

宏观经济月报

寻找放缓中的结构性亮点

核心观点

统计局数据显示，7月工业增加值、固定资产投资、社零同比均有所回落，显示经济修复动能放缓。这背后并非简单的总量趋弱，而是新旧动能转换背景下的K型分化向生产和需求端的加速扩散。新动能仍在扩张，旧动能继续让位，二者之间的缺口进一步压低总量表现。换言之，经济并不缺少增长点，症结在于新动能的增量尚不足以完全对冲旧动能。

一是生产端“硅基强、碳基弱”的格局更为鲜明。工业增加值同比回落0.8个百分点至4.5%，服务业生产指数亦回落0.4个百分点至4.3%，显示生产边际放缓。一方面，硅基表现亮眼：高技术制造业增幅扩大至16.9%，创2021年8月以来新高；电子通信、专用设备领涨；工业机器人和集成电路产量增速仍在进一步走高。另一方面，碳基加速让位：水泥、乙烯、钢材等传统板块偏弱。

二是投资端“硅碳分化”的趋势更加清晰。三大投资项虽同步走弱，但在“硅基景气”的带动下，制造业投资仍具韧性，尚不足启动趋势性下行。基建和地产投资降幅则进一步走扩：前者或受投资用专项债发行偏慢制约，财政资金向实物工作量转化仍是堵点；后者的销售额降幅收窄快于销售面积，反映“以价换量”格局改善，需求筑底、存量出清的边际企稳信号延续。

三是消费端“新消费领跑、传统消费承压”的偏好更加显著。社零增速回落基本符合季节性；在今年国补托底、去年同期高基数逐步消退的共同作用下，通讯器材继续领涨且增幅扩大。与此同时，建筑装潢和体育娱乐、金银珠宝等品类领跌，且跌幅放大，表明内生消费需求仍待提振。

四是外需“高技术产品支撑、劳动密集型产品承压”的特征进一步显性。高技术产品、船舶和汽车仍是出口增长的主要支撑，传统劳动密集型产品则持续承压；部分芯片、稀土出口高增更多由价格而非数量带动，出口结构性亮点对生产/GDP支撑的持续性仍需观察。

综上，我们测算7月实际GDP同比约增4.3%，低于4.5%的目标下限。后续政策仍留有后手，变量在于发力的时、度、效。需要重点关注以下三方面指标：①生产端受外生冲击拖累的石化及煤炭板块是否逐步修复，不再拖累工业增加值增速；②财政资金是否加速支出。截至7月，新增投资用专项债发行进度仍偏慢，基建对经济的支撑滞后，8000亿元新型政策性金融工具亦未明确落地，财政存款余额处于高位，预算额度完成前，加码将较为困难；③海外资本开支二阶导拐点，叠加去年同期高基数，算力出口韧性是否会在8-9月出现拐折。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

证券分析师：田地

0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

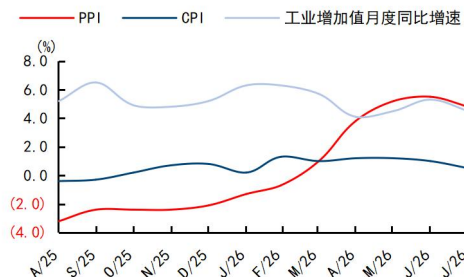
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-6.70
社零总额当月同比	0.60
出口当月同比	23.90
M2	7.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济月报-“杠铃”政策应对“K型”分化》——2026-07-16
- 《宏观经济月报-内冷外热——经济修复的“温差”》——2026-06-16
- 《宏观经济月报-3月更接近“真相”》——2026-04-17
- 《宏观经济月报-经济回升的“地基”仍待夯实》——2026-03-16
- 《宏观经济月报-冬日暖阳新意浓》——2026-01-19

内容目录

寻找放缓中的结构性亮点	4
就业：季节性走弱	5
生产端：新旧动能分化加剧	6
需求端：投资—整体承压	8
需求端：消费—内生动能仍弱	9
需求端：进出口—增速拐点将至	10
风险提示	12

图表目录

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算	5
图2：投资用专项债发行进度较慢	5
图3：当前财政资金仍较为宽裕	5
图4：7 月国内调查失业率上升，劳动力市场季节性承压	6
图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图8：主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览	7
图9：服务业生产指数同比走势一览	8
图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图12：房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图13：房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图14：房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图15：中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图16：中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图17：商品销售金额同比变化幅度一览	10
图18：出口金额同比增速	11
图19：出口金额季节性变化	11
图20：分商品出口金额当月同比情况	12
图21：分国别出口金额当月同比	12

寻找放缓中的结构性亮点

统计局数据显示，7月工业增加值、固定资产投资、社零同比均有所回落，显示经济修复动能放缓。这背后并非简单的总量趋弱，而是新旧动能转换背景下的K型分化向生产和需求端的加速扩散。新动能仍在扩张，旧动能继续让位，二者之间的缺口进一步压低总量表现。换言之，经济并不缺少增长点，症结在于新动能的增量尚不足以完全对冲旧动能。

一是生产端“硅基强、碳基弱”的格局更为鲜明。工业增加值同比回落0.8个百分点至4.5%，服务业生产指数亦回落0.4个百分点至4.3%，显示生产边际放缓。一方面，硅基表现亮眼：高技术制造业增幅扩大至16.9%，创2021年8月以来新高；电子通信、专用设备领涨；工业机器人和集成电路产量增速仍在进一步走高。另一方面，碳基加速让位：水泥、乙烯、钢材等传统板块偏弱。

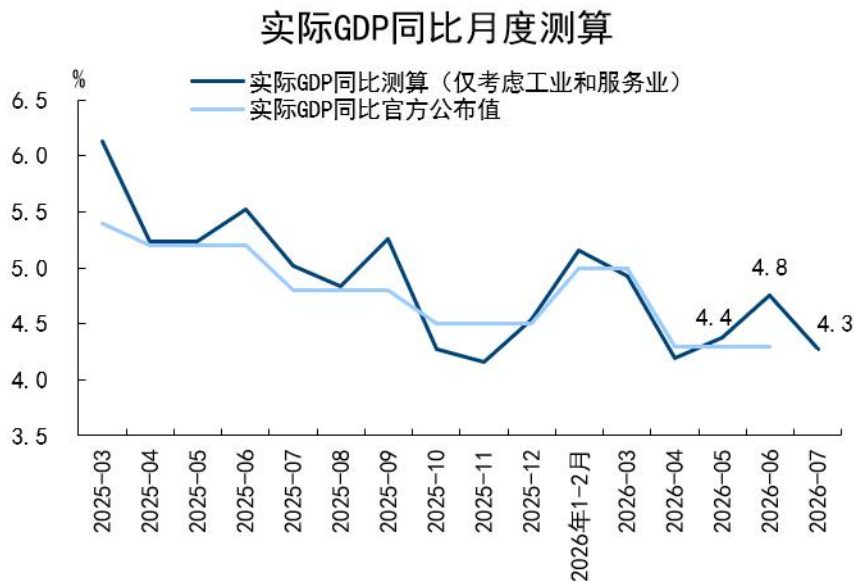
二是投资端“硅碳分化”的趋势更加清晰。三大投资项虽同步走弱，但在“硅基景气”的带动下，制造业投资仍具韧性，尚不足启动趋势性下行。基建和地产投资降幅则进一步走扩：前者或受投资用专项债发行偏慢制约，财政资金向实物工作量转化仍是堵点；后者的销售额降幅收窄快于销售面积，反映“以价换量”格局改善，需求筑底、存量出清的边际企稳信号延续。

三是消费端“新消费领跑、传统消费承压”的偏好更加显著。社零增速回落基本符合季节性；在今年国补托底、去年同期高基数逐步消退的共同作用下，通讯器材继续领涨且增幅扩大。与此同时，建筑装潢和体育娱乐、金银珠宝等品类领跌，且跌幅放大，表明内生消费需求仍待提振。

四是外需“高技术产品支撑、劳动密集型产品承压”的特征进一步显性。高技术产品、船舶和汽车仍是出口增长的主要支撑，传统劳动密集型产品则持续承压；部分芯片、稀土出口高增更多由价格而非数量带动，出口结构性亮点对生产/GDP支撑的持续性仍需观察。

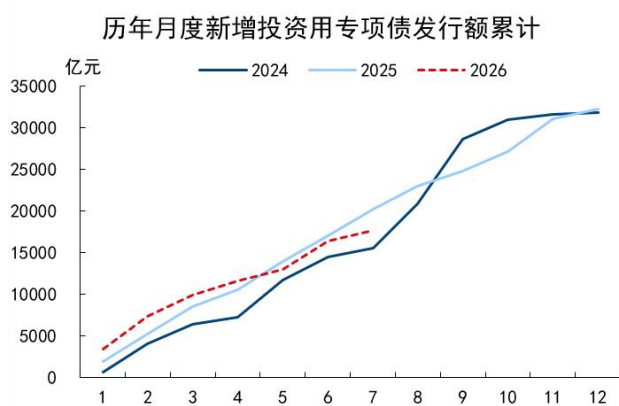
综上，我们测算7月实际GDP同比约增4.3%，低于4.5%的目标下限。后续政策仍留有后手，变量在于发力的时、度、效。需要重点关注以下三方面指标：①生产端受外生冲击拖累的石化及煤炭板块是否逐步修复，不再拖累工业增加值增速；②财政资金是否加速支出。截至7月，新增投资用专项债发行进度仍偏慢，基建对经济的支撑滞后，8000亿元新型政策性金融工具亦未明确落地，财政存款余额处于高位，预算额度完成前，加码将较为困难；③海外资本开支二阶导拐点，叠加去年同期高基数，算力出口韧性是否会在8-9月出现拐折。

图1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算



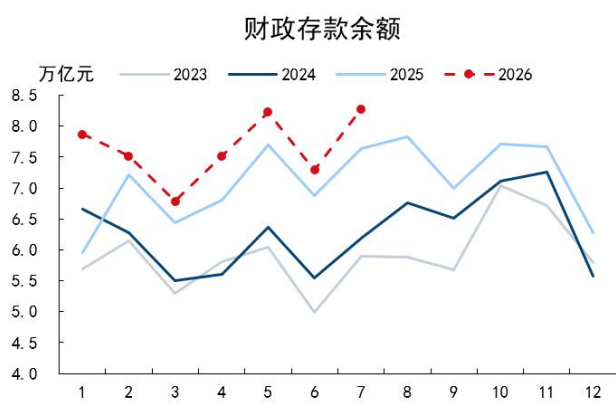
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和测算

图2: 投资用专项债发行进度较慢



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 当前财政资金仍较为充裕

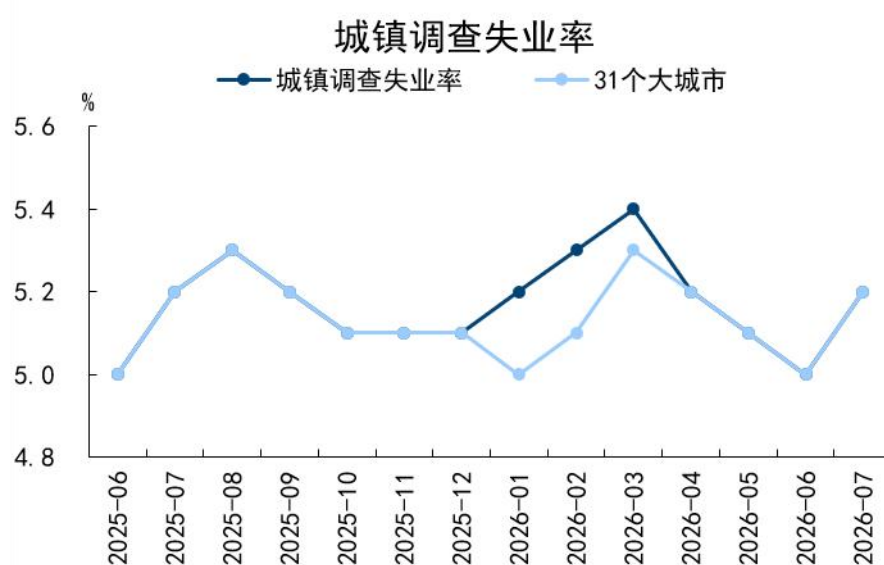


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

就业：季节性走弱

7 月份全国城镇调查失业率录得 5.2%，较上月回升 0.2 个百分点；31 个大城市调查失业率同步升至 5.2%。从历史季节性规律来看，近三年同期失业率均环比上行，本月数据的边际走弱符合季节性，表明当前劳动力市场总体平稳。

图4：7月国内调查失业率上升，劳动力市场季节性承压



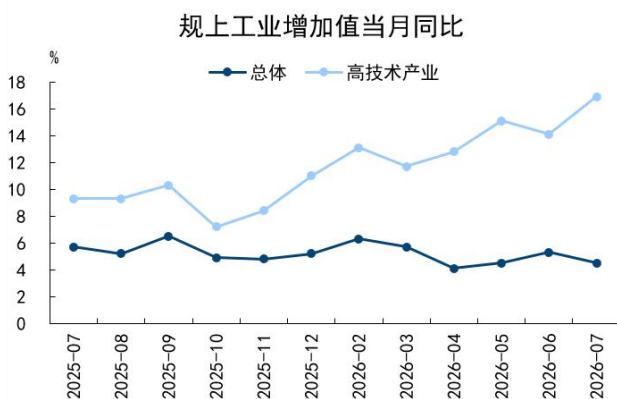
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：新旧动能分化加剧

7月规上工业增加值同比为4.5%，较上月回落0.8个百分点。从环比看，工业生产表现弱于季节性，生产活动整体承压。

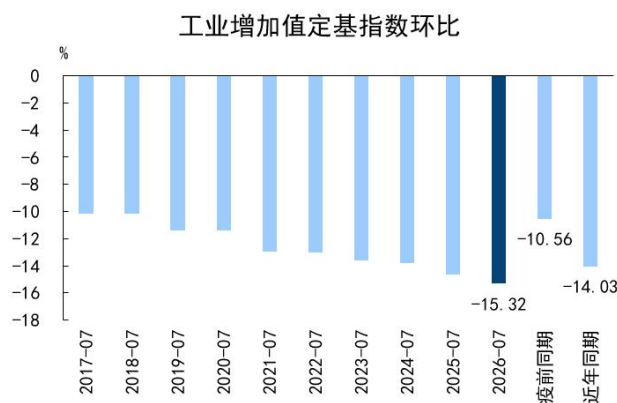
与此同时，高技术产业增加值增速仍明显高于整体水平，“K型分化”加剧，7月录得16.9%，较上月回升2.8个百分点，延续工业生产向新向优发展态势。

图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

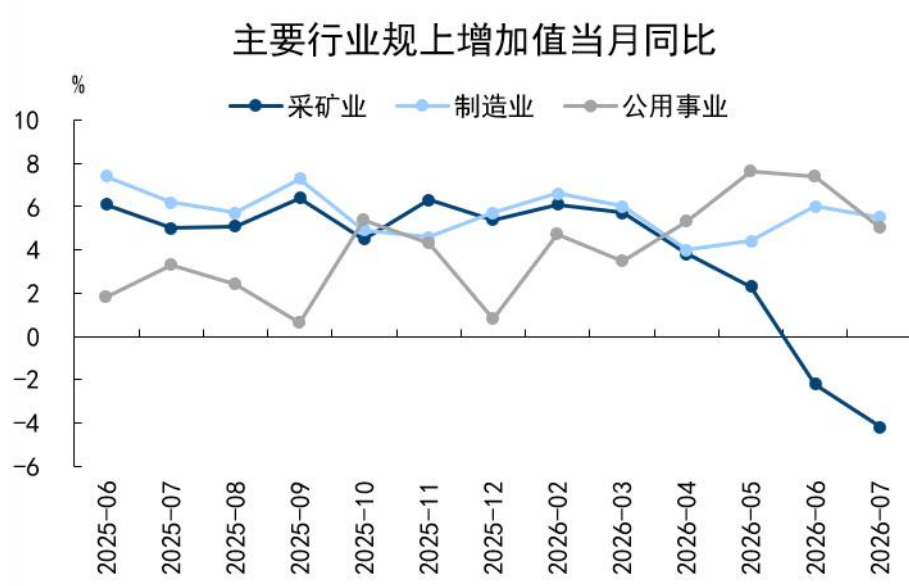
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，制造业同比增速边际回落，公用事业加速下行，采矿业负增长进一步加深。

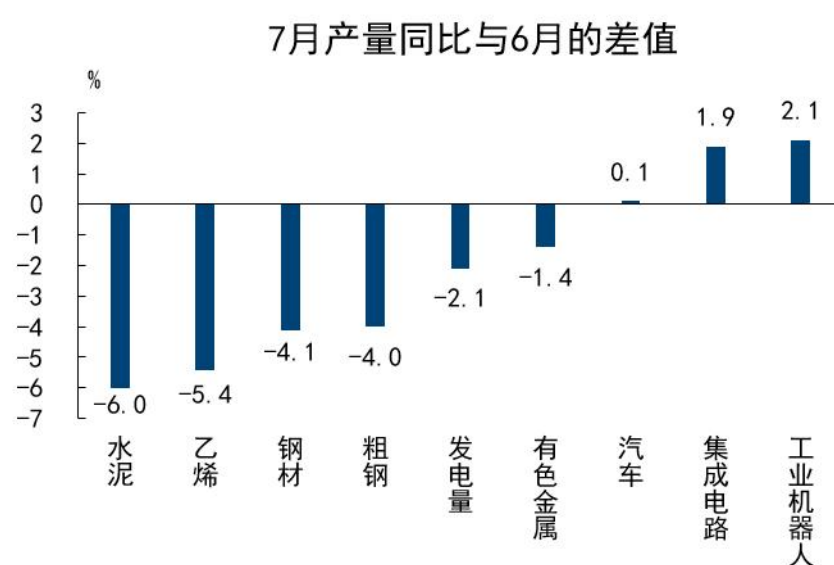
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，7月消费链相关的乙烯产量同比涨幅较上月大幅回落5.4个百分点至0.1%；投资相关的水泥产量同比降幅较上月扩大6.0个百分点至-11.6%；高端工业品增速表现亮眼，其中汽车产量同比增速回升0.1个百分点至-0.1%；工业机器人产量显著上升2.1个百分点至30.2%；集成电路回升1.9个百分点至20.7%。

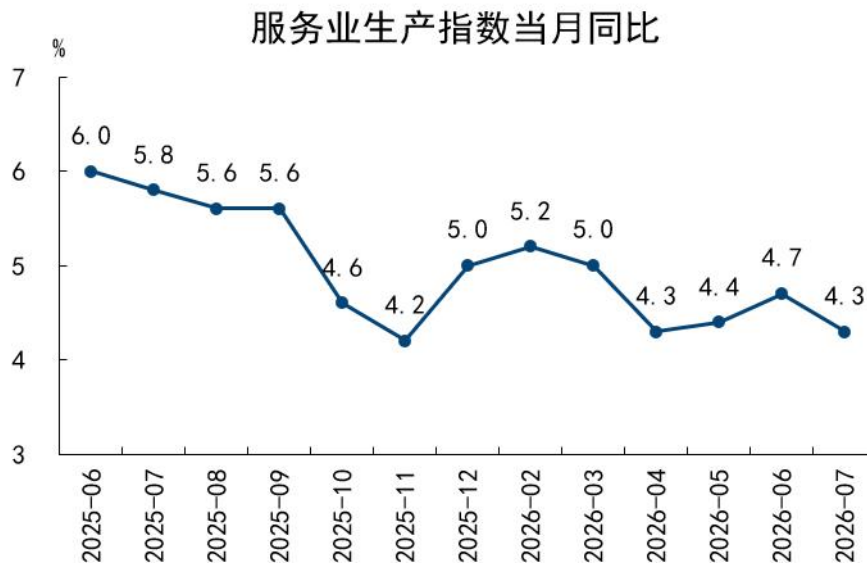
图8：主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，7月国内服务业生产指数同比较6月回落0.4个百分点至4.3%，与7月失业率和工业生产数据共同指向传统生产活动承压。

图9：服务业生产指数同比走势一览

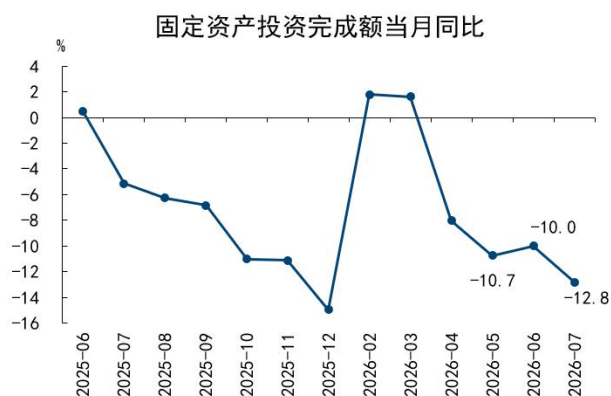


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：投资—整体承压

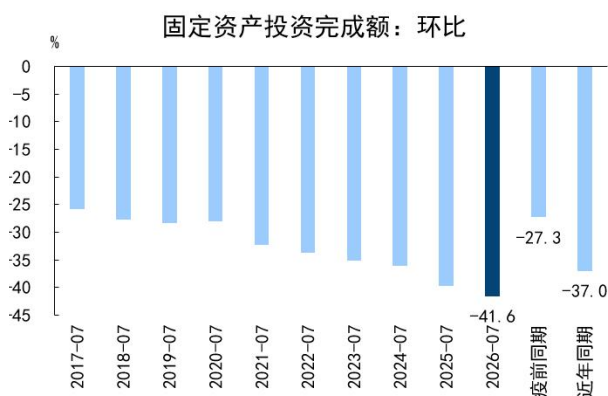
7月国内固定资产投资同比降幅为-12.8%，较6月扩大2.8个百分点，在较低基数下表现依然偏弱。从环比看，7月固定资产投资增速小幅低于近年同期季节性水平，表明投资活动整体承压。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

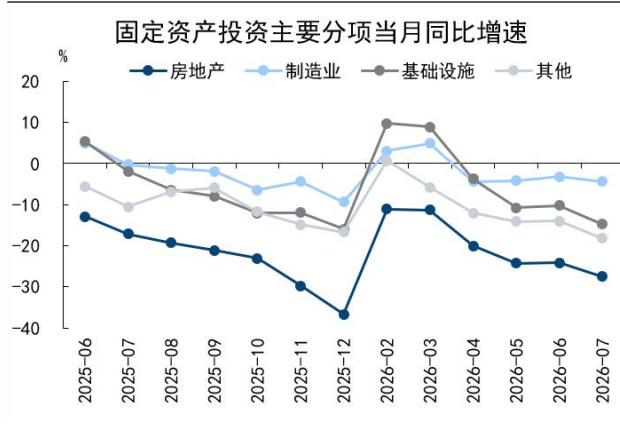
图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

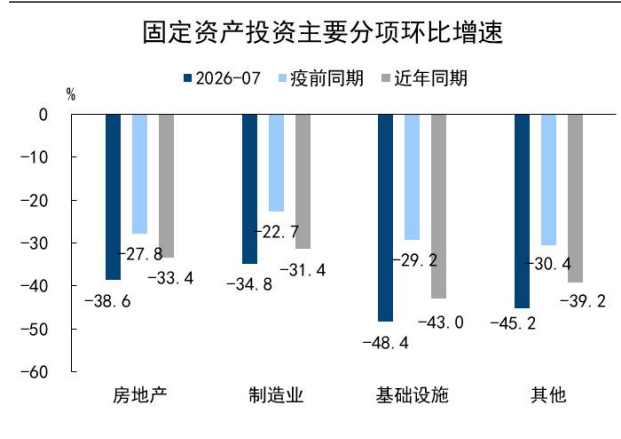
7月房地产、制造业、基建投资同比增速较6月均走弱，分别回落3.3和1.2、4.5个百分点。环比增速亦均低于近年同期水平，显示投资活动整体承压。

图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

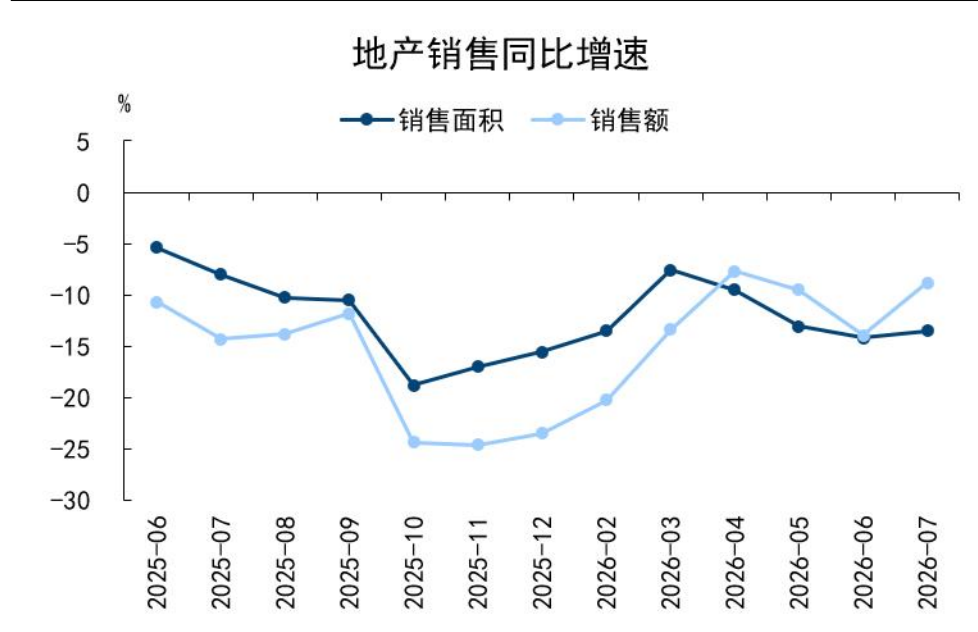
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

7月国内商品房销售同比增速降幅收窄。销售额同比增速较上月回升5.1个百分点至-8.8%，销售面积回升0.7个百分点至-13.5%，反映行业前期“以价换量”的格局持续改善。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



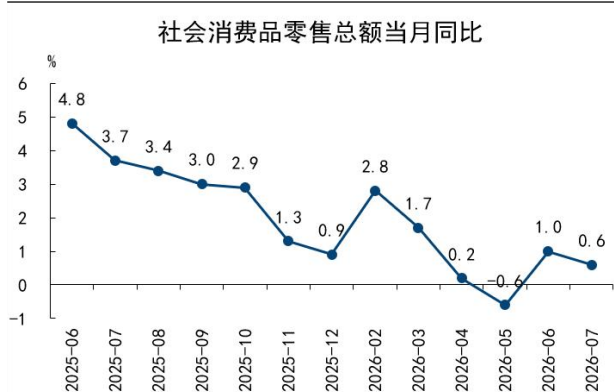
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求端：消费一内生动能仍弱

7月社会消费品零售总额当月同比为0.6%，较6月同比增速小幅回落0.4个百分点。其中商品零售为0.5%，回落0.4个百分点；餐饮为1.4%，回升0.2个百分点。

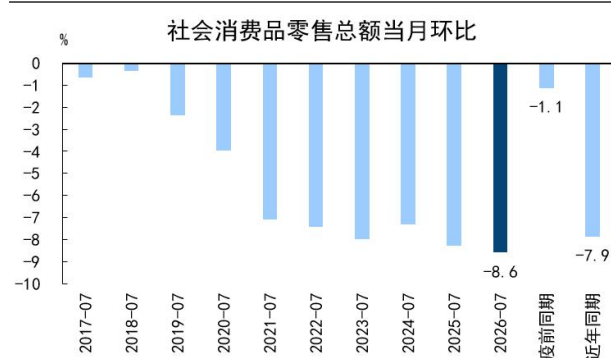
从环比来看，7月社零同比弱于同期季节性水平，表明消费修复动能仍待巩固。在去年国补效应逐渐退坡的背景下，消费增长的内生动能仍有待进一步增强。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

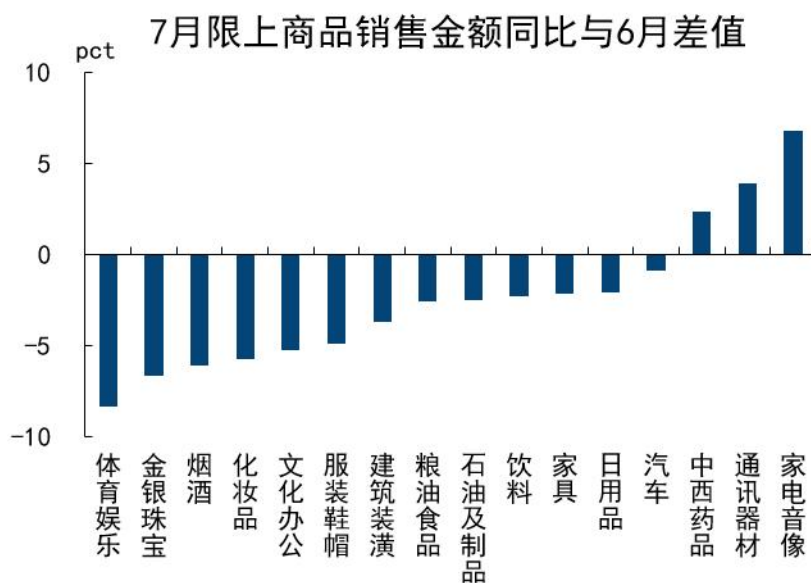
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

7月商品零售同比增速整体相较于上月走弱。从不同类别商品的销售表现来看:耐用品方面,建筑装潢消费降幅扩大3.7个百分点至-14.2%,汽车消费较上月降幅边际扩大0.9个百分点至-17.0%,家电音像消费降幅显著收窄6.8个百分点至-1.9%;消耗品方面,服装鞋帽、粮油食品、饮料类及日用品消费增速均回落,受中东地缘冲突反复下油价回升影响,石油及制品类零售额降幅进一步扩大。

图17: 商品销售金额同比变化幅度一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端: 进出口—增速拐点将至

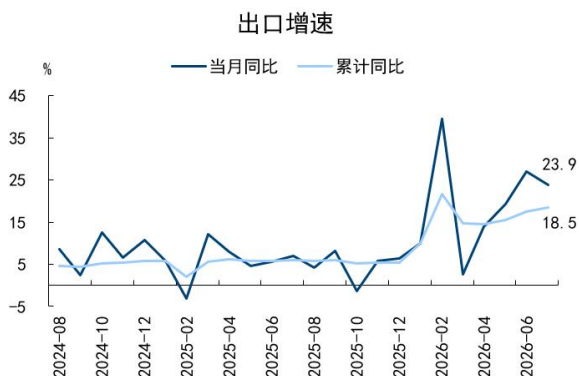
7月出口景气度延续, 增速斜率放缓。7月出口金额录得3978.52亿美元, 当月同比增长23.9%, 较6月略回落3.2个百分点, 连续第四个月保持双位数高增。1-7月出口累计同比增长18.5%, 较1-6月的17.6%继续走阔, 累计扩张趋势稳固。横向看, 23.9%的当月增速仍远高于近12个月11.7%的均值, 出口景气依旧处于高位区间, 本月更多是高位边际放缓而非趋势转弱。

本月出口延续高景气，AI 产业链与全球制造业需求回暖共同托举。

其一，集成电路出口同比大增 116.6%、自动数据处理设备增长 67.4%、船舶增长 92.4%，科技与资本品链条全面放量，且与进口端自动数据处理设备（+193.8%）、自韩国进口（+97.8%）形成镜像呼应，AI 算力投资沿半导体供应链双向扩张的脉络清晰；

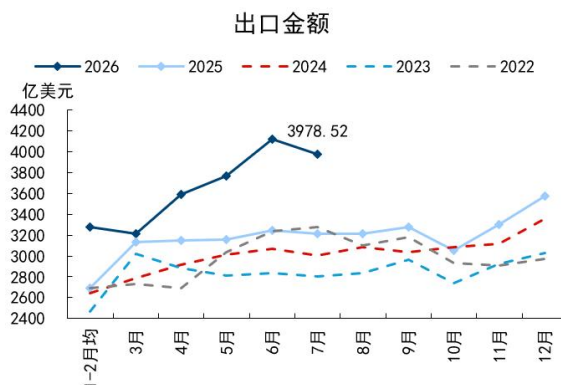
其二，7 月全球制造业 PMI 维持 52.1 的扩张区间，美国 PMI 进一步升至 55.6，外需总体环境对出口形成支撑。需特别关注的是，集成电路出口金额高增中价格贡献显著。数量同比仅+1.9%而价格同比高达+112.6%，本轮科技链出口高增有相当部分源自半导体价格周期，真实量能扩张相对温和。

图18: 出口金额同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 出口金额季节性变化

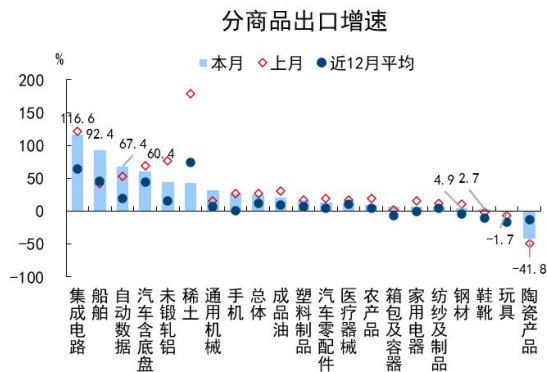


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

区分商品看，K 型分化特征明显，科技与资本品类全面领跑，传统劳动密集型品类延续低迷。集成电路（+116.6%）、船舶（+92.4%，较上月 42.3%大幅跳升）、自动数据处理设备（+67.4%）、汽车含底盘（+60.4%）、未锻轧铝（+44.7%）、稀土（+43.0%）、通用机械（+31.4%，较上月 15.2%明显加速）位居增速前列，科技与高端制造链条集中爆发。与之对照，陶瓷产品（-41.8%）、玩具（-1.7%）延续负增长，鞋靴（+2.7%）、钢材（+4.9%）、家电（+6.6%）等传统品类增长疲弱，出口结构的 K 型分化进一步凸显。

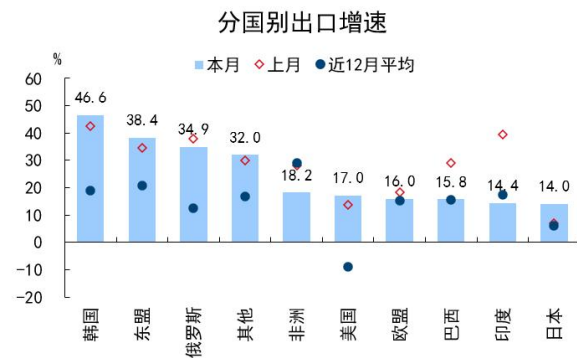
区分国别看，对亚洲供应链伙伴出口普遍加速，对部分新兴市场增速明显回落。对韩国（+46.6%）、东盟（+38.4%）、俄罗斯（+34.9%）位居前列且多较上月提速，对日本出口增速亦从 6.9%升至 14.0%，反映亚洲电子与制造供应链的协同高景气。而对印度（由 39.4%降至 14.4%）、巴西（由 28.9%降至 15.8%）、非洲（由 28.0%降至 18.2%）出口增速显著回落，前期新兴市场的拉动有所减弱；对美出口同比+17.0%、较上月 13.9%小幅回升，对欧盟+16.0%、较上月 18.5%略有放缓。

图20: 分商品出口金额当月同比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 分国别出口金额当月同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

展望后续，出口高景气仍有支撑，但增速中枢或温和回落、结构性隐忧需正视。支撑端，AI 资本开支周期尚未见顶，半导体与算力硬件需求有望延续，全球制造业 PMI 维持扩张，外需基本盘尚稳。

隐忧体现在三方面，一是集成电路等品类出口高增高度依赖价格、量能贡献有限，半导体价格周期一旦回落将拖累名义增速；二是中国出口新订单 PMI 重回 49.6 的收缩区间，前瞻信号偏弱；三是贸易条件恶化，传统劳动密集型品类持续低迷。综合判断，预计 8、9 月出口同比增速中枢将回落至 15%-20% 区间，进口回落至 20%-25% 区间。

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032