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

经济数据

2026 年 09 月 15 日

政策效果在逐步显现

——8 月经济数据点评

事件：8 月，社零当月同比 0.4%、前值 0.6%；固定资产投资累计同比-7.2%、前值-6.7%；房地产开发投资累计同比-19.9%、前值-19.2%；工业增加值当月同比 5.2%、前值 4.5%。

- **核心观点：企业降费与 AI 景气阶段性调整扰动短期经济，但政策加码已在推动基建回补。**

消费：社零走弱，企业降费、需求透支问题、黄金价格波动仍是主要拖累，天气扰动则有所缓解。8 月社零增速回落 0.2 个百分点至 0.4%，存在两大结构特征。一是企业降费、需求透支问题等中期约束仍在延续，令汽车零售增速回落 1.5 个百分点至-18.5%，二是短期扰动仍在延续，但因素发生变化。黄金价格波动与高基数令金银珠宝增速明显回落 7.4 个百分点，天气因素扰动消退支撑服务零售当月增速，家电家具等其他品类也有回升。

投资：存量政策加码已在推动基建与服务业投资改善，但 AI 产业阶段性调整、房企融资走弱分别约束制造业与地产投资。8 月固定投资当月同比回升 2.7 个百分点-10.2%（下同），结构特征有三：基建增速回升 5.2 个百分点至-6.3%，与 6 月以来投资用途专项债模发行增加、“六张网”提速有关。制造业投资单月回落 1.2 个百分点至-5.5%，其中 AI 链投资明显走弱。地产投资回升但建安走弱，与 8 月房企信用融资继续下行有关。

生产：8 月工增回升，天气、高油价等短期扰动趋弱，但 AI 链、投资链生产走弱。8 月工业增加值增速回升 0.7 个百分点至 5.2%。结构上，天气、高油价等扰动因素趋弱，煤炭采选、化学原料、纺织业等生产均有改善。出口支撑的电气机械与金属制品生产也有所上行，相比之下，AI 景气阶段性调整下，有色压延、计算机通信（回落 1.9 个百分点至 17.2%）业生产明显有所回落。固定投资偏弱令专用设备、橡胶塑料等行业生产也有下行。

展望后续，伴随存量政策进一步落地，预计 9 月经济延续温和修复格局。8 月消费偏弱主因高成本下企业降费影响，但天气因素的扰动已在消退，投资当月增速继续回升。展望后续，8 月下旬至 9 月高频指标改善明显提速，存量政策加速落地有望继续支撑 9 月基建，全球 AI 景气仍有上升空间背景下，AI 链调整对制造业投资的单月拖累或也有所消退，叠加去年下半年盈利改善对制造业投资的滞后支撑，预计 9 月经济延续温和回升格局。

- **常规跟踪：8 月生产回升，投资小幅改善，消费则延续回落。**

生产：工业生产有所回升，服务业生产继续回落。8 月，工业增加值当月同比回升 0.7 个百分点至 5.2%；服务业生产指数较前月下行 0.2 个百分点至 4.1%。

投资：固定资产投资小幅回升。8 月，固定资产投资当月同比回升 2.7 个百分点至-10.2%；其中，狭义基建、地产投资分别回升 4.8、2.2 个百分点；制造业投资回落 1.2 个百分点。

消费：社零增速有所回落，商品零售、餐饮收入均有回落。8 月，社零当月同比回落 0.2 个百分点至 0.4%。其中，商品零售、餐饮收入分别下行 0.2、0.3 个百分点。

- **风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。**

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
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

事件：8 月，社零当月同比 0.4%、预期 0.7%、前值 0.6%；固定资产投资累计同比-7.2%、预期-7.2%、前值-6.7%；房地产开发投资累计同比-19.9%、预期-19.7%、前值-19.2%；新建商品房销售面积累计同比-12.1%、前值-11.8%；工业增加值当月同比 5.2%、预期 4.7%、前值 4.5%。

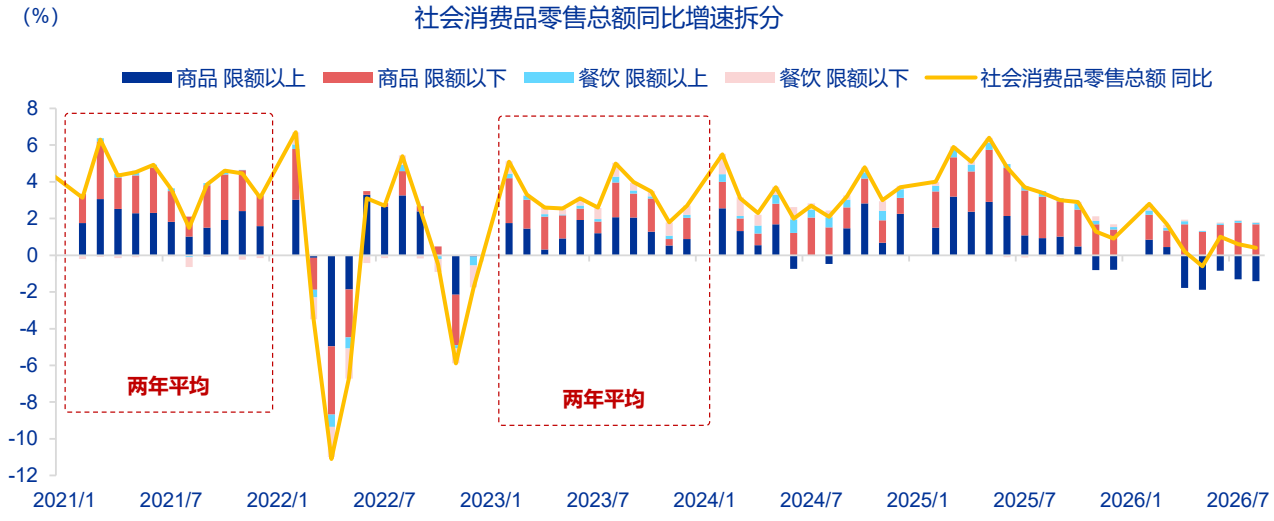
1. 核心观点：短期扰动掩盖了积极变化

社零增速再度回落，企业降费、需求透支问题、黄金价格波动仍是主要拖累，天气扰动则有所缓解。8 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，增速较 7 月回落 0.2 个百分点，结构表现存在两大特征：

1）企业降费、需求透支问题等中期约束仍在延续。限额以上商品零售当月同比回落 0.2 个百分点至-4.0%，其中汽车为主要拖累项，单月同比回落 1.5 个百分点至-18.5%。我们此前报告指出，近年来汽车零售走弱主因企业购车增速下行，居民端基本稳定。在当前油价高企等成本端压力传导下，企业被迫压降费用，持续影响汽车与整体社零表现，前期补贴导致的需求透支问题也有影响。

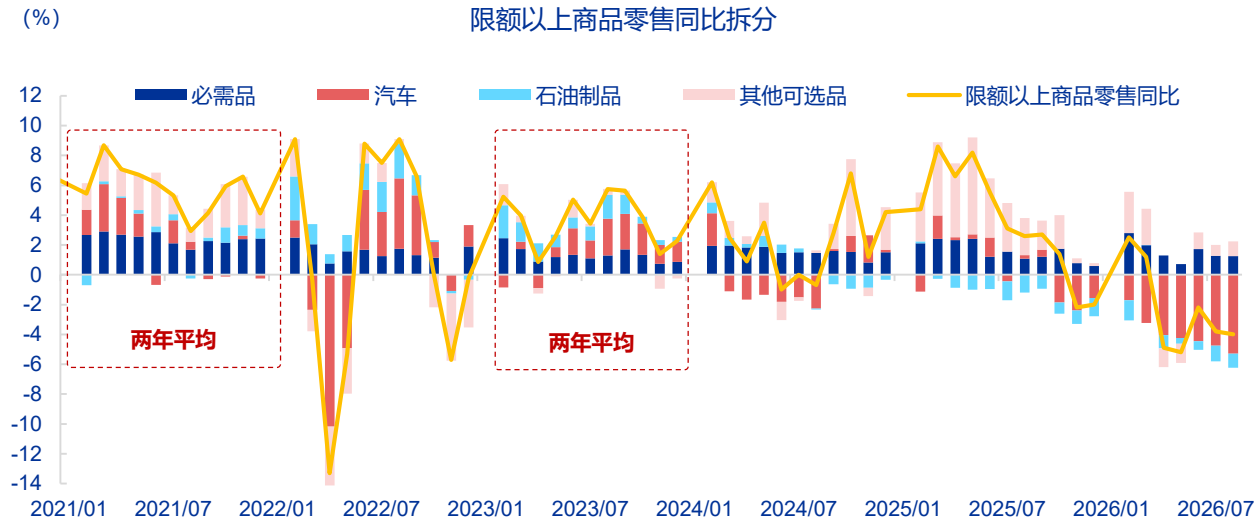
2）短期扰动仍在延续，但因素发生变化。8 月金银珠宝同比增速回落 7.4 个百分点至-17.5%，拖累限额以上零售增速 0.2 个百分点，与去年 8 月基数明显走高有关。天气因素扰动有所消退，服务零售额累计同比回落 0.1 个百分点至 4.9%，降幅较 7 月明显收窄，对应当月同比改善。其他品类零售也有所回升，通讯器材、家电受低基数支撑有所改善，同比增速分别上行 6.9、4.2 个百分点。

图 1：社零同比增速及分项拉动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：限额以上商品零售同比增速拆分



资料来源：CEIC，申万宏源研究

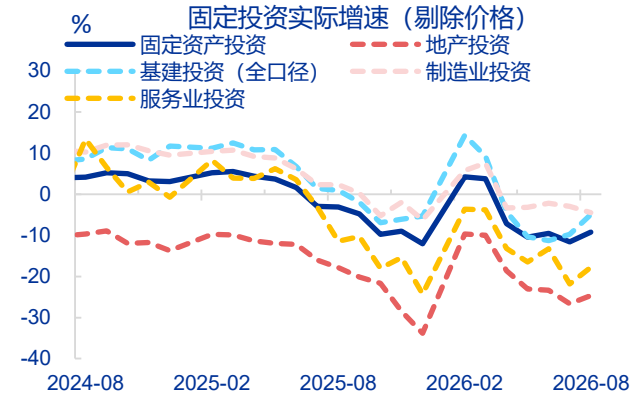
投资：存量政策加码已在推动基建与服务业投资改善，但 AI 产业阶段性调整、房企融资走弱分别约束制造业与地产投资。8 月固定投资当月同比回升 2.7 个百分点-10.2%（下同），结构表现有三大特征：

1）基建与服务业投资明显反弹，显示政策效果已在显现。基建投资增速回升 5.2 个百分点至-6.3%，环比（39.1%）也明显好于季节性（31.5%），结构上狭义基建（回升 4.8 个百分点至-2.6%）、公用事业（回升 8.8 个百分点至-15.5%）均明显反弹，我们此前提示，6 月以来投资用途专项债模发行增加，其对投资有 2 个月滞后影响，相应带动 8 月基建与服务业投资改善，“六张网”提速也构成支撑；服务业投资也明显回升 4.4 个百分点至-18.8%，与极端天气扰动消退有关。

2）制造业投资结束 Q2 以来持续改善态势，单月回落 1.2 个百分点至-5.5%。结构上计算机通信电子设备、有色等 AI 链投资下滑较大，工业生产中 AI 链 8 月也明显下行，AI 设备影响的设备购置投资增速也回落 2.3 个百分点至 11.1%，上述线索均指向 AI 产业阶段性调整，对制造业投资构成较大的单月扰动。

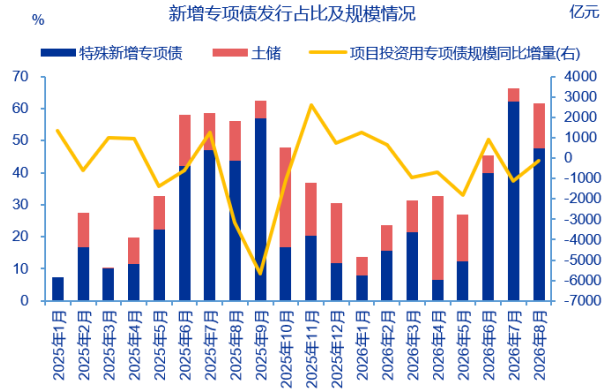
3）土地购置费改善推动地产投资回升，但建安投资仍偏弱。地产投资增速回升 2.2 个百分点至-25.2%，结构上土地购置费增速回升 6.4 个百分点至-45.8%，但剔除购地后的地产投资（建安为主）增速仍回落 2 个百分点至-13%，与 8 月房企信用融资增速再度走弱直接相关（回落-2.6 个百分点至-34.1%），新开工（回落 3.1 个百分点至-30.9%）、竣工（回落 9.9 个百分点至-28.4%）增速也出现不同程度下行。

图 3：固定资产投资分行业实际增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 4：投资用途专项债发行在 6 月出现改善



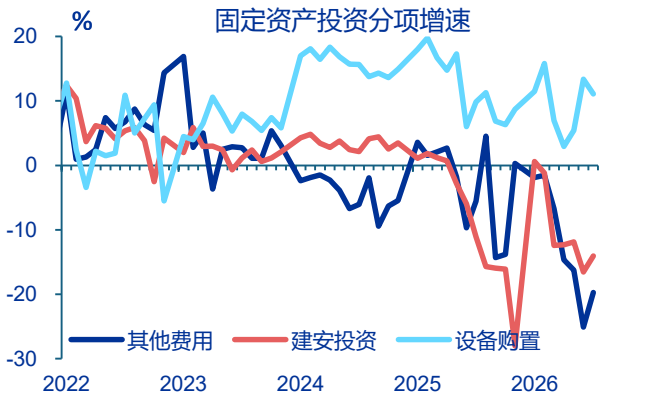
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 5：房企信用融资与地产投资走弱



资料来源：Wind，申万宏源研究

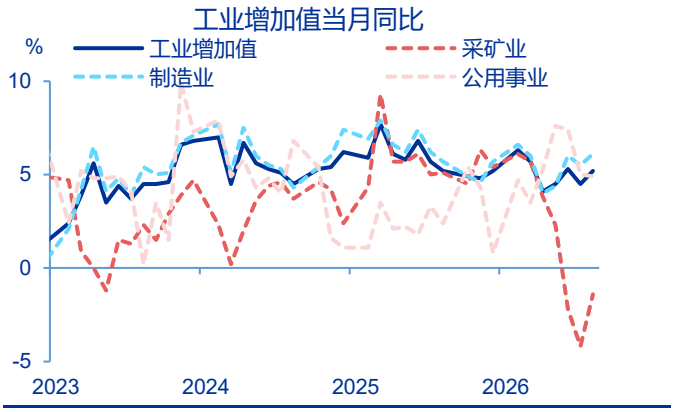
图 6：其他费用与建安投资回升，设备购置回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

生产：8 月工增回升，天气、高油价等短期扰动趋弱，但 AI 链、投资链生产走弱。8 月工业增加值增速回升 0.7 个百分点至 5.2%。结构上，一是天气、高油价等扰动因素趋弱，表现为煤炭采选（回升 5.2 个百分点至-5.6%）生产回升幅度较大，化学原料（回升 1.2 个百分点至 0%）、纺织业（回升 0.7 个百分点至 3%）等行业生产均有改善。二是受外需影响更多的行业生产继续走强，如电气机械（回升 1.1 个百分点至 9.9%）、金属制品（回升 0.8 个百分点至 8.1%）等。三是消费链中农副食品、饮料、汽车生产也有小幅回升。相比之下，AI 景气阶段性调整下，有色压延（回落 1.6 个百分点至-4.1%）、计算机通信（回落 1.9 个百分点至 17.2%）业生产有所回落。投资偏弱令专用设备、橡胶塑料等行业生产也有下行。

图 7：工业增加值及分项同比增速



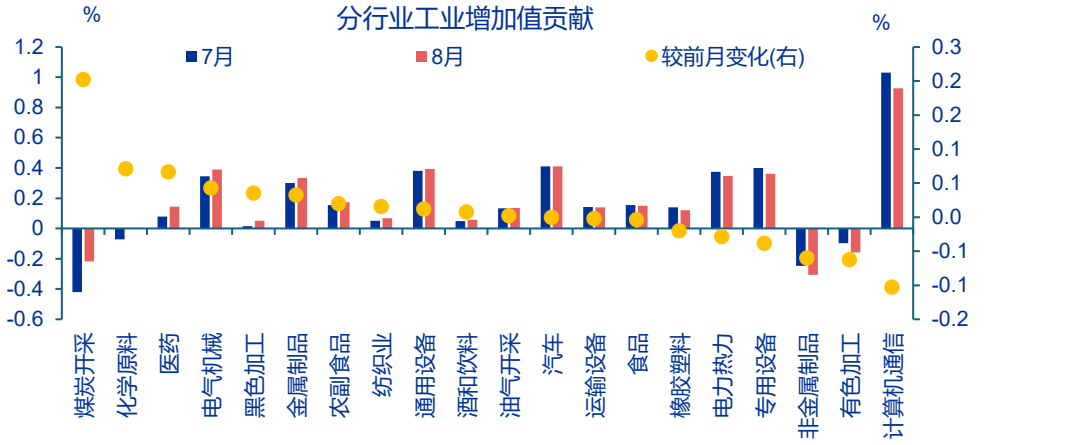
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：工业增加值季调环比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：分行业工业增加值贡献拆分



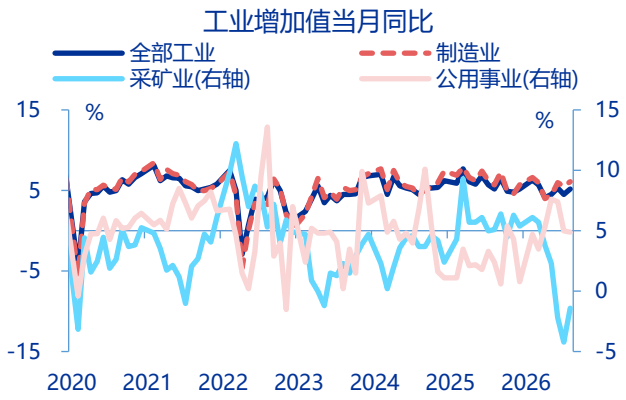
资料来源：Wind，申万宏源研究

展望后续，伴随存量政策进一步落地，预计 9 月经济延续温和修复格局。8 月经济指标中，消费偏弱主因高成本下企业降费影响，但天气因素对消费的扰动已在消退。投资当月增速继续回升，存量政策驱动的基建和服务业改善明显。展望后续，8 月下旬至 9 月高频指标改善明显提速，存量政策加速落地有望继续支撑 9 月基建，全球 AI 景气仍有上升空间背景下，AI 链调整对制造业投资的单月拖累或也有所消退，叠加去年下半年盈利改善对制造业投资的滞后支撑，预计 9 月经济延续温和回升格局。而消费的回升有待于企业成本率明显下降后打开费用率空间，这一现象或在明年体现。

2. 常规跟踪：8 月生产回升，投资小幅改善，消费则延续回落

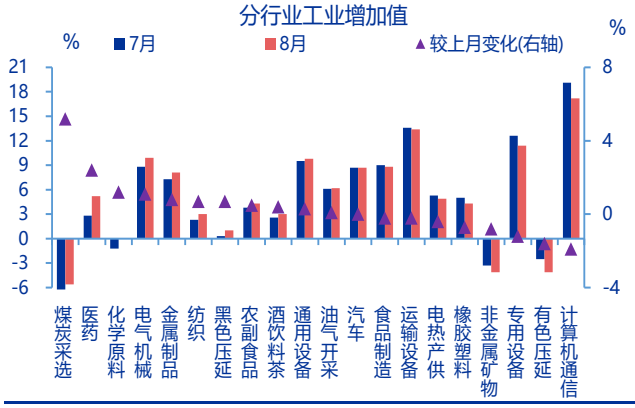
生产：工业生产有所回升，服务业生产继续回落。8 月，工业增加值当月同比回升 0.7 个百分点至 5.2%；其中制造业、采矿业生产均有回升，分别较前月上行 0.6、2.8 个百分点至 6.1%、-1.4%。相比之下，服务业生产有所回落，8 月服务业生产指数较前月下行 0.2 个百分点至 4.1%。

图 10：工业增加值增速(2021 两年复合)



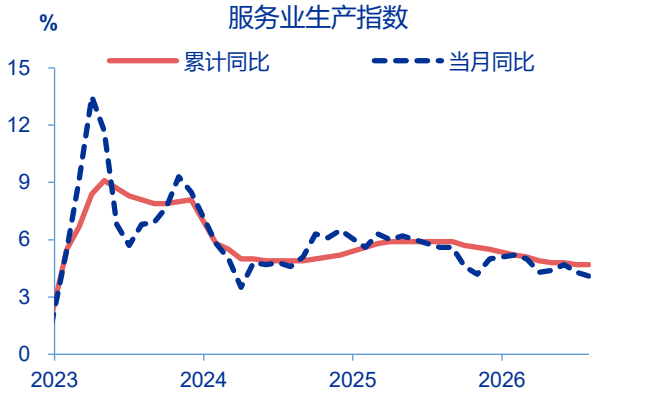
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：分行业工业增加值



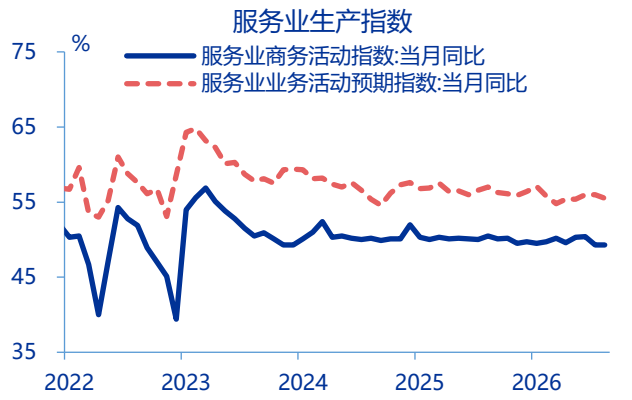
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：服务业生产指数(2021 年两年调整)



资料来源：Wind，申万宏源研究

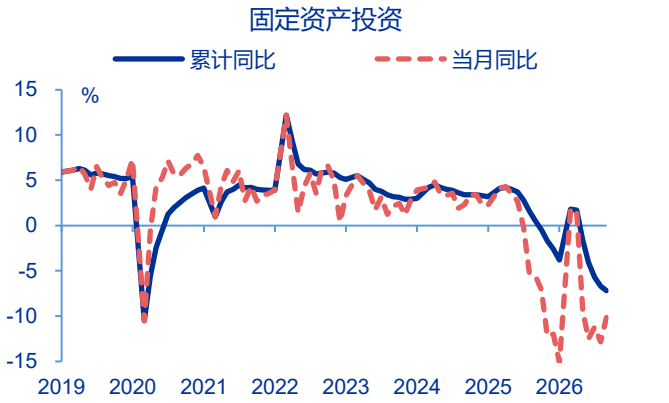
图 13：服务业 PMI 指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

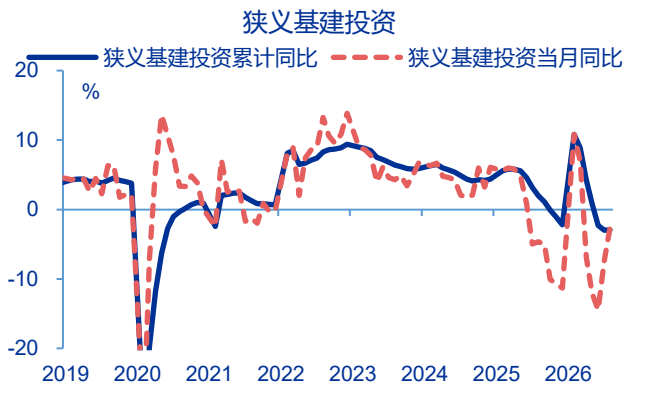
投资：固定资产投资小幅回升，其中狭义基建投资延续上行。8 月，固定资产投资当月同比较 7 月回升 2.7 个百分点至-10.2%；狭义基建投资当月同比回升 4.8 个百分点至-2.6%。

图 14：固定资产投资(2021 年两年调整)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：基础设施投资(不含电力，2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

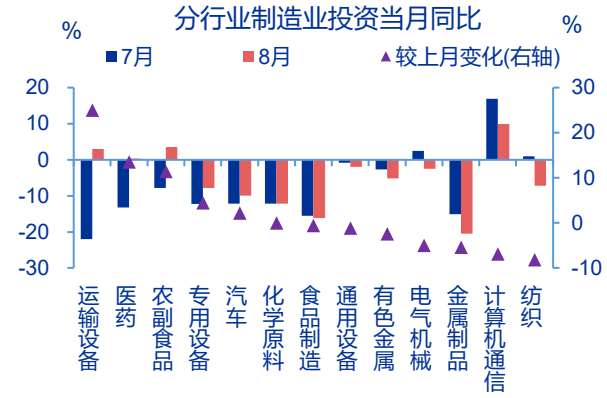
制造业投资有所回落，计算机通信等行业投资降幅较大。8 月，制造业投资当月同比回落 1.2 个百分点至-5.5%。分行业看，计算机通信、金属制品、电气机械等行业投资增速降幅较大，当月同比分别下行 7、5.4、5 分点至 9.9%、-20.5%、-2.5%。

图 16：制造业投资增速(2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

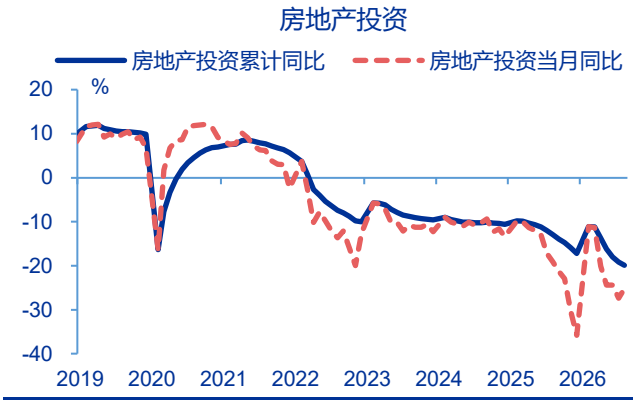
图 17：分行业制造业投资增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

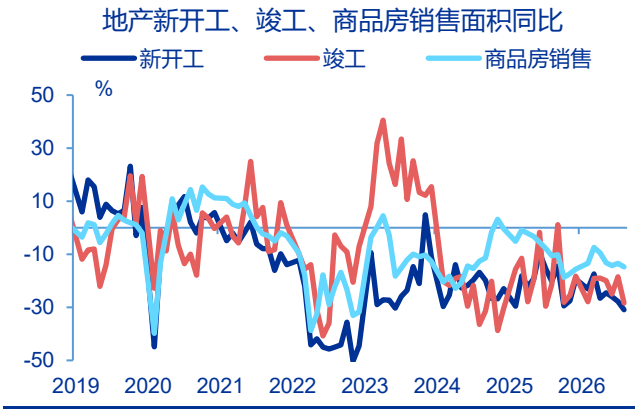
地产投资继续磨底，其中新开工回落幅度较大。8 月，房地产开发投资当月同比回升 2.2 个百分点至-25.2%。分不同阶段看，新开工、竣工、商品房销售面积均有回落，当月同比分别下行 3.1、9.9、1.4 个百分点至-30.9%、-28.4%、-14.8%。

图 18：房地产投资增速(2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

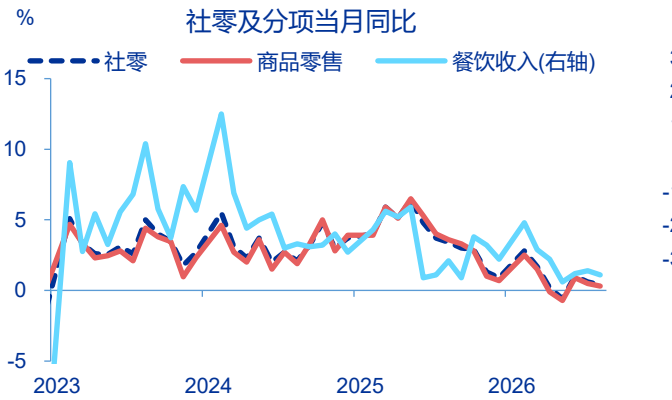
图 19：地产开工、竣工、商品房销售面积同比



资料来源：iFind，申万宏源研究

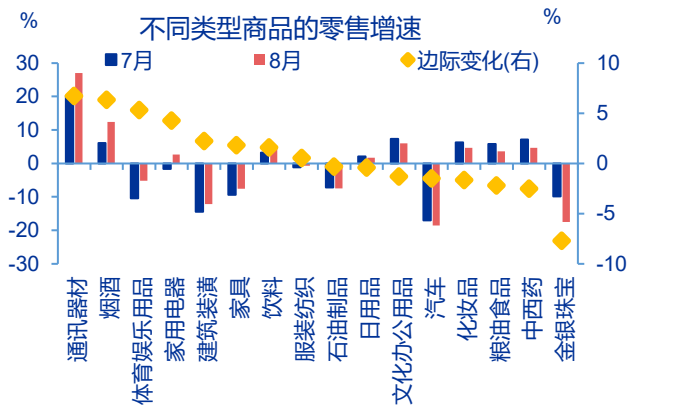
消费：社零增速有所回落，商品零售、餐饮收入均有回落。8 月，社零当月同比回落 0.2 个百分点至 0.4%。其中，商品零售当月下行 0.2 个百分点至 0.3%，餐饮收入回落 0.3 个百分点至 1.1%；分品类看，金银珠宝、粮油食品、化妆品等品类零售回落幅度较大，当月同比分别回落 7.7、2.2、1.6 个百分点至-17.5%、3.6%、4.7%。

图 20：社零及分项(2021、2023 年两年调整)



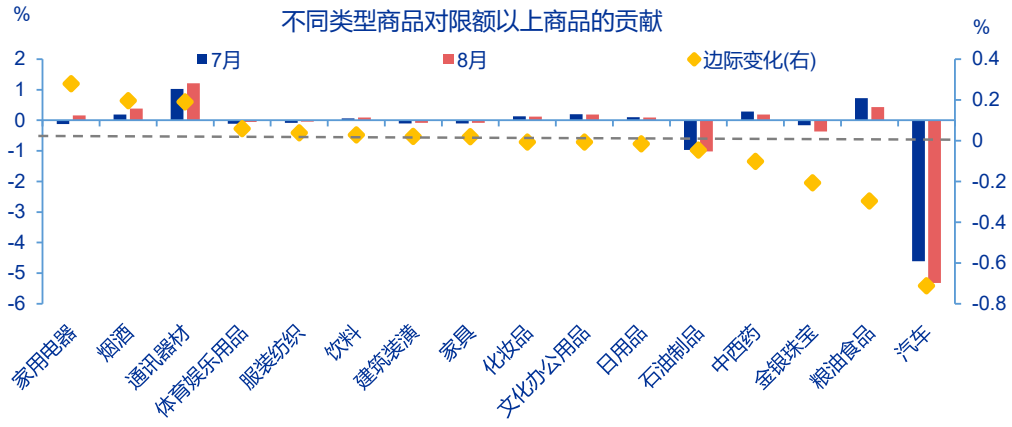
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：分行业限额以上商品零售当月同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

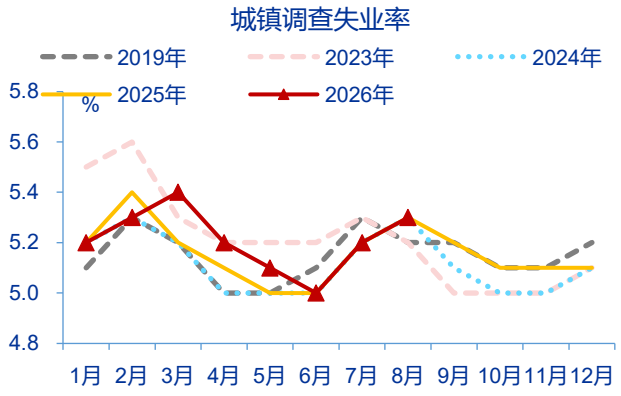
图 22：分类型商品零售贡献



资料来源：Wind，申万宏源研究

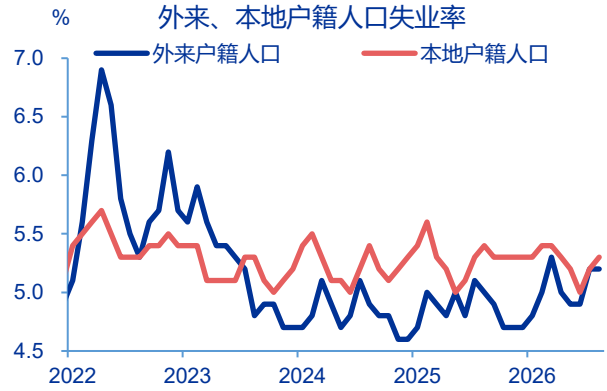
就业：城镇调查失业率小幅上行。8 月，城镇调查失业率较上月回升 0.1 个百分点至 5.3%。其中，外来户籍人口失业率持平于 5.2%，本地户籍人口失业率上行 0.1 个百分点至 5.3%。

图 23：城镇调查失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：外来、本地户籍人口失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。

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。