

内生动能渐次回归，弱复苏格局深化

1-2月投资消费数据点评

研报摘要

● 2026年1-2月，社会消费品零售总额同比2.8%，较2025年12月0.86%的增速大幅回升。但从绝对值看，仍低于除2020年疫情冲击外的大多数历史同期水平。消费增速放缓，既源于潜在增长中枢的下移，也反映出实际增长持续偏离潜在水平，修复进度偏慢。尽管有促消费政策持续发力，社零增速仍趋于向潜在增长中枢回归。剔除汽车销售周期拖累后，核心消费同比3.7%，增速大致回归2024年下半年水平。**当前潜在消费增速约在4%-5%区间，不含汽车的核心消费品的增速已经接近这一区间的下沿，意味着消费增速有序回归。**结构上，必选消费与服务消费形成支撑，可选消费温和修复，而地产链依旧分化。总体而言，消费需求虽显疲弱，但并未呈现持续下行趋势，而是逐步进入低位企稳阶段。

● 1-2月固定资产投资同比1.8%，其中基础设施建设投资增长11.4%，制造业投资增长3.1%，房地产开发投资同比下降11.1%。**从资金来源与投资主体看，当前投资增长主要依靠国有及国有控股投资托底，集中体现在基建投资与政策支持领域的制造业投资；而作为制造业投资主体的民间投资仍处于逐步修复阶段，内生增长动力有待进一步巩固。**

● 政策资金工具上，中央预算内投资+地方政府专项债券+超长期特别国债+政策性金融工具+结构性货币政策工具协同发力，既有力支撑基础设施建设，也通过重大战略工程、大规模设备更新、补充项目资本金、提供低成本专项贷款等方式，精准推动制造业技术改造与产业升级。投资结构正加速转向“产业投资+新基建”并重的新格局。

● 专项债因项目储备充分、发行节奏前置，1-2月即能完成发行拨付，落地见效最快，是开年基建投资高增的核心支撑。2026年《政府工作报告》提出“单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，继续向投资项目准备充分、资金用得好的地方倾斜”。这意味着专项债的使用更聚焦，强调将部分资金用于项目投资而非过去化解存量风险，一定程度上有利于缓解地方投资的资金约束。更重要的是，这一政策导向释放出部分地区城投平台的投融资约束有望阶段性松动的积极信号。

● 尽管此前针对地方投融资平台存在的资本金不足等问题，相关部门已推出政策性金融工具予以支持，用于补充重大项目资本金。但在化债统筹推进的大背景下，城投公司整体融资约束仍偏紧，对基建投资力度形成了一定制约。**融资约束逐步放松后，基建投资有望延续开年高景气态势，真正发挥逆周期调节与稳增长托底的关键作用。**

● 受地产周期、疫情扰动和政策环境阶段性调整等因素影响，2021年以来民间投资意愿持续偏谨慎，其占固定资产投资的比重趋势性下滑，2024年已降至50.1%；在“反内卷”政策约束扩产节奏下，预计2025年该比重已跌破50%。**民间投资作为制造业投资的主体，能否回归正常增长轨道，将是全年投资能否企稳回升的关键决定性因素。**历史经验显示，政策刺激与民间投资修复存在明显时滞，但其一旦出现趋势性拐点，往往意味着企业部门信心已出现实质性改善。**1-2月民间固定资产投资同比-2.6%，较2025年6.4%的降幅已明显收窄，表明内生增长动力正在逐步积累，整体投资处于弱复苏阶段。**

风险提示：消费超预期下滑，政策力度不及预期，投资内生动能修复偏弱

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

联系人

何修桐

S0670124050014

hexiutong@jrjzq.com.cn

相关研究：

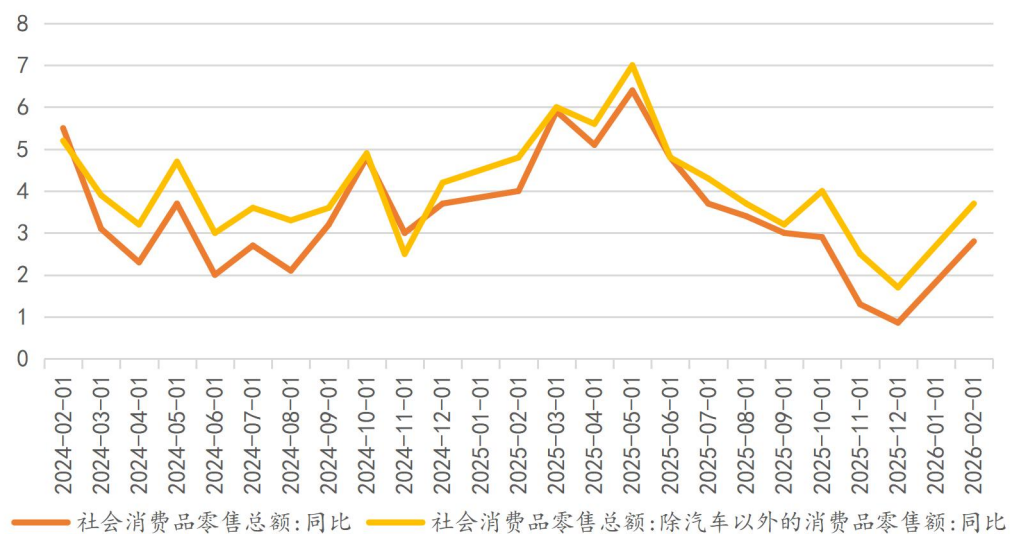
一、社零低增速均衡，核心消费接近潜在增速下沿

2026年1-2月，社会消费品零售总额同比增长2.8%，较2025年12月的0.86%大幅回升。但从绝对增速看，仍低于除2020年疫情冲击外的大多数历史同期水平。剔除汽车销售周期带来的扰动后，核心消费同比3.7%，增速大致回归至2024年下半年水平。消费增速的放缓，既反映了潜在增长中枢的回落，也显示出实际增长持续低于潜在水平、修复进程偏慢的特征。尽管有“以旧换新”等促消费政策的提振，社零增速仍表现出向潜在增长中枢回归的趋势。据我们估计当前消费潜在增速约在4%-5%区间，核心消费品的增速已经接近这一区间的下沿。结构上，必选消费与服务消费形成支撑，可选消费温和修复，而地产链依旧分化。总体而言，消费需求虽显疲弱，但并未呈现持续下行趋势，而是逐步进入低位企稳阶段。

必选消费中，烟酒同比+19.1%，受节日效应和礼品消费驱动；粮油食品同比+10.2%、日用品同比+6.6%、饮料同比6.0%，居民基本需求稳定。可选消费中，通讯器材同比+17.8%，2025年国补常态化后，该分项的增长中枢基本稳定在19.9%附近；其他项，文化办公用品同比5.8%、化妆品同比4.5%，体育娱乐同比4.1%，增速基本处于温和修复的区间。地产链，家具同比+8.8%、家电同比3.3%，建材同比-2.2%，前端零售环节景气偏弱，后端消费增长主要由楼市小阳春和以旧换新政策驱动。

需要注意的是，社会消费品零售总额统计口径以实物商品和餐饮为主，并未完全包含旅游、教育、医疗、娱乐等服务性消费，所以春节超长假期对服务消费的提振可能未计入。若将服务消费纳入观察，消费图景明显改善。国家税务总局增值税发票数据显示，2026年春节假期，全国消费相关行业日均销售收入与上年春节假期相比增长13.7%，其中旅游相关服务销售收入同比增长39.6%。社零所呈现的偏弱读数在一定程度上低估了消费的整体景气，服务消费的强劲修复是当前消费结构中最重要积极信号。

图1：社零增速（%）



资料来源：ifind，金融街证券研究所

二、投资触底反弹：政策确立底部，民间复苏主导弹性

1-2月固定资产投资同比1.8%，其中基础设施建设投资增长11.4%，制造业投资增长3.1%，而房地产开发投资同比下降11.1%。

从资金来源来看，目前的投资主要依赖于基建和部分政策支持领域的制造业投资托底，而民间资本仍处于修复阶段。地方政府专项债券持续为传统基建提供资金支持；超长期特别国债与政策性金融工具协同发力，既促进基建领域的发展，也通过战略工程、设备更新和资本金撬动融资等方式推动制造业的升级；结构性货币工具则通过低成本贷款精准支持制造业发展。总体上，投资结构正从过去以“房地产+基建”为主导的传统模式，加速转向“产业投资+新基建”并重的新格局。

民间固定资产投资同比-2.6%，受地产周期、疫情扰动和政策环境阶段性调整等因素影响，投资意愿持续偏谨慎。2021年以来，民间投资占固定资产投资的比重趋势性下滑，2024年已降至50.1%。受2025年下半年“反内卷”政策对扩产节奏的约束，预计2025年该占比已跌破50%。

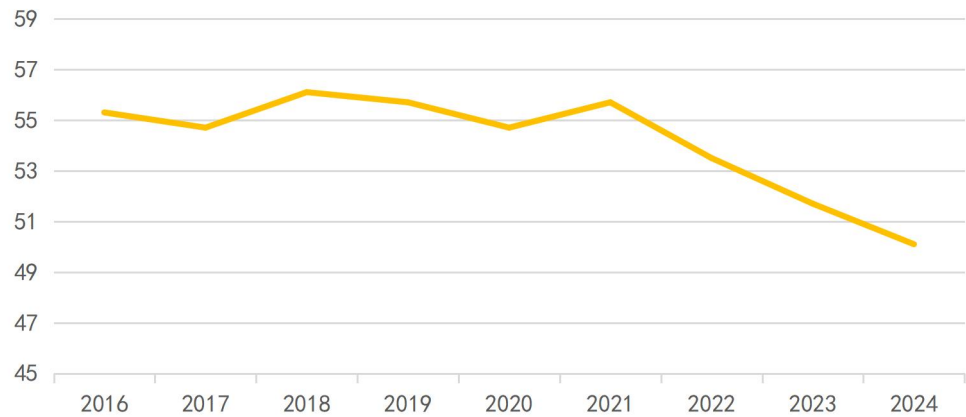
2026年民间投资能否回归正常增长轨道，将是全年投资能否企稳回升的关键决定性因素。民间投资是顺周期、滞后变量，从历史经验看，政策刺激与民间投资修复存在明显时滞：2008年11月推出“四万亿”计划后，民间投资于2009年2月触底反弹；2016年供给侧结构性改革与基建投资发力，一季度专项债与PPP政策扩容落地后，民间投资于当年7月触底回升；2020年疫情后，随着二季度降息与财政扩张政策同步推进，民间投资全年仅增长1%，直至2021年一季度才显著回升至7%。但民间投资一旦出现趋势性拐点，往往意味着企业部门信心已出现实质性改善。当前，民间投资同比降幅较2025年全年的-6.4%已明显收窄，表明内生增长动力正在逐步积累，整体投资正处于弱复苏阶段。

图2：政策资金体系

资金类型	资金来源	作用机制	主要支持领域
地方政府专项债	地方政府融资	项目资本金+工程建设	基建为主
超长期特别国债	中央财政	战略工程+设备更新	基建+制造
政策性金融工具	政策性银行	资本金撬动融资	基建+制造
结构性货币工具	央行	低成本贷款	制造业

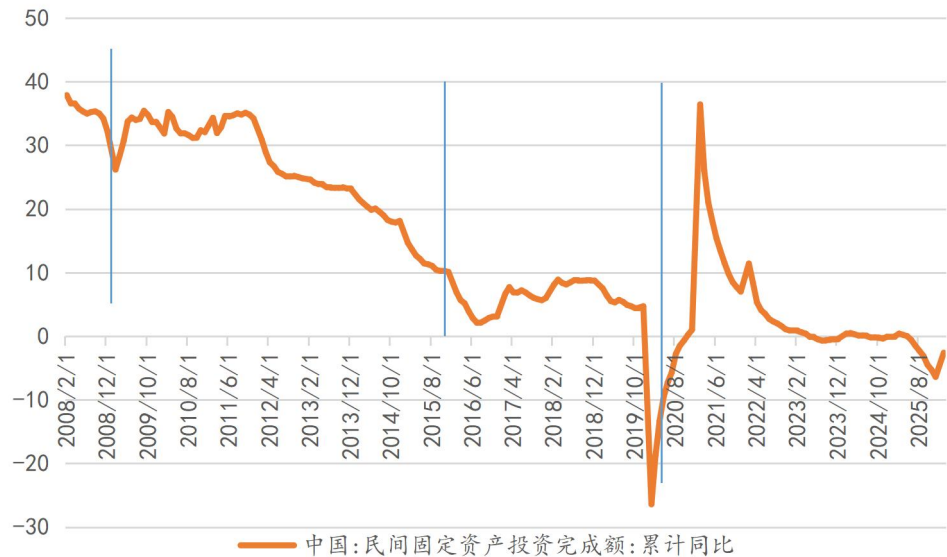
资料来源：财政部，中国人民银行，金融街证券研究所

图 3：民间投资占固定资产投资比重（%）



资料来源：ifind，金融街证券研究所

图 4：民间投资几轮增速拐点（%）



资料来源：ifind，金融街证券研究所

（一）基础建设投资景气有望延续

开年基础建设投资显著发力，尽管受春节超长假期等季节性因素扰动，11.4%的增速仍是近年较高水平。支撑基建投资高增的核心动力，是一系列财政和准财政工具的协同发力，有力保障了重大项目的资金需求。主要资金来源包括用于“两重”建设的超长期特别国债、中央预算内投资、地方政府专项债券以及政策性金融工具等。这几类财政资金在审批、下达、开工到形成实物工作量的过程中，存在明显的时序错位。其中，专项债因项目储备充分、发行节奏前置，在1-2月即完成发行拨付，落地见效最快，成为开年基建投资高增的核心支撑。

2026年专项债额度维持4.4万亿元高位，1-2月新增专项债发行超8242亿元，同比增38.1%，多数投向市政、交通等基建领域；发行进度达全年的18.7%，节奏明显前置。2026年《政府工作报告》提出，“单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，继续向投资项

目准备充分、资金用得好的地方倾斜”。这意味着专项债的使用更聚焦，强调将部分资金用于项目投资而非过去化解存量风险，一定程度上有利于缓解地方固定资产投资的资金约束。同时，这一政策导向也释放出积极信号：部分地区城投平台的融资环境有望边际改善，投融资约束有望阶段性松动。

尽管此前针对地方投融资平台存在的资本金不足等问题，相关部门已推出政策性金融工具予以支持，2026年拟安排规模达8000亿元，可用于补充重大项目资本金。但在化债统筹推进的大背景下，城投公司整体融资约束仍偏紧，对基建投资力度形成了一定制约。约束逐步放松后，2026年基建投资有望延续开年高景气态势，在资金保障强化、项目落地提速的支撑下持续保持较快增长，真正发挥逆周期调节与稳增长托底的关键作用。

图 5：基建投资资金下达节奏

资金类型	下达节奏	实物工作量形成期
地方政府专项债	1-2月密集发行，全年分批落地	3-6月（核心）+全年接续
中央预算内投资	6月底前全下达，1-2月首批拨付	二季度起逐步落地，下半年达峰
“两重”特别国债	首批年初落地，4月启动第三批申报，按季投放	首批二季度落地，其余下半年核心形成

资料来源：财政部，金融街证券研究所

（二）制造业投资内生动能缓慢修复

制造业投资同比增长3.1%，增速虽仍偏温和，但较2025年全年0.6%的水平已出现明显修复。本轮回升主要由政策性金融工具、超长期特别国债等政策类资金强力撬动，政策前置效应在开年集中释放。

2025年10月5000亿新型政策性金融工具投放完毕，共支持2300多个项目、拉动总投资约7万亿元，重点投向数字经济、人工智能等制造业相关领域，资金全部用于补充项目资本金，解决制造业重大项目资本金不足的问题。2026年项目逐步进入开工建设阶段，政策对制造业投资的支撑效应开始显现。

2026年第一批936亿元超长期特别国债用于设备更新，已于2026年1月正式下达，定向支持工业、能源电力等领域约4500个设备更新项目，可带动总投资超4600亿元，且采用直接向地方下达资金的方式，资金落地效率更高，规模较2025年同期显著提升，直接支撑开年制造业设备投资回升。

2026年科技创新和技术改造再贷款额度扩至1.2万亿元，纳入民营中小企业、覆盖高端制造融资需求，同步降息0.25个百分点。设备更新贷款贴息提至1.5%，期限2年总规模200亿元，优化政策扩围至制造业相关领域，简化流程降企业技改成本。金融政策额度扩容贴息加码，精准支持制造业融资。

尽管政策支持力度较大，但作为制造业投资主力的民间资本仍处于缓慢修复阶段，后续有效投资的可持续性仍需依托内生增长动能予以支撑。

三、风险提示

消费超预期下滑，政策力度不及预期，投资内生动能修复偏弱

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

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。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。