

同荣异势

专题报告

——2026 年中期国内宏观经济展望

2026 年下半年，国内经济总量有支撑、结构再分化。外需韧性可能继续被低估，而内需政策强度可能依旧被高估。我们预计，出口再定价、高技术制造和政策托底仍将支撑全年增长目标完成，但消费、地产和信用扩张难以形成强接力，经济增速中枢或较上半年小幅回落。此外，居民资产负债表修复偏慢、地产链拖累尚未结束，决定了经济体感仍难明显改善。

- 第一，外需仍是全年经济的最大超预期变量，出口进入全年增速再定价阶段，在全球经济未出现明显衰退信号前，出口韧性仍可能持续超出市场线性预期。1-5 月出口强度明显超出年初预期，说明出口并非单纯依赖春节错位或短期抢出口，而是存在更强的结构性支撑。我们认为，2026 年美元计价出口增速的基准情景应上修至 8%-9% 左右，乐观情景下存在接近 12% 的可能。出口韧性主要来自五个因素：全球 AI 资本开支和半导体周期回升、机电与装备链条高景气、中国出口份额处于高位平台期、出口价格拖累收敛，以及东盟、欧盟和全球南方市场对美国链条扰动形成缓冲。下半年出口增速大概率较上半年回落，但全年中枢已经明显上修。
- 第二，居民资产负债表继续弱修复，消费暂非亮点。消费端的核心矛盾不是居民完全不消费，而是消费结构发生分层：服务消费、低单价消费和线上服务消费仍有韧性，但大额耐用品、地产后周期消费和高杠杆消费恢复偏慢。居民收入仍在修复，但消费支出增速弱于收入增速，叠加住户贷款偏弱、居民存款较高和房价预期尚未稳定，说明居民部门仍处于资产负债表修复阶段。汽车、家电等以旧换新政策仍能形成托底，但在高基数、需求前置和补贴边际效应递减约束下，下半年大宗消费对社零的拉动或弱于去年。社零有望从 4-5 月低点修复，但明显上行仍需等待居民收入预期、房价预期和中长期贷款同步改善。
- 第三，投资总量偏弱，结构分化进一步加深。投资端延续“地产拖累、基建托底、制造业分化”的组合。基建仍有财政资金、专项债、超长期特别国债和重大项目支撑，但政策强调“有效投资”和防止低效无效投资，叠加地方财政、土地出让收入和项目收益约束，决定基建更偏托底项而非弹性项。制造业投资不是整体强，而是“有订单、有利润、有政策、有产业趋势”的方向强，高技术制造、电子、半导体、电力设备、航空航天、工业母机、机器人、设备更新和新质生产力相关产业仍具韧性；传统制造、

相关报告

- 1、《半山微醉尽余欢——2026 年海外年中展望》2026-06-15
- 2、《新局方兴，去芜存菁——2026 年中观年中策略》2026-06-05
- 3、《细水慢流——6 月流动性月报》2026-06-05

张静静 S1090522050003
✉ zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
✉ luodan7@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
✉ zhaoxingju@cmschina.com.cn

地产链制造和部分产能压力行业资本开支偏弱。房地产投资仍是主要拖累，销售端局部改善尚未传导至新开工、开发投资和房企资金链，地产投资更可能是拖累边际收敛，而非趋势性拐点。

- **第四，价格端从低通胀转向结构性修复，但不是全面再通胀。**下半年通胀的核心特征是“猪油共振”逐步兑现，但 CPI 和 PPI 弹性不对称。CPI 端，油价对交通通信分项形成支撑，猪价拖累边际减弱，核心通胀温和修复，但居民消费需求偏弱决定 CPI 上行斜率有限。PPI 端，原油、有色、化工链条和部分 AI 相关工业品价格修复更快，预计同比高点或出现在三季度，点位或在 4.3% 左右，全年 PPI 增速达到 2.5%，积极情形下年底 PPI 同比或触及 3.5%。价格回升的宏观含义不是传统意义上的需求过热，而是上游和工业品价格修复快于终端消费价格，PPI 向 CPI 传导仍不顺畅，需关注中下游企业利润率和成本转嫁能力。
- **第五，货币流动性从“超季节性宽松”向“均衡宽松”回归。**上半年银行间资金面一度超宽松，但随着央行强调引导隔夜利率围绕政策利率运行、防止资金淤积和过度加杠杆，资金面不断收敛，特别是 6 月以来，资金价格快速上行至政策利率上方。往后看，一方面，随着欧日央行打开加息窗口、美联储降息窗口关闭，叠加国内政府债供给节奏、银行季节性行为等因素扰动，国内流动性会出现阶段性、结构性收紧，资金价格会较 4-5 月有所抬升。另一方面，预计整个货币政策的基调仍将维持适度宽松，央行会继续通过逆回购、MLF、买断式逆回购等工具精准调节，保持市场流动性合理充裕，但考虑到目前新旧经济融资结构差异以及海外加息预期扰动，总量宽松的工具门槛明显上升，全面降准降息的必要性不高。广义流动性方面，居民部门加杠杆意愿仍弱，对公信贷和政府债仍是主要支撑，信用扩张从地产和平台驱动转向政府债、科创、绿色、普惠和直接融资驱动。预计今年新增社融规模大致在 31 万亿—33 万亿元之间，对应存量社融增速落在 7.0-7.5% 区间，大约 7.3% 左右；M1、M2 年末增速预计分别为 4.8%、7.9%，其中 M1 增速最低点或在 9 月份，M2 和社融增速的背离仍将持续，背后指向的是宽货币向宽信用传导不通畅。
- **综合看，下半年经济不会因内需偏弱而趋势性失速，但也难以回到过去依靠地产、基建和信用扩张驱动的高弹性增长模式。**后续需重点跟踪四个变量：出口韧性能否延续，居民资产负债表能否修复，地产拖累能否收敛，以及新质生产力能否真正接续成为新一轮增长中枢的支撑力量。风险主要来自外需超预期波动、内需修复及政策落地不及预期和地产链再度走弱。
- **风险提示：**外需超预期波动，内需修复、政策落地和地产链表现不及预期

正文目录

一、核心判断：下半年经济增速中枢下移，外需仍为主要拉动	6
二、外需：出口不是简单“超预期”，而是进入全年增速再定价阶段	7
三、消费：居民资产负债表修复偏慢，社零难以明显上行	15
四、投资：总量偏弱，结构分化进一步加深	19
五、价格：“猪油共振”或在 Q3 兑现	24
（一）上半年通胀运行回顾：从温和修复到输入性推升	25
（二）CPI	26
（三）PPI：年末同比或达 2.5%	29
六、货币流动性：向均衡宽松回归	32
（一）货币政策：适度宽松延续，总量工具门槛上升	32
（二）狭义流动性：向均衡宽松回归，资金价格围绕政策利率波动运行	33
（三）广义流动性：居民去杠杆，对公信贷和政府债仍将是主要支撑	36

图表目录

图 1 国内主要经济指标预测汇总	7
图 2 出口同比保持韧性，平滑后中枢仍然较强	8
图 3 全球需求景气度逐步上行	8
图 4 我国 AI 相关出口链条延续强势	9
图 5 全球半导体景气回升，东亚电子链条同步改善	9
图 6 中国与全球出口同比的增速差异	10
图 7 德国、日本、中国等国家的出口份额走势变化	10
图 8 德国、日本、中国等国家高份额平台维持时长对比	11
图 9 出口“量”和“价”的贡献变化走势	11
图 10 出口分产品累计同比增速变化	12
图 11 机电产品是出口增速的主要贡献项	13
图 12 新三样商品出口额增速变化趋势	13
图 13 主要出口目的地对我国出口增速的贡献	14
图 14 基准和乐观情景下，五因子分项贡献推演	15

图 15 商品消费偏弱，餐饮消费有一定韧性.....	16
图 16 服务消费仍有韧性.....	16
图 17 居民收入仍在修复，消费支出增速低于收入.....	17
图 18 大宗与地产后周期消费（3 月移动平均）.....	17
图 19 2025 年与 2026 年消费品以旧换新政策对比总表.....	18
图 20 十四五和十五五关于投资的陈述对比.....	20
图 21 投资延续分化.....	21
图 22 制造业投资内部分化.....	23
图 23 销售端改善仍未明显传导至新开工与开发投资.....	24
图 24 2026 年 3 月以来，广义价格同比基本转正.....	25
图 25 3 月以来，石化产业链成为 PPI 上行的核心驱动力.....	26
图 26 今年下半年猪价涨幅及其对 CPI 同比拉动预测.....	27
图 27 霍尔木兹海峡通行趋势.....	27
图 28 原油价格对 CPI 的贡献测算.....	28
图 29 CPI 同比预测.....	28
图 30 有色金属行情.....	30
图 31 广义财政支出和 PPI 关系.....	30
图 32 AI 相关大类行业 PPI 价格明显改善.....	31
图 33 AI 相关行业出口价格明显改善.....	31
图 34 PPI 同比走势预测.....	32
图 35 自 25 年 5 月之后央行未再全面降准降息.....	33
图 36 结构性降息.....	33
图 37 央行流动性投放.....	34
图 38 银行间资金利率.....	34
图 39 政府债供给变化.....	35
图 40 出口高增、人民币升值、私人部门结汇需求共振.....	35
图 41 私人部门信贷结构分化加剧.....	36
图 42 企业内部信贷结构分化加剧.....	37
图 43 居民收入增速与国家劳动生产率背离趋势加剧.....	37
图 44 存量社融结构拆解.....	38
图 45 M2 增速预测.....	39
图 46 M1、政府债社融存量增速关系.....	39

图 47 M2 驱动因素拆解（26 年截至 5 月份，对比的是 25 年末） 40

图 48 M1 增速预测..... 40

一、核心判断：下半年经济增速中枢下移，外需仍为主要拉动

2026 年下半年，国内经济运行的主线并不是简单的周期回落，也不是传统意义上的总量刺激修复，而是在“十五五”开局之年，围绕高质量发展、产业安全和新旧动能转换展开的结构再平衡的趋势延续。与过去几轮稳增长周期不同，当前政策框架并未把短期需求扩张作为唯一目标，而是更加重视在复杂外部环境下夯实现代化产业体系、提升产业链供应链韧性和安全水平，并在此基础上通过定向政策托住内需和就业底线。

这一政策排序非常关键。内需仍然是中长期战略基点，也是稳定经济循环的重要支撑，但从“十五五”规划和今年政策部署看，内需的功能更多是服务于构建强大国内市场、畅通国内大循环和增强经济韧性，而不是重新回到依靠地产、基建和信用扩张拉动总需求的老路径。换言之，扩大内需仍然重要，但它被置于高质量发展、产业升级、供应链安全和正确政绩观的约束之下，政策目标不是把经济增速短期拉得很高，而是推动经济在安全可控、结构优化和动能转换中实现合理增长。

从“十五五”叙事看，现代化产业体系和科技自立自强是中国式现代化的物质技术基础，强大国内市场则是战略依托。这意味着下半年的宏观政策不会简单围绕需求不足进行全面加码，而会更强调“以新供给创造新需求、以新需求牵引新供给”。政策对内需的支持，更多体现为消费品以旧换新、服务消费、设备更新、民生支出、结构性补贴和重点领域投资，而不是全面铺开式的强刺激。特别是在正确政绩观和高质量发展要求下，传统“大干快上”的基建扩张逻辑已经明显弱化，基建更多承担托底、补短板 and 强安全的功能，而不是重新成为经济的强弹性来源。

因此，下半年中国经济大概率延续“外需有韧性、内需修复慢、投资结构分化、政策定向托底”的组合。总量层面，出口和高技术制造业仍将对经济形成支撑，全年增长目标完成压力并不突出；结构层面，居民资产负债表修复偏慢、地产链拖累尚未结束、消费政策边际效应递减，决定了内需短期仍难形成强接力。

具体来看，下半年经济将呈现以下结构性特征。

第一，外需强于内需。全球 AI 产业链扩张、机电产品比较优势和出口区域多元化，仍将使出口成为全年经济的主要超预期来源；但出口更多支撑生产端和制造业链条，难以完全转化为居民收入改善和消费扩张。

第二，生产强于需求。工业生产和高技术制造仍有韧性，但居民消费、地产后周期和大宗耐用品消费修复偏慢，需求端仍是经济的薄弱环节。

第三，新动能强于传统动能。AI 链条、高端装备、电子、电力设备、产业安全和设备更新相关领域仍具扩张动力，而地产链、传统制造业和低效率基建项目继续承压。

第四，PPI 修复斜率高于 CPI。上游价格和工业品价格弹性更强，但终端消费需求不足，企业向居民端传导价格的能力有限，价格传导不畅仍将约束中下游利润和内生投资意愿。

政策的重点是在产业安全 and 高质量发展约束下，以更有针对性的方式托住经济底线、修复资产负债表、稳定价格传导和推动产业升级。财政政策更可能体现

为专项债、特别国债、民生支出、消费补贴、设备更新和重点产业支持的组合，而不是全面扩张；货币政策仍将保持适度宽松，但更强调结构性工具、流动性合理充裕和防止资金空转；地产政策仍以稳预期、去库存、防风险为主，难以重新回到以地产拉动总需求的旧模式。

总体看，2026 年下半年国内经济的核心特征不是“失速”，而是“总量有支撑、结构分化”。我们预计，出口再定价、高技术制造和政策托底仍将支撑全年增长目标完成，但消费、地产和信用扩张难以形成强接力，经济增速中枢或较上半年小幅回落。下半年更重要的矛盾或在于：外需韧性可能继续被低估，而内需政策强度可能被高估。出口强、PPI 修复和新质生产力投资支撑总量，但居民资产负债表修复偏慢、地产链拖累尚未结束，决定了经济体感仍难明显改善。

图 1 国内主要经济指标预测汇总

2026 年中国宏观指标季度预测中枢（已公布数据 + 基准预测）					
内外需和价格指标（当季同比口径）					
指标	单位	2026Q1A	2026Q2F	2026Q3F	2026Q4F
GDP 实际同比	%	5.0	4.5	4.7	4.5
CPI 同比	%	0.9	1.2	1.4	1.2
PPI 同比	%	-0.6	3.6	4.1	3.2
出口同比（美元计价）	%	14.7	14.0	7.0	3.5
进口同比（美元计价）	%	22.7	20	10.0	6.5
社零同比	%	2.4	0	0.5	0.3
投资指标（累计同比口径，季度为季末累计同比）					
指标	单位	2026Q1A	2026Q2F	2026Q3F	2026Q4F
固定资产投资累计同比	%	1.7	-3.2	-2.8	-2.3
制造业投资累计同比	%	4.1	0.3	0.8	1.2
基建投资累计同比	%	8.9	3.7	3.6	3.4
房地产开发投资累计同比	%	-11.2	-15	-14.5	-14
金融指标（余额同比口径）					
指标	单位	2026Q1A	2026Q2F	2026Q3F	2026Q4F
社融同比	%	7.9	7.6	7.4	7.3
人民币信贷同比	%	5.7	5.5	5.3	5.1
M1 同比	%	5.1	5.3	5.0	4.8
M2 同比	%	8.5	8.3	8.1	7.9

数据来源：招商证券

二、外需：出口不是简单“超预期”，而是进入全年增速再定价阶段

年初市场对 2026 年美元计价出口增速的主流判断偏谨慎，核心担忧在于全球贸易增速放缓、美国关税扰动、海外补库结束以及中国出口份额高位回落。但从 1—5 月数据看，出口强度已明显超出年初假设，尤其是 5 月美元计价出口同比升至 19.4%，较 4 月 14.1%继续加快，说明出口并非单纯依赖春节错位或短期抢出口，而是存在更强的结构性支撑。

因此，对全年出口的判断需要从“是否超过 5%”转向“全年中枢应上修至多

少”。我们认为，2026 年美元计价出口增速的基准情景应上修至 8%-9% 左右；在 AI 链、机电链、装备链和价格项继续改善的乐观情景下，全年出口增速存在接近 12% 的可能。真正需要讨论的，不是出口是否超预期，而是出口的高增能否从上半年延续到下半年，以及四季度是否会因基数、油价滞后传导和海外补库节奏放缓而出现回落。

图 2 出口同比保持韧性，平滑后中枢仍然较强

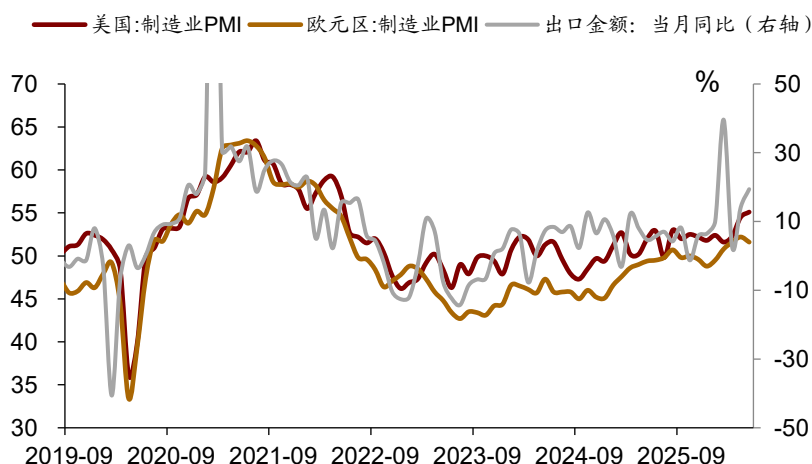


数据来源：Ifind、招商证券

从我们的研究框架看，当前出口上修主要来自五个方面。

第一，全球需求并不弱，外需项较年初显著上修。年初市场更偏向“全球需求温和修复”的判断，但实际情况是，全球 AI 资本开支、半导体周期、电子链补库、电力设备需求和汽车、船舶等高端制造品出口，均对中国出口形成支撑。全球总需求未必进入全面繁荣，但中国出口恰好处在全球产业链景气度较高的环节上。换句话说，本轮外需强不是传统消费品需求的全面恢复，而是 AI、电子、机电、装备和电气化链条的局部高景气。5 月出口继续加速，进一步证明全球需求项不能再按照年初“温和修复”处理，而应上修为“乐观偏强”。

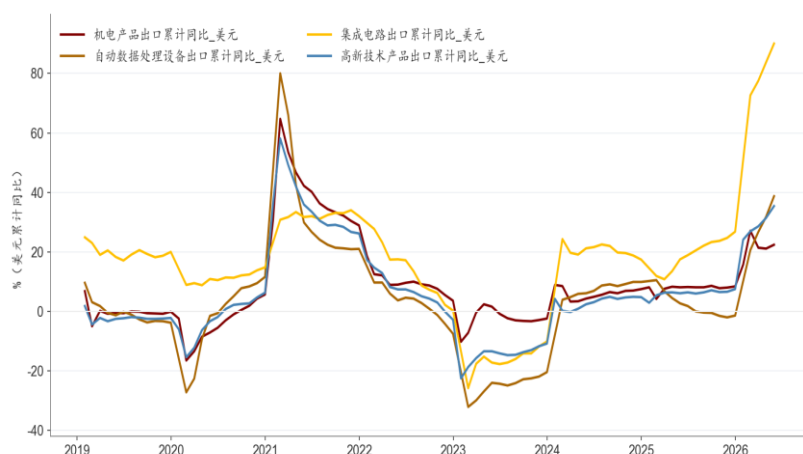
图 3 全球需求景气度逐步上行



数据来源：Ifind、招商证券

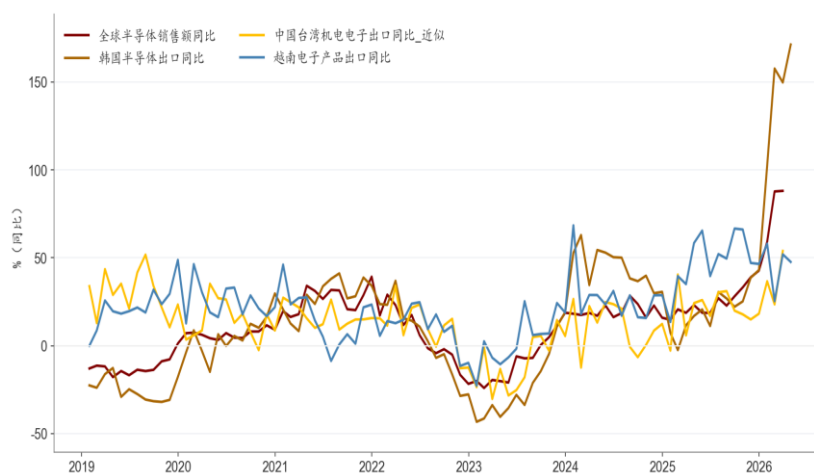
第二，AI 产业链正在从资本市场主题转化为宏观出口变量。过去市场讨论 AI 更多停留在股票估值和产业叙事，但从出口角度看，AI 资本开支对应的是集成电路、自动数据处理设备、服务器相关零部件、PCB、电源设备、变压器、散热设备、电线电缆和数据中心用电力设备等一系列商品需求。我国不一定在所有 AI 终端环节都具备绝对优势，但在电子制造、设备配套、电力系统、供应链组织和交付能力上具备明显优势。5 月半导体和科技产品出口高增，说明 AI 链对中国出口的拉动已经不是概念性变量，而是可以进入出口预测框架的真实外需变量。

图 4 我国 AI 相关出口链条延续强势



数据来源：Ifind、招商证券

图 5 全球半导体景气回升，东亚电子链条同步改善

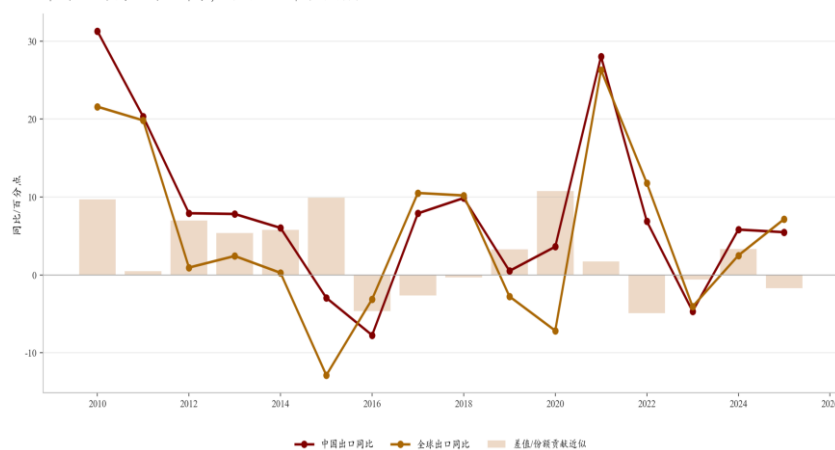


数据来源：Ifind、招商证券

第三，份额项仍是出口韧性的核心解释变量。我国出口并不是简单跟随全球贸易周期，而是在部分年份、部分行业和部分目的地持续跑赢全球贸易。年初我们对份额项更合理的假设是“高位持平、不形成明显拖累”，而不是继续大幅上升；但从 1-5 月表现看，中国出口增速继续明显强于全球需求代理指标，说明份额韧性强于年初假设。这里需要避免两个极端判断：一方面，不能简单认为

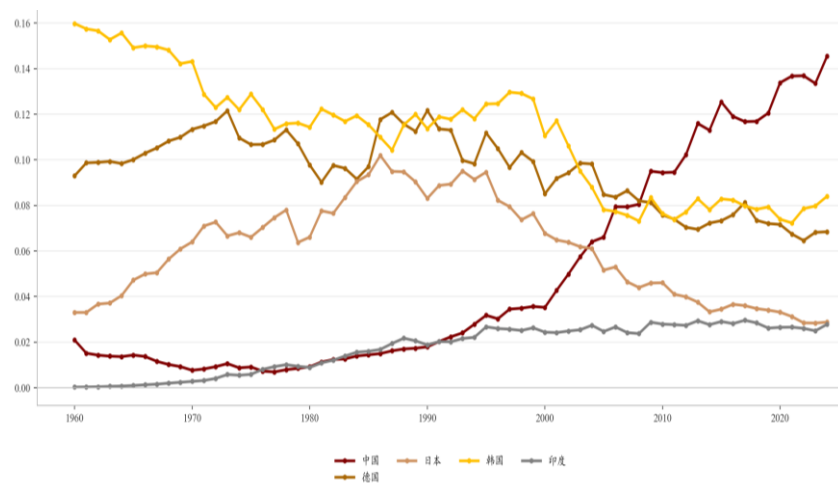
中国份额会无限上升；另一方面，也不能因为中国份额处于历史高位，就机械推导为出口必然回落。更准确的表述是，中国出口份额正在从“快速提升期”转入“高位平台期”，平台期内只要机电、装备、AI 链和全球南方需求仍有支撑，份额项就不会成为出口的拖累，部分阶段还会形成小幅正贡献。

图 6 中国与全球出口同比的增速差异



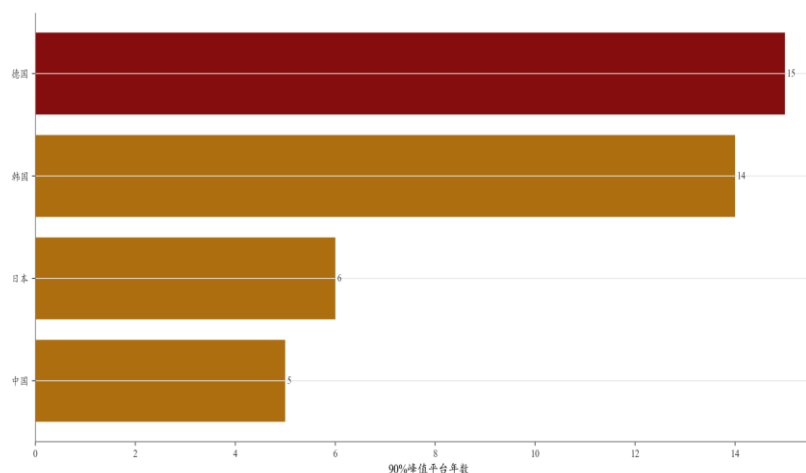
数据来源：Ifind、招商证券

图 7 德国、日本、中国等国家的出口份额走势变化



数据来源：Ifind、招商证券

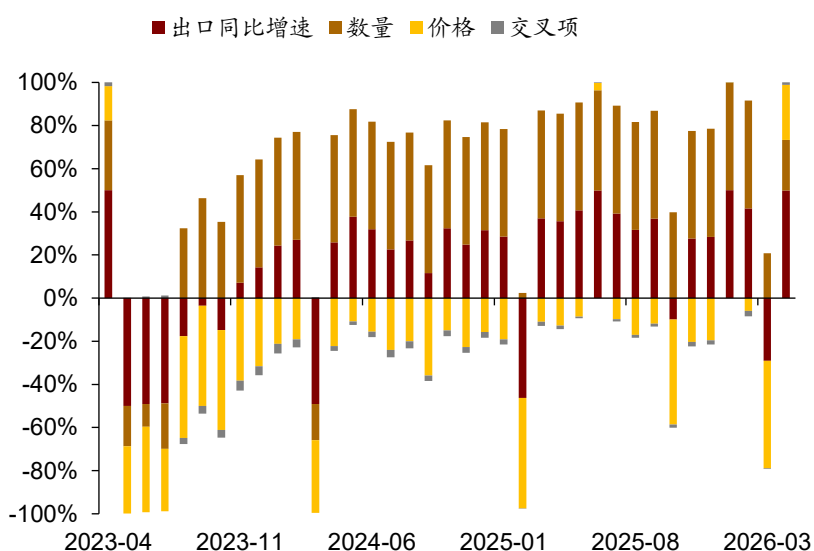
图 8 德国、日本、中国等国家高份额平台维持时长对比



数据来源：Ifind、招商证券

第四，价格项从年初的拖累项转向阶段性支撑项。2024-2025 年，出口金额增长更多依赖数量扩张，价格项持续拖累，导致出口强并不完全转化为企业利润改善。但 2026 年以来，部分机电、电子、半导体和资本品价格表现好于年初假设，5 月半导体出口金额高增也反映出价格和数量共同作用。需要强调的是，价格改善并不代表所有行业价格压力消失，光伏、锂电、汽车链和部分传统制造品仍存在单位价值压力；但从总量出口金额角度，价格项已经可以从“中性偏弱”上修为“小幅正贡献”。这一点是全年预测从 5%左右上修到 8%-9%的重要差异。

图 9 出口“量”和“价”的贡献变化走势



数据来源：Ifind、招商证券

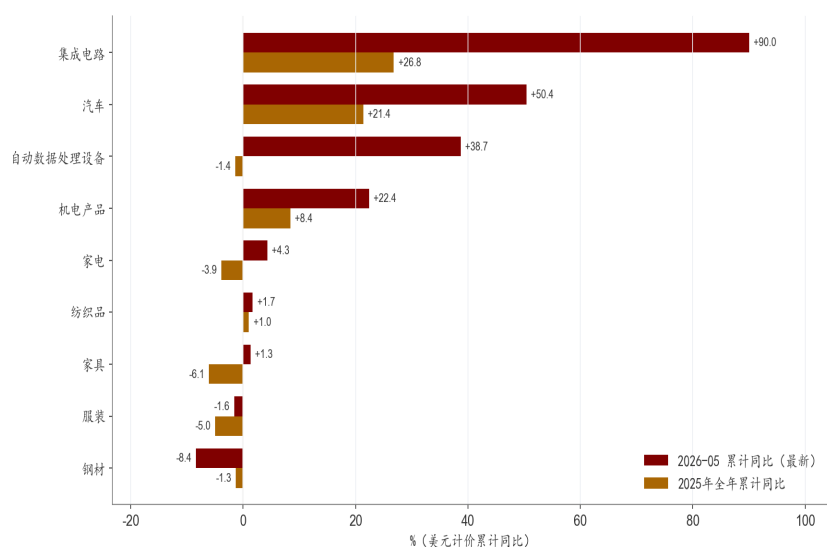
第五，基数和已实现高增已经抬升全年底盘。按过去三年 1-4 月出口额占全年出口额约三成估算，前 4 个月累计高增已经对全年出口增速形成约 4-5 个百分点的底盘贡献；5 月出口同比进一步升至 19.4%，意味着 1-5 月已实现数据对全年中枢的抬升更明显。即使下半年出口增速较上半年回落，全年也不再需要后续

月份维持接近 20% 的高增，便可以实现 8%-9% 左右的全年增速。也就是说，全年上修不是简单线性外推，而是已实现高增兑现后，对全年累计增速底盘的重新校准。

从结构特征看，本轮出口强势和过去依赖低价消费品不同。传统劳动密集型商品更多体现为成熟产业的份额维持和部分转移，而真正决定出口弹性的是三条新增量链条。

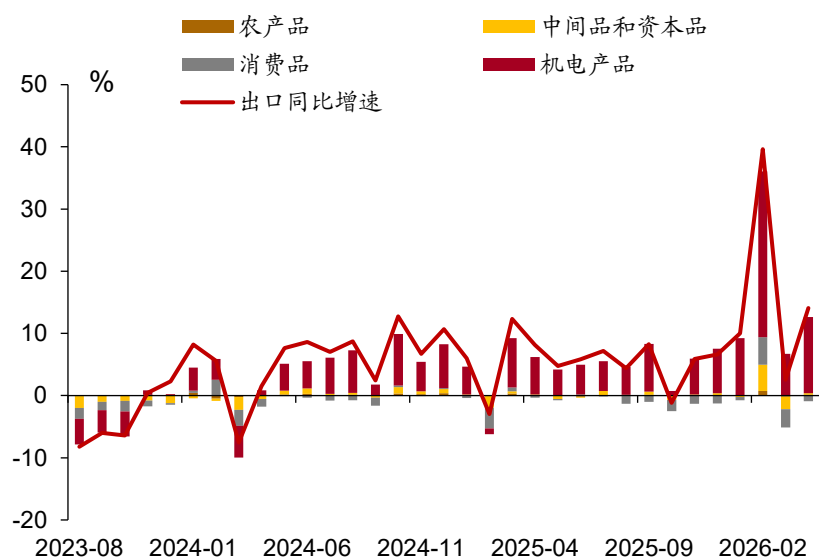
一是 AI 和电子链。集成电路、自动数据处理设备、电子元件、PCB、电源、变压器、散热和数据中心相关设备，正在受益于全球 AI 资本开支扩张。二是绿色和电气化链。锂电池、储能、电力设备、变压器、电线电缆、汽车及零部件仍受益于全球电气化和能源转型，但需要同时关注价格压力和贸易摩擦。三是装备链和全球南方工业化链。工程机械、船舶、通用机械、专用设备、商用车、发电设备和港口机械，正在受益于东盟、中东、拉美、非洲等市场的工业化、基建和能源投资需求。

图 10 出口分产品累计同比增速变化



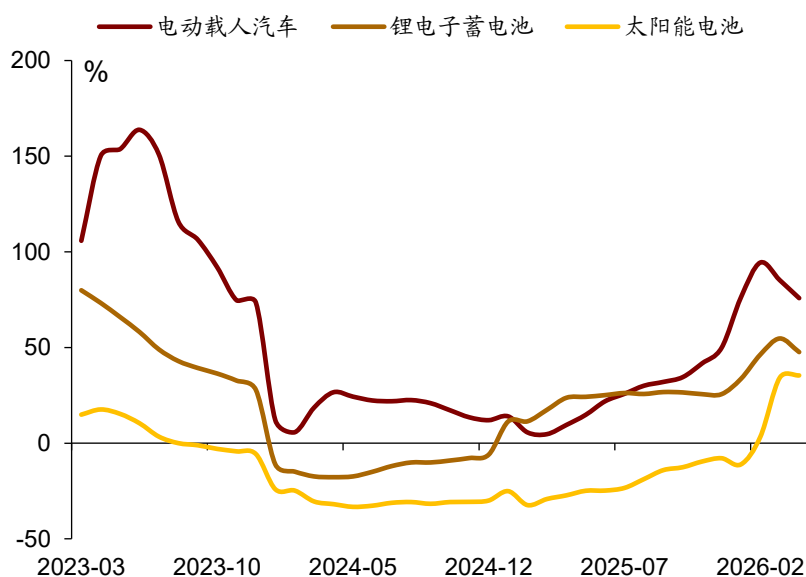
数据来源：Ifind、招商证券

图 11 机电产品是出口增速的主要贡献项



数据来源：Ifind、招商证券

图 12 新三样商品出口额增速变化趋势



数据来源：Ifind、招商证券

目的地方面，我国出口正在从单一美国链条转向多区域承接。美国方向仍存在关税、贸易限制和政治扰动，不宜过度乐观；但东盟、欧盟、中东、拉美、非洲等市场正在形成缓冲。美国占比下降并不必然意味着我国出口失速，因为中国可以通过东盟、欧洲和全球南方市场实现一定程度再平衡。同时，部分对美最终需求也可能通过中间品出口、产业链重组和第三方加工方式体现出来。区域多元化和中间品化，是我国出口韧性强于市场线性判断的重要原因。

图 13 主要出口目的地对我国出口增速的贡献

各国对我国出口的 拉动率	美国	日本	欧盟	英国	韩国	东盟	巴西	印度	俄罗斯	南非	澳大利亚	加拿大	新西兰	中国香港
2026-05	3.23	0.45	1.19	0.04	1.69	4.49	0.28	0.66	0.92	0.17	0.46	-0.04	0.05	5.02
2026-04	1.19	0.17	1.99	0.21	0.99	2.92	0.67	0.66	0.66	0.19	0.17	0.12	0.03	3.71
2026-03	-3.39	0.15	1.19	0.07	0.81	1.29	0.20	0.44	0.51	0.08	0.22	-0.09	-0.01	3.65
2026-02	1.25	1.01	7.77	1.04	1.67	6.53	0.97	1.53	1.59	0.41	1.11	0.65	0.11	1.90
2026-01	-3.39	-0.01	1.62	0.28	0.57	3.52	0.13	0.28	-0.03	0.11	0.20	0.00	0.02	3.77
2025-12	-4.37	0.20	1.61	0.29	-0.03	1.98	0.18	0.69	0.12	0.06	0.22	-0.02	0.03	2.51
2025-11	-4.34	0.19	1.95	0.18	0.07	1.41	0.23	0.26	-0.16	0.03	0.74	0.06	0.05	1.55
2025-10	-3.80	-0.25	0.13	-0.12	-0.52	1.70	0.01	0.21	-0.81	0.09	0.13	-0.13	-0.02	1.72
2025-09	-4.19	0.08	1.97	0.28	0.26	2.39	0.29	0.49	-0.78	0.13	0.21	-0.07	0.04	1.86
2025-08	-5.08	0.26	1.58	0.23	-0.06	3.40	-0.47	0.34	-0.56	0.07	0.20	0.01	0.01	1.30
2025-07	-3.30	0.10	1.41	0.17	0.18	2.59	-0.04	0.36	-0.30	-0.07	0.28	0.09	0.02	0.87

数据来源：Iifind、招商证券

汇率方面，由于本报告讨论的是美元计价出口增速，汇率不能简单理解为人民币口径和美元口径之间的机械折算。我们在《人民币升值一定导致出口走弱？》里重点论证了人民币升值并不会对出口增速造成直接的负面影响。在人民币汇率没有突破关键升值区间，例如明显升破 6.5 并持续运行之前，汇率对美元计价出口增速的直接负面冲击相对有限。换言之，当前出口判断的核心变量仍是全球需求、份额、价格和基数，而不是汇率本身。

下半年尤其是四季度的出口节奏仍需要关注中枢下移风险。第一，前期抢出口、补库和 AI 链高景气可能在三季度后边际放缓。第二，原油价格对出口的影响通常存在 6-7 个月滞后，主要通过运输成本、海外通胀、企业利润率和终端需求传导。如果油价扰动持续，四季度可能对出口形成一定滞后压力。第三，贸易摩擦和关税扰动仍可能压制部分行业订单。因此，四季度出口增速存在下移可能，但这更多影响节奏，不改变全年中枢已经明显上修的结论，出口或一直超预期至全球经济衰退。

情景上看，可以分为两种：

基准情景：全年美元计价出口增长 8%-9%。该情景假设全球需求维持中性偏强，AI 链和机电链继续支撑出口，份额处于高位平台并形成小幅正贡献，价格拖累弱于年初预期，汇率没有形成直接负冲击，5-12 月出口增速从上半年高位回落至中个位数至高个位数区间。这个情景下，出口仍是全年经济最大的超预期变量，但节奏上更接近“上半年高增、下半年中枢回落但不弱”。

乐观情景：全年美元计价出口增长约 12%。该情景要求 AI 资本开支、半导体周期、电子链和机电设备需求继续超预期，东盟、欧盟和全球南方市场维持较强承接，价格项进一步改善，美国方向贸易扰动不明显升级，同时 5-12 月出口仍维持接近 10% 以上的同比中枢。该情景并非不可实现，但对外需、份额和价格项的要求更高，因此更适合作为乐观情景，而非基准情景。

综合判断，本轮出口强势的含义，不只是短期数据好于预期，而是我国出口正在从周期韧性转向结构韧性：全球需求不弱提供底盘，AI 链和机电链提供弹性，份额平台提供持续性，价格拖累收敛提供金额增速支撑，目的地多元化提供抗冲击能力。下半年出口增速大概率较上半年回落，但全年 8%-9% 的基准判断已经较为稳固，乐观情景可看至 12% 左右。

需要注意的是，出口强更多支撑生产端、制造业订单、工业企业收入和部分设备投资，未必完全转化为居民收入和内需改善。因此，外需韧性可以稳定经济总量和制造业景气，但不能完全解决内需偏弱的问题。

图 14 基准和乐观情景下，五因子分项贡献推演

因子	基准情景贡献(百分点)	乐观情景贡献(百分点)	基准情景逻辑	乐观情景假设	风险提示
全球需求	3.8	4.8	欧美制造业PMI温和修复，AI资本开支和电子链需求提供外需底盘	全球制造业继续修复，AI/半导体补库扩散到更多中间品和设备	全球补库提前结束或欧美需求回落
中国份额变化	1.0	2.2	份额高位持平或小幅提升，不形成拖累	机电、装备、AI链和东盟/全球南方继续拿份额	关税、贸易限制、产能出海替代
价格贡献	0.7	1.2	出口价格拖累收敛，部分资本品/电子链价格有支撑	芯片、设备和部分中间品价格继续修复	光伏、锂电、汽车链单位价值压力
汇率/金融条件	0.0	0.1	美元计价口径下不做机械折算，人民币未突破关键升值点位前负面冲击有限	美元周期和汇率环境边际友好	若人民币明显升值并突破关键点位，报价压力上升
基数/已实现底盘	3.5	3.7	前5个月高增抬升全年累计增速底盘，后续回落也不改变全年中枢上移	上半年高增延续，抢出口和库存补充持续	四季度基数和原油滞后影响可能压低增速

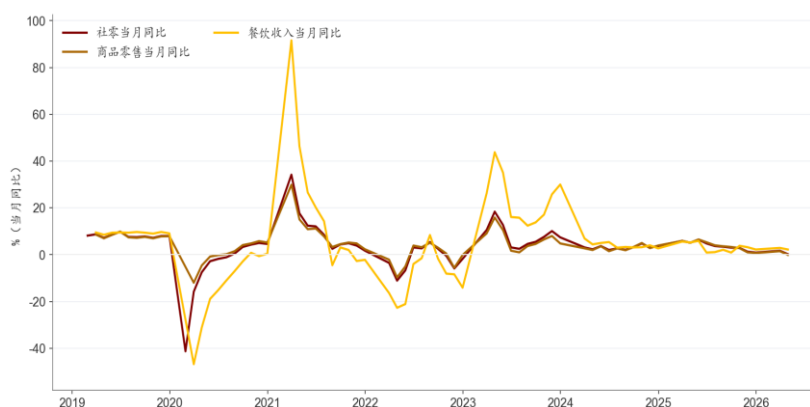
数据来源：招商证券

三、消费：居民资产负债表修复偏慢，社零难以明显上行

消费是下半年内需判断中最关键、也最容易被短期数据扰动误判的部分。我们的核心判断是：下半年消费不会出现趋势性失速，但也难以形成明显上行弹性。消费的主要矛盾不在于居民完全不消费，而在于居民消费结构已经发生变化：服务消费、低单价消费、即时性消费仍有一定韧性，但大额耐用品、地产后周期消费和高杠杆消费恢复偏慢。这种结构性分化，背后反映的是居民资产负债表仍处于缓慢修复阶段。

从总量数据看，1-5月社会消费品零售总额同比增长1.4%，较1-4月回落0.5个百分点；5月当月同比下降0.6%，较4月的0.2%进一步回落，且环比下降0.38%，说明消费修复斜率仍然偏低，短期动能仍不稳定。进一步看，拖累主要仍集中在商品消费端，1-5月商品零售同比增长1.2%，5月当月同比下降0.7%；相比之下，餐饮收入1-5月增长3.1%，5月当月增长0.6%，服务零售额1-5月增长5.4%，网上服务零售额增长7.6%。这组数据说明，居民消费并非全面收缩，而是呈现更加明显的结构分层：服务消费和线上服务消费仍有一定韧性，但增速也较前期有所放缓；商品消费，尤其是与居民收入预期、地产链和耐用品更新相关的大额商品消费，仍是拖累社零修复的主要环节。

图 15 商品消费偏弱，餐饮消费有一定韧性



数据来源：Ifind、招商证券

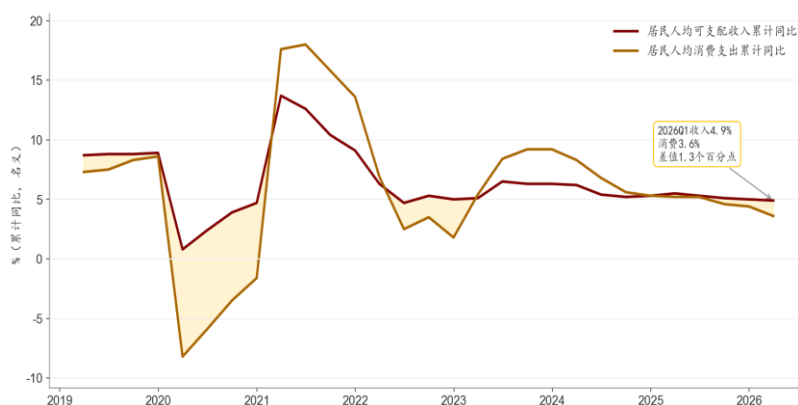
图 16 服务消费仍有韧性



数据来源：Ifind、招商证券

这种消费分化的根本原因，是居民资产负债表修复偏慢。居民部门当前并不是没有收入增长，一季度全国居民人均可支配收入名义增长 4.9%、实际增长 4.0%，但同期居民人均消费支出名义增长 3.6%、实际增长 2.6%，消费支出增速明显低于收入增速。这说明居民收入仍在修复，但消费倾向并未同步恢复。换言之，当前消费偏弱不是简单的收入问题，而是居民对未来收入、资产价格和就业稳定性的预期仍然偏谨慎。在这种情况下，居民更倾向于增加储蓄、控制负债、降低大额可选消费支出。

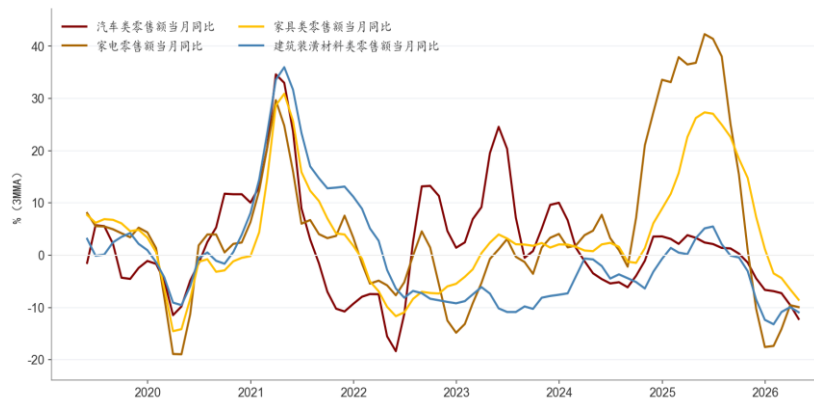
图 17 居民收入仍在修复，消费支出增速低于收入



数据来源：Ifind、招商证券

地产链仍是消费偏弱的重要拖累。1-5 月房地产开发投资同比下降 16.2%，降幅较 1-4 月进一步扩大；新建商品房销售面积下降 10.8%，销售额下降 13.5%，其中销售金额降幅较前期有所收窄，但销售面积降幅仍在扩大，说明销售端修复并不稳固。施工和投资链条同样偏弱，房屋新开工面积下降 22.6%，居民加杠杆购房意愿仍处低位。虽然部分城市新房销售可能在政策影响、低基数和价格调整下出现阶段性改善，但从投资、新开工、资金来源和居民按揭贷款看，房地产链条尚未形成趋势性修复。房地产对消费的影响也不只体现在购房本身，更体现在装修、家具、建材、家电、物业和家居服务等一整条后周期链条，因此地产链偏弱仍会持续压制商品消费，尤其是大额耐用品消费的修复弹性。

图 18 大宗与地产后周期消费（3 月移动平均）



数据来源：Ifind、招商证券

汽车和家电消费也需要更谨慎地看待。过去两年，以旧换新、汽车补贴、家电补贴对社零形成了明显托底，2026 年政策仍在延续，中央继续安排超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，并将汽车报废更新、汽车置换更新、6 类家电和 4 类数码智能产品购新纳入全国统一支持范围。政策本身仍然有效，但政策拉动的边际效应可能弱于去年。一方面，部分耐用品需求已经在前期政策刺激下提前释放；另一方面，高基数会削弱下半年同比弹性；同时，新能源车价格战、居民购车意愿偏弱和地产后周期需求不足，也会制约汽车、家电、家具和建材消费的持续回升。因此，下半年大宗商品消费仍有政策支撑，但很难重新成为社零明显上行的强动能。

图 19 2025 年与 2026 年消费品以旧换新政策对比总表

对比维度/指标	2025年政策安排或数据	2026年政策安排或数据
总体判断	政策关键词是“加力扩围”，中央超长期特别国债支持消费品以旧换新资金规模为3000亿元。	政策关键词转为“提质增效”，政府工作报告安排2500亿元支持消费品以旧换新，并设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金
补贴强度	汽车、家电、数码等领域在2025年继续扩围，家电全国统一品类达到12类，补贴比例和上限较高。	汽车补贴从固定额转为比例补贴+封顶；家电全国统一品类收敛为6类，单件上限下降；数码小幅扩围。
政策定位	“加力扩围”：在2024年基础上扩大资金规模和支持范围，重点是把补贴范围做大、把需求拉起来。	“提质增效”：继续实施，但更强调统一标准、均衡用款、规范兑付、反套利和提升政策效率。
中央资金规模	超长期特别国债支持消费品以旧换新资金规模增加至3000亿元；首批810亿元于1月6日下达。	政府工作报告提出安排超长期特别国债2500亿元支持消费品以旧换新；第一批、第二批资金均为625亿元。
首批资金下达	首批810亿元于1月6日下达。	第一批625亿元提前下达，第二批625亿元4月下达。
财政金融协同资金	主要依靠超长期特别国债直接补贴消费品以旧换新。	设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金，撬动银行贷款和社会资金。
汽车报废更新	购买新能源乘用车单台补贴2万元；购买2.0升及以下排量燃油车单台补贴1.5万元；扩大旧车范围至国四排放标准燃油重用车	购买新能源乘用车补贴车价的12%，最高不超过2万元；购买2.0升及以下燃油车补贴车价的10%，最高不超过1.5万元。
汽车置换更新	购买新能源乘用车单台补贴最高不超过1.5万元；购买燃油乘用车单台补贴最高不超过1.3万元，细则由各地区制定	购买新能源乘用车补贴车价的8%，最高不超过1.5万元；购买燃油车补贴车价的6%，最高不超过1.3万元。
家电品类	12类：冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机，以及新增微波炉、净水器、洗碗机、电压力锅	全国统一6类：冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器；地方可用配套资金或部分中央资金支持智能家居、适老化家居等
家电补贴标准	2级能效/水效补贴15%；1级能效/水效补贴20%；每类1件，空调最多3件，每件最高2000元。	6类家电中1级能效/水效产品补贴15%；每类1件，每件最高1500元。
数码产品	3类：手机、平板、智能手表/手环；单件价格不超过6000元，补贴15%，每件最高500元。	4类：手机、平板、智能手表/手环、智能眼镜；单件价格不超过6000元，补贴15%，每件最高500元。
家装/智能家居	积极支持旧房装修、厨卫改造、居家适老化改造所需物品材料，品类标准由地方合理确定。	支持智能家居产品（含适老化家居产品）购新补贴，具体品类和标准由地方结合实际制定。
电动自行车	明确推进电动自行车以旧换新，地方制定补贴标准；对锂电池旧车换购铅酸蓄电池车可适当加大补贴。	2026年全国统一四领域未纳入电动自行车；地方自主政策可能延续，但非全国统一重点。
资金分担机制	直接向地方安排资金，总体按9:1央地共担；东部/中部/西部中央承担比例85%/90%/95%。	延续总体9:1央地共担，东部/中部/西部中央承担比例85%/90%/95%；地区用完中央额度后超出部分由地方资金支持。
资金节奏	首批810亿元快速下达，体现加力扩围。	第一批625亿元提前下达，第二批625亿元4月下达，强调均衡使用。
全国统一标准	部分标准明确，但更多领域由地方结合实际制定。	汽车报废、汽车置换、6类家电、4类数码/智能产品全国统一标准。
地方自主空间	家装、电动自行车等地方自主空间较大。	地方配套资金可支持自主品类；中央资金除四领域外可支持智能家居。
预拨与兑付	允许结合实际预拨部分资金，降低垫资压力。	建立补贴资金预拨制度，家电、数码等领域预拨缓解企业垫资压力。
市场监管	打击先涨价后打折、套补骗补、地域渠道限制。	继续强化资金审核、价格备案、参与主体名单管理、反套补。
回收循环	加快回收体系和二手商品交易、再制造产业升级。	完善交投点—中转站—分拣中心三级回收体系，支持资源循环平台。

数据来源：商务部、政府工作报告、招商证券

政策层面对消费并非不重视，但政策方式已经发生变化。当前政策不是通过大规模普惠刺激去强行制造一轮消费高景气，而是更多采用结构性、定向性和财政金融协同的方式托底消费。政府工作报告提出安排超长期特别国债支持消费品以旧换新，并设立财政金融协同促内需专项资金；相关政策进一步通过贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式支持设备更新、服务业经营主体和个人消费贷款。国务院办公厅印发的服务消费相关工作方案，也将政策重心从单纯商品补贴扩展到交通、家政、网络视听、旅居、文旅、养老等服务消费场景。由此可见，政策对消费的支持是存在的，但方向更偏向“补短板、扩场景、降成本、稳预期”，而不是重新回到大水漫灌式刺激。

这也决定了下半年消费的基本格局：服务消费有韧性，商品消费偏弱，大额消

费受约束，地产后周期仍是拖累，政策托底但不强刺激。社零增速可能较 4 月低点有所修复，但明显上行的概率不高。真正决定消费能否改善的，不是单月节假日数据，也不是某一个补贴政策，而是居民收入预期、房价预期、居民中长期贷款、消费者信心和就业稳定性是否同步改善。在居民资产负债表尚未完成修复之前，消费大概率只能温和修复，难以成为下半年经济的主要上行动能。

四、投资：总量偏弱，结构分化进一步加深

投资是下半年判断内需成色的关键变量。与消费相比，投资更直接受到政策、融资、项目储备和产业趋势影响，因此也更容易在总量数据和结构数据之间出现背离。下半年投资端的核心判断是：总量层面难以明显走强，甚至阶段性压力较前期有所加大，但结构层面的资金再分配仍会继续深化。房地产投资仍是主要拖累，基建投资仍承担托底功能但拉动强度有所减弱，制造业投资则更多依靠高技术制造、产业安全、设备更新、出口链和新质生产力相关方向支撑。投资端不是没有亮点，而是亮点不再来自传统地产链和低效率扩张，而是来自政策资源和产业资本向“安全、科技、设备、新动能”方向重新集中。

这一判断与当前数据相互印证。1-5 月，全国固定资产投资同比下降 4.1%，降幅较 1-4 月的-1.6%进一步扩大；5 月当月环比下降 1.91%，说明一季度之后投资动能持续回落。更需要注意的是，扣除房地产开发的固定资产投资同比下降 1.2%，较 1-4 月“扣除地产后仍增长 1.3%”明显转弱，说明投资端压力已经从地产链进一步外溢至部分项目投资和民间投资。换言之，投资的问题不只是“地产拖累有多大”，而是“非地产投资能否继续对冲地产下行”。

因此，下半年投资分析的重点不应简单停留在“总量下行”或“政策托底”两个层面，而要看资金流向切换能否形成更强的有效投资。总量偏弱说明传统地产链、部分地方项目和民间投资仍在收缩；结构亮点说明政策仍在通过“两重”“两新”、产业安全和新质生产力方向托底有效投资。真正决定下半年内需成色的，不是投资有没有反弹，而是设备更新、高技术制造、数字基础设施和重点领域安全能力建设，能否弥补地产、传统基建和低效率扩张退坡带来的需求缺口。

从政策叙事看，2026 年作为“十五五”开局之年，投资的政策功能已经发生变化。在当前高质量发展和安全约束框架下，投资更强调优化供给结构、增强产业链供应链韧性、补齐关键领域短板和培育新质生产力。今年政府工作报告提出，要“充分挖掘释放有效投资潜力”，但同时明确强调聚焦新质生产力、新型城镇化、人的全面发展等重点领域，并要求加强项目资金监管，坚决防止低效无效投资。这意味着，下半年投资政策不是简单扩大规模，而是在“稳增长”和“调结构”之间寻找平衡。传统大干快上的投资扩张逻辑已经明显弱化，有效投资、项目收益、资金效率和安全能力建设的重要性明显上升。

图 20 十四五和十五五关于投资的陈述对比

对比维度	十四五关键词	十五五关键词
投资的战略定位	扩大有效投资；发挥投资对稳增长、调结构的关键作用。	保持投资合理增长；提高投资综合效益；支撑国家战略、优化供给结构、满足民生需求。
政府投资定位	政府投资杠杆撬动；公共产品和公共服务投资；重大投资工程。	提高政府投资效益；提高民生类政府投资比重；重点领域安全能力项目建设。
基建投资功能	加强基础设施建设；交通强国、能源、水利、新基建等。	现代化基础设施体系；重点领域安全能力；硬投资和软建设统筹。
重大工程项目	全局性、战略性、基础性重大投资工程。	109项重大工程项目；新质生产力、现代化基础设施、民生、绿色低碳、安全保障。
制造业投资方向	制造强国；产业基础高级化；产业链现代化；战略性新兴产业。	现代化产业体系；先进制造业骨干；制造业合理比重；产业链自主可控。
科技创新与无形资产投资	创新驱动；关键核心技术；重大科技项目。	科技自立自强；教育科技人才一体发展；新型基础设施和无形资产投资。
新型基础设施	新型基础设施；数字化发展；信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施。	适应新质生产力发展要求；新型基础设施；智能化、绿色化、融合化。
民生和人的投资	公共服务投资；人力资本投资；教育医疗养老托育。	人的全面发展投资；提高民生类政府投资比重；一老一小、基层医疗、教育扩容、职业技能。
民间投资和市场化投资	社会投资主力军；民间资本；PPP；基础设施REITs。	民营企业参与重大项目长效机制；政府投资基金；提高民间投资比重。
项目治理和投资效率	项目谋划、储备、推进；要素保障；落地见效。	全过程管理；加强谋划论证；防止低效无效投资。
安全约束和产业链供应链	产业链供应链现代化；关键环节补短板。	重点领域安全能力；产业链供应链安全可控；提升韧性和安全水平。
扩大内需中的投资功能	扩大内需战略基点；有效投资；需求侧管理。	强大国内市场；有效投资内生增长机制；新供给新需求良性互动。
房地产相关投资	房住不炒；租购并举；因城施策。	房地产发展新模式；保障性住房；城市更新；防风险和去库存。
绿色低碳和能源资源投资	绿色低碳；能源革命；生态环保；碳达峰碳中和。	绿色低碳转型；能源资源安全；重点领域安全能力。

数据来源：十四五和十五五规划纲要、招商证券

（一）投资端延续“地产拖累、基建托底、制造业分化”的格局

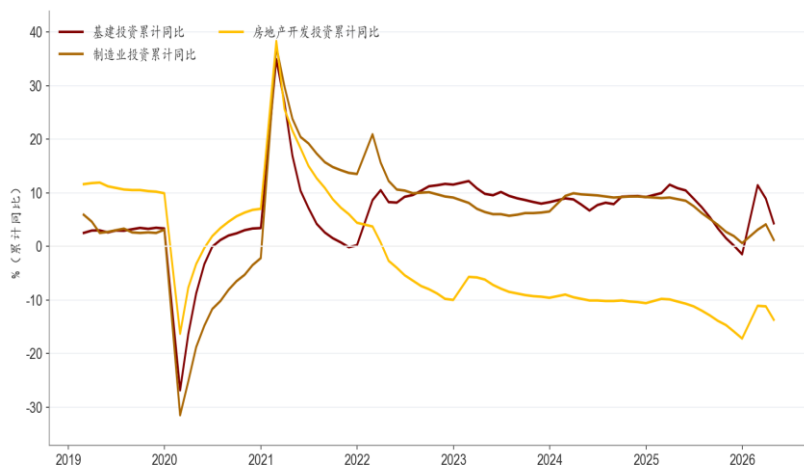
下半年投资大概率继续呈现“地产拖累、基建托底、制造业分化”的组合。房地产投资难以明显企稳，仍会压制固定资产投资总量；基建投资在财政资金、专项债、超长期特别国债和重大项目支撑下维持一定韧性，但更偏托底而非强刺激；制造业投资则由高技术制造、装备制造、设备更新、AI 链条、产业安全和出口相关行业支撑，内部差异会进一步拉大。

这背后反映的是投资驱动机制的深层变化。过去投资扩张更多依靠地产销售回款、土地财政、地方平台融资和传统基建项目；当前这些传统渠道均受到约束：地产销售和房企资金链尚未修复，土地财政仍偏弱，地方债务监管仍在强化，低收益项目审核趋严。与此同时，政策资源和企业资本更多流向高技术制造、关键产业链、设备更新、算力基础设施、航空航天、半导体、电力设备、工业母机、机器人和数字化改造等方向。投资资金正在从传统扩张型投资，转向安

全导向、效率导向和技术升级导向的投资。

因此，下半年固定资产投资即使在总量上表现平淡，也不能简单理解为政策不发力或企业不投资。更准确的判断是：传统信用扩张链条收缩，新动能投资链条扩张；地产和传统基建弹性下降，高技术、设备更新和新质生产力相关投资权重上升。投资对短期 GDP 的拉动可能不如过去强，但对中长期供给结构优化的意义更大。

图 21 投资延续分化



数据来源：Ifind、招商证券

（二）基建投资：托底仍在，但不宜期待强刺激

基建投资下半年仍会发挥逆周期托底作用，但托底力度较前期有所减弱。1-5月，基础设施投资同比增长0.6%，较1-4月的4.3%明显回落；在全部固定资产投资同比下降4.1%、房地产开发投资同比下降16.2%的背景下，基建仍是总投资中少数保持正向支撑的领域。从结构看，基建内部仍在发生方向切换：水上运输业投资增长23.3%，航空运输业投资增长21.7%，生态保护和环境治理业投资增长3.5%，燃气生产和供应业投资增长2.8%。这说明增长较快的并不是传统意义上的地产链配套和土地财政驱动型基建，而是综合交通物流、能源资源保障、生态治理、安全能力和现代化基础设施相关方向。下半年基建的核心看点，在于“两重”建设、中央预算内投资、超长期特别国债和专项债资金能否更快形成实物工作量，并对冲地产投资和民间投资偏弱带来的总需求缺口。

政策端同样会对基建形成支撑。今年政府工作报告提出，拟安排中央预算内投资7550亿元，安排8000亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设，单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，并发行新型政策性金融工具8000亿元以带动更多社会资本参与投资。这说明下半年基建资金来源并不缺乏，重大项目和重点领域仍有政策托底。但需要注意的是，政策强调的是“有效投资”，而不是无差别扩张。报告同时要求统筹用好各类政府投资资金，加强项目资金监管，坚决防止低效无效投资。这一表述意味着，基建投资的扩张边界受到项目质量、资金效率和地方债务约束的共同限制。

因此，基建是托底项，不是弹性项。虽然“十五五”开局会带来重大工程、重大项目和能力安全建设需求，但这类投资更多服务于国家战略、产业安全、基

基础设施补短板和民生保障，而不是单纯为了拉动短期总需求。地方政府债务压力、土地财政收入偏弱、专项债项目收益约束以及过紧日子的要求，都会抑制传统基建重新进入强扩张周期。特别是在正确政绩观和高质量发展要求下，过去依靠地方平台加杠杆、低收益项目集中上马来拉动投资的模式，已经难以重现。下半年基建投资更可能表现为“有支撑、无大弹性”。

（三）制造业投资：分化是主线，高技术制造仍是支撑项

制造业投资是下半年投资结构中最有分析价值的部分。表面上看，1-5月制造业投资同比下降0.4%，由前期小幅增长转为负增长；但内部结构仍明显分化，装备制造、高技术制造和设备更新相关投资仍强于制造业整体。1-5月，装备制造业投资增长1.7%，高技术产业投资增长4.5%，高技术制造业投资增长3.4%；设备工器具购置投资增长9.3%，拉动全部投资增长1.4个百分点，占全部投资比重达到17.5%，较上年同期提高2.2个百分点。

制造业投资的强项集中在几个具有共同特征的方向：一是有政策支持，二是有产业趋势，三是有订单支撑，四是符合安全和自主可控要求。具体看，1-5月份，电子电路制造业投资增长50.9%，锂离子电池制造业投资增长24.9%，飞机制造业投资增长19.7%，集成电路制造业投资增长11.0%，电子专用材料制造业投资增长10.5%。这些行业大多与AI产业链、半导体链条、航空航天、电力设备、电子材料和产业安全相关，也与“十五五”强调的现代化产业体系、科技自立自强、新质生产力和产业链供应链安全高度一致。

因此，制造业投资的核心逻辑不是传统产能扩张，而是产业升级和安全补短板。全球AI资本开支扩张带动电子链、算力链、电力设备和通信设备需求提升，国内政策继续支持设备更新、技术改造、工业互联网、智能制造和关键产业链补短板，两者叠加，使得部分高技术制造行业仍有较强资本开支动力。今年政府工作报告提出安排2000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新，部署重大技术改造升级项目，实施新一轮制造业重点产业链高质量发展行动，并深化拓展“人工智能+”，推进超大规模智算集群、算电协同、“5G+工业互联网”等新基建工程。这些政策都指向同一个方向：制造业投资的重点，是提升技术能力、设备水平和产业链韧性，而不是简单扩大传统产能。

同时，也必须看到制造业投资内部的弱项。传统制造业、地产后周期相关制造业、部分产能压力较大的行业，以及利润率承压、价格竞争激烈的行业，资本开支意愿仍然偏弱。传统制造业的压力不是短期扰动，而是过去几年地产下行、需求偏弱、利润承压和产业结构调整共同作用的结果。下半年即使政策继续支持设备更新，也很难扭转所有制造业行业的投资分化。

图 22 制造业投资内部分化

分行业固投累计同比		2026-05	2026-04	2025-05	较上月
农林牧渔业		5.4	9.3	15.2	-3.9
采矿业		6.2	11.1	15.0	-4.9
制造业		-0.4	1.2	4.1	-1.6
其中：	农副食品加工业	0.5	2.6	5.5	-2.1
	食品制造业	-6.5	-4.5	0.7	-2.0
	纺织业	10.8	12.1	17.6	-1.3
	化学原料和化学制品制造业	-5.9	-3.6	0.4	-2.3
	医药制造业	-9.0	-7.8	-7.7	-1.2
	有色金属冶炼和压延加工业	-2.3	-0.9	3.7	-1.4
	金属制品业	-4.0	-1.4	5.5	-2.6
	通用设备制造业	2.8	5.5	12.5	-2.7
	专用设备制造业	-8.0	-6.0	-0.4	-2.0
	汽车制造业	-2.7	-0.5	4.8	-2.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	23.6	24.7	27.7	-1.1
	电气机械和器材制造业	1.5	2.9	0.8	-1.4
	计算机、通信和其他电子设备制造业	6.7	5.4	5.4	1.3
电力、热力、燃气及水生产和供应业		-0.1	4.4	9.0	-4.5
交通运输、仓储和邮政业		7.1	11.1	16.3	-4.0
其中：	铁路运输业	0.0	8.6	12.6	-8.6
	道路运输业	-5.7	-3.0	2.9	-2.7
水利、环境和公共设施管理业		-3.9	-0.1	3.6	-3.8
其中：	水利管理业	-8.3	-6.2	-5.5	-2.1
	公共设施管理业	-3.2	0.9	5.7	-4.1
教育		-12.9	-11.2	-7.9	-1.7
卫生和社会工作		-12.2	-10.9	-9.7	-1.3
文化、体育和娱乐业		-11.0	-9.9	-5.4	-1.1

数据来源：Ifind、招商证券

（四）房地产投资：拖累可能边际收敛，但不是趋势性拐点

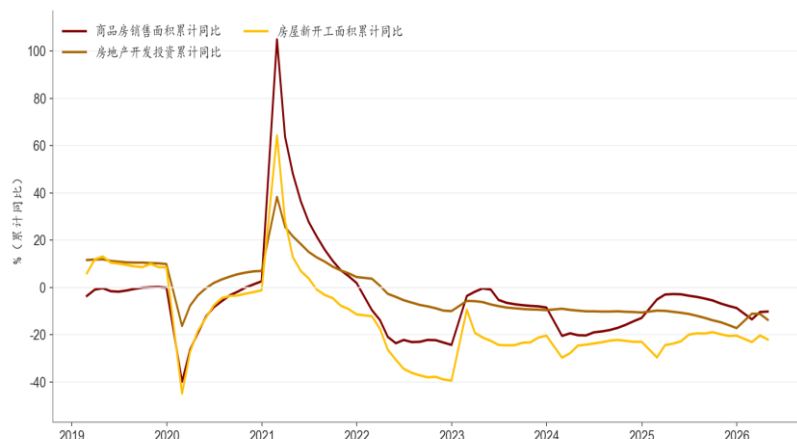
房地产投资仍是下半年投资端最大的拖累。1-5 月，全国房地产开发投资同比下降 16.2%，其中住宅投资下降 15.6%；房屋施工面积下降 12.3%，新开工面积下降 22.6%，竣工面积下降 23.4%。这说明房地产投资链条仍处于收缩状态，尤其新开工仍保持较大降幅，反映房企扩张意愿和资金能力不足。

销售端虽然有局部边际变化，但不能过度解读。1-5 月，新建商品房销售面积同比下降 10.8%，降幅较 1-4 月扩大 0.6 个百分点；销售额下降 13.5%，降幅较 1-4 月收窄 1.1 个百分点。销售金额降幅收窄说明政策、低基数和部分城市需求释放对交易形成一定支撑，但销售面积降幅扩大，说明销售端修复并不稳固。因此，短期成交波动不能直接推导出投资端趋势拐点。对地产投资来说，真正重要的不是单月成交改善，而是销售改善能否转化为回款改善、房企拿地和新开工恢复。

资金端仍是制约地产投资修复的关键。1-5 月，房地产开发企业到位资金同比下降 19.0%，其中国内贷款下降 28.7%，定金及预收款下降 16.1%，个人按揭贷款下降 28.0%，说明房企融资渠道、销售回款和居民购房加杠杆意愿仍然偏弱。只要房企到位资金没有明显改善，企业就很难重新启动新开工和土地投资。更重要的是，居民资产负债表修复偏慢、房价预期偏弱和按揭需求不足，会继续压制地产链条的内生修复。

政策层面对地产仍会托底，但政策目标已经发生变化。当前地产政策更强调稳预期、去库存、防风险、保交付和因城施策，而不是重新把房地产作为总需求扩张的核心抓手。

图 23 销售端改善仍未明显传导至新开工与开发投资



数据来源：Ifind、招商证券

因此，下半年房地产投资更合理的判断是：拖累可能边际收敛，但尚未形成趋势性拐点。随着低基数、政策托底和部分城市销售改善，地产对经济的边际负贡献可能弱于此前最差阶段；但在销售、资金、房价和居民预期没有形成闭环修复前，房地产开发投资仍难明显企稳。

综合看，下半年投资端的核心不是总量强弱的单一判断，而是投资模式切换的延续。传统地产链和低效率基建扩张的权重下降，产业安全、高技术制造、设备更新、新型基础设施和新质生产力的权重上升。这种切换会带来两个结果：一方面，投资总量弹性不强，难以像过去地产和基建周期那样快速拉动经济；另一方面，投资结构更有政策含义和产业含义，对中长期供给能力、产业链韧性和经济安全的支撑作用更强。

五、价格：“猪油共振”或在 Q3 兑现

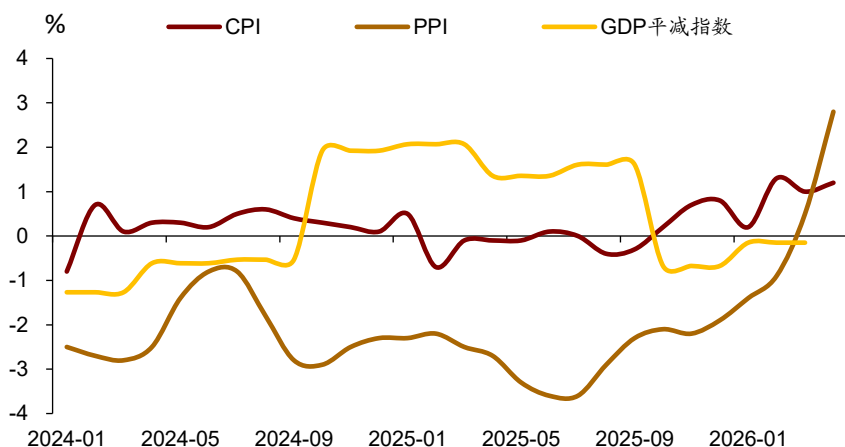
我们在《通胀回归——2026 年国内经济展望》提到“2026 年将是中国经济走出长达两年的低通胀阴霾、迎来价格温和回归的一年”，结束通缩的核心驱动力则是“猪油共振”。但上半年实际运行表明，猪价与油价在节奏上出现了明显错位：油价因供给端冲击超预期走高，猪价则因产能去化缓慢持续低迷。站在年中时点，我们对下半年通胀的核心判断是：方向不改（维持正增长）、斜率平缓（猪油在节奏上形成部分对冲）、高位运行（价格中枢继续维持在较高位置）。支撑因素包括：猪周期拐点渐行渐近、油价中枢偏高位运行、核心通胀温和修复；拖累因素包括：猪价上涨弹性减弱、油价长期回落趋势、消费动力尚待巩固以及高基数效应。综上因素决定了此轮价格回升并非单一的趋势性加速上行，而是“油价前强后弱，猪价后劲发力”的非对称双轮驱动，即猪油共振有望在 Q3 逐步兑现。综合测算，今年 CPI 高点大概率出现在 Q3，预计今年 CPI 年末同比 1.2% 左右，较 2025 年（0%）明显回升；对于 PPI 而言，预计下半年月度同比高位大概率出现 Q3，点位或在 4.3% 左右，进入 Q4 会出现下行，今年 PPI 年末同比或在 2.5% 左右。

（一）上半年通胀运行回顾：从温和修复到输入性推升

在低基数+原油供给冲击下，上半年国内通胀运行明显好于年初市场预期。截至5月数据来看，当月CPI同比1.2%，PPI同比3.9%，明显高于25年同期水平。特别是3月以来，油价推动PPI价格回升斜率大幅抬升：3月PPI环比录得1.0%，4月进一步上行至1.7%，创2021年10月以来单月环比最大涨幅，涨价幅度较大的行业高度集中在石油化工产业链，煤炭开采和黑色金属加工工业的环比涨幅也有所扩大。另外，从广义宏观价格指数——GDP平减指数来看，物价综合水平的修复趋势已然确立，一季度GDP平减指数录得-0.15%，二季度基本能够转正，这为下半年通胀延续修复提供了有利的基数条件和惯性支撑。

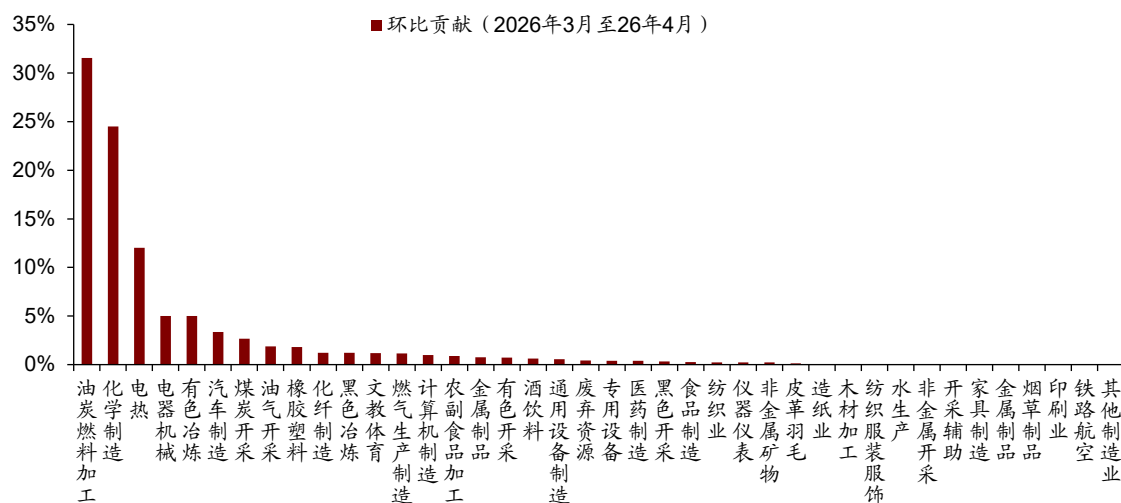
上半年通胀的结构性特征十分鲜明：油价上行是最大边际贡献项，食品价格尤其是猪价构成主要拖累，核心通胀延续温和修复态势。CPI端来看，5月汽油分项对CPI同比拉动约0.66个百分点，食品分项（猪价、鲜菜）合计拖累约0.35个百分点，服务分项贡献约0.40个百分点，三大力量此消彼长。PPI端来看，4月份，石化产业链的油气开采、石油煤炭燃料加工、化学制造、化纤制造、橡胶塑料以及公用事业的燃气生产环比改善最为明显，其PPI环比分别录得+18.5%、+16.4%、+8.3%、+5.6%、+1.7%、+0.8%，结合以上行业在PPI权重，发现上述行业对本次PPI环比拉动在1.45个百分点左右，贡献了本次PPI环比涨幅（+1.70%）的85%，如果综合3、4月环比表现来看，以上六大行业对PPI回升累计贡献超60%。进入到5月份，AI接棒油气，成为PPI主要拉动力。第一，国际原油价格波动传导影响国内石化行业价格出现不同程度下滑，但整体依然做正向贡献。油气开采PPI环比-1.8%、石油煤炭燃料加工PPI环比+0.0%、化学制造PPI环比+2.0%、化纤制造PPI环比+1.5%、橡胶塑料PPI环比+1.5%对本次PPI环比回升贡献合计35.55%，其中尤以化学制造贡献最大（27.22%）。第二，与4月相比，AI相关行业对本次PPI环比贡献格外突出，主要集中在有色冶炼、计算机制造、电器机械等细分行业，其对本次PPI环比向上分别贡献了17.52%、15.40%、8.14%，合计41.06%（远大于本月石化相关的5大行业），而4月这三项分别贡献了1.02%、4.93%、1.56%。

图 24 2026 年 3 月以来，广义价格同比基本转正



数据来源：Iifind、招商证券

图 25 3 月以来，石化产业链成为 PPI 上行的核心驱动力



数据来源：Iifind、招商证券

（二）CPI

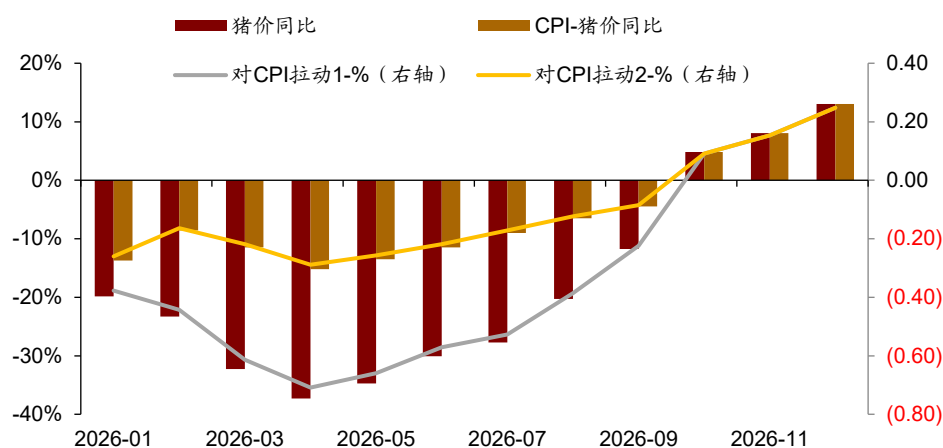
我们预测年末 CPI 同比约为 1.2%，下半年的月度高点或出现在 Q3，这相较于 2024-2025 年的近零增长，趋势已然反转。

“猪周期”虽迟但到，拐点或在 Q3 初显现。

猪价并没有如年初所设想的那样较快企稳回升，反而在供给压力释放、消费淡季延续、行业去产能尚未充分兑现的背景下，跌幅超出此前预期。进入 2026 年，中国生猪价格持续低位运行，全国外三元生猪价格约 9-10 元/公斤，部分地区猪价甚至跌破 9 元/公斤，从产能后期推演来看，2025 年 7 月以来能繁母猪虽已进入去化通道，但整体幅度有限，而 MSY 提升又意味着行业生产效率明显改善，这导致 2026 年生猪供给压力仍高于 2025 年。在需求端相对刚性假设下，能繁母猪存栏决定 10-12 个月之后的生猪供给，25 年 7-9 月，在“生猪反内卷”的影响下，全国能繁母猪存栏正式进入去化通道，但产能去化幅度相对较慢，10 月以来母猪产能去化速度明显加快，环比去化幅度分别为-1.10%、-1.80%、-1.50%。如果根据能繁母猪同比去化幅度来看，预计猪价同比拐点出现在今年 Q3 早期，并且伴随着 4 季度猪肉消费季节性回升，猪价涨幅会进一步走阔，但考虑到本轮能繁去化幅度远低于以往猪周期启动的去化幅度（一般在 8% 及以上，截至 2026 年 Q1，能繁较高点累计去化幅度不足 5%），这意味着今年猪价整体涨幅有限。中性情形下，预计 Q3、Q4 猪价中枢分别为 11 元/公斤，12.5 元/公斤，另外对比真实猪价、CPI-猪价走势，发现真实猪价同比一旦跌破-20%，计入 CPI 的猪肉分项同比并不会录得同样如此大的跌幅，考虑到这一因素的话，由此测算，猪肉项对 CPI 同比的拖累在 Q3 或平均有-0.10 至-0.15 个百分点，而 Q4 则基本不造成负面拖累，对 CPI 向上贡献超 0.15 个百分点。

此外，去年下半年的蔬菜、鲜果价格同比增速明显偏低，按照正常环比表现外推，预计今年蔬菜、鲜果价格会在 Q3 明显反弹，特别是蔬菜价格反弹幅度会更高，我们预计蔬菜、鲜果价格回升平均拉动 CPI 或有 0.15 个百分点。

图 26 今年下半年猪价涨幅及其对 CPI 同比拉动预测

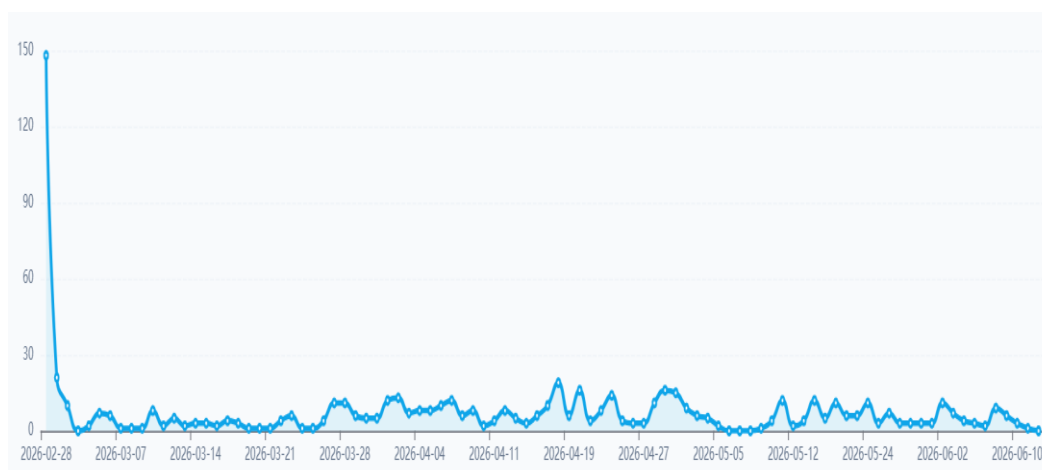


数据来源：Ifind、招商证券

油价中枢虽会有回落，但同比增速依然处于高位区间。

自 2 月底美以对伊朗发动打击以来，霍尔木兹海峡实际上关闭了大部分商业航运，叠加该地区能源基础设施遭到的袭击不断升级等因素，这极大地减少了全球市场的石油供应量，导致全球油价高企。截至目前，美伊双方已成功在线上签署谅解备忘录，美伊协议谈判已进入第二阶段，但关于霍尔木兹海峡收费、核谈判等问题依然存在很大争议。此外，即使霍尔木兹海峡在 7 月能够恢复通航，原油运输疏通、油田复产与设施修缮均需耗费漫长周期，这意味着油价短期内无法回落至冲突前水平，中性情形下，预计 Q4 布伦特现货原油价格会缓慢降至 80 美元/桶左右。影响路径上看，国际油价影响国内 CPI 的渠道主要是“国际油价—成品油价格—CPI”，且这一渠道受到国内成品油定价机制缓冲，此前我们在《重估 2026 年 CPI 中枢与上行斜率》中提到“布油价格同比回升 10%，CPI-交通工具燃料价格同比回升 3.3 个百分点，拉动国内 CPI 同比回升约 0.11 个百分点”，预计 Q3、Q4 油价中枢分别为 87 美元/桶、80 美元/桶，对应同比中枢分别为 25.56%、25.04%，这直接拉动当季度 CPI 回升 0.28、0.28 个百分点。

图 27 霍尔木兹海峡通行趋势



数据来源：金十数据、招商证券

图 28 原油价格对 CPI 的贡献测算

	Q2-E	Q3-E	Q4-E
2026 年布伦特 Dtd 现货价中枢（美元/桶）	105	87	80
2025 年布伦特 Dtd 现货价中枢（美元/桶）	68.03	69.29	63.98
布油同比	54.34%	25.56%	25.04%
油价对 CPI 拉动-百分点	0.60	0.28	0.28

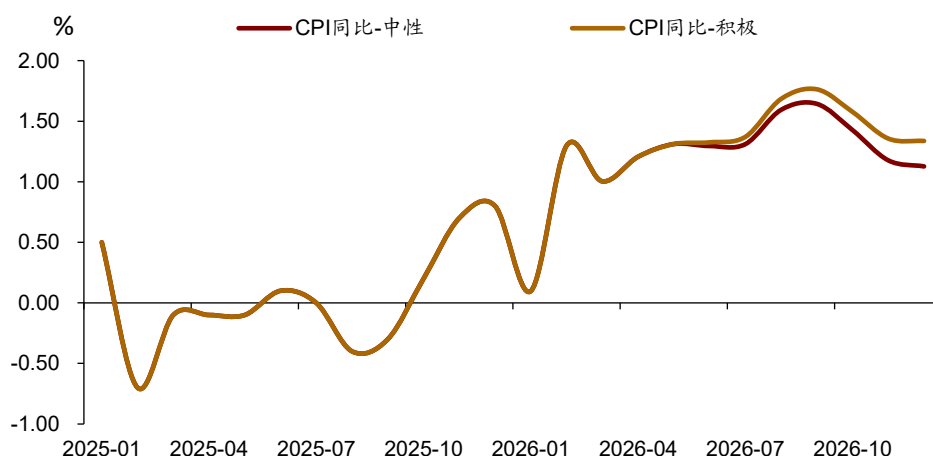
数据来源：Wind，招商证券

核心 CPI：服务业涨价的扩散与金价涨幅回落共存。

除了猪油之外，服务价格的修复也是 CPI 回升的重要推手。目前来看，提高居民消费率已然成为“十五五”规划的重中之重，当前消费热点以及政策更多转向服务领域，截至 4 月份，服务价格累计同比增长 0.8%，高于去年同期的 0.3%。正如我们在《重估 2026 年 CPI 中枢与上行斜率》提到的“从核心通胀的分项结构看，2026 年支撑力量主要来自三方面：一是消费品以旧换新延续，对交通工具、通信工具和家用器具等耐用品价格形成托底；二是医保改革继续抬升医疗服务价格；三是黄金相关分项尽管边际支撑较 2025 年减弱，但仍维持正向贡献。相较之下，衣着、教育文化娱乐、居住等分项更接近沿历史季节性运行，不构成额外的上冲力量”。综合测算，2026 年以旧换新、金价变动和医保改革对 CPI 的绝对支撑约为 0.48—0.50 个百分点，核心 CPI-服务项最终同比约 1.0%，较 2025 年 0.5% 提升 0.5 个百分点。对应到核心 CPI，本轮走势更适合定义为“温和修复”而不是“重新走弱”，预计 2026 年核心 CPI 最终同比约在 1.2%-1.5% 左右，从运行节奏上看，进入 4 季度，预计在高基数作用下修复斜率会大幅放缓，月度同比高点会出现在 Q3。

综上分析，中性情形下，预计 CPI 年末同比或达 1.2%；积极情形下，今年 CPI 有望触及 1.5%，主要包括中东局势再度恶化导致油价进一步走高、生猪去化加快导致猪价涨幅超预期、更大规模的扩内需政策落地这三种条件。

图 29 CPI 同比预测



数据来源：Wind，招商证券

（三）PPI：年末同比或达 2.5%

美伊冲突导致油价大幅走高，叠加持续向好的有色行情，直接拉动国内 PPI 在 3 月份提前转正，特别是 4 月 PPI 环比一度上涨 1.7%，我们预计随着 PPI 环比涨幅逐渐收窄，下半年 PPI 同比涨幅亦会受到一定削弱，但年末同比或在 2.5% 附近（乐观情形下 PPI 年末同比进一步提升至 3.0% 以上）。

海外定价：原油、有色金属

原油：下半年油价中枢易上难下

美伊双方达成和平协议标志着地缘政治风险溢价进入快速回吐阶段，特别是随着霍尔木兹海峡恢复通航以及原油供应预期改善，这将直接限制油价上行空间，预计下半年油价中枢会较冲突高峰期明显下移，但油价下行空间同样受限，主要受到以下几点约束：1) 协议执行的不确定性。当前达成的仅为临时和平协议，未来 60 天内双方将继续就伊朗核计划进行正式谈判，同时伊朗要求主导霍尔木兹海峡的经济话语权和安保权，拟议中的“海峡收费”问题尚未解决。2) 供应恢复的速度与节奏，包括扫雷与安全确认、积压船只疏导、被动关停油田重启、受损原油设施修复等多个步骤，年内原油供应很难完全恢复至冲突前水平。3) 全球原油低库存，目前全球原油库存处于低位，目前 OECD 商业库存已跌破 23 亿桶，创下 2003 年以来新低，再加上夏季传统用油旺季即将到来，主要国家补库需求对油价形成明显支撑。综上，预计下半年油价中枢在 80-90 美元/桶区间震荡。

有色金属：供需缺口扩大、价格中枢稳步上移

进入 2026 年以来，以铜、铝为代表的工业金属继续上涨，截至 6 月上旬，LME 铜、铝现货价格中枢较 25 年末分别累计上涨了 17.43%、31.61%，而锂价（碳酸锂为例）累计上涨了 71.88%。正如我们在《假如 PPI 同比提前转正》提到的“此轮上涨主要由结构性需求爆发与供给端刚性约束两大核心逻辑共同驱动：一是，需求侧的驱动力来自于全球能源转型与科技革命的叠加效应，包括新能源领域全面扩张、AI 基础设施投资热潮以及全球制造业与电网投资周期等；二是，在地缘紧张加剧、资源民族主义抬头大背景下，主要大国围绕关键矿产资源博弈加剧，这在某种程度上进一步强化了矿产资源的供给端刚性约束”，比如印尼、津巴布韦、刚果（金）、几内亚等国对煤炭、镍、锂矿、铝土、钴等矿产资源收紧矿产出口管制。目前地缘冲突风险高企，叠加下半年厄尔尼诺现象扰动，供给端约束仍将持续，此外，美伊冲突导致油价高企，进一步强化了全球对新能源的替代性需求持续增长，从而为铜、铝、锂等关键有色金属提供长期结构性支撑。

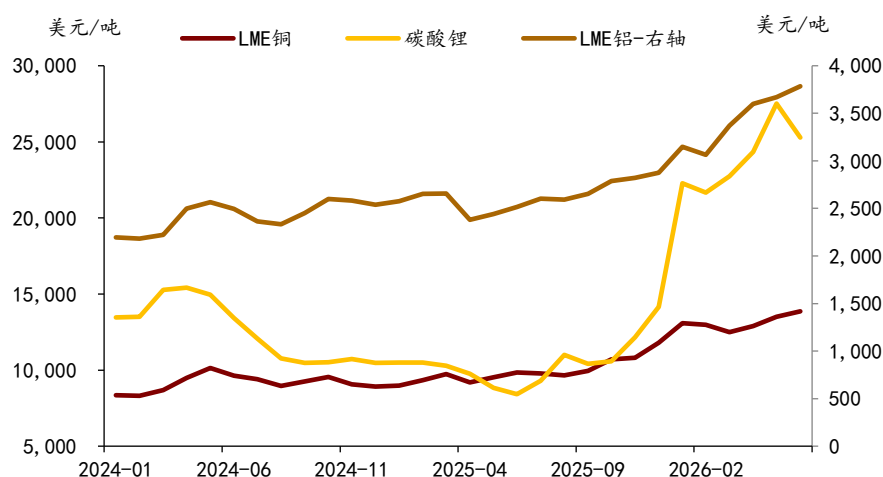
国内定价：传统工业品与新兴产业价格共振上行。

一是，供给侧“反内卷”已从共识走向实质推进，煤炭、钢铁、汽车、光伏等行业正经历深度秩序重构，行业协会自律限产、环保能耗硬约束以及兼并重组纷纷提速，有效压降了低效过剩产能，“以量换价”的恶性竞争生态得到显著改善。整体上，供给层面的刚性收缩使煤炭、钢材等行业价格中枢具备稳步上移的条件，告别过去“增产不增效”的困局，为下半年 PPI 修复奠定了供给基础。

二是，以“六张网”为骨架的基础设施网络体系（综合交通网、水网、能源输送网、算力网、物联网及地下管网）正进入集中建设期，财政支出加力提效形成强力需求对冲。由于上半年出口增速大超预期，财政支出节奏主动放缓，而 Q2 偏弱的内需指标预计会加快特别国债与专项债资金拨付进度，这将直接拉动建筑用钢、线材、水泥和能源需求，使得实物工作量在 2026 年下半年集中落地，形成对相关工业品的规模化采购，从需求端进一步拉动行业价格回暖。

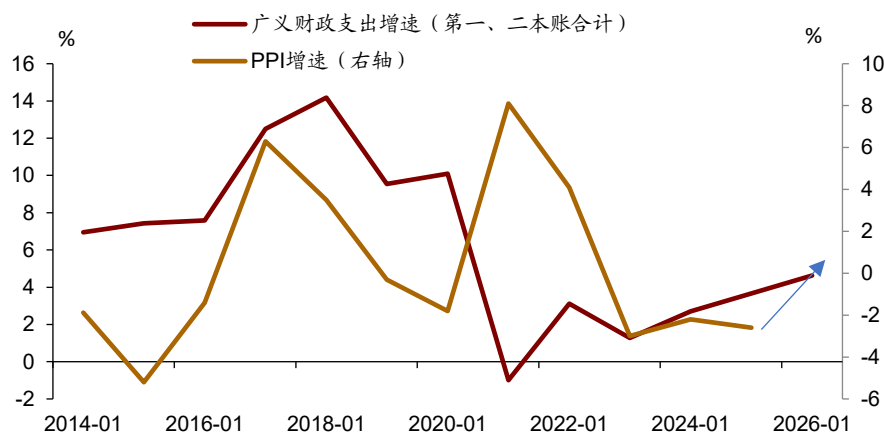
三是，人工智能（AI）技术革命触发新经济需求全面爆发，引领结构性价格上涨。AI 技术的产业化与应用深化正进入加速期，不仅驱动算力基础设施（如高端服务器、智算中心、光模块）的大规模投资建设，更广泛渗透至智能制造、新能源汽车、消费电子等产业升级环节。这将大幅提升对高性能芯片、特种材料、精密部件以及相关工业软件的需求。AI 带来的“技术溢价”和其对高端制造、绿色能源等领域的需求催化，将显著抬升相关新兴产业的产品价格与附加值，并在产业链上产生广泛的传导效应，成为 PPI 回升的重要结构性驱动力。

图 30 有色金属行情



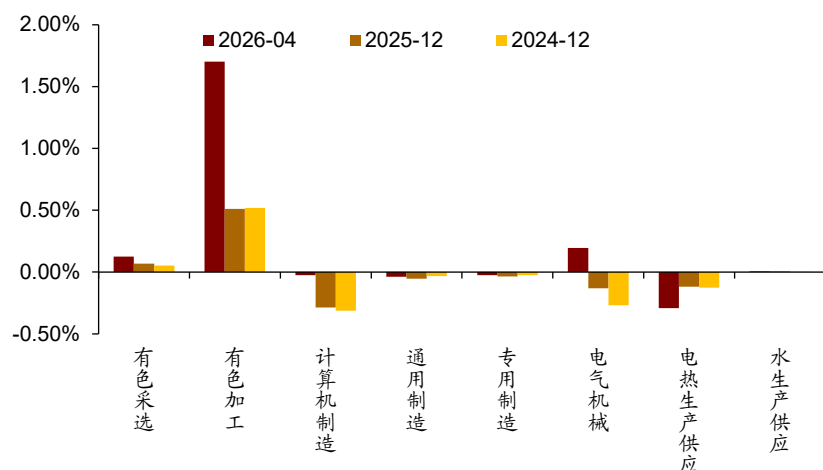
数据来源：Wind，招商证券

图 31 广义财政支出和 PPI 关系



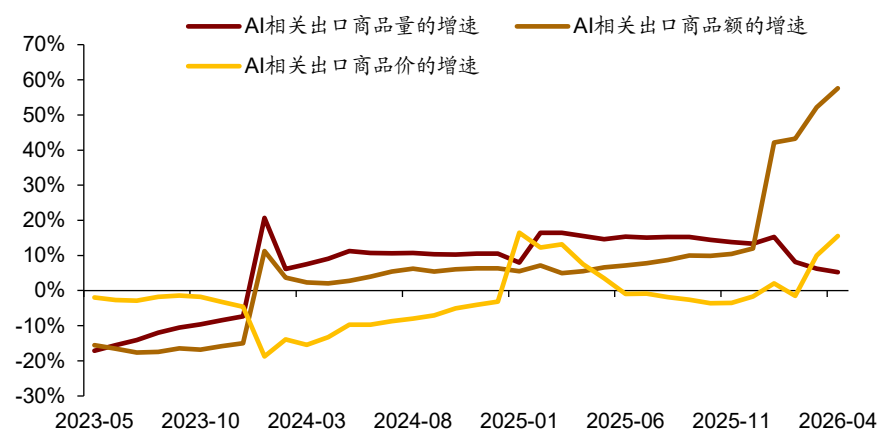
数据来源：Wind，招商证券

图 32 AI 相关大类行业 PPI 价格明显改善



数据来源：Wind，招商证券

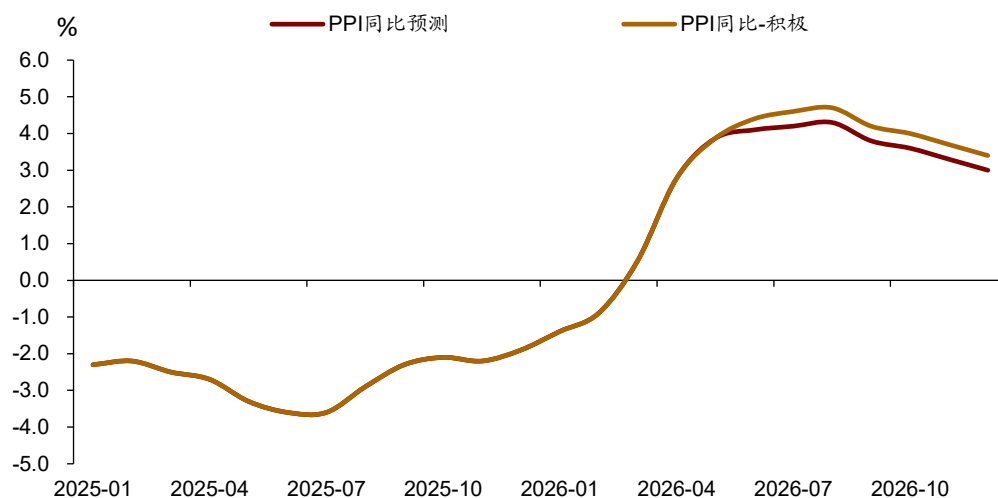
图 33 AI 相关行业出口价格明显改善



数据来源：Wind，招商证券

综合分析，中性情形下，预计今年 PPI 同比或在 2.5% 附近；积极情形下，如果油价涨幅超出我们前面基准假设价格的话，同比或进一步提升至 3.0% 以上。从节奏看，PPI 同比高点可能出现 Q3。具体到月份上，7 月和 8 月可能是年内 PPI 同比的阶段性和高位，但 8 月之后仍需观察环比表现与翘尾因素的对比。如果大宗商品价格高位回落、国内需求修复偏慢，PPI 上行的持续性可能弱于上半年；如果油价、有色价格继续偏强，则 PPI 高点时间或继续延长。需要强调的是，PPI 修复并不等于需求端全面走强。当前 PPI 的回升更大程度来自能源、有色、原材料和供给治理，而 CPI 和核心 CPI 仍然偏温和，说明终端需求对上游成本的承接能力仍然有限。

图 34 PPI 同比走势预测



数据来源：Wind，招商证券

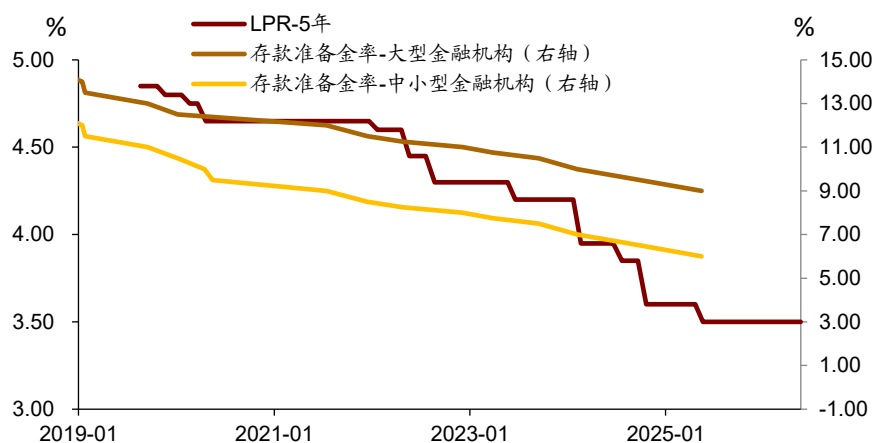
六、货币流动性：向均衡宽松回归

（一）货币政策：适度宽松延续，总量工具门槛上升

2026 年上半年，货币政策基本延续了“适度宽松”的总体基调，但与 2025 年相比，政策的着力点发生了明显变化——不再追求总量扩张，而是更加注重“精准有效”的结构性操作，总量型的降准降息暂停操作。此外，《一季度货币政策执行报告》明确删除了此前“降准降息”表述，转为强调“灵活运用多种货币政策工具”，同时报告新增了对地缘政治风险和输入性通胀压力的关注，2026 年 2 月以来，美伊冲突导致油价高企，并传导至国内，3 月 PPI 同比由负转正，4 月 PPI 环比大涨 1.7%，同比更是录得 2.8% 高位。同时，海外主要经济体通胀面临再度回升趋势，如果美伊冲突不能快速结束，甚至部分海外央行已计入年内加息预期来抑制高企的物价。

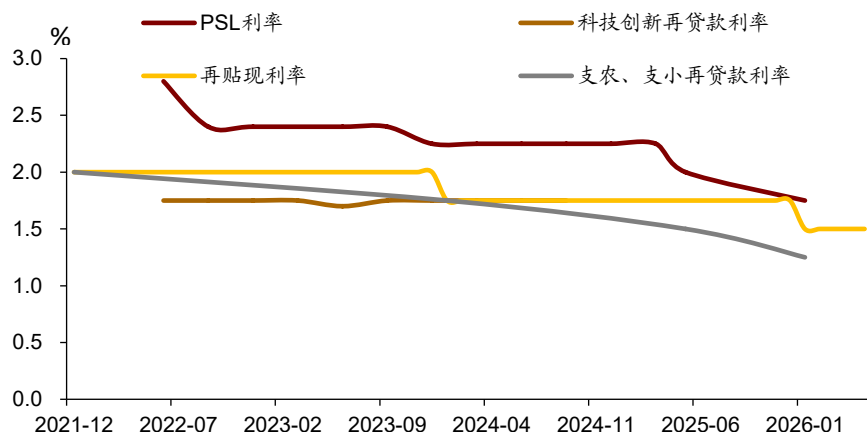
展望下半年，预计货币政策仍会保持适度宽松，但总量工具的触发门槛明显抬升。一方面，全部商业银行净息差处于历史低位（1.40%，部分中小银行可能更低），进一步降息对银行体系利润和信贷供给能力的约束明显上升；另一方面，中东局势、油价和输入性通胀压力也提高了央行对物价和汇率稳定的重视程度，目前来看，美伊短期内和谈成功可能性不高，如果继续僵持下去、国际油价年内或继续维持在高位水平，海外央行整体加息预期会进一步提高，这会制约国内宽松货币政策空间，即央行全面宽松式的降准降息几乎不太可能，预计结构性工具仍将承担更重要角色。比如，央行可能继续通过增加专项再贷款额度、降低特定工具利率、引导金融机构支持科技创新、设备更新、绿色转型、普惠小微和保交楼等重点领域，来实现“稳增长”和“调结构”的平衡。值得注意的是，如果下半年出现外部需求明显回落、内需持续偏弱以及出口结售汇顺差大幅收窄等情形，结构性的政策性降息仍有可能，幅度或在 10-20 个 BP 左右。

图 35 自 25 年 5 月之后央行未再全面降准降息



数据来源：Wind，招商证券

图 36 结构性降息



数据来源：Wind，招商证券

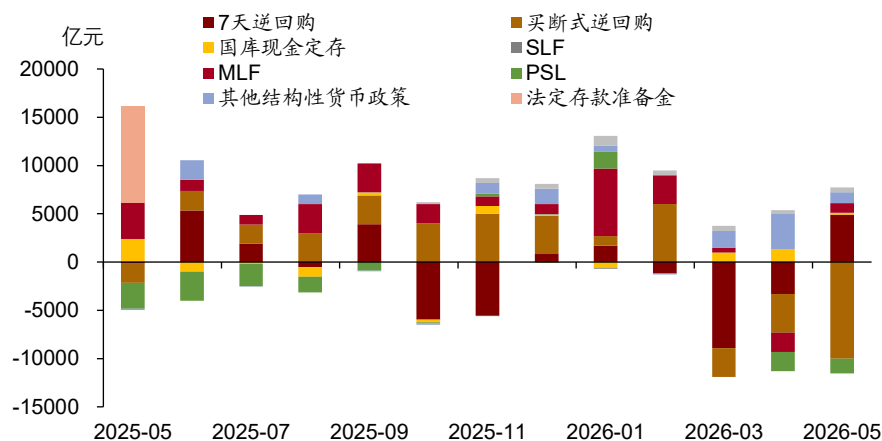
（二）狭义流动性：向均衡宽松回归，资金价格围绕政策利率波动运行

2026 年上半年狭义流动性经历了“主动加量→自发宽松→边际收敛”三个阶段。

1-2 月份，央行通过 MLF 净投放 10000 亿元、买断式逆回购加量续作 7000 亿元等方式注入中长期资金，1、2 月 DR007 资金利率中枢分别为 1.50%、1.49%；3-4 月份，央行开展“削峰填谷”式操作，7 天逆回购、买断式逆回购持续处于净回笼状态，MLF 亦在 4 月缩量续作，而结构性货币工具分别净投放 1728、3667 亿元，同时 7 天逆回购频现“地量”操作，但资金面呈现自发式宽松，正如我们在《细水慢流——6 月流动性月报》提到的“流动性继续宽松可能主要有三方面因素所致：私人部门结汇、外汇占款持续净投放；信贷偏弱；政府债供给节奏偏慢，财政抽水能力有限”，利率中枢持续下行，4 月 DR007 中枢降至政策利率下方，达到 1.35%，且一直持续到 5 月；随着一季度《货币政策执行报告》明确提及“引导隔夜利率围绕政策利率平稳运行，防止资金淤积和过度

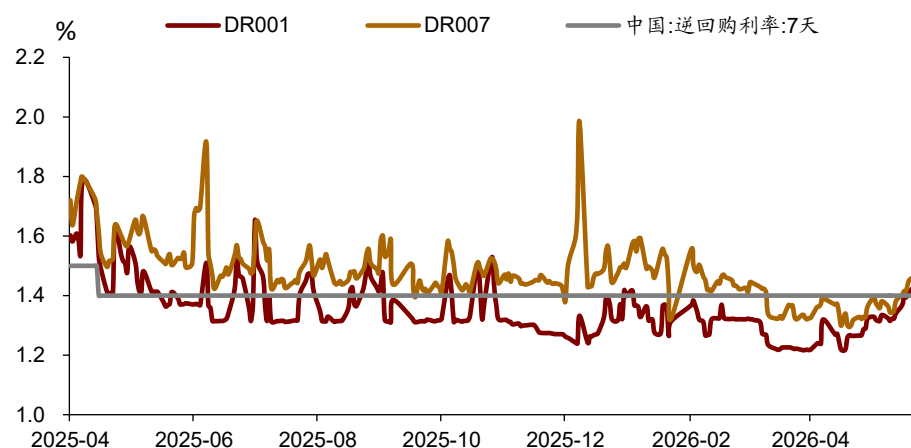
加杠杆”，5月下旬以来，资金面正逐渐向均衡宽松回归，截至6月中旬，R007、DR007利率均已升至1.40%政策利率上方。事实上，6月资金面易紧不易松，考虑到目前央行对6M买断式逆回购进行等量续作、7天逆回购放量净投放等行为释放了继续呵护资金面积极信号，下旬资金价格有望出现回落，但会继续围绕政策利率波动运行。

图 37 央行流动性投放



数据来源：Wind，招商证券

图 38 银行间资金利率

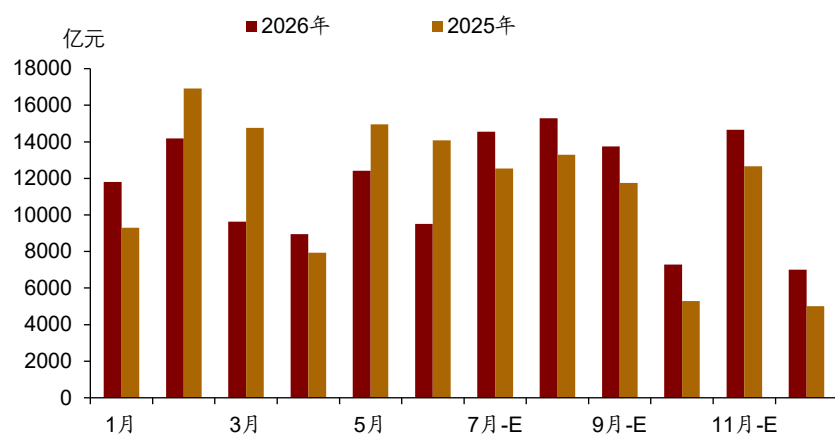


数据来源：Wind，招商证券

展望下半年，资金面预计从上半年的“超季节性宽松”向“均衡宽松”收敛，DR001、DR007中枢会较上半年出现回升，运行区间预计分别在1.25%-1.35%、1.35%-1.45%，DR001难以突破1.20%下限，流动性合理充裕的格局不会逆转。进入Q2以来，国内主要经济指标明显走弱，预计下半年央行继续采用7天逆回购、MLF以及买断式逆回购等混合操作动态调节资金水位，保持市场流动性宽裕，在全面降准降息难度陡升的背景下，“精准滴灌”式的结构性宽松货币工具将占据主动地位，同时仍需关注一些结构性及海外因素扰动：1) Q3政府债供给或放量增长。上半年政府债发行进度偏慢，而全年预算规模与去年大致持平，要求下半年加快发行节奏；叠加二季度内需明显走弱，亟待加快政府债落

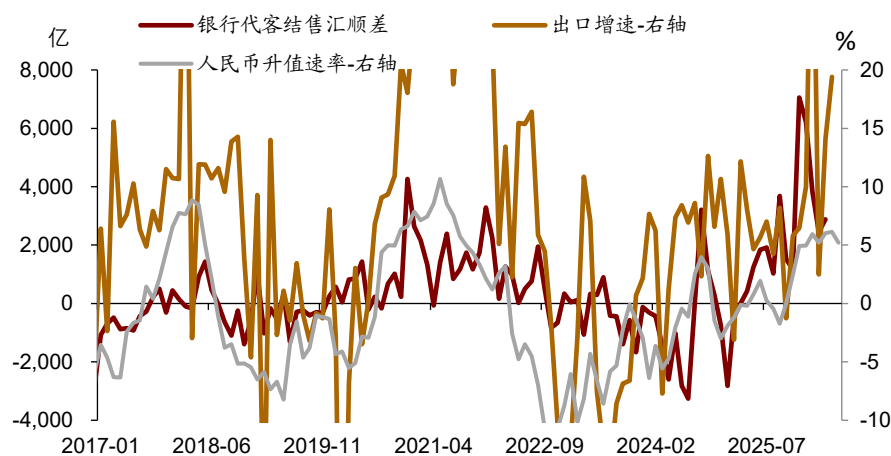
地以发挥逆周期调节作用，预计三季度地方债将集中放量，这会阶段性抽离银行体系流动性，对资金面构成一定压力。**2) 流动性变化：信贷投放在减弱，外汇派生成重要增量。**当前出口高增长带动结售汇顺差显著走阔，银行结汇投放的“高能流动性”有效补充资金面，但该渠道高度依赖出口韧性与跨境资金流入，若下半年出口压力兑现，结售汇顺差急剧收窄，外汇派生流动性将萎缩乃至逆转，内部信用扩张难以充分对冲，银行间流动性或面临收紧压力。**3) 欧日央行或打开加息窗口、美联储降息窗口关闭。**6月欧央行会议已加息25BP，日本央行考虑6月加息，并可能今年晚些时候再次加息。我们预计短期通胀上行风险加剧之下，日欧央行或在6-9月加息25-50BP，此后维持观望姿态。因此，下半年来自海外央行加息的负面溢出效应影响下，美联储降息的门槛进一步提高，国内流动性边际收紧压力仍然存在。

图 39 政府债供给变化



数据来源：Wind，招商证券

图 40 出口高增、人民币升值、私人部门结汇需求共振



数据来源：Wind，招商证券

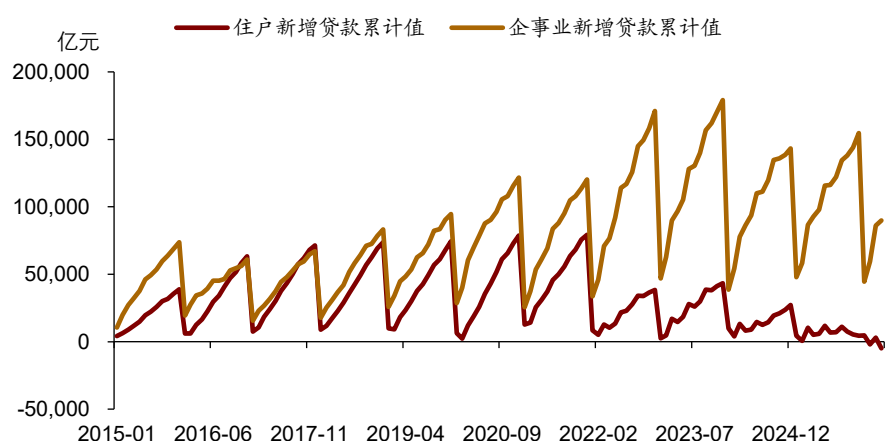
（三）广义流动性：居民去杠杆，对公信贷和政府债仍将 是主要支撑

私人部门分化：居民去杠杆、对公信贷仍是压舱石

居民部门信贷扩张的核心制约，主要来自资产与负债端的双重挤压。从资产端看，房地产市场尚未企稳，房价预期仍处于寻底阶段。居民持有的最大类资产（住房）——其财富效应依然为负，不仅削弱了抵押资产价值，也抑制了主动借贷的意愿。与此同时，微观主体对收入增长与就业前景的预期依然偏谨慎，预防性储蓄动机强于消费与投资倾向，偿债能力与偿债信心之间的裂痕尚未弥合。从负债端看，尽管前期存量房贷利率的批量下调在一定程度上降低了居民的利息支出，但当前央行5年期LPR已连续12个月未作调整，在收入增速放缓的背景下，教育、医疗、养老等刚性支出压力偏大，居民实际债务负担并未得到实质性缓解。这一局面直接表现为提前还贷行为增多、法拍房挂牌量显著攀升等去杠杆迹象。

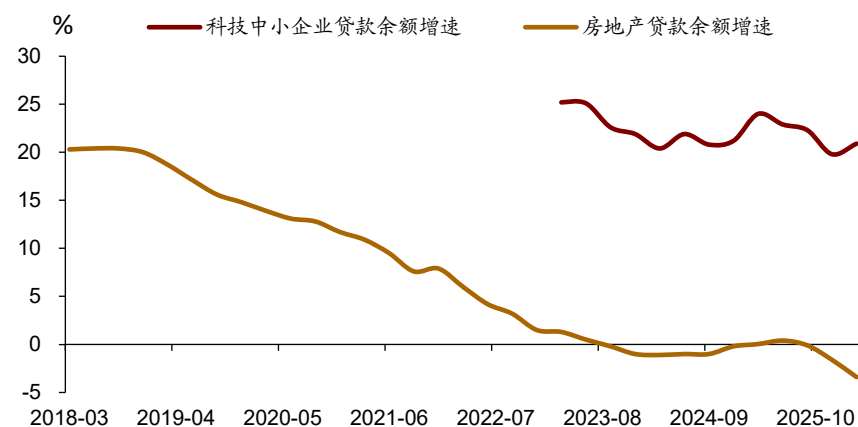
对公端仍将扮演下半年信贷的“压舱石”角色。在房地产、地方融资平台等传统信用载体持续收缩的背景下，信贷增速中枢趋于下行，但这与产业结构的转型升级方向总体匹配。一方面，传统高杠杆主体对信贷的依赖度降低，为存量风险出清和债务结构调整腾出空间；另一方面，以人工智能、高端制造为代表的新兴动能更加倚重债券、股权等直接融资渠道，其对传统银行贷款创造的依赖度明显下降，这意味着信贷总量扩张的弹性有所减弱，但对公贷款的结构优化正在加速。从全年节奏看，对公信贷仍大概率贡献新增贷款的主要份额，其中科创、绿色、普惠等重点领域将继续受益于结构性货币政策工具的支持，在保持合理信贷增速的同时，推动资金向符合产业政策导向的实体部门精准滴灌。

图 41 私人部门信贷结构分化加剧



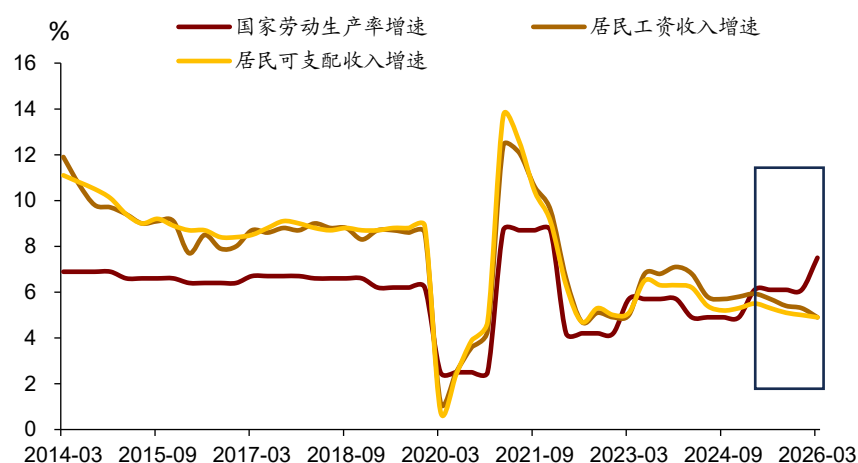
数据来源：Wind，招商证券

图 42 企业内部信贷结构分化加剧



数据来源: Wind, 招商证券

图 43 居民收入增速与国家劳动生产率背离趋势加剧

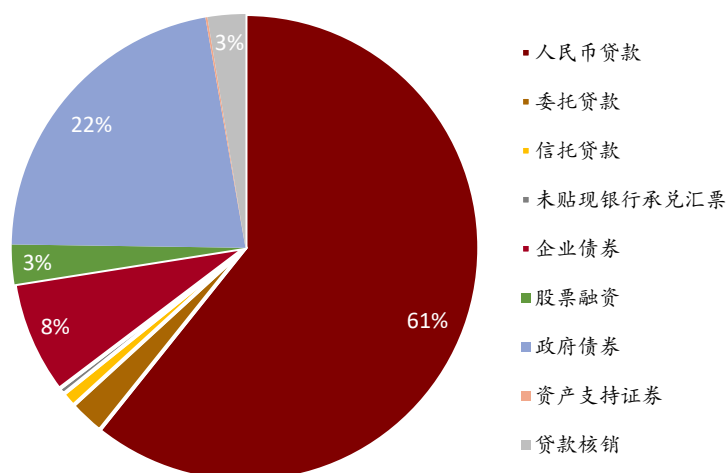


数据来源: Wind, 招商证券

政府部门：政府债净融资预计 13.89 万亿，年内社融增速预计在 7.3% 左右。

根据 3 月披露的中央、地方财政预算草案来看，今年一般公共预算赤字 5.89 万亿、政府性基金赤字 6.0 万亿、特殊再融资债规模在 2 万亿左右，以上三大项目合计 13.89 万亿，即政府债净融资规模约 13.89 万亿，结合政府债规模变动、占存量社融比例关系来看，预计今年新增社融规模大致在 31 万亿—33 万亿元之间，对应存量社融增速落在 7.0-7.5% 区间，大约 7.3% 左右。

图 44 存量社融结构拆解



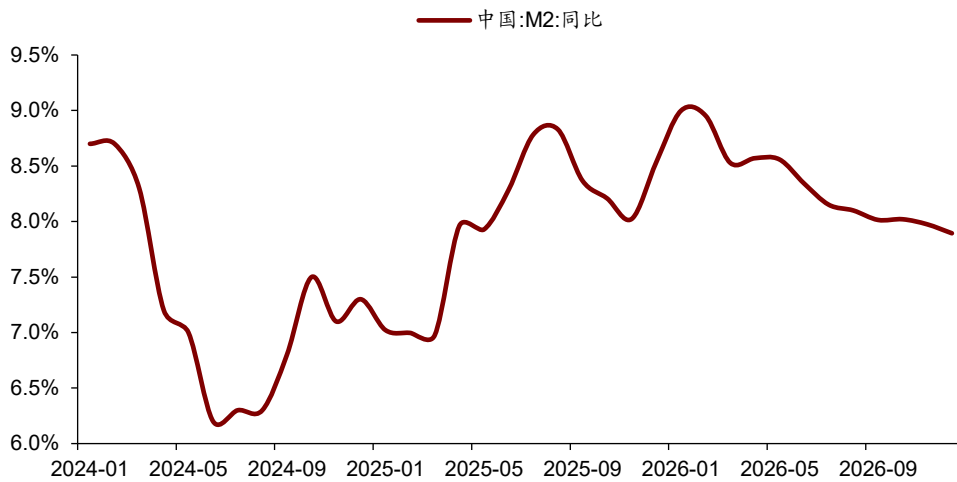
数据来源：Wind，招商证券

M1、M2：M2 增速预计 7.9%，M1 增速预计 4.8%。

从 M2 派生渠道来看，主要包括：银行向实体部门的信用扩张（居民、企业部门加杠杆）、购买外汇、财政净支出以及其他途径，在存款性金融机构资产负债表上分别对应着对非金融机构债权-其他存款性公司、对其他居民部门债权-其他存款性公司、银行代客结售汇顺差以及政府债净融资*80%（8 成政府债券由银行持有并派生存款）。拆解驱动因素来看，居民和非金融企业加杠杆的贡献在逐步下滑，政府加杠杆较为稳定且贡献最大，此外，2025 年以来，外汇投放成为净增项，去年贡献了 6.20%，截至今年 5 月，快速增加至 13.63%。下半年来看，非金融企业、居民部门贡献会继续下降，而政府债及外汇贡献会稳步上升，预计今年 M2 最终增速在 7.9% 左右。

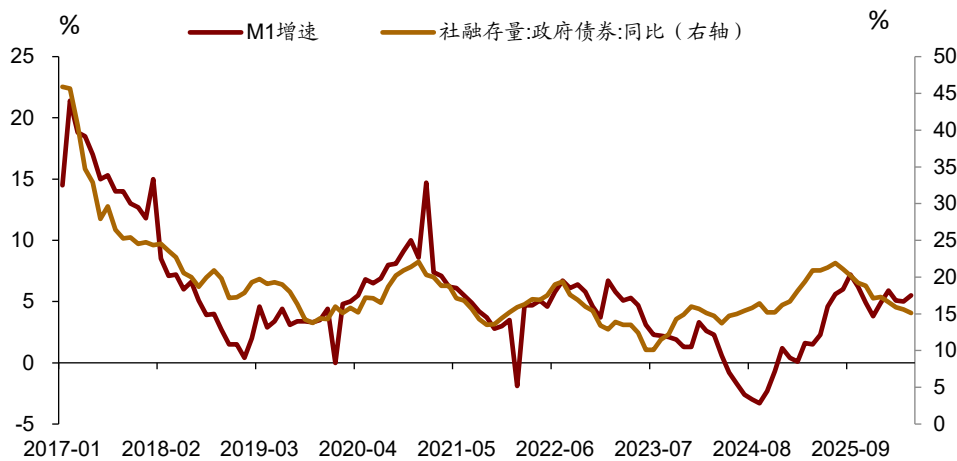
对于 M1 而言，新口径 M1 包括流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银支付机构客户备付金，M1 是 M2 组成部分，M1 派生来源亦主要表现为私人部门信贷、财政净投放、外汇购买及其他因素，2017 年以来，M1 增速和社融-政府债融资存量增速走势基本一致，表明政府加杠杆或财政净支出对 M1 增速影响越来越大，按照前文对政府债发行节奏测算发现，今年社融口径的政府债净融资存量增速或在 14.7% 左右，对应 M1 增速 4.6%；此外，如果按照过去年份的 M1 环比变动均值推算的话，M1 增速或 5.0%。

图 45 M2 增速预测



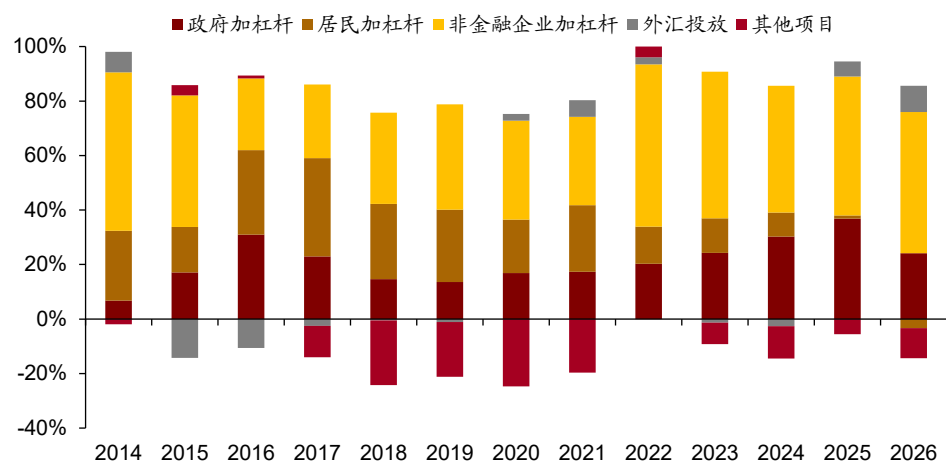
数据来源: Wind, 招商证券

图 46 M1、政府债社融存量增速关系



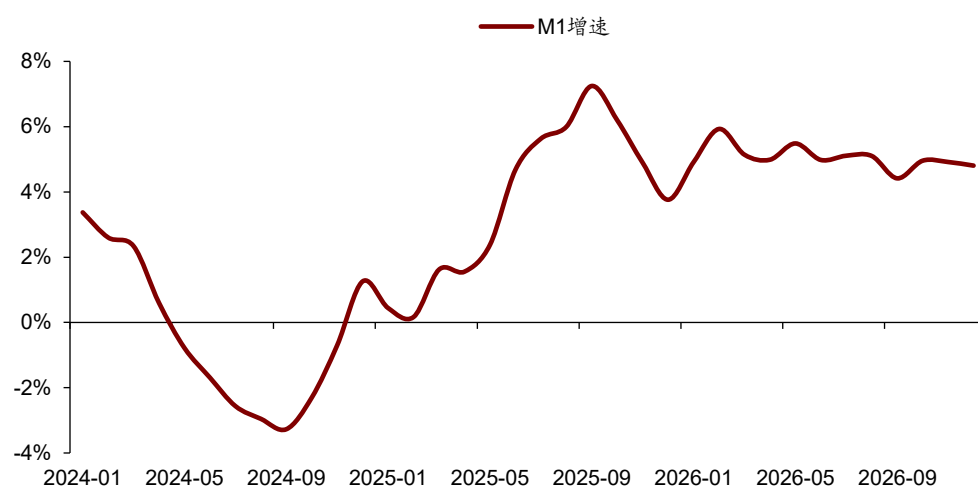
数据来源: Wind, 招商证券

图 47 M2 驱动因素拆解（26 年截至 5 月份，对比的是 25 年末）



数据来源：Wind，招商证券

图 48 M1 增速预测



数据来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。