仅供内部参考，请勿外传！

宏观研究

宏观专题

证券研究报告

外热内冷格局未改

■ 2026 年 8 月经济数据点评

李林芷(分析师)
021-23185646
lilinzhi2@gtht.com
登记编号 S0880525040087

于博(分析师)
021-38674715
yubo@gtht.com
登记编号 S0880526070017

本报告导读：

8 月生产出口增速同步走强，消费投资延续磨底，内需修复动能仍显不足。

投资要点：

- **8 月经济呈现供给强、需求弱特征。**工业增加值同比回升至 5.2%（前值 4.5%），出口同比加快至 25.0%（前值 23.9%），对冲部分内需下行压力。K 型分化边际收敛，内外需增速差收窄至 4.1 个百分点，但主要系传统行业低基数修复驱动，高技术产业增速仍大幅领先整体。内需仍承压，社零同比降至 0.4%，限额以上零售额降幅扩大。换机潮支撑通讯器材维持高景气，但汽车、金银珠宝等大宗可选消费降幅明显走阔，消费结构性分化依旧突出。固投当月降幅虽有收窄，但仍处于-11.0%的低位，制造业投资当月跌幅走阔至-6.1%成为新增拖累；地产投资跌幅收窄但销售端重新走阔；基建资金到位加速，但工作量转化仍偏慢。
- 往后看，新动能高景气与低基数或支撑供给端韧性，但地产链和去库存压力仍存扰动；需求端修复仍依赖收入预期改善及政策落地。供给短期改善或延缓总量政策紧迫性，但内需持续偏弱将推动政策在四季度进一步加码托底。
- **风险提示：**地缘政治扰动，外需超预期回落，内需超预期下行，稳增长政策不及预期。

相关报告

坚定的抗通胀，不坚定的加息 2026.08.30
分化仍存，内需亟待托底 2026.08.17
存款搬家“半年考” 2026.07.30
美联储分歧加大，市场鹰派反应 2026.07.30
美债利率缘何走高 2026.07.28

仅供内部参考，请勿外传！

目录

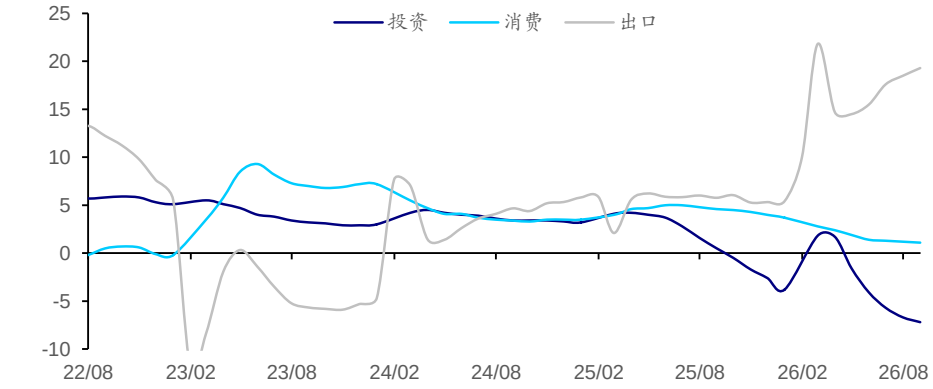
1. 生产出口边际转强，内需仍是主要拖累.....3
2. 生产：内需型行业边际修复.....4
3. 消费：结构性分化仍突出.....6
4. 投资：降幅继续探底，制造业投资边际转弱.....7
5. 风险提示.....9

仅供内部参考，请勿外传！

1. 生产出口边际转强，内需仍是主要拖累

8 月经济生产、出口增速同步走强，投资底部震荡，消费增速延续放缓，内需修复动能仍显不足。工增同比增长 5.2%，较 7 月大幅回升 0.7 个百分点，为 3 月以来次高水平；出口同比增长 25.0%，较 7 月加快 1.1 个百分点，延续了年内的强劲态势；而社零同比增长 0.4%，较 7 月进一步回落 0.2 个百分点；投资当月同比下降 11.0%，跌幅有所收窄，但累计同比跌幅仍在扩大区间。整体看，8 月经济呈现出供给强、需求弱的特征，生产与出口的超预期改善部分对冲了内需持续走弱的下行压力，但居民和企业部门的内生动能修复基础仍不牢固。

图1：三架马车累计同比（%）



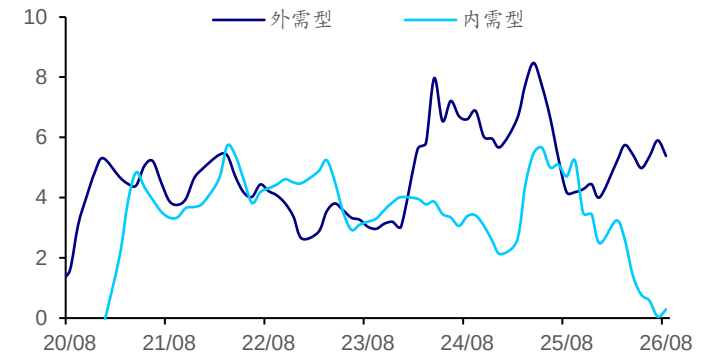
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

外热内冷格局在 8 月延续小幅收敛、但差距仍大的格局。生产端，内需型行业工业增加值增速由 7 月的-1.0%大幅回升至 8 月的 1.1%，外需型行业增速则由 6.2%小幅回落至 5.1%，二者增速差由 7.2 个百分点收窄至 4.1 个百分点，内需型行业的边际修复是 8 月分化收敛的主要贡献力量。投资端分化虽也有收窄，但收敛路径并不相同，外需型-内需型投资增速差由 7 月的 11.2 个百分点收窄至 8 月的 10.6 个百分点，其中外需型投资增速由 4.7%降至 3.8%，而内需型投资降幅也由 6.5%略扩大至 6.8%，表明投资端内需疲弱的实质并未改善，分化收敛主要源于外需型投资增速自身放缓。

新旧动能切换的 K 型分化特征在 8 月边际收敛但仍然显著。从生产端看，高技术产业和整体工业的生产增速差由 7 月的 12.4 个百分点收窄至 8 月的 11.5 个百分点，主要是传统工业行业的修复对分化收窄的贡献有所上升。从投资端看，新经济与旧经济的累计投资增速差持续在 6-7 个百分点的高位区间震荡，表明在两新两重政策持续引导及产业升级驱动下，资本开支向新兴领域倾斜的结构性趋势尚未根本改变。整体而言，8 月分化程度较 7 月虽有收敛，但 K 型分化的结构性特征仍未消除，后续仍需观察传统产业链修复的持续性与内需回暖的广度。

仅供内部参考，请勿外传！

图2：分类别工业增加值当月增速（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图3：高技术产业和整体工业生产增速差



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

展望下阶段，宏观经济总量筑底、结构分化的运行特征预计延续。供给端方面，8 月工业生产的回升更多受益于内需型行业的阶段性修复、此前极端天气扰动的消退及基数效应，全球半导体周期回升与产业政策仍将支撑电子设备、高端装备等新动能维持高景气，但地产链偏弱及部分上游原材料行业的去库存压力可能对生产端形成反复扰动。需求端方面，固定资产投资降幅仍在探底过程中，地产开发投资仍处深度磨底期，广义基建投资的资金和项目储备约束尚未看到明显改善；消费端在促销和暑期效应完全退潮后，通讯器材在换机潮支撑下维持高景气，但汽车、金银珠宝等大宗可选消费降幅进一步扩大，显示居民消费意愿的边际修复依然有限，后续增长动能高度依赖政策催化与收入预期改善。

当前内需持续偏弱的现实进一步凸显宏观政策加码托底的紧迫性。8 月消费与投资的整体承压显示，此前的结构性政策对局部品类（如通讯器材、高端制造投资）的拉动效应较为集中，但尚未能扭转居民消费意愿及企业资本开支意愿整体偏弱的局面。与此同时，生产与出口的边际改善虽在短期内对冲了部分内需下行压力，但也可能在一定程度上延缓总量政策进一步加码的紧迫性判断。综合来看，四季度大概率仍是逆周期调节和总量托底政策更多落地的窗口期，在此之前，政策仍将以存量工具的落实见效为主。

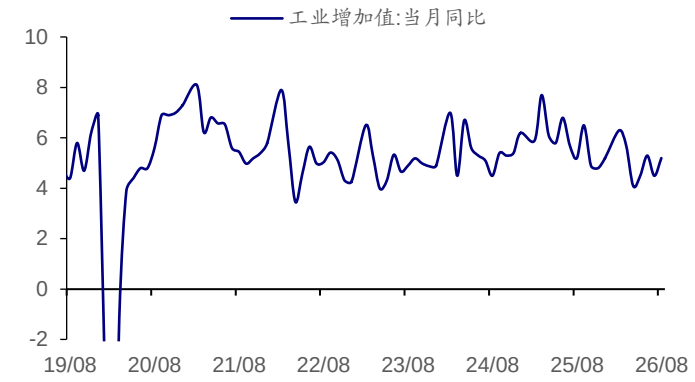
2. 生产：内需型行业边际修复

8 月工业生产增速较 7 月明显回升。规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较 7 月的 4.5%回升 0.7 个百分点；季调环比增长 0.54%，较 7 月的 0.11%显著加快，摆脱了此前处于近十年同期低值的局面，8 月生产端的改善，主要受益于此前极端天气扰动消退及基数效应。

产销情况略有改善，但缺口仍在。工业企业产销率小幅回落 0.1 个百分点至 96.8%，但产销率当月同比降幅由 7 月的-0.6 个百分点收窄至-0.1 个百分点，指向企业主动去库存的压力有所缓解，不过产销率当月同比仍为负值，生产端修复的可持续性仍待观察。工业企业出口交货值与产销率增速差为 11.2 个百分点，与 7 月的 11.0 个百分点基本持平，前期收敛趋势暂缓。

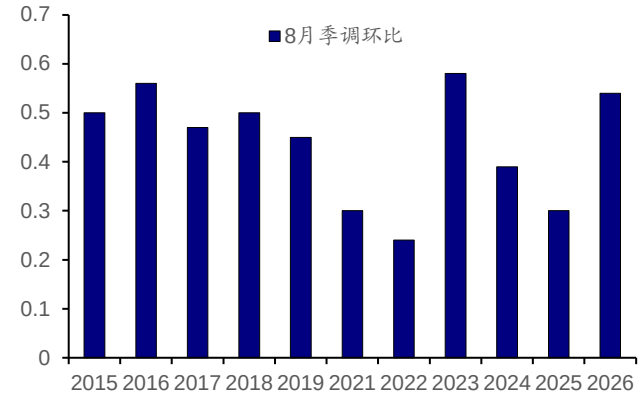
仅供内部参考，请勿外传！

图4：工业增加值同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图5：工业增加值 8 月季调环比（%）



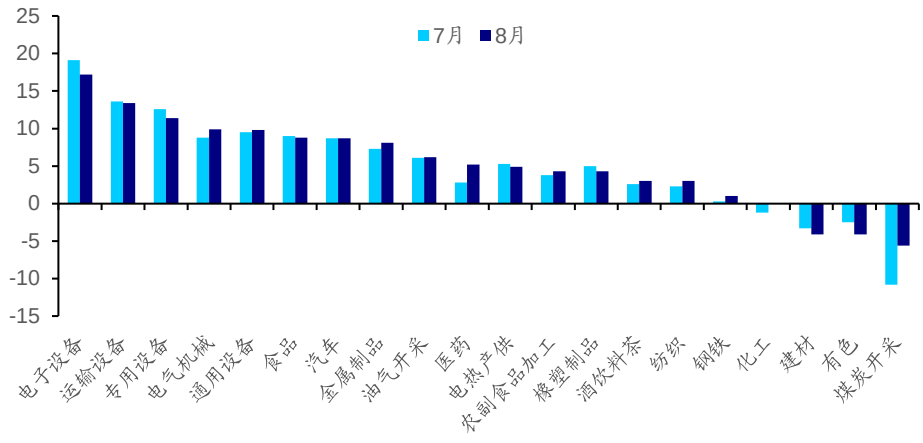
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

分行业工业增加值表现的结构分化较 7 月有所收敛，但整体仍延续高技术制造与传统行业的显著差异。

先进制造与高端装备增速维持高位但边际放缓。电子设备 8 月增速为 17.2%，较 7 月的 19.1%回落 1.9 个百分点，仍居各行业前列；专用设备（11.4%）、运输设备（13.4%）增速较 7 月分别回落 1.2 和 0.2 个百分点。相比之下，电气机械（9.9%）、通用设备（9.8%）增速逆势加快 1.1 和 0.3 个百分点，汽车制造业（8.7%）与 7 月持平。整体看，高技术产业工业增加值当月同比为 16.7%，较 7 月的 16.9%基本持平，继续大幅领先整体工业增速。

传统上游行业增速边际改善，但地产后周期行业仍承压。煤炭开采降幅由 7 月的-10.8%大幅收窄 5.2 个百分点至-5.6%，钢铁由 0.3%回升至 1.0%，化工由-1.2%回升至 0.0%，医药由 2.8%回升 2.4 个百分点至 5.2%，酒饮料茶由 2.6%小幅回升至 3.0%，均呈现低基数及短期扰动消退后的修复迹象。但建材（-4.1%）、有色（-4.1%）等地产后周期及部分上游行业降幅较 7 月分别扩大 0.8 和 1.6 个百分点，显示地产链偏弱对相关行业的拖累仍在延续。

图6：分行业工业增加值当月同比（%）

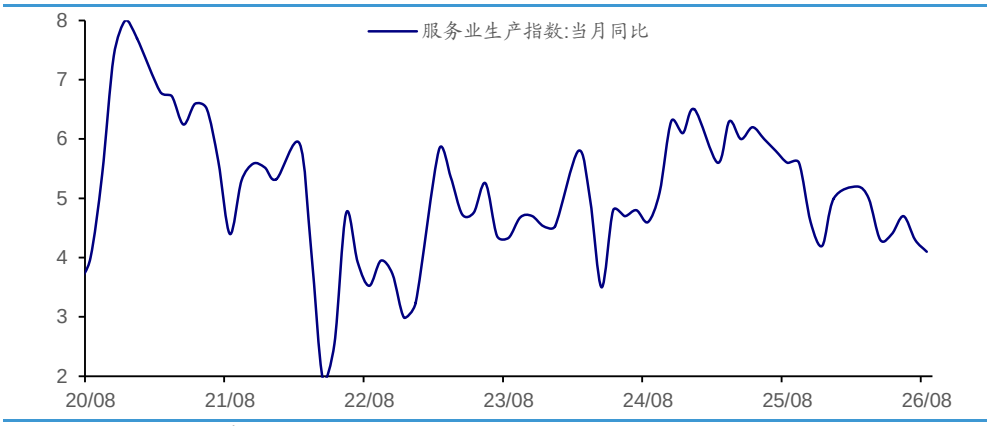


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

服务业生产增速小幅回落。8 月服务业生产指数同比增长 4.1%，较 7 月回落 0.2 个百分点，主因线下接触性消费的季节性走弱及暑期出行等消费动能边际减弱。其中租赁和商务服务业同比增速从 6 月的 9.7%回落至 9.0%，信息传输、软件和信息技术服务业和交通运输、仓储和邮政业均与前期持平。

仅供内部参考，请勿外传！

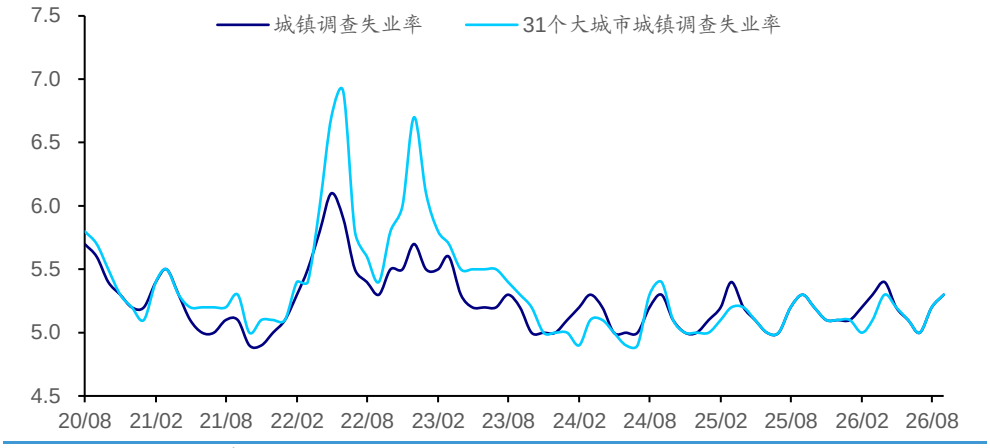
图7：服务业生产指数：当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

失业率延续小幅季节性上升。8 月全国和 31 个大城市城镇调查失业率均为 5.3%，较 7 月回升 0.1 个百分点，就业人员平均工作时间为 48.2 小时，与 7 月持平。失业率的持续回升，虽然有季节性因素影响，但也反映出实体经济内生动能偏弱对劳动力市场吸纳能力的压力仍未根本缓解，稳就业与稳市场主体的政策仍需持续加码。

图8：就业人员调查失业率（%）



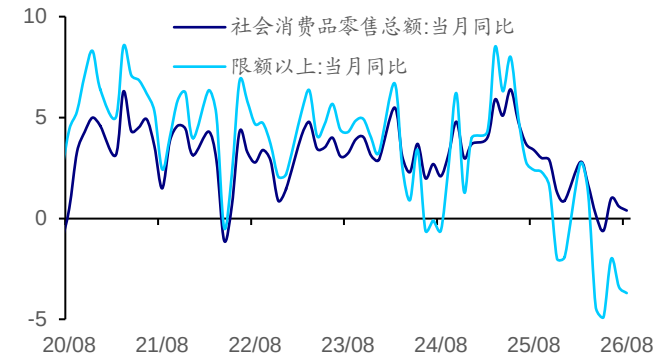
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 消费：结构性分化仍突出

社零增速延续放缓。8 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，较 7 月回落 0.2 个百分点；限额以上企业消费品零售总额同比下降 3.7%，降幅较 7 月扩大 0.3 个百分点；季调环比为-0.13%，再度转负。社零增速的持续走弱，一方面反映促销季和暑假消费透支效应的影响仍在延续，另一方面也表明居民消费意愿及边际消费倾向的修复依然缓慢，后续增长仍高度依赖收入预期改善及促消费政策的进一步落地见效。

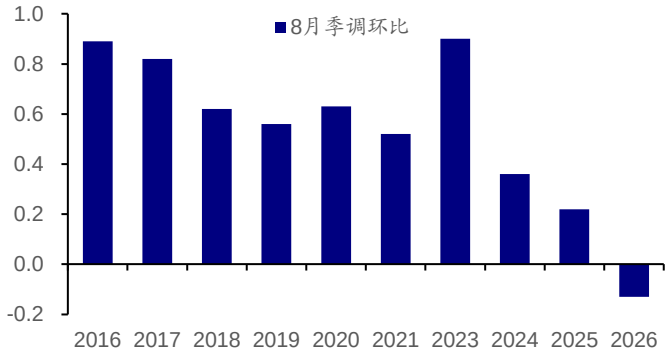
仅供内部参考，请勿外传！

图9：社消零售总额当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图10：历年 8 月社消零售季调环比（%）



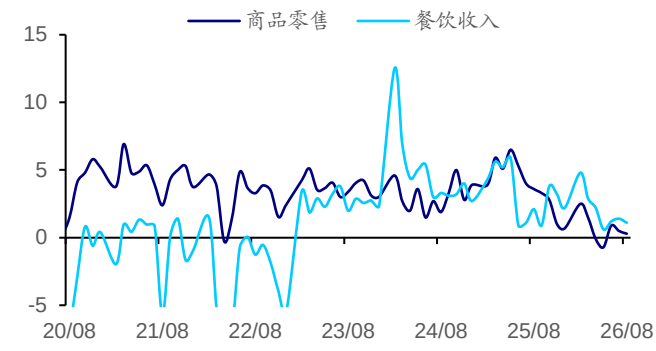
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

商品消费和服务消费增速同步小幅回落。8 月商品零售同比增速为 0.3%，较 7 月回落 0.2 个百分点；餐饮收入增长 1.1%，回落 0.3 个百分点。线上消费方面，实物商品网上零售额同比增长 3.3%，较 7 月的 2.4%小幅回升。整体看，线下消费增速呈现边际放缓态势，尚未看到消费动能的系统性改善。

换机潮对通讯器材类的拉动效应进一步强化，而前期大促相关品类持续回落。8 月通讯器材类零售额同比增长 27.3%，较 7 月的 20.4%进一步提升 6.9 个百分点，延续了新一轮智能终端换机潮的强劲支撑，原材料涨价的传导效应，对销售额的提升带来价格端支撑；烟酒类增速由 7 月的 6.0%大幅回升至 12.5%。与此同时，此前受大促支撑的化妆品（4.9%，回落 1.9 个百分点）、文化办公用品（5.8%，回落 1.6 个百分点）、粮油食品（4.0%，回落 1.3 个百分点）等品类增速持续回落，服装鞋帽（-0.5%）降幅较 7 月的-1.0%小幅收窄，但仍处负增长区间。值得注意的是，家电音像类零售额同比增速由 7 月的-1.9%转正至 2.3%，年内首次实现正增长，或与去年同期基数走低有关。

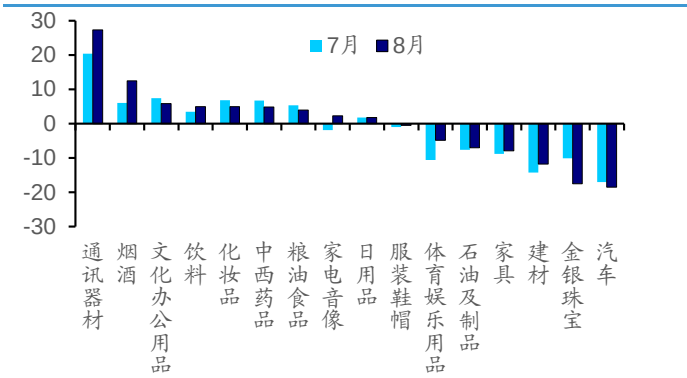
地产产业链及大宗耐用品消费仍偏弱。建材类（-11.8%）降幅收窄 2.4 个百分点，家具类（-7.9%）降幅收窄 0.9 个百分点，体育娱乐用品类（-4.8%）降幅较 7 月大幅收窄 5.8 个百分点。相比之下，汽车类（-18.5%）、金银珠宝类（-17.5%）降幅分别较 7 月扩大 1.5 和 7.4 个百分点，其中金银珠宝类降幅走阔尤为显著，或与金价高位波动下居民购买意愿降温有关。整体看，居民在大宗可选消费和高阶消费上的支出意愿依然较为谨慎，消费结构性分化的特征仍然突出。

图11：商品零售和餐饮收入当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图12：分行业限额以上社零当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 投资：降幅继续探底，制造业投资边际转弱

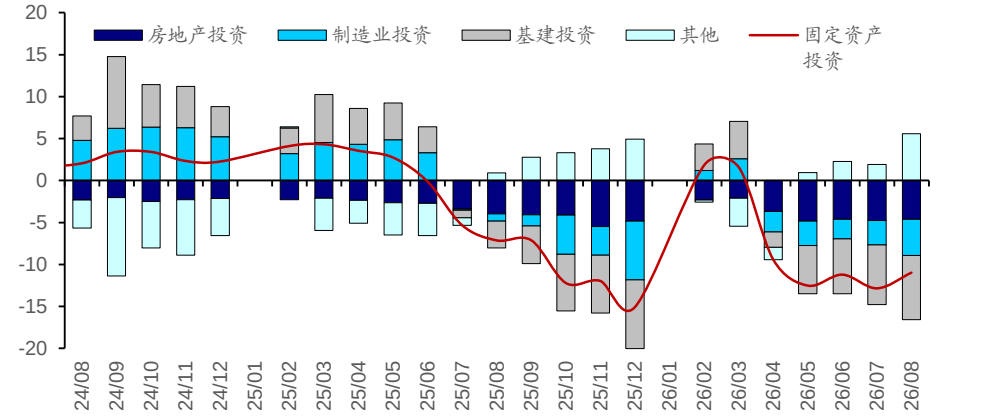
投资累计降幅继续扩大，但当月降幅边际收窄。1-8 月固定资产投资完成额累计同比下降 7.2%，降幅较 1-7 月的-6.7%进一步扩大 0.5 个百分点；8 月

仅供内部参考，请勿外传！

当月同比下降 11.0%，降幅较 7 月收窄 1.9 个百分点，但仍处年内低位；从季调环比看，8 月环比下降 0.5%，降幅较 7 月的-1.4%有所收窄，但已连续第六个月处于负值区间。民间投资 1-8 月累计同比下降 10.1%，降幅较 7 月的-9.4%扩大 0.7 个百分点，民间资本开支意愿仍待改善。

分项来看，三大分项走势出现分化，制造业投资当月降幅明显扩大，地产投资当月降幅有所收窄，基建投资当月降幅基本持平。其中，制造业投资当月同比为-6.1%，跌幅较 7 月扩大 1.7 个百分点，是 8 月投资边际转弱的主要拖累项；基建投资当月降幅（-14.8%）与 7 月基本持平；地产投资当月降幅（-25.5%）较 7 月收窄 1.91 个百分点，但仍处深度负增长区间。

图13：地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献（%）

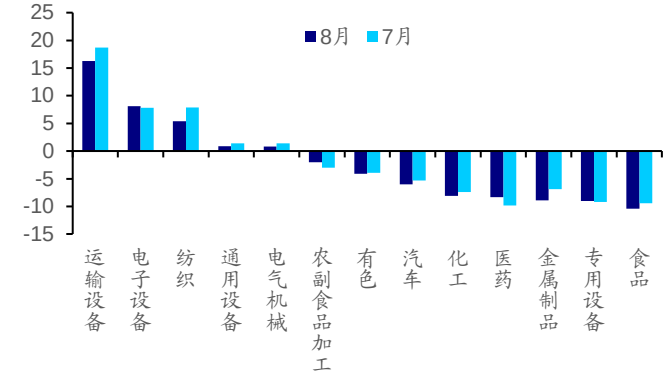


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

制造业投资边际走弱，结构分化仍存。分行业看，1-8 月电子设备投资累计同比增长 8.1%（前值 7.8%），维持较快增长；运输设备投资累计同比增长 16.3%（前值 18.7%），增速虽有所回落但仍居高位。相比之下，汽车投资累计同比下降 6.0%，降幅较 1-7 月的-5.3%继续扩大；化工投资降幅由-7.4%扩大至-8.1%；纺织投资增速由 7.9%明显放缓至 5.4%。整体看，外需链及高技术装备制造业投资仍维持相对韧性，但内需相关及部分传统制造业投资的压力有所加大。

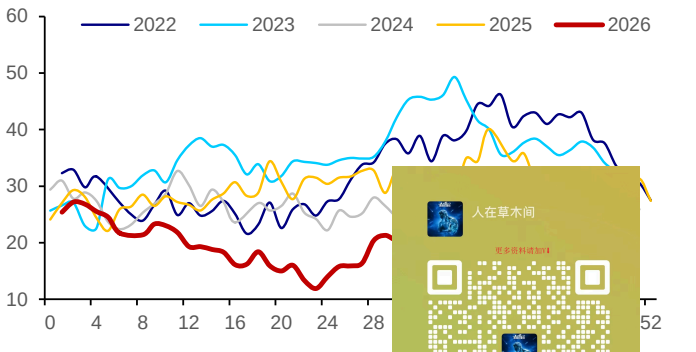
基建投资降幅基本持平，资金下达加速，但落实到实物工作量仍偏慢。从高频指标看，8 月新增发行专项债 5,188.3 亿元，进度较 7 月加快，但资金面改善，并未演变为实物工作量提升。一方面，项目订单不足情况未有缓解，建筑业 PMI 新订单指数 8 月回升至 42.4（前值 40.1），较 7 月的年内低位有所修复，但仍处于近年偏低水平；另一方面，高温多雨天气对施工多有限制，沥青、水泥开工率处于同期低位。整体看，基建投资的托底力度仍待专项债发行提速及配套资金落地，并加速形成工作量。

图14：分行业投资增速（累计同比，%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图15：开工率:石油沥青装置（%）



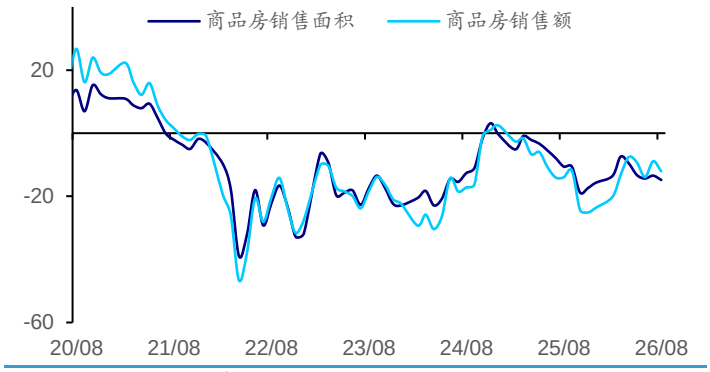
数据来源：Wind，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

地产需求端跌幅小幅走阔，筑底态势未改。8 月商品房销售面积和销售额当月同比分别下降 14.8%和 12.1%，跌幅较 7 月分别扩大 1.4 和 3.2 个百分点，此前政策利好和低基数带来的边际企稳迹象未能延续。两项指标仍处于两位数负增长区间，反映出地产销售端的内生动能依然疲弱，居民购房意愿的实质性改善仍待观察。

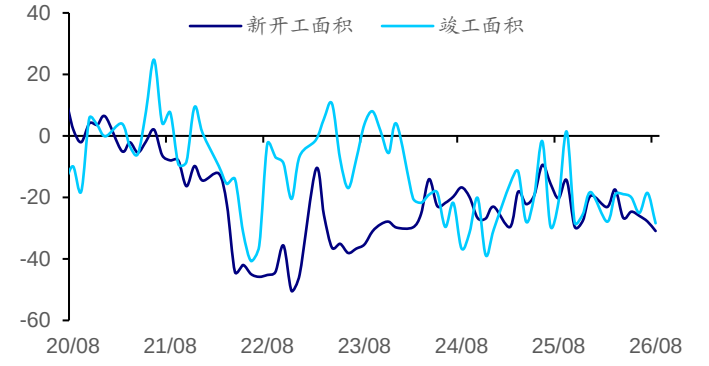
地产生产端全链条降幅进一步扩大，尚未看到企稳拐点。8 月新开工、施工、竣工面积同比分别下降 30.9%、27.3%和 28.4%，其中新开工和竣工跌幅较 7 月分别扩大 3.1 和 9.9 个百分点，施工面积跌幅则较 7 月收窄 8.5 个百分点。整体看，房企在资金链偏紧和销售端持续走弱的背景下，自主拿地和开发投资意愿仍处低位，地产开发投资的磨底过程预计仍将持续，下一阶段，现房销售的推进，或对地产生产和投资端形成一定压力。

图16：商品房销售额和销售面积当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图17：房屋新开工和施工面积当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

5. 风险提示

地缘政治扰动，外需超预期回落，内需超预期下行，稳增长政策不及预期。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666