

硅基高景气，碳基慢修复，K 型分化再确认

——5 月宏观经济数据解读

宏观经济

核心观点

1. 5 月经济数据表明，经济正在出现“硅基”部门与“碳基”部门的二元分化。
2. 价格方面，硅基产业链的爆发是推升 PPI 的重要原因。碳基产品价格偏弱，主要原因在于居民部门生活资料的名义需求收缩。
3. 生产端，高技术产业亮眼，但硅基内部也有所分化。强行业内部也存在头部盈利、长尾亏损的 K 型结构。
4. 需求侧，内需承压，外需托底，K 型分化加深。

摘要

总量逻辑：“硅基”经济与“碳基”经济的分化

当下，全球经济与中国经济正在同步经历一场深刻的结构性重塑。以算力、算法、半导体和数字软硬件为核心的“硅基生产力”正在全球范围内引发新一轮资本支出超级周期。这种产业趋势带来了显著的“硅基通胀”。同时，依托实体材料、化石能源、传统地产以及人类常规劳动经验的“碳基生产力”继续面临产能出清与需求收缩压力。

这种“硅基”经济与“碳基”经济的二元分化，充分体现在近期的经济运行中。

5 月数据表明，经济的强项集中在硅基部门。AI、半导体、有色和化工构成一条新的名义增长链。碳基部门仍处在资产负债表压力之下。地产、汽车和传统线下零售共同构成弱需求链，更依赖居民收入预期和地产财富效应，仍未形成有效修复。

K 型复苏进一步得到确认

一是生产和需求的分化。二是外需和内需的分化。三是高技术制造和传统制造的分化。四是强行业内部的企业分化。电子行业利润高增，但亏损面也高；新能源汽车产量增长，但汽车制造业利润仍降；高技术制造强，但光伏和终端电子偏弱。

政策含义上，稳增长的约束仍在内需承接端。预计后续政策重点仍需落在稳地产、稳就业、稳民间投资和修复居民预期，推动工业利润改善向居民收入和终端消费扩散。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-56135177

SAC 编号:S1440510120015

SFC 编号:BEO134

刘天宇

liutianyu@csc.com.cn

010-56135236

SAC 编号:S1440524010003

发布日期：2026 年 06 月 16 日

目录

一、总量逻辑：“硅基”经济与“碳基”经济的分化	1
二、价格：硅基通胀，碳基温和	1
三、供给侧：高技术产业亮眼，但硅基内部也分化	2
四、需求侧：内需承压，外需托底，K 型分化加深	4
风险分析	7

图目录

图 1:PPI 生产资料上涨是主要推动力（%）	1
图 2:上游原材料价格上涨是生产资料价格上涨主因（%）	1
图 3:CPI 同比分项（%）	2
图 4:工业与服务业生产端略有回升	3
图 5:分行业产量增速（同比，%）	3
图 6:主要工业行业利润（1-4 月累计同比，%）	3
图 7:社零增速承压（%）	4
图 8:社零分项（1-5 月累计同比，%）	4
图 9: 固定资产投资分项（%）	5
图 10:设备投资增速保持较高水平（%）	5
图 11:房地产投资仍是拖累项	5
图 12:我国出口增速（%）	6
图 13:集成电路和“新三样”出口金额	6

一、总量逻辑：“硅基”经济与“碳基”经济的分化

5月宏观经济运行总体平稳，经济发展向新向优的特征鲜明。5月规上工业增加值同比增长4.5%，较4月加快0.4个百分点；服务业生产指数同比增长4.4%；出口同比增长19.4%。需求端压力上升。社零同比下降0.6%。1-5月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%。表明新旧动能加快转换已成为当前宏观经济运行的绝对主线。

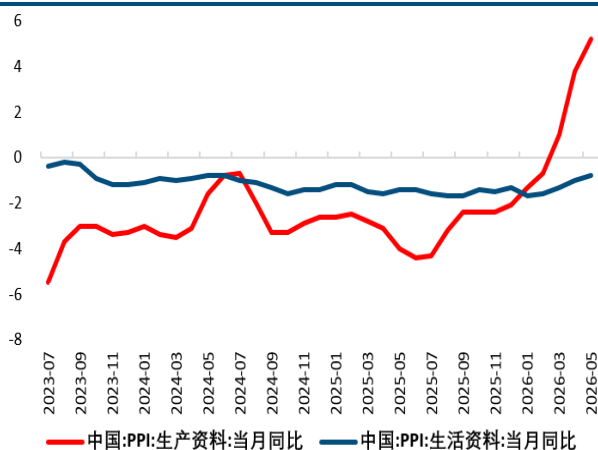
当下，全球经济与中国经济正在同步经历一场深刻的结构性重塑。以算力、算法、半导体和数字软硬件为核心的“硅基生产力”正在全球范围内引发新一轮资本支出超级周期。这种产业趋势带来了显著的“硅基通胀”。同时，依托实体材料、化石能源、传统地产以及人类常规劳动经验的“碳基生产力”继续面临产能出清与需求收缩压力。这种“硅基”经济与“碳基”经济的二元分化，充分体现在近期的经济运行中。

二、价格：硅基通胀，碳基温和

PPI高位运行，输入性因素、“硅基”需求叠加。5月PPI环比上涨0.5%。同比涨幅达3.9%，较4月提升了1.1个百分点，同比增速创下近年来的新高。PPI高增的核心驱动力，一方面来自输入性通胀，另一方面反映出前沿产业链需求的爆发。

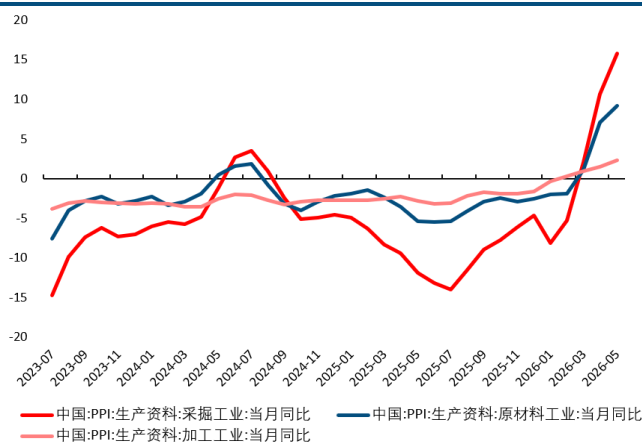
地缘政治博弈带来输入性扰动。市场对中东地缘对峙逐渐脱敏。原油价格虽从高位有所回落，但整体能源与大宗商品价格仍处于历史高位区间。5月石油开采与精炼石油产品制造价格环比出现微降，但同比依然保持高位。

图 1:PPI 生产资料上涨是主要推动力 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:上游原材料价格上涨是生产资料价格上涨主因 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

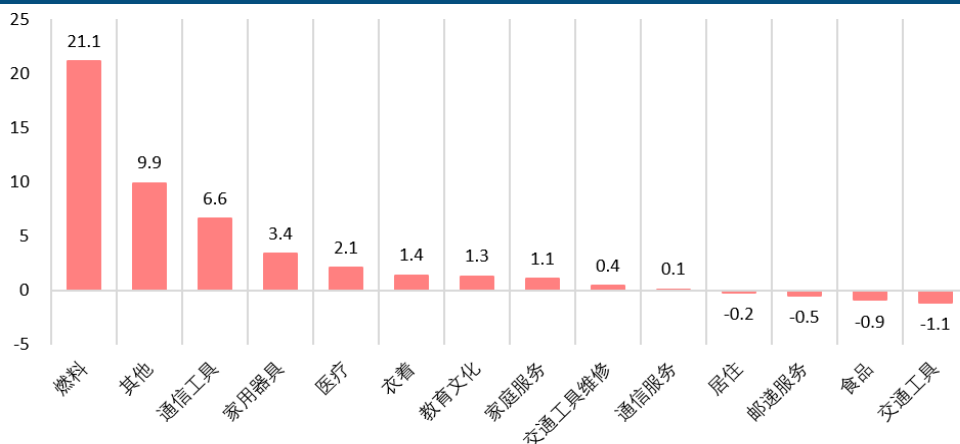
硅基产业链的爆发也是推升 PPI 的核心主因。全球 AI 投资热潮显著推高了电子元件、计算机零部件以及相关有色金属的价格。5 月，有色金属矿采选业等 6 个行业合计影响 PPI 同比上涨约 2.6 个百分点，其中，有色金属材料及电线类价格上涨 22.0%，化工原料类上涨 11.8%。5 月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长 17.0%，集成电路产量增长 22.9%，工业机器人产量增长 27.9%，3D 打印设备产量增长 54.4%。算力需求的

大幅增长拉动有色金属、电气机械和计算机相关行业价格的持续上行，而地产链相关建材仍处于降价区间。

CPI 走势相对温和。5 月 CPI 同比上涨 1.2%，核心 CPI 上涨 1.1%。其中食品价格下降 1.7%，猪肉价格下降 16.1%，居住价格下降 0.2%。表明居民端尚未形成强需求拉动型通胀，部分生活类和资产相关价格仍偏弱。

工业消费品价格方面，汽油价格受低基数与国际油价支撑，同比涨 23.5%。拉动 CPI 约 0.66 个百分点。黄金饰品价格在高位回落后，同比依然涨 39.0%。同时，硅基产品价格增速较为强势，通信类 CPI 同比增长 6.6%。

图 3:CPI 同比分项 (%)



数据来源：wind，中信建投证券

碳基产品价格偏弱，主要原因在于居民部门生活资料的名义需求收缩，体现为食品、居住、交通工具购置等价格仍呈现负增长。5 月食品价格同比下降 1.7%，猪肉价格下降 16.1%；社零转负，汽车类零售额同比下降 16.1%，家电类下降 15.6%，家具类下降 8.7%，建筑及装潢材料类下降 13.6%。这部分与居民收入预期、资产负债表和地产链景气度关系更强。

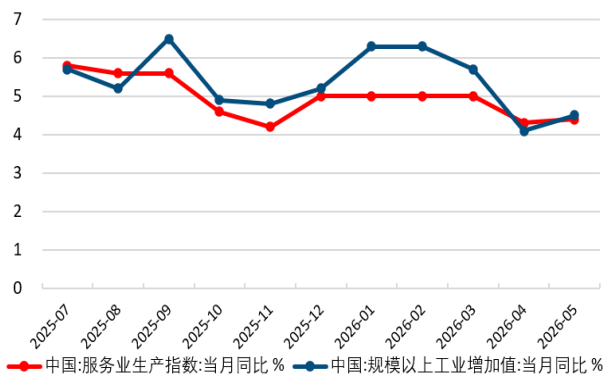
三、供给侧：高技术产业亮眼，但硅基内部也分化

工业总量平稳运行，装备制造发挥中流砥柱作用。5 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，较上月加快了 0.4 个百分点，剔除季节性因素后，5 月规上工业增加值环比增长 0.4%。工业生产大盘依然稳固。支撑这一大盘的核心力量来自制造业。5 月装备制造业增加值同比增长 9.5%，高技术制造业增长 15.1%，分别较 4 月加快 1.2 和 2.3 个百分点。

产品层面，“含硅量”较高的新兴产品正在进行大幅产能扩张。5 月，全国规模以上工业 626 种产品中有 300 种产品产量实现同比增长。其中，3D 打印设备、锂离子电池、工业机器人产量分别增长 54.4%、40.0%、27.9%。表明生产修复主要来自 AI、半导体、机器人、算力硬件和智能制造链条。

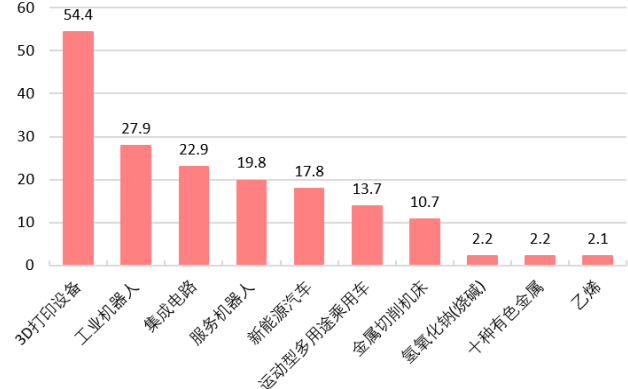
碳基传统产业仍处在深度去产能周期。5 月，全国原煤产量同比下降 1.7%，水泥产量同比下降 8.1%，平板玻璃产量同比下降 6.3%，粗钢产量同比下降 2.7%，钢材产量下降 2.8%。非金属矿物制品业整体增加值同比下降 5.6%。反映出传统房地产与传统基建模式的终结。

图 4:工业与服务业生产端略有回升 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 5:分行业产量增速 (同比, %)

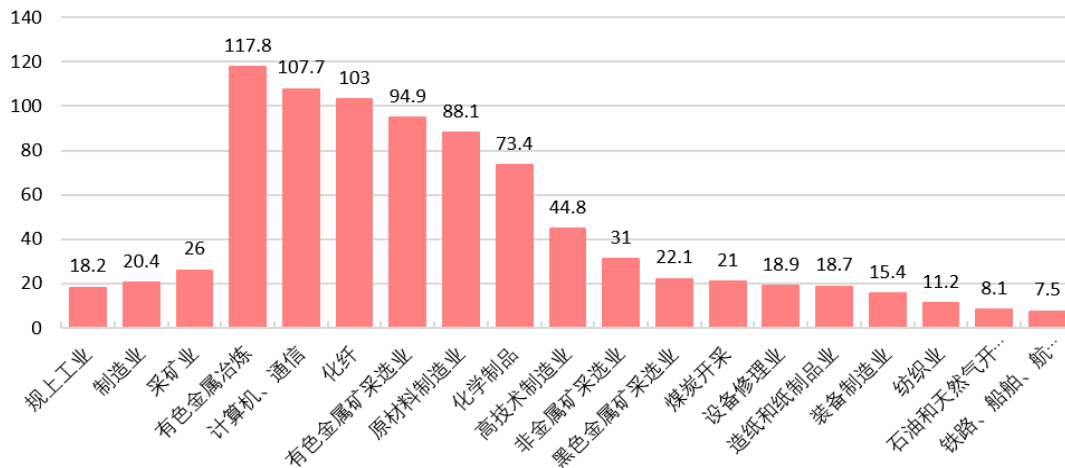


数据来源: wind, 中信建投证券

利润端总体形势较好。1-4月规上工业企业利润同比增长18.2%，制造业利润增长20.4%。利润修复强于生产修复，说明PPI回升和高景气行业盈利改善对工业名义收入形成较强支撑。

利润贡献高度集中于“硅基”产业链。1-4月电子行业利润增长107.7%，对全部规上工业利润增长的贡献率达到43.8%；高技术制造业利润增长44.8%，拉动全部规上工业利润增长7.8个百分点；原材料制造业利润增长88.1%，拉动10.3个百分点。有色行业利润增长117.8%，化工行业利润增长73.4%。表明利润修复来自两条主线：一是AI、半导体和电子设备；二是有色、化工和上游材料。

图 6:主要工业行业利润 (1-4 月累计同比, %)



数据来源: wind, 中信建投证券

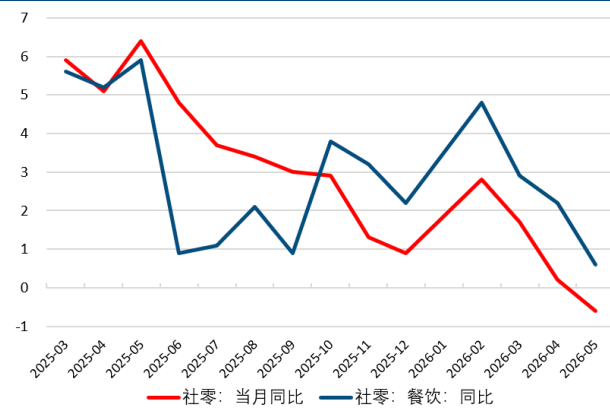
碳基传统产业利润仍偏弱。1-4月汽车制造业利润下降16.8%，电气机械和器材制造业下降11.4%，非金属矿物制品业下降50.7%，黑色金属冶炼和压延加工业下降51.5%。4月制造业亏损面约32.3%，计算机通信电子设备制造业约37.8%，汽车制造业约31.3%，非金属矿物制品业约38.7%。**强行业内部也存在头部盈利、长尾亏损的K型结构。**

四、需求侧：内需承压，外需托底，K 型分化加深

消费总体继续走弱，拖累集中在汽车与耐用品。5 月社零同比-0.6%，为 2022 年 12 月以来首次转负。结构上，除汽车以外消费品零售额增长 1.1%，汽车类零售额下降 16.1%，汽车单项对社零同比拖累约 1.5 个百分点。

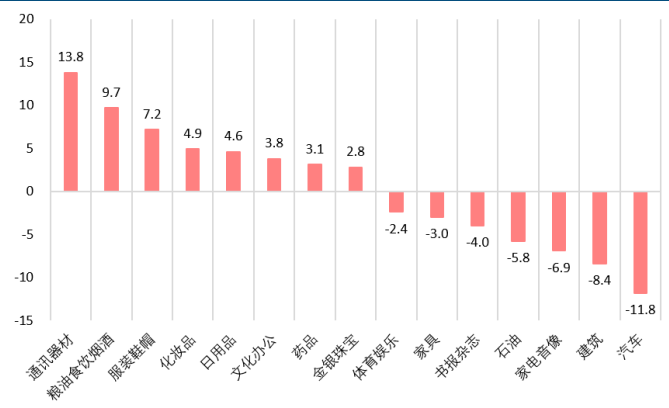
耐用品和地产后周期压力更大。汽车、家电、家具、建筑装饰材料均为负增长。限额以上单位消费品零售额同比-4.9%，商品零售额同比-5.2%，餐饮收入总额限额以上单位同比-1.7%。表明中高客单价消费和线下经营承压。

图 7:社零增速承压 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 8:社零分项 (1-5 月累计同比, %)



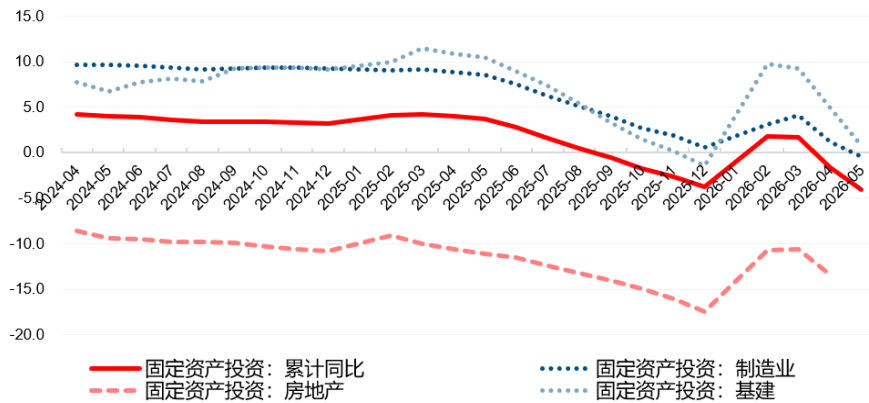
数据来源: wind, 中信建投证券

服务、农村消费仍有韧性。1-5 月服务零售额同比增长 5.4%，网上服务零售额增长 7.6%。农村消费品零售额 5 月同比增长 1.5%，好于城镇的-0.9%。因此，K 型分化在居民端表现为，服务好于实物，线上好于线下，低客单基础消费好于耐用品和资产相关消费。在宏观经济预期转弱的背景下，居民削减购置大件耐用品及高溢价奢侈品的开支，但对于满足情绪价值的体验式消费，依然保持着较强的刚性支出意愿。

投资端同样存在 K 型分化，设备仍强，地产与建筑投资拖累加深。1-5 月固定资产投资同比-4.1%，较 1-4 月的-1.6%明显下探。制造业投资同比-0.4%，基础设施投资同比 0.6%，房地产开发投资同比-16.2%。按构成看，设备工器具购置增长 9.3%，建筑安装工程下降 6.6%。企业扩产意愿集中在技术更新和设备替代，地产、建筑和部分传统服务业投资仍弱。

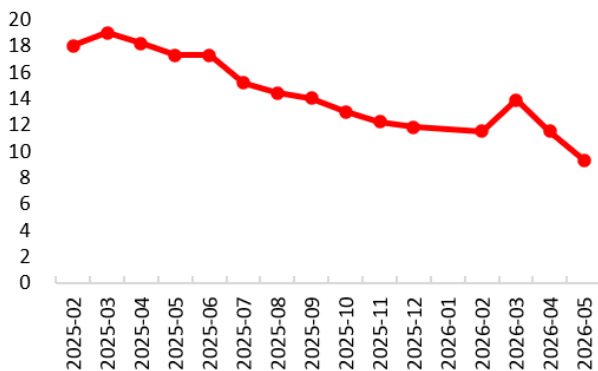
投资端的“硅基强、碳基弱”与全球范围内的硅基资本支出周期高度同频。数字经济时代的“新基建”正在全面取代传统的“铁公基”。超长期特别国债的发行与新型政策性金融工具的精准投放，为核心设备大规模更新提供了长期限资金支持。企业端对未来 AI 赋能的预期不断强化，激发了科技硬核领域的资本开支意愿。

图 9: 固定资产投资分项 (%)



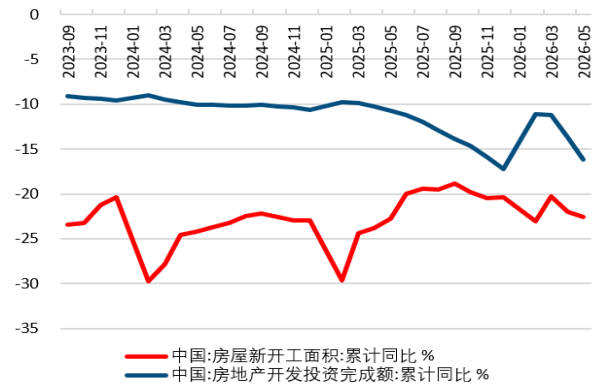
数据来源: wind, 中信建投证券

图 10: 设备投资增速保持较高水平 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

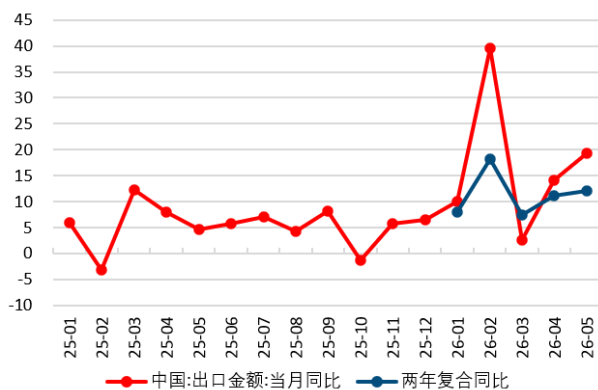
图 11: 房地产投资仍是拖累项



数据来源: wind, 中信建投证券

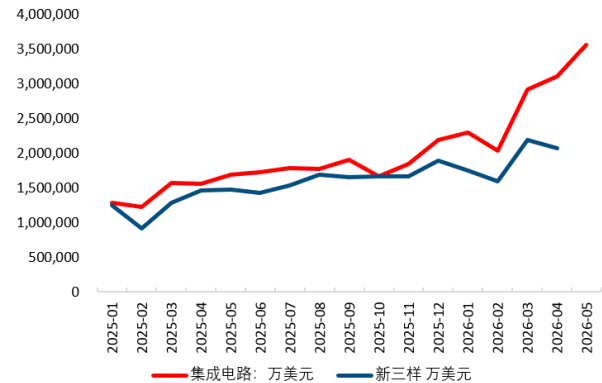
出口延续高增态势，出口结构也指向“硅基链条”。5月出口增长19.4%，两年复合增速约12.0%，说明出口高增不完全来自低基数。5月工业出口交货值同比增长10.1%，显著高于工业增加值增速。分品类看，集成电路、自动数据处理设备、高新技术产品和机电产品贡献主要增量；服装等传统消费品出口偏弱。外需也呈现K型分化，强项集中在资本品、中间品和技术产品。

图 12:我国出口增速 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 13:集成电路和“新三样”出口金额



数据来源: wind, 中信建投证券

综合来看，5 月数据表明，经济的强项集中在硅基部门。AI、半导体、机器人、机电产品、自动数据处理设备、有色和化工构成一条新的名义增长链。碳基部门仍处在资产负债表压力之下。地产、汽车、生活资料 and 传统线下零售共同构成弱需求链，更依赖居民收入预期和地产财富效应，仍未形成有效修复。

K 型分化正在升级：一是生产和需求的分化。二是外需和内需的分化。三是高技术制造和传统制造的分化。四是强行业内部的企业分化。电子行业利润高增，但亏损面也高；新能源汽车产量增长，但汽车制造业利润仍降；高技术制造强，但光伏和终端电子偏弱。

政策含义上，稳增长的约束仍在内需承接端。预计后续政策重点仍需落在稳地产、稳就业、稳民间投资和修复居民预期，推动工业利润改善向居民收入和终端消费扩散。

风险分析

（1）地缘政治对抗升级风险，中美贸易局势可能升级，美国政策不确定性较大，中东地区形势紧张，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。全球经济复苏不及预期，发达国家和新兴市场均面临债务问题。（2）国内既有政策落地效果及后续增量政策出台进展可能不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。（3）经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。（4）市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。（5）若经济金融化险进程不及预期，国内部分主体债务违约风险可能上升。

分析师介绍

黄文涛

黄文涛，经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

刘天宇

中信建投宏观分析师，中国人民大学经济学博士，覆盖国际经济、国际关系与政治、全球化研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%-15%
		中性	相对涨幅-5%-5%之间
		减持	相对跌幅 5%-15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10%-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk