

证券研究报告·宏观简评
2026年7月15日证券分析师：张一
✉S0670524030001
☎010-83270999-97050
✉zhangyi@jrjq.com.cn证券分析师：何修桐
✉S0670526060001
✉hexiutong@jrjq.com.cn

投资增速渐近阶段性底部，消费结构分化中现亮点 ——2026年上半年宏观经济数据解读

据国家统计局披露，按不变价格计算，上半年国内生产总值同比增长4.7%（Q1同比5.0%，Q2同比4.3%），经济运行总体平稳。生产端韧性延续，规上工业增加值累计同比5.4%，一方面得益于出口需求超预期强劲，对电子信息、装备制造、汽车、电力设备等优势产业形成支撑；另一方面源于产业结构持续升级，新质生产力相关领域仍处于扩张阶段，高技术制造和装备制造凭借技术迭代、全球产业链重构以及国产替代需求保持较强增长动能。相比之下，需求端修复仍显不足，投资、消费两大内生增长引擎均阶段性承压。二季度，房地产投资持续深度调整，基建投资受财政节奏影响边际放缓，制造业投资也因产能压力和企业资本开支意愿不足转弱，固定资产投资全线走弱；消费方面，服务消费和必选消费边际改善，消费结构持续优化，但商品消费整体恢复仍偏缓，总需求修复力度有限。

下半年，随着专项债发行提速以及政策性金融工具逐步落地，基建投资有望边际改善；同时，新质生产力相关领域投资仍处于扩张阶段，对制造业投资形成结构性支撑，固定资产投资增速或逐步接近阶段性底部。

一、投资增速接近阶段性底部

1-6月城镇固定资产投资累计同比-5.7%（一季度1.7%，下降7.4个百分点），其中广义基建投资累计同比-2.4%（一季度8.9%，下降11.3个百分点），制造业投资累计同比-1.2%（一季度4.1%，下降5.3个百分点），房地产投资累计同比-18.0%（一季度-11.2%，下降6.8个百分点）。二季度投资需求明显转弱，三大投资需求均呈现疲弱态势。

基建增速快速回落是二季度投资下行的最主要原因。财政驱动边际降温成为主要拖累，财政支出节奏偏慢、专项债发行及资金拨付相对滞后（上半年专项债发行进度47%，去年同期49%，特殊年份外均值58%），以及新型政策性金融工具尚未形成有效支撑，导致基建资金来源和实物工作量形成均受到影响。进入6月后，财政政策加力迹象逐步显现，若后续维持政策力度，基建投资有望在下半年逐步企稳，并对固定资产投资形成一定支撑。

制造业投资转为收缩，企业资本开支意愿下降，但背后并非整体制造业缺乏增长动能，而是传统产业调整与新兴产业扩张并存的结构转型阶段，新兴产业的规模仍有限，不足以形成总量替代，更多体现为结构升级。根据统计局披露，1-5月装备制造业投资增长1.7%，拉动全部工业投资增长0.6个百分点，推算其大致占工业投资的35.3%，制造业投资占工业投资比重约80%，装备制造业投资约占制造业总投资的44%，拉动制造业投资增长约0.75个百分点。新质生产力投资增长真实存在，但传统制造业投资降幅更大，1-5月制造业投资累计同比-0.4%。

当前PPI改善和工业企业利润修复主要集中于上游资源品以及AI产业链、高端装备、电力设备等供给优势领域，对传统制造业资本开支的带动仍有限。二季度工业产能利用率为73.0%，较一季度下降0.6个百分点，处于近年来偏低水平，工业部门供需矛盾尚未明显缓解。在内需不足、产能压力仍存的背景下，企业更倾向于提升存量设备利用效率，而非进行大规模新增资本开支。

房地产投资降幅进一步扩大，仍是固定资产投资最大的结构性拖累。尽管政策持续推动房地产市场企稳，但销售、开工和土地投资尚未形成有效修复，地产链对需求的拖累仍将延续。

综合来看，二季度投资快速下行主要源于财政节奏调整、地产持续拖累以及企业资本开支偏弱，但随着财政政策重新加力、基建资金逐步落地以及新兴产业对制造业的结构性支撑，投资增速进一步下行空间有限，后续或进入低位企稳阶段。

二、广义消费修复偏缓但存在结构性亮点

6月社会消费品零售总额同比增1.0%（一季度末1.7%，上一期0.6%）。商品零售部分，批发零售贸易业同比1.1%，其中，以旧换新商品零售同比-11.1%（一季度末-6.9%，上一期-13.9%）；非以旧换新的必选消费品同比4.1%（一季度末3.4%，上一期2.3%），剔除以旧换新后，必选消费明显改善。如果考虑更广义的服务零售，社会消费商品和服务零售总额同比上升至2.7%，其中服务零售额增长5.3%，形成显著拉动。根据统计局提供数据，推算出服务消费和商品消费比重分别为38%、62%，如果服务消费能够持续，一定程度上能够对冲商品消费下行所带来的影响。餐饮消费同比1.2%（一季度末2.9%，上一期0.6%），恢复慢于服务整体，意味着服务消费内部存在分化，餐饮、本地生活服务为基础日常小额高频服务消费复苏明显弱于文旅、文娱、数字信息、养老教育等高景气成长赛道。

风险提示：内需修复不及预期，投资超预期放缓、消费超预期放缓

免责声明
分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

信息披露
本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.jrjq.com.cn查询静默期安排。

使用本研究报告的风险提示及法律声明
恒泰证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
本报告仅供中国大陆地区发行，仅供恒泰证券股份有限公司（以下简称：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。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、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。