下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

数字经济时代，三驾马车已经失真

2026 年 06 月 20 日

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）
songxuetao@gjzq.com.cn sunyongle@gjzq.com.cn

数字经济时代，三驾马车已经失真

在数字经济时代，除了三驾马车（消费投资净出口）、工业和服务业生产、用电量就业收入工业企业利润等常规数据外，我们也需要把跟踪当前经济变化的视野投向其他领域，比如人均 token 使用量等。

而在更早，由于经济去地产化，信贷增速已经和经济脱节。今天看，由于数字经济的占比越来越高，需求端的数据也开始出现失真。社零固投等传统指标对经济的跟踪效果回落，社零仍有财富 K 型分化和再分配制度等值得深入讨论，但固投的问题更加突出，固投弱并不意味着资本形成总额差，更不意味着经济走弱。在需求数据转负的阴影之外，生产端数据虽然并不完美，但更接近于对经济状态的完整刻画。最终生产和需求数据必然会弥合，联合国正在推动将数据资产纳入国民核算（SNA2025），将租赁算力等纳入无形资产投资而不是中间投入。至于 AI 是否会导致出现“幽灵 GDP”（大量投资和利润集中于头部科技公司，牺牲了全社会的就业收入消费和政府所得税），这是一个关于人类未来的大问题，但至少在今天中国的就业收入和所得税数据里，我们没有看到。

风险提示

AI 投资后续不确定性增强，关注 AI 投资变动以及对经济、行业价格的影响。

GDP 需求端的数据是年度数据，与月度数据的差异还需更谨慎看待的。

房地产对经济的拖累存在不确定性，关注后续地产的变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

数字经济时代，三驾马车已经失真 3
风险提示 7

图表目录

图表 1： 产需指标的背离（单位：%） 3
图表 2： 苏州高企的经济（单位：%） 4
图表 3： 工业增加值的名义增速与实际增速（单位：%） 4
图表 4： 新旧行业生产加速分化（单位：%） 5
图表 5： 服务业生产的分化（单位：%） 6
图表 6： Token 使用量（单位：万亿） 6

下载日志已记录，仅供内部参考

数字经济时代，三驾马车已经失真

传统“三驾马车”的分析框架，在 AI 投资快速扩张且深刻影响经济数据的当下，正因为统计口径不足而显得越发失真。

今年 5 月需求端数据加速下行，但生产端数据逆势冲高，产需背离情况加剧。

一方面，5 月固投当月同比大幅回落至-12.5%、社零当月同比下行至-0.6%，刷新 2023 年以来新低，虽然出口增速高增，但进口高增带动净出口同比下滑至-2.1%。如果以简单的社零、固投、净出口来衡量经济，5 月经济增速无疑面临巨大压力。

但另一方面，5 月工业生产和服务业生产均出现反升，工业生产同比增速上升 0.4 个百分点至 4.5%，服务业生产同比增速上升 0.1 个百分点至 4.4%。按此估算，5 月经济表现好于 4 月，GDP 不变价同比增速升至 4.3%。

其实，产需的背离由来已久。比如 2025 年下半年固投一度转负，但当时工业增加值稳定在 5.4%左右（不变价）。彼时物价下行、出口维持韧性尚能解释一部分数据的偏离。但随着物价回升，生产端数据和需求端数据的偏离不仅没有收敛，反而大幅走扩。

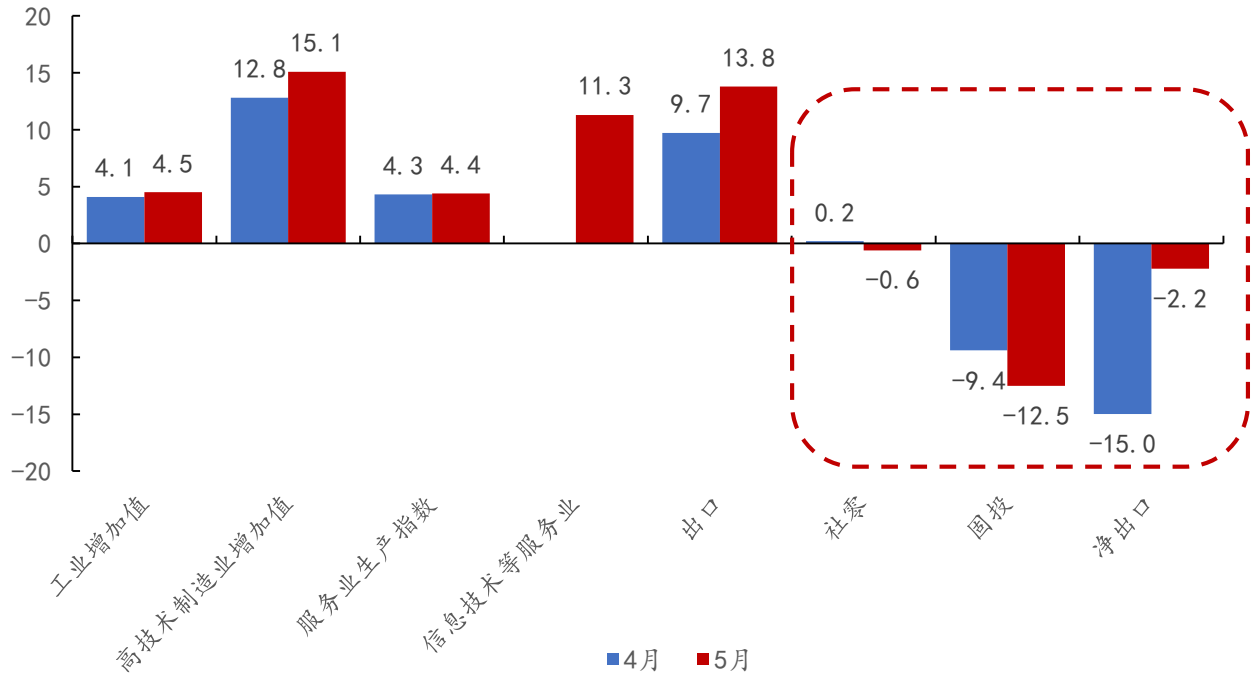
考虑了行业通胀后，今年 5 月的名义工业增加值同比更是升至 8.4%，刷新近年来新高。二季度现价 GDP 同比增速或显著高于 5%，这与固投和社零增速的转负形成了更加鲜明的反差。

举苏州的例子就可以看出当前统计数据的反差有多大。无论看制造业转型、上市公司营收、还是房地产市场，苏州都是经济转型中的佼佼者。但苏州经济数据中的生产和需求，刻画了完全不同的经济状态。

从需求端看，甚至会以为苏州经济在衰退。今年 1-4 月，苏州固投、房地产投资、社零累计同比-1.1%、-9.1%、-1.5%；同时，工增同比 9.8%，高新技术产业产值同比 11.7%，光电子器件产量同比 18.2%，服务业营收同比 11.7%，生产性服务业营收同比 14%，科学研究和技术服务业营收同比 22.6%。5 月苏州二手房+新房成交同比 23.2%。

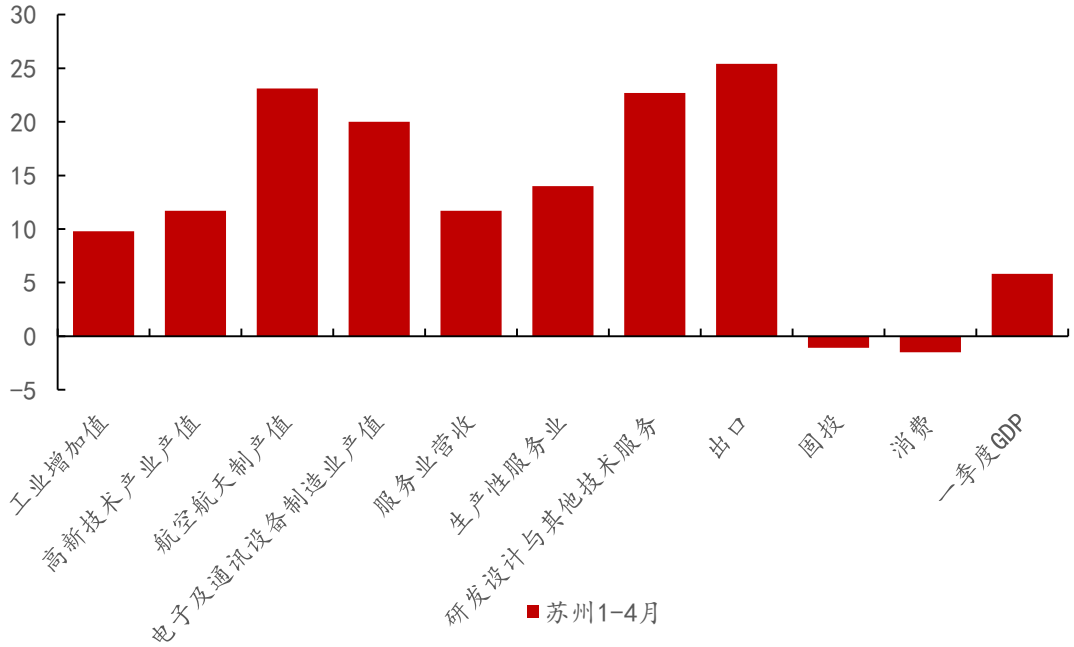
需求端经济数据没有跟上数字经济的蓬勃发展。

图表1：产需指标的背离（单位：%）



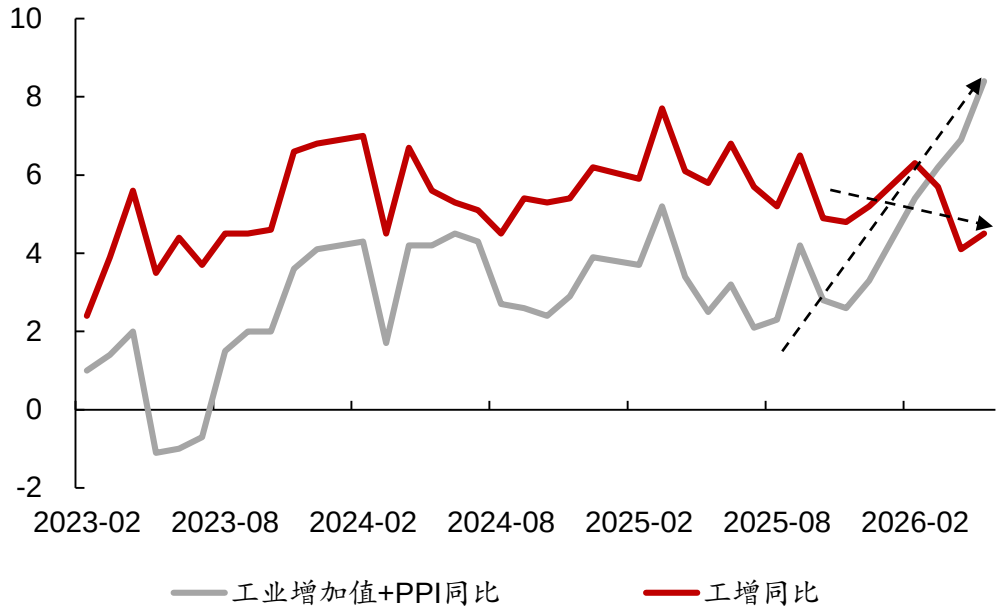
来源：wind,国金证券研究所（注：4 月信息技术等服务业数据并未公布）

图表2：苏州高企的经济（单位：%）



来源：wind，苏州统计局，国金证券研究所

图表3：工业增加值的名义增速与实际增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

经济是一个循环，生产-分配-收入-需求过程中的多个环节，都可以验证循环的质量。除产需数据外，用电量、失业率、企业利润等数据也可以验证当前经济状态。

比如，5月全社会用电量同比上行0.9个百分点至6.9%，第三产业用电量升至9.7%；城镇调查失业率小幅回落至5.1%；1-4月工业企业营收、利润累计增速上行至5.2%、18.2%；个人所得税累计增速上行至12.2%，一季度居民可支配收入增速4.9%。

可以说中国经济在转型下的复苏是分化的，甚至是K型的，但需求端数据甚至连K型都难以呈现。需求端数据显著弱于生产端和其他数据，原因与统计口径有关。

即便是在需求法GDP统计口径下，社零消费、固投也最终消费、资本形成总额存在较大差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

最终消费包括实物消费和所有服务消费、虚拟消费（如自有住房虚拟房租等），也会覆盖政府消费（行政、国防等），而社零仅包括实物消费和餐饮消费。在社零增速因以旧换新商品消费透支而持续回落时，服务消费增速依旧稳定在 5%以上。如果考虑虚拟消费等，统计口径下的最终消费或并不低。比如 2024 年、2025 年 GDP 口径下最终消费高出社零 0.5 个百分点以上。

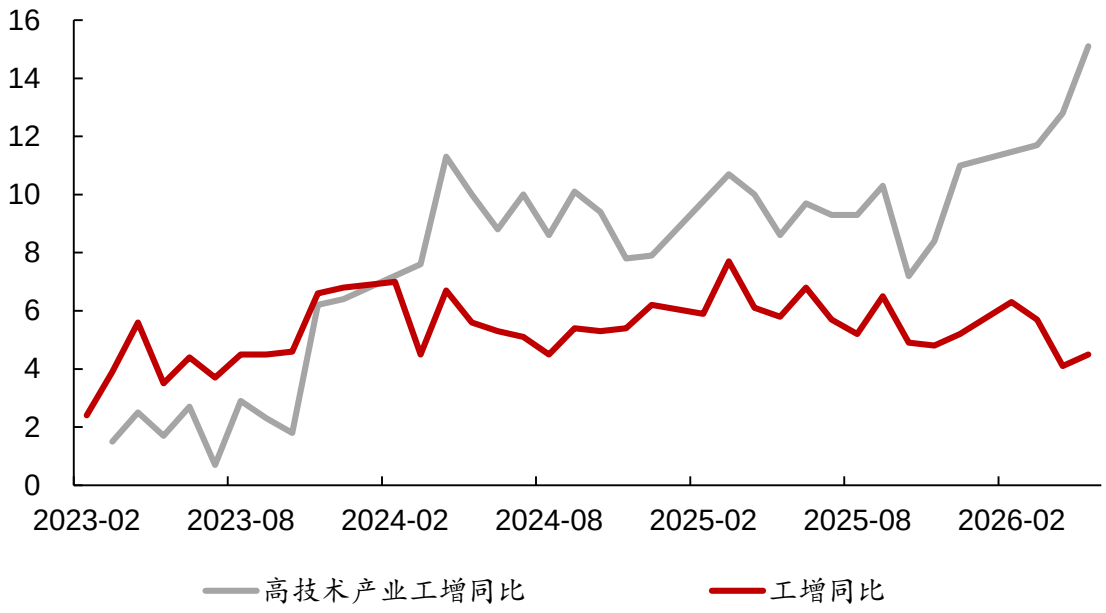
固投与资本形成总额是数据差异最明显的领域。固定资产投资需要扣除土地购置费，同时加上规模以下固定资产投资、无形资产投资（软件等）、存货等项目后才是资本形成总额。也就是说，拉低固投的土地购置费增速并不拖累资本形成总额，2025 年土地购置费同比-13.9%，拖累固投 0.8 个百分点，2026 年地方政府土地出让收入继续下行，预计土地购置费或延续低增。并且，存货和无形资产的高增也拉大了固投和资本形成总额数据的偏差，其中 2025 年 GDP 口径下存货同比大幅增长 37.4%，无形资产等投资同比大幅增长 36.1%。

2025 年无形资产等投资[1]占 GDP 口径固定资本形成总额的 14%无形资产主要是指专利技术、计算机软件、数据等，高增或与 AI 投资有关（如大模型研发、购买训练数据、AI 团队员工薪酬等，不包括购买 GPU 和建设厂房）。无形资产投资并不纳入月度统计，仅直接体现在资本形成总额中，月度数据会低估这一部分的增速。2026 年阿里、字节等均大幅上调了资本开支增速，今年无形资产投资对经济的支撑或进一步提高。

目前经济增长核算以生产法 GDP 统计口径为核心，相比于社零、固投等数据因为口径缺陷导致其对经济面貌刻画失真，生产端数据对转型下的中国经济刻画更加完整。

比如在工业生产端，美国大规模 AI 基建投资是当前全球经济的引擎，其对中国出口和相关商品生产的拉动，体现为 5 月工业增加值同比增长 4.5%，高技术制造业同比增长 15.1%，计算机等电子设备制造业同比增长 17%，电子设备制造业对工增的贡献率达到 39.2%。叠加出口拉动专用设备、汽车等行业生产大幅走高，工业生产增速在非金属制造业等行业转负时，依旧保持韧性。

图表4：新旧行业生产加速分化（单位：%）

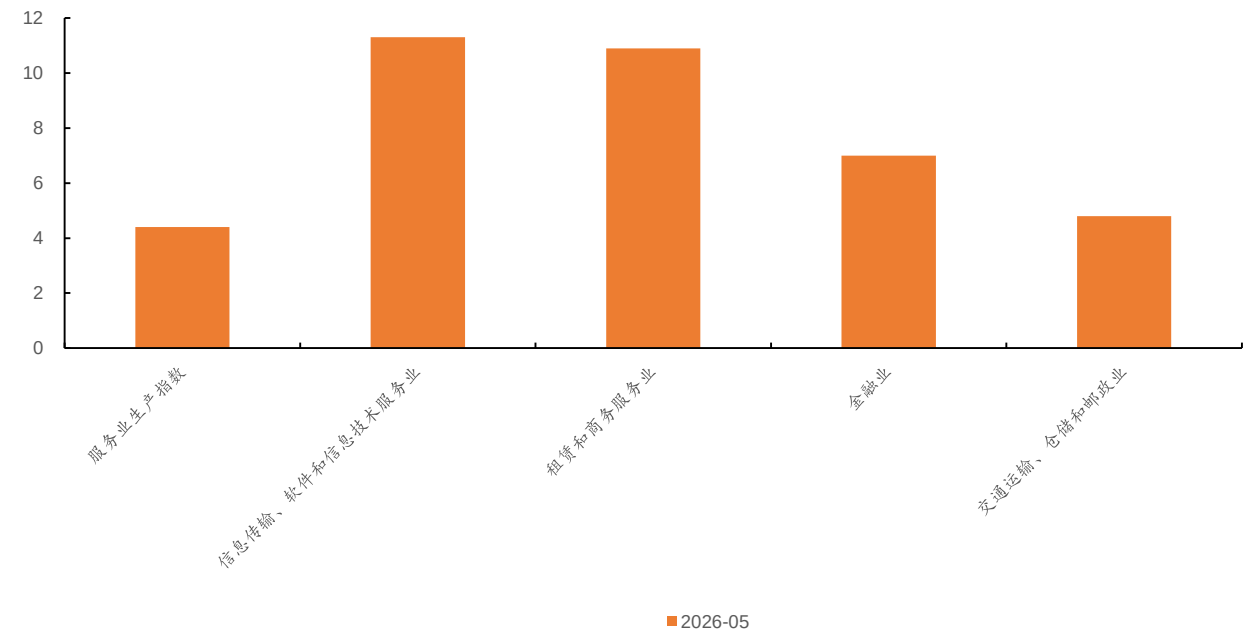


来源：wind，国金证券研究所

另一方面，AI 投资也拉动了服务业生产，体现为信息传输、软件和信息技术服务业增加值增速大幅走高。5 月信息传输软件和信息技术服务业同比增长 11.3%，占 GDP 比重或超过 10%，租赁和商务服务业生产同比增长 10.9%，显著高于其他服务业，因此即便有社零增速对零售批发业生产的拖累，但服务业生产指数同比依然稳定在 4.4%左右。值得关注的是，在目前的竞争格局下，头部 AI 企业正在免费或者低价提供大量服务，这可能也会造成当前 AI 相关行业的增加值被低估。

[1] （GDP 口径固定资本形成总额-（固定资产投资-土地购置费））

图表5：服务业生产的分化（单位：%）

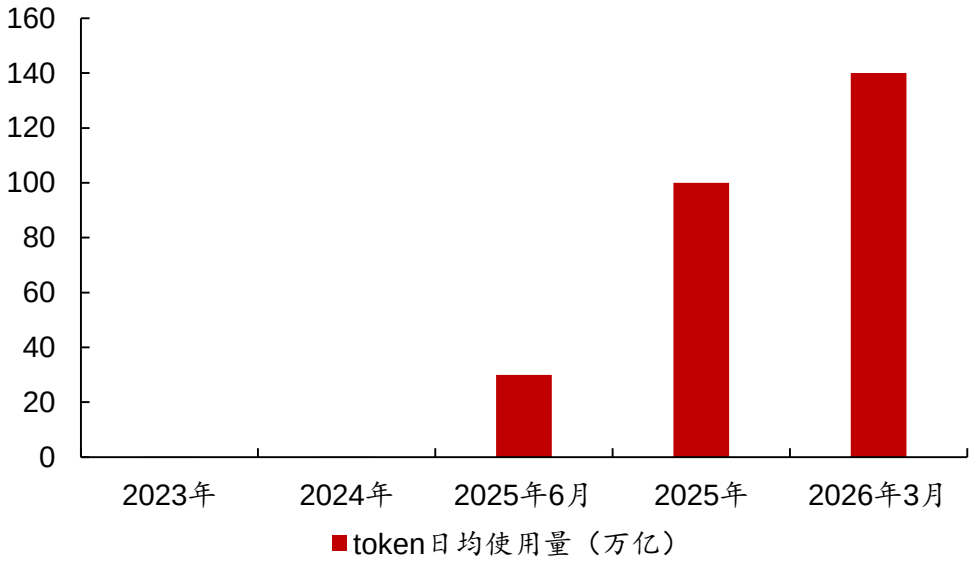


来源：wind，国金证券研究所

因此，在数字经济时代，除了三驾马车（消费投资净出口）、工业和服务业生产、用电量就业收入工业企业利润等常规数据外，我们也需要把跟踪当前经济变化的视野投向其他领域，比如人均 token 使用量等。

而在更早，由于经济去地产化，信贷增速已经和经济脱节。今天看，由于数字经济的占比越来越高，需求端的数据也开始出现失真。社零固投等传统指标对经济的跟踪效果回落，社零仍有财富 K 型分化和再分配制度等值得深入讨论，但固投的问题更加突出，固投弱并不意味着资本形成总额差，更不意味着经济走弱。在需求数据转负的阴影之外，生产端数据虽然并不完美，但更接近于对经济状态的完整刻画。最终生产和需求数据必然会弥合，联合国正在推动将数据资产纳入国民核算（SNA2025），将租赁算力等纳入无形资产投资而不是中间投入。至于 AI 是否会导致出现“幽灵 GDP”（大量投资和利润集中于头部科技公司，牺牲了全社会的就业收入消费和政府所得税），这是一个关于人类未来的大问题，但至少在今天中国的就业收入和所得税数据里，我们没有看到。

图表6：Token 使用量（单位：万亿）



来源：国家数据局，中国经营报，新行情，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

AI 投资后续不确定性增强，关注 AI 投资变动以及对经济、行业价格的影响。

GDP 需求端的数据是年度数据，与月度数据的差异还需更谨慎看待的。

房地产对经济的拖累存在不确定性，关注后续地产的变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究