方米，同比下降0.75%，降幅较上半年收窄0.07个百分点，但已连续5个月同比下降；其中住宅待售面积为4.06亿平方米，同比上升0.05%，涨幅相比6月末收窄0.06个百分点。从库存结构看，7月末待售3年以下商品房面积5.56亿平方米，同比下降3.6%，降幅明显快于整体库存，新增库存正在加快消化。政策面，8月，**住建部、金融监管总局等从销售和金融端出台完善预售资金监管、推进现房销售，优化开发贷主办银行制度、延长个人住房贷款期限至40年等组合拳，有助于改善市场预期与居民购房条件，对房地产需求端形成正向推动。**
- **二手交易持续回暖，资产回报边际改善。**1-7月，一线城市和主要二线城市二手住宅成交面积累计同比分别为7.28%和8.54%，自今年4月以来同比持续保持正增长，二手房市场交易活跃度提升。从租金回报率看，2026年7月，我国二手房租金回报率均值升至1.91%，创2021年以来新高，高于同期主要国有大行5年期定期存款利率（1.30%）和10年期国债到期收益率（1.74%）。**在房地产市场深度调整的背景下，二手房市场已出现一定程度的量价修复，叠加房价调整和租金相对稳定，住房持有成本与机会成本有所下降，房地产资产的相对配置吸引力边际提升。**

**待售商品房面积同比自今年3月开始转负**




**二手房成交面积与租金回报率缓慢修复**





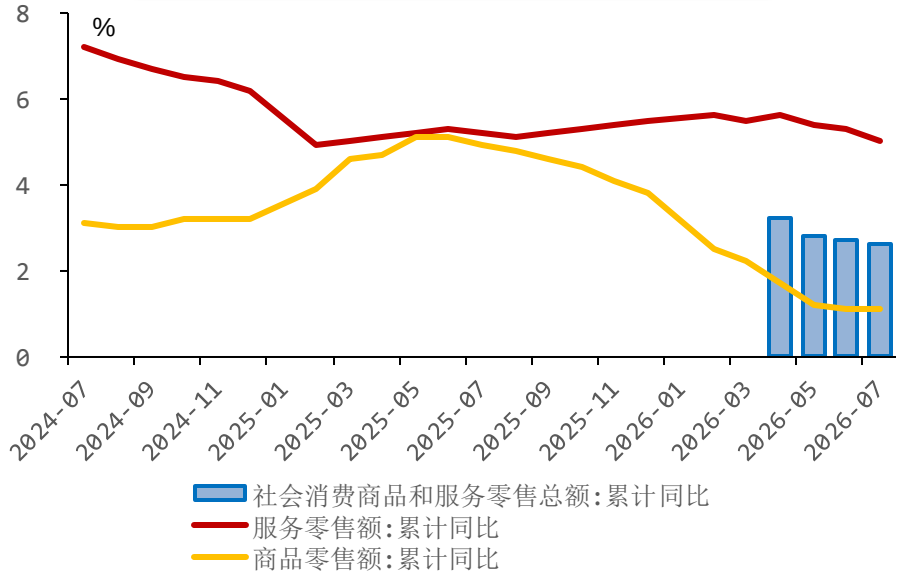

*数据来源：wind，西南证券整理注：租金回报率为上海、北京、深圳、广州、天津、成都六城回报率平均值；住宅成交面积中，一线城市取广州、北京、上海、深圳（由于上海数据缺失，用上海二手房成交面积代替二手住宅成交面积），二线城市取杭州、成都、苏州、厦门、青岛、佛山、东莞。*

下载日志已记录，仅供内部参考

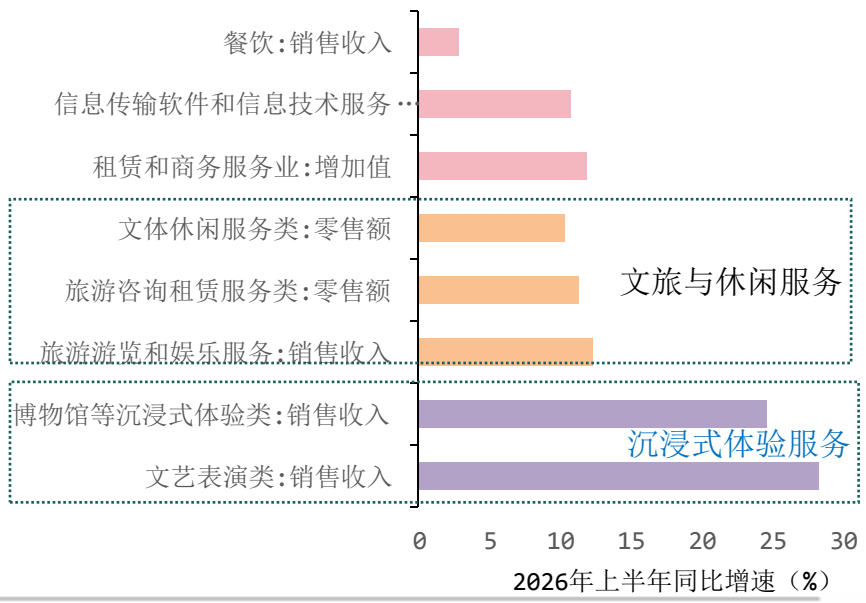
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **服务消费韧性凸显，扩内需空间打开。**2026年5月，统计局首次公布了4月“社会消费商品和服务零售总额:累计同比”指标。1-7月，社会消费商品和服务零售总额同比增长2.6%，较上半年回落0.1个百分点，但仍高于传统商品零售总额增速1.5个百分点。2026年3月以来，服务零售额与网上服务零售额累计同比增速分别高于商品零售与网上商品零售。**传统零售增长持续承压，7月政治局会议提出“适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力”，服务零售有望成为后续扩内需的重要增量方向。**
- **新兴需求加速释放，消费场景持续拓展。**从细分类别看，沉浸式体验、文旅休闲、商务租赁、信息服务等领域发展动能较强。2026年上半年，文艺表演类、博物馆等沉浸式体验服务销售收入同比分别增长28.3%、24.6%。当前“情绪消费”热潮，消费者对体验感的需求持续提升，带动文化娱乐、文旅休闲等新兴服务消费快速发展。**未来，随着居民消费需求从实物商品向体验消费、情绪消费和品质服务进一步延伸，新兴服务消费有望成为消费领域的重要增长点。**

**服务零售相关指标持续跑赢商品零售**




**上半年服务消费细分领域增速**





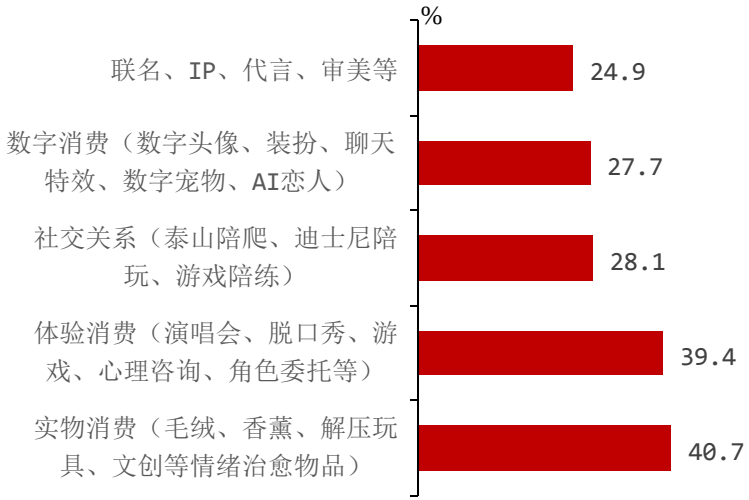

*数据来源：wind，国家统计局，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

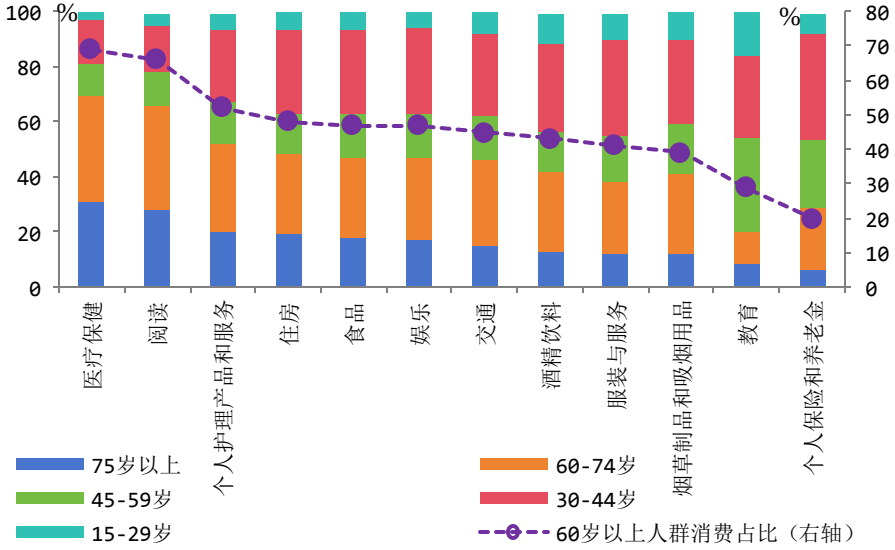
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **代际消费需求共振，服务消费迎来扩容。**居民财富配置重心从资产增值向品质生活转变，消费升级的增量正在从实物商品转向服务消费。2025年我国人均服务性消费支出达1.36万元，占居民消费支出的46.1%。**服务消费的扩容机会主要来自年轻与老年两类人群的需求释放：**一方面，**年轻群体消费更加注重体验、社交和情绪价值**，约40%的年轻人愿意为情绪治愈类实物或体验类消费买单，文化娱乐、旅游休闲、数字服务等消费有望持续扩容；另一方面，随着人口老龄化加深，**老年群体的消费需求正在从“基本生活”向“健康、养老、休闲”等服务领域延伸。**海外经验显示，发达国家退休及老年消费者对整体消费增长的贡献已超过40%，2015-2030年间，美国老年群体在医疗保健、阅读、个人护理等品类上的消费占比预计均将超过各自品类总消费的一半，我国老龄人口消费潜力仍有较大释放空间。**未来可重点关注文化娱乐、旅游休闲、健康养老、数字服务以及智能产品等兼具需求增长和结构升级特征的方向。**

**我国年轻人情绪消费主要品类占比**




**美国按户主年龄划分的家庭消费增长（2015-2030年预测）**





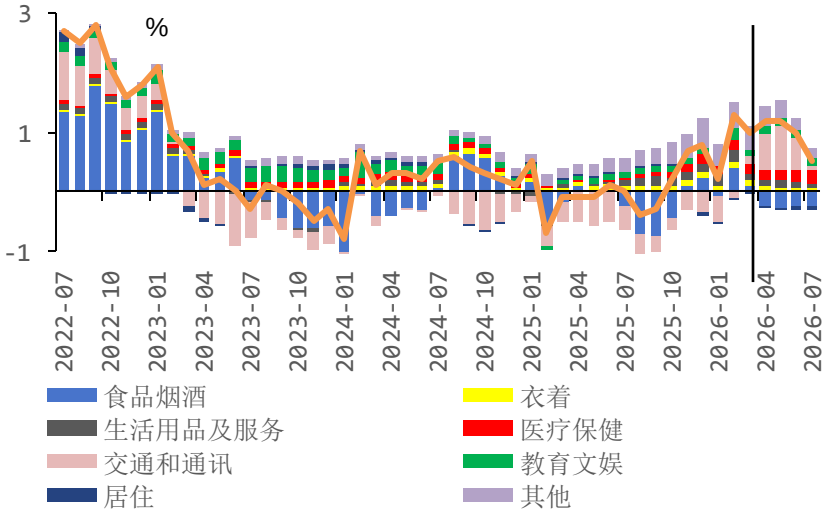

*数据资料来源：《2025Z世代情绪消费报告》，麦肯锡，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

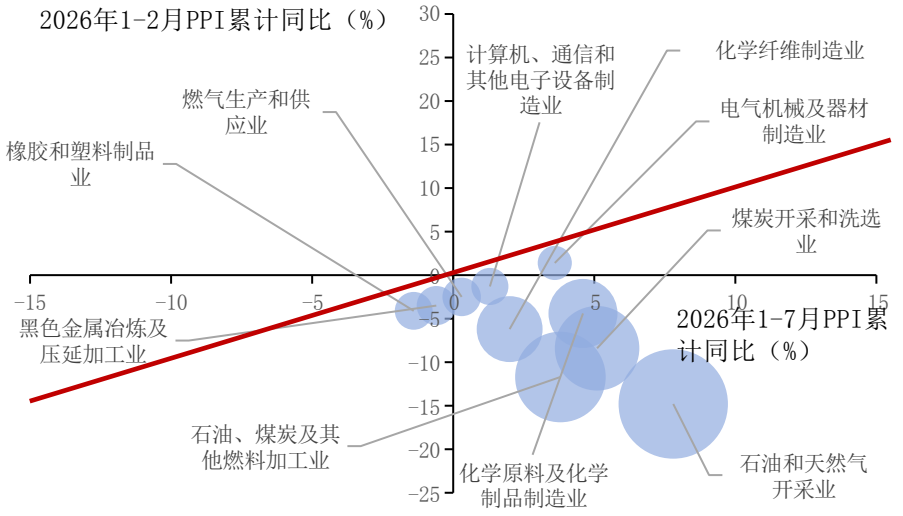
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **CPI涨幅小幅回落，服务消费是主要支撑。**2026年1-7月，CPI累计同比上升0.9%，涨幅相比1-6月回落0.1个百分点，主要受食品价格走弱拖累。经测算，2026年以来CPI主要拉动分项为交通通信、医疗保健和教育文娱。其中，交通通信在4-6月对CPI的月度贡献超过0.5个百分点，贡献了同期CPI涨幅的一半左右，主要受能源价格上涨及通信工具价格上行驱动。教育文娱、医疗保健对CPI的月度贡献稳定在0.1个百分点左右，体现出服务消费需求相对稳定，居民消费结构正由商品消费向服务消费转变。后续，**CPI亮点可能更多来自服务消费和消费升级，随着暑期文旅、医疗等服务需求释放，以及消费电子等新兴商品价格改善，CPI有望保持温和回升。**
- **PPI温和修复，新动能领域持续发力。**2026年1-7月，PPI累计同比上升1.8%，涨幅相比上半年加快0.3个百分点，主要受能源及原材料价格回升驱动。从分项看，1-7月大多数分项增速相比1-2月均边际回升，回升幅度居前的包括：石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业以及煤炭开采和洗选业，累计增速相比年初回升均超过13个百分点，反映能源价格回升带来的支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业等高技术相关行业价格保持上涨，新动能领域供需持续改善。**后续PPI有望延续温和修复，价格回升动力或由能源价格向高技术制造业扩散，但传统行业供强需弱格局或仍形成拖累。**

**CPI分项对总体价格指数的贡献拆解**




**主要行业PPI边际动能比较**






*数据来源：wind，西南证券整理。注：圆的大小代表2026年1-7月增速相比2026年1-2月提高的百分点；红斜线左上方代表1-7月增速放慢，增长动能减弱，右下方代表1-7月增速加快，增长动能增强*

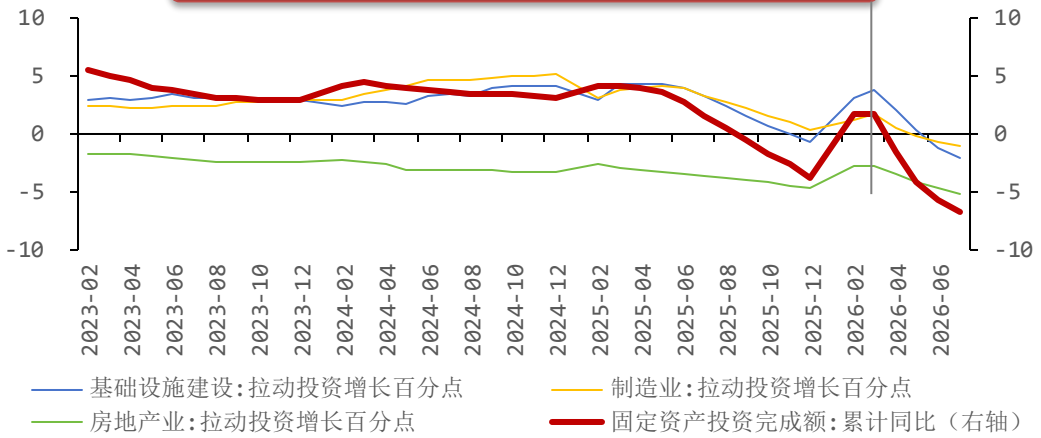
下载日志已记录，仅供内部参考

# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **投资持续承压，拖累由地产向制造业与基建扩散。**1-7月，固定资产投资总额同比下降6.7%，降幅较上半年扩大1个百分点。其中，房地产投资拖累整体投资增速约5.16个百分点，基建和制造业投资分别拖累1.96和0.97个百分点。房地产自2022年以来持续形成拖累，基建和制造业则在2025年底后由支撑转为拖累。当前地产仍处于深度调整阶段，短期内投资端难以形成明显支撑；基建、制造业投资增速转弱，反映内需不足、企业投资意愿仍偏弱。**预计后续投资修复仍将以政策托底和结构性动能接续为主。**

- **制造业投资增速普遍回落，传统行业承压更为明显。**1-7月，主要类别制造业投资同比增速较1-2月回落。其中，金属制品业、农副食品加工业和食品制造业投资同比增速分别较1-2月均回落超过14个百分点，传统制造业投资需求较弱。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资累计同比增长18.7%，虽仍保持高增速，但较1-2月回落12.4个百分点，反映出前期较快增长后边际动能有所放缓。**后续制造业投资修复仍需关注内需改善及企业盈利预期变化，传统制造业投资短期承压。**

**制造业、基建与房地产对投资拖累估算**




**年初以来制造业投资累积增速变化**

| 重点行业 | 2026.1-7（%） | 2026.1-2（%） | 变化幅度（百分点） |
|---|---|---|---|
| 金属制品业 | -6.9 | 7.4 | -14.3 |
| 农副食品加工业 | -3 | 11.2 | -14.2 |
| 食品制造业 | -9.4 | 4.7 | -14.1 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 18.7 | 31.1 | -12.4 |
| 纺织业 | 7.9 | 18.8 | -10.9 |
| 专用设备制造业 | -9.2 | -0.5 | -8.7 |
| 汽车制造业 | -5.3 | 2.6 | -7.9 |
| 医药制造业 | -9.8 | -2.8 | -7.0 |
| 通用设备制造业 | 1.4 | 7.0 | -5.6 |
| 电气机械及器材制造业 | 1.4 | 5.8 | -4.4 |
| 化学原料及化学制品制造业 | -7.4 | -5.4 | -2.0 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | -3.9 | -9.2 | 5.3 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 7.8 | 1.2 | 6.6 |

www.swsc.com.cn

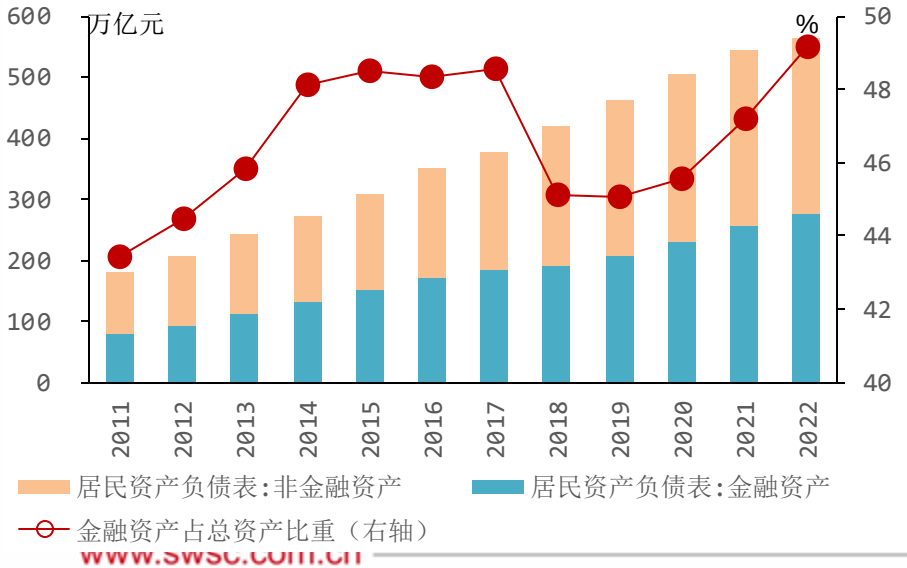
*数据来源：wind，西南证券整理。注：分项拉动/拖累百分点=分项上年同期占总投资比重×分项同比增速*

下载日志已记录，仅供内部参考

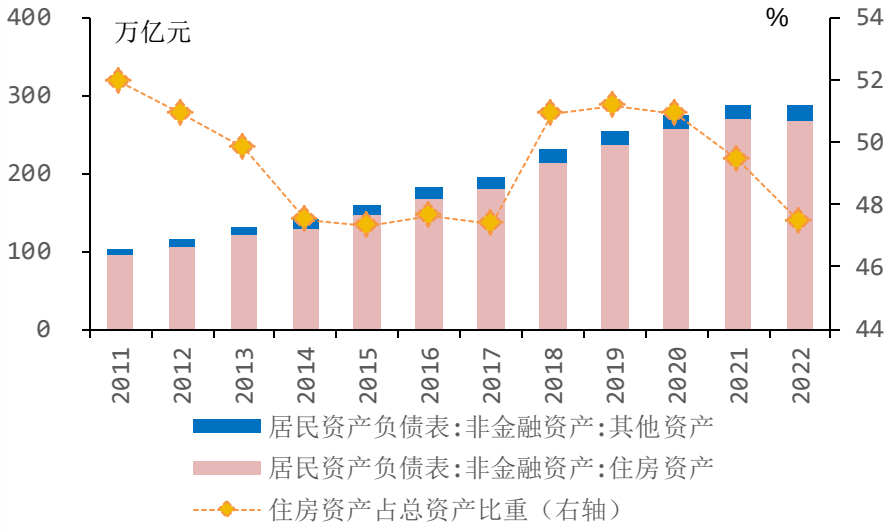
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **房价预期发生转变，驱动居民主动调整资产负债行为。**从资产结构变化可以看出，近年来住房资产占居民总资产的比重已呈现缓慢下降趋势，而金融资产占比则持续提升，居民财富开始由单一依赖房地产向金融资产配置逐步转移。当房地产价格上涨预期减弱后，高杠杆持有住房的收益下降，而贷款偿还压力并未同步减轻。**资产端增值放缓、负债端支出刚性的组合，使居民更加重视资产安全性和流动性，也促使居民主动优化资产负债结构，降低房地产投资占比，提高金融资产配置比例。**
- 2022年我国居民总资产已达564.23万亿元，其中非金融资产286.82万亿元，占总资产50.8%；金融资产277.41万亿元，占比49.17%。虽然金融资产占比已由2019年的45.09%回升至2022年的49.17%，达到历史高位，但居民财富仍然呈现出明显的“重房产、重存款”特征。2022年，住房资产规模达到267.51万亿元，占居民总资产47.4%，仍是居民财富最重要的组成部分；金融资产内部，存款规模约130.46万亿元，占居民总资产23.1%，而股票、基金、保险、债券等风险金融资产合计占比仅约26.1%。**整体来看，我国居民资产负债表依然与房地产市场高度绑定，资产配置多元化程度仍然有限。**

**家庭金融资产比重仍有提高空间**




**住房资产为居民非金融资产的主要组成部分**




www.swsc.com.cn

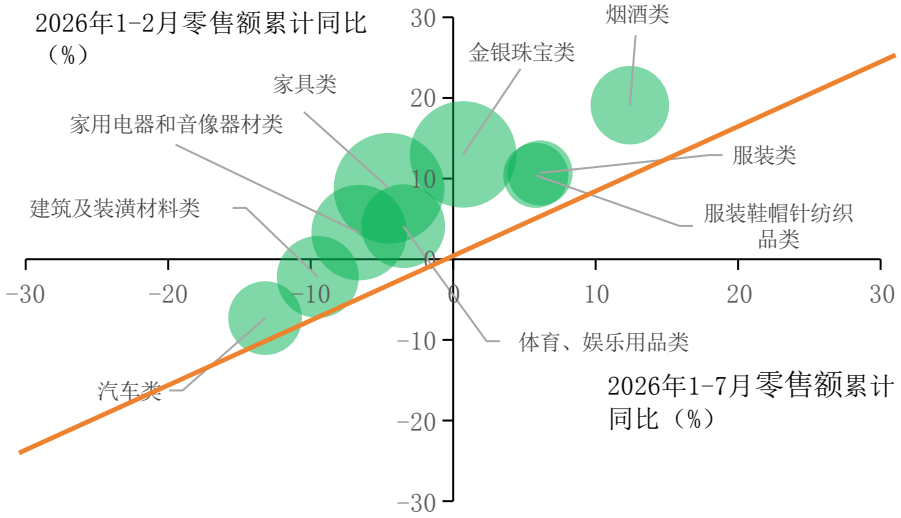
*数据来源：CEIC、西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

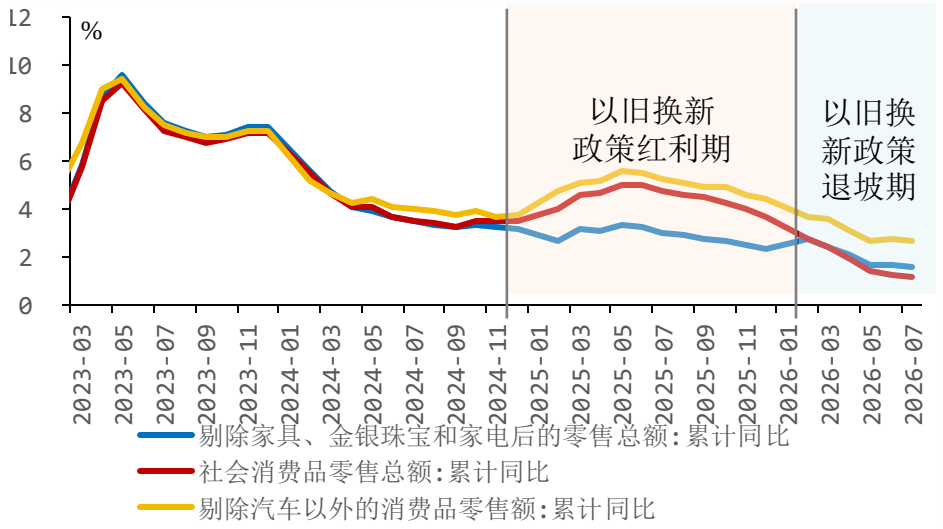
# 1 趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

- **政策效应退坡，传统商品消费承压。**从商品零售分项表现看，2026年1-7月主要品类零售额同比增速放缓或降幅扩大，其中家具类（-4.5%）、金银珠宝类（0.7%）、家电类（-6.6%）回落幅度居前，1-7月增速相比1-2月均回落超过9个百分点，主要受“以旧换新”政策效应减弱以及金价高位对黄金需求的抑制影响。**后续传统耐用品消费动能或持续放缓，传统家电、家具等政策敏感型行业则需要关注政策效应退坡后的盈利压力。**
- **剔除拖累项后消费仍有韧性，汽车等耐用品承压。**剔除家具、金银珠宝和家电后，2026年1-7月消费品零售总额同比增长1.61%，较整体社零增速高0.41个百分点。今年3月后剔除拖累项后的零售额累计同比增速持续高于整体社零，显示当前消费走弱更多来自部分耐用品品类，而非需求全面降温。2025年“以旧换新”政策红利释放期，整体社零增速持续高于剔除上述品类后的增速，家具、家电等品类曾是政策刺激下的重要增量。而剔除汽车后，零售额增速同样持续高于整体社零，且2026年以来二者增速差持续扩大，表明汽车也是今年商品消费走弱的重要拖累项。

**主要消费品零售额边际动能比较**




**“以旧换新”政策退坡为消费主要拖累因素**






*数据来源：wind，西南证券整理注：圆的大小代表2026年1-7月增速相比2026年1-2月**放缓**的百分点；红斜线左上方代表1-7月增速放慢，增长动能减弱，右下方代表1-7月增速加快，增长动能增强*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目 录

趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

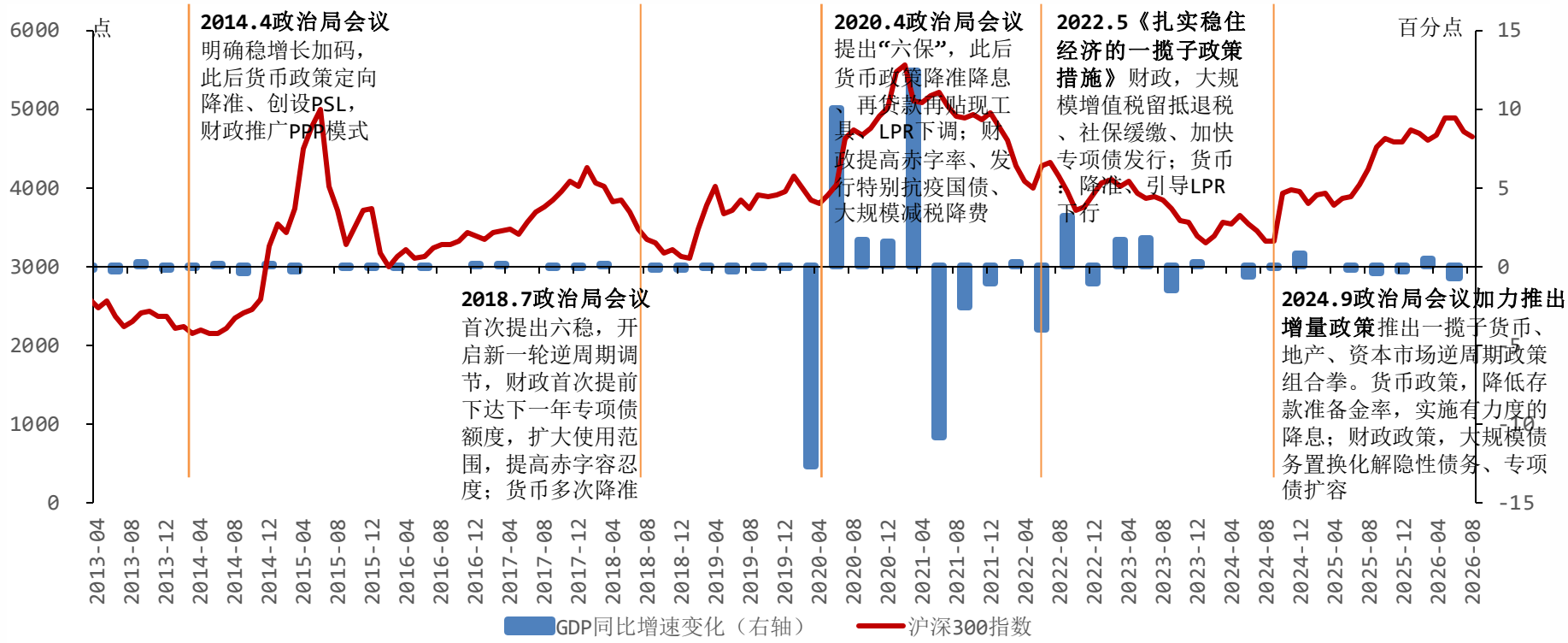
当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- **基本面是政策组合拳启动基础，市场低迷催化政策窗口。**2013年以来，较大的政策组合拳共有5次，2018.7、2022.5月政策具有前置性，当季经济同比增速较前一季度下降，其他三次均为季度经济出现明显降速后推出。同时，5次组合拳触发时，A股市场尤其是大盘指数均处于阶段性低迷状态。其他时间段中，若仅经济波动、市场表现韧性较强，政策多偏向渐进式微调；若仅市场波动、实体经济运行平稳，一般不会触发大规模刺激政策。本轮政策触发时点可参照两个阈值：GDP同比增速出现超预期下行同时大盘指数持续低位震荡、风险情绪上升，或将在1-2个季度内触发政策组合拳。

**2013年以来历次逆周期调控政策组合拳出台时点及措施**






*数据来源：wind，西南证券整理。注：GDP同比增速变化=GDP当季同比-GDP上季同比（单位：百分比）*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- 6月以来，财政资金投放聚焦消费、设备更新、“两重”建设及民生保障等领域。1-7月，财政收入进度快于去年同期，财政支出进度与去年基本持平，超长期特别国债和专项债发行进度均慢于去年同期。**年内，持续完善财政金融协同机制，更好发挥财政资金的撬动作用将是政策着力方向。**

**2026.6-8月重点财政政策及资金下达情况**

## 5-6月：政策&资金

- **《服务业发展资金管理办法》（5.25）：**加强服务业发展资金管理，发挥财政资金引导促进服务业加快发展及促进消费的作用

- **资金下达：**
第三批消费品以旧换新超长期特别国债资金625亿元（6月）
2026年育儿补贴补助资金999亿元（5月底6月初）

## 7月：会议&政策&资金

- **政治局会议：**加大逆周期调节，实施好积极的财政政策，加快财政支出和债券资金使用进度

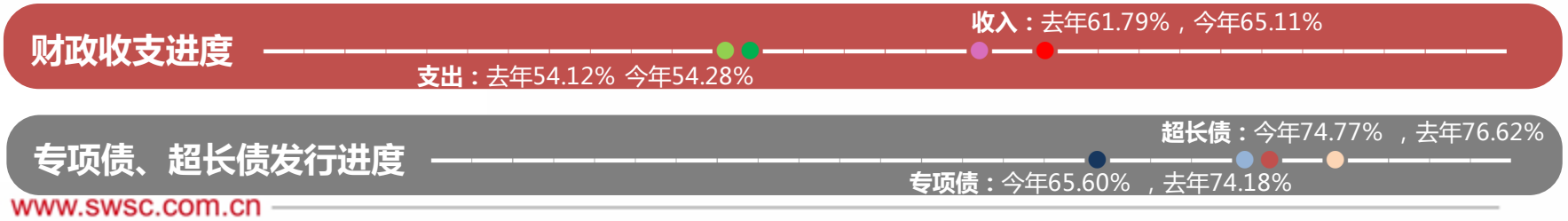
- 《关于调整节能汽车、新能源汽车车船税优惠政策的公告》、《征收挥发性有机物环境保护税试点实施办法》、《关于离岸信托个人所得税有关事项的公告》、《关于调整部分能源资源行业企业城镇土地使用税政策的公告》

- **资金下达：**
今年最后一批设备更新超长期特别国债149亿元
今年第三批“两重”超长期特别国债资金1935亿元，全年下达完毕

## 8月：会议&政策

- **“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会**（财政部，8.21）：发挥积极财政政策作用，明确下半年加快资金使用、加力扩大内需、加强财政改革管理三大发力方向

- **《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》**（8.17）：拓宽贴息范围、增加经办机构、提高额度上限，优化财政金融协同促内需政策）




www.swsc.com.cn

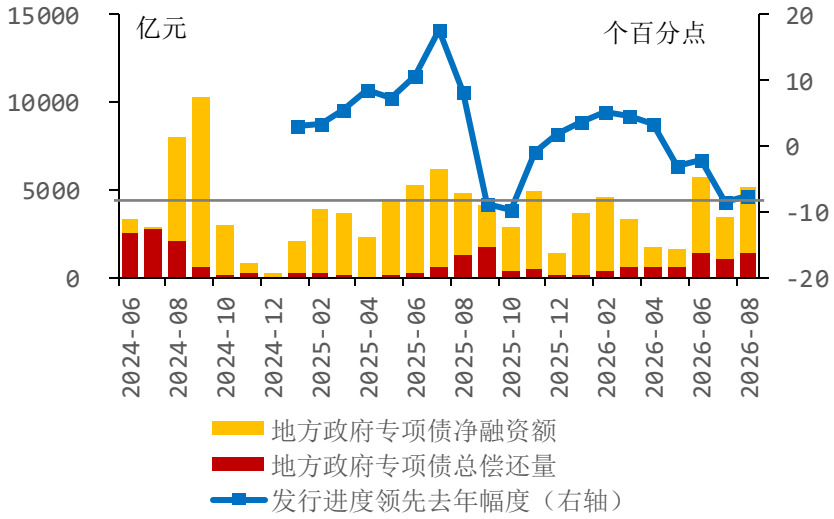
*数据资料来源：财政部，西南证券整理。注：进度条中深色点代表2026年数据，浅色点代表2025年数据，同类别为同色系。*

下载日志已记录，仅供内部参考

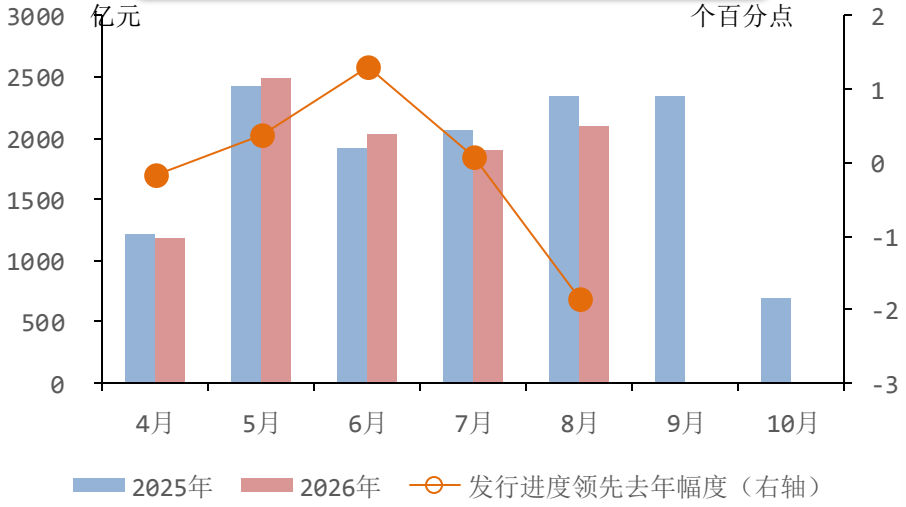
# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- **税收收入加快修复，债券发行进度偏慢。**1-7月财政收入14.37万亿元，同比上升5.8%，增速相比上半年扩大1.1个百分点。其中税收收入11.84万亿元，同比增长6.7%，增速相比上半年扩大1.4个百分点。今年以来税收收入累计同比持续扩大，占财政收入比重稳定在82%左右。**收入端持续改善，税收增速快于财政收入整体增速，财政收入增长的内生动力有所增强。**发债方面，截至2026年8月31日，地方政府专项债已经发行2.93万亿元，发行进度66.52%，慢于去年同期7.67个百分点。超长期特别国债已经发行9720亿元，发行进度74.8%，慢于去年同期1.85个百分点。**政府债券发行进度偏慢，后续财政资金加快落地仍有空间。**
- **财政支出释放偏缓，地方资金统筹能力增强。**今年1-7月财政支出16.29万亿元，同比上升1.3%，增速相比上半年收窄0.2个百分点。**财政支出增速低于收入增速，财政扩张力度尚未完全释放。**根据预算，2026年中央对地方转移支付总规模10.42万亿元，同比增长2.2%，同时对部分共同财政事权转移支付和专项转移支付项目按5%的比例进行压减，压减资金全部用于增加对地方财力补助，并等额返还被压减省份，有助于保持总体财力格局稳定。**转移支付结构优化有助于增加地方可自主支配的资金比例，提升地方财政资金统筹能力，增强财政政策的精准性。**

**二季度后地方政府专项债发行进度偏慢**




**8月超长期特别国债发行进度偏慢**






*数据来源：ifind，财政部，西南证券整理注：地方政府专项债与超长债统计规模截至2026年8月23日*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

□ **货币政策延续适度宽松，流动性投放与工具创新同步加码。**二季度以来，央行货币政策表述由“精准有效”转向更加突出逆周期调节，强调加大政策储备和增量政策力度。**操作层面，**央行持续通过隔夜逆回购、买断式逆回购和MLF等工具加大流动性投放，8月进一步增加隔夜逆回购操作频率，并连续加量续作中期流动性工具，同时，加快完善短端利率调控机制，逐步增加隔夜逆回购操作、收窄临时正逆回购利率区间，政策框架向更加市场化、精细化方向演进。**在经济修复仍有波动、内需不足压力尚未完全缓解的背景下，年内货币政策仍将维持适度宽松，逆周期调节力度有望进一步加大；操作上预计优先通过公开市场操作、买断式逆回购及MLF等工具保持流动性充裕，若经济或市场波动进一步加大，总量型工具仍存在进一步启用空间。**

**央行近期会议、重点政策及流动性概况**

**6月：会议&政策&流动性**

- 陆家嘴论坛：丰富公开市场工具箱，适时增加隔夜逆回购品种；将临时正/逆回购利率波动区间由70BP收窄至50BP；创设境外央行回购工具
- 《上海国际金融中心发展离岸金融行动方案》：健全离岸金融业务规则、营商环境制度体系，推进自贸离岸债、离岸贸易金融服务等
- **流动性**

隔夜逆回购首发：首次在公开市场操作中增加隔夜逆回购操作品种；本月月底2天共开展9000亿元隔夜逆回购操作

减量续作：5000亿元3个月买断式逆回购

等量续作：6000亿元6个月买断式逆回购

加量续作：5000亿元1年期MLF

www.swsc.com.cn

**7月：会议&流动性**

- **政治局会议：**实施适度宽松的货币政策，删掉“精准有效”的表述，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策
- **2026年央行货币政策委员会第二季度例会：**继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，增强政策“前瞻性、灵活性、针对性
- **流动性**

隔夜逆回购：本月月底4天共开展21000亿元隔夜逆回购操作

**加量续作：10000亿元3个月买断式逆回购；14000亿元6个月买断式逆回购；5000亿元1年期MLF**

**8月：会议&政策&流动性**

- **央行2026年下半年工作会议：**继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期调节力度；综合运用并适时调整各类货币政策工具，保持流动性充裕
- **《2026年二季度货币政策执行报告》：**加大逆周期调节力度，发挥存量、增量政策集成效应，及时谋划出台务实管用的增量政策
- 流动性

**隔夜逆回购：**本月月中4天共开展17116亿元隔夜逆回购操作

**加量续作：5000亿元3个月买断式逆回购**

**等量续作：10000亿元6个月买断式逆回购**

**减量续作：5000亿元1年期MLF**

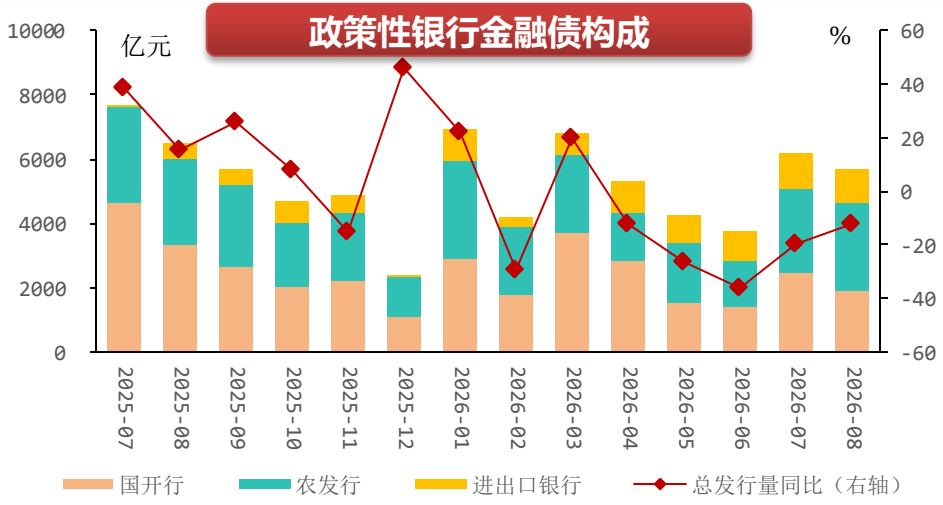
*数据资料来源：央行，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- **市场化改革提质扩容，融资效能升级。**政策性银行发行的金融债券以国家信用为支撑，通过市场化发债渠道汇集社会资金，为新型政策性金融工具提供资金来源。2013年以来政金债持续推进市场化改革，从跨市场发行拓宽场内渠道，依托债券通实现对外开放，绿色、主题类债券不断扩容，“政金清发”创新进一步完善收益率曲线。**后续政金债将继续立足余额管理框架，主题债供给有望维持高位，发行机制持续优化，吸引多元投资者参与，更好服务重点领域融资需求。**
- **发行规模高位企稳，投放节奏贴合周期。**从政策性银行的金融债投放情况看，近年发行总量超6500亿元的高峰集中在2025年7月、2026年1月及3月。结构层面，国开行始终是核心供给方，农发行发行规模次之，进出口银行发行规模较小。**未来，政金债发行量大概率维持在当前高位区间，发行节奏将与专项债发行节奏、重大项目开工周期高度绑定，年初、年中或出现阶段性小高峰。**

**政策性银行金融债构成**




**政策性金融债发展历程重要节点**

**2013-2016**

**交易所跨市场发行破冰**

2013年12月，**国开行首次**在上海证券交易所发行政策性金融债，政金债正式进入交易所市场

**2017-2021**

**对外开放与资本工具创新**

2017年7月，**农发行面向全球投资者**公开招标发行160亿元政策性金融债，**内地与香港债券市场**互联互通机制落地

**2022**

**政金债ETF获批**

2022年7月，**国内首批8只政策性金融债ETF获批**，政金债作为底层资产正式进入场内ETF时代

**2024-2025**

**绿色与主题债常态化**

2024年10月，**国开行**发行50亿元3年期**绿色金融债券**，支持长江经济带绿色低碳高质量发展；2025年6月，**进出口银行**在陆家嘴论坛期间发行100亿元“支持上海稳外贸促发展**主题债券**”

**2026**

**创新发行机制，拓展“政金清发”业务**

6月4日，**国开行在上海清算所**发行首单20亿元10年期"国开清发"金融债券；6月16-17日，**农发行**发行6只"农发清发"债券，首次实现主要期限品种全覆盖。**"政金清发"产品谱系基本成型，短、中、长各期限收益率曲线得以健全**



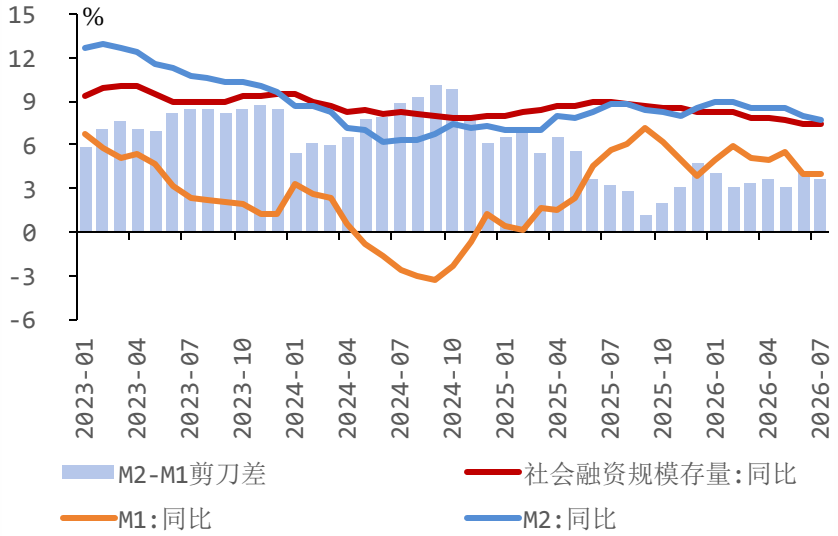
*数据资料来源：wind，上交所、上清所、政策性银行官网等，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

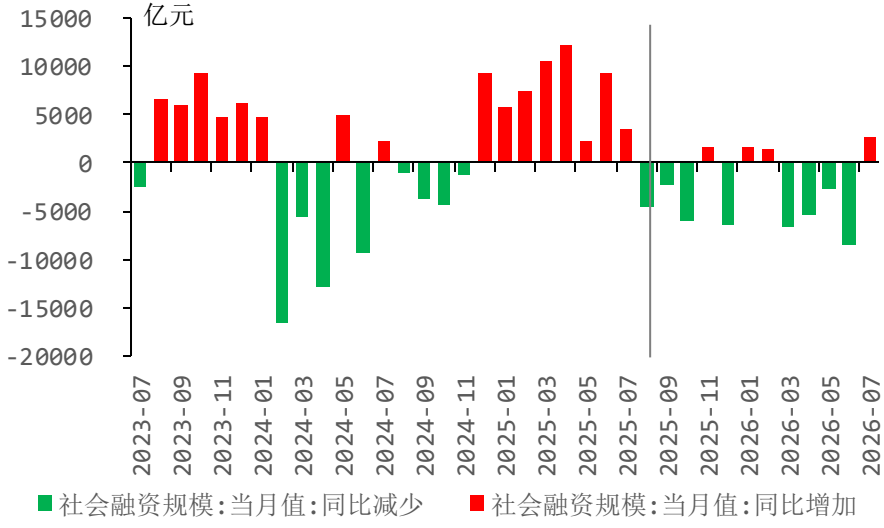
# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- **社融存量增速维持平稳，增量端同比少增频次抬升。**从社融存量看，2026年7月，社会融资规模存量同比上升7.4%，增速持平上月表现。从社融增量看，7月单月的社会融资规模增量为1.40万亿元，同比多增2710亿元，**主要受到政府债和企业债放量的支撑。**2025年以来，社融存量同比由2025年7月高位水平9%下滑至7.4%左右，**反映实体信用扩张整体放缓，居民、企业部门信贷内生融资需求偏弱，同时映射融资结构向直接融资倾斜的趋势性变化。**
- **货币供应量同比增速缓慢下行，剪刀差有望持续收窄。**7月末，M2同比增速收窄0.3个百分点至7.7%，主要因信贷派生持续不足拖累广义货币增长放缓；M1同比上升4%，持平上月表现。7月末，M2-M1同比剪刀差收窄0.3个百分点至3.7个百分点，生产经营活跃度回升。随着财政支出加快、资本市场活跃度提升，企业资金活化程度有望改善，但信贷需求偏弱仍将制约M2扩张，**预计后续M1同比增速延续温和回升，M2增速低位震荡，M1-M2剪刀差或进一步收窄。**

**2026年以来剪刀差稳定在3.5百分点左右**




**2025年8月以来当月社融同比少增频率提升**






*数据来源：wind，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

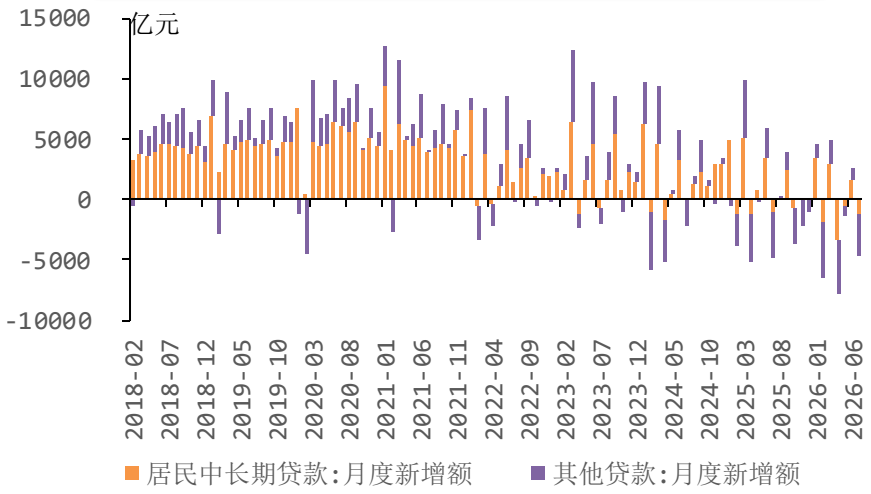
# 2 财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

- **存款增势走弱，较大到期规模释放配置窗口。**2026年7月，人民币存款增加300亿元，同比少增4700亿元，主要受信贷派生减弱和非银存款同比少增拖累。我们基于6家国有大行和9家已经上市的股份制银行2025年年报披露的存款期限结构数据进行测算，2026年银行定期存款到期总额约为137.80万亿元。2025年这15家银行存款占全市场存款的比重为59.96%，由此测算**2026年全市场总计约有229.82万亿元存款到期，较大规模的定期存款到期为居民资产配置调整提供了重要契机。**
- **实体信贷偏弱，居民部门开启负债修复。**2026年7月，企（事）业单位贷款减少1300亿元，同比多减1900亿元，主要受季节性信贷需求回落及企业融资结构调整影响。企业中长期贷款减少2300亿元，同比少减300亿元。从中长期贷款走势看，2022年以前，居民中长贷月度新增额大多数时候维持在3000-7000亿元范围内；**但2022年以后，月度新增额中枢显著下移，并在一些月份出现大幅度负增长，居民资产负债表由此从主动扩张转向被动修复。**2026年4月居民中长贷单月罕见下滑3408亿元，居民部门信贷扩张意愿仍然偏弱。

**2026年全市场到期存款测算过程**

| | |
|---|---|
| 2026年15家银行到期存款[1] | 137.80万亿 |
| 2026年15家银行合计存款[2] | 197.05万亿 |
| 2025年人民币存款余额[3] | 328.64万亿 |
| 2025年15家银行存款余额占全市场存款余额的比例[4]=[2]/[3]*100 | 59.96% |
| 2026年全市场预期到期存款[5]=[1]*[4]/100 | 229.82万亿 |

**2022年以后居民中长期贷款出现显著收缩**






*数据资料来源：wind，各大银行2025年年报，中国人民银行，西南证券整理 注：原始期限1年以内的存款在2026年内全额到期，按100%计入。对于期限1-5年期的定期存款，由于2023-2024年为定期存款吸收的历史高峰期，其到期时间恰好落在2026年，假定期限1-5年期存款中约有60%将在2026年内到期。*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目 录

趋势与节奏追踪：发展动能切换与经济结构调整

财金宽松发力提效：存量效能释放与增量谋划

内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **全球市场轮动提速，风格迭代结构迎新。**三大市场均呈现资源、科技与周期板块交替领涨的特征，但节奏不同。美国标普500行业指数1-3月能源、材料、公用事业等资源及防御板块领涨，4-5月信息技术、通信服务等科技成长板块接力，7-8月能源再次走强，科技与材料同步修复，成长与价值快速切换。韩国KOSPI200行业指数1-3月信息科技、建筑及可选消费领涨，4-6月科技、重工业及能源化工板块轮动，其中5月信息科技涨幅显著扩大，7-8月则进一步向钢铁材料、工业及建筑等周期板块扩散，周期属性有所增强。中国申万一级行业轮动更为频繁，年初有色、传媒、石油石化领涨，4-6月转向电子、通信等科技成长板块，7月煤炭、银行、石油石化等周期及价值板块走强，8月电子重新领涨，科技与周期板块交替演绎。**预计后续科技成长、周期制造及材料板块仍具轮动修复空间，能源板块在持续走强后或面临高位震荡，三大市场行业轮动仍将延续。**

**2026年以来美、韩、中股票行业指数月度涨幅排名前三的板块**

| | 2026-01 | 2026-02 | 2026-03 | 2026-04 | 2026-05 | 2026-06 | 2026-07 | 2026-08 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 标普500行业指数 | 能源（14.37%） | 公用事业（9.87%） | 能源（10.31%） | 通信服务（16.50%） | 信息技术（14.30%） | 医疗保健（7.72%） | 能源（13.16%） | 能源（6.48%） |
| | 材料（8.65%） | 能源（8.77%） | 公用事业（-3.41%） | 信息技术（16.12%） | 医疗保健（2.85%） | 工业（7.67%） | 金融（3.83%） | 信息技术（6.19%） |
| | 日常消费（7.52%） | 材料（8.27%） | 金融（-3.70%） | 可选消费（10.70%） | 可选消费（2.04%） | 公用事业（5.66%） | 日常消费（2.28%） | 材料（5.82%） |
| KOSPI200行业指数 | 信息科技（32.83%） | 建筑（34.39%） | 工业（-6.99%） | 信息科技（42.99%） | 信息科技（62.56%） | 信息科技（0.11%） | 金融（0.48%） | 建筑（17.28%） |
| | 建筑（27.84%） | 信息科技（24.65%） | 建筑（-7.88%） | 重工业（32.08%） | 可选消费品（28.90%） | 金融（-2.12%） | 通信技术（-1.05%） | 钢和材料（16.30%） |
| | 可选消费品（25.09%） | 可选消费品（24.17%） | 必需消费品（-9.76%） | 能源和化学品（28.03%） | 金融（-0.76%） | 必需消费品（-5.98%） | 必需消费品（-2.06%） | 工业（14.54%） |
| 申万一级行业指数 | 有色金属（22.59%） | 综合（18.40%） | 银行（3.93%） | 电子（23.18%） | 通信（20.40%） | 电子（33.29%） | 煤炭（11.51%） | 电子（12.42%） |
| | 传媒17.94%） | 钢铁（10.02%） | 公用事业（1.25%） | 通信（18.25%） | 电子（17.88%） | 建筑材料（18.71%） | 银行（10.86%） | 煤炭（12.22%） |
| | 石油石化（16.31%） | 建筑材料（8.15%） | 煤炭（1.11%） | 综合（9.81%） | 公用事业（8.26%） | 通信（15.10%） | 石油石化（10.22%） | 综合（11.92%） |



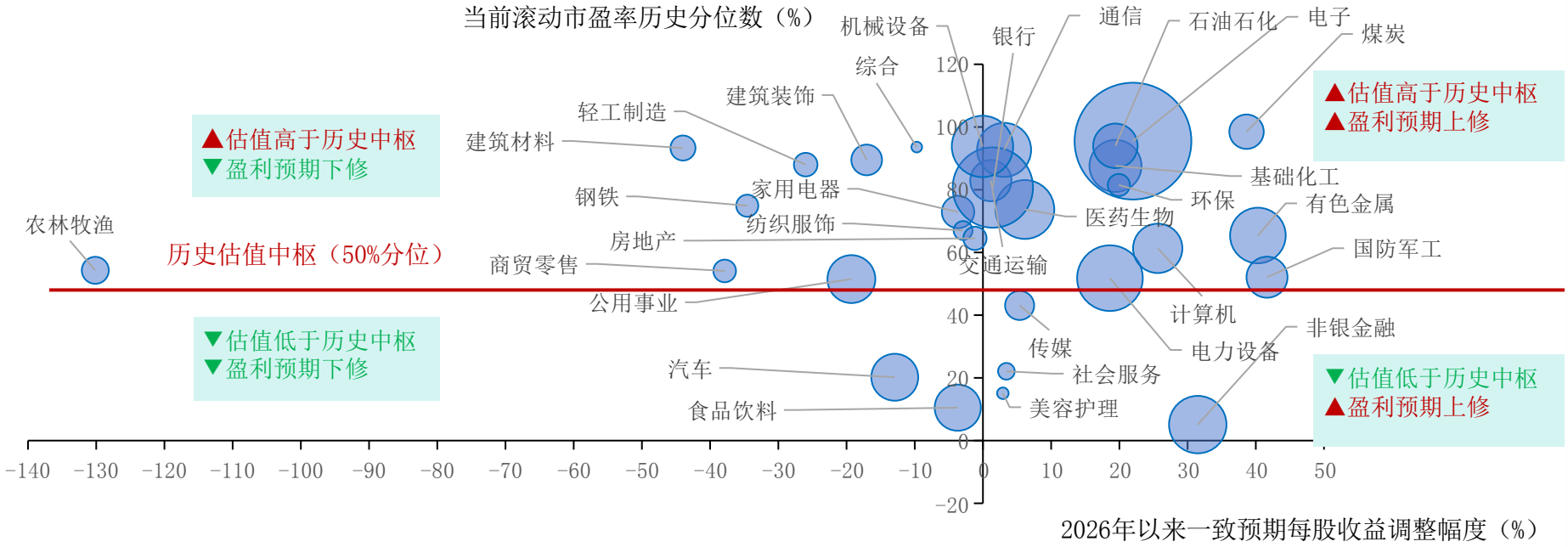
*数据资料来源：wind，西南证券整理 。注：红色底色表示该板块月度涨幅较大，绿色底色表示该板块月度涨幅有限或者跌幅较大*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **盈利预期呈结构性分化，定价回归估值盈利匹配。**从申万一级行业盈利预期与估值分布来看，当前市场预期呈现较为明显的结构性分化：一方面，国防军工、有色金属、煤炭、非银金融、计算机和电子等行业一致预期每股收益较年初上修超过20%，反映市场对科技产业趋势及部分资源品景气度的预期改善；另一方面，轻工制造、钢铁、商贸零售、建筑材料、农林牧渔等传统行业盈利预期较年初下修超过20%，显示内需修复和传统产业盈利改善仍相对偏弱。**从估值看，**多数盈利预期上修行业的滚动市盈率已处于历史较高分位，尤其电子、煤炭、石油石化等，表明基本面改善已得到较充分的估值定价；而部分盈利预期改善但估值分位相对较低的行业，如**电力设备、计算机、国防军工**等，市场定价仍相对克制，后续若盈利预期继续兑现，可能存在进一步重估空间。

**申万一级行业盈利预期与估值定价分化**






*数据资料来源：wind、西南证券整理。注：一致预期每股收益调整幅度为2026年8月底较年初的变动幅度；滚动市盈率历史分位数为8月最后一个交易周滚动市盈率均值在过去5年历史数据中的分位数；实心圆大小代表行业总市值。*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **政策沿着“战略—专项—行动”阶梯递进，“服务”与“创新”是核心。**国务院牵头文件强调整体架构与安全底座，部委专项文件侧重民生细分与普惠供给，多部委联合发布的规划则聚焦绿色低碳与产业转型。词频结果显示出两大核心主线：其一，“智能”“技术”与“绿色”“节能降碳”深度融合，其二，民生领域扩围提质，“无障碍”“特殊教育”“赛事消费”等词频上升，服务消费与银发经济或将成为扩大内需的重要抓手。**三类规划的共同关键词“服务”与“创新”，“服务”聚焦全龄友好、消费扩容及普惠供给；创新侧则锚定技术自主、数智融合与绿色转型。**
- **锚定2030量化目标，构建政策资本项目协同格局。**多项规划均锚定2030年关键节点，设定了量化、可考核的指标。重点方向上，政策主线聚焦于发展新质生产力与推动绿色低碳转型，尤其是**能源结构优化与“双碳”目标贯穿工业、能源、交通等多个规划**；同时，加强民生保障，教育、就业、医疗、体育等规划均强调普惠性与可及性。要素支撑方面，多个规划创新性地将重大工程项目作为落实抓手，并将财政资金、专项债券、产业基金等金融工具与实体经济深度绑定，形成“政策+资本+项目”的协同发力格局。

**国务院印发的“十五五”规划**




**国务院批复、部委印发的“十五五”规划**




**多部委联合印发的“十五五”规划**






*数据资料来源：国务院，发改委，工信部等国家部委官网，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

## “十五五”规划中资金运用、产业规模和工程建设类目标

| 类型 | 文件名称 | 涉及投资规模的内容 |
|---|---|---|
| 投资总额 | 《物流网建设实施方案》 | “十五五”时期“六张网”及相关重点领域总投资预计超过26万亿元 |
| | 《新型能源体系建设“十五五”规划》 | 规划实施总投资规模超20万亿元 |
| 财政资金/专项资金安排 | 《教育发展“十五五”规划》 | 保证国家财政性教育经费支出占GDP比例高于4% |
| | 《“十五五”碳达峰行动方案》 | 设立国家低碳转型基金 |
| | 《城市更新“十五五”规划》 | 中央财政支持实施城市更新行动，允许地方专项债券支持并用作项目资本金 |
| | 《促进中小企业发展“十五五”规划》 | 推动设立国家中小企业发展基金二期 |
| 产业规模 | 《人力资源和社会保障事业发展“十五五”规划》 | 企业（职业）年金基金规模超9万亿元 |
| | 《循环经济发展“十五五”规划》 | 到2030年资源循环利用产业产值达8万亿元 |
| | 《林业草原保护利用“十五五”规划》 | 到2030年林草产业总产值达14万亿元 |
| | 《安全应急装备产业发展“十五五”规划》 | 到2030年重点领域产业规模达1.4万亿元（2025年已突破1万亿元）；建设10个产业集群、70个产业特色园区 |
| | 《体育强国建设“十五五”规划》 | 培育万亿级体育消费市场 |
| 重点工程/重大项目投资方向 | 《新型电网建设实施方案》（待发布） | “十五五”全国电网固定资产投资将达5万亿元以上；新增投产15回特高压直流绿电大通道、西电东送规模超4.2亿千瓦 |
| | 《加快农业农村现代化“十五五”规划》 | 部署高标准农田、农业科技创新能力条件、仓储保鲜冷链物流设施等重大项目建设 |
| | 《现代化应急体系建设“十五五”规划》 | 安排五大类共17项重点工程；办好应急管理大学和4所消防救援学院 |
| | 《石油天然气发展“十五五”规划》 | 新增油气长输管道2万公里、全国管网规模达22万公里；CCS/CCUS年注入二氧化碳达1000万吨 |
| | 《土壤、地下水和农业农村生态环境保护“十五五规划》 | 部署土壤污染源头防控工程、沿江1公里化工腾退地块土壤污染专项治理工程等6项重大工程 |
| | 《生态环境监测“十五五”规划》 | 提出6项重大工程；监测运行维护和实验分析智能化水平提升至70%以上 |
| | 《综合运输服务发展“十五五”规划》 | 重点综合货运枢纽多式联运1小时换装率达90%；村级寄递物流综合服务站覆盖率达90% |
| 其他 | 《可再生能源发展“十五五”规划》 | 风电和太阳能发电总装机达28亿千瓦以上；“三北”风电光伏基地新增装机3.7亿千瓦以上 |
| | 《扩大消费“十五五”规划》 | 到2030年社会消费品零售总额达60万亿元左右 |



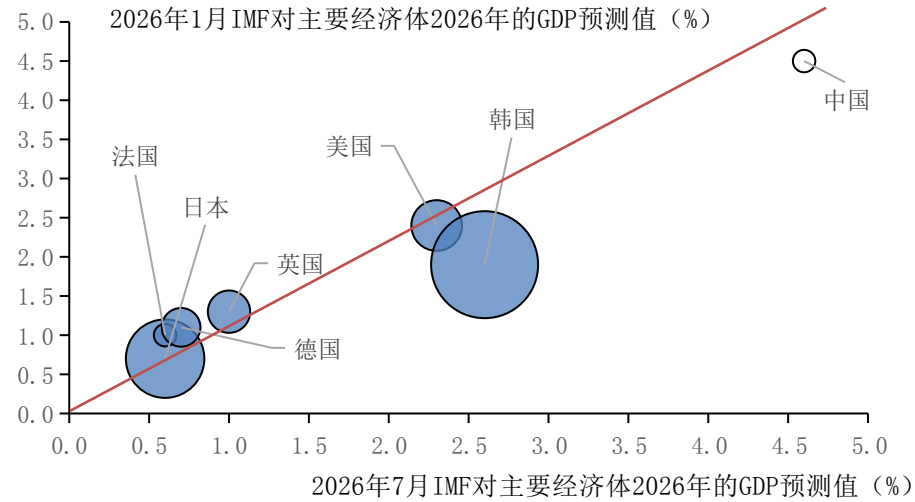
*资料来源：国务院，发改委，工信部等国家部委官网，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **全球经济增长预期与股市表现分化。**截至2026年7月，根据IMF对全球经济增速的预测，韩国GDP增速预测较年初上调0.7个百分点至2.6%，为主要经济体中上修幅度最大，其年初至今股市涨幅也达到52.3%；日本GDP预测仅下调0.1个百分点至0.6%，但股市上涨28.1%，体现市场对其经济韧性及企业盈利改善的定价。美国增长预期小幅下调0.1个百分点至2.3%，但股市仍上涨11.7%，显示其市场表现更多受到AI投资、企业盈利等非宏观增长因素支撑。相比之下，欧洲经济增长预期普遍下调，但股市均上涨。中国2026年GDP预测则由年初的4.5%上调至4.6%，但地产拖累、内需偏弱、企业盈利修复较慢，市场对经济改善的体感仍不足，因此股市表现相对偏弱。
- **中国“出口托底、高端制造接力、内需向好”的修复路径可期。**从中国经济修复路径来看，短期出口延续较快增速，但贸易壁垒或使外需动能边际放缓；中期集成电路、低空经济、生物医药等高端制造持续扩张；内需有望在政策引导下逐步改善，但地产调整和消费信心仍制约修复斜率。

## 主要经济体增长预期与股市表现有所分化




## 全球增长动能和经济修复路径预期

**AI和半导体周期**（韩国、美国、中国）

AI投资扩张，从订单堆积转向消化建设阶段，增速存在边际回落风险

**全球贸易**（中国、德国）

出口和制造业持续修复，但贸易壁垒或导致修复力度前高后低

**内需修复**（日本、英国、法国）

名义工资虽持续上涨但实际消费支出疲软，通胀与不确定性可能削弱传导效果

**中国路径**

凭借集成电路、低空经济、生物医药、量子科技、6G等高端制造与新兴产业的牵引，从“世界工厂”转向“全球先进制造中心”，持续推进结构升级



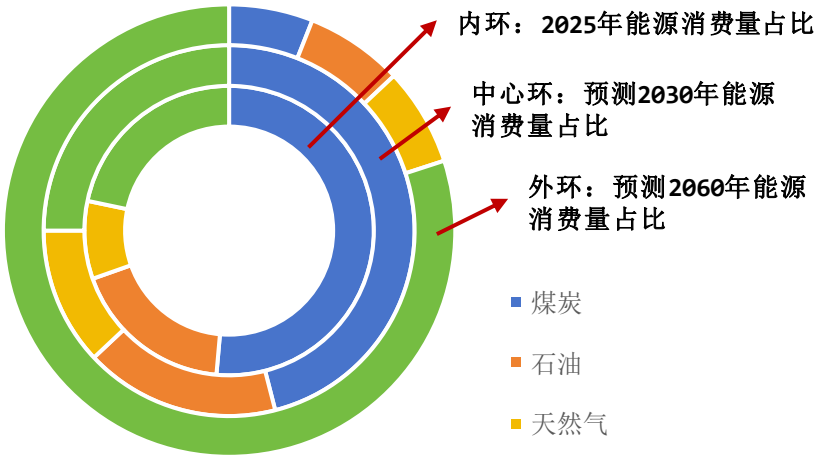
*数据资料来源：wind，IMF，西南证券整理注：实心圆代表主要经济体股指2026年初至8月底的涨幅，空心圆代表指数跌幅；以沪深300、标普500、日经225、KOSPI、CAC40、DAX和FTSE100指数代表中国、美国、日本、韩国、法国、德国和英国股市；红线右下方代表7月IMF上修该国2026年经济增速预期，左上方代表7月IMF下修该国2026年经济增速预期*

下载日志已记录，仅供内部参考

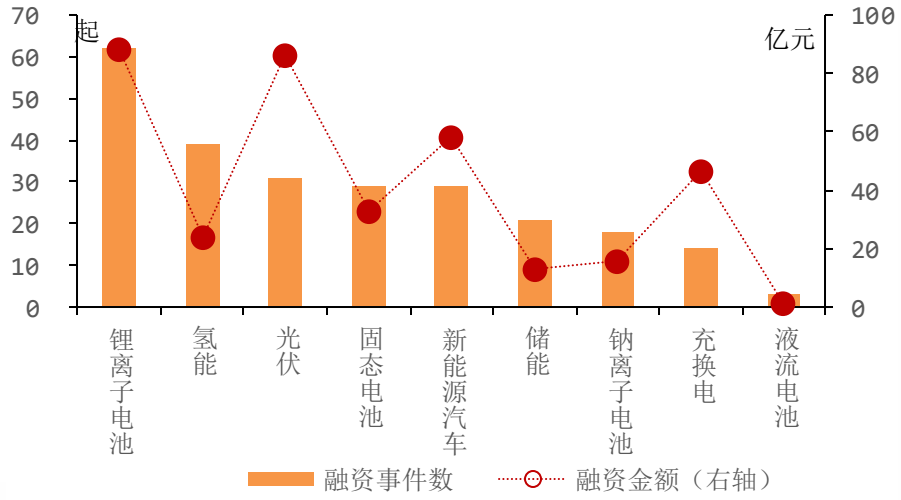
# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **传统能源逐步减量，非化石能源加速扩容。**2025年我国煤炭、石油、天然气占能源消费总量比重分别为51.40%、18.20%、8.70%，其中煤炭占比较上年回落1.8个百分点；非化石能源（水电、核电、风光等）占比达21.70%，能源供需结构持续优化。预计2035年前煤炭仍是主要能源，但占比将持续下降，并于2030年前后达峰；石油占比随着新能源汽车和终端电气化发展逐步下降。**长期来看，能源转型将以非化石能源替代化石能源为主，非化石能源占比预计将持续提升，并有望于2050年前后占比达到80%，成为能源消费最主要的来源。**
- **新能源融资热度延续，资本布局前沿技术方向。**2026年上半年新能源一级市场共发生375起融资，同比+31.3%，融资规模超450亿元，同比+1.9%。从结构看，锂离子电池以62起、88.6亿元融资规模居首，光伏、新能源汽车、充换电规模紧随其后；下一代电池热度明显上升，固态、钠离子电池合计融资47起，资本持续关注新型电池技术。**新能源资本布局正由成熟产业链向产业前沿环节延伸，可重点关注电池技术迭代、光伏与储能、氢能技术突破及充换电等配套基础设施的投资机会。**

**我国能源消费结构和未来预期**




**2026年上半年新能源一级市场融资情况**






*数据资料来源：统计局，国研网，石油石化工程信息网，产联社，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3 内外共振、规划部署与市场预期分化下的投资

- **政策赋能安全应急领域，智能化融合打开成长空间。**2026年8月，工信部、应急管理部联合印发《安全应急装备产业发展“十五五”规划》，规划明确到2030年重点领域规模达1.4万亿元、建设10个产业集群和70个特色园区，重点推广12个领域（工业制造、应急通信、地震地灾、洪水内涝、森草火灾、冰雪、海洋、矿山、城乡消防、房屋市政工程、交通、家庭社区），并把AI大模型、具身智能、脑机接口、卫星遥感、先进材料、应急通信等列为新兴融合方向。**安全应急装备产业政策支持进一步强化，产业发展由规模扩张向“制造+智能化”升级，AI、机器人、无人机、应急通信等有望成为重点增量方向。**

**安全应急产业链及链代表企业**

**上游：核心材料/元器件/芯片**

**中游（核心装备/整机设备）**

**下游（平台集成/智慧服务）**

**气体传感**
- 汉威科技（300007）
- 四方光电（688665）

**红外芯片**
- 睿创微纳（688002）

**防护材料**
- 泰和新材（002254）

**卫星基带**
- 华力创通（300045）

**消防和灭火装备**
- 青鸟智控（002960）
- 国安达（300902）

**红外整机**
- 高德红外（002414）

**矿山安防和装备**
- 梅安森（300275）
- 天地科技（600582）

**应急和抢险无人机**
- 中无人机（688297）纵横股份（688070）

**通信设备**
- 海能达（002583）
- 烽火通信（600498）

**减隔震装备**
- 震安科技（300767）

**抢险和消防工程机械**
- 徐工机械（000425）
- 三一重工（600031）

**应急系统集成**
- 辰安科技（300523）

**应急平台运维**
- 电科数字（600850）

*数据资料来源：统计局，国研网，石油石化工程信息网，产联社，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目 录

超预期开局后的走势：结构亮点与潜力关注

财金协同的双轮迭代：重点切换与内外兼顾

产业链视角下的投资于人：科技与消费赋能

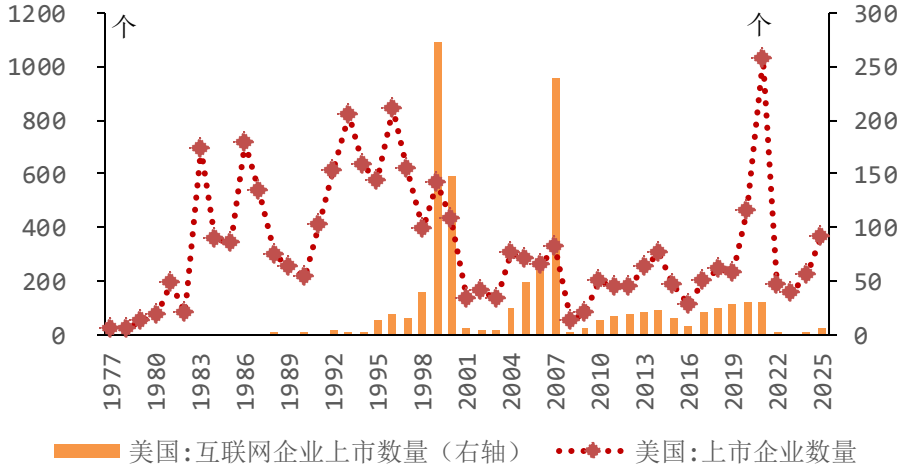
当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

下载日志已记录，仅供内部参考

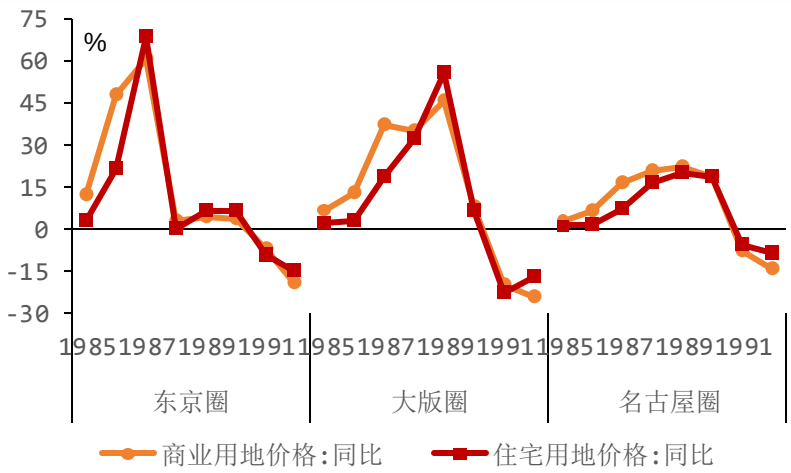
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **美国：乐观预期抬升估值，资金正反馈催生互联网泡沫（1997-2000）。**20世纪90年代后期，互联网商业化推动科技创新成为美国经济增长的核心动力。1997年初至2000年3月10日，纳斯达克综合指数累计上涨约294%，信息技术板块显著跑赢传统行业。1999年互联网企业IPO占当年IPO总量的48%，大批尚未盈利的互联网企业依托用户规模、市场份额等叙事拿到高估值融资。市场乐观情绪推升居民投资意愿，E*Trade等互联网券商快速崛起，1999年活跃、新增证券账户数同比均增长超180%。**居民资金持续涌入科技板块所引发的资金与价格正反馈循环，构成了美国互联网泡沫形成的核心驱动力。**
- **日本：流动性推升资产价格，多重条件催生地产泡沫（1986-1990）。**受日本央行连续降息、资金极度宽松催生的投机热潮驱动，1985-1990年，东京等主要都市圈地价同比涨幅一度突破60%。地价上涨预期推高居民消费意愿，奢侈品成为中产群体的生活方式标志。1979-1991年，日本居民消费债务由9万亿日元飙升至67万亿日元，大量远期消费需求被提前透支。与此同时，股市泡沫与地产、消费热潮同步发酵：泡沫顶峰阶段日本股市总市值占全球股市42%，1980年仅为15%。**地产只涨不跌的价格预期、债务驱动的消费扩张与股市市值快速上涨相互强化，共同构成日本房地产泡沫形成的核心诱因。**

**泡沫时期美国互联网企业IPO数量激增**




**日本泡沫高峰期核心城市圈地价涨幅**





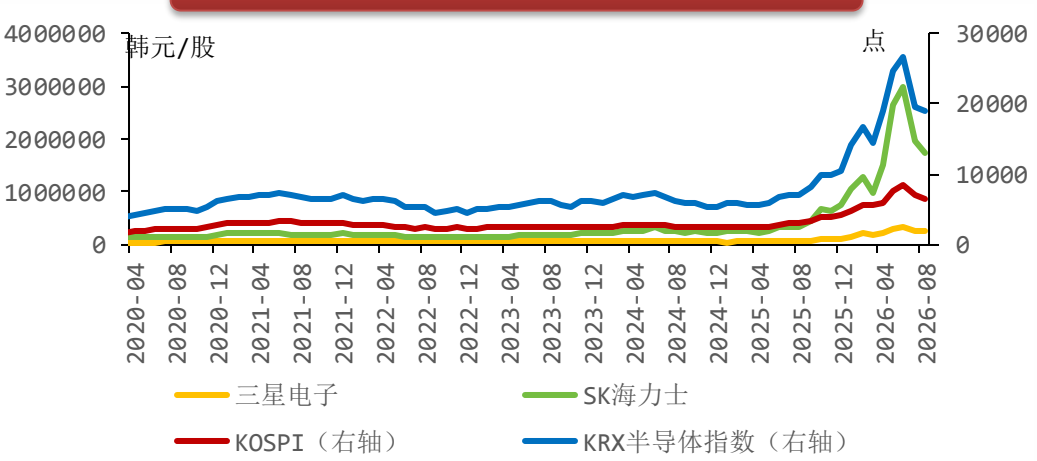

*数据资料来源：wind，SEC，MisesWiki，IMFelibrary、Warrington，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

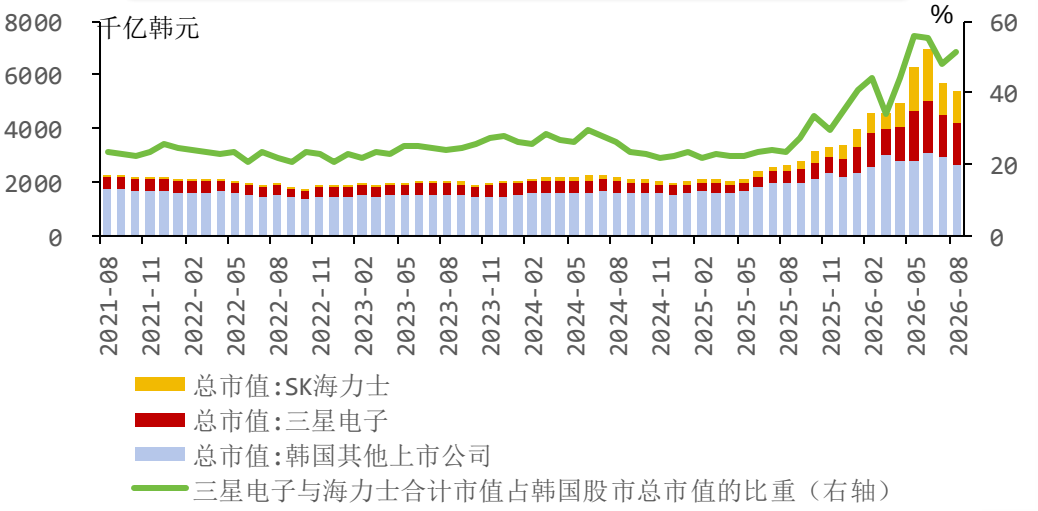
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **韩国产业红利带动指数走出历史性行情，但资金高度集中产业逻辑单一（2020年-至今）。**随着全球算力投资持续扩张，韩国依托存储芯片的产业优势，半导体板块逐步成为资金配置的核心方向。2020年以来，KOSPI指数与KRX半导体指数整体保持高度一致的上升趋势，半导体指数明显跑赢大盘。KOSPI指数于2026年6月22日创下9114.55点的历史新高。**市值结构印证了资金的高度集中，三星电子和SK海力士是推动指数上涨的核心力量**：2026年上半年，除3月外，三星电子与SK海力士合计市值占韩国股市总市值的比重维持在40%以上，并于5月达到峰值55.73%。**资金向少数龙头持续集聚，使得市场上涨越来越依赖单一产业逻辑和个别企业表现。**
- **集中度风险集中释放，估值逐步回归。**进入7、8月，集中度风险开始释放，韩国股市多次触发熔断机制。截至2026年8月18日，KOSPI指数收于6869.83点，较6月高点回撤约25%。**本轮AI行情并非由韩国整体经济和全市场盈利改善共同驱动，而是资金围绕半导体龙头持续抱团所形成的结构性牛市。**当龙头股资金承接出现边际变化时，市场难以维持此前的高位支撑。

**韩国大盘及半导体核心标的价格走势**




**三星与海力士占韩国股市总市值的比重提升**





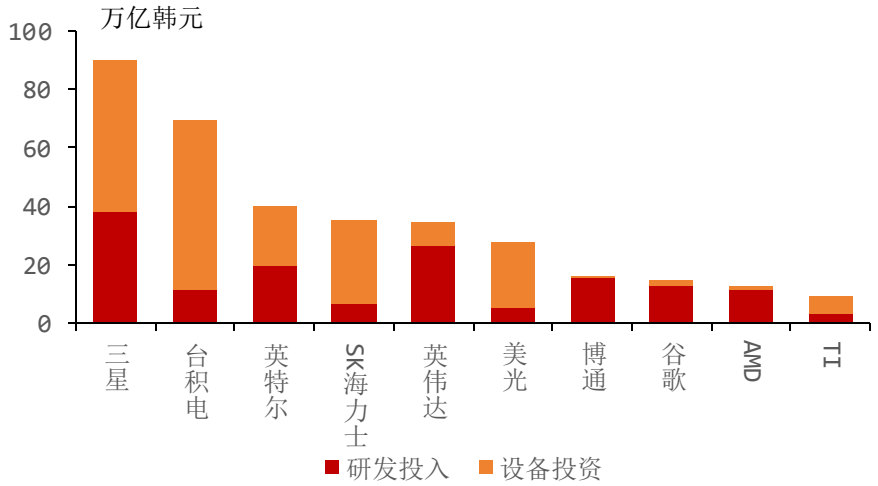

*数据资料来源：wind，investing，、西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

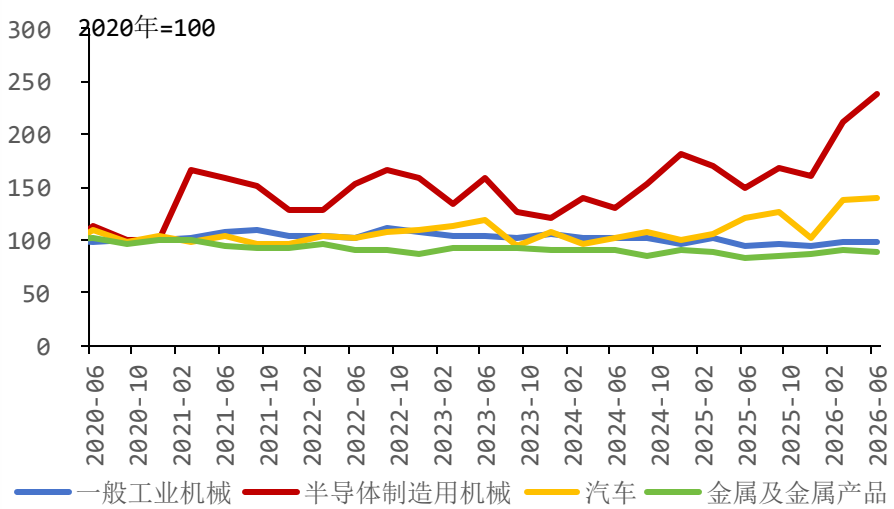
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **算力需求催化产能扩张，龙头资本开支向AI存储倾斜。**全球算力需求拉动HBM、存储及芯片需求扩容，推动韩国制造业资本开支向AI产业链集聚。**从企业投资行为来看，AI终端与算力需求已成为韩国半导体产业扩产的核心驱动因素。**2025年全球半导体企业投资榜单中，三星电子以37.74万亿韩元研发投入、52.15万亿韩元设备投资位居首位；SK海力士研发投入6.47万亿韩元、设备投资28.58万亿韩元，位列第四。**2024年起，两家龙头企业明确将资本开支聚焦于HBM、先进DRAM制程、先进封装等AI高景气赛道，锚定AI服务器与超大规模数据中心的长期需求开展定向扩产。**
- **设备投资格局分化，制造资本向高技术领域集聚。**企业投资的结构变化反映在韩国整体制造业投资格局中。韩国统计厅数据显示，2025年以来国内机械设备投资呈现显著分化态势，半导体高端设备投资强势领跑，传统设备投资增长乏力。经季度调整数据可见，韩国半导体设备投资指数由2020年三季度的99.5攀升至2026年二季度的238.3，累计增幅翻倍；反观金属加工、汽车等传统机械设备赛道，投资增速相对平缓，**韩国制造业资本正持续向AI半导体高技术领域集中。**

**2025年全球十大半导体企业研发与设备投资规模**




**季调后的韩国设备投资指数分项表现**





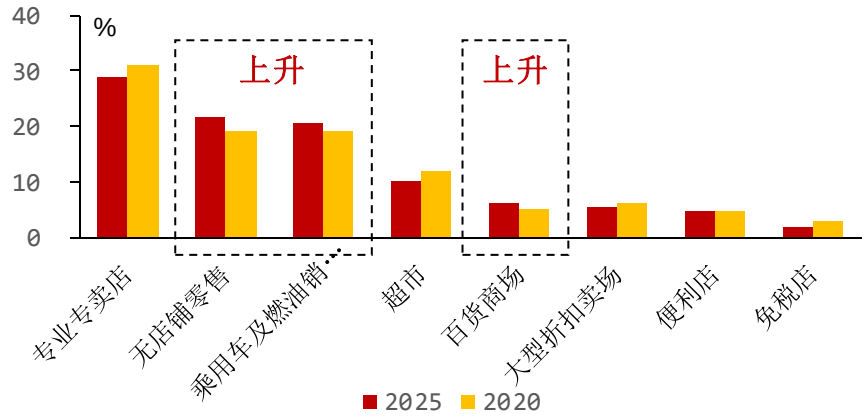

*数据资料来源：CEOscore，KOSIS，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

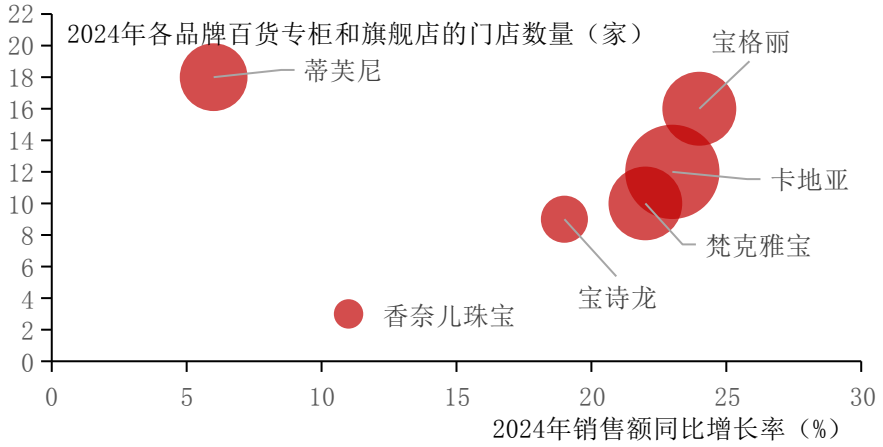
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **AI产业驱动收入分化，高端消费迎来扩容机遇。**随着半导体龙头企业盈利改善，高收入群体财富效应与收入效应不断释放，为高端消费扩容提供了重要支撑。从零售渠道看，2020-2025年，韩国百货商场销售额CAGR达8.6%，高于其他主要零售业态，百货商场在韩国零售销售总额中的占比在5年间提升1.32个百分点。**百货渠道受益于奢侈品、珠宝腕表等高附加值消费扩张，成为高端消费扩张的重要载体。**
- **奢侈品消费规模扩容，消费观念转向自我表达。**从消费结构看，珠宝、高端腕表等高附加值品类表现尤为突出，2024年宝格丽、卡地亚等高端珠宝品牌韩国销售额同比增长均超过20%。根据MorganStanley测算，2022年韩国个人奢侈品消费规模达168亿美元，同比增长24%，人均消费约325美元，位居全球第一，高于美国（280美元）和中国（55美元），反映出高端消费已成为韩国居民消费结构升级的重要方向。韩国消费者对奢侈品消费的社会接受度也明显提升，麦肯锡调查显示，仅22%的韩国消费者认为购买奢侈品属于炫耀财富，低于日本（45%）和中国（38%），反映**奢侈品消费逐渐从财富展示转向个人身份和生活方式表达。**

**2020-2025年韩国零售分渠道占比变动**




**高端珠宝2024年韩国销售额同比增长超20%**





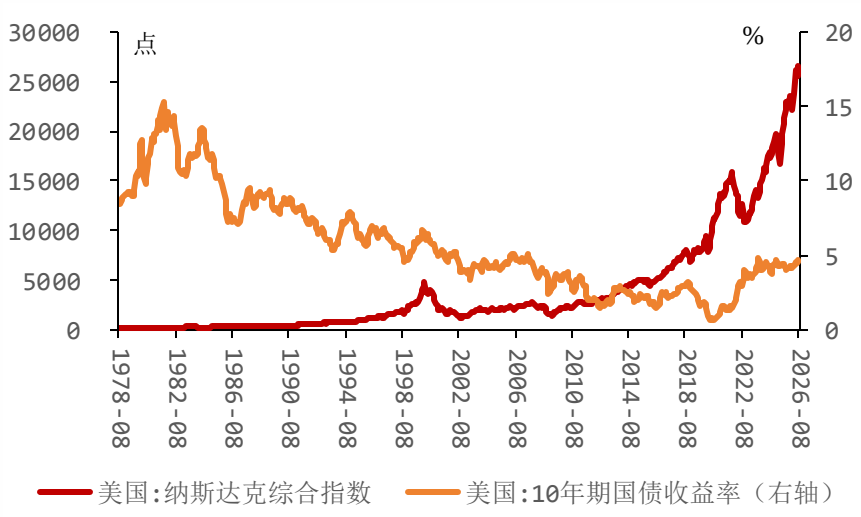

*数据资料来源：KOSIS，Chosun、西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **泡沫周期的不同阶段，大类资产走势分化，同时也存在结构性例外。（1）泡沫扩张阶段：**权益资产通常显著跑赢其他大类资产。工业金属价格在泡沫膨胀期通常随经济繁荣和建筑需求上升而上涨，但互联网泡沫期间铜价却趋势性走熊，资金集中流向科技产业资本开支而冷落传统金属。**市场交易核心在于产业成长预期，资金集中于高景气、高弹性的成长资产，对当期盈利容忍度明显抬升。（2）泡沫中后期阶段：**随着估值不断抬升，市场关注点逐渐由“增长空间”转向“盈利兑现”。互联网泡沫后期，资金开始降低高估值科技资产暴露，优先在权益内部向价值与防御板块切换，经济衰退信号确认后才加大债券配置。日本泡沫破裂后，市场资金优先用于偿债、增持现金存款，资产负债表修复成为首要目标，后续在通缩环境下逐步增配债券等低风险资产。**（3）泡沫破裂阶段：**资产价格进入重新定价过程，**风险资产普遍承压，而避险资产表现相对占优**，债券成为主要避险资产。黄金同样在风险偏好下降阶段获得支撑，但互联网泡沫时期属于例外，受美元信用强化与央行售金影响，黄金并未立即走强。

**纳斯达克指数与10年期美债收益率走势对比**




**核心工业金属名义商品价格走势**






*数据来源：wind，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

**□ AI交易回归兑现，资产配置应兼顾内外联动。**

**（1）权益方面：**AI产业链仍具长期成长空间，但行情重心已转向盈利兑现验证，关注设备、材料、电力基础设施等产业链扩散方向，同时搭配部分非AI防御与价值板块做分散；韩国AI板块的估值重估也会传导至美国与中国的硬件链，全球AI权益同样需要筛选盈利兑现标的。

**（2）债券方面：**当前韩国仍处于通胀上行、央行加息窗口，短期利率风险尚未结束；但通胀路径、金融稳定压力将是下一阶段资产轮动的核心货币政策变量，若AI资本开支周期边际降温、加息接近尾声，债券资产的防御价值才会逐步提升，这一逻辑同样适用于美债、亚洲高等级利率债的全球配置选择。

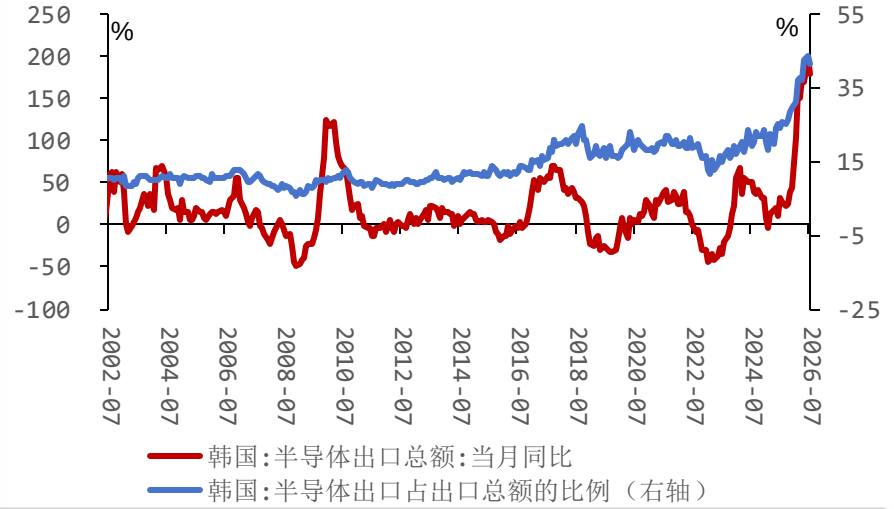
**（3）汇率方面：**韩国经济高度依赖出口和外资流动，美元周期、美韩利差、韩元走势以及半导体出口表现，是决定韩国权益与债券资产吸引力的重要变量，而美元潮汐的转向也会同步扰动全球新兴市场资本流向与大类资产定价。

**（4）商品方面：**黄金在AI交易退潮、风险偏好回落叠加利率下行的泡沫后段具备较强避险价值；铜虽受益于电力建设增量，但传统下游需求权重更高，需结合全球制造业周期单独判断，不能简单归类为AI主线商品。

**伦敦金价和韩元汇率走势**




**韩国出口优势构筑坚实基本面支撑**





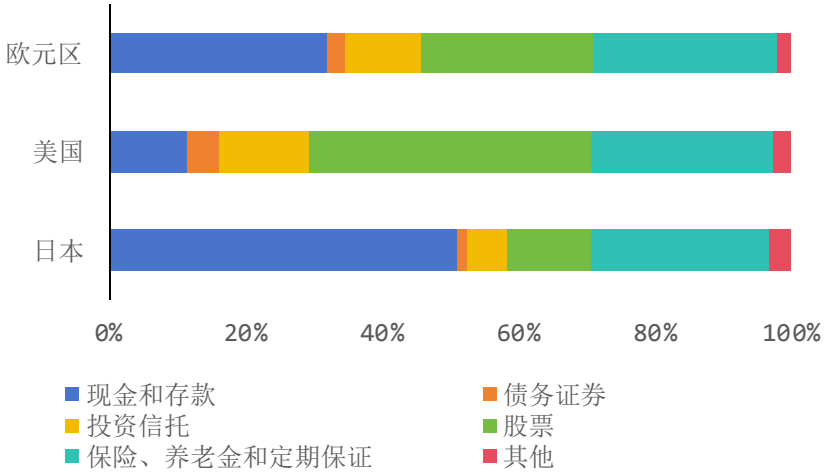

*数据资料来源：wind、simplywall，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **从低配到增配，金融资产扩容空间广阔。从国际经验看，居民财富结构向金融资产倾斜是经济发展到一定阶段后的共同趋势。**当前美、日居民金融资产占家庭总资产比重均达70%，2025年美国为69.97%，2024年日本为71.59%，明显高于我国。金融资产内部配置也存在差异，日本家庭现金及存款占金融资产比重高达51.0%，显著高于欧元区31.8%和美国11.5%，股票、投资信托等风险资产合计仅18.2%。
- **对我国而言，后续居民资产配置重构主要体现在两方面：一是非金融资产向金融资产转移，二是金融资产内部从存款等低风险资产向权益资产提升。从当前资管体系的承接能力看，权益资产仍处于较低配置水平。**基于2025年银行理财、公募基金、保险资金及信托资金规模，并结合各类机构权益资产配置比例测算，当前资管体系中，权益类资产占比约为9.84%。这意味着，居民资金即使仅有部分从存款转向财富管理产品，也可能通过机构投资者的资产配置形成一定的权益市场增量资金。**居民金融资产扩容叠加权益配置提升，有望成为资本市场长期资金的重要增量来源。**

**日、美、欧家庭金融资产构成（2025年）**




**资管产品权益类资产迁移比例测算**

| | 2025年市场规模（万亿元） | 市场权重（%） | 权益类资产转化比例（%） |
|---|---|---|---|
| 银行 | 33.29 | 24.86 | 1.90 |
| 公募基金 | 37.71 | 28.16 | 16.05 |
| 保险基金 | 38.48 | 28.74 | 14.82 |
| 信托 | 24.43 | 18.24 | 3.21 |
| 汇总（或加权汇总） | 133.91 | 100 | 9.84 |



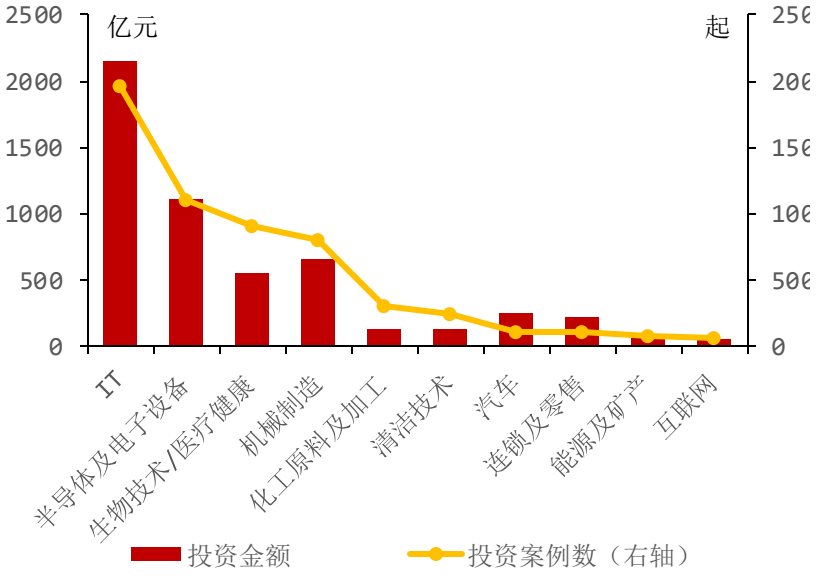
*数据资料来源：中国理财网，基金业协会，金融监管局，中国信托业协会，日本银行，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

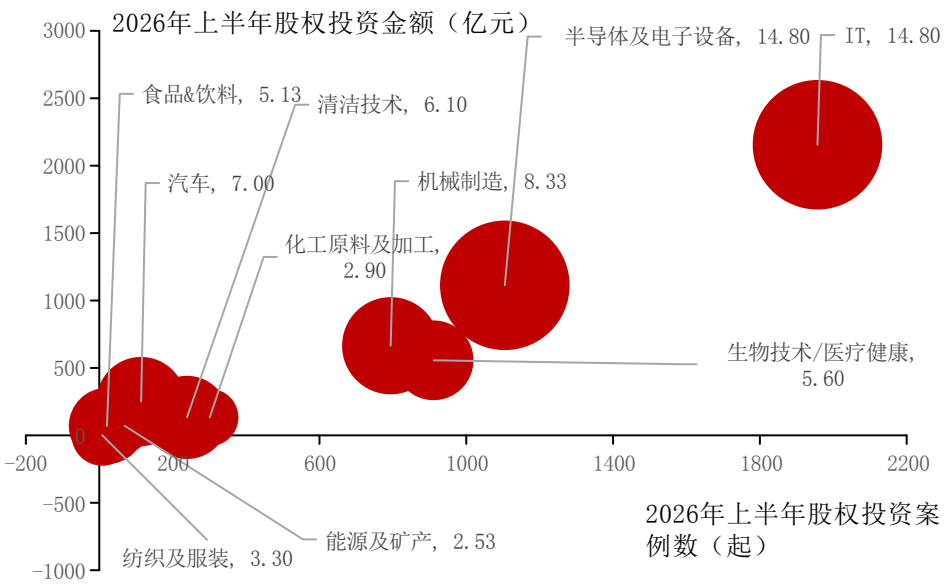
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **长期资金持续入市，科创产业承接增量。**与传统资产相比，长期资金更适合承接研发投入高、回报周期长的科技创新产业，居民财富金融化有望成为科创产业获得增量资本的重要来源。2026年上半年，中国股权投资资金明显向新经济领域集中，主要流向IT、半导体、生物医药、机械制造等行业。其中，IT、连锁零售、汽车行业投资金额同比分别增长313.6%、273.3%和43.4%，资本向科技创新和新兴产业集中的趋势较为明显。
- 与此同时，上半年IT、半导体、机械制造等行业工业增加值累计同比增速均超过8%，资金流向与产业景气形成一定匹配。往后看，**人工智能、高端制造等新经济产业仍处于技术迭代和产能扩张阶段，对持续研发投入和长期资本的需求较高。科技创新、高端制造等领域有望成为居民资产配置的重要承接方向。**

## 2026年上半年中国股权投资市场投资行业分布




## 股权投资行业与工业增加值增速映射图





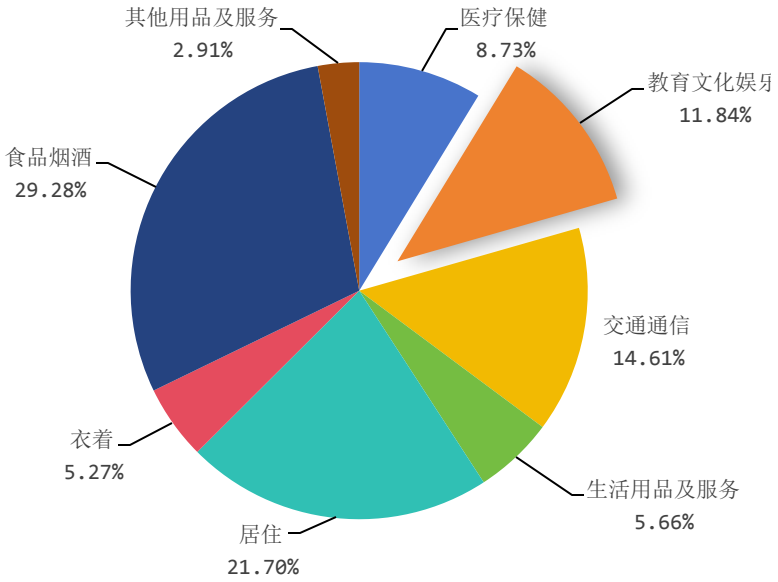

*数据资料来源：国家统计局，清科研究、西南证券整理　注：实心圆大小代表2026年上半年工业增加值累计同比（%）*

下载日志已记录，仅供内部参考

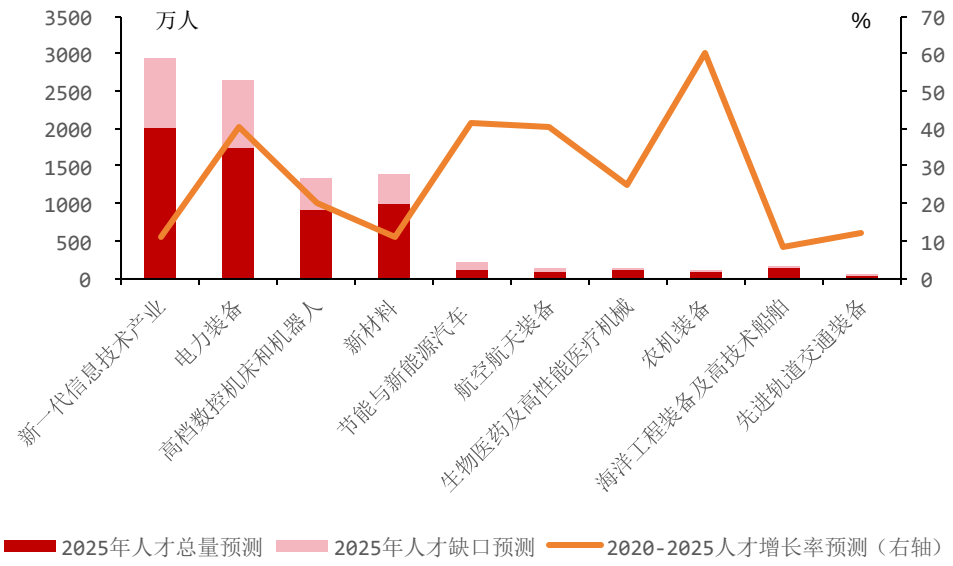
# 4 当下之鉴：“繁荣”周期的财富效应与资产轮动

- **财富配置重心迁移，人力资本成为新载体。**居民财富配置正从“资产积累”向“能力积累”延伸。2025年全国居民人均教育文化娱乐支出达3489元，较2020年增长71.7%，占人均消费支出的比重升至11.8%，较2020年提高2.2个百分点，**居民对教育、技能提升等发展型投入的重视程度持续提升。与此同时，产业升级正在加速创造对高技能人才的需求。**截至2025年9月，我国专业技术人才超过8000万人，技能劳动者超过2.2亿人，其中高技能人才超过7200万人。**但从未来需求看，制造业人才供需仍存在较大缺口，**相关规划预计2025年制造业十大重点领域人才缺口合计近3000万人，其中**新一代信息技术、电力装备、高档数控机床和机器人**领域缺口分别约950万人、909万人和450万人。教育、职业培训等支出通过提升技能和劳动生产率，带来未来收入增长和消费能力提升。**随着产业升级持续推进，人力资本投入有望同时受益于居民需求升级和产业人才缺口扩大，教育培训、职业技能服务等领域值得关注。**

**2025年居民人均消费支出及构成**




**制造业十大重点领域人才需求预测**






*数据资料来源：国家统计局，教育部，西南证券整理*

下载日志已记录，仅供内部参考

# 风险提示

- 政策落地节奏和效果不及预期，居民收入修复不及预期，全球经济复苏不及预期，地缘政治风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡
执业证号： S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：徐小然
邮箱：xuxr@swsc.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 西南证券研究院

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 |
| | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，　　，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 西南证券研究院

## 西南证券研究院

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 崔露文 | 上海公募销售主管 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 私募销售主管 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn | 张大炜 | 销售岗 | 13163027178 | zhangdaw@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn | 张怀文 | 销售岗 | 18800275611 | zhanghuaiwen@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn | 苏湖 | 销售岗 | 18913127448 | suhu1997@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 北京公募销售主管 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 北京保险销售主管 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| 广深 | 高欣 | 广深销售主管 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn | 周玥 | 销售岗 | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn | 彭志伟 | 销售岗 | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzr@swsc.com.cn | | | | |