下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

从广泛修复到结构验证：当前基本面怎么看

证券分析师

程强
资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn
卢柯源
资格编号：S0120526060001
邮箱：luky3@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点：

- **4—5 月经济数据公布后，当前基本面的观察重点需要从一季度的“广泛修复”转向修复成色和扩散程度的验证。一季度经济较去年年末呈现多环节改善，生产、服务、消费、投资、出口和地产销售等指标均有不同程度修复，为全年经济运行提供了较好的开局基础；但进入 4—5 月后，数据结构开始出现更明显的分化：生产端和外需链条仍有支撑，价格修复和企业利润改善也在延续，但需求承接、信用扩张、资本开支和利润扩散并未同步跟上。本文将从生产与需求、企业经营正循环、价格修复与利润分配三个维度，说明 4—5 月基本面相较一季度出现的结构变化，并进一步讨论这些变化背后的传导约束。**

- **4—5 月相较一季度，基本面变化主要体现在三个层面：**

  一是供需修复斜率开始拉开。生产端和外需仍有韧性，4 月和 5 月规模以上工业增加值同比分别增长 4.1%和 4.5%，5 月出口同比增长 13.8%；但需求端承接相对偏慢，5 月社零同比下降 0.6%，1—5 月固定资产投资同比下降 4.1%，显示经济修复从一季度的多环节同步改善，转向生产端韧性与需求端承接之间的分化。

  二是企业经营正循环进入验证阶段。1—5 月规模以上工业企业营业收入同比增长 5.5%，利润同比增长 18.8%，说明企业经营端修复仍在延续；但订单、投资和信用需求尚未充分接续，利润和现金流改善能否进一步转化为更持续的资本开支和资产负债表扩张，仍需继续观察。

  三是价格修复改善名义增长环境，但利润扩散仍不充分。5 月 PPI 同比上涨 3.9%，明显高于 CPI 的 1.2%，价格修复更多体现于工业品和生产资料端；从利润结构看，盈利改善更多集中在电子、原材料、高技术制造等方向，部分中下游制造和内需链条仍然承压，利润扩散的广度仍有待验证。

- **结构分化背后，核心在于修复过程中的传导约束开始显现：**

  一是资本开支周期进入后半程，观察重点从“投入扩张”转向“回报验证”。前期资本开支、补库存和扩产能够支撑生产和产业链景气，但随着前期产能逐步释放，新增订单能否消化产能、收入和利润能否覆盖前期投入，开始成为企业是否继续扩张的关键。

  二是外需仍是重要支撑，但向内需传导并不充分。出口韧性能够支撑生产端和部分制造业利润，但其链条更偏制造端和中间品环节，对居民消费、地产链和服务业的带动相对间接。后续外需能否转化为更广泛的内需修复，仍取决于就业、工资、企业投资和居民信心等环节能否接续。

  三是价格修复进入第二阶段，重点从“通缩缓解”转向“利润分配”。PPI 回升改善名义增长环境，但在终端需求仍偏温和的情况下，价格改善更容易体现为产业链利润再分配，而非全行业盈利同步修复。后续需要关注价格修复能否从上游和优势部门，进一步扩散到中下游和内需链条。

- **风险提示：**国内需求修复不及预期；外需回落或全球产业趋势波动超预期；价格修复和利润扩散不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 4—5 月相较一季度：从广泛修复进入扩散验证阶段 4
2. 从总量修复到结构分化的传导约束 7
2.1. 资本开支周期进入后半程：从投入扩张转向回报验证 7
2.2. 外需仍是重要支撑，但向内需传导并不充分 8
2.3. 价格修复进入第二阶段：从通缩缓解转向利润分配 9
3. 风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：4—5 月经济数据 K 型分化特征显现 4
图 2：今年固定资产投资完成额累计同比表现偏弱 5
图 3：社零表现相对承压 5
图 4：我国出口整体维持较高水平 5
图 5：2026 年 1—5 月工业企业利润增速明显回升 6
图 6：信贷结构显示融资需求仍偏结构性 6
图 7：5 月制造业 PMI 新订单和新出口订单有所回落 6
图 8：过去几个季度，Meta 的资本开支增速明显高于收入增速 8
图 9：外需仍是重要支撑，但向内需传导并不充分 9

下载日志已记录，仅供内部参考

今年一季度经济实现较好开局，主要经济指标呈现出一定的广泛修复特征。生产、服务、消费、投资、出口等多个环节较去年年末均有改善，价格端也开始摆脱此前持续偏弱的状态，叠加基数因素逐步转向有利，为全年经济运行提供了较好的开局基础。

但随着 4—5 月经济数据陆续公布，基本面的观察重点也需要相应调整。一季度更多体现的是低位修复后的“广泛改善”，而 4—5 月则开始进入修复成色和扩散程度的验证阶段。当前经济运行中，生产端和外需链条仍有支撑，产业趋势也仍在延续，但需求承接、信用扩张和利润传导之间的差异开始更加明显。换言之，当前基本面正在从一季度的“广泛修复”，进入生产、需求、价格和利润之间的“结构验证”阶段，K 型分化特征进一步显现。

图 1：4—5 月经济数据 K 型分化特征显现

领域	宏观指标	口径/单位	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月	2025年11月	2025年10月
总量	GDP	当季同比 %			5.0			4.5		
生产	规上工业增加值	单月同比 %	4.5	4.1	5.7	6.3		5.2	4.8	4.9
		累计同比 %	5.4	5.6	6.1	6.3		5.9	6.0	6.1
	服务业生产指数	单月同比 %	4.4	4.3	5.0	0.0		5.0	4.2	4.6
		累计同比 %	4.8	4.9	5.1	5.2		5.5	5.6	5.7
需求	固定资产投资完成额	单月同比 %	-4.1	-1.6	1.7	1.8		-3.8	-2.6	-1.7
	制造业	单月同比 %	-0.4	1.2	4.1	3.1		0.6	1.9	2.7
	基建（不含电力）	单月同比 %	0.8	4.9	9.2	9.8		-1.5	0.1	1.5
	房地产	单月同比 %	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1		-17.2	-15.9	-14.7
	社零	单月同比 %	-0.6	0.2	1.7	2.8		0.9	1.3	2.9
		累计同比 %	1.4	1.9	2.4	2.8		3.7	4.0	4.3
	出口	单月同比 %	13.8	9.7	-0.7	36.0	8.0	5.1	5.6	-0.9
		累计同比 %	11.8	11.3	11.9	19.1	8.0	6.0	6.1	6.2
	进口	单月同比 %	21.5	20.5	24.3	11.2	24.0	4.9	2.3	2.2
		累计同比 %	20.5	20.2	20.1	17.7	24.0	0.8	0.4	0.2
价格	CPI	单月同比 %	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2
		累计同比 %	1.0	0.9	0.9	0.8	0.2	0.0	0.0	-0.1
	PPI	单月同比 %	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1
		累计同比 %	1.0	0.2	-0.6	-1.2	-1.4	-2.6	-2.7	-2.7
就业	调查失业率	%	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1
		同比变化 %	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1

资料来源：Wind，德邦研究所

1. 4—5 月相较一季度：从广泛修复进入扩散验证阶段

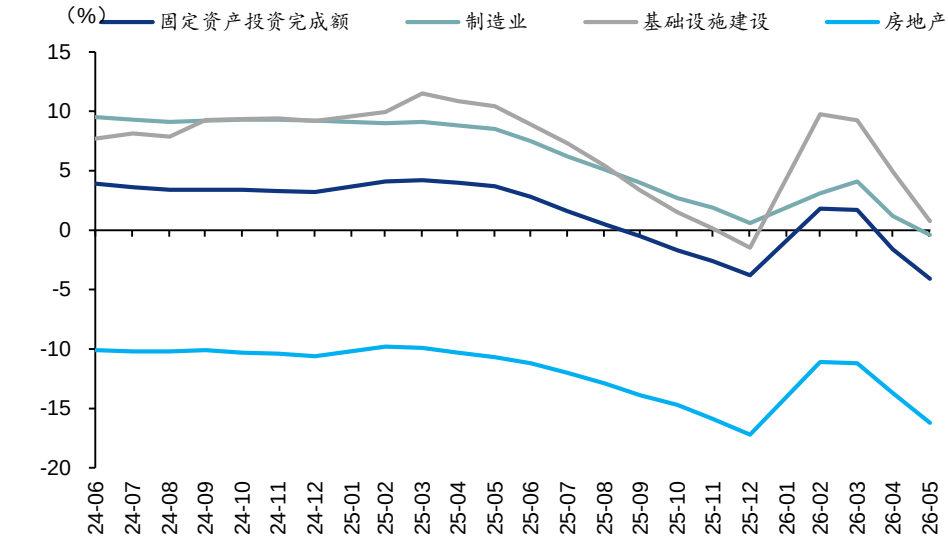
具体来看，4—5 月数据相较一季度的变化，主要体现在三个层面：**一是生产端韧性仍强，但需求端承接偏慢；二是企业经营从正循环预期，进入产能释放与订单承接的验证阶段；三是价格修复继续改善名义增长环境，但利润分配仍更多偏向具备价格弹性、产业趋势和定价权的优势部门，盈利改善的行业扩散仍需进一步验证。**

首先，4—5 月经济数据最直观的变化，是生产端韧性仍强，但需求端承接相对偏慢。一季度经济修复的积极之处，在于工业生产、服务业、消费、投资、出口和地产销售等多个环节较去年年末均有改善，数据好转具有一定广泛性；但进入 4—5 月后，这种“多环节共同改善”的特征有所弱化，供需两端的修复斜率开始拉开。**从生产端看，**4 月和 5 月规模以上工业增加值单月同比分别增长 4.1%和 4.5%，仍保持正增长，出口链条也延续较强韧性，5 月货物出口同比增长 13.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

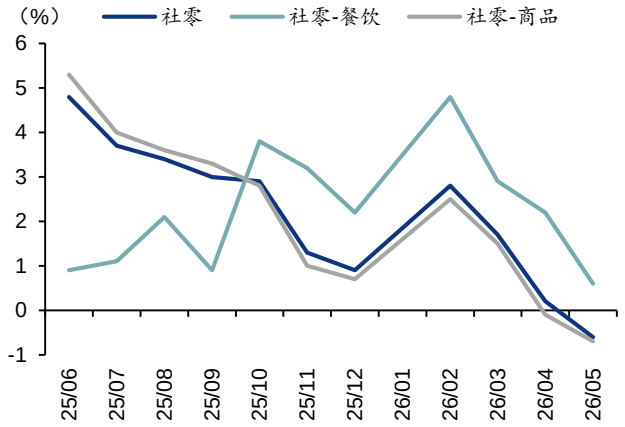
相比之下，需求端修复相对偏慢，5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%，其中商品零售同比下降 0.7%，餐饮收入增长 0.6%。此外，1—5 月固定资产投资同比下降 4.1%。这意味着，4—5 月经济修复的特征，已经从一季度的多环节同步改善，转向生产端韧性与需求端承接之间的分化。

图 2：今年固定资产投资完成额累计同比表现偏弱



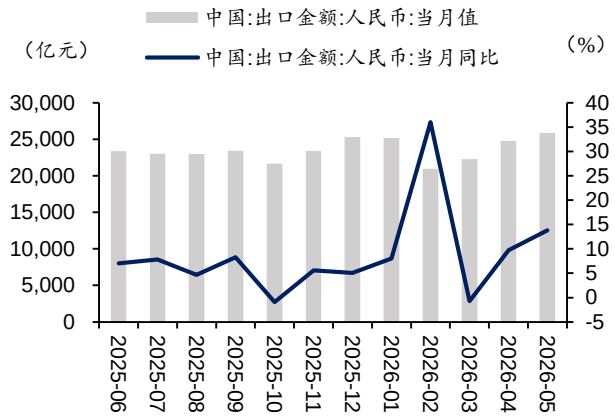
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：社零表现相对承压



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：我国出口整体维持较高水平



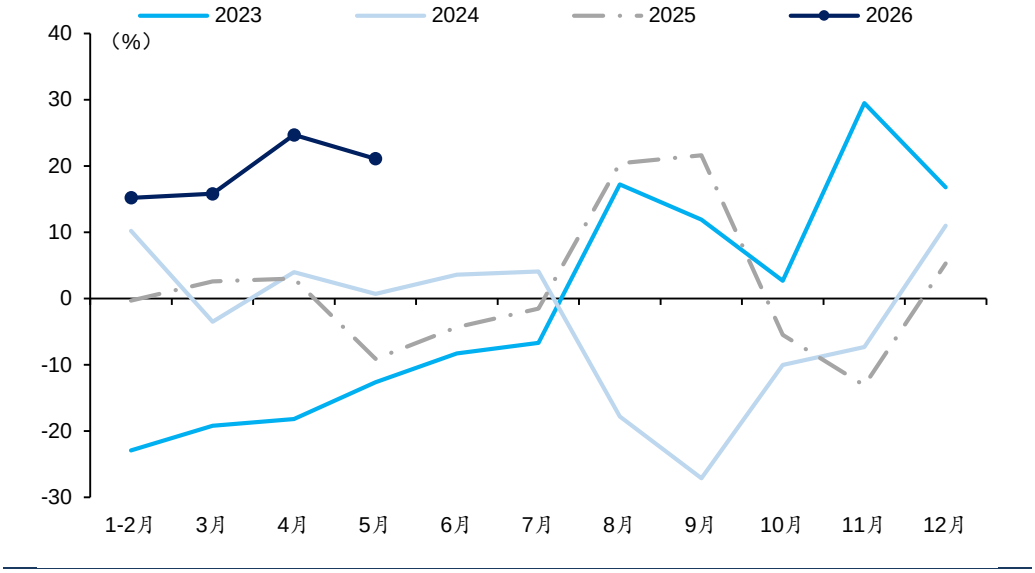
资料来源：Wind，德邦研究所

其次，企业经营从正循环预期，进入产能释放与订单承接的验证阶段。一季度以来，企业经营端已经出现较为积极的变化，其线索并不只体现在利润增速改善本身，而是体现为“收入修复—ROE 企稳—现金流改善—补库存和扩产—资产负债表扩张”的经营正循环。沿着这一链条看，前期收入和利润修复改善企业现金流，现金流修复又带动补库和扩产意愿回升，并进一步推动企业从过去几年的收缩状态转向更积极的经营状态。

从现有数据看，正循环的前半段已经有所体现。据国家统计局数据显示，1—5 月规模以上工业企业营业收入同比增长 5.5%，利润同比增长 18.8%，营业收入利润率为 5.56%，说明企业经营端修复仍在延续。

下载日志已记录，仅供内部参考

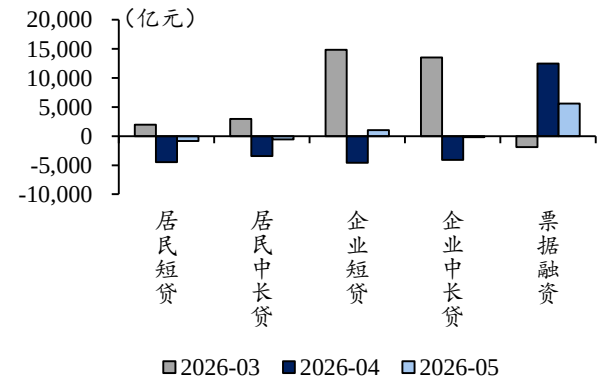
图 5：2026 年 1—5 月工业企业利润增速明显回升



资料来源：Wind，德邦研究所

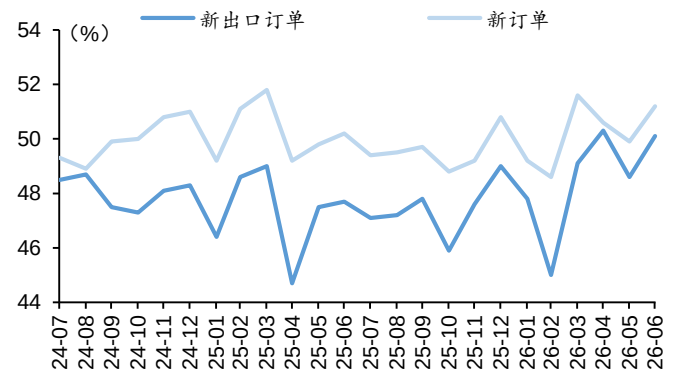
但正循环的后半段，也就是利润和现金流改善能否进一步转化为更持续的订单扩张、资本开支和信用需求，目前表现还不够充分。订单方面，制造业 PMI 新订单指数从 3 月的 51.6%回落至 4 月的 50.6%，5 月进一步降至 49.9%，重新回到收缩区间；新出口订单指数也从 4 月的 50.3%回落至 5 月的 48.6%，说明订单承接仍存在波动。投资方面，1—5 月固定资产投资同比下降 4.1%，较一季度的增长 1.7%明显回落；制造业投资由一季度增长 4.1%转为下降 0.4%，基础设施投资由一季度增长 8.9%回落至增长 0.6%，民间投资降幅也从一季度的 2.2%扩大至 7.1%。信用方面，前五个月社会融资规模增量累计 17.48 万亿元，较去年同期少 1.16 万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款同比少增 1.38 万亿元；居民部门贷款仍减少 6314 亿元，企业中长期贷款保持增长，说明企业部门融资仍有一定支撑，但票据融资也有较多增加，叠加投资端修复偏慢，显示信用扩张尚未充分转化为更广泛的真实资本开支需求。整体来看，企业经营端已经出现修复，但新增订单、资本开支和信用需求仍需要进一步接续。

图 6：信贷结构显示融资需求仍偏结构性



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：5 月制造业 PMI 新订单和新出口订单有所回落



资料来源：Wind，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

最后，价格修复改善了名义增长环境，但利润分配仍偏向优势部门。在企业收入和利润端已经出现修复的基础上，进一步需要观察的是利润改善的行业分布。5 月 PPI 同比上涨 3.9%，较 4 月进一步扩大，明显高于 CPI 的 1.2%，价格修复更多体现于工业品和生产资料端，而终端消费价格仍相对温和。

从利润结构看，本轮利润改善仍然带有较明显的行业集中特征。1—5 月电子行业利润同比增长 103.9%，对全部规模以上工业企业利润增长的贡献率达到 43.1%；规模以上原材料制造业利润增长 83.1%，其中有色行业利润增长 117.1%，化工行业利润增长 71.6%；高技术制造业利润增长 44.7%，继续对工业企业利润形成重要支撑。

相比之下，部分中下游制造和内需链条仍然承压。1—5 月汽车制造业利润同比下降 19.8%，电气机械和器材制造业下降 13.7%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 37.4%，非金属矿物制品业下降 48.9%。由此来看，4—5 月之后，利润端的变化并不只是总量修复，更体现为行业之间的分布差异。价格修复和盈利改善更多集中在电子、原材料、高技术制造等方向，而部分中下游制造和内需链条仍未同步改善，利润扩散的广度仍需要进一步验证。

2. 从总量修复到结构分化的传导约束

4—5 月基本面从“广泛修复”走向“扩散验证”，背后并不是单一因素变化，而是多个传导环节同时出现约束。一方面，前期生产、价格和利润改善仍在延续，说明经济修复的基础并未消失；另一方面，这些改善并未充分扩散至更广泛的内需、信用和资本开支环节。具体来看，当前结构分化主要来自三个方面：一是资本开支周期进入后半程，二是外需向内需传导不充分，三是价格修复从通缩缓解进入利润分配阶段。

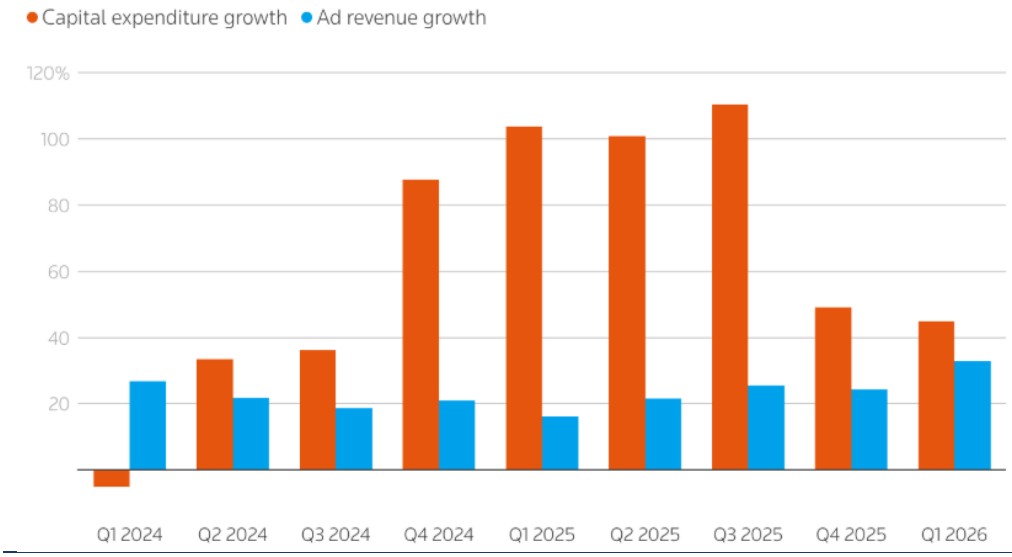
2.1. 资本开支周期进入后半程：从投入扩张转向回报验证

第一个传导约束，来自资本开支周期本身的阶段切换。在经济低位修复初期，资本开支、补库存和扩产往往是积极信号，意味着企业收入和利润改善后，经营预期开始修复，并带动生产和产业链景气回升。但当资本开支进入后半程，观察重点会从“企业有没有重新投入”，转向“前期投入能否带来稳定回报”。此时，前期形成的产能开始释放，生产端仍能保持韧性，但新增订单能否消化产能、收入和利润能否覆盖前期投入，开始成为企业是否继续扩张的关键。

AI 产业链正是过去几年资本开支扩张中最具代表性的产业趋势之一。海外科技巨头围绕算力、数据中心和云基础设施持续加大投入，推动全球 AI 产业链维持较高景气，并通过电子、半导体、光模块、服务器、电力设备和数据中心等链条，带动国内相关产业的订单、生产和利润改善。资本开支处于快速扩张阶段时，投入上修本身往往被视为产业趋势强化的信号；但随着投入规模持续抬升，这一逻辑也开始进入验证阶段。一方面，Meta 将 2026 年资本开支预期上调至 1250—1450 亿美元，此前为 1150—1350 亿美元；Alphabet 也预计 2026 年资本开支达到 1800—1900 亿美元，显示海外 AI 投入仍处高位；另一方面，高资本开支也开始压缩自由现金流、增加外部融资需求和折旧摊销压力，使市场关注点从“是否继续投入”转向“投入之后能否兑现收入、利润和现金流回报”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：过去几个季度，Meta 的资本开支增速明显高于收入增速



资料来源：Reuters，德邦研究所

放回当前国内基本面来看，AI 资本开支从投入扩张进入回报验证，也意味着产业趋势对经济的传导方式正在发生变化。过去一段时间，AI 产业链景气上行能够较直接地带动相关制造业生产、出口订单和利润改善，因此成为生产端和部分高技术制造保持韧性的重要来源；但当海外资本开支进入高位验证阶段后，国内相关链条能否继续获得稳定订单、前期扩张的产能能否顺利消化、盈利改善能否从少数优势环节向更广泛产业链扩散，都需要进一步观察。因此，当前生产端韧性仍然是积极信号，但这种韧性能否进一步转化为更广泛的资本开支、信用需求和利润扩散，取决于产业趋势能否从投入扩张顺利过渡到回报兑现。

2.2. 外需仍是重要支撑，但向内需传导并不充分

第二个传导约束，在于外需仍是当前基本面的重要支撑，但其支撑作用更多集中在出口链、工业生产和优势制造部门，对居民消费、地产链和私人部门信用的带动相对有限。

这种外需支撑向内需传导不充分，主要体现在两个方面。一是当前出口韧性更多来自制造业供给优势和特定产业链条的全球需求，机电产品、高技术产品和部分资本品出口能够直接支撑相关企业订单、工业生产和利润改善，但这些链条本身更偏制造端和中间品环节，对居民消费、地产链和服务业的带动相对间接。二是外需带来的收入和利润要进一步扩散到内需部门，还需要通过就业、工资、企业投资和居民消费信心等环节传导；如果这些环节修复偏慢，外需对经济的支撑就更容易停留在少数优势链条之内，表现为生产强于需求、外需强于内需的结构特征。

因此，外需韧性能够解释当前生产端为什么仍有支撑，也能够解释部分出口链和先进制造方向为什么利润修复更快；但它难以单独完成从生产修复到内需扩张的完整传导。后续基本面能否从结构性修复走向更广泛扩散，仍需要观察外需链条的收入和利润改善，能否进一步转化为企业投资意愿、居民收入预期和私人部门信用修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：外需仍是重要支撑，但向内需传导并不充分



资料来源：德邦研究所绘制

2.3. 价格修复进入第二阶段：从通缩缓解转向利润分配

第三个传导约束，来自价格修复之后的利润分配差异。此前关于 A 股 K 型分布的分析已经说明，PPI 回升改善的是整体名义增长环境，但价格修复并不等于全行业利润同步改善。（详见 2026 年 6 月 10 日发布的《A 股 K 型分布的宏观根源》）在终端需求仍偏温和、价格传导并不充分的环境下，价格改善更容易表现为产业链不同环节之间的利润再分配：具备价格弹性、定价权或订单支撑的部门，利润率修复会更加直接；而成本转嫁能力较弱、需求承接不足的中下游和内需链条，盈利改善仍会受到约束。

从价格结构看，当前价格修复已经从“有没有回升”进入“如何传导”的阶段。前期 PPI 回升的主要意义在于缓解此前价格持续偏弱对企业收入和利润表的压制，改善名义增长环境；但当 PPI 同比涨幅明显高于 CPI、工业品价格修复快于终端消费价格时，价格传导的结构差异也开始显现。**上游和生产资料价格改善能够更快体现在相关行业收入和利润率中，而终端需求相对温和，则意味着下游企业的成本转嫁和利润修复未必能够同步完成，价格修复也更容易体现为利润在产业链不同环节之间的重新分配。**

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

（1）国内需求修复不及预期。若居民消费、地产链和民间投资修复偏慢，生产端韧性可能难以进一步传导至更广泛的内需部门，基本面扩散进程或弱于预期；

（2）外需回落或全球产业趋势波动超预期。若全球需求走弱、贸易摩擦加剧、地缘扰动升温，或 AI 资本开支放缓、相关产业链订单波动，出口链和外需相关行业景气可能面临回落压力；

（3）价格修复和利润扩散不及预期。若 PPI 修复持续性不足，或价格改善继续集中在少数上游和优势行业，中下游及内需链条盈利改善可能偏慢，基本面结构分化或进一步延续。



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

卢柯源，硕士，德邦证券宏观分析师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。