下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月 29 日

首席经济学家：郑后成
执业证书编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：年内出口增速还将位于较高水平，下半年宏观政策力度或还将较为“温和”（20260818）
2.英大证券宏观评论：放眼全球治理，聚焦改革开放增长，应对变局挑战，“防风险强监管促高质量发展”是工作主线（20260713）
3.英大证券宏观评论：5 月高技术制造业 PMI 创新高，我国工业企业短期内总体还处于补库存进程中（20260608）
4.英大证券宏观评论：4.28 政治局会议“政策主基调”低于预期，高科技产业供需两旺局面大概率还将延续（20260529）
5.英大证券宏观评论：1 季度 GDP 增速录得 5.0%完全符合预期，人民币汇率升值利多一线城市房价环比（20260429）
6.英大证券宏观评论：美伊战争或至少延续至中期选举，年内我国央行降准降息的力度不会非常大（20260326）
7.英大证券宏观评论：1 月美国 ISM 制造业 PMI 远超预期，后期走势有待进一步观察（20260306）
8.英大证券宏观评论：生产力与生产关系视角下的 2025 年中央经济工作会议八项重点任务（20251216）
9.英大证券宏观评论：2026 年我国将继续在国际经贸斗争中“占优”，“绿色”主题排序“跨越式”上升（20251212）
10.英大证券宏观评论：2026 年 A 股大盘或面临支撑，年内高点大概率位于下半年（20251205）
11.英大证券宏观评论：2026 年我国 CPI 同比大概率高于 2025 年（20251124）

国际油价上破 150 美元/桶概率较低，房价同比“转正”时点是房地产投资增速企稳“观察锚”之一

——8 月经济数据解读

- 8 月工业增加值当月同比 5.20%，预期 4.70%，前值 4.50%；8 月工业增加值累计同比 5.30%，前值 5.30%；8 月固定资产投资完成额累计同比-7.20%，预期-7.20%，前值-6.70%；8 月社会消费品零售总额当月同比 0.40%，预期 0.70%，前值 0.60%；8 月社会消费品零售总额累计同比 1.10%，前值 1.20%。我们解读如下：

- **一、国际油价上破 150 美元/桶概率较低，明年 2 季度之后美联储加息概率不大；**

- **二、8 月工业增加值数据总体表现尚可，但年内工业增加值当月同比或承压；**

- **三、房地产投资增速短期还将继续下探，房价同比“转正”时点是企稳“观察锚”之一；**

- **四、城镇调查失业率上行，叠加美联储加息及 M2 同比走弱，我国消费增速或还将承压。**

- **风险提示：1.美伊战争持续时长超预期；2.美国通胀上行幅度高于预期。**

- **注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券整理。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、国际油价上破 150 美元/桶概率较低，明年 2 季度之后美联储加息概率不大 3
二、8 月工业增加值数据总体表现尚可，但年内工业增加值当月同比或承压 4
三、房地产投资增速短期还将继续下探，企稳时点或可观察房价同比“转正”时点 5
四、城镇调查失业率上行，叠加美联储加息及 M2 同比走弱，我国消费增速或还将承压 6

图表目录

图 1 ：委内瑞拉原油月均产量在 100 万桶的基础上不断上行（万桶） 3
图 2 ：高技术制造业 PMI 领先高技术产业工业增加值当月同比（%；%） 4
图 3 ：房地产投资增速短期还将继续下探，企稳时点或可观察房价同比“转正”时点（%；%） 6
图 4 ：M2 同比创 2025 年 4 月以来新低，将在一定程度上对我国消费增速形成压制（%） 7

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：8 月工业增加值当月同比 5.20%，预期 4.70%，前值 4.50%；8 月工业增加值累计同比 5.30%，前值 5.30%；8 月固定资产投资完成额累计同比-7.20%，预期-7.20%，前值-6.70%；8 月社会消费品零售总额当月同比 0.40%，预期 0.70%，前值 0.60%；8 月社会消费品零售总额累计同比 1.10%，前值 1.20%。

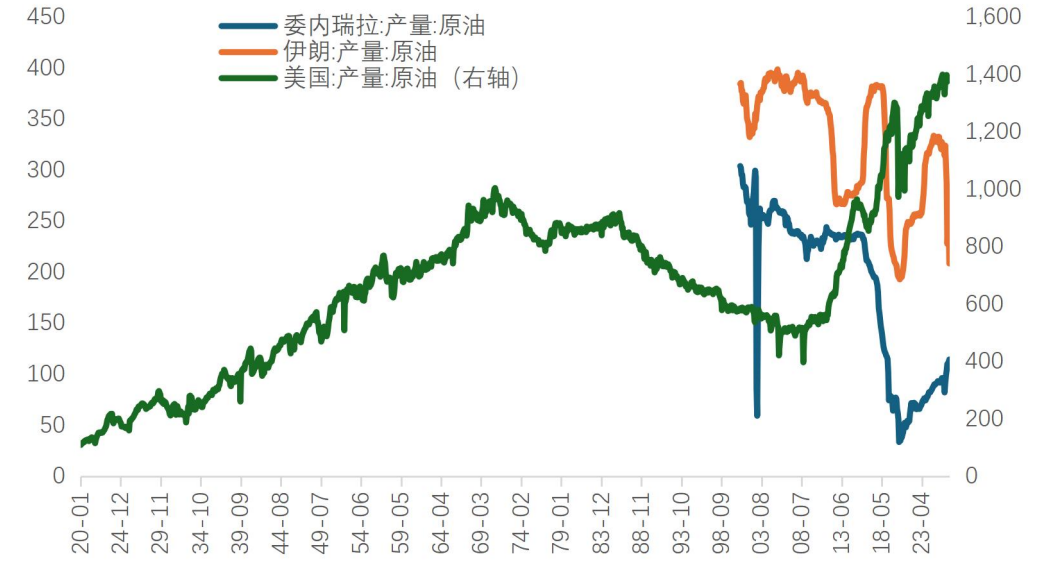
解读：

一、国际油价上破 150 美元/桶概率较低，明年 2 季度之后美联储加息概率不大

国际油价剧烈波动是 2026 年全球宏观经济面临的不确定性之一。当前国际油价位于 90-100 美元/桶之间，主要支撑因素是美伊战争对原油供给的冲击，以及美国宏观经济在 2026 年走强。在这两个因素的作用下，短期内国际油价还将位于一定高位。

当下资本市场关注的焦点之一是，本轮周期国际油价能否突破 150 美元/桶。我们认为国际油价突破 150 美元/桶的概率较低。我们做出这一判断的依据来自需求与供给两个方面。**从需求端看：一是**由于原油消费的刚性，短期之内国际油价上涨推升消费增速，但是随着时间的推移，高油价对消费群体的收入形成较大压力，进而在中期反噬全球对原油的需求，对国际油价形成利空；**二是**在 9 月美联储启动加息之后，后续还将继续加息，而在加息之前美国联邦基金目标利率就已经位于相对高位，“高位加息”进一步推升美国联邦基金目标利率，压制全球宏观经济，进而对国际油价形成利空。**从供给端看：一是**波斯湾地区之外的原油生产，并未因为美伊战争封锁波斯湾而停止，相反，受全球供给短期短缺以及连带的高油价的刺激，产油国大概率加大生产力度，以填补伊朗原油缺位留下的全球供给缺口，这一点可以得到数据证实：4-8 月，委内瑞拉原油月均产量在 100 万桶的基础上不断上行，创 2019 年 2 月以来新高，与此同时，美国原油月均产量持续位于 1350 万桶之上，且总体呈上行走势；**二是**随着时间的推移，海湾地区原油运输基础设施不断建设与完善，体现在沙特阿拉伯的原油产量上：3 月受美伊战争的影响，沙特阿拉伯的原油产量从 2 月的 1011.2 万桶，快速下跌至 762.6 万桶，在 4 月跌至 675.5 万桶之后，总体呈上行走势，8 月录得 727.6 万桶。也就是说，随着时间的推移，伊朗对波斯湾的封锁效应，以及连带的对国际油价的推升力度，大概率是减弱的。

图 1：委内瑞拉原油月均产量在 100 万桶的基础上不断上行（万桶）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

综上，我们认为在需求端中期边际收缩以及供给端中短期边际扩张的背景下，国际油价在 2026 年 9 月至 2027 年 12 月不具备冲击 150 美元/桶的潜力。鉴于国际油价走势

下载日志已记录，仅供内部参考

是美国 CPI 同比的主导因素，因此在国际油价难以大幅冲高的假设下，我们认为 2027 年 3 月美国 CPI 同比大概率承压下行，这将降低美联储加息的概率，增加美联储维持利率不变的概率，并加大市场的降息预期。值得指出的是，根据历史经验，除非特殊情况，美联储不会在加息结束后快速启动降息进程，叠加利率高位对美国宏观经济的压制效应需要一段时间才能体现，尤其是美国 CPI 同比可能会有一段时间的反复，因此美联储下一次降息的时间点，可能位于 2027 年 4 季度或 4 季度之后。

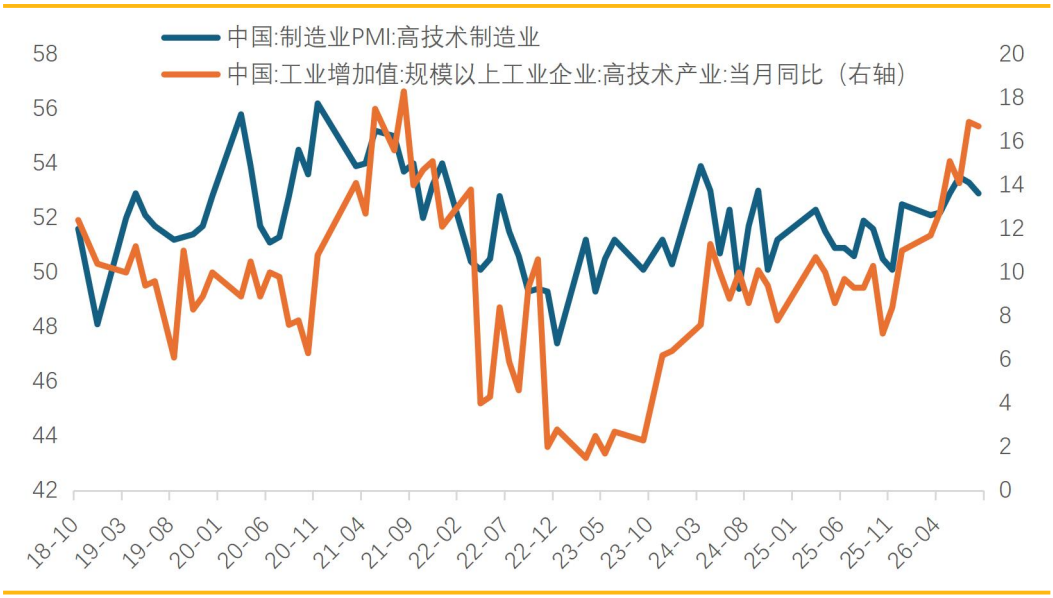
二、8 月工业增加值数据总体表现尚可，但年内工业增加值当月同比或承压

8 月工业增加值数据总体表现尚可：**一是** 8 月工业增加值当月同比录得 5.20%，高于预期 0.50 个百分点，较前值大幅上行 0.70 个百分点；**二是** 8 月工业增加值累计同比录得 5.30%，持平于前值，为 2024 年 1 月以来低值；**三是** 8 月工业增加值环比录得 0.54%，较前值上行 0.43 个百分点，创近 3 年同期新高。

分部类看，8 月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为-1.40%、6.10%、4.90%，分别较前值上行 2.80、0.60、-0.10 个百分点。其中：8 月制造业工业增加值当月同比较前值大幅上行 0.60 个百分点，创 2025 年 10 月以来新高，是 8 月工业增加值当月同比的主要支撑项；8 月采矿业工业增加值当月同比虽然大幅上行 2.80 个百分点，是绝对读数依旧位于负值区间，且处于历史低位区间；8 月电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比虽然较前值小幅下行，但绝对读数位于相对高位。

新动能方面，8 月高技术产业工业增加值当月同比录得 16.70%，虽然较前值下行 0.20 个百分点，但是连续 7 个月录得两位数增长，且为 2021 年 9 月以来次高值。与高技术产业工业增加值当月同比相关联的一个指标是高技术制造业 PMI。从图形走势看，高技术制造业 PMI 领先高技术产业工业增加值当月同比：高技术产业工业增加值当月同比的三个低点分别是 2019 年 8 月的 6.10%、2020 年 10 月的 6.30%，以及 2023 年 7 月的 0.70%，与之相对应，高技术制造业 PMI 的三个低点分别是 2018 年 12 月的 48.10%、2020 年 6 月的 51.10，以及 2022 年 12 月的 47.40，也就是说，高技术制造业 PMI 的三个低点分别领先高技术产业工业增加值当月同比的三个低点 8 个月、4 个月、7 个月。

图 2：高技术制造业 PMI 领先高技术产业工业增加值当月同比（%；%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

在美联储加息的情况下，高技术制造业 PMI 是承压下行的，而在美联储降息的背景下，高技术制造业 PMI 是上行的。当前美联储在高位加息，则高技术制造业 PMI 大概率

下载日志已记录，仅供内部参考

会面临压力，进而对高技术产业工业增加值当月同比形成一定压力。当然，对高技术产业工业增加值也面临利多。9 月 26 日中美两国元首就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见，达成八点成果共识。其中，第七项与高技术产业直接相关，即“双方同意建立中美人工智能对话，交流人工智能相关风险和惠益。下次对话将于今年 11 月举行。双方同意建立人工智能事件的沟通渠道”，此外，第五项与高技术产业间接相关，即“两国元首认可中美经贸磋商机制积极作用和双方经贸团队磋商成果，包括建立并推进贸易理事会等机制，达成‘300 亿美元’对等降税安排，延期吉隆坡经贸磋商成果等，并指示予以落实。”值得指出的是，虽然高技术产业因为中美两国元首会晤面临产业角度的利多，但是美联储加息使得高技术产业面临来自宏观角度的利空。我们认为，宏观角度的利空可能大于产业角度的利多。因此，我们认为高技术制造业增加值当月同比的上行速度，可能会有一定程度的放缓。在此背景下，叠加国内需求依旧疲弱，使得年内工业增加值当月同比或承压。

三、房地产投资增速短期还将继续下探，企稳时点或可观察房价同比“转正”时点

8 月房地产开发投资完成额累计同比为-19.90%，较前值下行 0.70 个百分点，创 1999 年 2 月有数据记录以来新低，持续 49 个月位于负值区间。

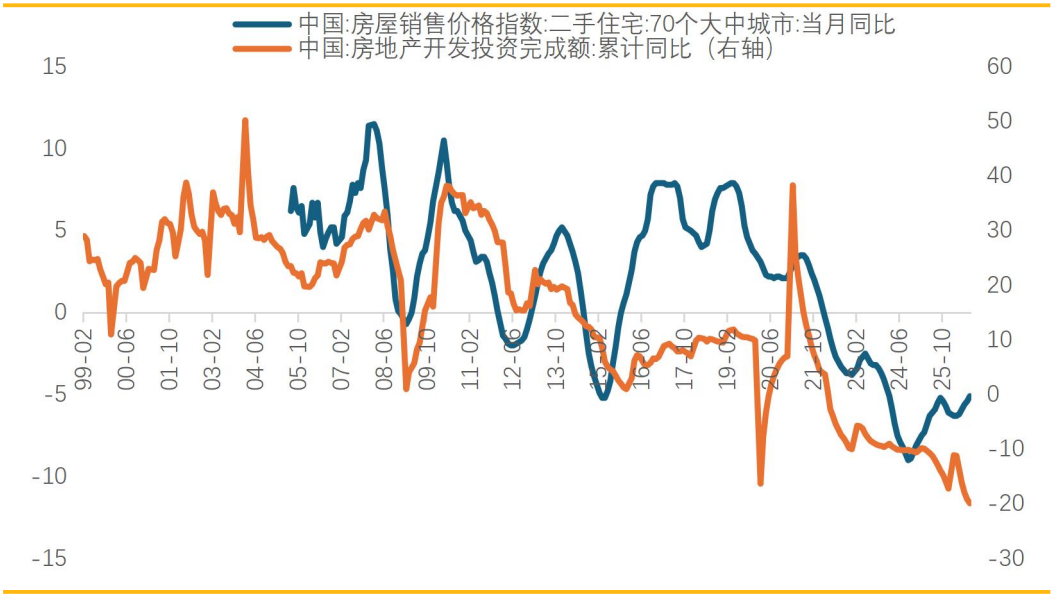
仅从销售端看，8 月商品房销售面积累计同比为-12.10%，较前值下行 0.30 个百分点，持续 4 个月下探，表明 5 月至 8 月商品房销售又出现一定的走弱。与此同时，8 月商品房销售额累计同比录得-13.00%，连续 6 个月单边累计上行 7.20 个百分点，创年内新高，但是要注意到，2026 年 1-8 月的整体情况，弱于 2025 年全年的-12.60%。最后，8 月商品房待售面积累计同比录得-1.10%，较前值下行 0.30 个百分点，连续 6 个月位于负值区间，创 2021 年 6 月以来新低，表明商品房的库存情况持续好转。综上，虽然面临商品房待售面积累计同比进入负值区间的利多，但是商品房销售面积累计同比在负值区间深度下探，预示房地产开发投资完成额累计同比在短期内还将继续下探。

以上判断得到来自居民端的佐证。从当月值的角度看，8 月居民户新增中长期贷款为-822.00 亿元，环比少减 380.00 亿元，同比多减 1,022.00 亿元；从累计值的角度看，1-8 月居民户新增中长期贷款为 188.00 亿元。不论是当月值，还是累计值，均创有数据记录以来的“新低”：8 月-822.00 亿元的读数，是 2007 年-2026 年同期的最低值，且是唯一一个进入负值区间的月份；1-8 月 188.00 亿元的读数，是 2007 年-2026 年同期的最低值。以上表明当前我国居民对房贷的需求较为疲弱。这一点也得到资金端的印证：房地产开发资金来源中的个人按揭贷款累计同比在 8 月录得-22.40%，虽然较前值上行 1.10 个百分点，但是连续 35 个月位于负值区间。

目前的问题是，在房地产投资增速大概率还将继续承压的背景下，房价增速能否起来？客观而言，在绝大多数时间里，房地产开发投资完成额累计同比与 70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比是正相关的，且 70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比领先房地产开发投资完成额累计同比，但是自 2024 年 10 月起，二者走势发生了背离：70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比在负值区间持续上行，但是房地产开发投资完成额累计同比在负值区间持续下探。对这一现象的一个解释是，虽然 70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比上行，但是依旧位于负值区间，所以不能有效带动房地产开发投资完成额累计同比企稳上行。一个假设是，如果 70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比上行至正值区间，则房地产开发投资完成额累计同比有企稳上行的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：房地产投资增速短期还将继续下探，企稳时点或可观察房价同比“转正”时点（%；%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

接下来的问题是，70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比有无可能升至正值区间？8 月该值的读数为-5.10%，创近 30 个月新高。从内部结构看，8 月一线城市、二线城市、三线城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比分别录得-2.70%、-4.90%、-5.60%，分别较前值上行 1.0、0.20、0.20 个百分点。其中，一线城市的读数最高，且向“零值”趋近。按照这个趋势，一线城市的房价同比有可能“转正”。在一线城市房价同比领先二线城市与三线城市的背景下，二线城市房价同比存在转正的可能。一旦二线城市房价同比“转正”，则 70 大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比大概率同时“转正”，届时我们再观察房地产开发投资完成额累计同比是否能企稳。

四、城镇调查失业率上行，叠加美联储加息及 M2 同比走弱，我国消费增速或还将承压

8 月主要失业率指标均不低于 7 月，表明 8 月就业情况较 7 月出现边际走弱。具体看：8 月城镇调查失业率录得 5.30%，较前值上行 0.10 个百分点，创近 5 个月新高；8 月 31 个大城市城镇调查失业率录得 5.30%，较前值上行 0.10 个百分点，持平于 2026 年 3 月与 2025 年 8 月，为 2024 年 9 月以来高点；8 月本地户籍人口就业人员调查失业率录得 5.30%，较前值上行 0.10 个百分点，创近 4 个月新高，为近 5 个月高点；8 月外来户籍人口就业人员调查失业率录得 5.20%，持平于前值，为近 5 个月高点；8 月外来农业户籍人口就业人员调查失业率录得 5.00%，较前值上行 0.10 个百分点，创近 4 个月新高，为近 5 个月高点。

分年龄组看，不含在校生的 8 月 16-24 岁劳动力、25-29 岁劳动力、30-59 岁劳动力城镇调查失业率分别录得 18.90%、7.50%、3.90%，分别较前值上行 1.0、0.30、0 个百分点，其中，16-24 岁劳动力城镇调查失业率持平于 2025 年 8 月，为 2023 年 12 月有数据记录以来高点，25-29 岁劳动力城镇调查失业率创近 5 个月新高，而 30-59 岁劳动力城镇调查失业率则处于历史低位区间。可以看出，初级劳动力面临更大的就业压力。

8 月企业就业人员平均工作时间录得 48.20 小时/周，连续 4 个月持平于该值，为近 7 个月高点。在城镇调查失业率系统性上升的背景下，企业就业人员平均工作时间依旧持平于前值，表明在劳动力内部就业情况是冷热不均的：一部分人的工作时间上升，而另一部分人的工作时间下降。从分年龄组城镇调查失业率的情况看，工作时间随着年龄的

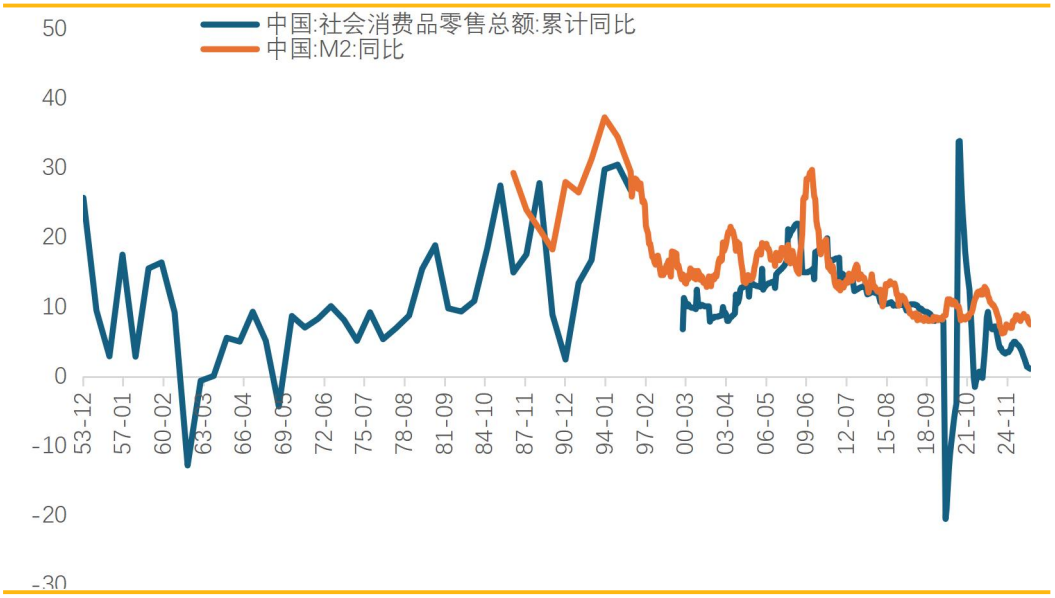
下载日志已记录，仅供内部参考

增长而增加。这一现象对我国消费增速形成压力：相比 30-59 岁劳动力，16-24 岁劳动力的工资收入低，且年轻人消费需求较为旺盛，边际消费倾向相对更高，也就是说，16-24 岁劳动力失业率持续上升，对消费增速形成更大的压力。

与 8 月城镇调查失业率系统性上升相对应，8 月消费数据系统性走弱。具体看：**一是** 8 月社会消费品零售总额当月同比 0.40%，低于预期 0.30 个百分点，较前值下行 0.20 个百分点，创近 4 个月新低；**二是** 8 月社会消费品零售总额累计同比 1.10%，较前值下行 0.10 个百分点，创 2023 年 2 月以来新低；**三是** 8 月社会消费品零售总额环比录得-0.13%，较前值下行 0.14 个百分点，时隔 2 个月再次进入负值区间，创近 4 个月新低。

我们认为，年内消费增速大概率还将承压。这一判断的依据，除了城镇调查失业率上升之外，还来自两个方面。**第一，**年内美联储大概率至少再加息一次，这将对我国出口增速形成一定程度的压制，尽管出口增速未必下行，进而对我国消费增速形成一定压力，而从历史经验看，美联储加息利空我国宏观经济，进而利空我国消费增速。**第二，**8 月我国 M2 同比录得 7.50%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2025 年 4 月以来新低。这将在一定程度上对我国消费增速形成压制。

图 4：M2 同比创 2025 年 4 月以来新低，将在一定程度上对我国消费增速形成压制（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

9 月 19 日央行货币政策委员会召开 2026 年第三季度例会。通稿删除第二季度例会的“跨周期调节”表述，增加“综合运用并适时调整货币政策工具”，“不断完善工具设计和管理”，“加快推动新旧动能转换”等表述。总体而言，第三季度例会表达出货币政策“宽松”的倾向，这将对工业增加值增速、房地产投资增速以及消费增速形成支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。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。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

