仅供内部参考，请勿外传

财信证券 CHASING SECURITIES

证券研究报告

宏观点评报告

外需与价格托底，内生动能仍待接力

8 月份经济数据解读

2026 年 09 月 15 日

涨跌幅比较



资料来源：财汇，财信证券

%	1M	3M	12M
上证指数	-1.1%	-3.6%	0.4%
沪深 300	-4.0%	-6.2%	-0.9%

袁闯 分析师
执业证书编号：S0530520010002
yuanchuang@hnchasing.com

曹金丘 分析师
执业证书编号：S0530525120001
caojinqiu@hnchasing.com

相关报告

1 《经济金融高频数据周报（9.14-9.18）》 2026-09-15

2 《财信证券宏观策略周报（9.14-9.18）：宏观事件持续扰动，近期仍以防守为主》 2026-09-13

3 《8 月份物价数据解读：大宗商品涨价助力，8 月份物价重回升势》 2026-09-09

投资要点：

- **根据国家统计局公布的 8 月份经济统计数据，8 月经济动能有所企稳、生产端边际修复，结构延续向新向优发展态势，但内需疲软问题仍待改善，“K 型”分化特征仍然明显，集中表现在以下三个方面：**

- **特征一：生产动能有所企稳，处于低位修复进程之中。**8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.2%、较 7 月份回升 0.7 个百分点，制造业 PMI 为 49.8%、较 7 月份回升 0.6 个百分点；生产与新订单指数重回扩张区间，属于 7 月份数据回落后的修复反弹；经济修复不均衡，8 月份私营企业增加值同比仅仅增长 3.7%。整体来看，经济仍处低位企稳之后的复苏进程中。

- **特征二：经济企稳主要由外需、价格驱动，内需仍未接力。**外需方面，8 月份出口（美元计价）同比增长 25.0%，出口交货值同比增长 11.1%、快于 1-8 月份累计交货值的 10.0%；价格方面，8 月份 PPI 环比上涨 0.4%，PMI 出厂价格指数为 50.4%。但内需继续下探，8 月份社会消费品零售总额同比增长 0.4%，限额以上单位消费品零售额同比下降 3.7%；1-8 月份固定资产投资同比下降 7.2%，其中制造业投资降幅由 1-7 月份的 1.7%扩大至 2.3%。

- **特征三：“K 型”分化未收敛，反而在本轮修复中进一步放大。**经济新动能呈现高景气，8 月份装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.4%和 52.9%，持续位于扩张区间，且高于制造业整体 PMI，计算机通信电子设备等行业生产指数与新订单指数均运行在 53%以上；锂离子电池、工业机器人产量分别增长 57.2%、34.6%。居民消费表现较差，其中 8 月份汽车、金银珠宝零售额分别同比下降 18.5%、17.5%，7-8 月份住户贷款连续两月负增长，收入预期与加杠杆意愿尚未修复。新旧动能之间的温差加剧，短期难以收敛。

- **海外方面，**我们认为在财政扩张、AI 投资兴起的大背景下，全球经济动能仍然具有韧性，在霍尔木兹海峡明显复航及 9 月美联储 FOMC 会议落地之前，最大的宏观不确定性仍是通胀尾部风险与全球超长端利率上行风险。**国内政策端，**我们预计一是下半年宏观政策力度将会加大，落地的时间进度上预计集中在第四季度；二是在“存量政策”的基础上提出“增量政策”，要求充分发挥各项存量政策效能，同时对“增量政策”的要求为“及时谋划”、“务实管用”，表明当前阶段仍以充分落实存量政策为主；结合 7-8 月份的经济数据，我们认为当前加快存量政策落地、谋划增量政策出台的必要性与紧迫性均有所提升，预计最早将在第三季度末根据经济运行情况谋划出台增量政策、在第四季度落地见效，以实现逆周期调节发力功能。方向来看，预计未来“务实管用”的增量政策将向扩大内需、优化供给以及民生保障领域倾斜。

- **投资建议：（1）权益市场，**近期仍以防守为主，逢低关注、均衡配置高股息方向、消费医药方向、“泛科技”方向、涨价线方向。**（2）债券市场，**宏观环境整体偏有利，但下行空间与速度或受制约。**（3）商品市场，**原油可能还存在一波“逼仓式”加速上涨，有色金属、贵金属将面临压力。

- **风险提示：**地缘政治冲突缓和进程不及预期、全球贸易保护主义抬头、主要发达经济体需求放缓、国内经济复苏低于预期、美联储大幅加息等风险。

1 、8 月份经济全貌梳理

整体来看，8 月经济动能有所企稳、生产端边际修复，结构延续向新向优发展态势，但内需疲软问题仍较为突出，“K 型”分化特征仍然明显。一方面是外需保持韧性，生产与价格双双改善；另一方面是投资、消费等内需指标仍在下探，代表新动能的高新技术、硬科技板块维持供需两旺，但代表旧动能的传统产业延续下行趋势。结构性分化特征集中表现在以下三个方面：

特征一：生产动能有所企稳，处于低位修复进程之中。8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.2%、较 7 月份回升 0.7 个百分点，制造业 PMI 为 49.8%、较 7 月份回升 0.6 个百分点；生产与新订单指数重回扩张区间，属于 7 月份数据回落后的修复反弹；经济修复不均衡，8 月份私营企业增加值同比仅仅增长 3.7%。整体来看，经济仍处低位企稳之后的复苏进程中。

特征二：经济企稳主要由外需、价格驱动，内需仍未接力。外需方面，8 月份出口（美元计价）同比增长 25.0%，出口交货值同比增长 11.1%、快于 1-8 月份累计交货值的 10.0%；价格方面，8 月份 PPI 环比上涨 0.4%，PMI 出厂价格指数为 50.4%。但内需继续下探，8 月份社会消费品零售总额同比增长 0.4%，限额以上单位消费品零售额同比下降 3.7%；1-8 月份固定资产投资同比下降 7.2%，其中制造业投资降幅由 1-7 月份的 1.7%扩大至 2.3%。

特征三：“K 型”分化未收敛，反而在本轮修复中进一步放大。经济新动能呈现高景气，8 月份装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.4%和 52.9%，持续位于扩张区间，且高于制造业整体 PMI，计算机通信电子设备等行业生产指数与新订单指数均运行在 53%以上；锂离子电池、工业机器人产量分别增长 57.2%、34.6%。居民消费表现较差，其中 8 月份汽车、金银珠宝零售额分别同比下降 18.5%、17.5%，住户贷款连续两月负增长，收入预期与加杠杆意愿尚未修复。新旧动能之间的温差加剧，短期难以收敛。

2 、8 月份经济分项数据解读

（1）8 月份，制造业 PMI 回升

2026 年 8 月制造业 PMI 为 49.8%，较前一月回升 0.6 个百分点，制造业 PMI 连续两个月低于 50%。从近五个年份的数据来看，2022-2026 年的 8 月份制造业 PMI 均在 50%以下，主要由于 8 月处于高温多雨季节，部分生产活动被动放缓，加上暑期到来以及上半年冲刺刚过，政策往往处于真空期，经济活动一般会阶段性放缓，因此 8 月制造业 PMI 在收缩区间属于季节性现象。但今年 8 月的制造业 PMI 也为近五个年份最高，需求改善或是主要原因。从主要分项的变化来看，生产需求指标均不同程度回升，需求回升程度更大。生产方面，生产指数为 50.4%，较前一月回升 0.5 个百分点，重回扩张区间。需求方面，新订单指数涨幅较大，较 7 月回升 2.1 个百分点至 50.6%，是推动 8 月 PMI 数据回升的主因。内外需来看，在假期以及促消费政策效果逐步显现的带动下，国内需求可能阶段性向好，消费品行业 PMI 较 7 月上升 1.2 个百分点，涨幅高于制造业 PMI。受近期原油、有色金属价格上行等因素影响，8 月主要原材料购进价格指数上升 3.4 个百分点至

56.6%，而出厂价格指数仅上升 2.6 个百分点至 50.4%，企业成本端压力再度凸显。在需求提振下，相应的采购量指数回升 1.1 个百分点至荣枯线以上，8 月为 50.5%。产成品库存指数下降 0.2 个百分点至 48.4%，叠加出厂价格表现一般，反映出企业有主动去库存迹象。综上，8 月制造业 PMI 位于收缩区间主要为季节性现象，但今年在需求改善的背景下，制造业 PMI 数值为近五个年份最高，随着三季度末以及年末的临近，经济增长仍有发力空间，期待后续制造业 PMI 重回扩张区间。

消费品和高耗能行业 PMI 回升较多。8 月装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.4%和 52.9%，持续位于扩张区间，相关行业保持较快增长，制造业结构优化升级态势明显；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，对制造业 PMI 拖累程度减少。从行业看，电气机械器材、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均高于 53.0%，产需较快释放；化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数均低于临界点，市场活跃度偏弱。

服务业维持稳定，建筑业小幅下降。8 月份服务业商务活动指数为 49.3%，景气水平基本稳定。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。因部分地区受暴雨台风等极端天气影响，建筑业施工进度放缓，商务活动指数为 46.9%，比上月下降 0.1 个百分点。

（2）1-8 月份，固定资产投资同比降幅扩大

1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计同比下降 7.2%，降幅较 1-7 月份扩大 0.5 个百分点。分领域看，制造业投资同比下降 2.3%，降幅较 1-7 月份扩大 0.6 个百分点；基础设施建设投资同比下降 4%，降幅较 1-7 月份扩大 0.4 个百分点；房地产开发投资同比下降 19.9%，降幅较 1-7 月份扩大 0.7 个百分点。从控股属性来看，国有及国有控股固定资产投资同比下降 3.6%，降幅较 1-7 月份扩大 0.3 个百分点；民间投资同比下降 10.1%，降幅较 1-7 月份扩大 0.7 个百分点。从产业结构来看，高技术产业投资同比增长 5.2%，增速较 1-7 月份提升 0.2 个百分点，这是最重要的结构性亮点。其中，航空、航天器及设备制造业，信息服务业投资分别增长 14.9%、22.7%，增速分别较 1-7 月份提升 2.6 个百分点、提升 3.5 个百分点。

整体来看，固定资产投资增速总量回落、结构向新的格局延续，长期原因是新旧动能转换阵痛，中短期原因是天气扰动、资金项目双重约束、能源价格高企等。具体来看，一是传统的地产和基建引擎降速，而新兴的“新质生产力”投资（高科技、高端制造）尚未完全形成足够的体量来对冲，这一现象仍将长期存在；二是 8 月份多地依然处于高温、汛期，户外施工条件受限，客观上拖累了建筑安装工程的实物工作量；三是能源价格大幅冲高推高了企业生产成本，对中游制造业利润形成挤压，进而抑制或者延后了企业的投资扩张意愿。我们认为，随着 9 月份天气转凉、专项债资金加速形成实物工作量，以及后续可能出台的财政刺激政策，2026 年第四季度基建和制造业投资将出现边际修复。但在房地产企稳回升之前，固定资产投资增速的“低位波动”仍将是常态。

（3）8 月份，社会消费品零售总额增速回落

1-8 月份，社会消费商品和服务零售总额同比增长 2.5%，略低于 1-7 月份的 2.6%；其中，服务零售额增长 4.9%，略低于 1-7 月份的 5.0%，仍然维持较高增速；商品零售额增长 1.0%，较 1-7 月份回落 0.1 个百分点。整体来看，服务零售增速持续快于商品零售，消费市场从商品消费主导迈向商品和服务并重的趋势明显。具体来看，8 月份社会消费品零售总额同比增长 0.4%，增速较 7 月份回落 0.2 个百分点；除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.5%，增速与 7 月份持平。按消费类型分，餐饮收入同比增长 1.1%，增速较 7 月份回落 0.3 个百分点；商品零售额同比增长 0.3%，增速较 7 月份回落 0.2 个百分点。从商品类别来看，通讯器材类、烟酒类、文化办公用品类商品消费同比增速居前，分别达到 27.3%、12.5%、5.8%，其中通讯器材类增速较 7 月份大幅提升 6.9 个百分点，是最大的结构性亮点；体育及娱乐用品类、家具类、建筑及装潢材料类、金银珠宝类、汽车类商品消费同比增速靠后，分别为-4.8%、-7.9%、-11.8%、-17.5%、-18.5%，其中汽车类零售额同比降幅较 7 月份进一步扩大 1.5 个百分点，是拖累商品消费的核心因素，金银珠宝类零售额同比降幅则在金价 8 月反弹背景下较 7 月份进一步扩大 7.4 个百分点。值得注意的是，8 月份限额以上单位消费品零售额同比下降 3.7%，明显弱于整体社零 0.4%的增速。从零售业态看，1-8 月份限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长 5.5%、3.8%，而专业店、百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.2%、3.0%、10.0%，反映消费渠道持续向便利化、折扣化迁移，大型零售业态承压更为明显。

我们认为，尽管以汽车、金银珠宝为代表的大宗可选消费承受较大压力，但是服务消费（旅游、文化体育、餐饮等）增势良好，通讯器材等升级类商品在 AI 终端创新和新品周期带动下维持高增，这表明消费市场稳定运行、提质升级的态势没有改变，但是消费渠道持续向便利化、折扣化迁移。总结而言，消费数据反映出我国正处于新旧动能转换与资产负债表修复的阵痛期。虽然“情绪价值”类和“服务体验”类消费表现亮眼，但难以完全对冲传统大宗消费的颓势。消费的实质性回暖，仍需等待宏观经济基本面预期和房地产市场的真正企稳，关注扎实做好民生保障，加大稳就业政策支持力度，促进居民收入持续增长，同时关注财政金融政策的进一步支持，从供需两端发力促进居民消费。

（4）8 月份，进出口再提速

海关总署数据显示，以美元计价，8 月我国出口商品 4014.4 亿美元，同比增长 25.0%，前值增 23.9%；进口 2823.6 亿美元，同比增长 28.2%，前值增 27.6%；8 月贸易顺差 1190.9 亿美元，前值 1123.4 亿美元。

8 月份，我国出口同比增速有所回升，主要受三方面因素推动：一是 AI 产业需求高增。全球半导体行业延续高景气，带动我国集成电路、自动数据处理设备等产品出口较快增长；**二是能源冲击下的新能源替代效应。**国内新能源发展迅速，对油气形成较强的替代效应，新能源相关产品出口维持高增。**三是去年低基数效应**。2025 年 8 月出口增速仅为+4.23%，处于近 5 年同期次低水平。

8 月份，我国进口维持高增，主要原因有三：一是 AI 高景气度亦对进口有拉动。从商品层面看，AI 类进口依旧强劲，自动数据处理设备、集成电路、高新技术产品以及机电产品等 AI 相关产品进口分别同比+209.1%、+83.6%、+68.7%、+51.7%。**二是进口价格普遍维持较高水平。**中东局势出现反复，大宗商品价格维持高位运行。以铜矿砂、煤为例，我国 8 月铜矿砂、煤进口数量分别同比-9.1%、-1.5%，进口价格上涨导致其进口金额分别同比+24.7%、+48.6%。**三是低基数效应。**受美国关税影响，2025 年 8 月进口金额为 2203 亿美元，为近 5 年同期较低值。

分区域看，东盟、欧盟为主要支撑，对美外贸持续改善：8 月对东盟出口同比增长 30.2%，占出口总额 18.5%，进口同比增长 35.0%，占进口金额 15.7%；对欧盟出口同比增长 6.6%，占 13.7%，进口同比增速由负转正至 0.7%，占 8.1%；对美出口同比增长 34.4%，占 10.6%，进口同比增长 17.8%，占 4.7%。

分产品看，高新技术与机电产品出口维持高增速，劳动密集型产品增速有所回升：8 月份，高新技术产品出口同比增长 56.9%，机电产品出口同比增长 32.8%，其中集成电路、自动数据处理设备出口分别同比上涨 129.8%、76.5%。汽车出口同比增长 43.0%，能源冲击下新能源汽车表现持续较好。手机、音视频设备、家用电器、灯具照明装置出口增速均有不同程度加快。劳动密集型产品中，箱包、服装、鞋靴、家具出口增速均有不同程度加快，玩具出口增速由负转正。进口方面，自动数据处理设备、高新技术产品及集成电路进口同比增速分别为 209.1%、68.7%、83.6%，而汽车、医疗器械等进口有所下滑。

展望未来，我们认为进出口增速或将保持韧性，小幅回落。韧性主要来自于以下四方面支撑：一是 AI 技术繁荣带来的结构性景气有望延续，半导体及相关高新技术产品仍将对进出口数据形成支撑。二是美伊冲突所带来的能源涨价影响或将持续，有望从价格端支撑进出口增速。三是我国拥有丰富的替代性能源和稳定的工业生产，有望对冲能源冲击对出口的负面影响。四是我国持续推动外贸市场多元化。**但与此同时，进出口增速仍面临小幅回落的压力，可能的拖累因素有二：**一是贸易摩擦风险，除中美以外还需关注中欧摩擦。美国方面，美方拟以“产能过剩”为由对中国进口商品额外加征 7.5%关税。欧盟方面，中国轮胎、钢铁、铝材、太阳能玻璃、硬木胶合板、跨境电商平台、农产品等商品与服务均面临欧盟贸易政策趋紧的压力；二是上半年受美伊冲突、贸易政策不确定性所带来的全球预防式补库需求已逐步释放，下半年市场新增货量或将回归常态，补库周期对进出口的短期拉动效应趋于减弱。此外我们也需注意到进出口景气度主要靠 AI 产业链支撑，与传统经济相关的一般商品需求仍偏弱，整体的内需提振仍有待政策发力。

（5）1-8 月份，房地产销售继续探底，但价格端边际改善

从量的维度来看，房地产销售延续探底走势。根据国家统计局统计，1-8 月份，新建商品房销售面积 49880 万平方米，同比下降 12.1%，降幅比 1-7 月份扩大 0.3 个百分点；新建商品房销售额 47470 亿元，同比下降 13.0%，降幅比 1-7 月份收窄 0.1 个百分点。8 月末，商品房待售面积 75349 万平方米，同比下降 1.1%，降幅较 7 月末扩大 0.3 个百分点，环比减少 562 万平方米，去库存进程仍在推进。开发端看，1-8 月份，房屋新开工面

积同比下降 24.8%，竣工面积同比下降 23.7%，房地产开发企业本年到位资金 50893 亿元、同比下降 21.0%，前端指标仍深度负增。值得关注的是，根据住房城乡建设部数据，1-8 月份，二手房交易网签面积 54923 万平方米，同比增长 10.6%，明显好于新房市场，存量房交易活跃度持续高于增量市场。

从价的维度来看，各线城市房价降幅继续收窄，一线城市新房价格环比转正。具体来看，新房方面，8 月份 70 个大中城市的一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别为 0.1%、-0.1%、-0.2%，增速较上月分别变动 0.1、0.0、0.1 个百分点；一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别为-0.9%、-2.7%、-4.1%，降幅较上月分别收窄 0.2、0.1、0.1 个百分点。二手房方面，一线、二线、三线城市二手住宅销售价格环比分别为 0.1%、-0.3%、-0.3%，增速较上月分别变动-0.1、0.0、0.1 个百分点；价格同比分别为-2.7%、-4.9%、-5.6%，降幅较上月分别收窄 1.0、0.2、0.2 个百分点，其中一线城市二手住宅同比降幅收窄幅度最大。整体来看，房地产销售继续处在去库存周期，各线城市房价同比降幅普遍收窄，一线城市新房价格环比转正、二手住宅价格同比降幅显著收窄。展望未来，一方面重点关注一线城市房价上涨的持续性以及增量政策的出台，另一方面关注房地产行业的高质量发展新模式，例如存量资产的精细化运营、物业服务的品质升级、租赁市场的规范发展等。

（6）8 月份，规模以上工业增加值同比增速回升

根据国家统计局数据，8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，增速较上月回升 0.7 个百分点，季调环比增长 0.54%，较 7 月的 0.11%明显改善。分三大门类看，采矿业增加值同比下降 1.4%，制造业增长 6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%。装备制造业增加值同比增长 12.1%，高技术制造业增加值增长 16.7%，分别快于全部规模以上工业增加值 6.9 和 11.5 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 3.0%，股份制企业增长 5.7%，外商及港澳台投资企业增长 3.4%，私营企业增长 3.7%。分产品看，锂离子电池、工业机器人、3D 打印设备产品产量同比分别增长 57.2%、34.6%、29.9%。出口交货值当月同比增长 11.1%，快于 1-8 月份累计的 10.0%，印证外需是本月生产回升的主要拉动。整体来看，我国工业企业生产继续往高质量发展方向扎实推进。同时，我们认为伴随着“反内卷”政策的进一步纵深推进以及外需高景气背景下我国制造业竞争力的不断强化，未来生产端景气有望延续，但需关注私营企业与采矿业走弱所反映的结构性压力。

（7）8 月份，物价重回升势

居民端物价同比涨幅扩大、环比由降转涨。8 月份 CPI 同比上涨 0.8%，环比上涨 0.4%，主要原因：一是受大宗商品涨价推动。汽油等拉动 CPI 环比上涨约 0.21 个百分点；黄金饰品等拉动 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点。二是受算力需求快速增长等推动，移动电话机、平板电脑、数据存储设备价格等合计拉动 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点。三是食品价格拉动 CPI 环比上涨约 0.07 个百分点。四是暑假出行带动，服务价格拉动 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点。预计 9 月份 CPI 环比有望继续企稳回升。一是近期主要食品价格基

本稳定，预计食品项对 9 月 CPI 影响不大；二是 9 月上旬国际油价持续走高，对物价有一定支撑；三是预计二手房价对核心 CPI 的负向牵引效果将逐步缓解。四是 8 月下旬开始，财政部等三部门优化完善财政金融协同促内需政策，对居民端“贴息场景狭窄、贴息上限偏低”、经办银行偏少且下沉不足等问题做出优化调整，政策效果将在 9 月份逐步显现。

企业端物价环比由降转涨，同比涨幅扩大。8 月份 PPI 同比为 3.8%，环比上涨 0.4%，主要原因：一是受大宗商品价格上涨推动，石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造、有色金属冶炼和压延加工业等 4 个行业合计拉动 PPI 环比上涨约 0.31 个百分点。二是产业转型升级带动电子电路等行业需求增加、价格上涨。三是 8 月份用电用煤需求季节性增加，带动煤炭开采和洗选业价格环比上涨 2.8%，电力供应价格环比上涨 1.4%。预计未来数月的 PPI 环比仍有一定韧性。目前大宗商品涨价再度呈现扩散趋势，贵金属、有色金属价格中枢稳步抬升，能源品及化工品延续强势，农产品受天气因素催化也开启补涨势头，对 PPI 走势有一定支撑。从前瞻指标来看，近期部分生产端价格呈现上行趋势，国家统计局对全国流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示，2026 年 8 月下旬与 8 月中旬相比，34 种产品价格上涨，14 种下降，2 种持平。我们预计未来数月的 PPI 环比仍有一定韧性：一是低库存叠加能源价格支撑，部分化工品价格弹性可能超过能源品；二是天气因素扰动下，部分农产品价格存在较强补涨动力。

（8）8 月份，社融同比少增

8 月新增社会融资规模 1.66 万亿元，同比少增 0.91 万亿元。具体来看，社融口径下，8 月人民币贷款增加 0.06 万亿元，同比少增 0.57 万亿元，较去年同期偏弱；企业债券融资新增 0.27 万亿元，同比多增 0.14 万亿元，是本月同比多增规模最大的分项；政府债券新增 1.01 万亿元，同比少增 0.36 万亿元，是本月新增社融的主要构成，预计后续超长期特别国债等加速投放有望一定程度对冲信贷下行所带来的压力。

居民信贷持续承压。8 月居民贷款负增 2,029 亿元，同比多减 2,332 亿元，连续两个月负增长。其中，居民短期贷款负增 1,219 亿元，同比多减 1,324 亿元，下行趋势未见明显改善；居民中长期贷款负增 822 亿元，同比多减 1,022 亿元，或与公积金贷款政策陆续放宽后，对个人商业贷款形成一定挤出效应有关。此外，在未来收入预期不稳的背景下，居民自发降杠杆、提高首付比例或也是因素之一。

企业贷款同比少增，票据延续冲量。8 月企业贷款增加 2,600 亿元，同比少增 3,300 亿元。其中，企业短期贷款负增 1,600 亿元，同比多减 2,300 亿元；企业中长期贷款增加 3,200 亿元，同比少增 1,500 亿元，或与当前上游原材料价格高企、企业资本开支及采购计划后延有关；票据融资新增 1,000 亿元，同比多增 469 亿元。

M2-M1 剪刀差小幅收窄。8 月 M2 同比增速 7.5%，较上月下降 0.2 个百分点。8 月 M1 同比增速 4.1%，较上月上升 0.1 个百分点，M2-M1 小幅收窄。存款方面，8 月居民存款新增 400 亿元，同比少增 700 亿元；企业存款新增 2,800 亿元，同比少增 197 亿元；非银金融机构存款新增 5,600 亿元，同比少增 6,200 亿元；财政存款新增 1,100 亿元，同比

少增 800 亿元。整体来看，人民币存款同比少增 8,600 亿元，其中，非银金融机构存款少增为主要因素，或与资本市场调整，存款搬家有所放缓有关。

整体来看，信贷需求偏弱，社融结构仍待优化。展望后市，结合央行二季度货币政策执行情况报告观点，央行将加强与财政政策协同配合，为了对冲利率债发行提速，公开市场操作力度或将加大。

（9）1-7 月份，规模以上工业企业利润增速略有回落

根据国家统计局统计，1-7 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 6.5%，带动规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，低于上半年的 18.7%。7 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 11.2%，低于 6 月份的 15.1%。1-7 月份，规模以上工业企业营业收入利润率为 5.66%，较上半年的 5.7%略有回落。从三大门类看，采矿业、制造业利润分别增长 34.9%和 18.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 5.8%。具体来看，高技术产业链、原材料制造业继续表现出色。1-7 月份，制造业向产业链、价值链中高端转型持续推进，规模以上高技术制造业利润同比增长 50.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 9.6 个百分点。1-7 月份，规模以上原材料制造业利润同比增长 55.2%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 7.1 个百分点。我们认为，随着存量政策和增量政策的集成效应的有效发挥，规模以上工业企业利润仍有望保持较高增速。但考虑到行业内部分化较大，企业利润或将继续向高科技行业和原材料行业倾斜，后续重点关注其他行业的顺价能力能否改善。

3 、后续经济展望

（1）海外方面，我们认为在财政扩张、AI 投资兴起的大背景下，全球经济动能仍然具有韧性；虽然经济动能出现边际放缓的迹象，但短期内出现衰退的风险不大。在霍尔木兹海峡明显复航及 9 月美联储 FOMC 会议落地之前，最大的宏观不确定性仍是通胀尾部风险与全球超长端利率上行风险，因此需保持耐心，等待宏观冲击逐步落地。若加息落地且搭配相对鸽派的利率点阵图指引，短期海外市场可能沿着利空落地的方向进行交易，有利于风险偏好的修复；若加息幅度或指引超预期，则需警惕全球风险资产波动率抬升。

（2）国内政策端，7 月中共中央政治局会议延续“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”提法，同时新增“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，加大逆周期调节力度”表述，我们预计：一是下半年宏观政策力度将会加大，落地的时间进度上预计集中在第四季度；二是在“存量政策”的基础上提出“增量政策”，要求充分发挥各项存量政策效能，同时对“增量政策”的要求为“及时谋划”、“务实管用”，表明当前阶段仍以充分落实存量政策为主。结合 7-8 月份的经济数据，我们认为当前加快存量政策落地、谋划增量政策出台的必要性与紧迫性均有所提升，预计将最早在第三季度末谋划出台增量政策、在第四季度落地见效，以实现逆周期调
来看，预计未来“务实管用”的增量政策将向扩大内需、优化供给以
斜，以“六张网”建设为核心的投资落地节奏有加快的必要性。

（3）经济端，预计第三季度 GDP 增速将较第二季度略有回升。2026 年《政府工作报告》将 2026 年 GDP 增长目标设定在 4.5%-5%区间，上半年 GDP 增速为 4.7%，但是第二季度 GDP 当季同比增速降至 4.3%，7-8 月份内需数据仍未出现改善，表明经济增长动能回落的态势明显。在存量政策加快落地、增量政策有望谋划出台的情况下，预计 2026 年下半年经济增速仍有韧性，第三季度 GDP 增速将较第二季度出现小幅回升，但结构性矛盾仍然有待解决，具体来看：

①内需方面，经济自发复苏动能仍待巩固。拆分投资因素来看，“反内卷”政策以及原材料价格走高可能拖累部分制造业投资、房价偏弱仍将制约房地产投资，但第三季度财政政策对基建投资的支撑力度有望提升，“六张网”建设等进入提速阶段，预计 2026 年三、四季度固定资产投资降幅有望逐步收敛，但短期内投资仍将承压。拆分消费因素来看，2026 年下半年，预计“收入效应”对消费仍有一定制约作用，但伴随着切实改善民生、提升民众福祉、促进城乡居民收入增长等政策落地，有望逐步使消费行为从政策驱动转为自主、可持续的内生性增长，2026 年消费将延续温和复苏态势，服务消费仍然是重要支撑因素。

②外需方面，出口增速持续彰显韧性，中国出口从依赖低成本优势，转向依靠产品竞争力、供应链韧性和贸易伙伴多元化的新阶段。在外部环境动荡加剧的情况下，稳定的内部环境、完整的产业链、多元的能源供给体系更加有利于提升我国出口产品竞争力，出口仍将成为我国 2026 年下半年经济增长的重要贡献。但需关注以下几大风险：一是全球贸易保护主义抬头，关键领域关税可能升级；二是主要发达经济体需求如果超预期放缓，将直接影响外需；三是持续关注地缘政治冲突与全球供应链重构的长期压力，可能对出口增速构成下行挑战。

4 、投资建议

（一）权益市场：宏观事件持续扰动，近期仍以防守为主

8 月下旬以来，A 股指数波动幅度开始放大，市场量能出现一定萎缩，市场主线尚不清晰，仍应合理控制仓位，静待宏观层面信号进一步明确。一是国内经济基本面弱现实及政策面强预期将交织影响市场走势，观察 9 月底是否会出台增量政策；二是近期海外宏观环境有望逐步明朗，观察中美领导人会晤进展、美伊冲突是否缓解、美联储 9 月份议息会议是否重启加息周期；三是海外科技巨头业绩暂未明显提振市场走势，市场开始担心 AI 趋势的持续性，观察 AI 模型或 AI 应用端是否出现重大突破。市场当前对国内外的利空因素已经反映较为充分，例如国内经济数据弱现实、AI 产业趋势放缓担忧、国际油价持续高企、美联储加息预期、美债收益率攀升等。如果上述利空因素出现改善迹象，将有利于支撑市场走出震荡区间。如果海外方面无重大利空因素出现，预计 A 股指数 7 月份的低点将是较强的支撑位，市场可能在短暂调整后，重拾上行趋势，或与 7 月份低点一起构筑“W 型底部”结构。短期操作层面，在宏观事件冲击持续的背景下，仍然建议以防守为主，逢低关注、均衡配置：

（1）高股息方向，银行、煤炭、交运、出版等；

（2）消费医药方向，例如服务消费、创新药领域；

（3）“泛科技”方向，例如 AI 应用、国防军工、人形机器人等；

（4）涨价线方向，例如贵金属、工业金属、化工、建材、部分农产品等。

（二）债券市场：宏观环境整体偏有利

整体来看，当前“政策温和、基本面偏弱、资金面均衡”的宏观环境对债市偏有利。7 月中共中央政治局会议后增量刺激政策预期有所升温，财政与货币政策的协同配合，例如央行通过买断式逆回购、隔夜逆回购等方式呵护流动性，使得政府债券总量供给对资金面的扰动有限。整体来看，我们认为政府债供给节奏提速及经济基本面偏弱的背景下，中国国债收益率仍有一定的下行空间，但需要注意的是，新增专项债久期持续拉长意味着同等规模供给可能对长端和超长端形成更大压力。

（三）商品市场：原油或将“逼仓式”上涨，贵金属面临压力测试

在美伊局势仍未明显缓解的情况下，原油可能还存在一波“逼仓式”加速上涨，有色金属、贵金属价格面临压力，同时重点关注农产品涨价的持续性。

5 、风险提示

地缘政治冲突缓和进程不及预期、全球贸易保护主义抬头、主要发达经济体需求放缓、国内经济复苏低于预期、美联储大幅加息等风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com　　邮编：410005
电话：0731-84403360　　传真：0731-84403438
地址：湖南省长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 层