

宏观点评 20260915

供给改善，消费分层——8月经济数据点评

2026年09月15日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《9月FOMC前瞻：加息的N种情景假设——海外周报 20260914》

2026-09-14

《9月18城二手房成交面积或同比转负》

2026-09-13

■ 9月15日，国家统计局发布8月经济数据，工业生产和外需走强，内需回落。供给端，8月工业增加值同比+5.2%，前值+4.5%，Wind一致预期+4.7%；服务业生产指数同比+4.1%，前值+4.3%。需求端，出口同比+25%，前值+23.9%，Wind一致预期+21.9%；社零同比+0.4%，前值+0.6%，Wind一致预期+0.7%；固投累计同比-7.2%，前值-6.7%，Wind一致预期-7.2%。

■ 8月经济处在什么位置？从生产数据衡量的月度景气度来看，4月和7月是今年经济的两个低点，其中7月更多是受到台风等极端天气影响，虽然8月仍受影响，但经济景气已经明显回升至仅次于6月的位置，我们预计9月后仍将继续回升。

■ 往后看，年内有三方面因素支撑经济。一是政策性金融工具落地。今年新型政策性金融工具规模由去年的5000亿元扩容至8000亿元，9月初首批资金已在浙江、四川、云南、新疆等地投放，资金重点向“六张网”、人工智能、低空经济、新能源等领域倾斜，并明确加大对民间投资项目的支持，下半年将形成首批实物工作量。二是基数效应改善。去年三季度GDP同比增长4.8%、四季度进一步回落至4.5%，逐季走低；社零四季度单季仅增1.6%，12月当月增速更降至0.9%。去年同期整体偏低的基数，为今年下半年同比读数的改善留出了空间。三是高新技术产业发展仍然维持强劲。今年以来，出口、投资、工业生产等领域中，AI相关的新兴产业增长强劲，这种强劲增长在未来一段时间仍将持续。

■ 因此，完成全年4.5%-5.0%的经济增长目标难度不大，但也存在一些约束因素。一是房地产新政后，房企资金周转放缓，房地产投资仍将承压。前8个月，房地产开发企业到位资金同比下降21.0%，资金端持续收紧直接制约投资节奏，房企拿地与开工意愿短期内难以明显修复。二是项目不足制约投资。前7个月，本年施工项目总投资额累计同比-4.5%。三是耐用品消费需求透支，不同消费品类增速出现明显分层。“以旧换新”补贴政策在去年上半年集中预支和释放需求，今年耐用品换新需求走弱，汽车、家电等品类拖累显著，不同消费品类增速明显分层。综合来看，8月后的经济回升动能存在，但强度相对有限。

■ 8月各领域经济指标如下：

■ （1）从生产端来看，工业生产走强，但服务业生产走弱。工业增加值同比从7月的4.5%升至5.2%，服务业生产指数从4.3%回落至4.1%。对于工业生产而言，装备制造业和新质生产力仍然是主要支撑，8月装备制造业增加值同比增长12.1%，高技术制造业增加值增长16.7%。但从边际变化来看，整体工业增加值的回升，来自于2个行业的改善，采矿业降幅收窄2.8个点、医药制造业增速提高2.4个点。对于服务业而言，批发零售和金融服务业景气度偏低，8月服务业PMI中批发、零售、资本市场服务等行业商务活动指数低于临界点。

■ （2）消费方面，8月社零同比从7月的+0.6%回落至+0.4%。剔除基数扰动，从两年平均增速来看，7-8月社零两年平均增速降至2.1%和1.9%，而上半年都在3%上下波动。因此，7月以来社零增速的变化，意味着“以旧换新”带来的需求透支影响加大。

■ 服务消费增速仍然高于商品消费。1-8月份，社会消费品和服务零售总额同比增长2.5%，其中服务零售额增长4.9%，商品零售额增长1.0%。从当月增速来看，服务消费应该与服务生产相差不大，原因是服务消费通常在生产的即时完成，没有储存，8月服务生产同比为+4.1%，意味着服务消费增速可能也在4%左右，高于社零同比0.4%的当月增速。

■ 从结构来看，消费的分层非常明显，我们划分的五类消费，在近期明显分为三层。第一层是韧性最强的非耐用品消费，主要包含粮油食品等必需消费，8月同比增速仍然稳定在5.4%左右。第二层是半耐用品和餐饮

消费，8月二者同比都为1.1%。第三层是耐用品和石油消费，8月耐用品同比-13.1%、石油及其制品同比-7%。

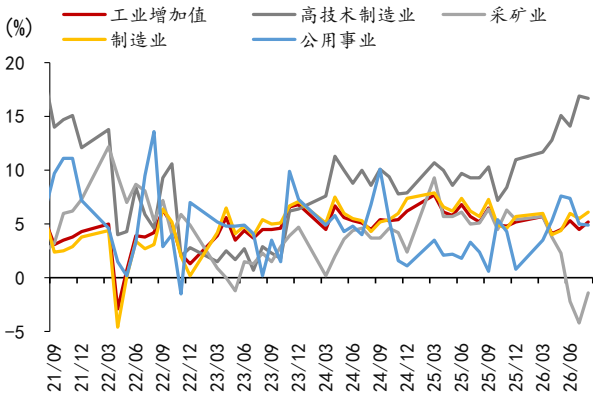
- **(3) 8月投资降幅有所收窄。**跟7月相比，8月固投累计同比从-6.7%降至-7.2%，按照我们推算的固投当月同比从-12.8%收窄至-10.6%。
- **三大传统投资仍面临压力，**跟7月相比，房地产投资累计同比从-19.2%降至-19.9%，推算当月同比从-27.5%降至-25.4%；广义基建投资累计同比从-4.1%降至-5.4%，推算当月同比大致持平于-14.7%；制造业投资累计同比从-1.7%降至-2.3%，推算当月同比从-4.4%降至-6.1%。9月以来，8000亿新型政策性金融工具开始落地，随着实物工作量逐渐形成，可能带动四季度投资降幅进一步收窄。
- **新兴产业投资仍是固投的亮点。**前8个月，知识产权产品投资累计同比增长9.2%，高技术产业投资同比增长5.2%，其中信息服务业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长22.7%、14.9%、6.9%。
- **风险提示：**房地产市场后续变化存在不确定性；出口如果下行可能引发其他稳增长政策；地缘政治变化影响物价和外贸。

表1: 8月经济数据概览 (当月同比, %)

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业 增加值	服务业 生产	社零	固定资产 投资	房地产 投资	制造业 投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2026-08	5.2	4.1	0.4	-10.6	-25.4	-6.1	-14.7	25.0	28.2	2026-08	0.8	3.8
2026-07	4.5	4.3	0.6	-12.8	-27.5	-4.4	-14.7	23.9	27.6	2026-07	0.5	3.5
2026-06	5.3	4.7	1.0	-10.0	-24.2	-3.2	-10.2	26.9	35.8	2026-06	1.0	4.1
2026-05	4.5	4.4	-0.6	-10.7	-24.3	-4.2	-10.8	19.2	27.3	2026-05	1.2	3.9
2026-04	4.1	4.3	0.2	-8.0	-20.1	-4.3	-3.7	14.0	25.3	2026-04	1.2	2.8
2026-03	5.7	5.0	1.7	1.6	-11.3	4.9	8.9	2.5	28.3	2026-03	1.0	0.5

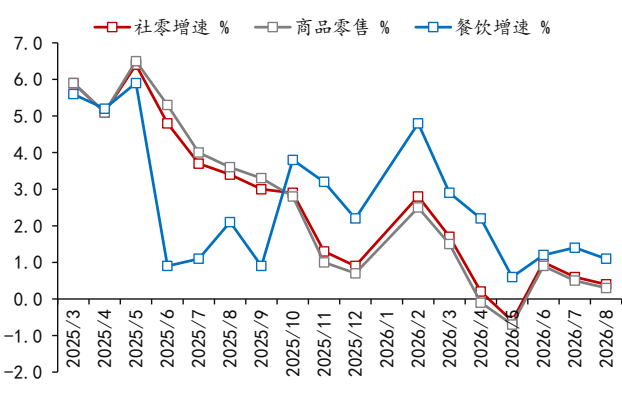
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 高技术制造业引领工业生产 (当月同比)



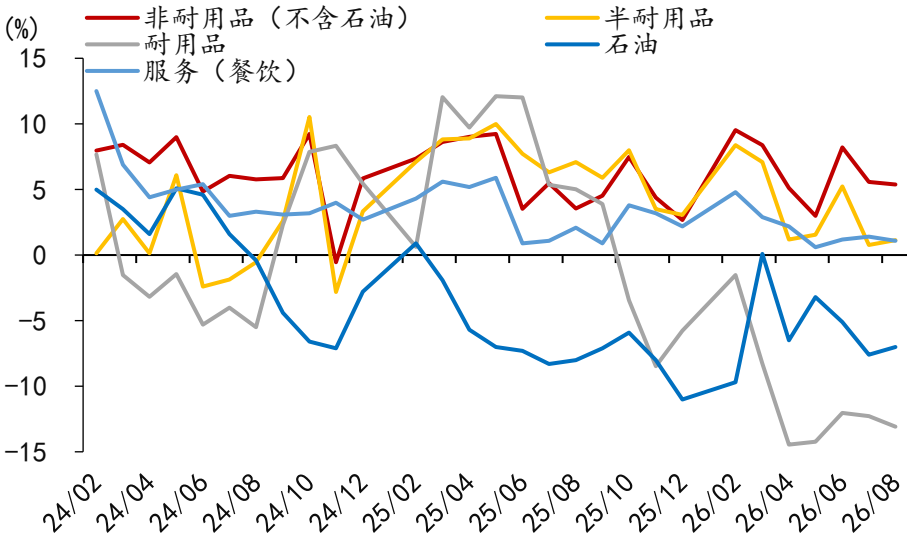
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 8月社零增速小幅回落 (当月同比)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 五类消费同比增速出现明显分层 (当月同比)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>