下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

8月经济：生产有所回暖，内需仍待接力

证券研究报告

宏观点评/ 2026.09.15

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 连桐杉
SAC 证书编号：S0160526080001
liants@ctsec.com

核心观点

- **事件：**截至9月15日，2026年8月宏观经济重点数据已基本披露。与7月相比，生产端有所改善，但消费、投资仍处低位，经济修复仍主要依赖外需和新动能支撑，内需尚未形成有效接力。

- **生产有所回暖，新旧动能分化边际收敛。**8月工业增加值同比由4.5%回升至5.2%，上游改善最为明显，中游低位企稳，下游继续保持较高景气。煤炭开采、化工、黑色金属冶炼等传统行业较7月修复，计算机通信电子、铁路船舶航空航天、专用设备等高端制造仍保持两位数附近增长。工业生产由此前主要依靠新动能支撑，逐步转向“传统行业修复、新动能维持高景气”，增长的行业广度有所改善。

- **消费仍待内生需求接力，科技消费延续高景气。**8月社零同比由0.6%回落至0.4%，服务业生产指数也由4.3%降至4.1%，商品和服务消费均未出现明显加速。结构上，通讯器材同比升至27.3%，继续成为最强支撑，家电重新转正，部分地产后周期消费有所改善；但汽车、金银珠宝等自主性较强的大宗和可选消费仍处两位数负增长。当前消费修复仍集中于科技消费和政策支持领域，从补贴需求向居民自主消费的扩散尚不明显。

- **投资继续探底，“设备强、建安弱”的结构更加突出。**1—8月固定资产投资累计同比降至-7.2%，制造业、基建和房地产投资仍然承压。与此同时，设备工器具购置投资累计同比进一步升至9.3%，而建筑安装工程投资降至-9.8%，表明企业资本开支更多集中于设备更新、技术改造和效率提升，对新增厂房和传统产能扩张仍较谨慎。当前投资的主要矛盾已经从资金供给不足逐步转向资金形成实物工作量偏慢以及民间部门扩产意愿不足，后续重点观察财政资金落地和企业盈利改善能否推动投资企稳。

- **价格修复领先于投资，经济正在等待盈利向资本开支传导。**8月PPI同比由7月的3.5%回升至3.8%，而固定资产投资累计同比继续下探至-7.2%，价格与投资走势进一步背离。当前设备购置投资的边际回暖尚未扩散至新增产能、就业收入和居民消费。四季度经济能否进一步企稳，一方面取决于重大项目能否加快形成实物工作量，另一方面取决于出口和新经济创造的利润能否进一步转化为企业资本开支和居民收入。

- **风险提示：**国内政策力度或落地效果不及预期，国际地缘政治局势变化超预期，数据测算存在误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 2026 年 4 月到 2026 年 8 月经济数据核心分项增速.....4
图 2： 2026 年 8 月工业增加值增速变化：上游 “升温最快”，中游和下游“缓慢升温”.....6
图 3： 分行业工业增加值 2026 年 7-8 月当月同比.....6
图 4： 2026 年 8 月，参与补贴的商品零售额增速边际恶化.....8
图 5： 2026 年 8 月，建材和汽车补贴商品景气度继续边际下滑.....9
图 6： 服务业生产相较商品零售仍具韧性.....10
图 7： 8 月固定资产投资同比-11.0%，降幅收窄 1.9 个百分点.....12
图 8： 固定资产投资完成额与 PPI 走势.....13
图 9： 8 月，房屋施工面积当月同比为-27.0%，较前值上行 7.9 个百分点.....14
图 10： 1-8 月，固定资产投资中设备购置投资同比 9.3%.....15

表 1： 分行业工业增加值当月同比变动趋势：下游部分制造行业工增同比维持高景气度.....7
表 2： 2026 年 8 月社零中通讯器材类消费增速相对较高.....11

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 9 月 15 日，2026 年 8 月宏观经济重点数据已基本披露：

生产端，8 月工业增加值当月同比回升至 5.2%，较 7 月的 4.5%提高 0.7 个百分点，工业生产重新改善。行业层面最大的变化是传统行业低位修复与高端制造维持高景气并存。煤炭开采同比由-10.8%回升至-5.6%，化工由-1.2%回升至 0%，黑色金属冶炼由 0.3%升至 1.0%；与此同时，计算机通信电子设备、铁路船舶航空航天、专用设备制造业分别增长 17.2%、13.4%和 11.4%，仍处于较高增长区间。相比 7 月“新强旧弱”的分化，8 月工业增长的行业广度有所改善，呈现“旧动能低位修复、新动能高位维持”的特征。

外需端，8 月出口继续保持较高增速，外需仍是经济最稳定的支撑力量之一。出口并未出现此前市场担忧的快速回落，高端制造和优势产业出口继续支撑工业生产。在国内投资和消费偏弱的背景下，出口韧性有效托住了生产端，也解释了为何电子、装备制造、汽车等行业生产仍能维持较高景气。当前经济“生产强于需求”的背后，本质上仍有较强的外需支撑。

内需端，8 月社会消费品零售总额同比 0.4%，较 7 月的 0.6%进一步回落，商品消费仍处低位；服务业生产指数同比 4.1%，较 7 月的 4.3%小幅下降，但仍明显强于商品消费。结构上，通讯器材类同比由 20.4%进一步升至 27.3%，继续成为最强消费品类；家电由-1.9%转正至 2.3%，家具和建筑装潢材料降幅也有所收窄。但汽车类同比进一步降至-18.5%，金银珠宝降至-17.5%，居民自主性较强的大宗和可选消费仍然偏弱。消费继续呈现“科技消费强、传统可选弱，服务强于商品”结构。

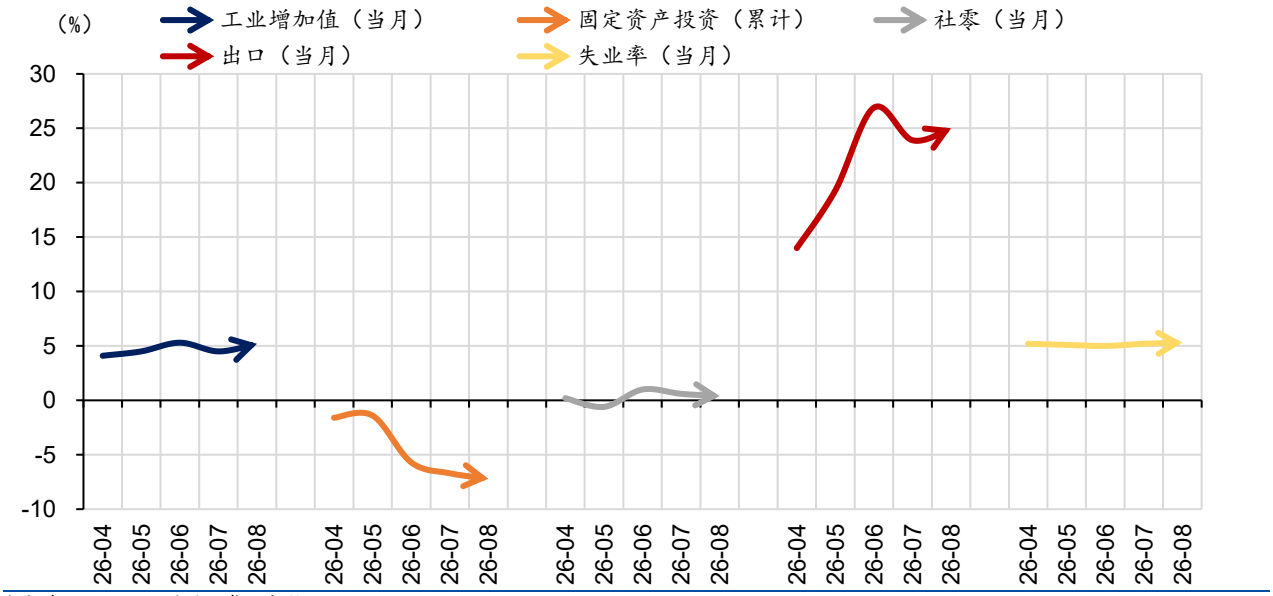
投资端，8 月固定资产投资累计同比进一步降至-7.2%，投资仍是当前经济最弱的环节。更值得关注的是投资内部的结构分化：设备工器具购置投资累计同比由 7 月的 9.0%进一步升至 9.3%，而建筑安装工程投资由-9.2%降至-9.8%，其他费用投资由-10.9%降至-12.0%，呈现非常明显的“设备强、建安弱”。这意味着企业并未停止资本开支，而是更多将资金用于设备更新、数字化改造和技术升级，对新增厂房和传统产能扩张仍较为谨慎。房地产和传统基建仍是主要拖累，财政资金向项目开工和实物工作量的传导尚未充分体现。

价格端，8 月 PPI 同比由 7 月的 3.5%重新回升至 3.8%，价格修复趋势仍在延续，并与固定资产投资走势形成明显背离。年初以来 PPI 已经由负增长转为较高正增长，而固定资产投资累计同比则一路下行至-7.2%，说明当前经济正在经历“价格和盈利先修复、资本开支后修复”的阶段。企业在价格和利润改善后首先增加设备更新，而尚未转向全面扩产，如果后续 PPI 和利润改善能够持续，资本开支可能成为下一阶段经济能否企稳的关键观察变量。

整体来看，8 月宏观经济运行可以概括为“生产回升、出口偏强、消费低位、投资探底、价格修复”。与 7 月相比，最大的积极变化是工业生产重新回升、传统行业出现低位修复，经济的“K 型分化”有所收敛；但最大的问题仍然来自内需，商品消费未能明显改善，固定资产投资降幅继续扩大，地产和传统基建仍在拖累经济。当前经济已经出现“价格—利润—设备更新”的初步正向传导，但尚未进一步演化为“盈利—全面资本开支—就业收入—消费”的内生循环。**因此，四季度经济能否进一步企稳，核心需要观察两条线索：一是财政资金和重大项目能否真正形成实物工作量，推动投资触底；二是出口和新经济创造的利润能否进一步转化为资本开支、就业和居民收入，从而推动经济由结构性修复走向总量修复。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图1： 2026 年 4 月到 2026 年 8 月经济数据核心分项增速



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：固定资产投资为累计同比，社零、出口、工业增加值均为当月同比，失业率为当月值

整体来看，8 月工业生产最重要的边际变化，是上游明显修复、中游小幅改善、下游维持高景气，工业结构从 7 月的“上游低位、中游走弱、下游高位”转向“上中游修复、下游韧性延续”。工业增加值同比由 7 月的 4.5%回升至 5.2%，其中资源品生产明显改善，高端制造仍维持较快增长。与 7 月相比，新旧动能之间的分化有所收敛，但电子、装备制造等新动能仍然是工业生产的核心支撑。

从产业链结构来看，8 月上、中、下游工业增加值同比分别为 0.3%、1.4%和 9.0%。与 7 月相比，上游由-2.4%大幅回升至 0.3%，改善 2.7 个百分点，是三大产业链中边际变化最明显的部分；中游由 1.3%小幅回升至 1.4%，基本企稳；下游由 8.9%升至 9.0%，继续保持接近两位数的高增长。整体呈现“上游明显修复、中游低位企稳、下游高位韧性”的格局，相比 7 月工业生产的结构性改善更加均衡。

行业层面，上游是 8 月改善最明显的环节，主要来自煤炭生产的低位修复。煤炭开采和洗选业同比由 7 月的-10.8%大幅回升至-5.6%，改善 5.2 个百分点，是上游回升的主要贡献；石油和天然气开采业同比由 6.1%小幅升至 6.2%。这意味着 7 月资源品生产的明显走弱有所缓解，但煤炭仍处负增长区间，上游更多体现为低位修复，而非进入新一轮扩张。

中游整体小幅改善，但内部继续分化。8 月中游工业增加值同比由 1.3%升至 1.4%。其中，化学原料及化学制品制造业由-1.2%回升至 0%，改善 1.2 个百分点；黑色金属冶炼由 0.3%升至 1.0%，金属制品业由 7.3%升至 8.1%，农副食品加工业由 3.8%升至 4.3%。相对偏弱的是有色金属冶炼和非金属矿物制品业，分别由-2.5%降至-4.1%、由-3.3%降至-4.1%。因此，中游改善更多集中在化工、黑色和金属制品，地产链相关原材料生产仍然偏弱

下游行业继续成为工业增长最主要的支撑力量，高端制造景气维持高位。8 月计算机、通信和电子设备制造业同比 17.2%，虽然较 7 月的 19.1%回落 1.9 个百分点，但仍是主要行业中增速最高的板块；铁路、船舶、航空航天制造业同比 13.4%，专用设备制造业 11.4%，电气机械及器材制造业 9.9%，通用设备制造业 9.8%，均维持较高增长。汽车制造业同比 8.7%，连续三个月保持 8%以上增速。高端制造虽

下载日志已记录，仅供内部参考

然没有延续 7 月全面加速的状态，但整体景气并未明显降温，工业增长的核心支撑仍集中于电子和装备制造。

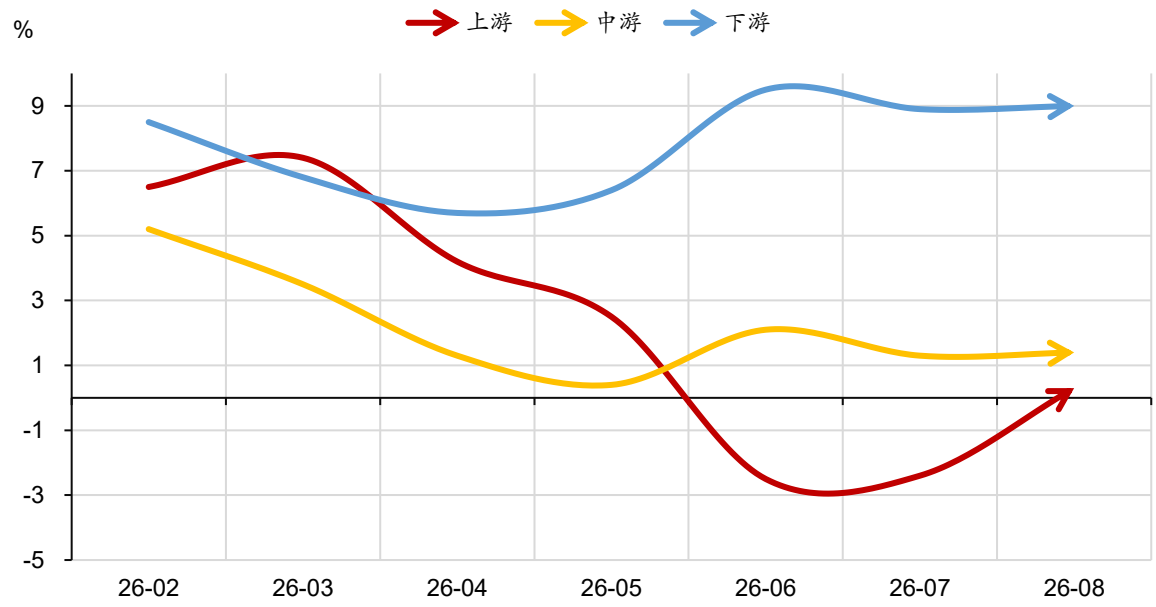
消费制造则出现一定修复。8 月医药制造业同比由 2.8%升至 5.2%，改善 2.4 个百分点，是下游行业中边际改善最大的分项；纺织业由 2.3%升至 3.0%，酒、饮料和精制茶制造业由 2.6%升至 3.0%，均有所回升；食品制造业由 9.0%小幅回落至 8.8%，仍保持较高增速。相比 7 月消费制造普遍降温，8 月多数行业出现边际改善，使得下游增长的结构由此前主要依靠高端制造，转向高端制造保持强势、消费制造同步修复。

设备制造仍然保持较强韧性，但内部由“全面加速”转向“高位分化”。8 月电气机械、通用设备、专用设备制造业同比分别为 9.9%、9.8%和 11.4%，其中电气机械和通用设备分别较 7 月提高 1.1 和 0.3 个百分点，专用设备则回落 1.2 个百分点；电子设备制造业由 19.1%回落至 17.2%，铁路船舶航空航天由 13.6%小幅降至 13.4%。因此，8 月装备制造整体仍维持两位数附近的较高景气，只是 7 月电子和专用设备快速上行的斜率有所放缓，设备制造对工业生产的支撑由进一步加速转向高位维持。



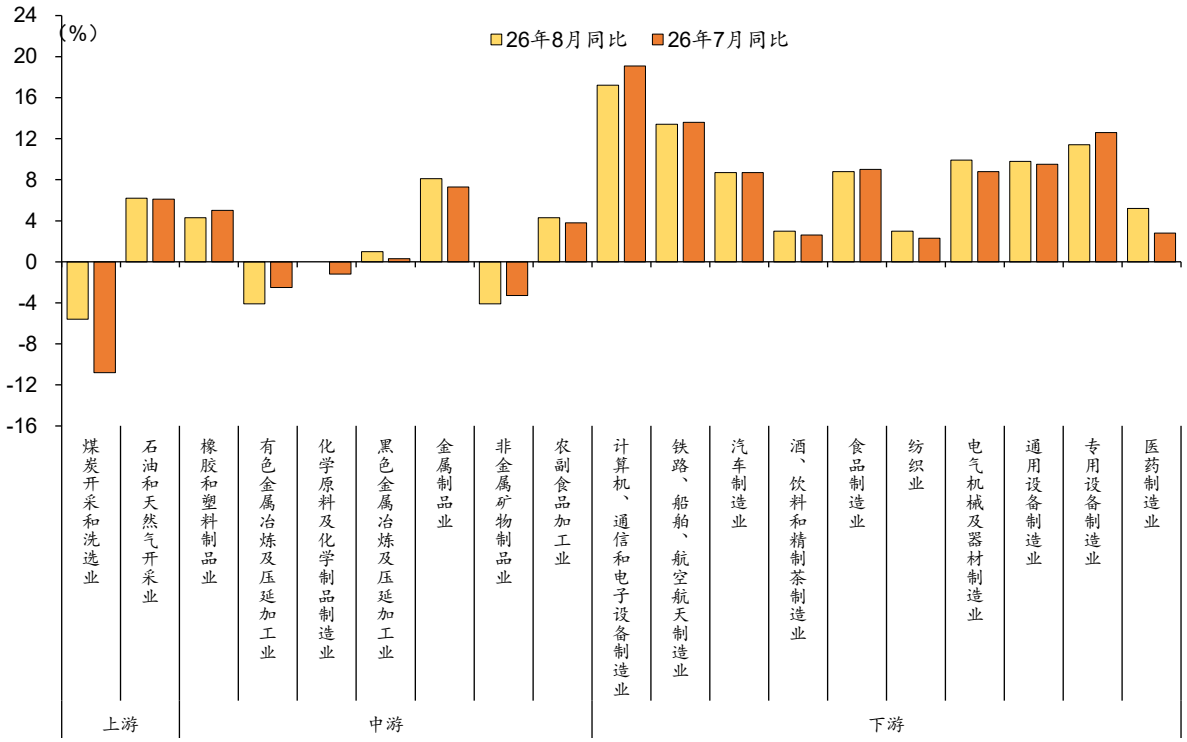
下载日志已记录，仅供内部参考

图2： 2026 年 8 月工业增加值增速变化：上游 “升温最快”，中游和下游“缓慢升温”



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图示上中下游分别代指其工业增加值当月同比

图3： 分行业工业增加值 2026 年 7-8 月当月同比



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图中当月同比均指代工增当月同比

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：　分行业工业增加值当月同比变动趋势：下游部分制造行业工增同比维持高景气度

		26年8月同比	26年7月同比	26年6月同比	26年5月同比	26年4月同比	26年3月同比	26年7月较26年6月变动百分比
上游	煤炭开采和洗选业	-5.60	-10.80	-5.90	3.50	3.80	5.30	5.20
	石油和天然气开采业	6.20	6.10	1.00	1.50	4.60	9.40	0.10
中游	橡胶和塑料制品业	4.30	5.00	6.50	6.20	5.50	6.40	-0.70
	有色金属冶炼及压延加工业	-4.10	-2.50	-3.80	-4.50	-1.00	0.00	-1.60
	化学原料及化学制品制造业	0.00	-1.20	-0.10	0.30	5.30	9.00	1.20
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.00	0.30	3.30	1.60	1.00	1.70	0.70
	金属制品业	8.10	7.30	7.80	3.00	1.50	4.60	0.80
	非金属矿物制品业	-4.10	-3.30	-2.30	-5.60	-6.50	-5.50	-0.80
	农副食品加工业	4.30	3.80	3.10	1.50	3.50	8.00	0.50
下游	计算机、通信和电子设备制造业	17.20	19.10	15.70	17.00	15.60	12.50	-1.90
	铁路、船舶、航空航天制造业	13.40	13.60	18.20	7.40	8.20	13.30	-0.20
	汽车制造业	8.70	8.70	8.70	8.30	9.20	7.50	0.00
	酒、饮料和精制茶制造业	3.00	2.60	6.10	-2.70	-1.40	2.40	0.40
	食品制造业	8.80	9.00	8.90	6.90	6.80	6.20	-0.20
	纺织业	3.00	2.30	3.40	2.60	2.30	1.70	0.70
	电气机械及器材制造业	9.90	8.80	7.00	4.70	3.10	5.40	1.10
	通用设备制造业	9.80	9.50	9.90	6.70	5.50	6.30	0.30
	专用设备制造业	11.40	12.60	10.00	9.10	6.20	6.20	-1.20
	医药制造业	5.20	2.80	6.70	4.00	1.30	6.80	2.40

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：①当月同比均指代工增当月同比；②红色表示该数值在该行相对较大，绿色反之，颜色深浅表示数值相对大小；③单位：%；④由于部分行业数据披露延迟，本表中仅展示当月披露工增的行业。

相比生产端仍受出口和高端制造支撑，8 月消费出现一定边际回落。8 月社零同比由 7 月的 0.6%回落至 0.4%，居民内生消费需求尚未出现明显改善。

从补贴政策来看，以旧换新商品的降幅基本走平，政策托底作用仍在，但边际改善并不明显。8 月参与以旧换新的商品零售额同比-12.1%，较 7 月的-11.9%小幅回落 0.2 个百分点；不参与以旧换新的商品零售额同比-3.2%，较 7 月的-3.3%小幅改善 0.1 个百分点。相比今年 4—5 月，补贴商品同比降幅仍然较深，表明随着高基数逐渐显现，以旧换新的同比拉动作用已经明显减弱；与此同时，非补贴商品仍处负增长区间，居民消费的内生修复依然不足。

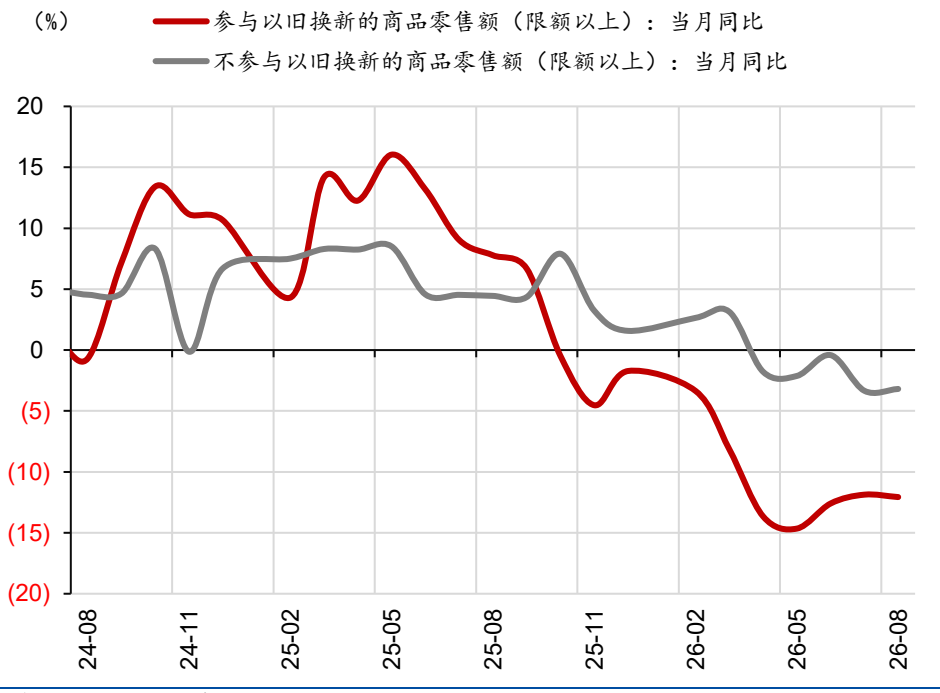
从具体品类来看，8 月消费最大的亮点仍然是通讯器材，家电和家具也出现不同程度改善。限额以上通讯器材类同比由 7 月的 19.7%进一步升至 26.9%，提高 7.1 个百分点，是主要消费品类中改善幅度最大的分项；家用电器和音像器材类同比由-3.3%回升至-0.3%，改善 2.9 个百分点，已经接近零增长；家具类同比由-14.4%收窄至-12.8%，改善 1.7 个百分点。相比之下，建筑及装潢材料类同比由-30.2%进一步降至-30.3%，仍处于深度负增长区间，地产链消费尚未出现改善。

值得注意的是，汽车消费仍未出现此前期待的明显拐点，生产与内销之间的背离继续扩大。8 月汽车类社零同比由 7 月的-18.7%进一步降至-19.9%，回落 1.2 个百分点；同期汽车制造业工业增加值同比仍达到 8.7%，连续三个月维持这一较高增速。一端是汽车生产保持较强韧性，另一端是国内汽车零售接近 20%的负增长，说明汽车产业景气更多由出口和生产端支撑，国内终端需求依然偏弱，汽车尚未成为消费企稳的有效支撑。

整体来看，8 月消费总量继续低位运行，结构上部分政策支持品类有所改善，但内生需求仍然偏弱，尚未形成从补贴消费向居民自主消费扩散的迹象。

下载日志已记录，仅供内部参考

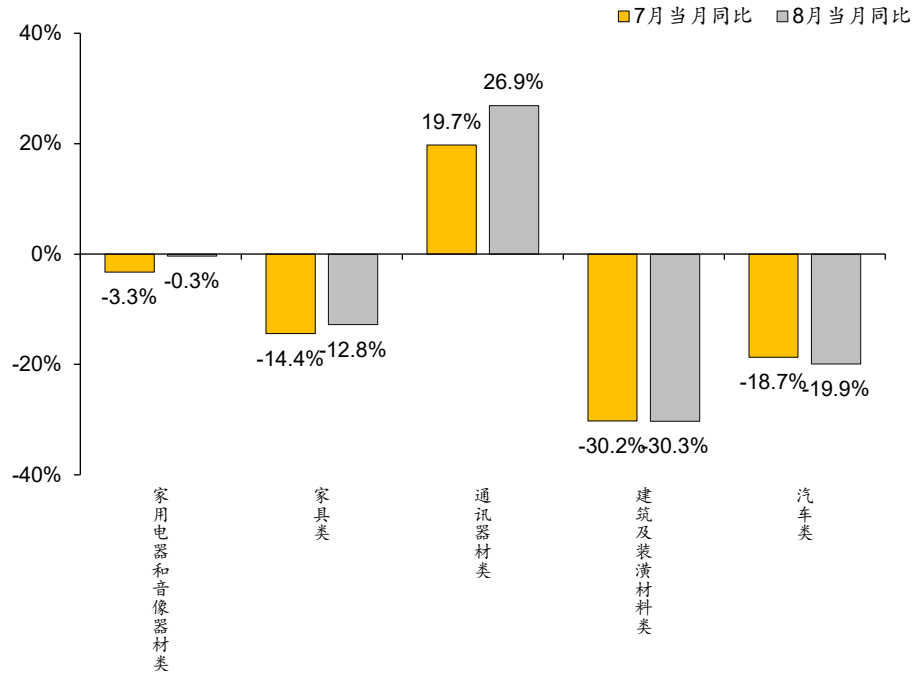
图4： 2026 年 8 月，参与补贴的商品零售额增速边际恶化



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图 3、图 4 讨论“限额以上单位口径”；表 2 及品类分析采用“社会消费品零售总额分品类口径”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图5： 2026 年 8 月，建材和汽车补贴商品景气度继续边际下滑



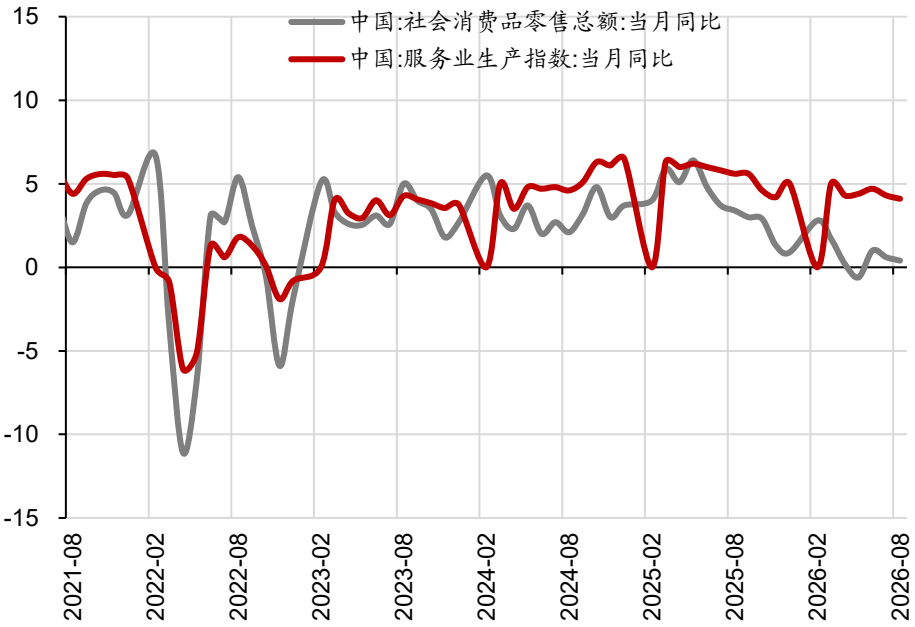
数据来源：Wind，财通证券研究所

结构视角，服务业生产仍强于商品零售，侧面反映服务相关需求韧性相对较强。8 月社会消费品零售总额同比由 7 月的 0.6%进一步回落至 0.4%，延续低位运行；服务业生产指数同比由 4.3%降至 4.1%，连续两个月回落。与去年同期相比，商品和服务消费增速均明显放缓，但服务业生产仍高出社零 3.7 个百分点，服务消费相对商品消费仍表现出更强韧性。当前消费的主要特征已经从此前“服务走强、商品走弱”，逐步转向“商品低位、服务放缓”，消费总需求修复仍然偏弱。

值得关注的是，从更全面的商品和服务零售口径来看，服务消费仍是居民消费的主要支撑。传统社零主要反映商品零售和餐饮收入，对居民服务消费覆盖相对有限，因此在商品消费持续低迷的背景下，仅观察社零可能低估服务消费对总消费的支撑。结合服务业生产指数仍保持 4.1%的增长来看，居民消费结构继续呈现服务强于商品的特征。不过，服务业生产增速从 6 月的 4.7%连续回落至 7 月的 4.3%和 8 月的 4.1%，意味着服务端也开始出现边际降温。后续判断消费能否真正企稳，不仅需要观察家电、汽车等商品消费，也需要关注服务消费能否重新回升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6： 服务业生产相较商品零售仍具韧性



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

从品类视角来看，8 月消费结构仍然呈现明显分化，最大的变化是“科技消费进一步走强、部分必选消费修复，但汽车和传统可选消费仍弱”。通讯器材继续成为最强增长点，饮料、烟酒等必选消费有所回升，家电和建材边际改善；但金银珠宝、汽车仍处于两位数负增长区间。整体来看，8 月消费改善仍主要依赖科技消费和部分政策支持品类，尚未形成各品类普遍回暖。

升级类消费继续分化，科技消费进一步走强。通讯器材类同比由 7 月的 20.4%进一步升至 27.3%，提高 6.9 个百分点，是 8 月主要消费品类中改善幅度最大的分项，科技消费景气进一步上行。相比之下，金银珠宝类同比由-10.1%进一步降至-17.5%，回落 7.4 个百分点，是当月恶化最明显的品类；化妆品类由 6.8%降至 4.9%，文化办公用品类由 7.4%降至 5.8%，中西药品类由 6.7%降至 4.8%。因此，可选消费并未出现全面改善，增长动力进一步集中于通讯器材。

必选消费较 7 月有所修复，但内部仍有分化。饮料类同比由 3.5%升至 4.9%，烟酒类由 6.0%大幅升至 12.5%，分别改善 1.4 和 6.5 个百分点；日用品类维持 1.8%不变。粮油食品类则由 5.3%回落至 4.0%。相比 7 月必选消费多数品类同步回落，8 月饮料和烟酒重新改善，表明基础消费有所企稳，但尚未形成全面回升。

地产后周期消费普遍改善，但整体仍然偏弱。家用电器和音像器材类同比由 7 月的-1.9%回升至 2.3%，改善 4.2 个百分点并重新转正；家具类由-8.8%收窄至-7.9%，建筑及装潢材料类由-14.2%收窄至-11.8%。三个主要地产后周期品类均较 7 月改善，其中家电表现最为突出，政策支持仍在发挥作用。但家具和建材依然处于较深负增长区间，地产销售偏弱对后周期消费的约束并未消失。

汽车消费继续偏弱，是 8 月消费结构中最明显的拖累项之一。汽车类同比由 7 月的-17.0%进一步降至-18.5%，回落 1.5 个百分点，连续数月处于两位数负增长；同期汽车制造业工业增加值同比仍达到 8.7%，生产与国内零售继续明显背离。这

下载日志已记录，仅供内部参考

意味着汽车产业景气仍更多依靠生产、出口等因素支撑，国内汽车终端需求尚未出现明确拐点。

整体来看，8 月消费最大的边际变化在于科技消费进一步加速、地产后周期消费有所改善、必选消费部分修复，但传统可选消费和汽车仍然偏弱。通讯器材同比升至 27.3%，烟酒升至 12.5%，家电由负转正至 2.3%；与此同时，金银珠宝进一步降至-17.5%，汽车降至-18.5%。因此，消费“K 型分化”特征仍然明显，当前改善主要集中在科技消费、政策支持以及部分必选品类，居民自主性较强的可选消费尚未形成广泛修复。

表2： 2026 年 8 月社零中通讯器材类消费增速相对较高

一级分类	二级分类	环比	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11
必选消费	粮油、食品类	-1.3	4.0	5.3	7.9	1.9	4.1	9.5	10.2	9.9	6.1
	饮料类	1.4	4.9	3.5	5.8	6.1	3.6	8.2	6.0	-8.5	2.9
	烟酒类	6.5	12.5	6.0	12.1	4.8	11.7	7.7	19.1	10.4	-3.4
	日用品类	0.0	1.8	1.8	3.9	1.6	3.5	4.6	6.6	6.3	-0.8
可选消费	化妆品类	-1.9	4.9	6.8	12.6	2.5	4.7	8.3	4.5	0.8	6.1
	金银珠宝类	-7.4	-17.5	-10.1	-3.4	-8.9	-21.3	11.7	13.0	-1.0	8.5
	服装鞋帽针纺织品类	0.5	-0.5	-1.0	3.9	3.8	3.6	7.0	10.4	-0.3	3.5
	通讯器材类	6.9	27.3	20.4	16.5	0.7	6.2	27.3	17.8	14.0	20.6
居住类	家用电器和音像器材类	4.2	2.3	-1.9	-8.7	-15.6	-15.1	-5.0	3.3	39.3	-19.4
	家具类	0.9	-7.9	-8.8	-6.6	-8.7	-10.4	-8.7	8.8	8.8	-3.8
	建筑及装潢材料类	2.4	-11.8	-14.2	-10.5	-13.6	-13.8	-9.0	-2.2	0.8	-17.0
汽车类	汽车类	-1.5	-18.5	-17.0	-16.1	-16.1	-15.3	-11.8	-7.3	0.5	-8.3
	石油及制品类	0.6	-7.0	-7.6	-5.4	-3.2	-6.5	0.1	-9.7	-2.8	-8.0
文娱其他	文化办公用品类	-1.6	5.8	7.4	12.7	-1.5	-6.9	15.0	5.8	9.1	11.7
	中西药品类	-1.9	4.8	6.7	4.4	4.0	4.2	5.7	0.7	-0.9	4.9

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：红色表示该数值在该行相对较大，绿色反之，颜色深浅表示数值相对大小；单位：%；该数据统计局会偶有回溯修订

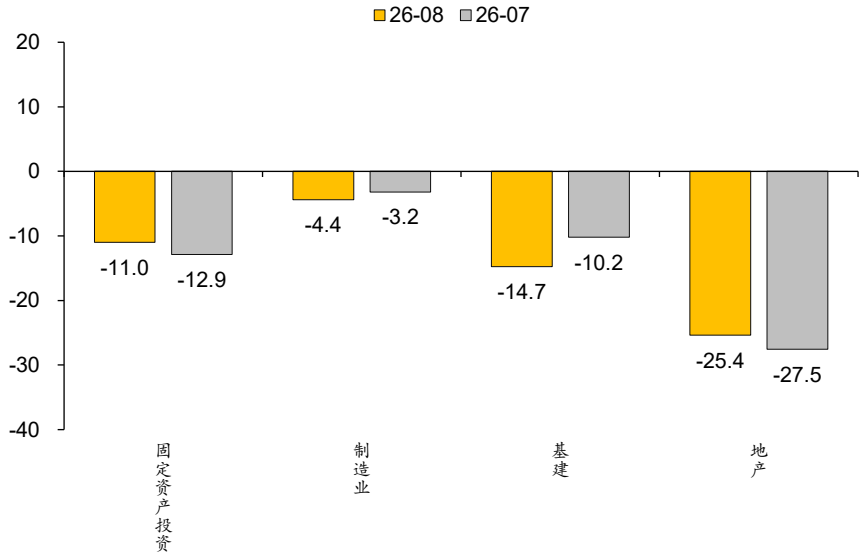
下载日志已记录，仅供内部参考

投资端仍然验证了当前“生产改善、投资偏弱”的经济特征，且 8 月投资内部进一步分化。8 月固定资产投资当月同比-11.0%，较 7 月的-12.9%收窄 1.9 个百分点；分项来看，制造业投资同比由-3.2%降至-4.4%，恶化 1.2 个百分点；基建投资同比由-10.2%进一步降至-14.7%，恶化 4.5 个百分点；房地产投资同比则由-27.5%收窄至-25.4%，改善 2.1 个百分点。总量虽然边际改善，但制造业和基建同步走弱，意味着投资端尚未出现趋势性拐点。

从 8 月结构来看，最大的变化是“地产拖累边际减轻，但制造业和基建压力加大”。地产投资虽然仍处-25%以上的深度负增长区间，但降幅有所收窄，对固定资产投资的边际拖累减弱；制造业投资则在工业生产同比由 4.5%回升至 5.2%的同时进一步走弱，生产与资本开支之间的背离有所扩大，反映企业当前仍以消化存量产能、设备更新和效率提升为主，全面扩产意愿不足。基建投资降幅扩大至-14.7%，则说明财政资金加快投放尚未充分形成实物工作量，从资金下达到项目开工、施工仍存在明显时滞。

从更长周期来看，当前投资最值得关注的是“价格修复与资本开支偏弱”并存。PPI 已经保持正增长，企业盈利环境有所改善，但制造业投资当月同比仍降至-4.4%，说明价格和利润改善尚未触发新一轮全面扩产。与此同时，设备工器具购置投资仍明显强于建安投资，企业资本开支更多集中于设备更新和技术改造。后续投资端能否真正触底，一方面取决于财政资金能否在四季度加快形成实物工作量、推动基建回升；另一方面需要观察 PPI 和利润修复能否由“设备更新”进一步扩散至厂房建设和新增产能投资。

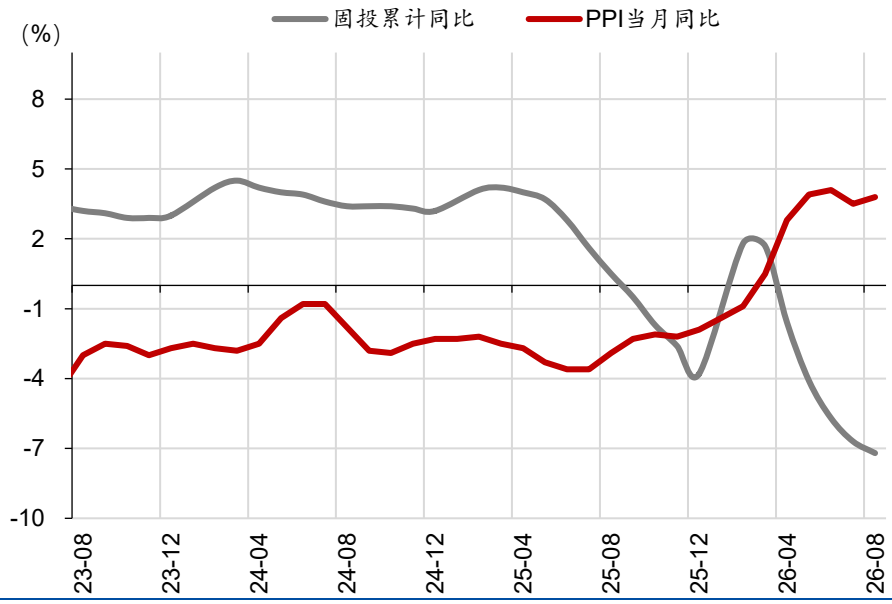
图7： 8 月固定资产投资同比-11.0%，降幅收窄 1.9 个百分点



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%，注：由于统计局对基建投资口径进行了调整，我们对当月增速计算也做了更新，与之前报告外发数据存在细微差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8： 固定资产投资完成额与 PPI 走势



数据来源：Wind，财通证券研究所

制造业投资继续走弱，与工业生产回升形成一定背离。1—8 月制造业投资同比下降 2.3%，较 1—7 月的-1.7%进一步回落，8 月当月同比由 7 月的-3.2%降至-4.4%；但同期制造业增加值仍增长 6.1%，生产端明显强于投资端。分行业看，铁路船舶航空航天和其他运输设备、计算机通信电子设备投资分别增长 16.3%和 8.1%，但汽车、化工、医药、专用设备等行业投资普遍下降，制造业资本开支仍集中于少数高景气行业。与此同时，1—8 月设备工器具购置投资同比增长 9.3%，较 1—7 月的 9.0%进一步提高，表明企业更倾向于通过设备更新、技术改造提升现有产能效率，而非新建厂房和全面扩产。因此，制造业投资真正的拐点不能只看高技术行业，更需要观察传统制造业和民间投资何时止跌。

基建重点项目尚未形成明显支撑，后续更可能低位企稳。1—8 月基建投资同比下降 4.0%，较 1—7 月继续回落 0.4 个百分点，8 月基建投资当月同比由 7 月的-10.2%进一步降至-14.7%。结构上，信息传输、航空运输和水上运输投资分别增长 28.4%、16.7%和 14.7%，数字基础设施和重点交通领域仍有支撑；但道路运输下降 8.0%，水利管理下降 12.0%，公共设施管理下降 11.2%，传统地方基建仍然偏弱。当前专项债、“两重”“六张网”、城市更新以及政策性金融工具正在加快落地，但从资金投放到项目申报、审批、开工，再到形成实物工作量存在一定时滞。考虑地方债务、土地财政和项目收益率约束，本轮基建更可能承担托底功能，随着四季度项目加快落地，基建有望逐步止跌，但重现过去稳增长周期高弹性的概率较低。

房地产仍处于调整阶段，但 8 月投资降幅出现一定收窄。1—8 月房地产开发投资同比下降 19.9%，较前月降幅进一步扩大；8 月当月同比则由 7 月的-27.5%收窄至-25.4%，改善 2.1 个百分点。1—8 月新开工面积下降 24.9%，房地产开发企业到位资金下降 21.0%，新建商品房销售面积下降 12.1%、销售额下降 13.0%，销售端仍不足以有效修复房企现金流，从销售到拿地、新开工和开发投资的传导链条依然偏弱。价格端虽然出现一定企稳迹象，但改善尚未充分传导至销售和投资，因此地产投资当前更多体现为低位波动，而非趋势性拐点。

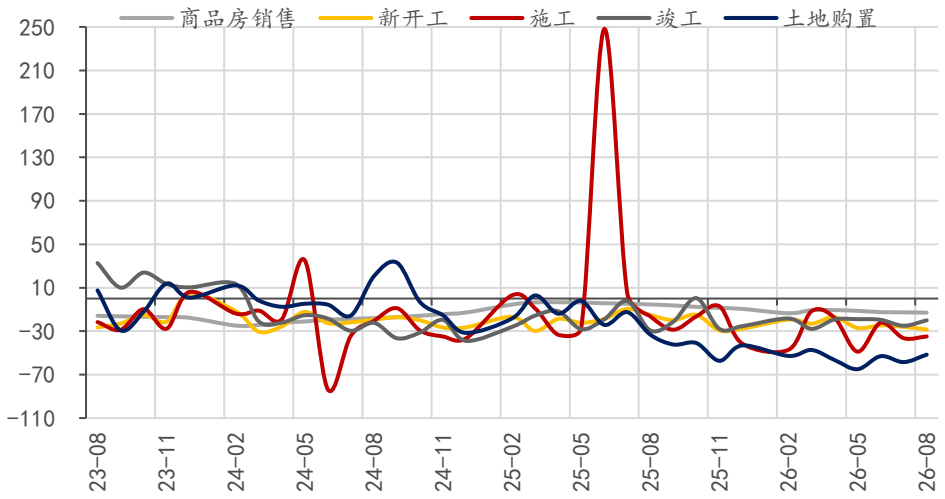
下载日志已记录，仅供内部参考

从投资结构来看，“设备强、建安弱”的特征进一步强化。1—8 月设备工器具购置投资累计同比增长 9.3%，连续两个月回升；建筑安装工程投资则由 1—7 月的-9.2%进一步降至-9.8%，其他费用投资由-10.9%降至-12.0%。这一结构与制造业投资表现相互印证：企业当前更愿意通过设备更新、数字化改造和技术升级提高生产效率，而对于新建厂房、扩大产能等重资产投资仍较为谨慎。即使工业生产和 PPI 已经明显改善，也尚未触发传统意义上的全面资本开支周期。

民间投资继续承压，是当前投资修复的另一重要约束。高技术制造、出口优势产业以及政策支持的设备更新仍保持一定投资韧性，但传统制造业和民间投资尚未形成普遍改善。其背后反映的是企业面对终端需求偏弱、盈利持续性仍待验证以及存量产能利用不足时，对长期扩产依然保持谨慎。因此，后续判断资本开支周期是否真正启动，需要重点观察民间投资和传统制造业投资能否从负增长逐步企稳，而不能仅依赖少数高景气产业。

整体来看，8 月投资端呈现出“总量仍弱、设备偏强、建安偏弱、地产边际改善、基建继续探底”的结构。固定资产投资累计同比进一步降至-7.2%，制造业和基建投资继续走弱，但设备工器具购置投资升至 9.3%，房地产投资当月降幅也由-27.5%收窄至-25.4%。与此同时，PPI 同比已经回升至 3.8%，形成“价格修复、生产改善、全面资本开支尚未启动”的组合。**后续投资真正的拐点仍需观察两条传导链：一是财政资金和重大项目能否在四季度加快形成实物工作量，推动基建止跌；二是价格和利润改善能否从设备更新进一步传导至传统制造业、民间投资以及新增产能建设。**

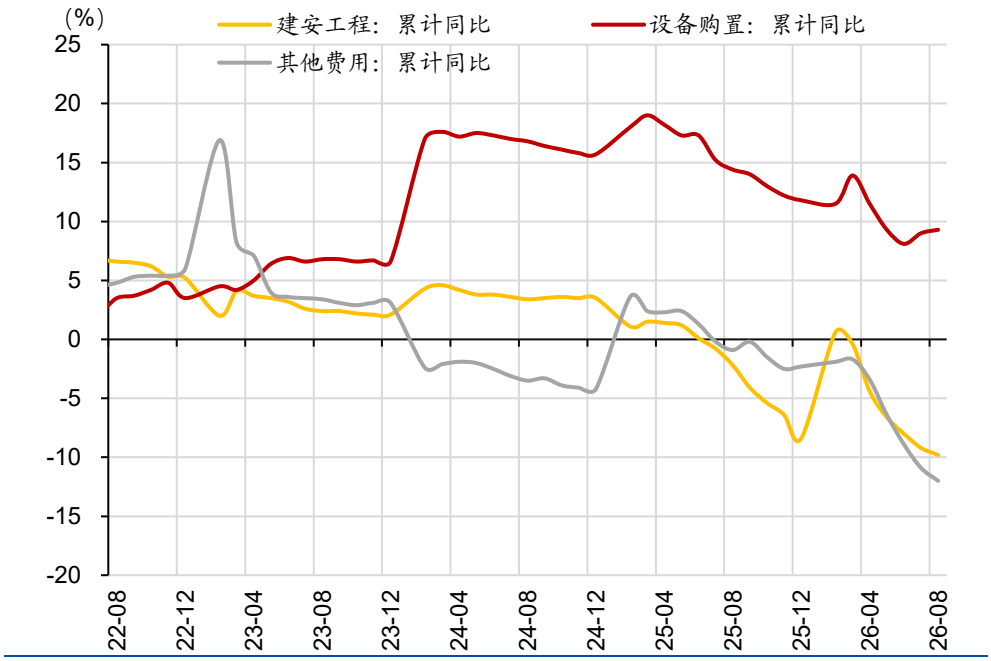
图9： 8 月，房屋施工面积当月同比为-27.0%，较前值上行 7.9 个百分点



数据来源：Wind，财通证券研究所，注：图中所示为房屋对应分项当月同比；单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

图10： 1-8月，固定资产投资中设备购置投资同比9.3%



数据来源：Wind，财通证券研究所

从资产定价视角审视，8月宏观数据传递出几条更加明确的线索。

其一，经济呈现“实际增长边际企稳、价格修复、投资继续下行”的组合，债券市场的核心矛盾开始从单纯的“弱现实”转向“弱投资与再通胀预期”的博弈。8月工业增加值同比由4.5%回升至5.2%，但固定资产投资累计同比进一步降至-7.2%；与此同时，PPI同比由3.5%回升至3.8%。这意味着经济并未进一步全面失速，但名义增长和价格端正在修复，对长端利率进一步下行形成一定约束。债市短期仍受投资偏弱支撑，但如果PPI、企业利润和财政支出继续改善，长端利率向下的空间可能逐渐收窄。

其二，权益市场的结构性定价逻辑仍然占主导，但8月“新旧动能”的撕裂程度较7月有所收敛。电子、铁路船舶航空航天、专用设备等高端制造继续保持两位数增长，通讯器材零售同比进一步升至27.3%，科技制造与科技消费仍是基本面确定性最高的方向；与此同时，煤炭、化工、黑色金属以及部分消费制造较7月出现修复。相比7月“高端制造独强”，8月经济增长的行业广度有所改善，但地产、汽车以及传统投资链仍然偏弱。因此，权益市场暂时仍难以从结构性行情切换至全面顺周期行情，但如果传统行业盈利随PPI进一步修复，市场交易可能逐步从科技成长向部分周期和顺周期板块扩散。

其三，政策定价的重点正在从“是否加码”转向“政策何时形成实物工作量”。8月固定资产投资继续下行，而设备工器具购置投资累计同比由9.0%进一步升至9.3%，建筑安装工程投资则由-9.2%降至-9.8%，说明政策对设备更新的传导已经较为明显，但财政资金向基建和项目投资的传导仍然偏慢。三季度资金密集投放与投资数据持续偏弱形成背离，意味着四季度财政政策的关键不再只是新增资金规模，而是专项债、政策性金融工具以及重大项目能否加快开工并形成实物工作量。如果这一传导开始兑现，基建和投资链可能成为四季度资产定价的重要边际变量。

下载日志已记录，仅供内部参考

其四，出口仍然是决定政策力度和风险偏好的重要“安全垫”。8 月出口同比仍维持 25%左右的高位，高端制造生产也继续保持较强韧性，意味着外需尚未成为经济的主要拖累。在出口仍强的情况下，政策没有通过大规模刺激托底总量的迫切性，更可能维持结构性发力；但这也意味着，一旦后续出口明显降速，而投资和消费仍未接力，政策加码的必要性会快速上升。

总体而言，当前资产定价的核心组合可以概括为“弱投资、强出口、价格修复、政策待兑现”：对债券而言，弱投资仍构成基本面支撑，但 PPI 回升和四季度财政形成实物工作量的预期限制长端利率下行空间；对权益而言，高端制造仍是基本面主线。真正能够改变当前资产定价格局的变量，仍是宽财政能否转化为宽信用，以及企业利润改善能否最终启动新一轮资本开支周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

（1）国内政策力度或落地效果不及预期：若专项债、政策性金融工具及重大项目落地速度低于预期，财政资金向实物工作量的传导可能偏慢，投资修复进程存在不确定性；

（2）国际地缘政治局势变化超预期：当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、关税摩擦、海外主要国家经济政策等都存在不确定性；

（3）数据测算存在误差：部分指标仅公布累计数据，当月数据为测算值，可能与实际情况存在误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。
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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，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，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。