



➤ **在能源冲击及财政换挡等多重因素叠加影响下，今年二季度经济的波动幅度明显大于往年，数据表象和经济底色之间偏差更需要仔细甄别。**经济意外指数的大幅回调超越了季节性，新动能崛起与传统内需偏弱的拉锯尚未在宏观层面充分映射；输入性通胀下 PPI 上行有些“虚火”，使得上下游产业间的分化有所加剧。**要辨明当前经济的真实底色，就需要穿越地缘和政策的迷雾，从结构上把握经济修复的内在斜率。**

➤ **出口：产业周期与地缘共振下延续强势——真。**

年初出口的亮眼表现，源于全球资本开支周期与地缘错位红利的深度共振，二季度出口虽仍有韧性，但中枢或回落至 8%-10% 之间。**中国依托全产业链集成优势，正稳居本轮产业订单溢出的核心承接高地**，但 3-4 月价格对出口同比的贡献已飙升至近 70%，**“价增量减”** 效应下出口数量的扩张弹性或受到掣肘。

➤ **工业生产：一季度“抢开工”后趋势性放缓——伪。**

➤ **4 月工业生产放缓更可能是“假摔”，而非趋势性下行**，二季度工增同比增速可能回升至 6% 附近。季初月工业生产自然回落叠加石油相关行业受中东局势扰动，均属短期因素；我们构建的工业景气度指标显示，4 月出口交货值增速回升至 10.6%，高技术产业工业增加值同比逆势向上，**当前工业生产景气水平并不低。**

➤ **制造业投资：一季度增速转正后动能几何？——待观察。**

➤ **4 月制造业投资同比转负，但后续将进入缓慢修复、结构分化阶段**，二季度制造业投资增速可能为 2.0% 左右。行业利润“K 型”分化直接映射到投资端，上游与高端制造扩产意愿更强；设备更新政策已于一季度阶段性释放完毕，4 月设备工器具购置投资对制造业的拉动效应明显下滑，正是政策节奏变化的体现。

➤ **基建：4 月财政阶段性收敛会持续吗？——伪。**

➤ **4 月基建投资单月增速转负是财政相机抉择的结果。**财政并不会持续收紧，二季度基建增速或暂处 -2% 左右，下半年有望逐步回正。近两年财政资金拨付率与经济活动指数呈负相关，4 月财政“踩刹车”也恰逢一季度经济数据超预期；超长期特别国债进入密集发行期，“六张网”增量方向在加速落地，**中央资金与战略项目足以对冲专项债用于化债占比上升的影响。**

➤ **地产：一线城市带动下止跌回稳？——待观察。**

➤ 4 月销售端释放积极信号，但**止跌修复高度集中于核心城市，底部尚需确认。**一线城市新房、二手房价格环比双双转涨，但 70 城均值仍为负；开发投资降幅扩大至 13.7%，新开工降幅达 22%，内生修复动力有限，二季度开发投资和销售面积累计降幅可能维持在 13% 和 10% 左右，三季度能否有实质性转机概率仍待观察。

➤ **消费：4 月社零增速 0.2% 后还会有新低——伪。**

➤ **进入 5、6 月份，社零增速大概率止跌回升**，但在去年的高基数压制下，二季度社零增速可能在 1.5% 左右。五一与端午文旅餐饮集中释放，618 全面启动，以旧换新延续托底耐用品消费；往下半年看，油价上涨和 AI 替代构成成本端与就业端的双重逆风，政策需实物与服务两线并进稳定消费中枢。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0590525110006

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师 钟渝梅

执业证书：S0590525110008

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

相关研究

1. 海外宏观 & 大类资产周度观察：美伊和谈预期升温，市场押注“TACO” - 2026/05/31
2. 宏观周度观察：猪价下行何时了？ - 2026/05/31
3. 实体经济观察系列：5 月 PMI：临界点“考验” - 2026/05/31
4. 工企利润动态观察：4 月工企利润亮眼的背后 - 2026/05/27
5. 宏观周度观察：如何看待投资的先后后落？ - 2026/05/25

目录

1 二季度经济的证真与去伪	3
2 出口：产业周期与地缘共振下延续强势——真.....	4
3 工业生产：一季度“抢开工”后趋势性放缓——伪。	6
4 制造业投资：一季度增速转正后动能几何——待观察	8
5 基建：4 月财政阶段性收敛会持续吗？——伪	9
6 地产：一线城市带动下止跌回稳？——待观察.....	11
7 消费：4 月社零增速 0.2%后还会有新低——伪.....	13
8 风险提示	14
插图目录	15

1 二季度经济的证真与去伪

在能源冲击及财政换挡等多重因素叠加影响下，今年二季度经济的波动幅度明显大于往年，数据表象和经济底色之间偏差更需要仔细甄别。面对数据的波动，传统的总量分析方往往容易“失真”，比如经济意外指数的大幅回调超越了季节性，其背后是新动能稳步崛起与传统领域内需偏弱，二者的拉锯尚未在宏观层面得到充分映射；同时，输入性通胀下 PPI 上行有些“虚火”，使得上下游产业间的分化有所加剧。

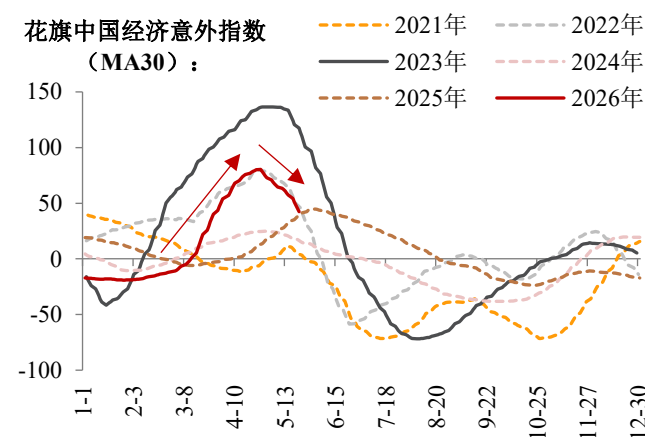
因此，要辨明当前经济的真实底色，就需要穿越地缘、政策和统计的迷雾，从结构上把握经济修复的内在斜率。

图1：二季度中国经济意外指数显著下滑



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图2：对比历史，今年二季度经济意外指数降幅偏大



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

2 出口：产业周期与地缘共振下延续强势——真

年初出口的亮眼表现，源于全球资本开支周期与地缘错位红利的深度共振。

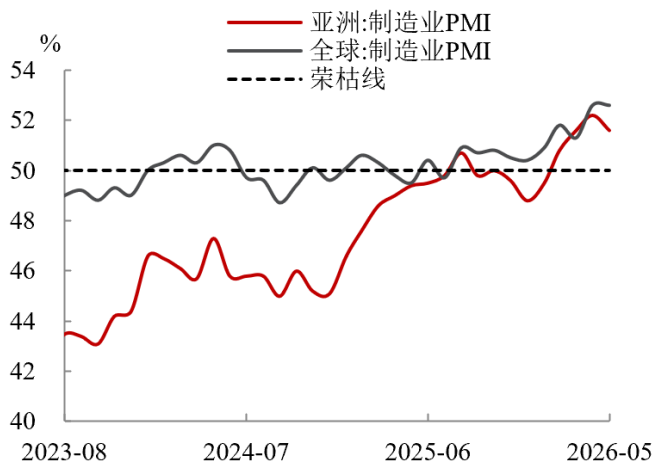
全球资本品进口增速逼近 2017-2018 年峰值，标志着新一轮资本开支周期已步入加速扩张的“黄金窗口”。在 AI 基建与能源转型的结构性浪潮下，亚洲工业生产周期表现出显著的领先优势，推动以韩国为代表的外向型经济体出口强劲复苏。

图3：全球资本货物进口增速处于上行周期



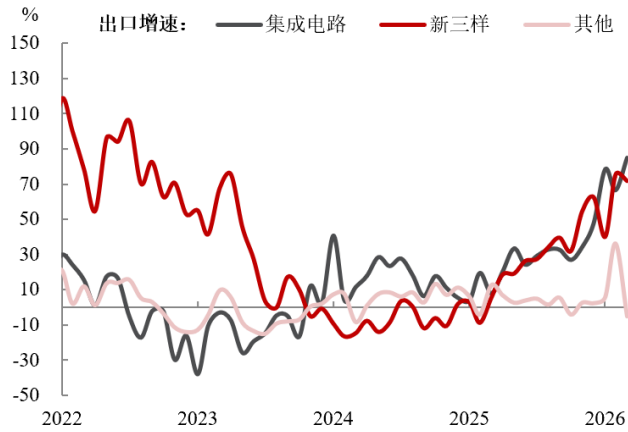
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图4：全球与亚洲制造业 PMI 加速扩张

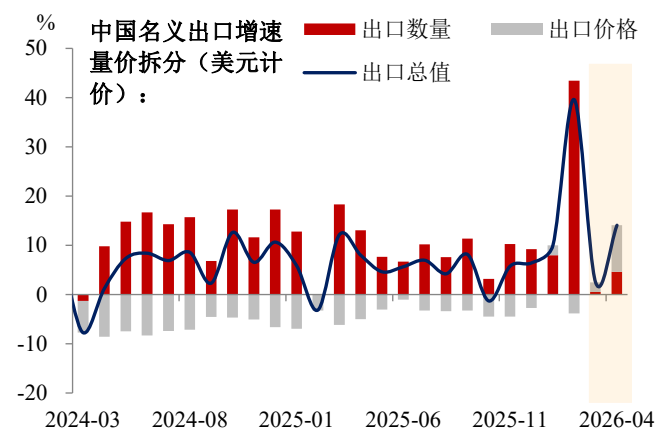


资料来源：Wind，国联民生证券研究所

而中国依托全产业链集成优势，正稳居本轮产业订单溢出的核心承接高地。当前出口结构展现出鲜明的“资本品+中间品”双轮驱动特征：一方面，汽车、船舶与新能源产业构建的集成化竞争壁垒，推动资本品出口进入放量增长阶段；另一方面，凭借对全球供应链的深度渗透，集成电路等 AI 关键中间品正持续巩固其作为出口支柱的战略地位。

图5：一季度中国“新三样”与集成电路出口彰显韧性

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图6：出口量的贡献让位于价格增长

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

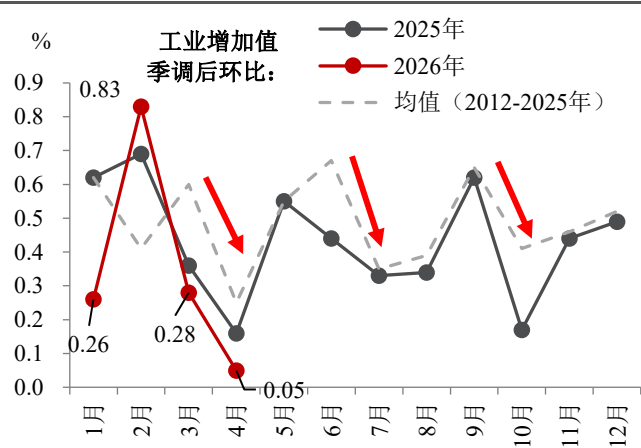
不过，值得注意的是，输入性通胀诱发的“需求破坏”效应已初露端倪。2025年以来，出口增长几乎依靠数量驱动，价格持续负增长。但近期这一格局悄然发生变化：3-4月价格对出口同比的贡献已升至近70%，4月单月更是贡献了近10个百分点的出口增速。随着涨价效应的加快传导，出口数量的扩张弹性或受到掣肘。根据这一“价增量减”的逻辑，我们预计二季度出口虽仍有韧性，但中枢或回落至8%-10%之间。



3 工业生产：一季度“抢开工”后趋势性放缓—— 伪。

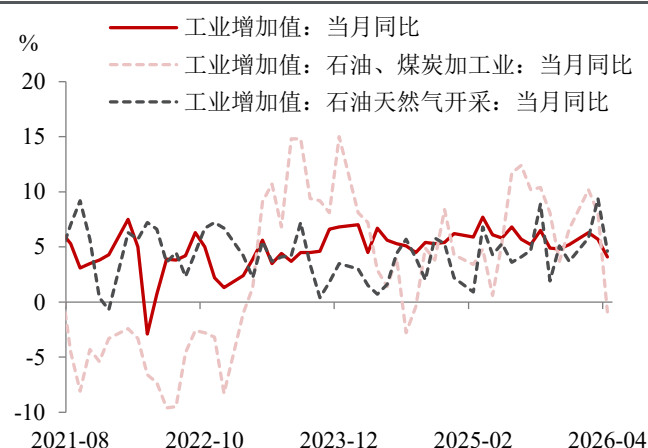
4月工业生产放缓，一方面在于季初月工业生产通常会自然回落，另一方面在于石油相关行业受中东局势影响生产节奏明显放缓（其中石油煤炭加工业工增同比从8.1%转负至-0.9%）。二者均为短期扰动。

图7：季初月通常工业生产进度均会放缓



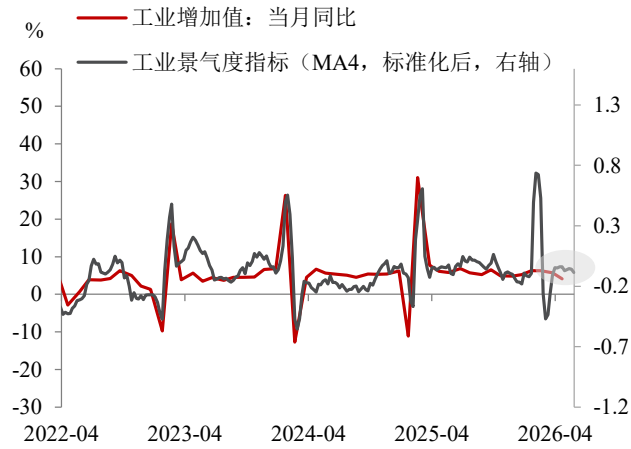
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图8：工增受石油相关行业生产节奏放缓的影响较大



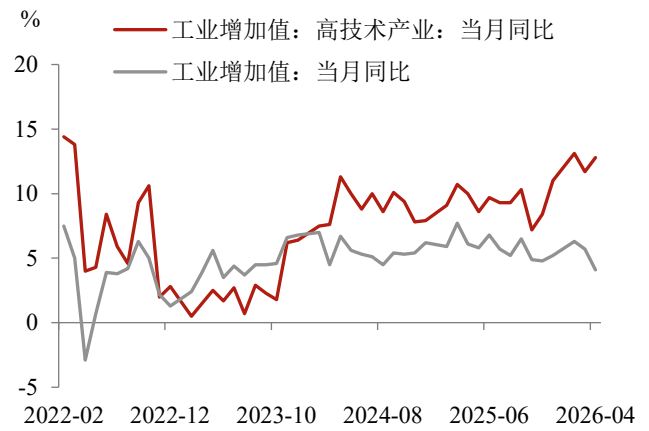
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

我们构建的工业景气度指标显示，当前工业生产景气水平并不低。4月出口交货值增速回升至10.6%，较上月加快1.9个百分点，外需支撑依然稳固；高技术产业工业增加值同比逆势向上，科技、新能源等行业的工业生产强势有效对冲了传统部门的放缓。因此，4月工业生产整体放缓更可能是“假摔”，而非趋势性下行，二季度工增同比增速可能回升至6%附近。

图9：工业景气度指标显示工业生产并不算弱

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

注：2026年起工业增加值不再分开公布1、2月当月同比，而是合并公布1-2月累计同比。

图10：高技术产业工增同比明显领跑

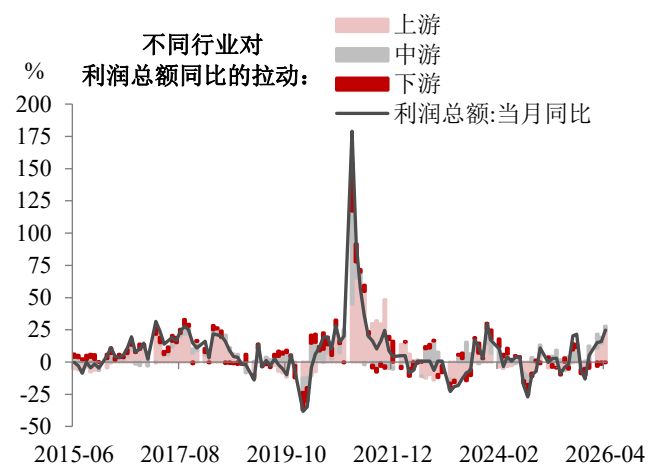
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

4 制造业投资：一季度增速转正后动能几何——待观察

4月制造业投资同比转负，后续或进入缓慢修复、结构分化阶段，但持续负增长的概率较低。从工业企业利润看，当前行业呈现“K型”分化：上游资源品与高端制造业盈利强劲，中下游及传统行业依然承压，利润格局直接映射到投资端，高利润行业的扩投资意愿相对更强。

此外，设备更新政策作为开年制造业投资的重要抓手，其财政补贴与政策红利已于一季度阶段性释放，企业的政策性设备购置需求步入稳步消化期，政策效果出现短期减弱。4月设备工器具购置投资对制造业的拉动效应明显下滑，正是政策节奏变化的体现。我们预计二季度制造业投资增速可能为2.0%左右，相较于一季度略有回落。

图11：工业企业利润之间分化显著



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图12：设备工器具购置增速已显现下滑趋势

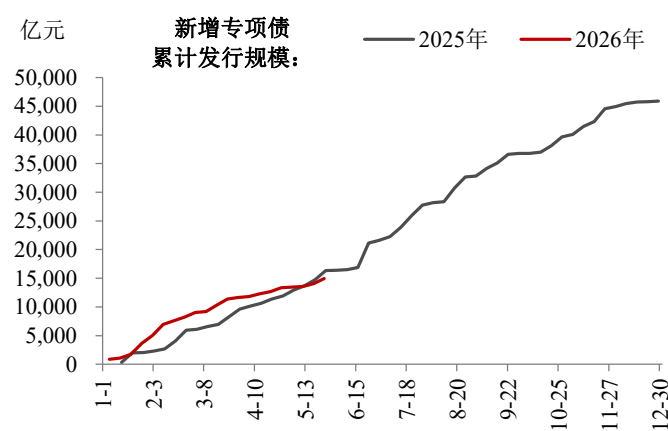


资料来源：Wind，国联民生证券研究所

5 基建：4 月财政阶段性收敛会持续吗？——伪

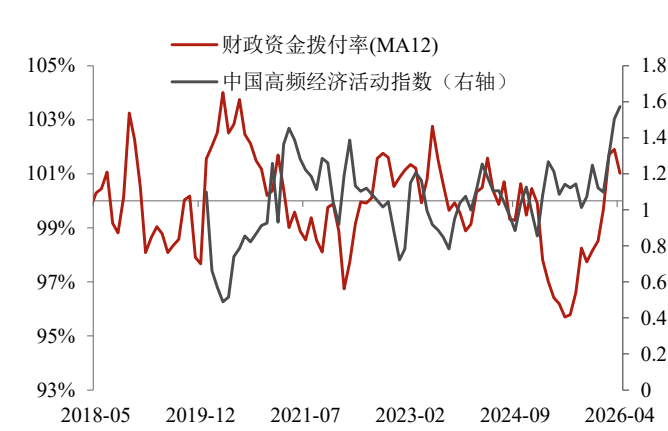
4 月基建投资单月增速转负，可视为财政相机抉择的结果。4 月财政支出增速回落叠加新增专项债发行明显放缓，项目资金出现阶段性接续压力。近两年财政展现出明显的相机抉择特征（财政资金拨付率与中国经济活动指数具有负相关性），4 月财政“踩刹车”也恰逢一季度经济数据超预期。财政并不会持续收紧，地方发债高峰也即将到来，后续空间充足。

图13：二季度起新增专项债发行进度放缓



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

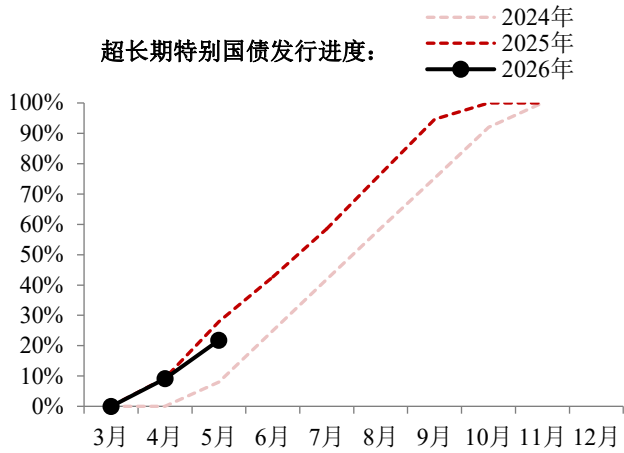
图14：财政资金拨付率与中国经济活动指数呈负相关



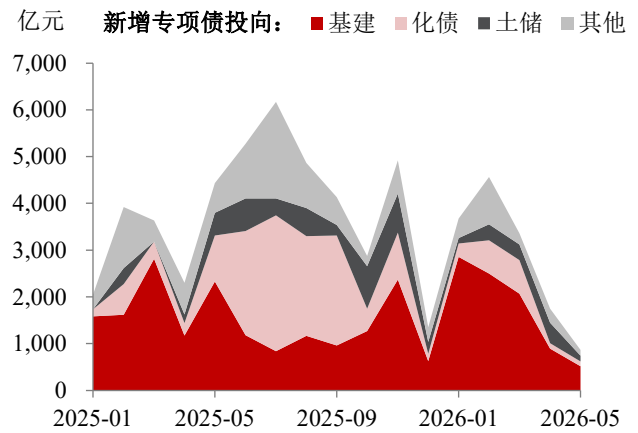
资料来源：Wind、iFind，国联民生证券研究所

展望二季度乃至全年，基建仍有两大“安全垫”：4 月起超长期特别国债进入密集发行期，8000 亿元新型政策性金融工具也箭在弦上，中央资金有望解决 4 月的资金接续压力。“两重”建设也进入施工黄金期，1—4 月水上运输业、航空运输业投资分别增长 28.4%和 27.3%；同时，以“六张网”为代表的增量方向在加速落地，共同构成稳投资的结构性支撑。

综合来看，虽然专项债用于化债的比例预期上升、撬动新项目的资金份额被部分挤占，但中央资金与战略项目足以对冲。不过二季度受财政相机抉择偏弱和“六张网”政策时滞影响，基建增速或暂处-2%左右的负区间，下半年有望逐步回正。

图15：二季度进入超长期特别国债重要发行期

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

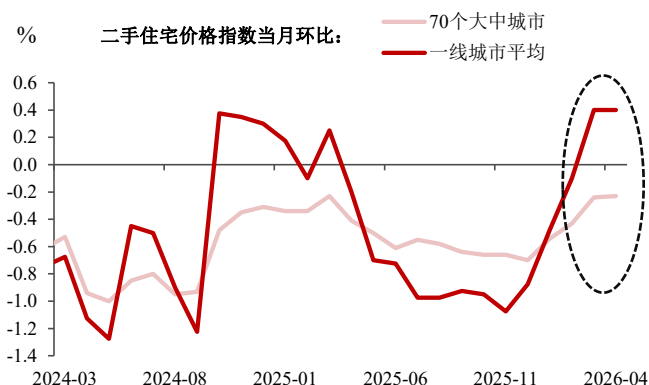
图16：新增专项债后续或会加大对化债的投向力度

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

6 地产：一线城市带动下止跌回稳？——待观察

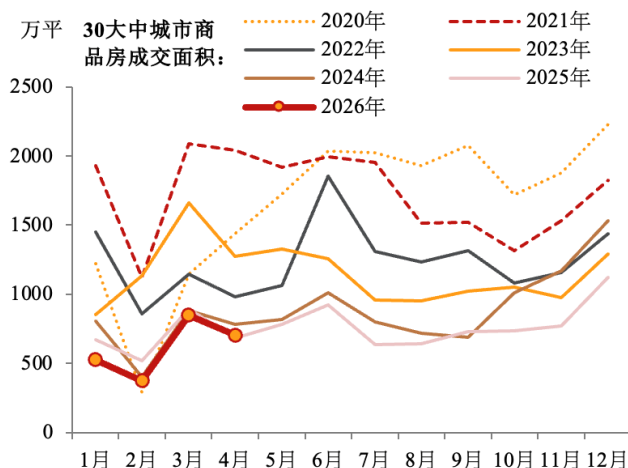
4月销售端出现积极信号，一线城市新房、二手房价格环比双双转涨，其中二手房表现强于新房，折射出购房者对现房的防御性偏好。但70城均值仍为负，成交量亦未见实质回暖，**止跌修复高度集中于核心城市，“量价齐升”尚未形成。**

图17：一线城市价格环比转正，但70城均值仍为负



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

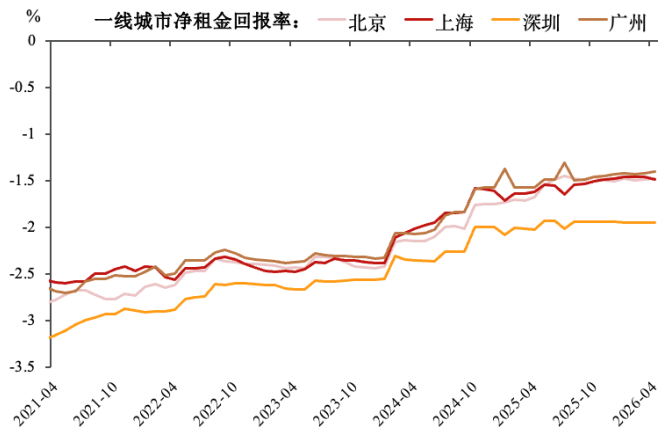
图18：4月30大中城市成交环比回落，量的信号不稳



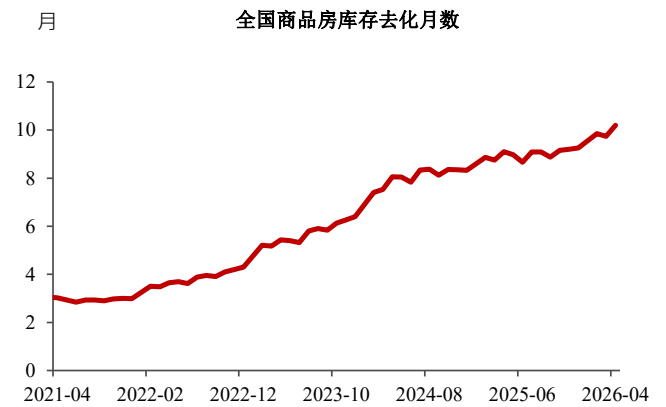
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

供给端调整仍在持续：开发投资降幅扩大至13.7%，新开工降幅达22%，资金面未见改善，房企投资意愿不足。净租金回报率仍为负、库存去化压力较大，内生修复动力有限，二季度开发投资和销售面积累计降幅可能维持在13%和10%左右。

综合来看，**底部尚需确认，二季度将延续“核心城市企稳、三四线去库存、投资低位筑底”的格局。**三季度能否出现实质性转机，关键在于销售回暖能否带动房企资金面改善、重启投资意愿。若政策持续发力、销售回暖向二线扩散，三季度存在边际改善的可能。

图19：净租金回报率持续改善但截至一季度仍为负值

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

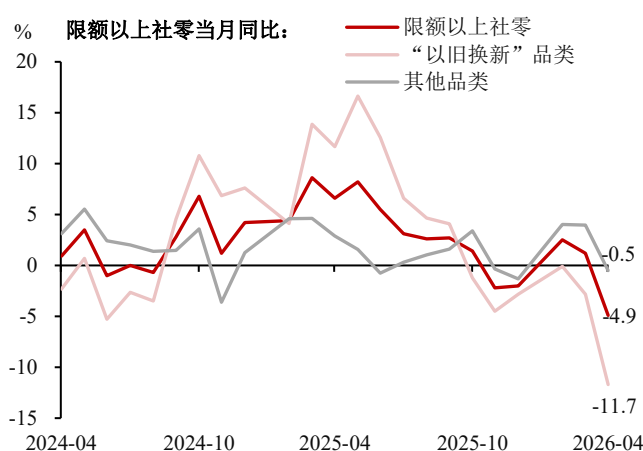
图20：库存去化月数持续攀升

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

7 消费：4 月社零增速 0.2% 后还会有新低——伪

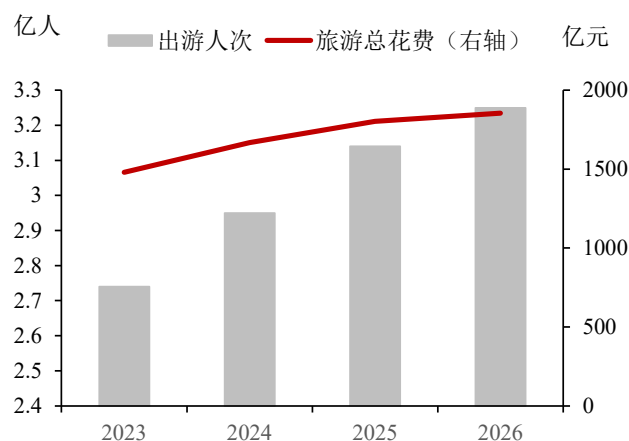
进入 5、6 月份，社零增速大概率止跌回升。五一与端午文旅餐饮集中释放，叠加 618 大促从 5 月中旬全面启动，线上实物消费形成一次集中放量。以旧换新政策框架延续，以提质增效为方向，从扩围铺量转向精准发力，重点向绿色节能和智能产品倾斜，对汽车、家电等耐用品消费仍有持续托底。在去年的高基数压制下，我们预计二季度社零增速可能在 1.5% 左右。

图21：以旧换新退坡是 4 月社零大幅回落的主因



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图22：五一假期出游持续扩张



资料来源：文化和旅游部，新华社，国联民生证券研究所

但往下半年看，居民消费在成本端和就业端仍面临着油价上涨和 AI 替代的双重逆风，仍需要政策的托举以稳定其中枢。因此，除了以旧换新政策的接续和优化，也需要围绕服务业消费拓展增量，围绕假日消费扩展文体旅游、银发、“一老一小”等服务场景。力争实物消费稳住基本盘、服务与假期开增量，两线并进。

8 风险提示

1) 未来政策不及预期：若财政发力节奏放缓、超长期特别国债及新型政策性金融工具落地进度不及预期，基建修复斜率可能进一步下移；以旧换新等消费政策接续力度若低于预期，耐用品消费的托底效应亦将减弱。

2) 国内经济形势变化超预期：若地产底部继续下探、房企资金面持续恶化，供给端收缩可能向更广泛的上下游产业链传导；若居民收入预期和就业信心持续走弱，消费修复的节奏可能趋慢。

3) 出口变动超预期：若地缘冲突进一步升级或全球贸易摩擦加剧，中国制造业订单承接优势可能受到压制；若全球资本开支周期提前转向、油价持续高位压制外需，“价增量减”效应可能加速显现，出口中枢回落幅度或超出预期。

插图目录

图 1: 二季度中国经济意外指数显著下滑	3
图 2: 对比历史, 今年二季度经济意外指数降幅偏大	3
图 3: 全球资本货物进口增速处于上行周期	4
图 4: 全球与亚洲制造业 PMI 加速扩张	4
图 5: 一季度中国“新三样”与集成电路出口彰显韧性	5
图 6: 出口量的贡献让位于价格增长	5
图 7: 季初月通常工业生产进度均会放缓	6
图 8: 工增受石油相关行业生产节奏放缓的影响较大	6
图 9: 工业景气度指标显示工业生产并不算弱	7
图 10: 高技术产业工增同比明显领跑	7
图 11: 工业企业利润之间分化显著	8
图 12: 设备工器具购置增速已显现下滑趋势	8
图 13: 二季度起新增专项债发行进度放缓	9
图 14: 财政资金拨付率与中国经济活动指数呈负相关	9
图 15: 二季度进入超长期特别国债重要发行期	10
图 16: 新增专项债后续或会加大对化债的投向力度	10
图 17: 一线城市价格环比转正, 但 70 城均值仍为负	11
图 18: 4 月 30 大中城市成交环比回落, 量的信号不稳	11
图 19: 净租金回报率持续改善但截至一季度仍为负值	12
图 20: 库存去化月数持续攀升	12
图 21: 以旧换新退坡是 4 月社零大幅回落的主因	13
图 22: 五一假期出游持续扩张	13

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

