仅供内部参考，请勿外传

大同证券
DATONG SECURITIES

证券研究报告

2026年7月9日



后地产时代，K型分化下宏观经济数据再审视

——2026年下半年宏观及政策展望

大同证券研究中心

分析师：景剑文　　证书编号：S0770523090001　　邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn

风险提示：政策效果不及预期、贸易环境恶化、地缘政治风险超预期加剧

请仔细阅读报告最后的重要法律申明

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

✓ 年中宏观经济展望：预计二季度GDP增速仍有望达到5%，全年GDP增速有望实现5%增速

- 一季度GDP同比增长5.0%，已为全年经济开局奠定良好基础。进入二季度，尽管外部环境面临地缘冲突扰动与全球贸易不确定性，但国内政策持续发力，广义财政支出提速、政府债券放量、结构性货币政策精准滴灌，叠加全球AI资本开支持续扩张对国内科技产业链的拉动，经济“量”的支撑或依然稳固。预计二季度GDP增速仍有望达到5%，全年实现5%左右增长目标的概率较高。

✓ 从具体宏观数据展望：K型分化下的机遇与展望

- **通胀呈现缓幅回升，但结构性分化相对明显。**PPI有望在AI基建相关上游资源品（有色、电子）与原油价格同步走高的带动下，持续走出温和回升态势，但下游需求端尚难以见到显著回暖趋势，价格传导或仍需时间。而CPI在服务消费与核心商品价格支撑下温和修复，但食品CPI仍难以有显著回暖趋势，全面通胀或仍压力有限。

- **消费、投资、出口核心发展方向或正在发生结构性切换。**消费从“工具”回归“目的”，服务消费与发展型消费占比持续提升；出口从“劳动密集型”转向“科技密集型”，高技术产品出口占比趋势性上行；投资端，在各类政策与资金支持下，高技术制造业有望走出亮眼表现，成为拉动规上工业企业利润改善的核心引擎。预计全年规上工业企业增速仍有望达到6.1%，科技制造业与设备更新相关行业将贡献主要增量。总体来看，K型分化下的机遇在于新经济的持续扩张，挑战在于如何以新动能的有效接续对冲传统领域的调整压力。

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

- **科技爆发带来融资模式变更。**后地产时代，以AI、半导体、新能源为代表的科技产业正在系统性重塑中国经济的融资结构。科技企业轻资产、高研发、长周期的特征天然适配股权融资，直接融资占比的持续提升正是这一结构性变化的必然结果，2025年社融增量中直接融资首次超过间接融资，均印证了科技产业对融资模式的深刻影响。科创债、创业板、科创板等多层次资本市场的持续完善，将进一步为科技创新提供适配的资本供给。

- **人民币国际化进程仍在路上。**在“去美元化”浪潮与全球货币体系多极化演进的背景下，人民币国际化正从“政策推动”走向“市场驱动”。离岸人民币指数（ORI）趋势性上行、跨境贸易人民币结算金额震荡上升，均表明国际市场对人民币的接受度在持续提升。然而，中国制造业占全球份额约30%，人民币在全球外储占比却不足5%，这一巨大落差蕴含着人民币资产重估的长期潜力。

✓ 年中财政与货币政策展望：结构性宽松或成未来主要发力方向

- 财政政策方面，广义财政数据呈现“收入改善、支出转型、债券支撑”的特征。一般公共预算收入同比持续增长，反映经济质量改善；证券交易印花税大幅增长，映射了资本市场活跃，地产相关税收下降印证后地产时代结构性特征。支出端卫生健康、社保就业等“投资于人”领域增速领先，政策理念从“投资于物”向“投资于物与人结合”转变。政府债券融资在社融增量中占比超五成，财政扩张正实质性替代传统地产信用功能。

- 货币政策方面，社融、M2均同比上升，适度宽松基调延续。M2-M1剪刀差收窄至年内低位，企业资金活化改善。但在净息差1.40%的历史低位约束下，LPR连续13个月不变，总量降息空间有限，结构性工具与财政协同（“再贷款+贴息”）或将成为未来主要发力方向。

目　录

仅供内部参考，请勿外传



一　全球经济展望

——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题

二　国内宏观经济展望

——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标

三　政策展望

——结构性宽松或有望成为下半年主题

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：总体

✓ **欧美通胀走高，全球央行面临两难困局。**上半年，全球经济受地缘冲突加剧的影响，呈现出一种更为“魔幻”的开局。一季度，全球通胀整体还呈现出相对可控的状态，但已出现一定端倪，近年持续的经济增速下滑预期造成的全球经济摩擦时有发生，美债利率高企和全球通胀持续拉升，对各国央行均造成了更多考验。而到二季度，美以伊战争带来的霍尔木兹海峡封关，进而导致了石油价格的爆涨，间接带动了全球生产价格的提升，各经济体通胀数据大幅走强，美国5月CPI数据重返“4”时代，但输入端通胀对成本的大幅拉升，反而抑制了经济活力，在需求尚未彻底好转前，全球央行或面临加息抑制通胀，和降息提振经济活力的两难困局。

图表1：全球经济主体主要经济数据指标

经济体	指标	2026年第二季度		2026年第一季度			2025年第四季度			2025年第三季度		
		5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月
美国	实际GDP增速（环比折年率，%）			1.6			0.5			4.4		
	失业率（%）	4.30	4.30	4.30	4.20	4.30	4.40	4.50	0.00	4.40	4.30	4.30
	CPI（%）	4.20	3.80	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70	0.00	3.00	2.90	2.70
欧元区	实际GDP增速（同比，%）			0.3			1.2			1.4		
	失业率（%）	6.30	6.30	6.30	6.40	6.30	6.30	6.30	6.30	6.30	6.30	6.30
	CPI（%）	3.20	3.00	2.6	1.9	1.7	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0
英国	实际GDP增速（同比，%）			1.09			1.04			1.32		
	失业率（%）			5.00	4.90	5.20	5.20	5.10	5.10	5.00	4.80	4.70
	CPI（%）		2.80	3.30	3.00	3.00	3.40	3.20	3.60	3.80	3.80	3.80
日本	实际GDP增速（环比折年率，%）			1.8			0.7			-2.3		
	失业率（%）		2.70	2.80	2.60	2.60	2.40	2.40	2.60	2.60	2.60	2.40
	CPI（%）		1.40	1.50	1.30	1.50	2.10	2.90	3.00	2.90	2.70	3.10

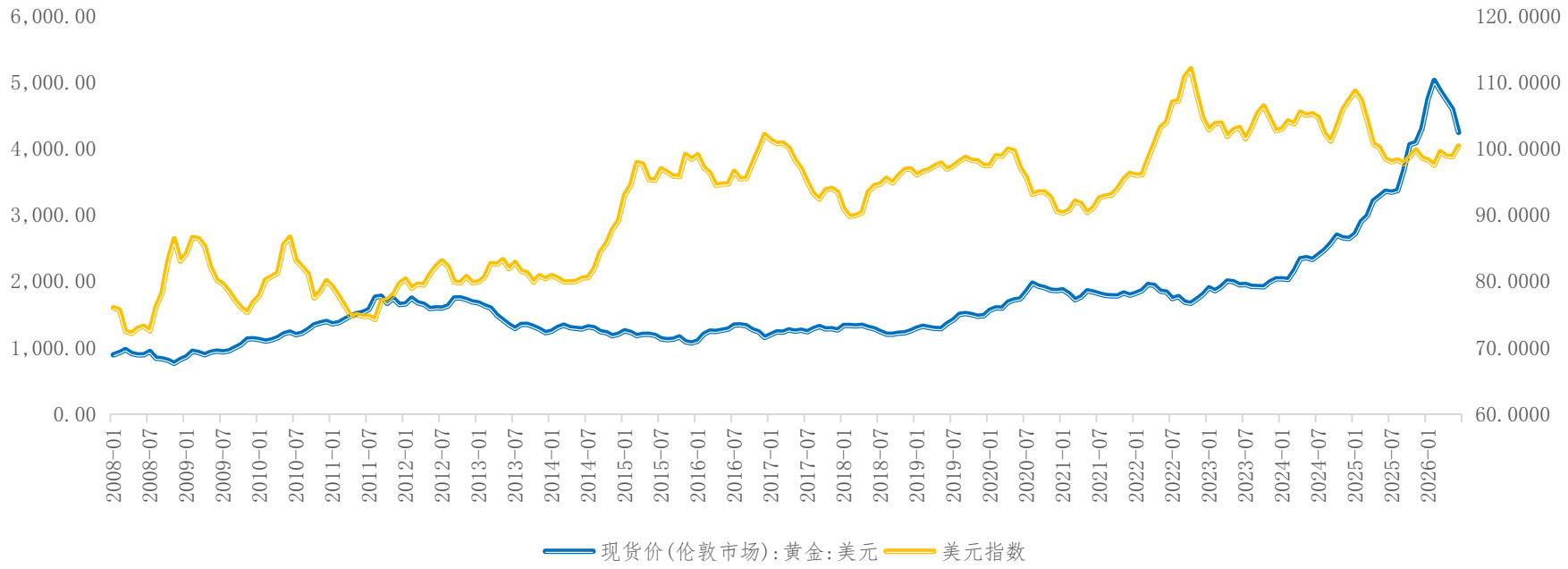
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：总体

✓ **黄金与美元关系发生结构性变化，美元强定价模式恐有变局。**美元与黄金的相关性近两年出现弱化，过往强负相关性的情况伴随着美元信誉的下降而逐步减弱。欧洲央行报告也显示，截至2025年底，黄金在全球官方储备资产中的占比已升至27%，超过美国国债，成为占比最大的单一资产类别。这意味着，在当下，地缘政治的不确定性持续加剧过程中，全球央行的持续购金，促使黄金不再仅仅是美元的“镜像”，而是成为一个真正反映全球货币信用体系结构性变化的独立信号。而这一变化的背后，所折射出的，是全球市场观念正在从“强美元”转向“对美元信用体系的长期担忧”。这或也意味着，以美元体系为主导的上下游贸易模式将出现变局，上游资源国将掌握更多货币与交易话语权。

图表2：黄金与美元指数关系发生一定变化



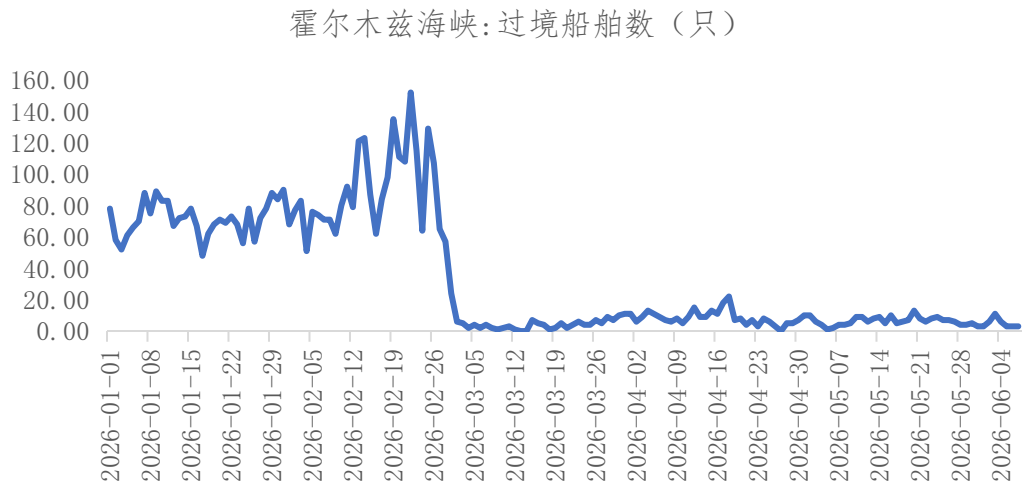
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：上游

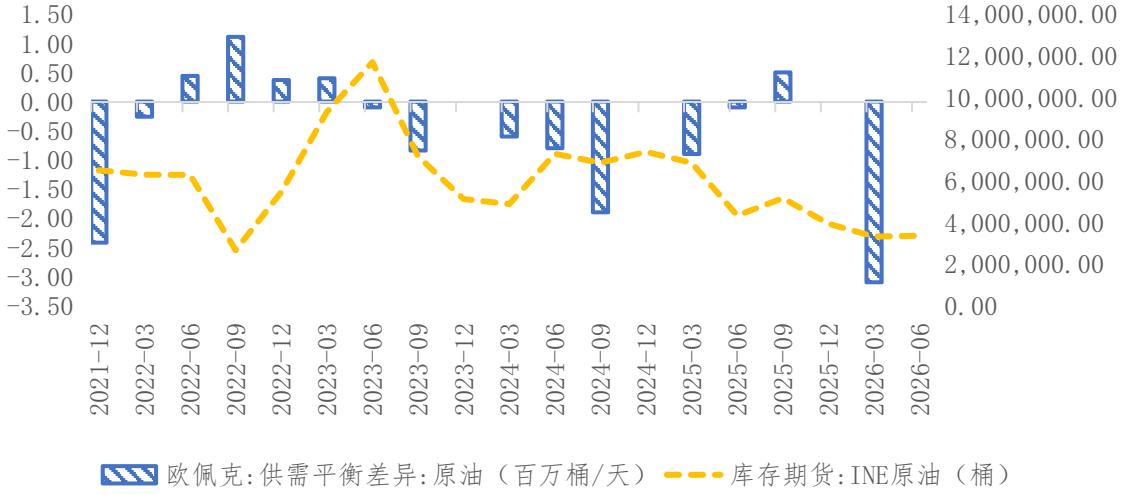
✓ **短期原油价格更多受供给端缺失影响，而非需求端拉动。**近年来原油价格和市场的波动，主要原因并非是全球经济向好，进而带动制造业加速回暖，对能源（尤以原油为主）的需求大幅拉升。而是因为在地缘冲突的影响下，产油地区供给端率先出现了供应不足的问题。从俄乌战争，到美以伊冲突，近年来的地缘冲突，似乎始终围绕着资源型国家/地区展开，其本质或是因为资源型国家受益于全球发展下，上游资源红利带来的短期快速发展，从而导致了其经济实力快速拉升，但军事实力并未同步跟上导致的错位效应。但落回到全球经济层面，这仍是在供给端对全球经济的一次冲击。以美以伊冲突为例，霍尔木兹海峡的长期关闭，导致了正常的原油运输陷入异常停滞状态，进而扩大了全球原油供需平衡差异，导致了原油价格上涨，在带动上游企业提价的同时，挤压了中下游企业利润，反而对经济起到了一定程度的抑制作用。另外，本次事件后，各国或也会加大自身原油储备，在未来争端平息后，或经历短期“购油热”后，进一步摆脱对原油的过度依赖。

图表3：霍尔木兹海峡曾受地缘冲突影响关闭



数据来源：Wind，大同证券

图表4：原油供应短期供需平衡被打破



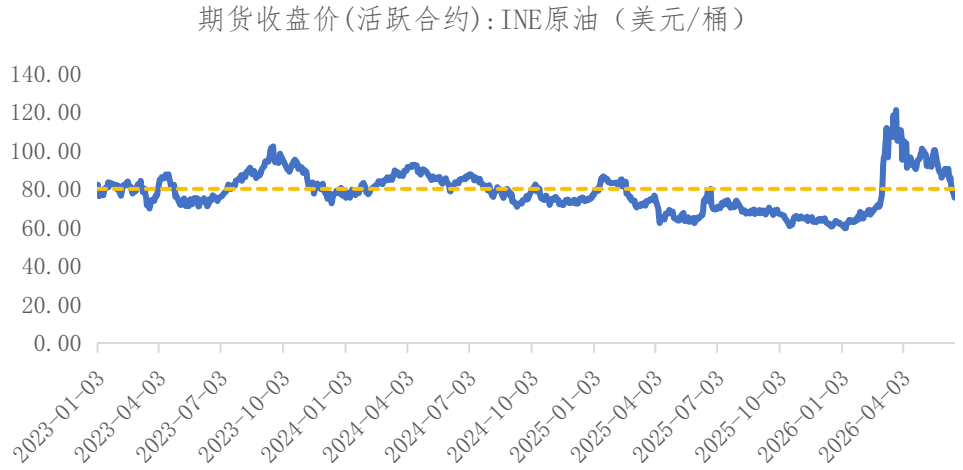
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：上游

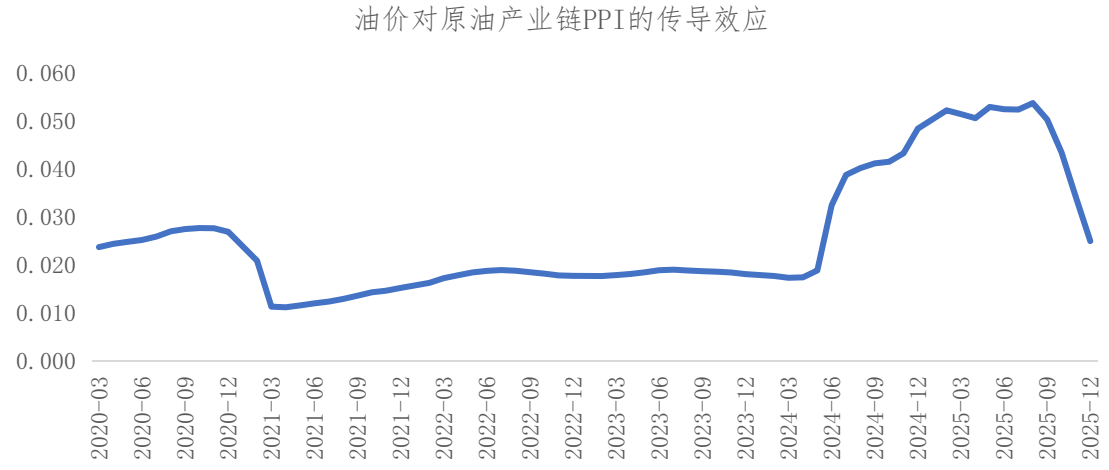
✓ **传统上游概念重塑，科技产业快速崛起下电力、有色恐成“新贵”。**从产业链角度看，全球经济发展虽然面临一定的“逆全球化”考验，但其多集中在传统制造业，新兴行业依然保持着“竞争中合作”的格局。因此，作为传统制造业所必须的资源，除短暂的地缘冲突影响，原油的价格反而在需求回落中趋势走低，同时，其对PPI的传导效应，在近年也始终维持在一个相对较低的位置。叠加欧佩克近年来持续性的增产决定，我们认为，原油对于全球产业的影响力虽仍然巨大，但已经处于边际走弱趋势。而伴随着新兴产业、科技产业的快速崛起，新的资源与技术正在改变市场格局，庞大算力需求所带来的对电力的需求，正在替代传统经济发展对油价的敏感，取而代之的是电力、有色金属、稀有金属、新能源的闻声起舞。在第四次科技革命持续推进的过程中，“新贵”们的登台必然挤占原有已划分好的市场份额，也必然对上游资源国的话语权与贸易权产生冲击，甚至一定意义上带来重塑。

图表5：原油价格除受事件冲击影响外，趋势走低



数据来源：Wind，大同证券

图表6：油价对PPI传导效应偏低



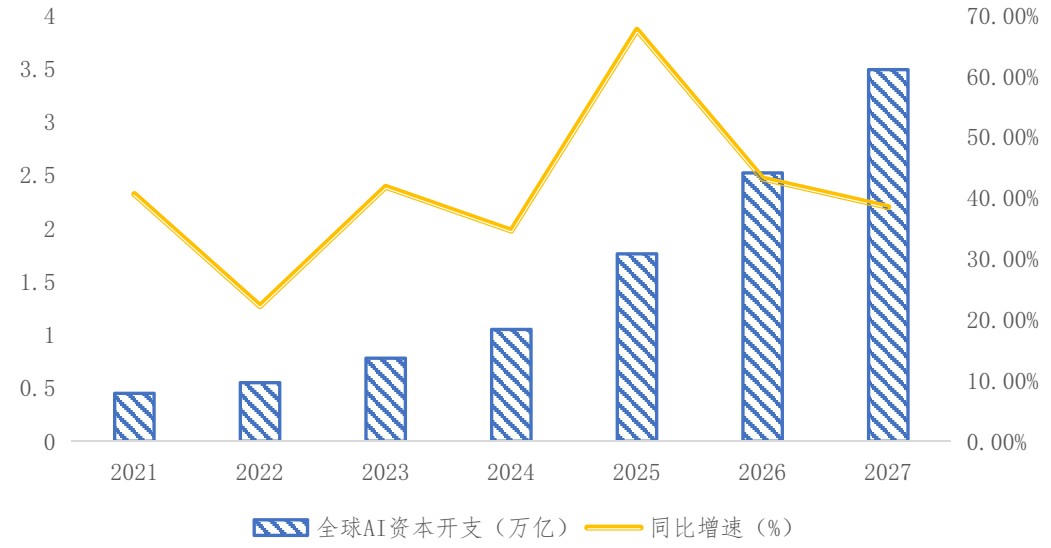
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：中游

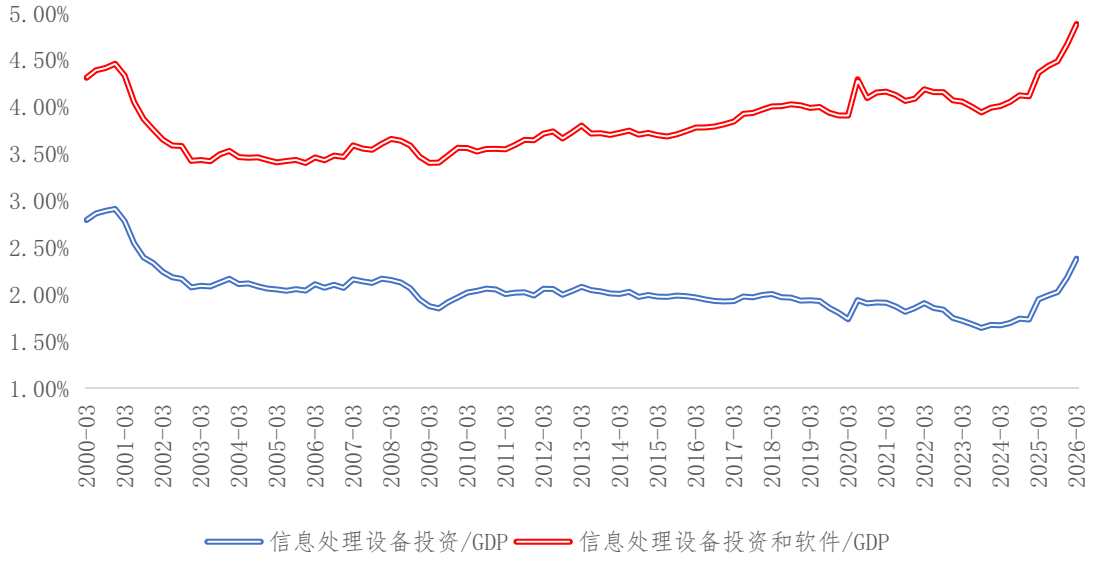
✓ **全球AI资本开支持续提升，“AI竞赛”或形成链式传导。**2025年，“AI竞赛”看似在极其短暂的时间内，席卷全球，而实际上，这或是一场持续了多年的“链式传导”带来的集体爆发。近年，全球AI资本开支持续加大，在openAI、Deepseek等相继问世后，各大云厂商看到了AI商业模式的变现可能，为抢先机，头部厂商开始扩大自身资本开支。而这场AI主导的科技变革又因其普适性，关乎各大商业模式底层变革，因此，自美国头部厂商开始，再到全球头部企业，再扩展到中小厂商和全产业链公司，各大企业不约而同的，将自身资本开支向大扩张，在此背景下，“AI竞赛”的链式传导效应或已真正形成。2025年，美国信息处理设备和软件投资占比正式超过2001年互联网泡沫时期的峰值，在这场“落后即可能被淘汰”的漫长产业变革中，AI主导的科技投资或正式进入快车道。

图表7：全球AI资本开支持续扩张



数据来源：Gartner，公开市场搜集，大同证券

图表8：信息相关投资占美国GDP比重持续增加



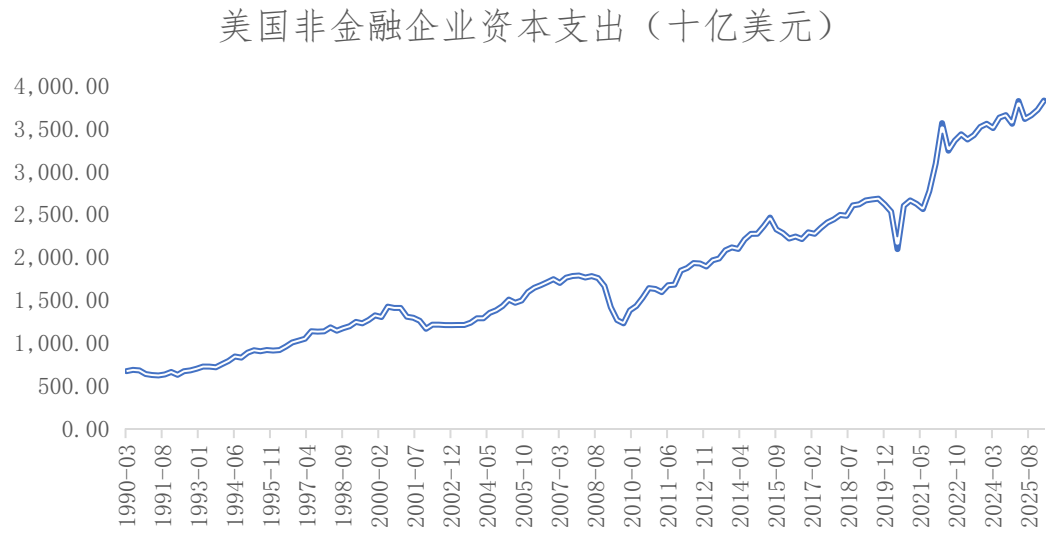
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：中游

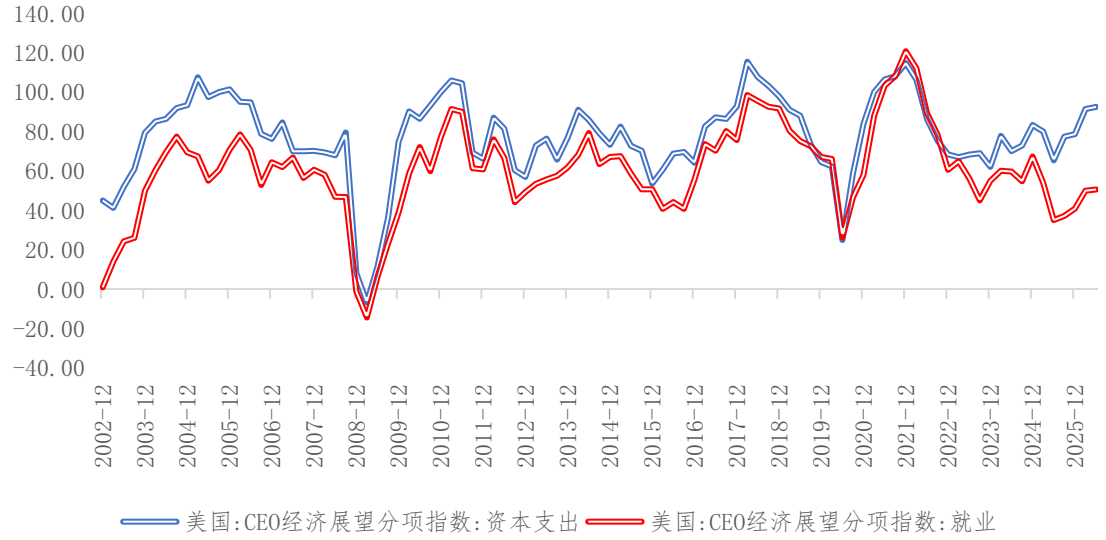
✓ **资本支出受AI影响走强，经济发展或显结构性分化。**可以看出，美国非金融企业的资本支持近年仍在持续攀升，但其斜率并未发生显著上移，这一方面或许证明了AI领域的科技支出占比仍然偏低，另一方面或许也侧面反映出，非AI、非科技领域的支出占比的提升或不尽人意。而AI领域资本支出的提升，必然会导致AI等科技相关产业的扩产，也必然会带动这一领域的就业，这或也是美国CEO经济展望分项指数中近年就业指数向上的原因。同时，持续的发展下，AI相关产业也会持续向社会传达出对该领域人才的渴望与需求，进而导致该领域持续涌入优秀人才，助力相关产业持续升级，并为经济发展贡献更多支持。但其他领域在AI、科技发展初期，或难以分得杯羹，或需等待主战线出现显著成果后，方能带动市场流动资金和剩余人才涌入其他行业，因此，AI、科技相关领域的持续变革与发展，在一定时期内，或将带来经济发展的结构性变化，而非全面性修复。

图表9：产业升级带动美国资本支出持续增加



数据来源：Wind，大同证券

图表10：美国对后续经济展望持乐观态度



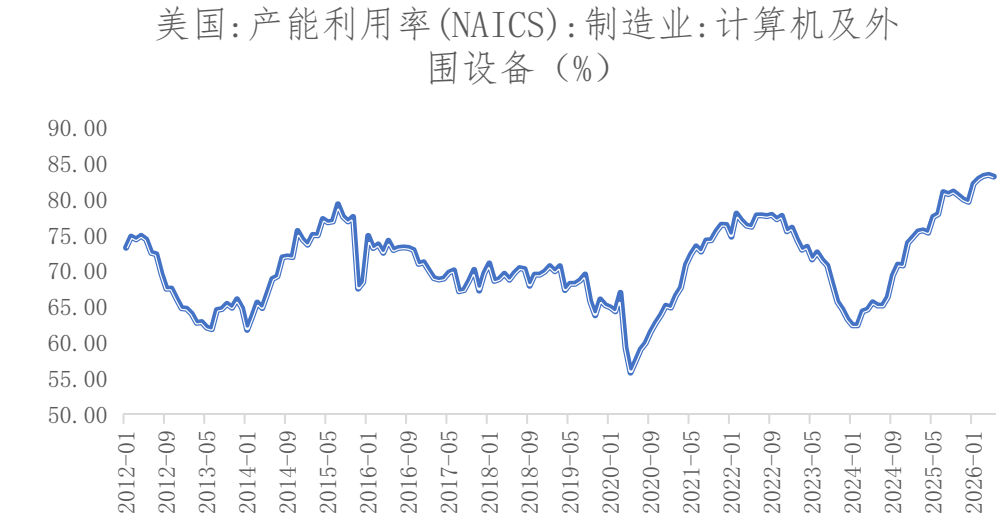
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

全球经济——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题：下游

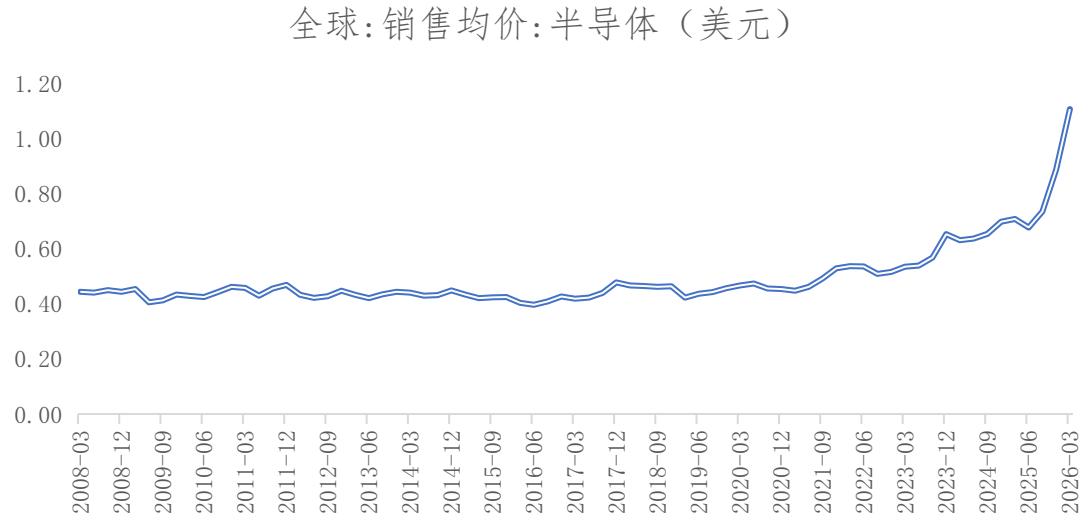
✓ **AI产业链下游应用效能提升，产业链产品价格同步提升。**自2024年9月起，以美国为代表，计算机及外围设备产能利用率持续走高，并于2026年突破前高。在AI产业链快速发展，上游转变需求结构、中游持续扩大资本开支的情况下，下游产能利用率的提升让AI产业链这一商业模式真正形成了盈利闭环。而在此基础上，整个AI产业链链上产品均有望迎来提价周期，以半导体为例，其全球销售均价在2025-2026年一季度，出现了快速拉升。头部厂商扩大资本开支-技术迭代效能提升-产业链产品价格同步提高，这一新兴产业商业模式正在逐步改写当前全球产业发展。我们仍然要看到，各国的“AI竞赛”如火如荼下，科技行业发展需求，或仍将促使各国提供相对宽松的资金环境。但产业链的重塑必然伴随着阵痛，上游需求的变革、中游消耗的资本、下游产品难以规模化的应用，或都将对现有经济发展产生一定冲击。机会总在风险中孕育，波动、变化，或将成为未来一段时间全球产业发展的主要趋势。

图表11：美国AI产业链下游应用效能提升



数据来源：Wind，大同证券

图表12：半导体售价快速拉升



数据来源：Wind，大同证券

目　录

仅供内部参考，请勿外传



一　全球经济展望

——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题

二　国内宏观经济展望

——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标

三　政策展望

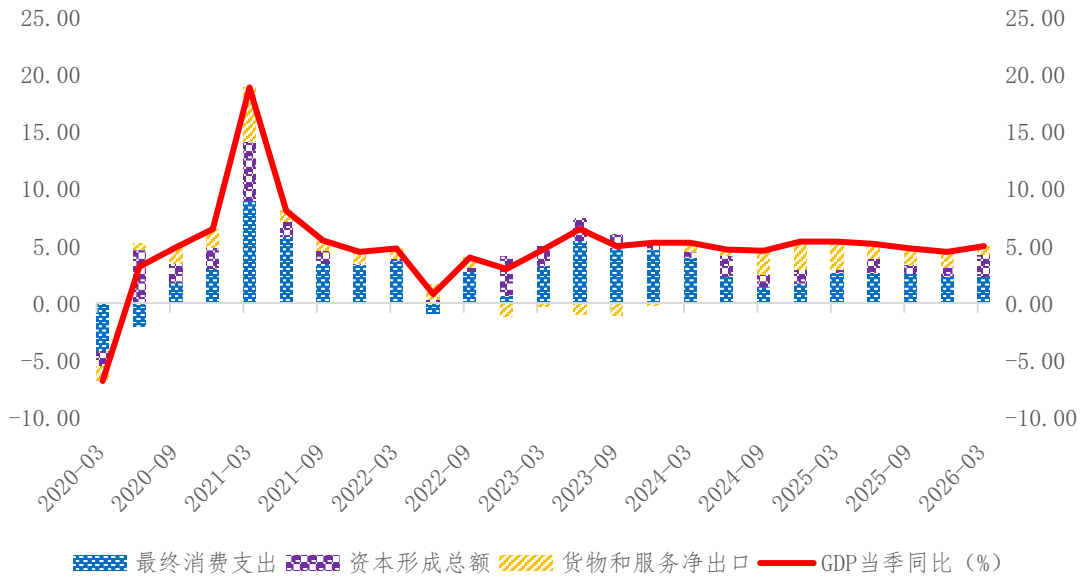
——结构性宽松或有望成为下半年主题

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：GDP

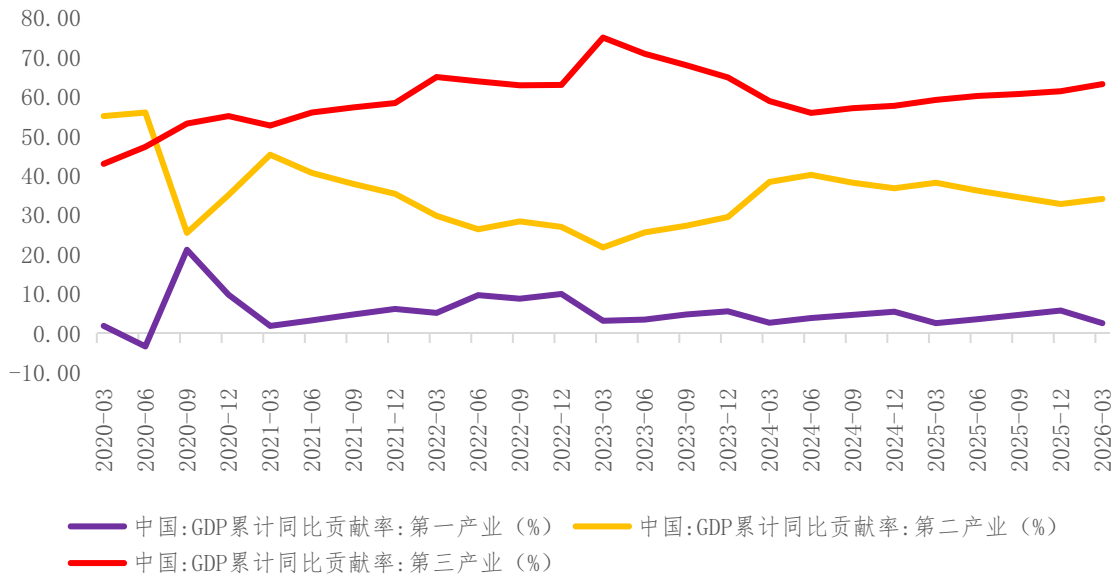
✓ **GDP增速基础稳固，“量”仍能保持稳定。**截至2026年一季度，我国GDP同比增长5.0%，落在年初4.5%-5.0%的预期区间内，经济“量”的底色依然稳固。从增长动能看，在内需相对疲软的周期中，出口扛起大旗，助力经济增速走平走稳，而在地缘冲突带来的出口短期不振下，投资再度展现出亮眼表现。内外需的轮番助力，彰显了中国经济庞大的增长潜力和稳固的增长韧性。但从生产法视角看，第一产业的GDP贡献率持续处于低位，二三产业贡献率交替向上，展现出在后地产时代的经济发展中，总量稳固和结构分化的特点。在地产缺位，经济增长由高速转向高质量的过程中，GDP增速的“量”已不再是当前经济发展的唯一关注点，“质”的维度，即增长由什么产业驱动，或许比增速本身更重要。

图表13：投资表现亮眼



数据来源：Wind，大同证券

图表14：二三产业贡献率交替向上



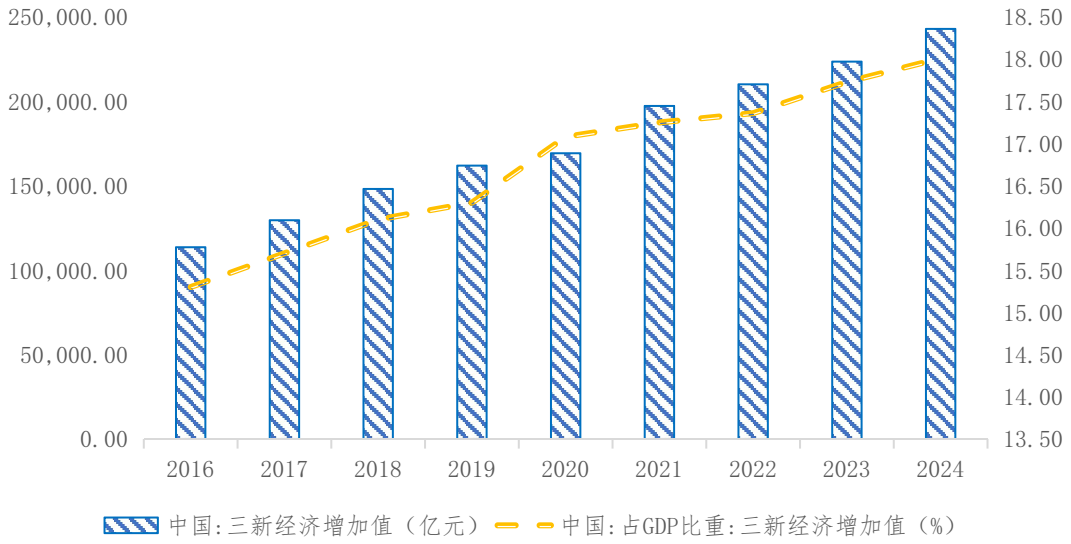
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：GDP

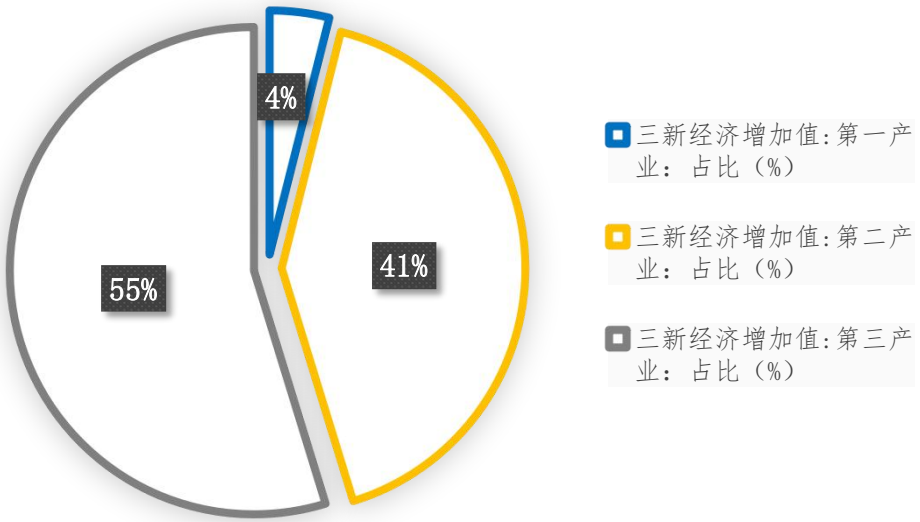
✓ **“三新”经济占比逐年提升，新产业对增长具有强催动。**所谓“三新”经济，即新产业、新业态、新商业模式。从“三新”经济的视角来看，中国经济增长的动能转换已取得实质性进展。截至2024年，“三新”经济（新产业、新业态、新商业模式）增加值规模已跃升至24.3万亿元，占当年GDP的比重达到18.0%，较2023年提升约0.4个百分点，显示出新经济对国民经济总量的拉动作用在持续增强。从内部结构看，以数字经济、科技服务为代表的第三产业在“三新”经济中占据绝对主导地位，贡献了超过半壁江山的增量，而聚焦高端制造与智能制造的第二产业则贡献了约四成的份额。这种“三产引领、二产筑基”的分布格局，更为“三新”经济的发展奠定了夯实的基础，也验证了新质生产力正在从顶层设计转化为实实在在的增长动能。

图表15：三新经济比重逐渐提升



数据来源：Wind，大同证券

图表16：“三产引领、二产筑基”格局稳固



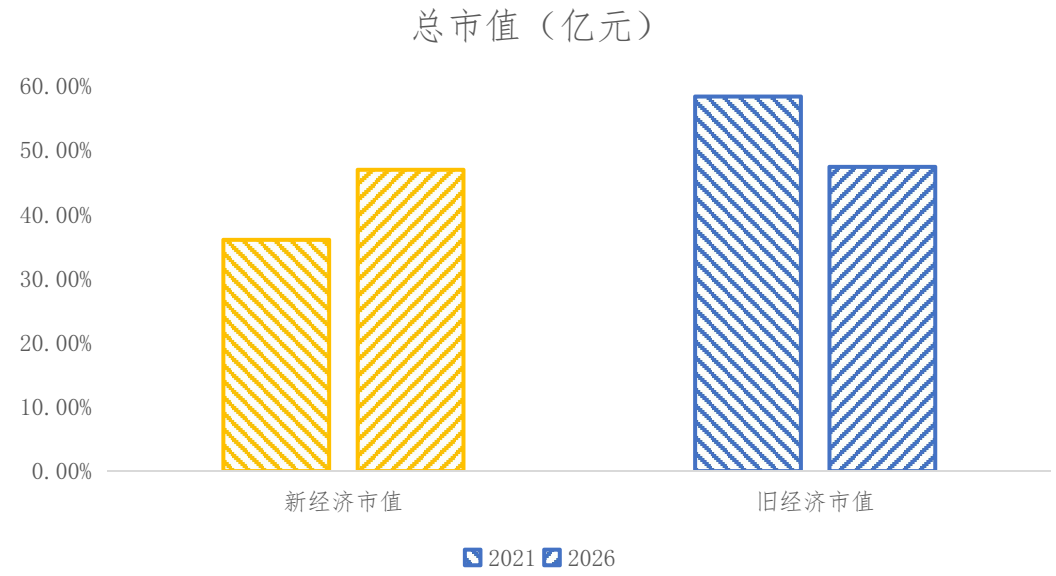
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

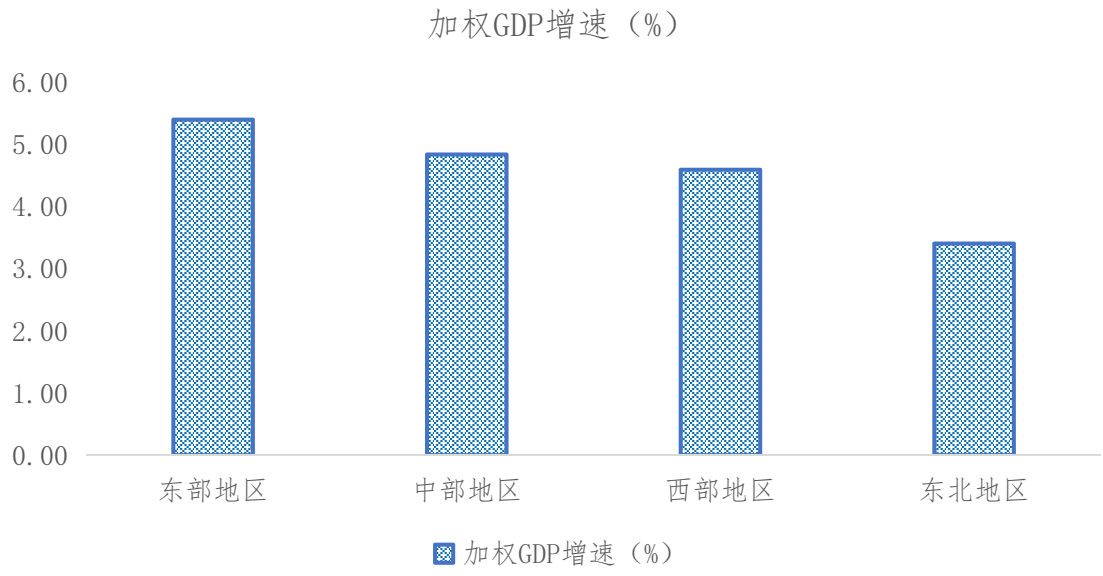
国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：GDP

✓ **经济发展分化显著，“向新力”成为发展趋势。**经济发展的“向新力”正成为主导趋势，K型分化的特征在产业与区域的维度上均表现显著。从产业层面看，截至2026年，A股新经济板块（半导体、通信等）市值占比已从2021年的36%跃升至2026年的47%，而旧经济板块（地产、传统基建等）市值占比则相应从近六成压缩至不足一半，反映了资本市场对经济新旧动能转换的定价在加速兑现。从区域层面看，2026年一季度东部省份加权GDP增速领先优势进一步扩大，中部、西部及东北地区增速梯队分化明显，科创资源富集区与产业转型升级滞后区的增长差距仍在拉大。在地产失速、内需偏软的时代下，经济总量的增长韧性对“新经济”的依赖度显著增加，“向新力”或将在不短的时间内，成为产业发展、区域发展的主要发力方向，“新经济”也将为经济增长贡献更多力量。

图表17：A股新经济板块市值占比提升



图表18：“向新力”成为区域发展的主要发力方向



数据来源：Wind，大同证券（注：新经济包括：申万电子、汽车、医药生物、电力设备、国防军工、计算机、传媒、通信、美容护理）

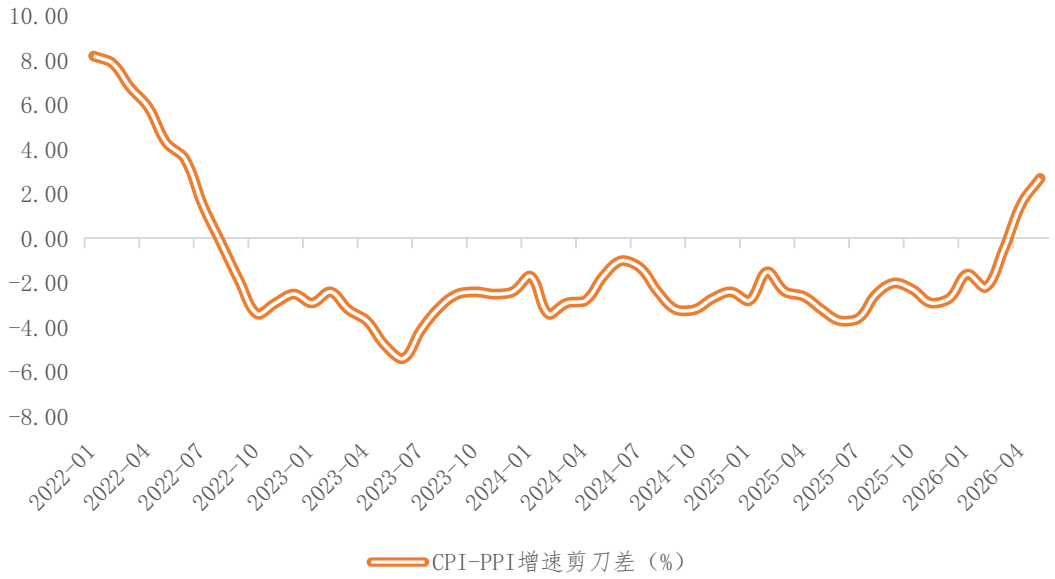
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：通胀指标

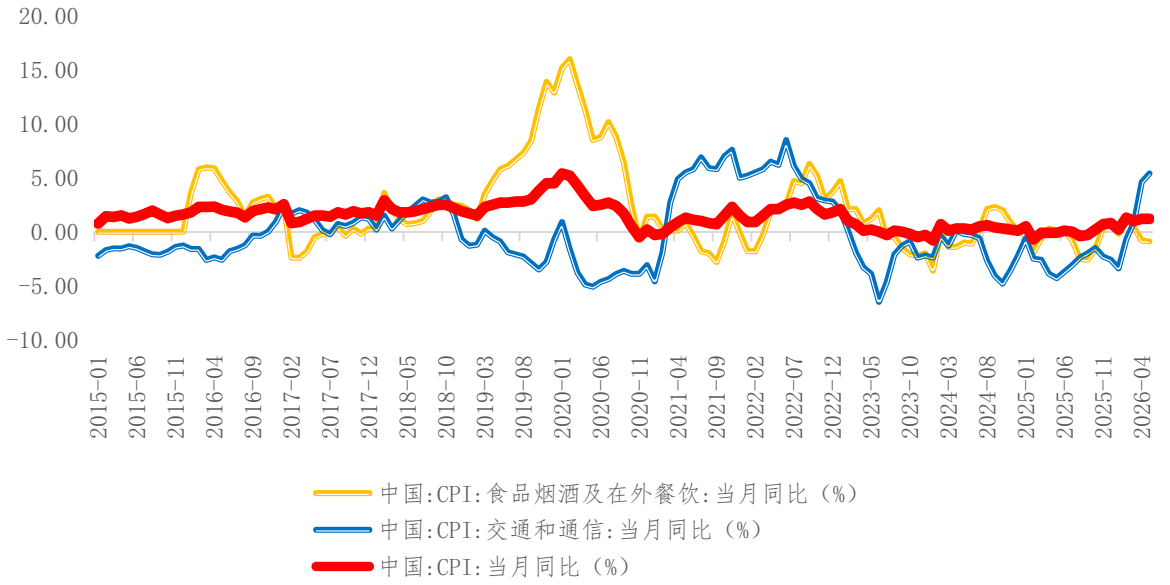
✓ **需求端表现仍待回暖，结构化走势日趋明显。**当下，通胀指标的走势特征正从“总量共振”转向“结构分化”。伴随着上游的涨价，CPI-PPI剪刀差近期由负转正，表明上游成本压力向中下游传导的路径受阻，下游企业的利润空间被进一步挤压。当前，中下游产能虽在反内卷政策主导下有所去化，但终端需求仍待进一步回暖，因此，在上游受输入性因素影响涨价后，企业短期缺乏定价权，成本难以转嫁，下游利润空间有所压薄。而分结构看，食品烟酒类等传统领域仍难见回暖信号，需求端的修复，或仍需依赖能源价格与AI终端产品价格对通胀的交互影响。展望下半年，CPI的温和修复有望延续，但宏观政策在价格层面的关注点应更多从“总量高低”转向“结构畅通”，如何疏通价格传导机制、改善下游企业盈利空间，或比单纯调控通胀水平更需关注。

图表19：CPI-PPI剪刀差转正，下游获利空间缩窄



数据来源：Wind，大同证券

图表20：“新”“旧”指标表现差异



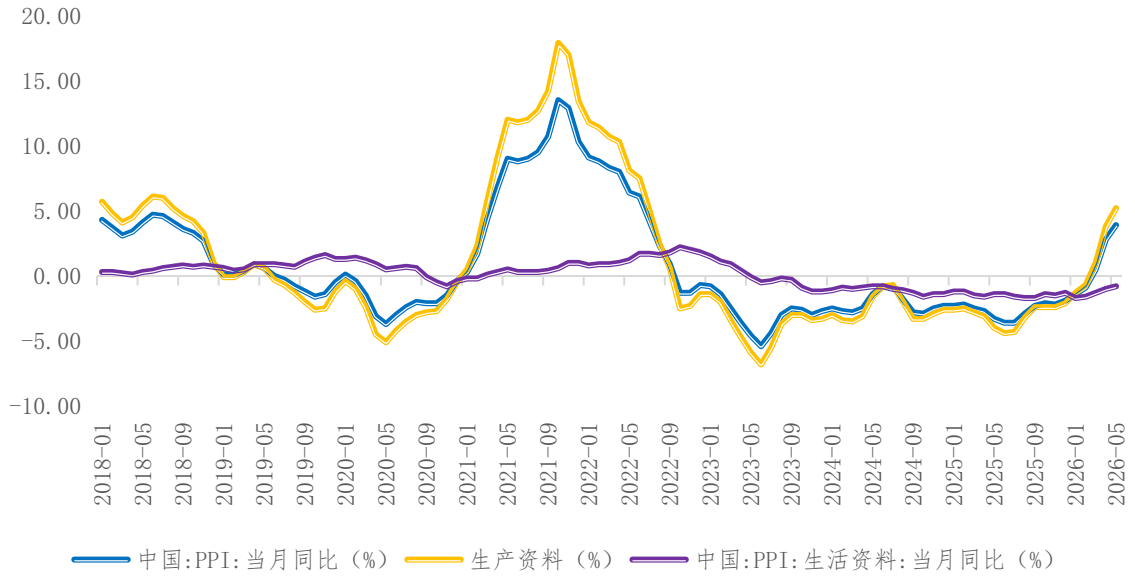
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：通胀指标

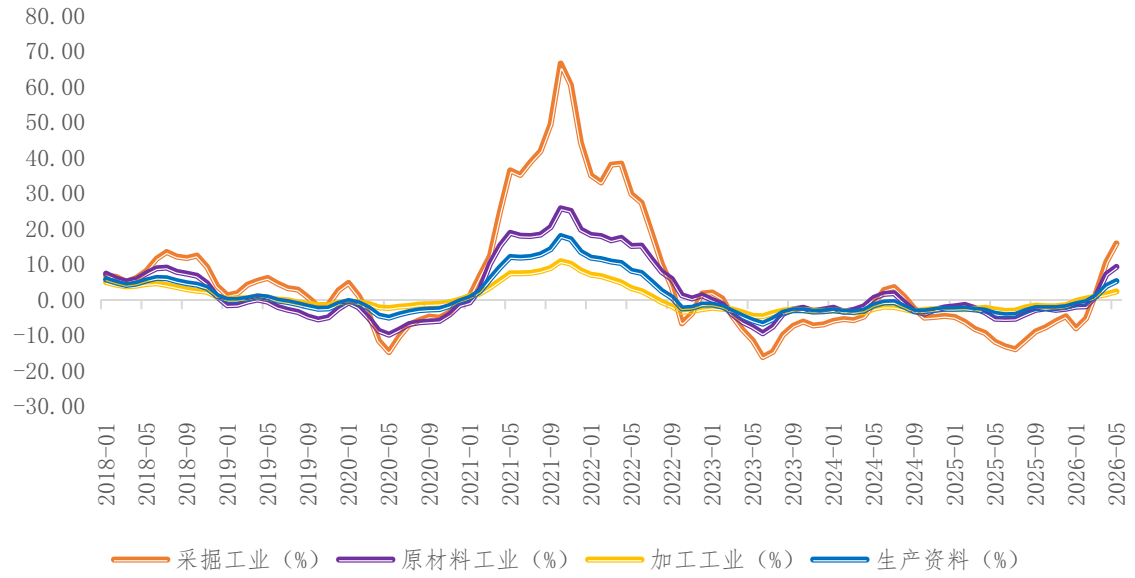
✓ **PPI结构性分化，“AI基建”推高上游价格上涨。**2026年5月，PPI同比攀升至3.9%，创近四年来新高，但这一涨势并非由需求全面回暖驱动，而是更多集中于上游资源品领域。从产业链传导来看，有色金属冶炼及压延加工业（铜、锡等）在AI算力基础设施大规模建设拉动下价格持续走高，成为PPI上行的核心推手。传统能源链条的定价权正在被以铜、稀土、芯片为代表的新经济资源品所侵蚀。PPI的“上游热、下游冷”格局，本质上映射的是AI基建扩张与传统地产需求萎缩之间的此消彼长。展望下半年，随着全球AI资本开支的持续推进，上游资源品价格仍有支撑，但中下游企业利润空间将持续承压，“总量回升、结构分化”或将成为PPI的常态特征。

图表21：5月，PPI同比创近4年新高，上游带动效应较强



数据来源：Wind，大同证券

图表22：上游涨价带动产业链整体价格拉升



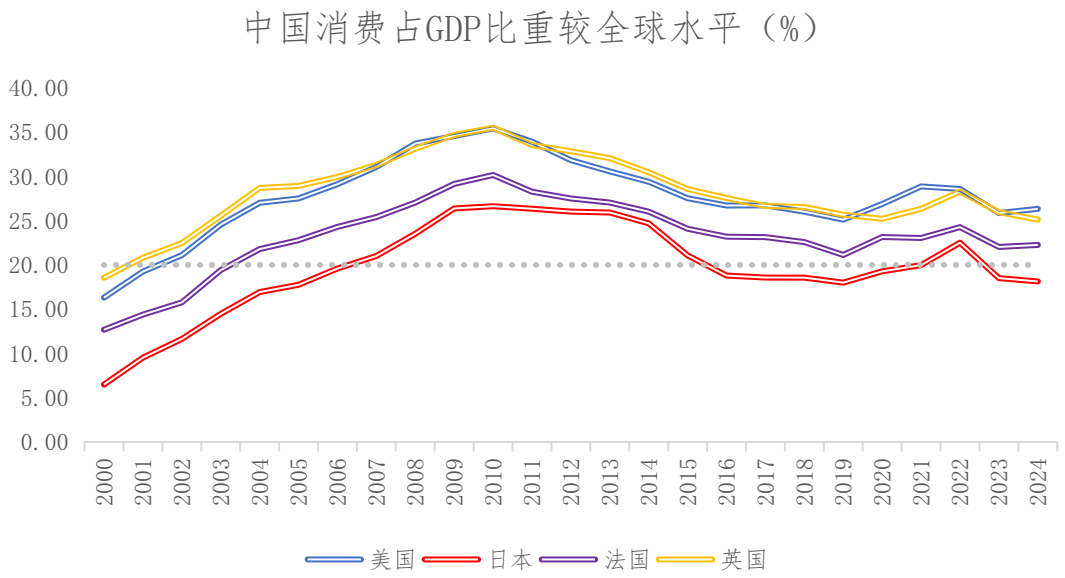
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：消费

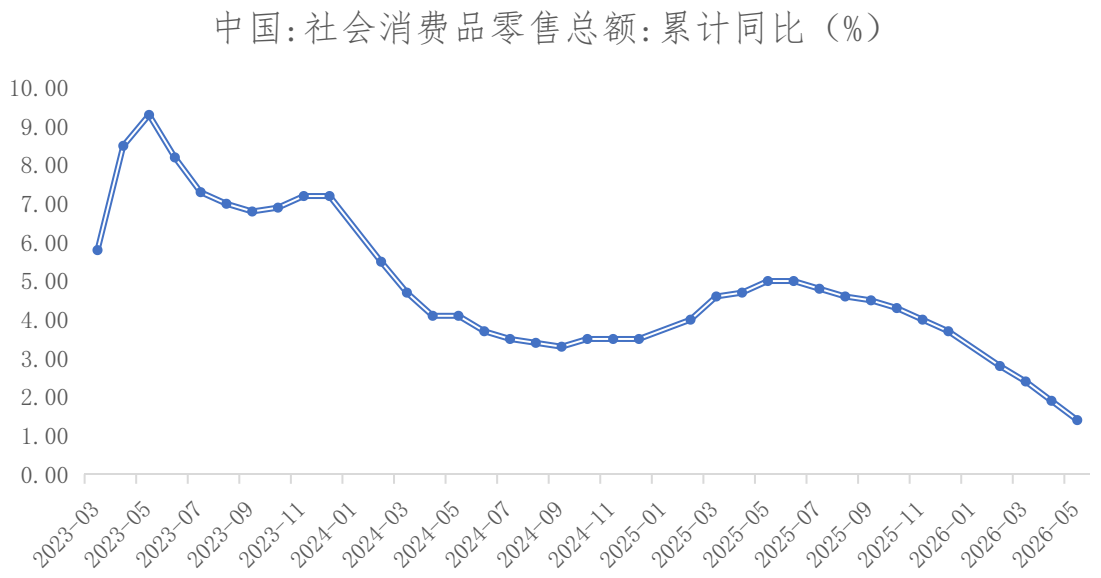
✓ **消费正在从“稳增长的工具”变为“增长的目的本身”。**中国消费占GDP比重较美国、日本、法国、英国等发达国家仍有约20个百分点的差距，这一结构性偏差意味着消费潜力的释放空间依然广阔。然而从数据来看，近年来，社零累计同比增速呈现趋势性下行，反映出居民消费意愿与消费能力修复的节奏仍偏缓慢。消费低迷的根源在于居民资产负债表修复尚需时日，以及收入预期的不确定性抑制了边际消费倾向。在房地产持续低迷的情况下，消费扩张难以再依靠房价上涨带来的财富效应来驱动，而需要从改善收入分配、提升社会保障水平、培育发展型消费业态等深层次机制入手。消费从“工具”回归“目的”，既是经济高质量发展的内在要求，也是衡量增长质量提升的关键标尺。后续政策或需更加注重消费端的内生动力培育，而非仅将其作为需求管理的被动调节变量。

图表23：中国与发达国家消费率差距依然较大



数据来源：Wind，大同证券

图表24：社零消费同比持续下降



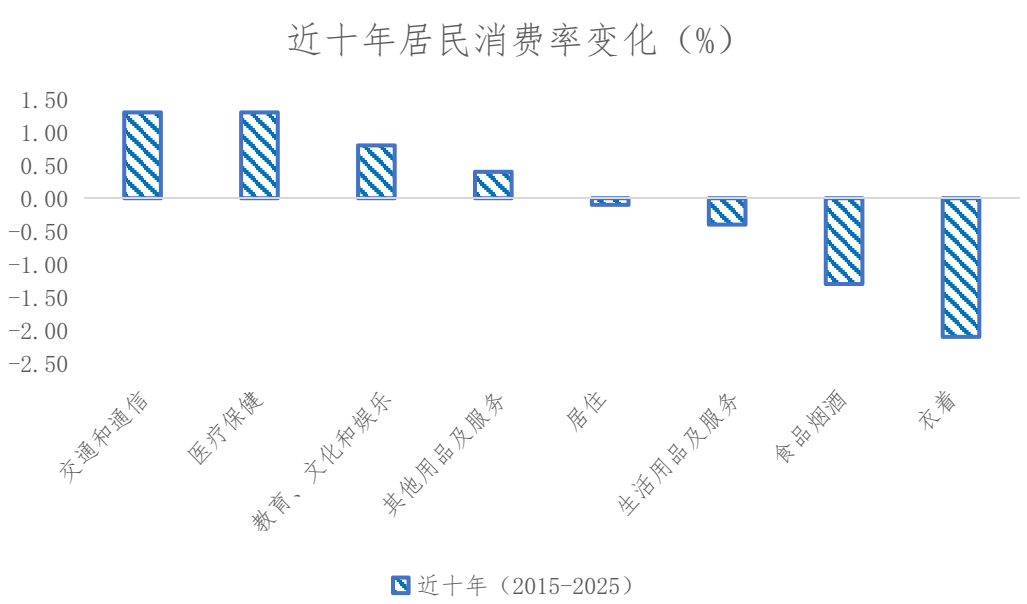
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：消费

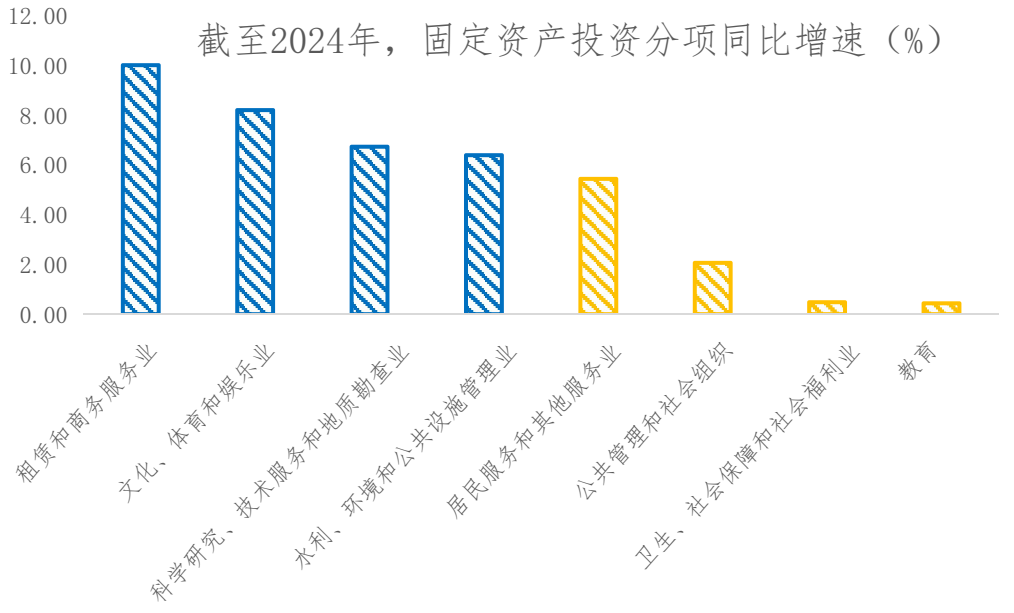
✓ **“投资于人”成为支撑科技创新的基础。**近十年来居民消费结构中，医疗保健、教育文化娱乐等“投资于人”的发展型消费占比持续提升，而食品烟酒、衣着等生存型消费占比则趋于下降，反映出消费升级的内在趋势。商务服务、科学研究、文化体育和娱乐等“新服务”消费增速明显优于居住、公共管理等传统服务类别，印证了居民消费偏好正从物质型消费向人力资本型消费迁移。消费的一结构性转变，本质上是居民部门对劳动力素质与创新能力的人力资本投资，其增长不仅直接拉动内需，更通过提升全要素生产率为科技创新提供持久支撑。在商品消费疲软之际，消费政策的着力点应从“补贴商品消费”转向“支持服务消费”，以人力资本的持续积累夯实科技自立自强的微观基础。

图表25：近十年居民消费占比变化



数据来源：Wind，大同证券

图表26：“新”服务表现更佳



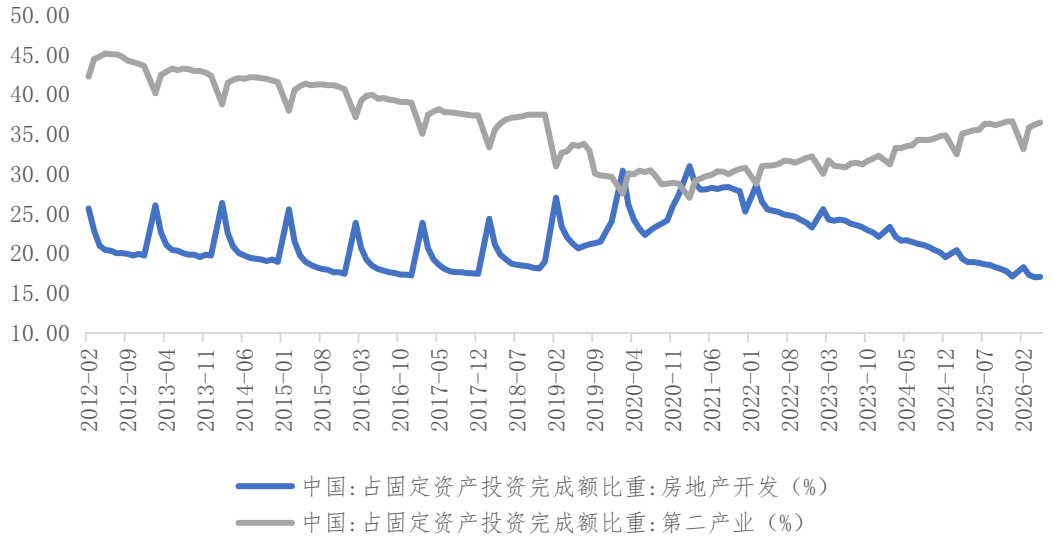
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：投资

✓ **制造业实现“新旧交替”，新基建扛起大旗。**尽管房地产开发投资自2022年以来持续回落，重点城市降幅显著，但制造业投资始终保持韧性，两者占固定资产投资完成额的剪刀差持续扩大，清晰地刻画了投资结构的K型分化。这一分化的背后，是全球AI资本开支加速扩张带来的结构性支撑。2026年一季度，受全球AI产业链资本开支提振，高技术制造业投资实现较快增长，成为稳定整体投资增速的核心力量。财政扩张逐步替代传统地产信用功能，成为驱动信用扩张的关键变量，特别国债与专项债资金向科技基础设施、绿色能源等新基建领域倾斜，有效对冲了地产投资下行带来的总量缺口，高技术制造业投资与基建投资中的新经济成分，正在接替传统的房地产投资，成为研判投资动能的核心指标之一。

图表27：地产失速无碍制造业回暖



数据来源：Wind，大同证券

图表28：高技术产业固定资产投资同比增速近年始终优于房地产



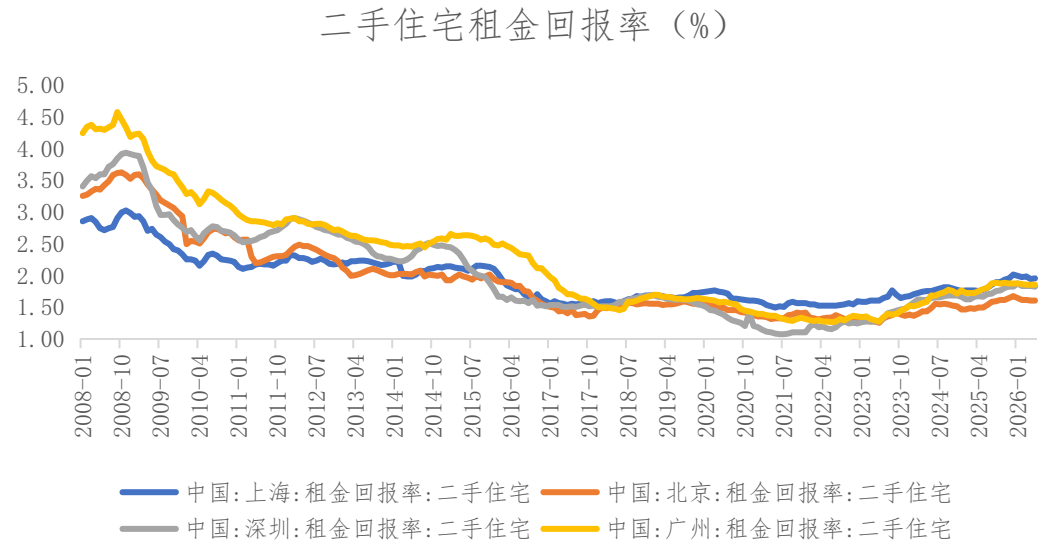
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：投资

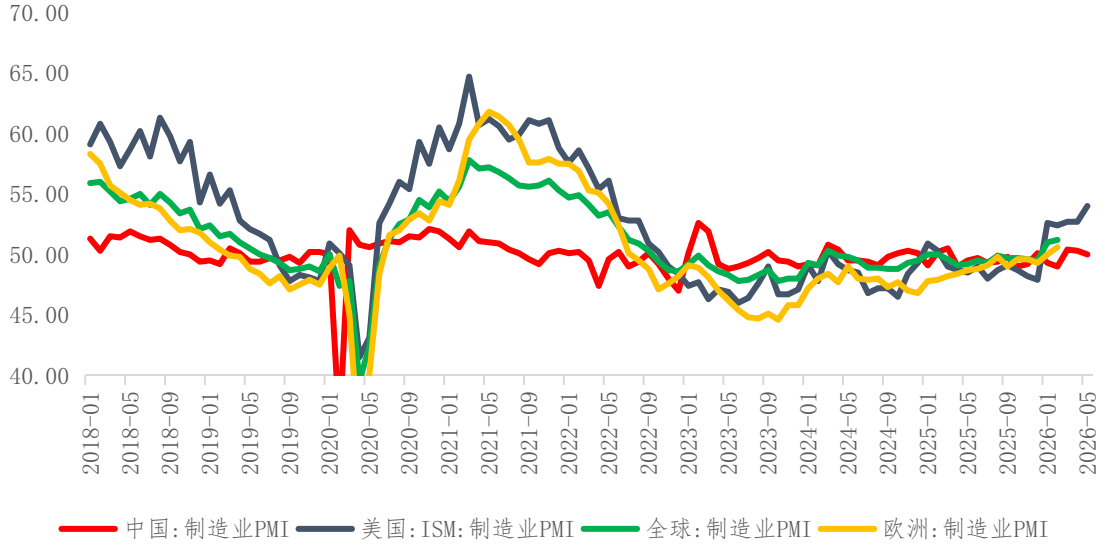
✓ **地产逐步走向企稳，全球制造业逐步向好。**当然，在地产长周期调整的背景下，超一线城市租金回报率的企稳也释放出存量资产价格逐步回归理性的积极信号。自2025年下半年，超一线城市租金回报率呈现企稳态势，反映出房价调整与租金修复的再平衡过程正在发生。这一方面意味着，在不动产金融属性弱化、居住属性强化的长期趋势中，房地产正从“资本利得驱动”向“现金流回报驱动”回归；另一方面也为后续市场预期的稳定提供了微观基础——当租金回报率接近无风险利率水平时，存量住房的持有价值将获得实质性支撑。此外，全球制造业PMI持续处于扩张区间，外需回暖为国内装备制造、通用设备等投资端提供了需求侧的边际支撑。展望未来，地产的逐步企稳与全球制造业的向好形成共振，有助于缓释市场对地产链系统性风险的担忧，为结构转型期的宏观经济提供更为平稳的过渡环境。

图表29：超一线城市租金回报率企稳



数据来源：Wind，大同证券

图表30：全球制造业PMI增速回升



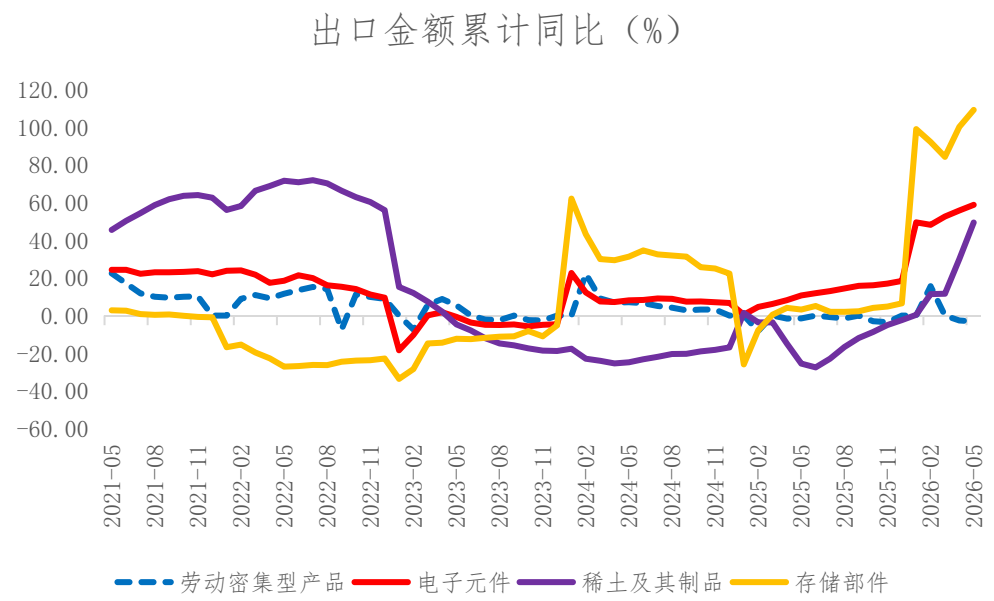
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：出口

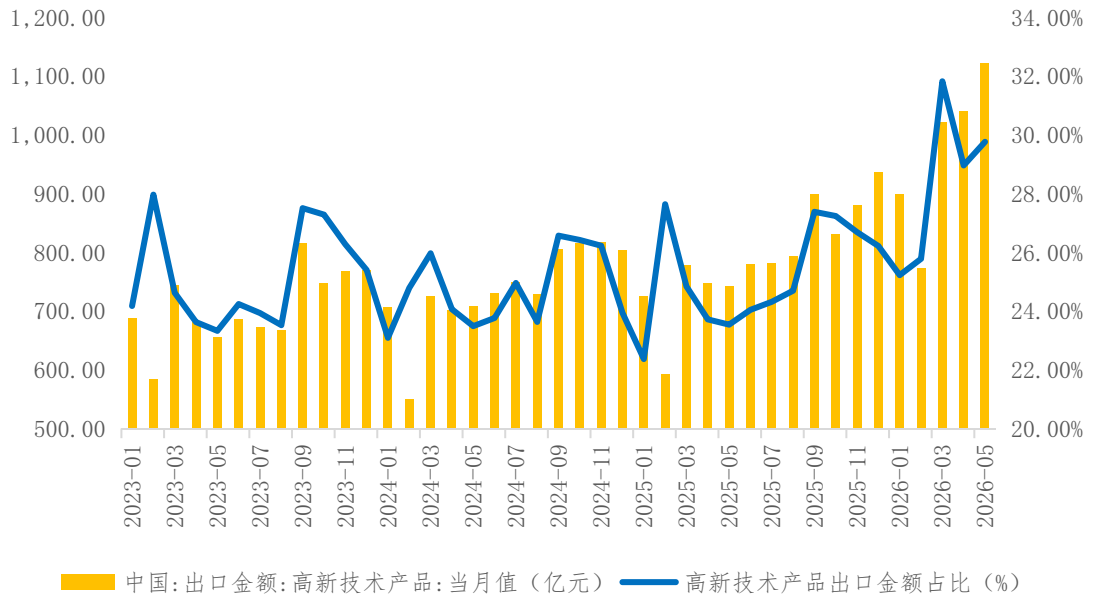
✓ **出口结构性转换，“科技”与劳动走势背离。**当前，电子元器件、稀土、存储部件等技术密集型产品出口保持强劲增长，而劳动密集型产品出口则持续承压，两者增速差持续走阔。这一分化折射出中国出口竞争力的底层逻辑正在发生根本性转变，传统的成本优势随着劳动力成本上升和全球供应链重构而逐步削弱，而依托全产业链协同、工程师红利和规模效应形成的科技制造新优势正在接棒。从全球价值链视角看，中国在AI硬件、新能源装备、高端制造等领域的话语权持续提升，出口产品从“可替代”走向“不可替代”，这为出口的结构性升级提供了坚实基础。

图表31：劳动与科技走势背离



数据来源：Wind，大同证券

图表32：高技术产品出口金额、比重持续提升



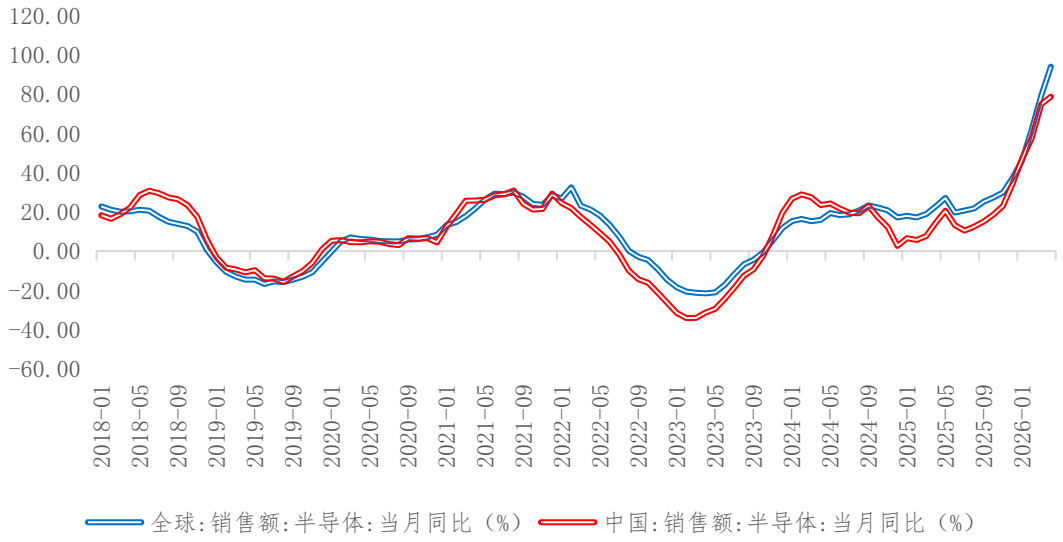
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：出口

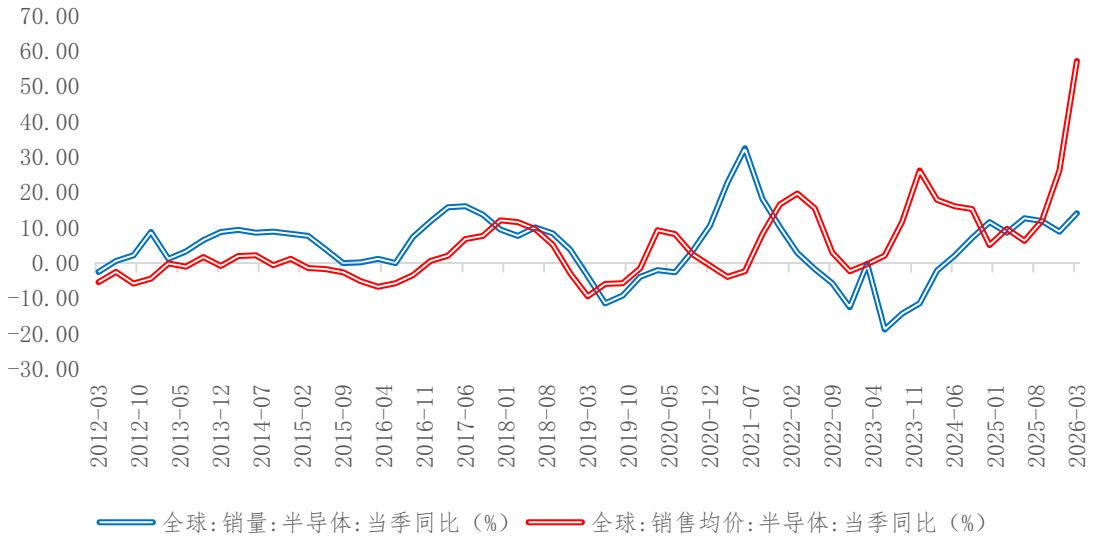
✓ **“新产品”出口如火如荼，出口重心转移既是挑战也是机遇。**自2025年下半年以来，“AI产业链”迎来爆发，全球资本开支扩张下，中国依托长期深耕高技术、新产品的硬功底，跟上了全球发展浪潮，半导体产品销售额快速拉升，在这一场AI浪潮中赢得了主动。当下，全球科技巨头资本开支仍处于上行周期，AI相关硬件的出口景气度有望延续，高技术产品对整体出口的贡献度将有望持续提升。出口的结构性升级不仅是短期稳增长的重要支撑，更是中国制造业在全球价值链中持续向上突破的长期印证。展望未来，在AI资本开支周期与全球制造业补库的共振下，科技密集型产品的出口韧性有望延续，而劳动密集型产品则面临更大的结构性调整压力。出口的重心转移既是挑战也是机遇，折射出中国制造在全球价值链中持续向上突破的长期趋势。

图表33：“AI”产业发力，中国产业链协同拉升



数据来源：Wind，大同证券

图表34：“AI”产业发力，半导体量价齐升



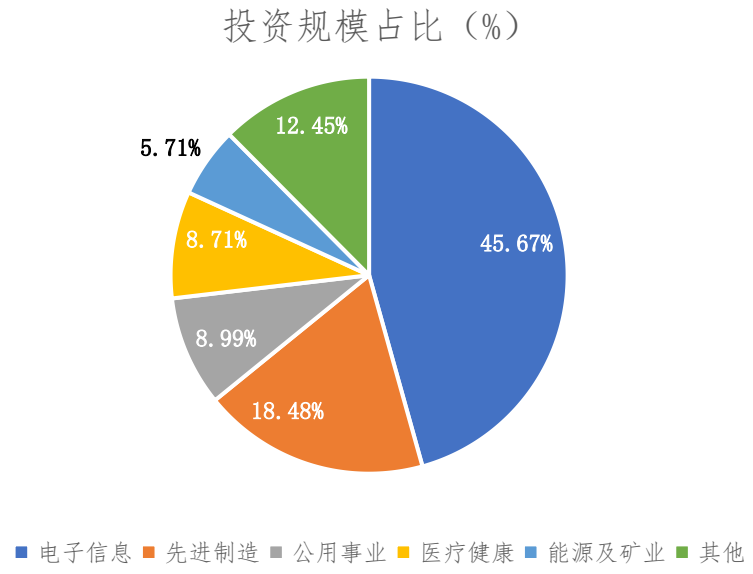
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：社融

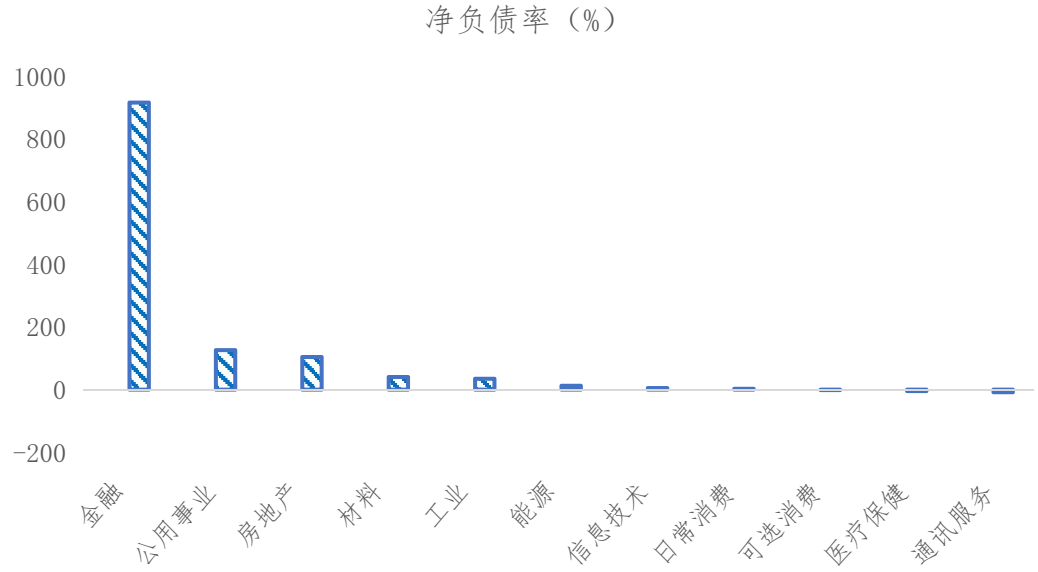
✓ **科技企业更适合股权融资，科技时代下直融占比有望持续提升。**后地产时代，科技企业后来居上，其天然适合股权融资的特性正在推动社会融资结构从间接融资向直接融资加速切换。在VC融资规模中，电子信息行业以45.67%的占比遥遥领先，超过先进制造、医疗健康、能源矿业等行业的总和，反映出资本市场对科技创新企业的高度偏好与资金配置效率。同时，信息技术、通讯服务等科技类企业的净负债率在各行业中处于相对偏低水平，远低于金融、公用事业、房地产等高杠杆行业，意味着科技企业更依赖股权融资而非信贷资金来支撑其研发投入与规模扩张。这种融资结构的适配性，是后续直接融资占比持续提升的基础。

图表37：VC融资规模中，电子信息绝对领先



数据来源：Wind，大同证券

图表38：科技类企业净负债类相对偏低



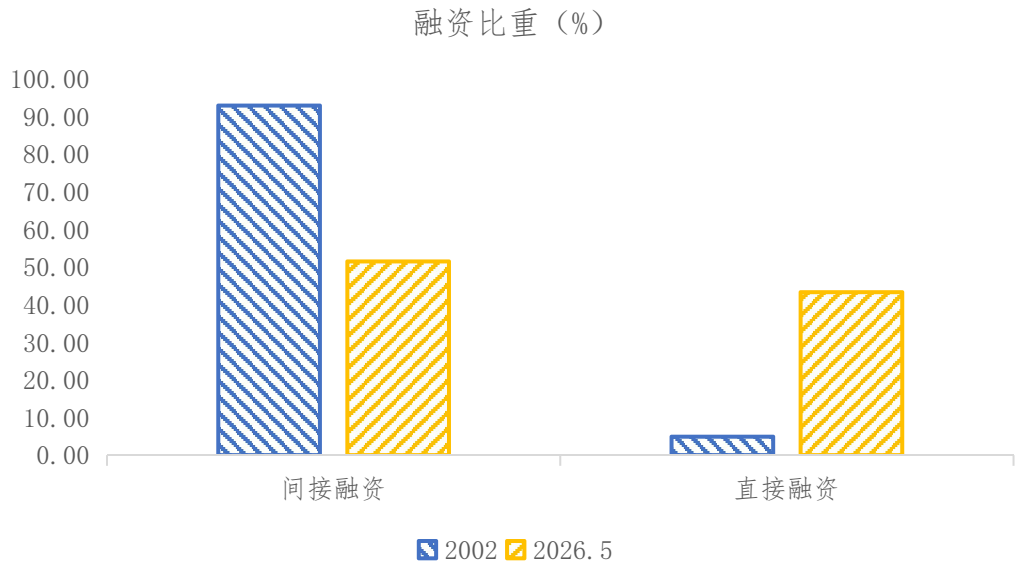
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：社融

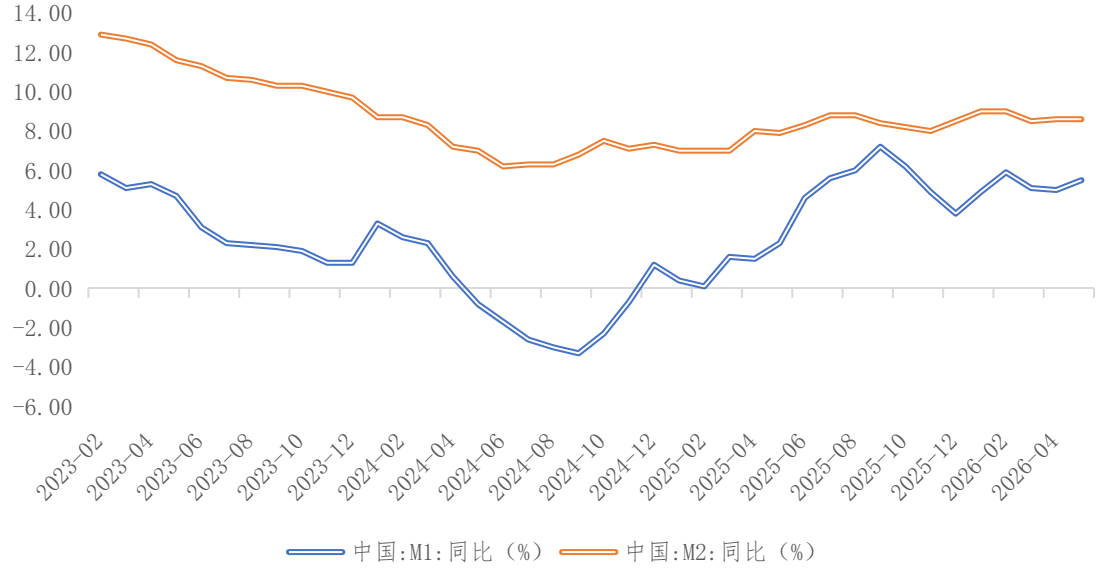
✓ **直融规模提升，经济活力逐步提振。**2025年社融增量中直接融资占比首次超过间接融资，截至2026年5月，直融规模占社融比重已稳定在半数左右。科技企业的高成长性与轻资产特征天然契合股权融资的风险偏好特征，伴随着科技在经济发展中重要程度不断加深，直接融资份额或仍有望持续突破。而融资的变化，对经济的活力也有显著提振作用，M1-M2剪刀差自2024年以来呈逐步收窄态势，反映出企业活期存款增速回升、资金活化程度提高，实体经济经营活跃度正在改善。展望未来，随着科创债、创业板、科创板等多层次资本市场的持续完善，直接融资有望成为科技创新的核心资金来源，直接融资的持续扩容不仅能够为科技创新带来融资保障，更有望成为衡量经济内生活力能否持续释放的关键观测窗口。

图表35：新增社融中，直融规模大幅增加



数据来源：Wind，大同证券

图表36：M1-M2剪刀差正逐步缩小



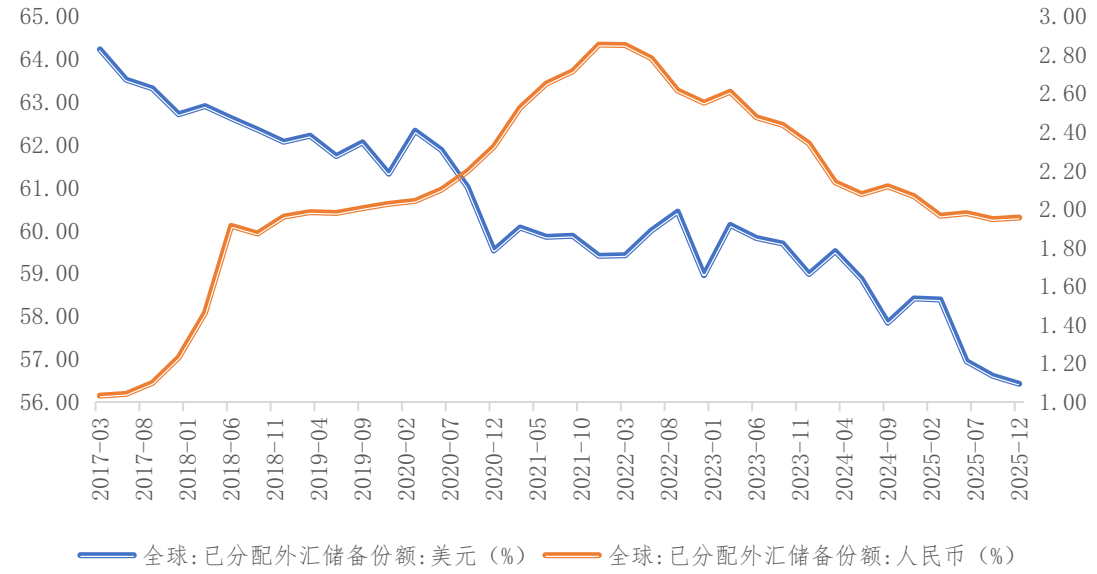
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：外汇

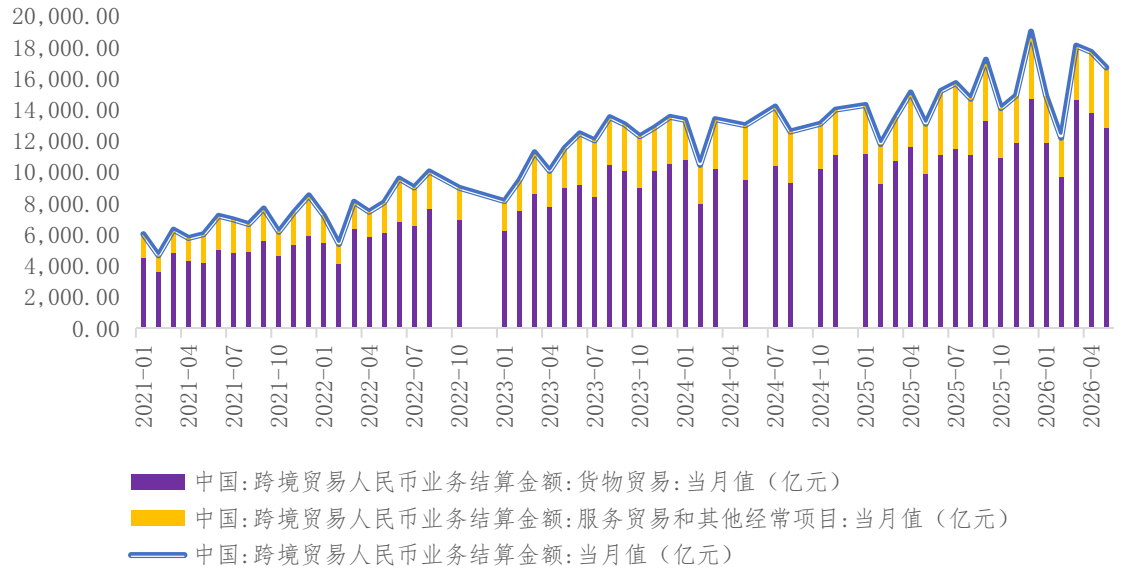
✓ **“去美元化”背景下，国际货币体系向多极化趋势演进。**在“去美元化”浪潮持续演进的背景下，国际货币体系正加速向多极化方向演进。美元在全球已分配外汇储备中的份额自2017年以来呈现趋势性下行，从高位64%以上逐步回落至60%以下，而人民币的储备份额则呈现波动上升态势，反映出全球央行资产配置多元化的长期趋势。同时，人民币跨境贸易结算金额自2017年以来整体呈震荡上行态势，货物贸易与服务贸易结算规模同步扩张，在跨境贸易中的使用深度持续提升。这一趋势的背后，既是全球地缘政治变局下各国降低对单一货币依赖的主动选择，或也是中国制造业全球份额与人民币国际使用占比之间巨大落差的自然收敛。

图表39：全球“去美元化”持续演进



数据来源：Wind，大同证券

图表40：人民币跨境结算业务结算金额震荡上升



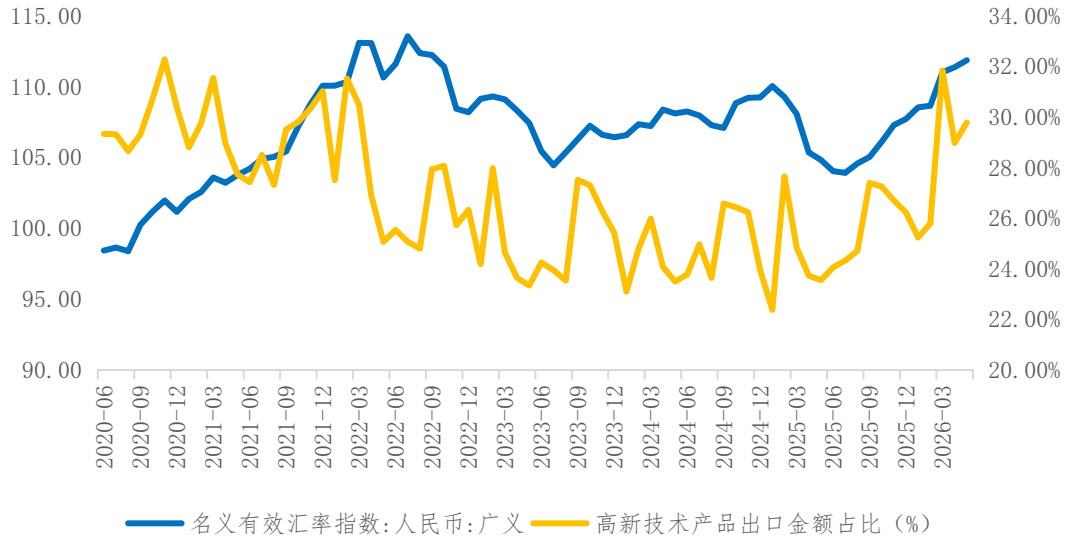
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：外汇

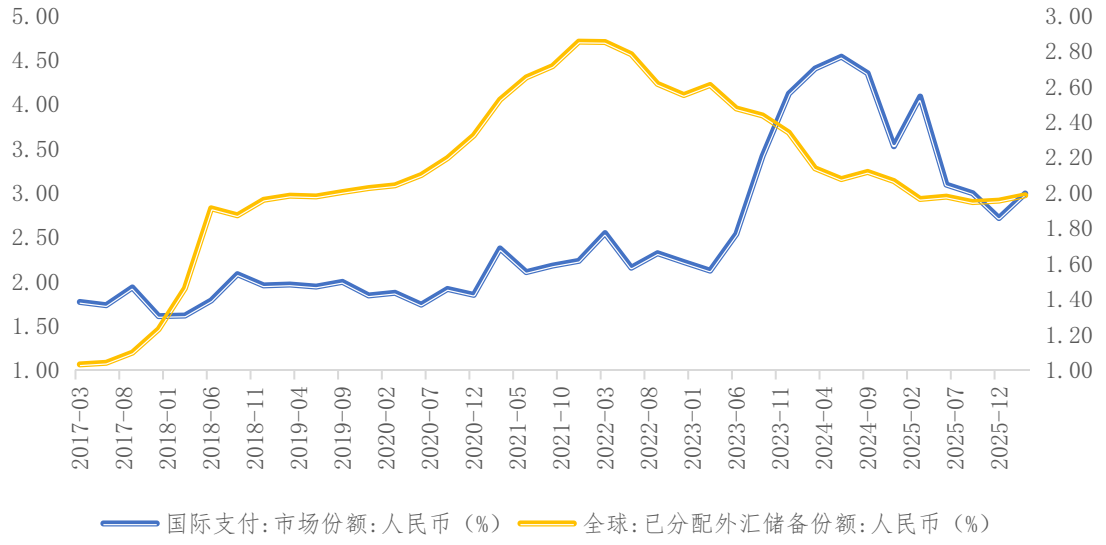
✓ **人民币汇率或需纳入高技术竞争力因素，科技时代，中国超大规模经济体市场溢价仍受国际关注。**与中国制造业逐步“向新向质向科”相对应的是，人民币汇率的长期走势或也需要纳入高技术产业竞争力这一核心变量。可以看到，人民币汇率走势与高新技术产品出口金额之间存在较为明显的趋势一致性，这或许是因为，当高技术产品出口保持强劲增长时，人民币汇率往往获得基本面支撑，反映出科技产业竞争力通过贸易结构与资本流动渠道对汇率形成正向反馈。一国货币的长期走势根本上由其生产率增速决定，这意味着，中国科技产业的持续升级正在为人民币提供超越传统利差框架的深层支撑。在此背景下，人民币在国际货币市场中的份额虽近年有提升，但与中国超大规模经济体的全球地位仍不相匹配，这一巨大落差蕴含着人民币资产重估的长期潜力。

图表41：人民币汇率走势同高新技术产品出口金额存在趋势相同



数据来源：Wind，大同证券

图表42：人民币国际货币市场份额仍有待提升



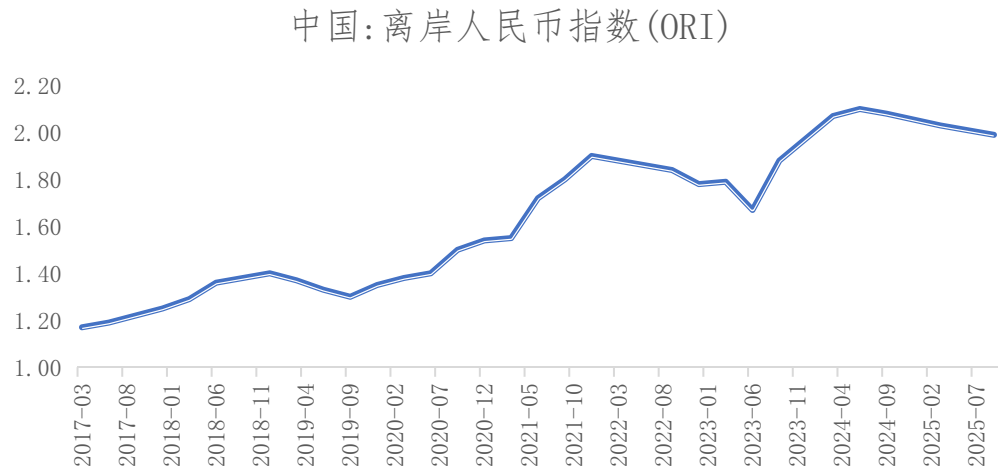
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观经济——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标：外汇

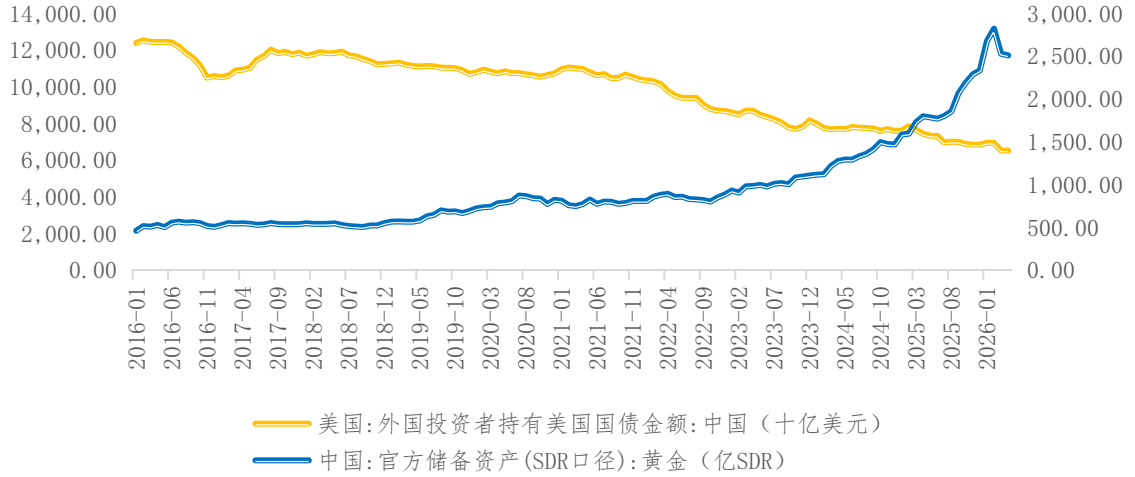
✓ **储备资产结构变更，科技化浪潮下，信用体系或正面临变局。**而在科技化浪潮深刻重塑全球信用体系的背景下，中国的储备资产结构也同步经历了显著变化。中国央行在官方储备资产配置中呈现出“减持美债、增持黄金”的明确趋势，中国持有美国国债金额自2020年以来总体趋于下降，而黄金储备则持续震荡上升，这一“去美元化”的储备结构调整，或正是基于对国际货币信用体系长期演变的战略判断。在AI、数字经济等科技浪潮推动下，传统的以主权信用背书为核心的国际货币体系正面临变局，科技竞争力正逐步成为货币信用的新锚点。中国在科技制造、新能源、数字经济等领域的全球竞争优势，正在为人民币资产提供超越传统信用评级的价值支撑。离岸人民币指数（ORI）自2017年以来呈现趋势性上行，反映出离岸人民币的购买力与综合国际竞争力稳步提升，人民币在国际市场上的接受度和使用深度持续增强。展望未来，随着人民币跨境支付系统（CIPS）的持续拓展、数字人民币的跨境试点推进，以及中国与更多经济体签署本币结算协议，人民币国际化有望迈入新的发展阶段。

图表43：离岸人民币购买力稳步上升



数据来源：Wind，大同证券

图表44：央行官方储备资产结构化变更



数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

目　录



一　全球经济展望

——产业链重塑带来变局 波动、震荡或成为近年主题

二　国内宏观经济展望

——后地产时代，K型分化下的宏观经济指标

三　政策展望

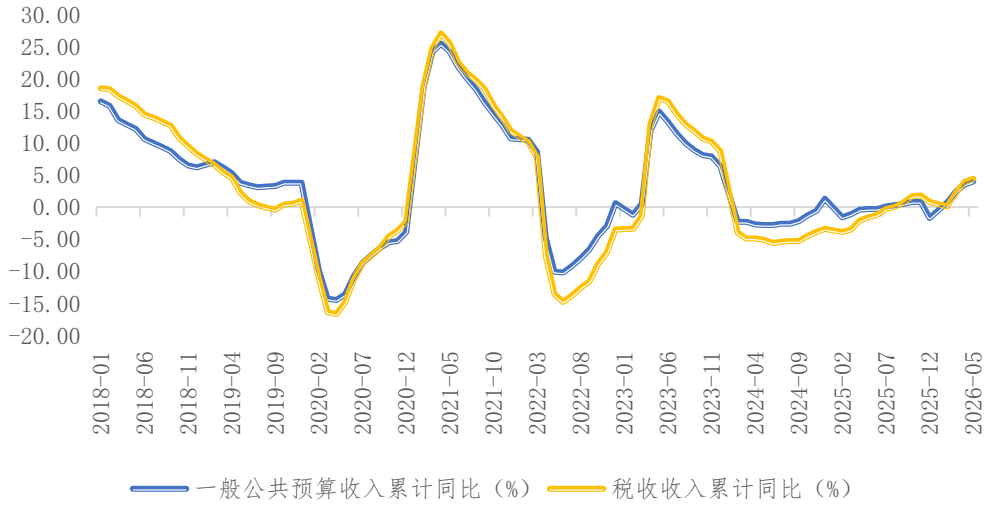
——结构性宽松或有望成为下半年主题

仅供内部参考，请勿外传

政策展望——结构性宽松或有望成为下半年主题：财政政策

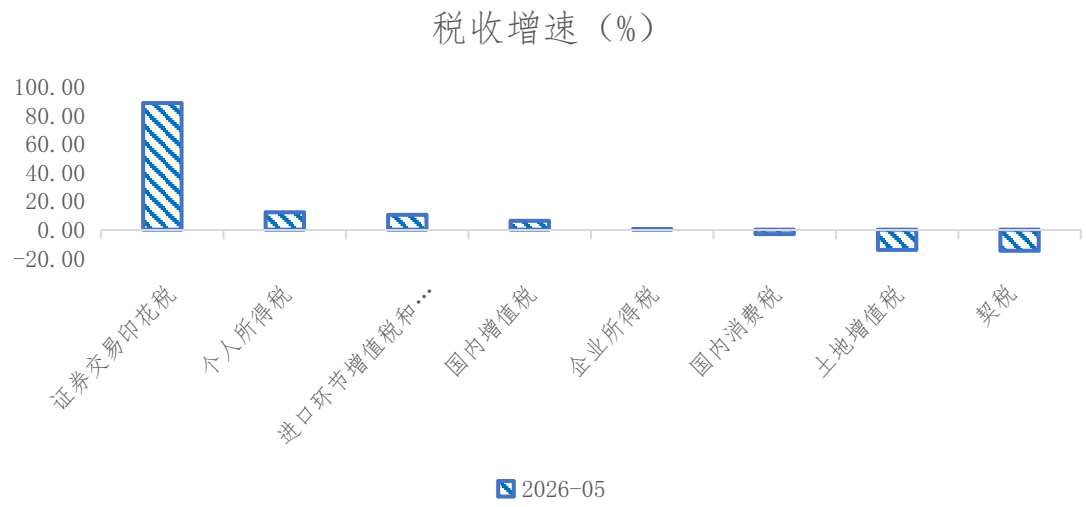
✓ **财政收入总量改善，结构优化。**从财政收入端来看，总量改善与结构优化并行。整体来看，一般公共预算收入累计同比与税收收入累计同比自2023年以来总体呈回升态势，且税收收入增速持续高于总收入增速，反映出财政收入质量在改善、经济活动的税基在修复。分结构来看，证券交易印花税在资本市场活跃的推动下大幅增长，个人所得税及进口相关税收亦表现稳健；然而，契税、土地增值税等地产相关税收则持续低迷，国有土地使用权出让收入大幅下滑。这种“科技金融热、地产财政冷”的税收分化格局，正是后地产时代新旧动能转换在财政收入端的直接映射。传统土地财政的缺口正由新经济活跃带来的税收增量逐步填补，但过渡期的财政平衡仍面临结构性挑战，需中央转移支付与特别国债的持续发力予以对冲。展望下半年，随着资本市场改革深化与新质生产力培育的持续推进，科技与金融相关的税收增量有望继续成为财政收入的重要支撑。

图表45：财政收入总量持续得到改善



数据来源：Wind，大同证券

图表46：税收增速同比变化较大



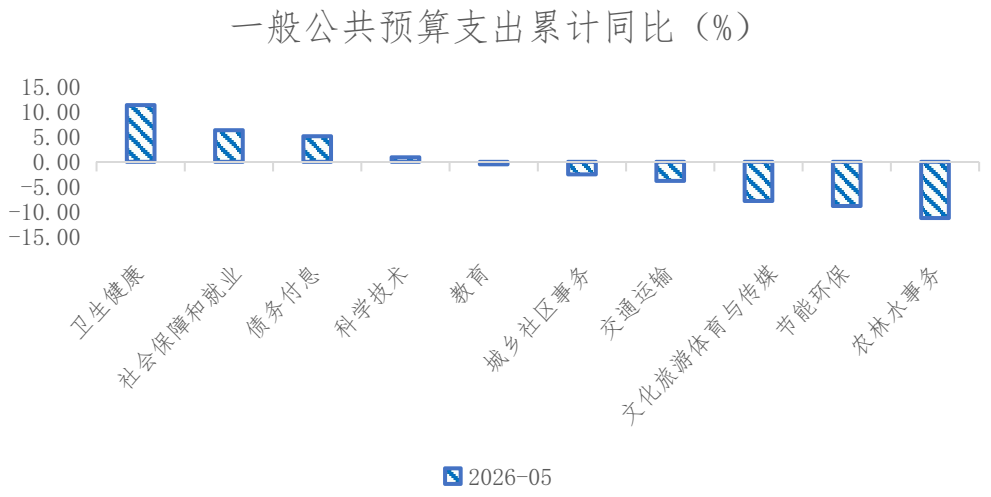
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

政策展望——结构性宽松或有望成为下半年主题：财政政策

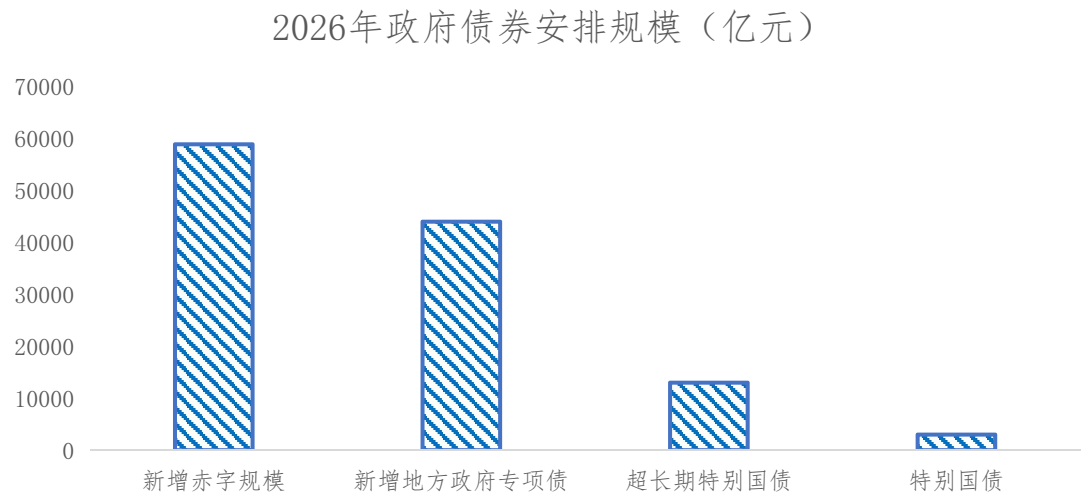
✓ **财政支出向“投资于人”偏转，短期有望保持结构性宽松。**2026年5月一般公共预算支出中，卫生健康、社会保障和就业等社会性支出增速显著高于基建类支出，反映出财政支出重心正从传统的“投资于物”向“投资于物与投资于人紧密结合”转变。育儿补贴、基本医疗保险补助等民生投入成为财政发力的重要方向，这更证实了，在后地产时代，消费正从“工具”回归“目的”。2026年政府债券融资规模安排充足，新增赤字规模58900亿元、新增专项债44000亿元、超长期特别国债13000亿元及特别国债3000亿元，合计近12万亿元的政府债券供给，构成了财政扩张的核心资金来源。上半年政府债券在社融增量中占比超五成，已实质性接替信贷成为信用扩张的主导力量。展望下半年，专项债与特别国债的发行使用有望进一步提速，财政支出在民生保障与新基建领域的结构性倾斜将持续为经济提供托底支撑。

图表47：一般公共预算支出结构性偏移



数据来源：Wind，大同证券

图表48：政府债券助力市场信贷稳定



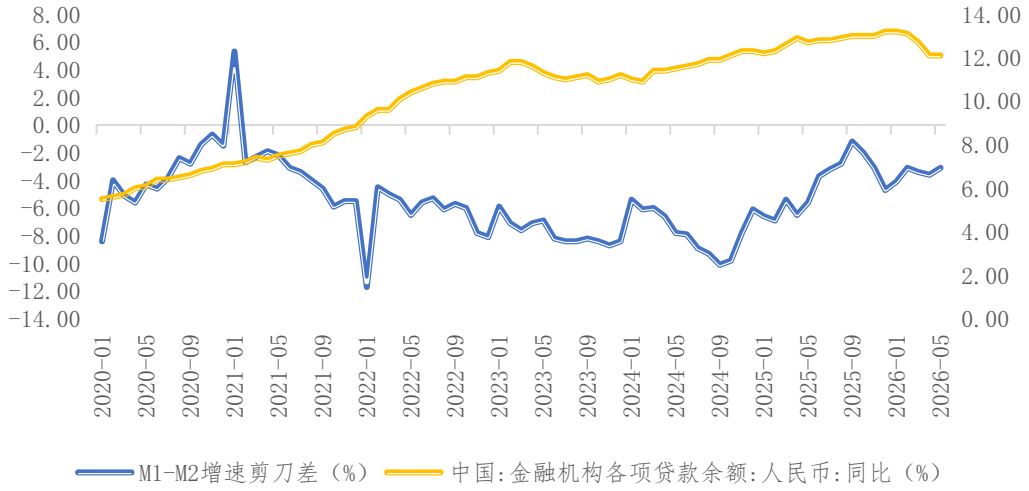
数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

政策展望——结构性宽松或有望成为下半年主题：货币政策

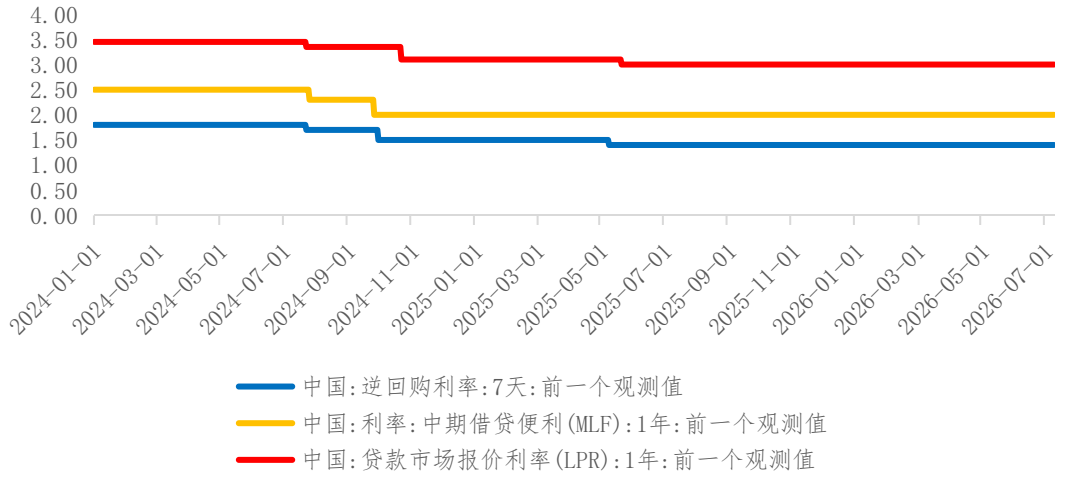
✓ **经济活性逐步增强，降息空间仍然存在。**M1-M2剪刀差自2024年下半年以来呈现持续收窄态势，表明企业活期存款增速回升、资金活化程度提高，实体经济经营活跃度正在边际改善。M1同比增速的持续修复是流动性充裕向实体经济传导取得成效的积极信号，反映出货币政策在“宽货币”向“宽信用”转化过程中正逐步见到实效。展望下半年，在银行净息差已降至1.40%历史低位的约束下，总量降息或面临内部约束，但降准仍有空间——目前金融机构法定存款准备金率平均为6.3%，降准释放长期流动性的窗口依然开启。同时，央行近期明确将隔夜正/逆回购操作利率区间由70个基点收窄至50个基点，短端利率调控精度有望进一步提升。同时，若下半年经济复苏动能出现反复，结构性降息（如定向降低科技创新、绿色转型等重点领域融资成本）或仍是政策工具箱中的可行选项。

图表49：M1-M2剪刀差缩窄，流动性充裕带动经济表现逐步活跃



数据来源：Wind，大同证券

图表50：降息或面临内部约束



数据来源：Wind，大同证券

仅供内部参考，请勿外传

大同证券 DATONG SECURITIES

风险提示： 政策效果不及预期、贸易环境恶化、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6～12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6～12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6～12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准
注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
注3：基准指数为沪深300指数

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6～12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6～12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6～12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6～12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

分析师声明：
作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。
本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。
本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺iFinD/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：
本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司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。
市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：
1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
3投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：
本报告版权为大同证券有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：
本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。