华福证券
仅供内部参考，请勿外传

国内经济结构性分化格局延续

团队成员
分析师： 管涛(S0210526080002)
gt31155@hfzq.com.cn
分析师： 刘立品(S0210526080003)
llp31171@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点：

结合前 8 个月的主要经济指标看，国内经济仍然呈现典型的分层运行格局：新兴产业向上，传统产业承压；外需表现亮眼，内需修复乏力。现阶段国内经济高度依赖全球科技周期，意味着经济韧性和脆弱性并存。此外，我国贸易顺差仍然维持历史高位，贸易摩擦风险增加。有关部门需要做好相关风险预案，推动增长动力向内需切换，继续推进贸易市场多元化布局。

- **风险提示：地缘政治局势存在不确定性；主要经济体货币政策存在不确定性。**



华福证券
仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、全球科技周期推动进出口高增长 3
二、高技术产业对工业生产的引领作用增强 4
三、整体投资弱势下高技术产业投资保持较强动能 5
四、地产后周期仍拖累居民消费 6
五、主要结论 7
六、风险提示 7

图表目录

图表 1：主要商品出口规模（季调） 3
图表 2：主要商品进口规模（季调） 3
图表 3：货物出口数量、价格同比增速 4
图表 4：货物进口数量、价格同比增速 4
图表 5：主要国家和地区对我国出口增速的拉动作用 4
图表 6：主要国家和地区对我国进口增速的拉动作用 4
图表 7：主要行业增加值同比增速（%） 5
图表 8：主要行业 PPI 同比增速（%） 5
图表 9：主要行业营收利润率及其变化 5
图表 10：制造业主要细分行业投资同比增速（%） 6
图表 11：制造业投资增速、营收利润率变化（%） 6
图表 12：社会消费品零售额累计同比增速 7

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

一、全球科技周期推动进出口高增长

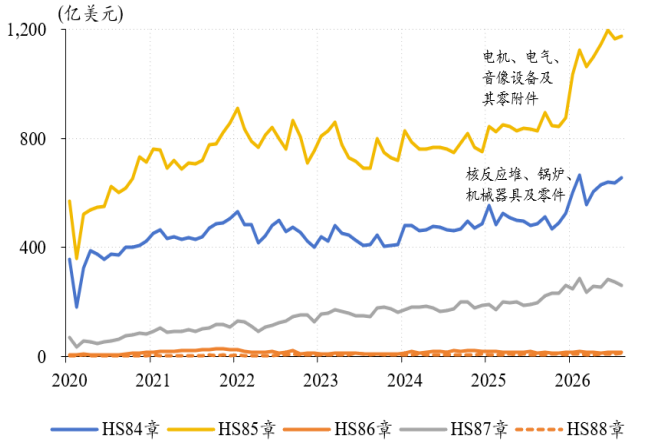
前 8 个月，按美元统计口径，我国出口、进口规模同比分别增长 19.3%、27.0%，贸易顺差达到 8055 亿美元，创历史同期新高。

从商品构成来看，进出口高增长主要受人工智能产业链景气度支撑。依据商品名称及编码协调制度的国际公约（HS）分类，高级工业品（HS 第十六类～第十八类）在我国进出口中均占据主导地位，前 8 个月出口、进口份额分别为 57.8%、42.0%，较上年同期提升 4.7、3.2 个百分点。其中，“电机、电气设备及其零件”（HS85 章）、“核反应堆、锅炉、机械器具及零件”（HS84 章）出口规模同比分别增长 34.9%、23.4%，进口规模分别增长 46.1%、42.1%，对整体出口、进口增速合计分别拉动 12.7、13.9 个百分点，较上年同期提升 9.2、11.7 个百分点。

量价拆分能够进一步看清内外需求差异。全球人工智能领域加大资本投入叠加国际能源价格上行共同推高进出口商品价格，但国内终端市场需求偏弱导致价格传导不畅，进出口量价表现分化：前 7 个月我国进口价格（人民币统计口径）同比增速均值为 13.9%，大于出口价格（人民币统计口径）增速均值 3.9%；进口数量平均增速为 7.4%，小于出口数量平均增速 11.2%。

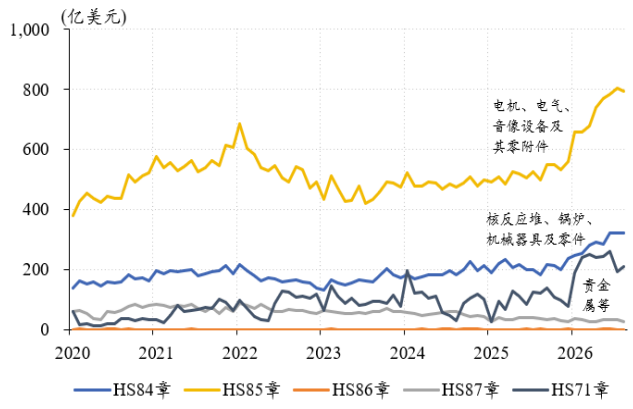
分贸易伙伴观察，我国出口韧性由多个市场支撑。前 8 个月，我国对美出口同比增长 6.2%，拉动总出口增速 0.6 个百分点，上年同期则拖累了 1.8 个百分点，表明中美双边经贸环境阶段性改善导致出口订单有所修复；对东盟、韩国出口同比分别增长 25.8%、35.3%，拉动出口增速 4.8、1.6 个百分点，较上年同期分别提升 2.2、1.6 个百分点。进口方面的高增长主要集中在亚洲和拉美，前 8 个月自韩国、中国台湾、东盟、拉美进口分别同比增长 72.5%、26.8%、25.3%、25.9%，分别拉动总进口增速 6.9、2.4、3.8 和 2.5 个百分点，较上年同期分别提升 6.9、1.6、3.8 和 2.8 个百分点。

图表1：主要商品出口规模（季调）



来源：海关总署，万得，华福证券研究所

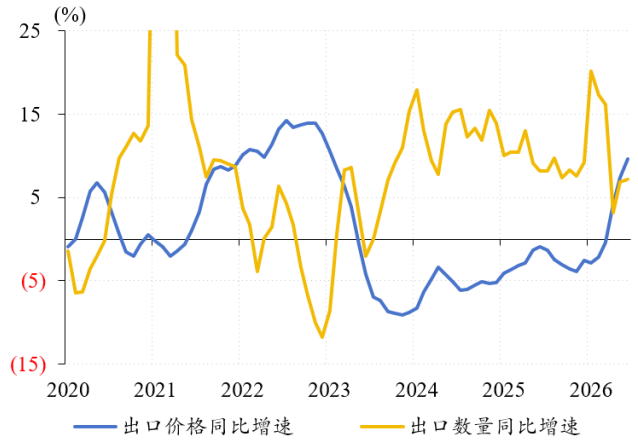
图表2：主要商品进口规模（季调）



来源：海关总署，万得，华福证券研究所

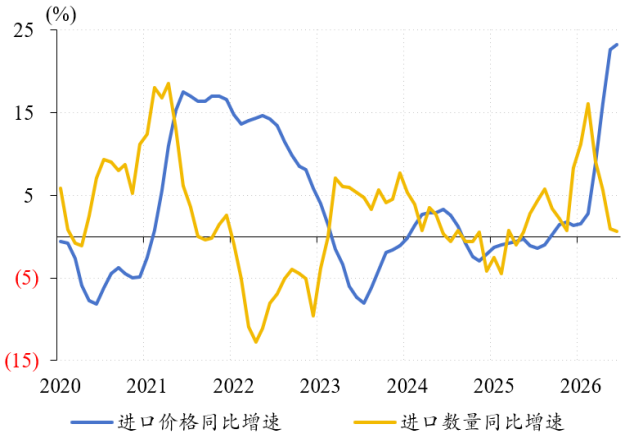
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表3：货物出口数量、价格同比增速



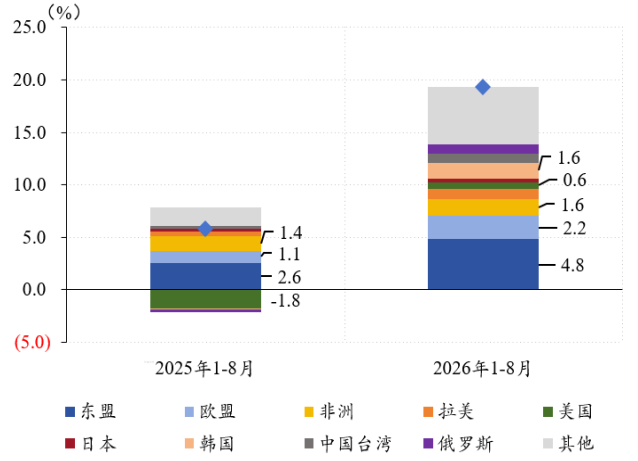
来源：海关总署，万得，华福证券研究所
注：同比增速为三个月移动均值。

图表4：货物进口数量、价格同比增速



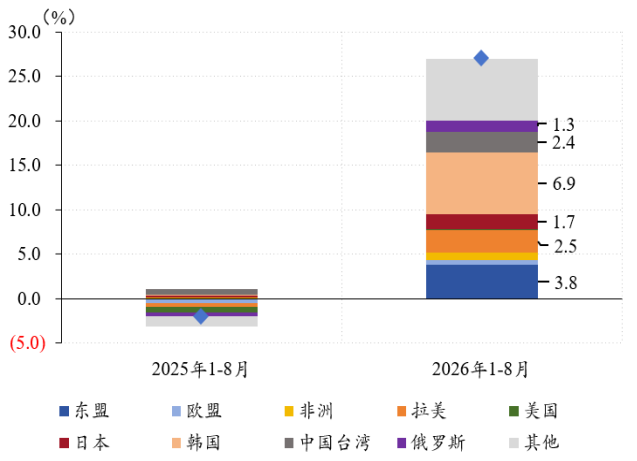
来源：海关总署，万得，华福证券研究所
注：同比增速为三个月移动均值。

图表5：主要国家和地区对我国出口增速的拉动作用



来源：海关总署，万得，华福证券研究所

图表6：主要国家和地区对我国进口增速的拉动作用



来源：海关总署，万得，华福证券研究所

二、高技术产业对工业生产的引领作用增强

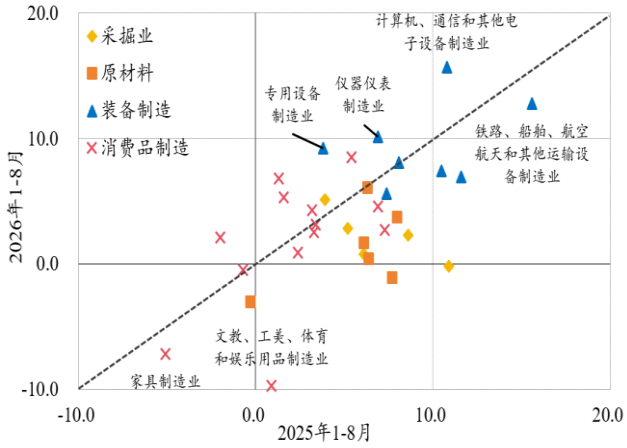
前 8 个月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，相比上年同期回落 0.9 个百分点，高技术产业增加值累计同比增长 14.2%，较上年同期提高 4.7 个百分点，表明新旧产业之间增速差距进一步拉开。在外贸出口韧性支撑下，8 月份工业增加值同比增速由前值 4.5%升至 5.2%，高技术产业增加值增长 16.7%，为年内第二高点，集成电路产量增长 20.6%。据国家统计局测算，前 8 个月以高技术制造业、数字产品制造业等为代表的新动能领域对规上工业增加值增长的贡献率已经超过五成，8 月份贡献超过六成。

行业之间冷暖分化是当前工业运行最突出的特征。上游采掘、原材料行业增加值增长普遍放缓，反映两方面现实约束：一是国际大宗商品价格震荡抬升企业生产成本；二是传统需求收缩，抑制上游行业产能释放。下游消费品制造业内部冷热不均，多数细分行业 PPI 同比跌幅扩大，营收利润率进一步压缩，根源或在于国内终端消费恢复力度不足，行业内部竞争加剧，企业缺少调价空间来对冲成本压力。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

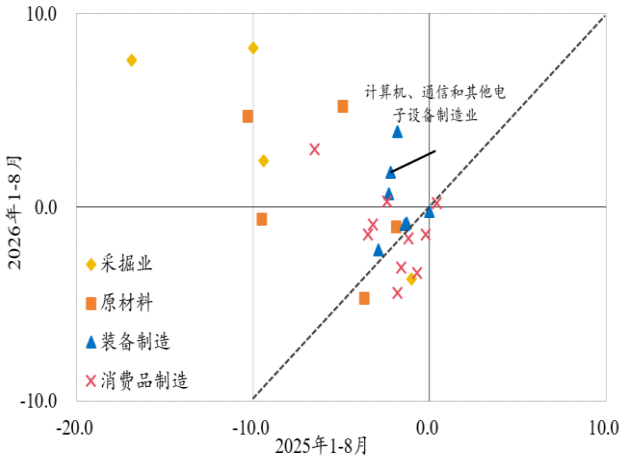
相对而言，装备制造尤其是电子行业表现较好，人工智能产业链需求带动行业产量、产品价格同步修复。前 8 个月，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 15.7%（上年同期为 10.8%），PPI 同比增长 1.8%（上年同期为-2.2%）；前 7 个月营收利润率同比上升 2.6 个百分点至 6.4%。

图表7：主要行业增加值同比增速（%）



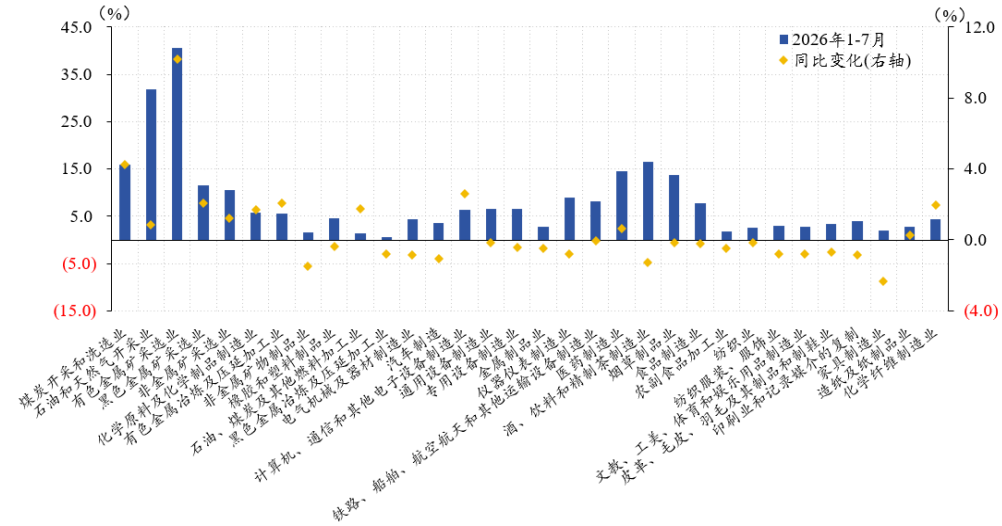
来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

图表8：主要行业 PPI 同比增速（%）



来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

图表9：主要行业营收利润率及其变化



来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

三、整体投资弱势下高技术产业投资保持较强动能

前 8 个月，全国固定资产投资同比下滑 7.2%；剔除房地产开发后，固定资产投资同比下降 4.2%。民间固定资产投资同比下跌 10.1%，剔除地产开发的民间投资下跌 6.4%，跌幅较上年同期分别扩大 7.8、9.4 个百分点。

拆解投资构成项看，建筑安装工程、其他费用是主要拖累，前 8 个月同比跌幅扩大至 9.8%、12.0%，两项基本对应房地产土建、基建施工活动，地产深度调整叠加地方土地财政收紧，直接压制土建施工规模。设备工器具购置投资实现 9.3%的正增长，

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

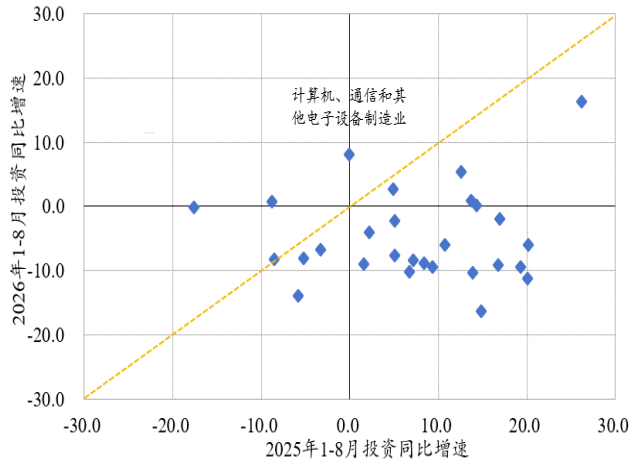
较前值提升 0.3 个百分点，但低于上年同期增速 14.4%，说明设备更新相关政策仍在发挥作用，但政策拉动的边际效果有所减弱。

分领域看，前 8 个月基建、制造业、房地产开发投资全部录得负增长，同比分别下降 4.0%、2.3%、19.9%，增速较上年同期分别回落 9.4、7.4 和 7.0 个百分点。地产开发投资依旧是最大拖累项；基建投资增速转负，除了夏季极端天气干扰项目施工进度之外，地方财政约束、优质项目储备不足也是中长期制约因素。

投资结构当中，高技术产业是亮点。前 8 个月高技术产业投资同比增长 5.2%，其中高技术服务业投资增长 8.4%，显著高于高技术制造业 3.5%的增速，高技术制造业投资同样跑赢制造业整体增速。

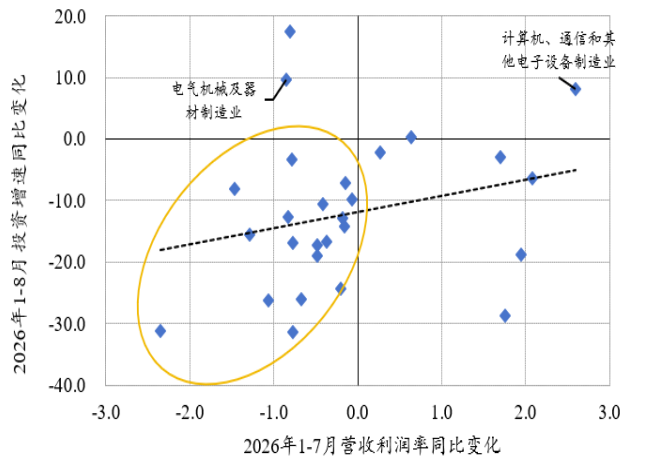
如前所述，电子行业营收利润率同比提升。结合投资增速变化看，该行业是制造业主要细分行业中，少数营收利润率改善、投资增长加快的行业。前 8 个月，计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长 8.1%，上年同期增速为-0.1%。不过，多数传统行业继续面临利润承压、投资增长放缓的现实，新动能增长仍难以对冲传统行业下行压力。

图表10：制造业主要细分行业投资同比增速（%）



来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

图表11：制造业投资增速、营收利润率变化（%）



来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

四、地产后周期拖累居民消费

前 8 个月，社会消费商品和服务零售总额同比增长 2.5%。服务消费提质惠民相关政策落地，促使服务消费表现持续优于商品消费，服务零售额同比增长 4.9%，商品零售额仅增长 1.0%，但二者增速分别较上年同期放缓 0.2、3.8 个百分点。同期，社会消费品零售总额同比增速降至 1.1%，较上年同期放缓 3.5 个百分点，表明消费修复力度仍然偏弱。

前 8 个月，商品消费内部层级分化特征继续显现。必选消费整体维持正增长，但内部增速有所分化：限额以上烟酒、饮料、中西药品零售额同比增速分别为 12.4%、5.5%、3.9%，较上年同期分别回升 8.1、5.3 和 2.7 个百分点，反映社交场景、健康类

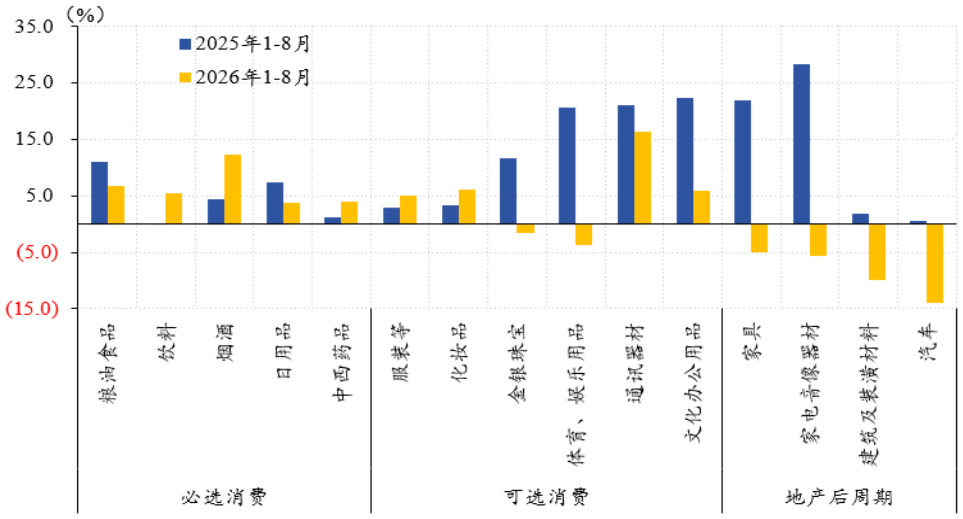
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

消费有所回暖；粮油食品、日用品零售额增速分别回落 4.2、3.6 个百分点至 6.8%、3.8%，体现居民日常开销更加谨慎。

可选消费板块冷热交错。服装纺织、化妆品零售额实现小幅提速，同比增速分别上升 2.2、2.8 个百分点至 5.1%、6.1%；通讯器材、文化办公用品零售额分别增长 16.3%、6.0%，但较上年同期分别回落 4.8、16.3 个百分点；体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额分别下跌 3.7%、1.5%，上年同期分别增长 20.6%、11.7%。

地产链条相关消费仍然是拖累消费大盘的主要项目。汽车、建筑装潢、家电音像、家具零售额同比均分别下跌 13.9%、9.8%、5.6%和 4.9%，较上年同期增速分别回落 14.4、11.6、34.0 和 26.9 个百分点，主要是因为住房销售走弱，装修、家电等需求也随之收缩，大宗消费企稳也需要等待居民就业和收入出现实质性改善。

图表12：社会消费品零售额累计同比增速



来源：国家统计局，万得，华福证券研究所

五、主要结论

结合前 8 个月的主要经济指标看，国内经济仍然呈现典型的分层运行格局：新兴产业向上，传统产业承压；外需表现亮眼，内需修复乏力。现阶段国内经济高度依赖全球科技周期，意味着经济韧性和脆弱性并存。一旦全球科技资本开支进入收缩阶段，外贸以及相关制造业景气存在回调风险。此外，我国贸易顺差仍然维持历史高位，贸易摩擦风险增加。有关部门需要做好相关风险预案，推动增长动力向内需切换，继续推进贸易市场多元化布局。

六、风险提示

1、地缘政治局势存在不确定性。

2、主要经济体货币政策存在不确定性。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn