下载日志已记录，仅供内部参考

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

名义经济增长修复的下半场
——2026年下半年中国经济展望

证券分析师

钟正生 投资咨询编号：S1060520090001

张璐 投资咨询编号：S1060522100001

常艺馨 投资咨询编号：S1060522080003

杨见一 投资咨询编号：S1060526020001

2026年7月6日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

下载日志已记录，仅供内部参考

主要观点

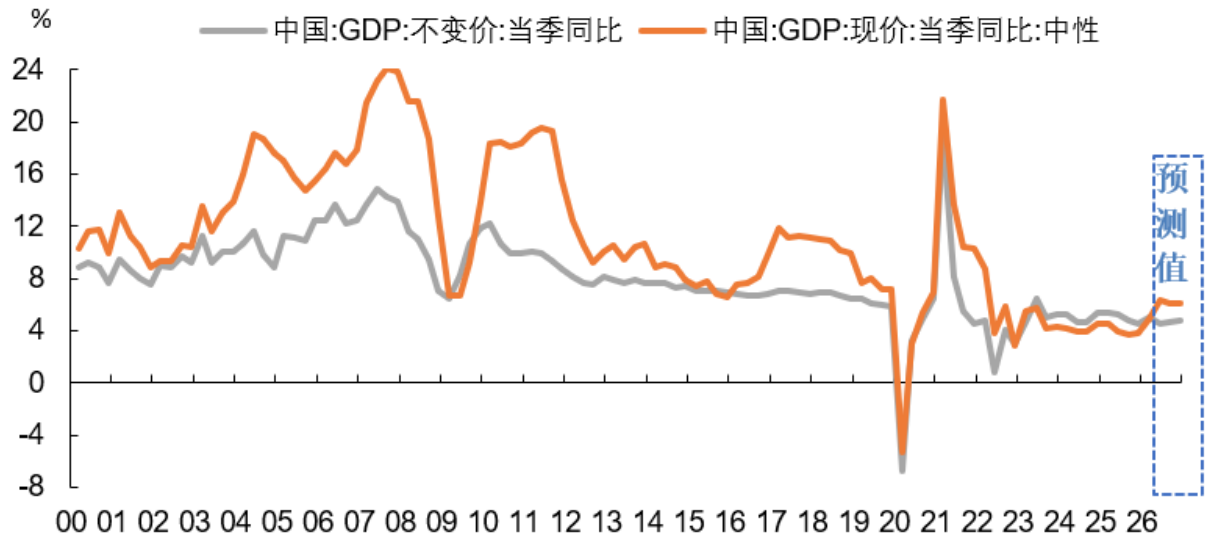
- **一、上半年中国经济运行。**一季度实际GDP同比增长5.0%，预计二季度小幅回落至4.5%左右。实际增长保持韧性，出口、高技术制造和装备制造业仍是主要支撑；价格环境明显改善，PPI回升带动工业企业营收和利润修复。但内需接力仍不充分，投资在一季度后有所放缓，耐用品消费进入政策集中释放后的消化期，房地产虽有局部企稳迹象，但持续性仍待观察。
- **二、下半年增长有望温和修复。**重点观察外需增长能否向内需扩散。预计三四季度实际GDP增速回升至4.6%-4.8%。全球制造业景气、AI资本开支和能源安全投资带动下，出口仍是重要支撑。制造业投资有望在利润和现金流改善后滞后企稳，但弹性更多集中在高技术和强出口链条。房地产拖累斜率可能放缓，但难以贡献明显增量。消费预计温和回升，服务消费仍具韧性，耐用品消费受政策延续和低基数支撑。
- **三、物价修复进入内生需求检验期。**上半年价格回升受油价和输入性成本影响较大，尤其对PPI拉动更强。预计二季度GDP平减指数回升至1.5%-2.0%，结束过去三年低物价状态。下半年能源价格可能回落，物价能否继续改善，将更多取决于出口价格、工业品供需、产能约束、反内卷政策和企业定价能力。判断名义增长的修复成色，重点看中下游PPI、核心消费品、服务价格和房地产价格能否同步企稳，企业利润的扩散以及生产的回补情况。
- **四、下半年宏观政策展望。**财政政策仍是稳内需主抓手：二季度支出节奏放缓后，下半年具备加快落地条件。中央预算内投资、超长期特别国债、8000亿元新型政策性金融工具和专项债资金有望加快形成实物工作量，重点投向“两重”“六网”、城市更新、地下管网、能源电网、算力网和民生服务领域。货币政策有望维持适度宽松环境：上半年降息受物价回升、银行净息差和外部利率约束。下半年油价趋于回落，且人民币升值幅度已较大，对国内货币宽松约束较少；央行适时增加隔夜逆回购操作品种，也可起到引导市场资金利率中枢下移的效果。

下载日志已记录，仅供内部参考

中国宏观经济指标预测

- **上半年中国经济实际增长较稳，物价水平较快恢复。**一季度中国经济录得5%的“开门红”，结合4-5月工业增加值和服务业生产指数看，预计二季度实际GDP增速小幅回落至4.5%。价格修复更值得关注，预计二季度GDP平减指数回升至1.5-2.0%，结束过去三年的低物价状态，对应名义GDP增速回升至6%以上。
- **展望下半年，中国经济增长具备修复基础，预计实际GDP增速小幅回升至4.6-4.8%，名义增长有望维持高位。**出口高位、生产回补、政策资金落地支撑增长；油价回落削弱物价外部推力，但价格修复有望向部分中下游行业扩散。全年看，实际GDP增速预计为4.8%，名义GDP增速预计为5.9%，中国经济的主线转向名义增长的改善与扩散。

2026年GDP增速走势预测



资料来源：Wind,平安证券研究所；注：2026Q2起为预测值

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 上半年经济运行情况
- 下半年经济走势展望
- 下半年物价走势展望
- 下半年宏观政策展望

下载日志已记录，仅供内部参考

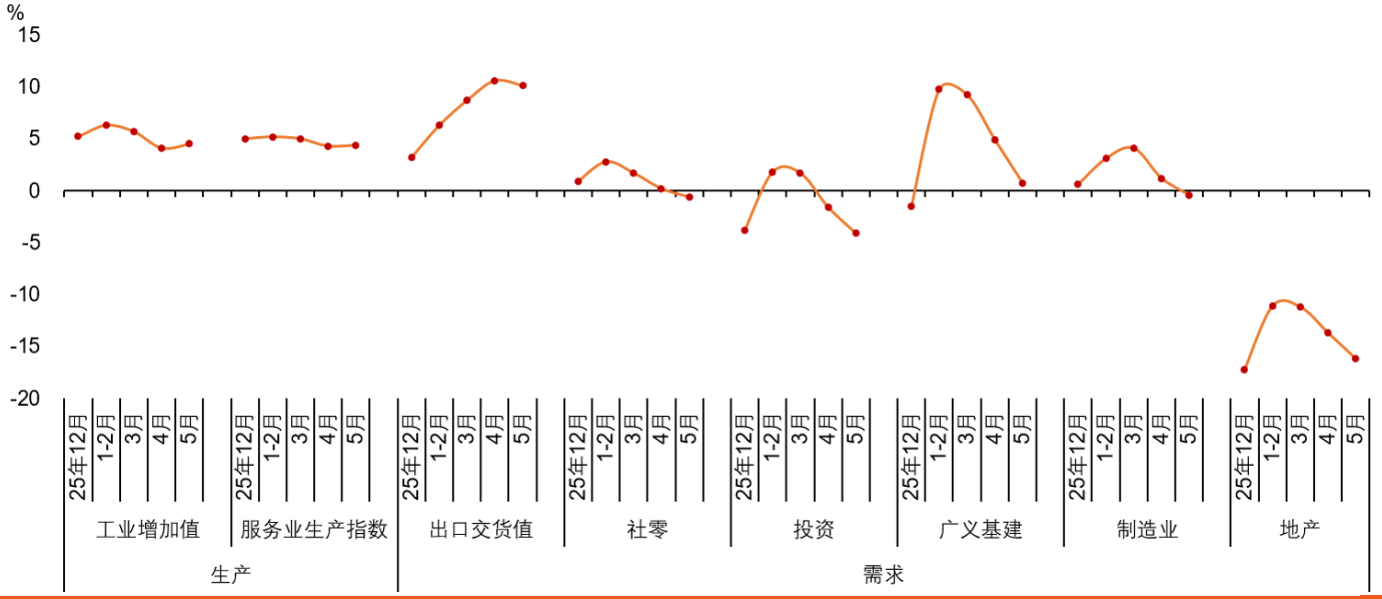
1.1 上半年中国经济：生产保持韧性

■ **上半年中国经济呈现“实际增长较稳、名义增长修复、内需恢复有限”的特征。**

➢ 生产端表现相对平稳，出口、高技术制造和部分新动能仍是主要支撑力量，工业运行韧性较强。

- 5月高技术制造业增加值增长15.1%，出口交货值同比增长10.1%，尤其装备制造业增加值同比增长9.5%，对工业增加值增长贡献率接近八成。
- 5月信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输仓储邮政业生产指数同比分别增长11.3%、10.9%、7.0%、4.8%，快于总体。

◉ 2026年以来中国经济生产稳、外需强



◉ 新动能及出口是主要支撑



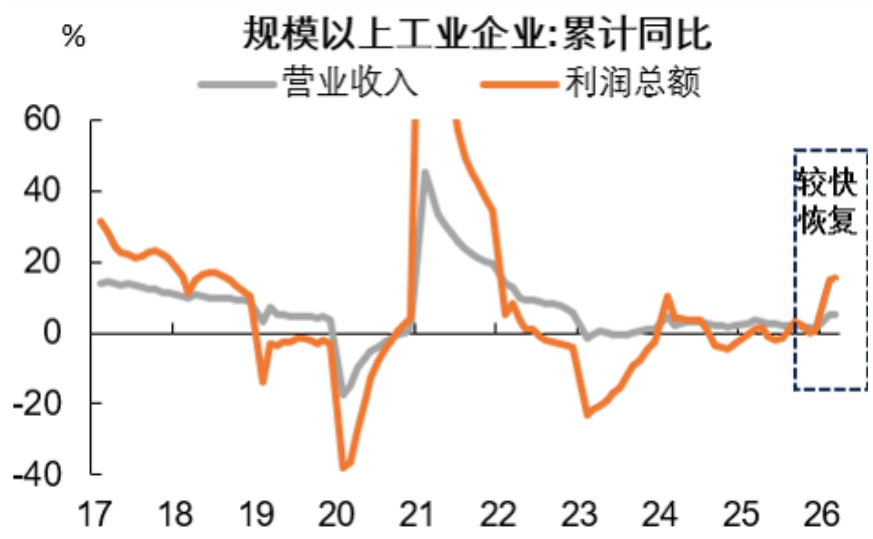
资料来源：Wind，国家统计局，国务院新闻办公室，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

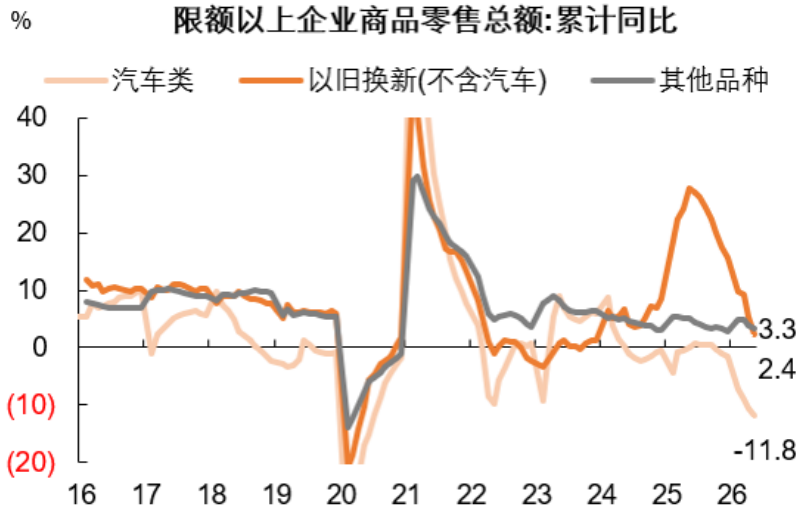
1.1 上半年中国经济：价格环境改善

- 经济运行价格环境改善。随着PPI增速回升，工业企业营收、利润等名义指标较前期有所改善。2026年1-5月份，全国规模以上工业企业利润同比增长18.8%。
- 内需接力基础仍然不够稳固。一季度“十五五”规划“开门红”过后，固定资产投资增速存在回落。“以旧换新”相关的汽车、家电、通讯器材等主要商品零售额回落。
- **然而，面对美伊冲突带来的油价蹿升，中国经济展现出强大韧性。**

工业企业营业收入和利润改善



以旧换新相关品种零售表现



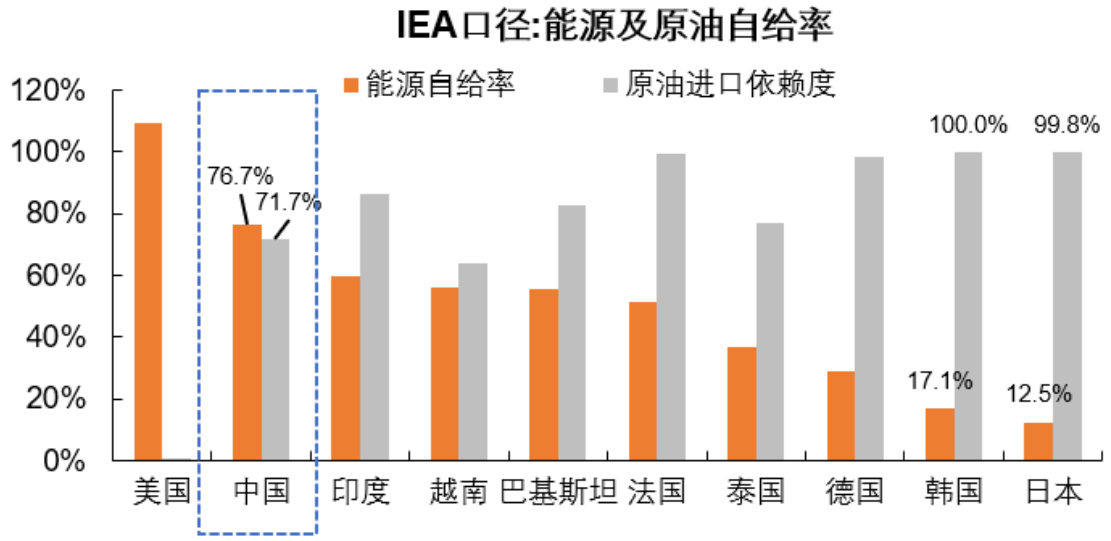
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 中国应对底气：能源自给率相对较高

- **中国能源体系并非没有短板，原油是主要约束。**按 EIA 口径，2024 年中国石油及其他液态燃料进口依赖度约 71.7%，低于日本、韩国、法国、德国等经济体的 98.5%-100%，但仍对国际油价和海运通道高度敏感。
- **但中国与日韩、欧洲的关键差异在于，能源体系并不完全建立在进口油气之上。**按 EIA 口径统一比较，2024年中国能源生产占能源消费的比例达 76.7%，显著高于韩国（17.1%）、日本（12.5%），也高于印度（59.6%）、越南（56.1%）、巴基斯坦（55.5%）、泰国（37.1%）等亚洲主要经济体，以及法国（51.4%）、德国（28.9%）；**官方口径下，“十四五”期间我国能源自给率保持在 80% 以上。**

2024年主要经济体能源自给率与原油进口依赖度



中国的脆弱点在原油进口，韧性点在整体能源底盘；因此本轮能源冲击表现为工业成本上行，而非能源供给失控。

资料来源：IEA，中国经济网，国家统计局，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 中国应对底气：煤化工兜底，新能源替代

➢ **煤化工兜底、新能源替代，使油气冲击难以演化为中国工业体系的全面能源约束。**

煤及煤化工产业链

煤炭和电力仍是中国工业能源体系的压舱石。2022年中国工业部门能源消费中，煤炭及相关制品、电力能源消费的占能源消费总量的比例分别达到40.5%和25.7%。在2024年中国全口径发电量中，火力发电的占比约63%。国际油气价格上行时，煤电体系可以稳定工业用电成本，使油气冲击更多体现为石化链条成本上行，而不是工业生产底线受损。

煤化工缓释石油化工原料冲击。油价上行提高煤化工路线的相对经济性。2024年，现代煤化工产业煤制油、气、烯烃、乙二醇等四大类产品总产量约3173万吨，较2020年增长19.9%；煤（合成气）路线乙二醇产量占我国乙二醇总产量的33%；煤基聚烯烃产量约占我国总产量的20%。

新能源产业链

新能源降低终端石油依赖。能源价格上行提升光伏、风电、储能和新能源汽车的相对经济性，有助于加快传统化石能源替代。

从发电角度看，在2024年中国全口径发电量中，水力发电占比14.1%、核能发电占比4.5%、风力和光伏发电占比分别为9.9%和8.3%。

从耗能角度看，中国汽油消费超过95%用于道路汽车。2025年新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的比例达到47.9%，较上年同期提升了7个百分点。新能源车销量提升，边际上降低了道路运输及居民出行对石化产品的依赖度。

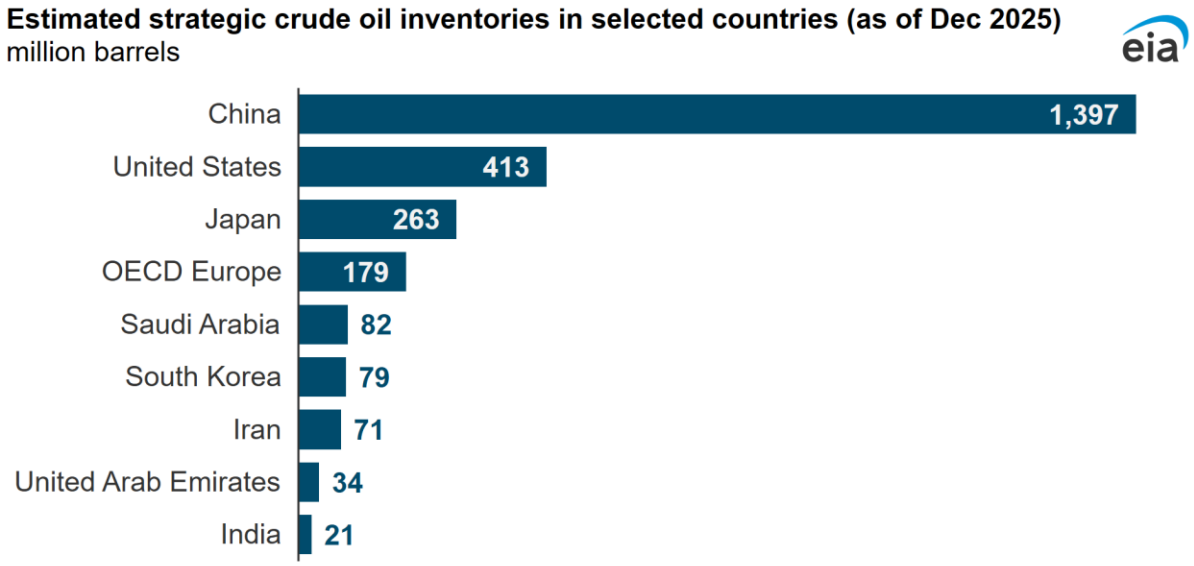
资料来源：国家统计局《中国能源统计年鉴2023》，央视网，中国石化报，中国能源报，Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

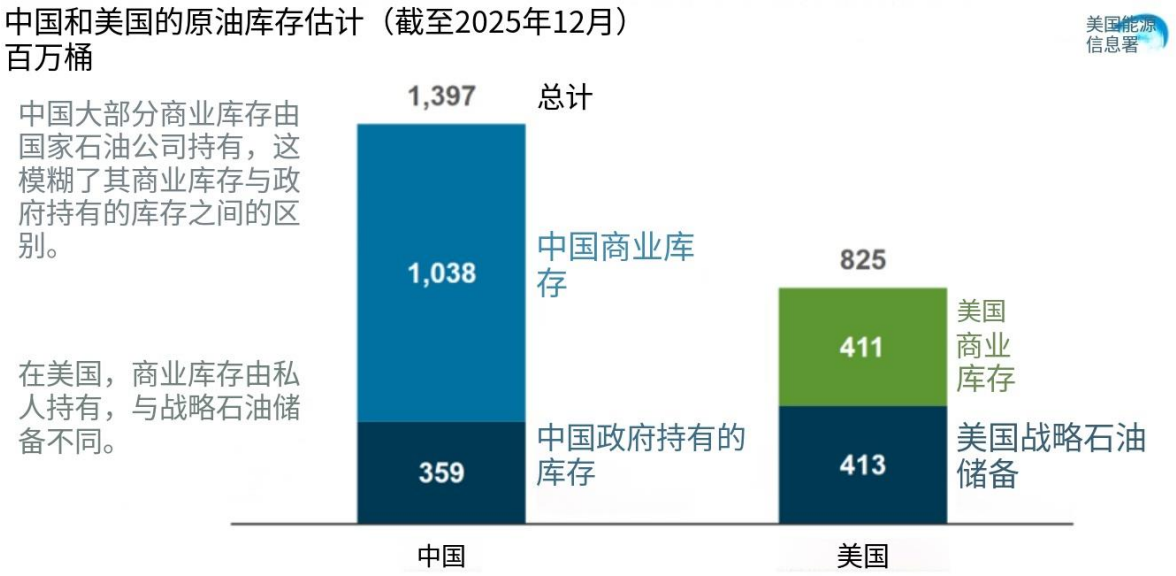
1.2 中国应对底气：原油库存与储备体系缓冲

- **中国拥有全球最大规模的原油库存，且在2025年主动补库。**据EIA估计，2025年中国平均每天向原油库存增加约110万桶，截至2025年12月已接近14亿桶。其中，政府持有约3.6亿桶，商业原油库存约10亿桶。
- 原油库存不能替代长期进口，但可以在运输受阻和油价尖峰阶段，减少被动高价补库，为政策调控争取时间。

2025年末主要区域战略原油库存



中国和美国的原油库存估计



资料来源: EIA短期能源展望（2026年3月），平安证券研究所；注:其他估计数据来源于国际能源署、中国国家统计局、Vortexa Analytics、Kayros、Kpler、Argus Media和Global Trade Trackero

下载日志已记录，仅供内部参考

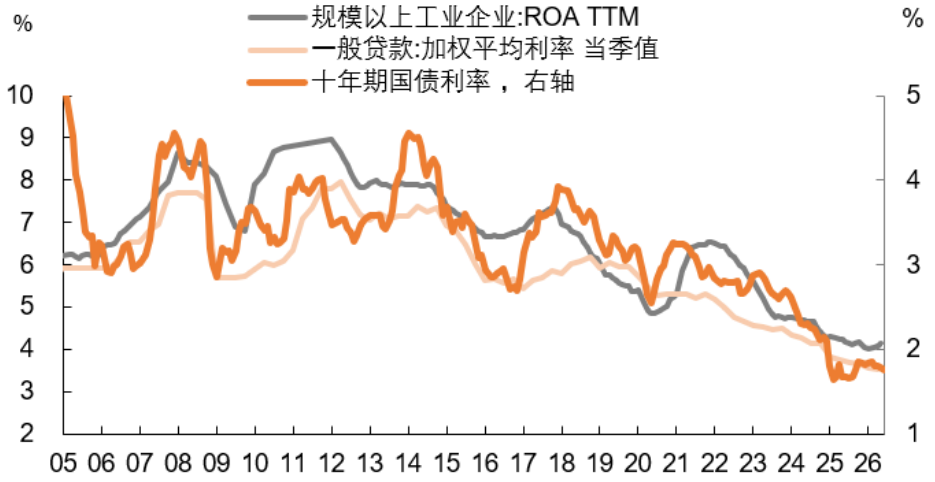
1.3 能源退潮之后，下半年看名义修复的扩散

- **能源价格回落后，下半年宏观主线由“价格读数改善”转向“名义修复扩散”**。一看修复深度，能否继续带动财政收入、企业盈利和资本回报率以及居民就业和收入修复；二看修复广度，利润和价格的修复能否从上游、出口链和新动能，扩散到中下游、居民收入和消费。
- 历史上，税收收入与价格周期高度相关，利率中枢则跟随企业ROA变化。若价格改善能够进一步传导至企业盈利和资本回报率，名义增长修复的质量将更加扎实。

价格修复带动税收收入修复



工业企业ROA与10年国债利率中枢



资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 上半年经济运行情况
- 下半年经济走势展望
- 下半年物价走势展望
- 下半年宏观政策展望

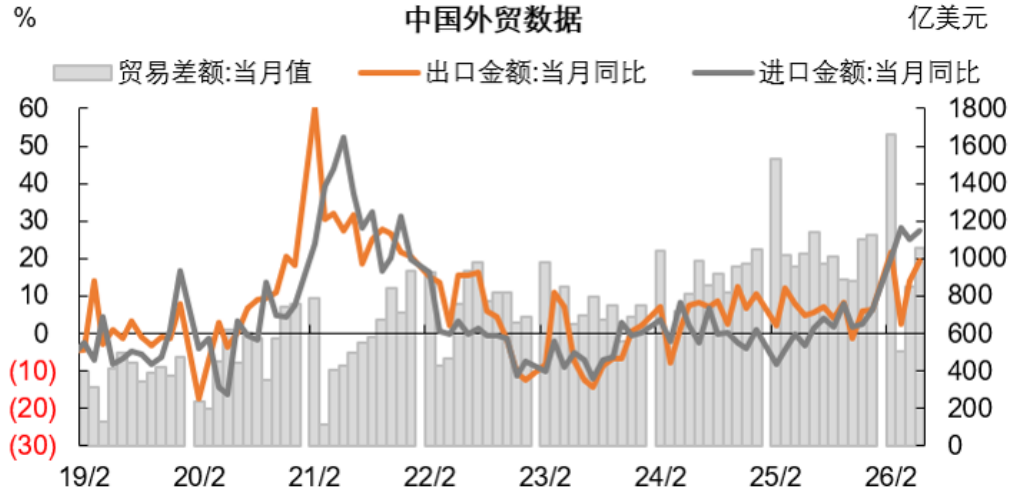
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 出口：下半年增长的重要支撑

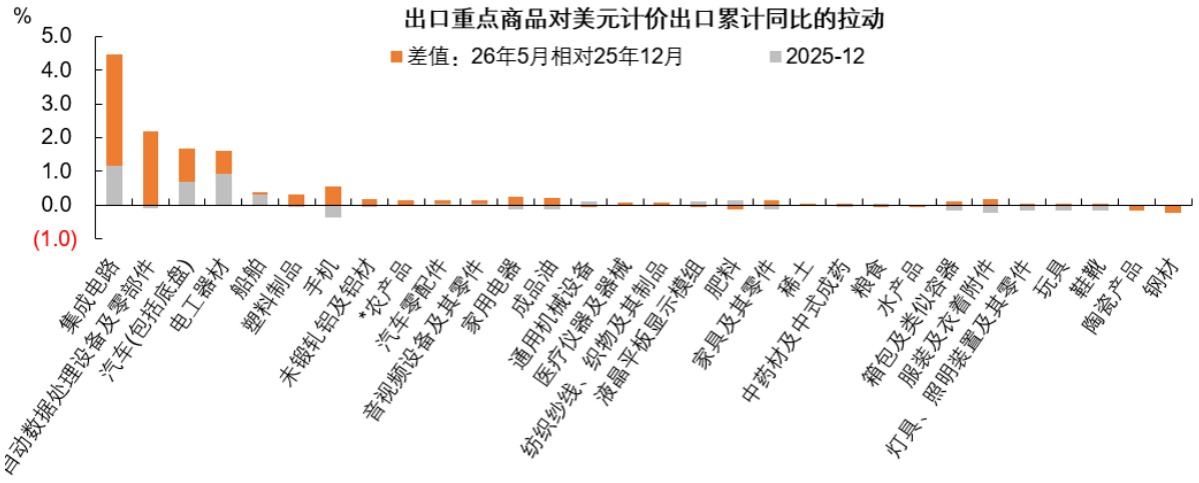
➢ 预计下半年出口仍有支撑，出口韧性来自中国制造的供应链优势，同时顺应了全球资本开支扩张需求。

- **一是，全球制造业景气持续向好**，5月摩根大通全球制造业PMI为52.6，持平于上月高位，对邻近的韩国、越南出口增速也有较强拉动。外需订单短期不弱，下半年出口总量仍有支撑。
- **二是，全球AI产业扩张和海外数据中心建设仍在推进**，作为中国出口强项的集成电路、自动数据处理设备等高技术品类，继续抬升出口中枢。

今年上半年中国出口强劲增长



中国半导体出口优势进一步扩大



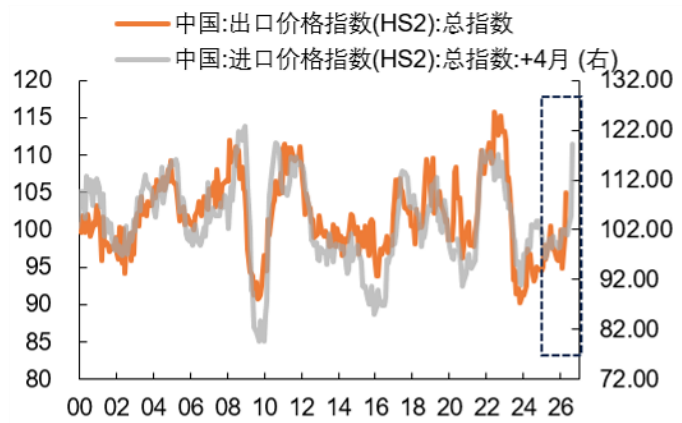
资料来源：Wind，iFind，平安证券研究所

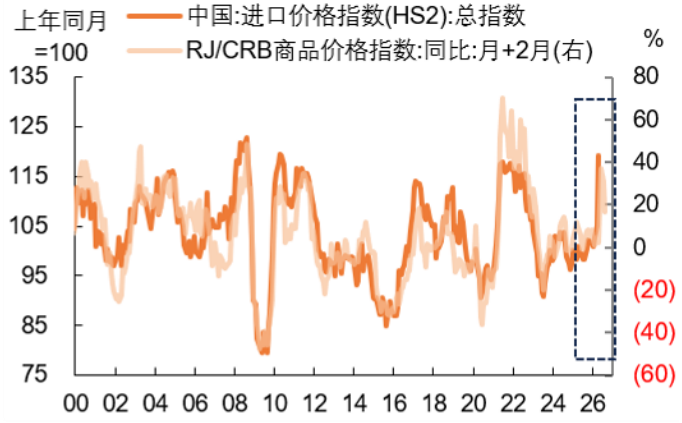
下载日志已记录，仅供内部参考

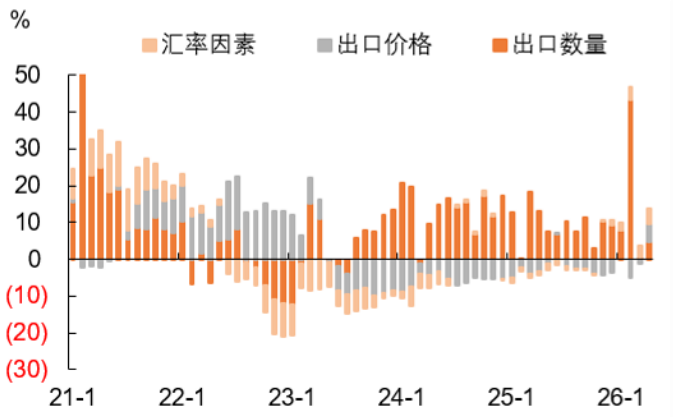
2.1 出口：下半年增长的重要支撑

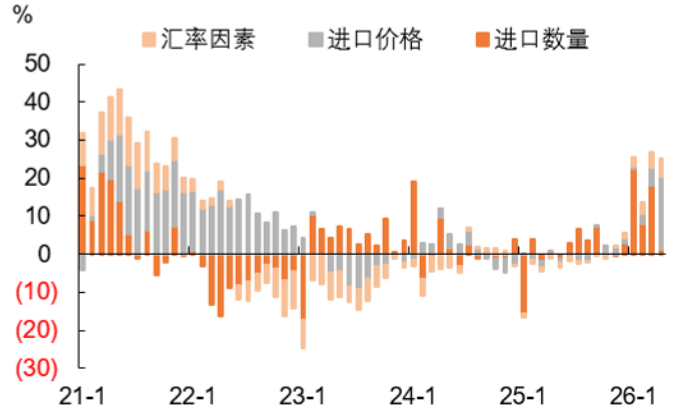
- **三是，能源链需求仍有支撑。**中国进口增长中的价格贡献更为突出，出口价格滞后进口价格，也有进一步抬升的可能性。即便本轮能源冲击退坡，能源安全和电力系统建设仍将延续，带动电力设备、新能源、储能等相关产品出口。

中国进、出口的价格贡献上升









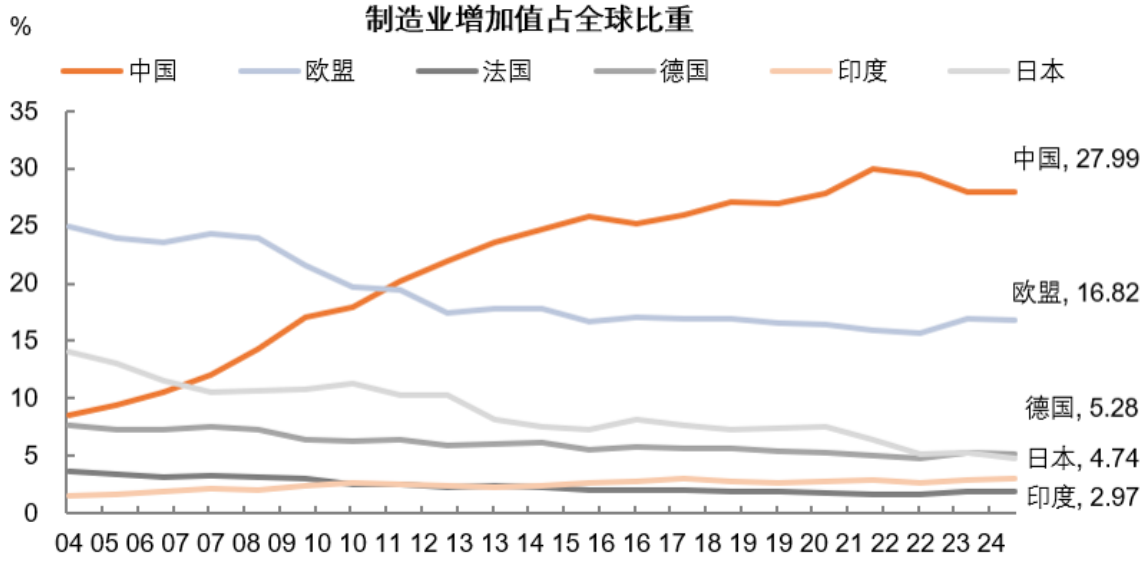
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

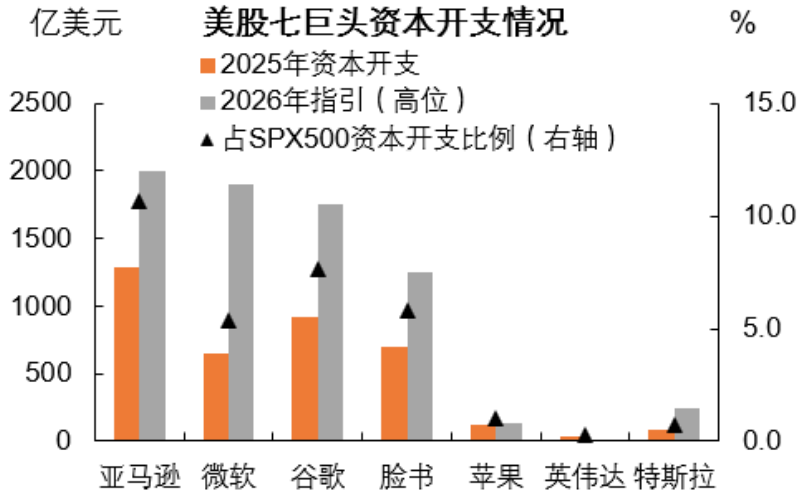
2.2 中国制造业迎来“第二增长曲线”

- **出口韧性的背后是中国制造在全球产业链中的份额优势**。2024年，中国制造业增加值达到4.66万亿美元，占全球制造业增加值约28%，超过美国、日本、德国之和。
- **中国制造业有望迎来“第二增长曲线”**。能源安全和AI建设形成“双轮驱动”，推动中国制造从传统商品出口，转向能源设备、电力设备、算力硬件和产业基础设施供给。

中国制造业增加值在全球的份额处于高位



美国科技七巨头对2026年资本开支的预期同比上升超90%



资料来源：Wind, Reuters, Forbes, Wind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

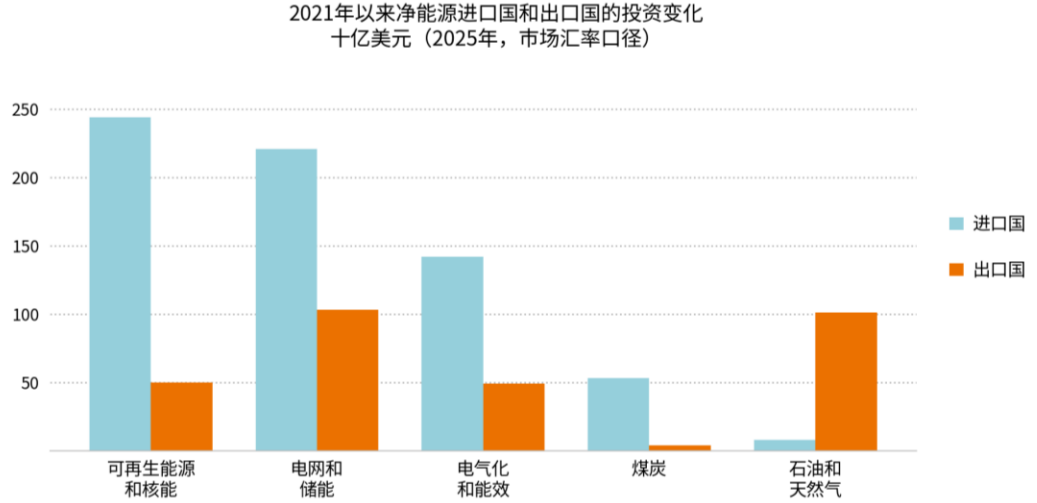
2.2 中国制造业迎来“第二增长曲线”

■ 驱动一：能源安全重构——从油气保供到电力化投资

➢ **能源冲击退坡后，能源进口国对新能源、电网、储能和电力设备的投资需求仍会延续。**据IEA统计，上一轮能源危机（俄乌冲突）后，能源投资在可再生能源和核能、电网储能、电气化和能效的带动下回升。

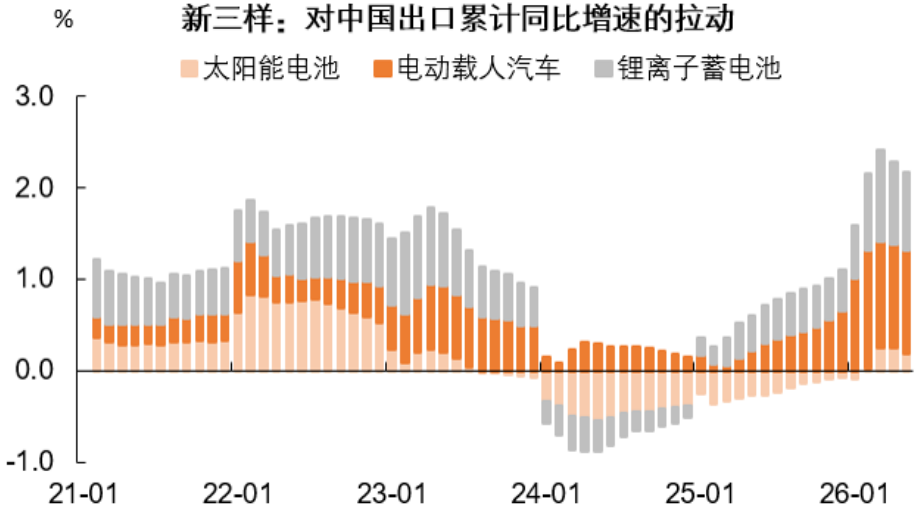
➢ **中国在光伏、锂电池、新能源车“新三样”领域具备较强出口竞争力。**2026年前5个月对中国出口增速的拉动高达2.2个百分点，已超过2021-2023年的峰值水平，中国制造业有望受益于全球能源替代和电力系统重构。

上一轮能源危机后，能源投资流向如何变化？



上一轮能源危机期间，能源投资明显回升，主要由低排放电力、电网、电气化和能效投资带动；亚洲净能源进口国也更多转向本土煤炭资源。

2021-2023年“新三样”出口拉动较强



资料来源: IEA， iFind, 平安证券研究所

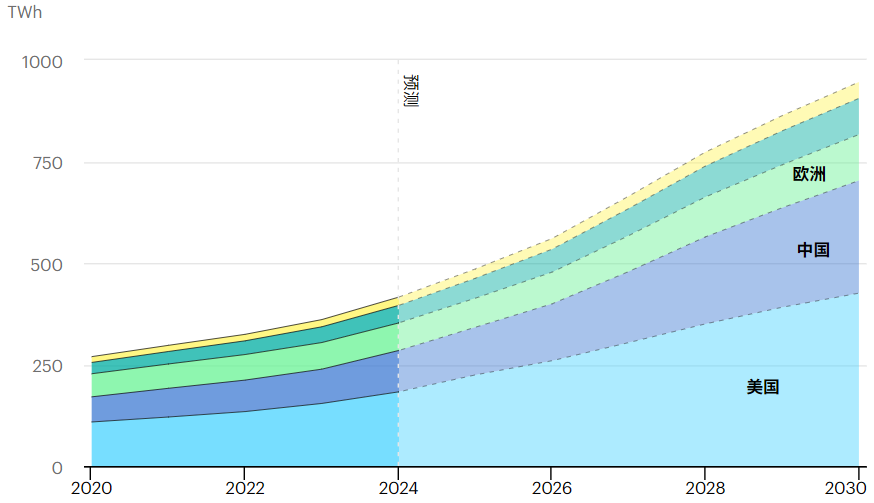
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 中国制造业迎来“第二增长曲线”

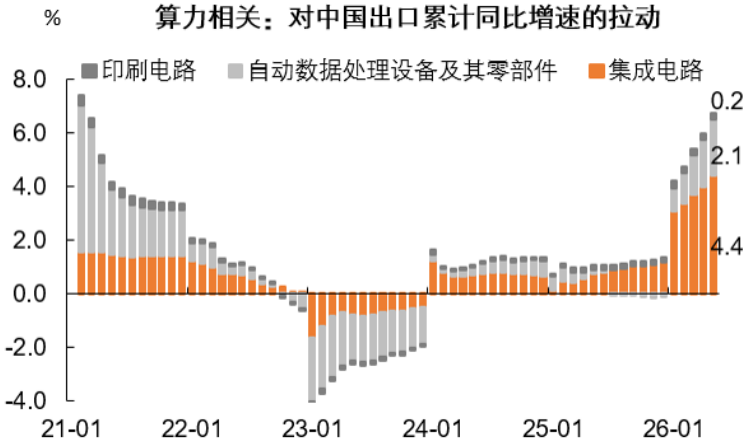
■ 驱动二：AI基建扩张，从“算力链”到“电力链”

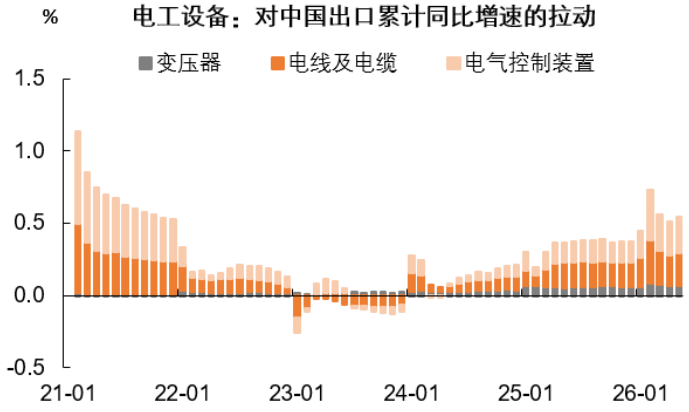
- **AI扩张表面是算力投资，底层是数据中心、电网、变压器、液冷和储能等“电力链”需求扩张。**IEA预计，2024-2030年数据中心用电量年均增长约15%，增速为其他部门的四倍以上，届时全球数据中心用电量占总用电量的比例将接近3%。
- **除“新三样”外，中国制造在算力和电力亦有较强优势。**2026年前5个月，AI算力产品、电工相关产品分别拉动中国出口增长6.7、0.5个百分点，显示AI投资逐步外溢至电网、变压器、液冷、储能等“电力链”。

IEA预测：数据中心按地区划分的电力消耗（基准情况）



AI算力及电工设备对中国出口增速的拉动





资料来源: IEA， iFind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

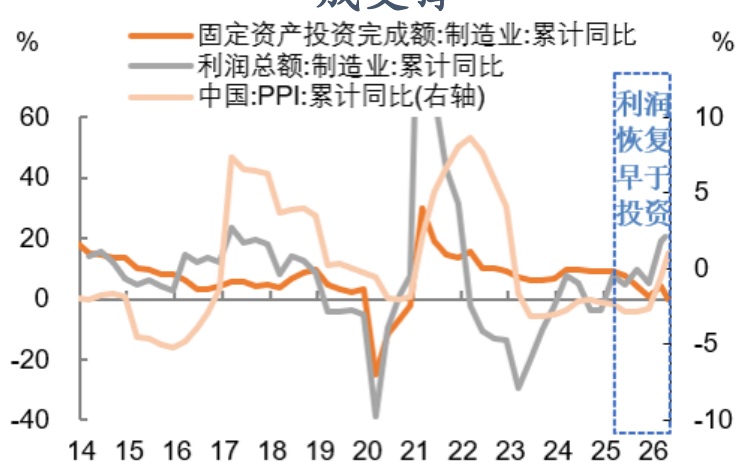
2.3 制造业投资：韧性或将滞后体现

- **上半年我国制造业投资增速先升后降，尚未体现出口高增、利润回升和现金流改善的积极作用。**一季度制造业投资累计同比增长4.1%，呈现恢复势头，但4月起出现回落，5月降至-0.4%。
- **下半年制造业投资韧性有望滞后体现。一是，出口强势有望持续。**这能够带动新订单维持在相对高位，从而支撑相关行业资本开支意愿；**二是，价格与利润率先改善。**随着工业品价格触底回升，上游及部分中游行业利润修复明显，提升投资能力与意愿；**三是，企业现金流已有恢复。**与企业现金流密切相关的M1增速明显恢复，规模以上工业企业流动资产平均余额增速也有提升。**四是**，去年下半年制造业投资增速明显回落，基数走低能对同比读数形成支撑。

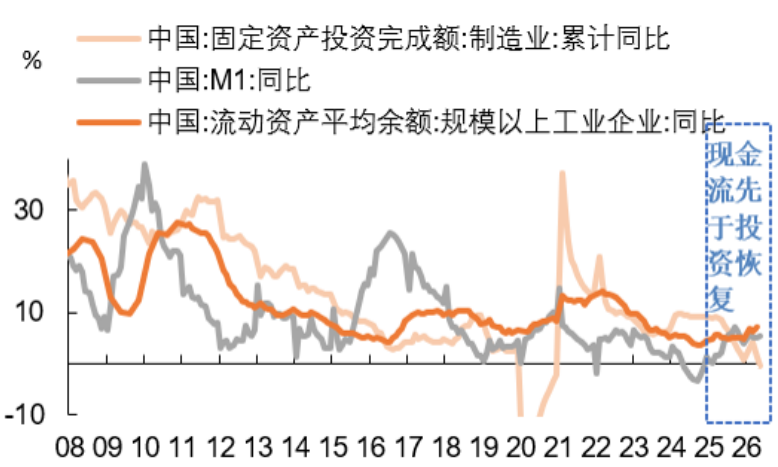
出口对制造业投资存在拉动



制造业利润增速回升，对投资形成支撑



M1和工业流动资产增速改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

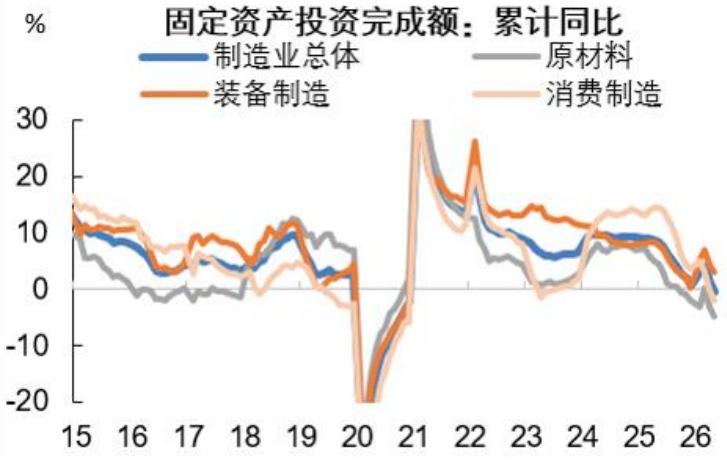
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 制造业投资：结构性特征更突出

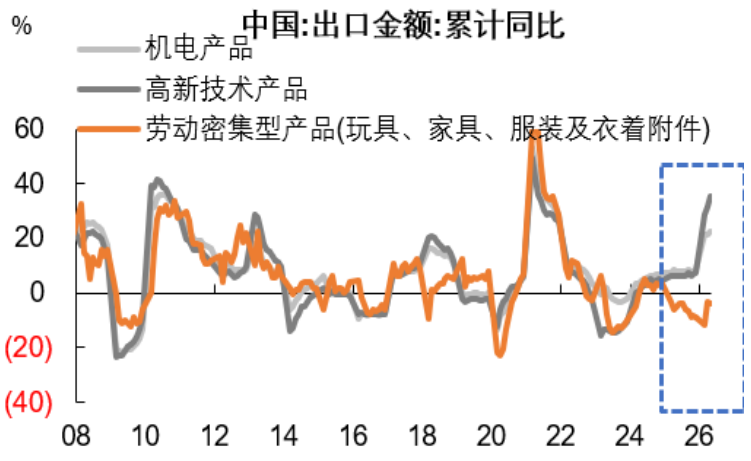
■ **制造业投资的弹性更加集中在强出口链条。**

- **一是，出口强项集中在高技术和机电产品，**传统劳动密集型制造业受益有限。
- **二是，利润修复集中在上游和部分强链条，**影响中下游行业扩产的意愿和能力。
- **三是，厂房和工业用地等领先指标仍在低位，传统投资动能不足**房和建筑物的竣工面积增速拐点领先制造业投资半年到一年，该指标2025年三季度起回落。工业用地成交面积增速拐点领先制造业投资大约一年到一年半，该指标2025年11月起走弱，到2026年5月增速降至-16.3%。

装备制造业投资维持同比正增



劳动密集型出口处于低位



厂房和建筑物竣工面积处于低位



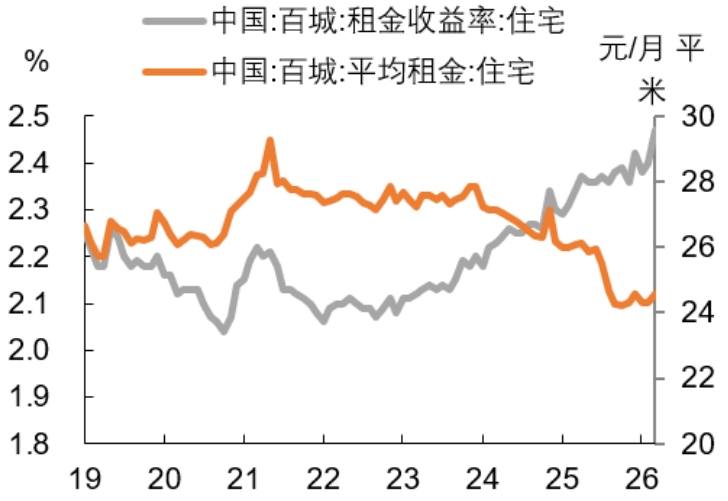
资料来源: Wind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

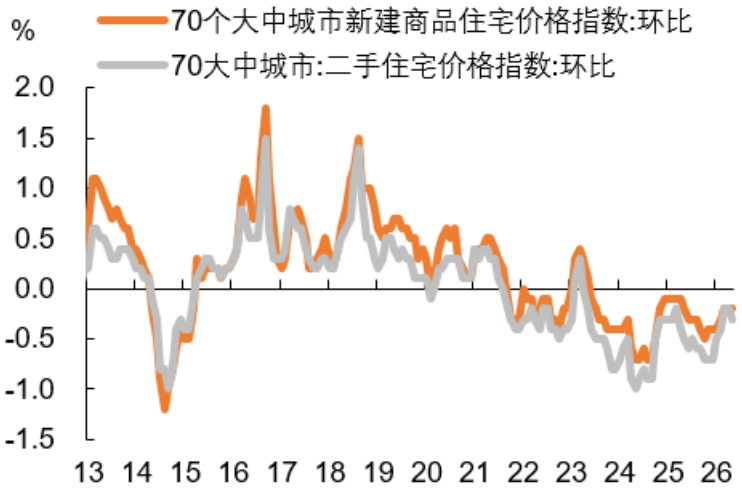
2.4 房地产：拖累斜率可能放缓

- **2026年以来，房地产市场出现一定积极变化，但扩散性和持续性仍有待检验。**
- **1）百城住宅平均租金底部出现企稳迹象，租金回报率有所上升。**
- **2）上海成为房地产市场回暖的风向标。**2月25日“沪七条”后政策效果继续释放。非沪籍居民购买外环内住房社保/个税年限缩至满1年；满3年可在外环内增购1套；持居住证满5年可在全市限购1套；首套家庭公积金最高额度从160万元提高至240万元，叠加多子女和绿色建筑最高可到324万元。
- **3）市场“以价换量”仍是主流。**70大中城市新房和二手房价格环比跌幅均有所收窄。

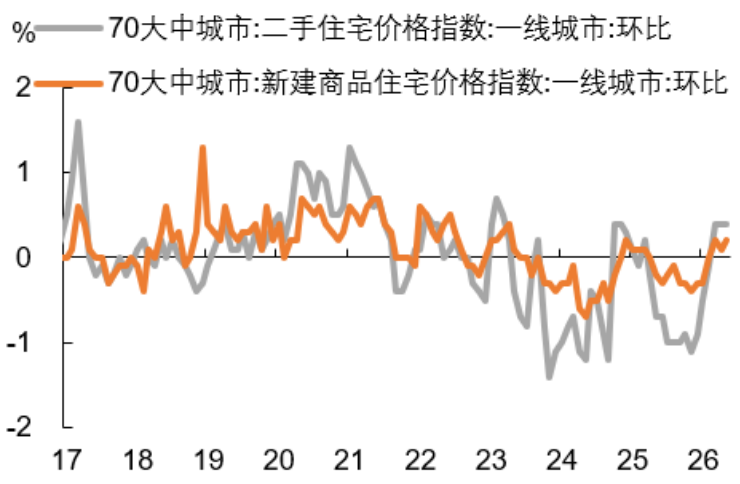
百城租金回报率上升



70大中城市房价跌幅有所收窄



一线城市城市房价由跌转涨



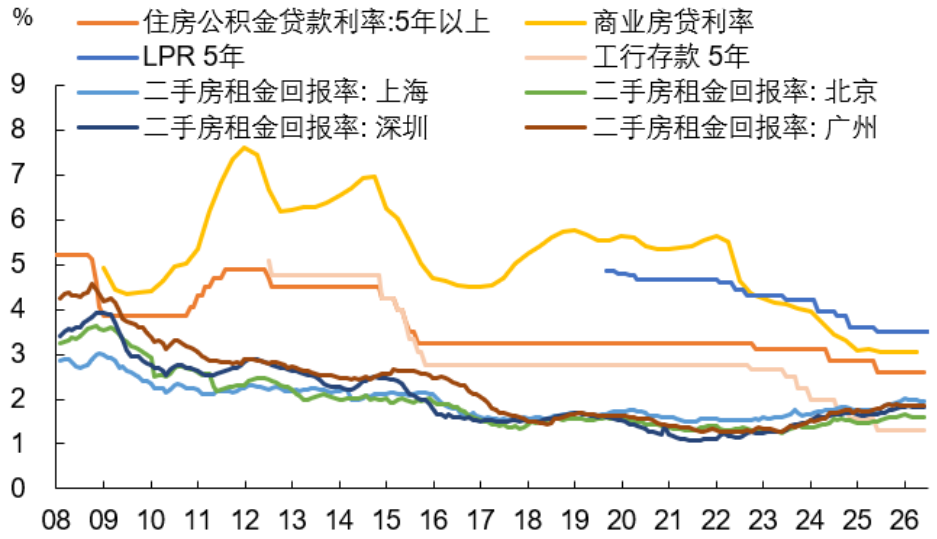
资料来源：Wind, 央视网,中指研究院,各地公积金管理中心,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 房地产：难成增长弹性来源

- 今年5月百城租金收益率为2.47%，一线城市租金回报率已高于中国工商银行5年定期存款利率的1.3%，从资产配置角度呈现出一定吸引力，但相比于2.6%的公积金贷款利率仍有一定距离。
- **今年两会《政府工作报告》提出“控增量、去库存、优供给”。我们认为，下半年有必要多措并举降低房贷利率：扩大各地公积金贷款政策调整的覆盖范围，放开银行房贷利率的LPR减点隐性下限（LPR-45bp），推动按揭贷款财政贴息政策落地。**

5月以来一线城市新房成交面积同比增速回落



公积金贷款额度上提能够有效降低综合房贷成本

城市	生效时间	主要变化
沈阳	2026/3/16	单缴存最高65万元提高至90万元，**夫妻85万元提高至150万元**，3人及以上105万元提高至210万元；新市民、青年人高层次人才、多子女家庭等重点保障群体的贷款限额可获得1.3-4倍的提升；阶段性取消贷款次数限制，支持“商转公”。
成都	2026/3/24	单缴存60万元提高至80万元，**双缴存100万元提高至120万元**；现房和拆迁购房可上浮20%。
杭州	2026/3/30	**最高额度130万元提高至180万元**，个人不超过90万元；可贷倍数15倍提高至20倍；新市民、青年上浮20%，多子女和高层次人才上浮50%，**叠加最高可上浮70%**；已出售原公积金贷款住房可核减贷款次数。
武汉	2026/4/2	取消存量房贷款比例按房龄分级，首套最高80%、二套最高70%；全国缴存职工可在武汉申请异地贷款，取消武汉户籍限制；挂牌出售的一套已有住房可暂不计入贷款套数。
郑州	2026/4/9	多子女家庭已有一套住房再购商品房，结清上笔公积金贷款后可按首套政策，**最高额度130万元上浮20%至156万元。**
深圳	2026/4/29	个人最高提高至70万元，**家庭提高至130万元**；首套上浮60%，初婚初育上浮50%、多子女上浮70%，保障房上浮40%；**最高上浮170%。**

资料来源：Wind，政府工作报告,各地住房公积金管理中心，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 消费：上半年修复放缓

- **上半年消费修复动能放缓，商品消费受到政策节奏和价格扰动共同影响。**一方面，前期“以旧换新”促消费政策效应集中释放后，汽车、家电、通讯器材等耐用品需求进入阶段性消化期。另一方面，油价阶段性上行，使得石油及制品的消费出现一定程度延迟
- **服务消费仍是其中亮点。**1-5月服务零售额同比增长5.4%，快于商品零售额增速4.2个百分点，显示消费修复仍有结构性支撑。居民在服务消费领域的支出意愿更强，消费增长的动能正加快向服务消费转变。

服务零售额增速快于商品消费



石油及制品零售额与价格走势背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

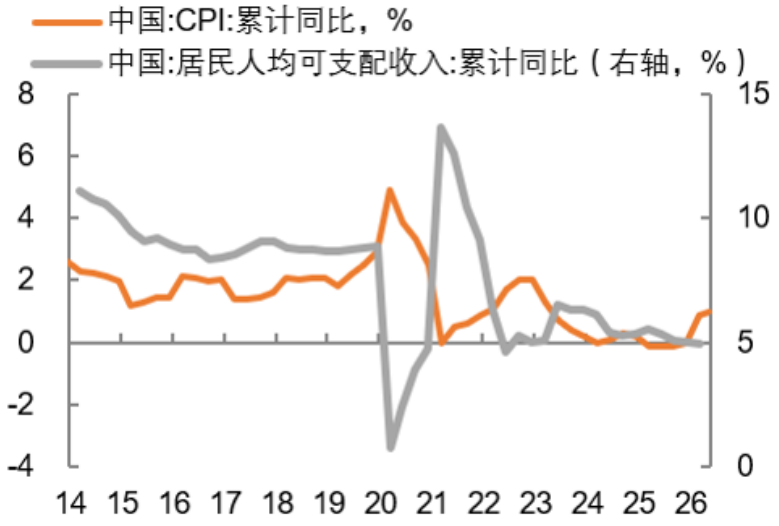
2.5 消费：下半年延续修复

- **预计下半年社零同比增速温和修复。一是，基数走低支撑。**2025年下半年社零增速回落，对于今年下半年的社零读数存在支撑。**二是，促消费政策延续。**“以旧换新”政策延续，且中央设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金，有助于稳定耐用品消费和服务消费。**三是，油价挤压趋缓。**能源价格回落直接推动汽油等消费品成本降低，有助于改善居民实际购买力。
- **消费能否从读数修复走向内生修复，取决于家庭收入端能否接力，“价格-利润-就业-收入-消费”的循环能否渐次打通。**

2025年下半年社零增速回落



价格上行可能滞后带来收入改善



资料来源: Wind，中国政府网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 上半年经济运行情况
- 下半年经济走势展望
- 下半年物价走势展望
- 下半年宏观政策展望

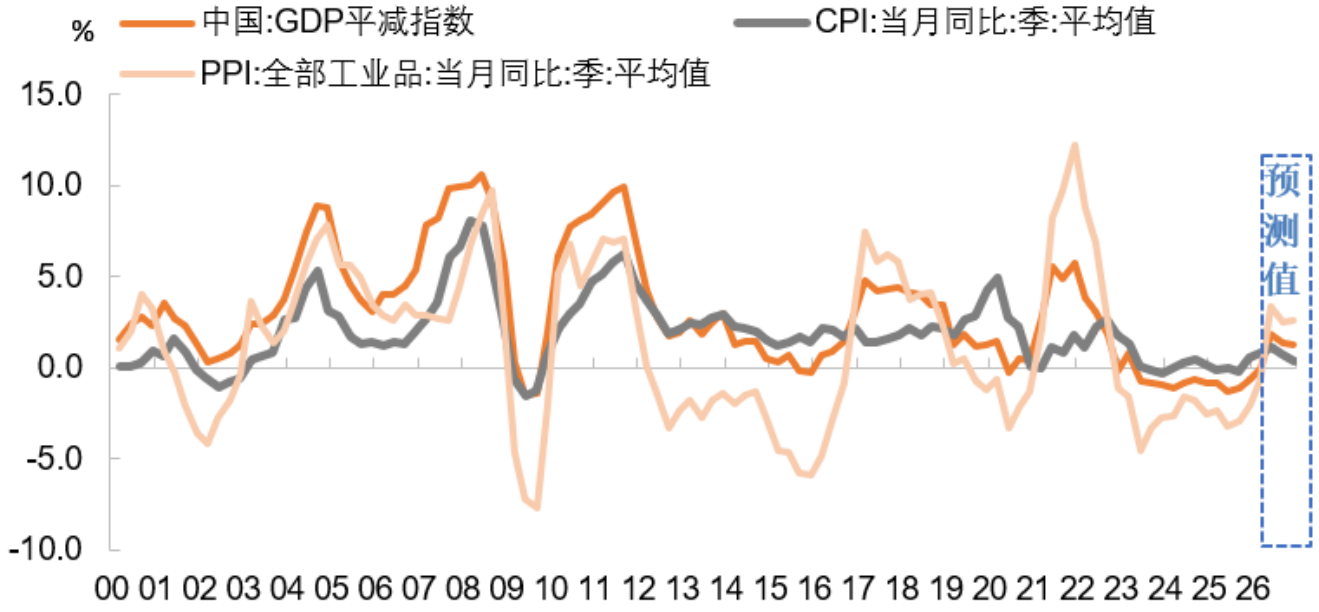
下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 上半年中国物价明显修复

➢ **年初以来，CPI、PPI和GDP平减指数均出现边际改善。**

- 一季度实际GDP同比增长5.0%，名义GDP同比增长4.94%，GDP平减指数当季同比升至-0.06%，较去年四季度改善0.6个百分点，价格拖累明显缓和。
- 二季度以来，PPI同比增速较快上行至3.9%高位，CPI同比增速维持在1.2%高位。预计二季度GDP平减指数有望回升至1.5%-2%，结束过去三年的同比负增态势。

预计2026年二季度GDP平减指数由负转正



资料来源: Wind, 平安证券研究所

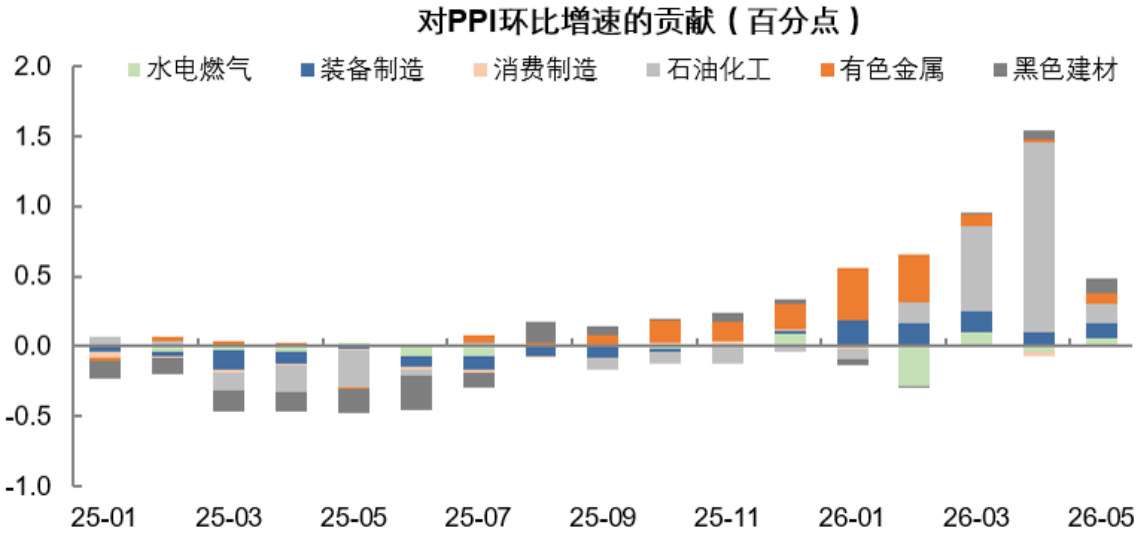
下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 上半年中国物价明显修复

➢ **本轮物价回升，能源冲击的输入性因素影响较大，尤其对PPI的带动更强。**

- **油价对PPI的传导较强。**石化相关的石油和煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、石油和天然气开采业、化学纤维制造等行业，3-5月份分别拉动PPI环比上涨约0.6、1.4和0.1个百分点。
- **CPI能源项有直接拉动，但被成品油调控削峰。**本轮调控后，3-4月油价对 CPI 环比拉动约 0.85个百分点，调控机制削弱约 0.48个百分点影响。

石油化工链条对PPI环比拉动较强



国家发改委两次临时调控汽油价格的影响



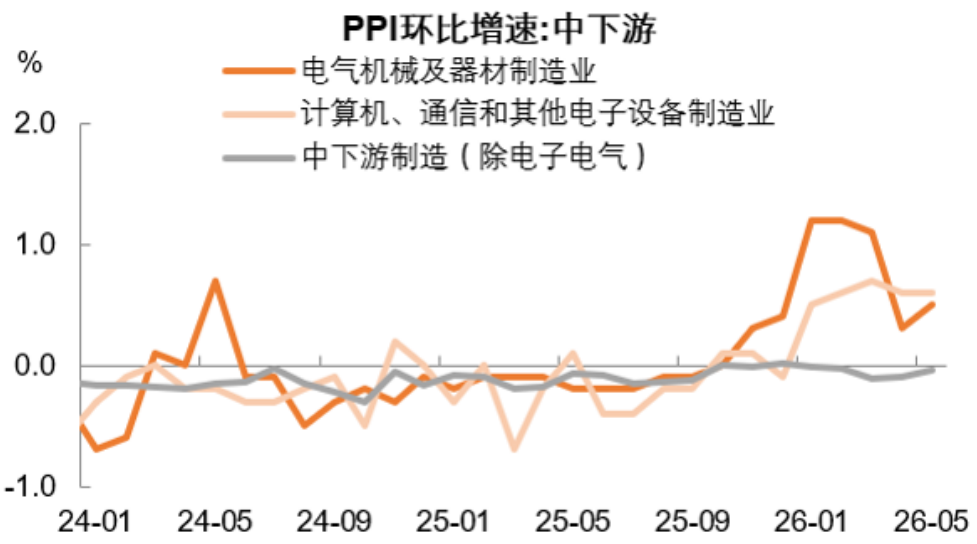
资料来源: Wind, 国家发改委，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

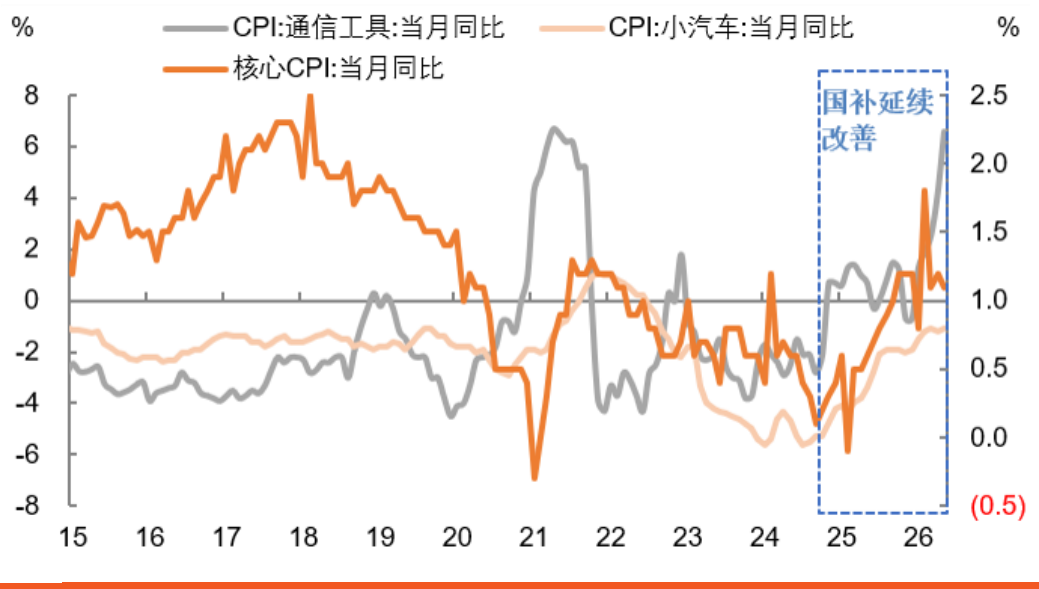
3.1 上半年中国物价明显修复

- **受全球AI基础设施建设的推动，机电产品出口较强，计算机通信电子及电气机械行业价格回升。**2026年3-5月两行业PPI月均环比增长0.6%，而其他中下游制造业月均环比增速-0.08%。
- **“以旧换新”相关的部分商品对CPI支撑延续。**汽车、家电、手机数码等产品虽享受“国补”，但统计价格以原价采集，2026年初通信工具、小汽车等分项价格中枢延续上行，对CPI形成一定支撑。

计算机通信电子及电气机械行业PPI回升



部分以旧换新品种对CPI存在支撑



资料来源: Wind, 国家统计局，平安证券研究所

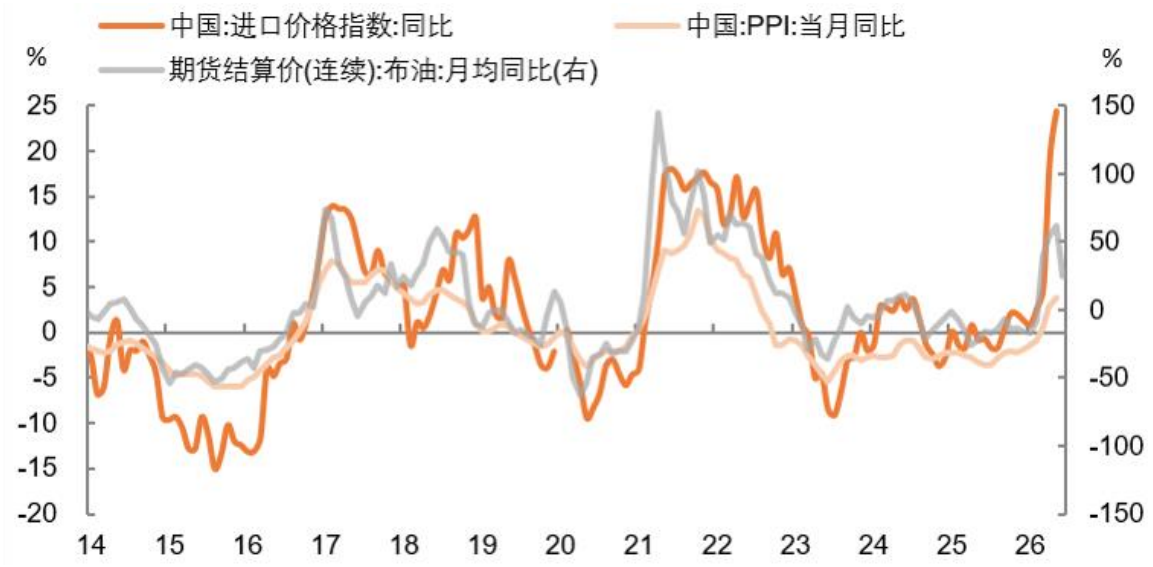
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 名义修复进入下半场

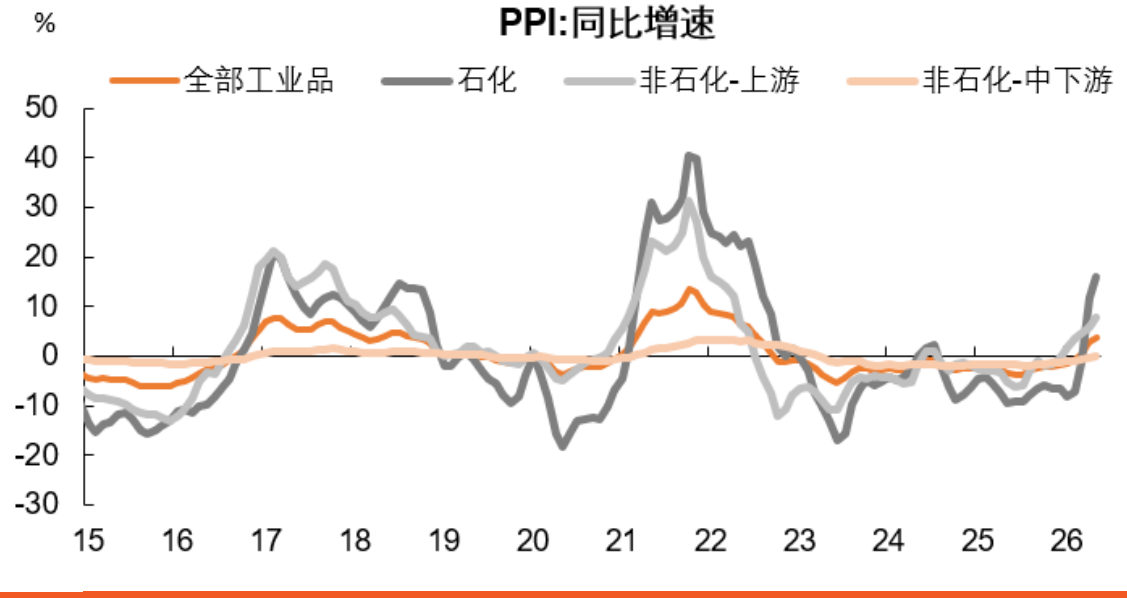
➢ **下半年，若中东地缘冲突缓和、能源价格回落，物价关注点将从“外部成本推升”转向“内生需求检验”。**

- **一方面**，原油的输入型成本压力下降，有助于缓和中下游利润率压力，尤其是交通运输、化工下游、一般制造和部分消费链条，成本端压力可能边际减轻。
- **另一方面**，能源涨价逻辑降温后，PPI继续改善的外生推力也会减弱。后续生产端价格能否延续修复，需要更多依靠出口价格支撑、工业品供需改善、产能约束、反内卷政策推进、以及企业定价能力的恢复。

布油通过进口价格对PPI同比的拉动减弱



石化及非石化行业PPI同比走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 名义修复进入下半场：价格传导

- 价格修复若要转向内生阶段，通常会沿着生产端中下游、居民商品端、服务端逐步验证。

价格扩散的五个维度

上游价格回升

观察油价、煤价、有色金属、黑色金属、化工原料和进口价格。采矿、原材料上游

PPI中下游行业

边际企稳，累转为稳定，观察装备制造、消费制造相关工业品价格改善开始进入居民

CPI核心消费品止跌

若耐用品和一般消费品价格从拖累转为稳定，说明房地产价格企稳，观察新房、二手房价格跌幅是否

CPI服务修复

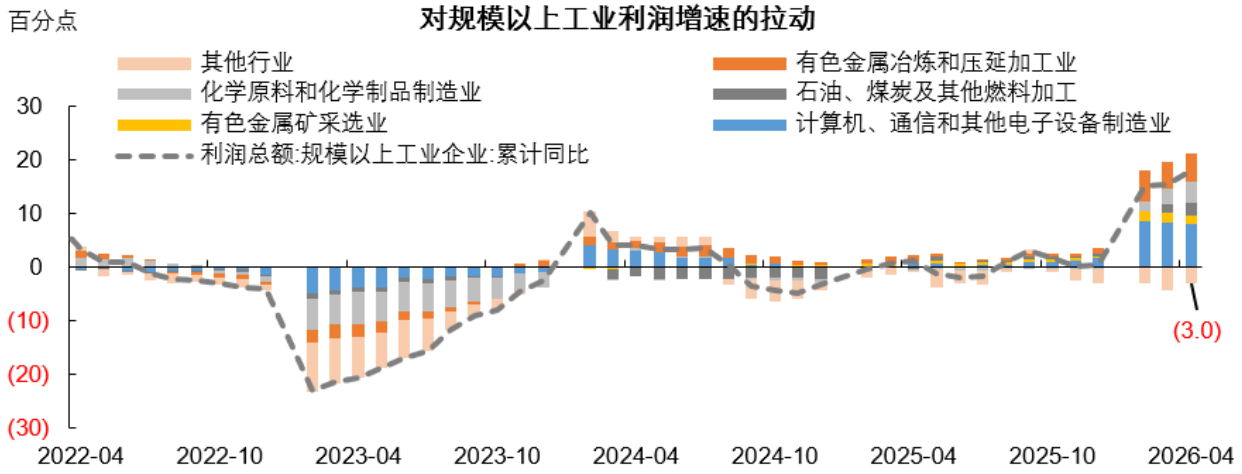
服务价格受工资、就业、居民收入预期、房地产财富效应和消费场景影响更大，更

下载日志已记录，仅供内部参考

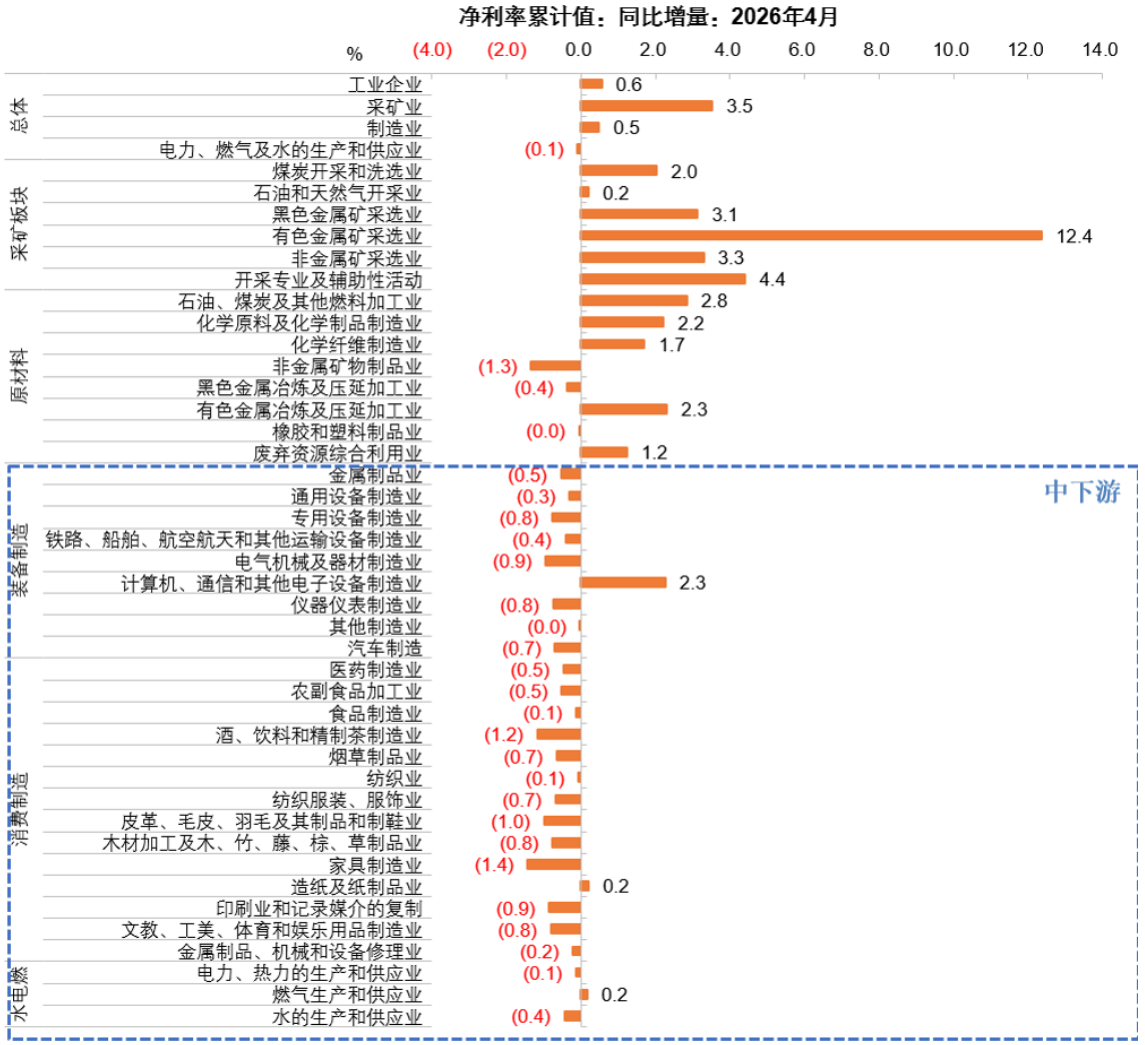
3.2 名义修复进入下半场：利润扩散

- **PPI回升对工业企业利润的拉动能否从少数行业扩散。**
- 油价上行对上游利润带动更强，但推升中下游成本，多数行业盈利走弱。2026年4月，剔除石油、化工、有色和电子等行业后，其他行业拖累工业利润增速3个百分点。相对于去年同期，2026年前4个月中下游仅电子、造纸及燃气三个行业净利率改善，其余行业净利率收窄。

重点行业对工业利润的拉动较强



工业主要行业净利率同比变化



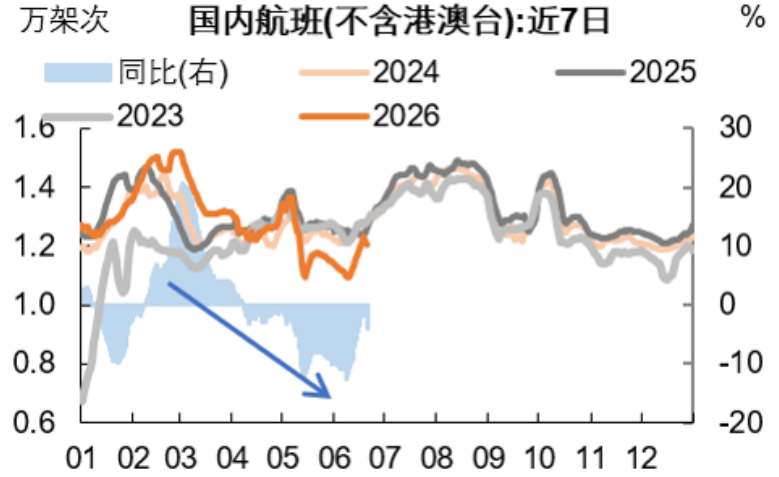
资料来源: Wind, 平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

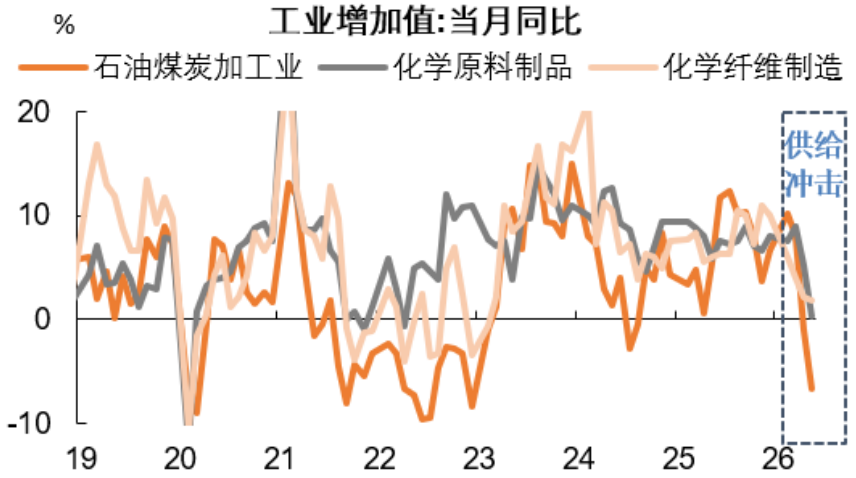
3.2 名义修复进入下半场：生产回补

- 2026年3月以来，石化链条和部分高耗能工业行业生产走弱，以航空运输为代表的服务业也有回落，受到油价上涨、原材料成本抬升和局部供应约束影响。
- **下半年若能源价格回落、原油供应约束缓和，前期受压行业生产存在回补的可能性。**

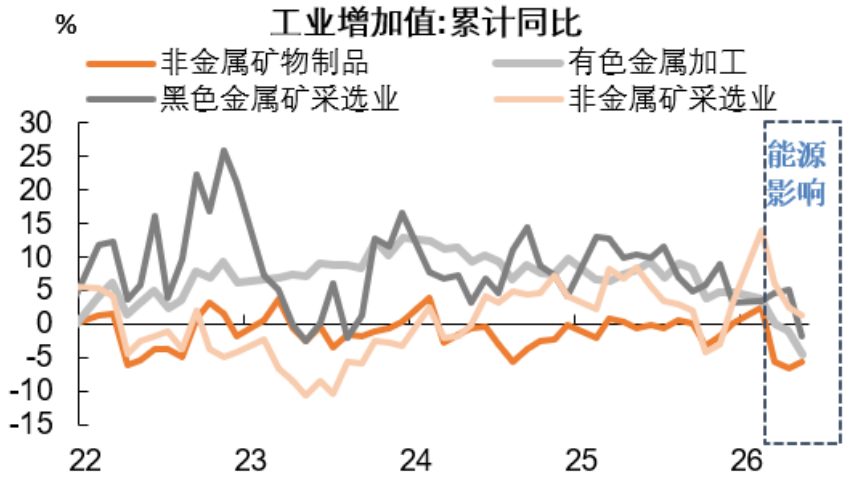
2026年3月以来，航班执飞数量同比回落



2026年3月以来，石化相关行业生产回落



2026年3月以来，部分高耗能行业生产回落



资料来源: Wind, 国家统计局，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录CONTENTS

- 上半年经济运行情况
- 下半年经济走势展望
- 下半年物价走势展望
- 下半年宏观政策展望

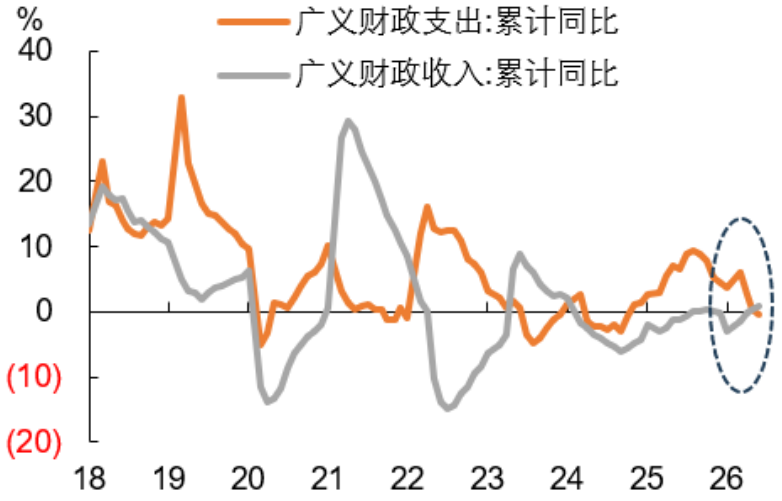
下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 财政政策：二季度支出力度放缓

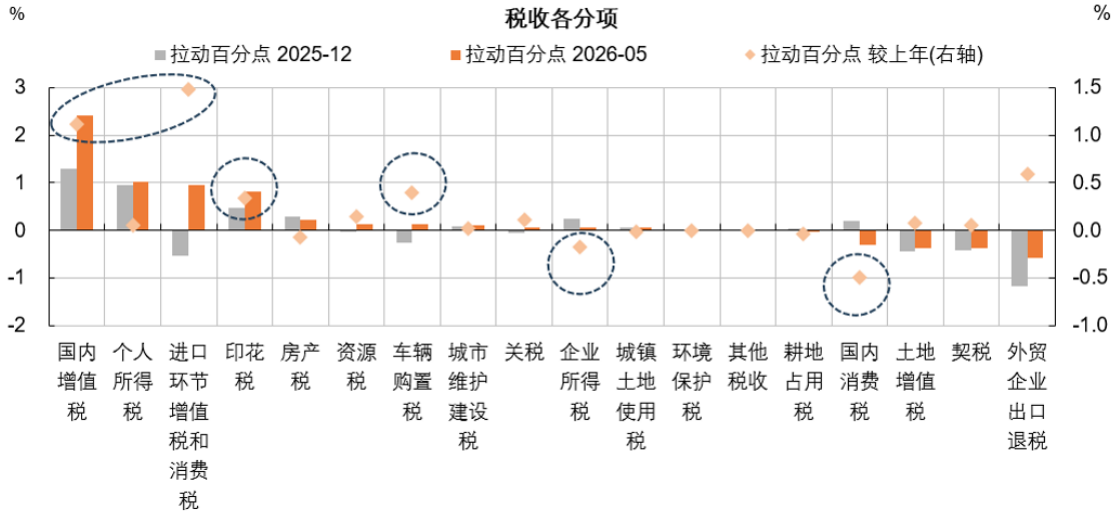
■ **2026年1-5月，广义财政收入同比增长0.8%，较2025年加快3.6个百分点；广义财政支出同比减少0.3%，较2025年下降4个百分点。**

➢ 广义财政收入加速增长，主要得益于增值税加快增长（与物价回升相联系）、出口退税拖累减弱，以及新能源车购置税从免税改为减半征收、印花税继续加快增长。而消费税和企业所得税增长放缓，国有土地使用权出让收入同比跌幅扩大至28.7%。

广义财政收入与支出增速反向收敛



增值税和出口退税拉动税收加速增长



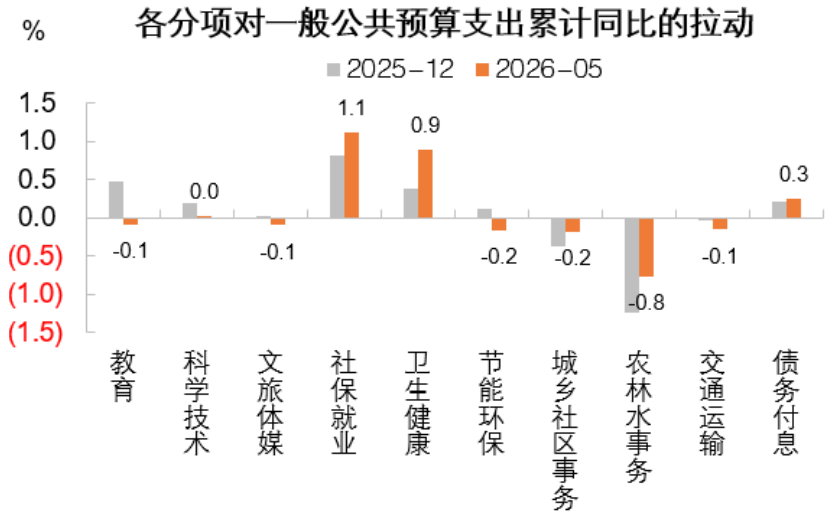
资料来源：Wind,上观新闻,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

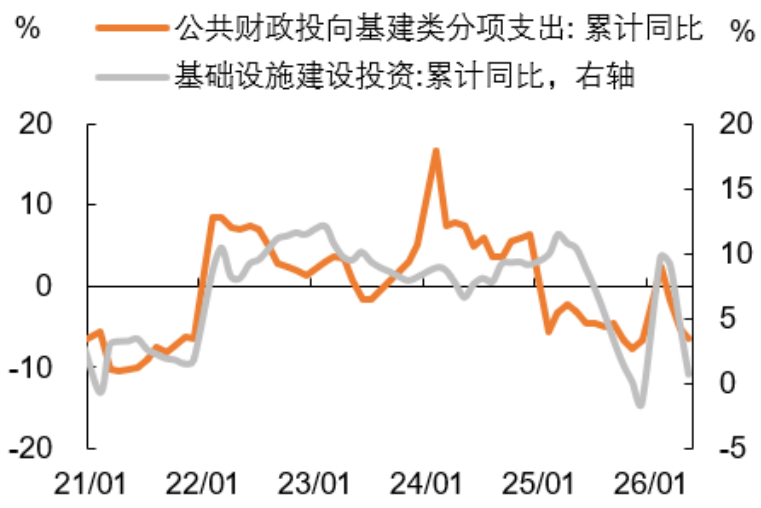
4.1 财政政策：二季度支出力度放缓

➢ **财政支出中增长较快的集中于社保就业、卫生健康（含育儿补贴等）和债务付息，**而教育、科技、文旅体媒等民生支出均有放缓。公共财政在基建领域的支出增速曾在一季度显著反弹（或主要由去年底的5000亿政策性金融工具和提前批专项债较早下达驱动），但4月以来再度回落；4月以来用于项目的地方专项债发行规模也放缓至低于去年同期，两者均与基建投资增速的放缓相一致。

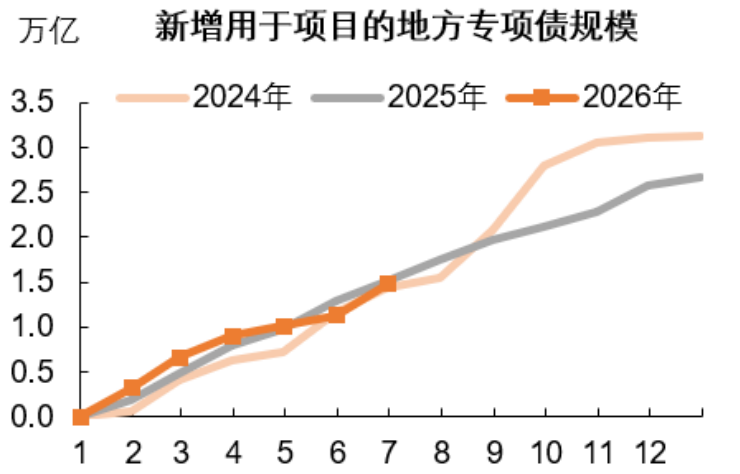
公共财政支出集中于社保就业、卫生健康和债务付息



二季度公共财政在基建领域支出增速回落



二季度新增用于项目的专项债规模降至低于去年同期



资料来源：Wind，企业预警通,财政部,中国网,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

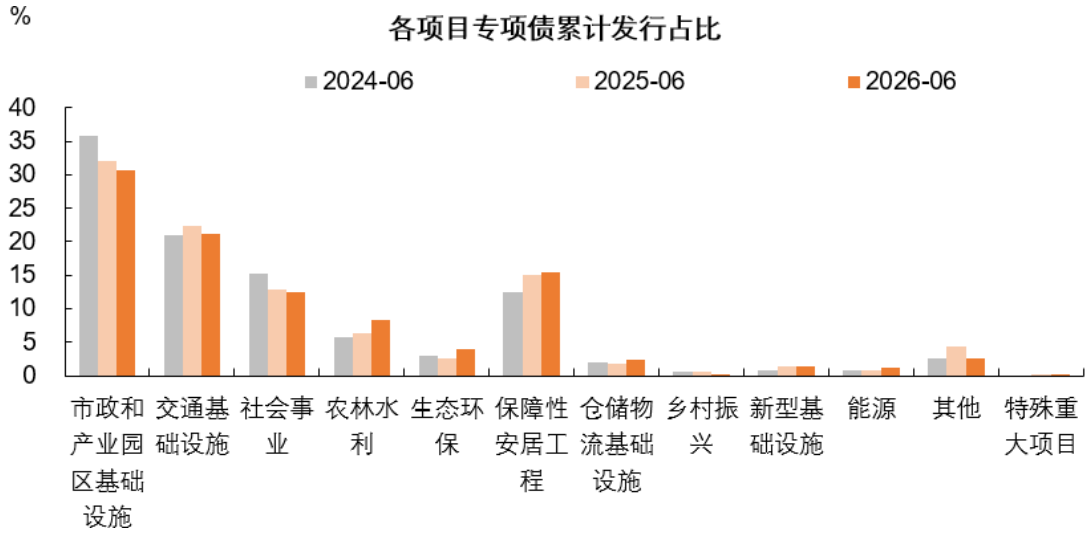
4.1 财政政策：资金向重点领域集中

➢ **今年的一个特点是新基建与老基建并重。**4月中央政治局会议提出“加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设”和“推动条件成熟的重大工程项目开工”。4月17日国家发改委发布会明确，7550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债将于6月底前基本下达完毕，并加快投放8000亿元新型政策性金融工具资金。其中，安排中央预算内投资城市更新专项资金970亿元、安排“两重”资金1600亿支持城市地下管网建设改造，较上年增长250亿元。上半年专项债在**保障房、农林水利、环保、物流、能源**领域的占比上升，与“六张网”和“两重”重点领域相契合。

“两重”资金和项目安排

时间		“两重”项目及资金情况
2024年		2024年“两重”建设共安排7000亿元，重点支持了**长江沿线铁路、干线公路、机场建设，西部陆海新通道建设，东北黑土地高标准农田建设，“三北”工程建设**，农业转移人口市民化公共服务体系建设，高等教育提质升级等领域建设。
2025年		2025年“两重”建设共安排8000亿元支持1459个项目，**长江流域生态修复、长江沿线重大交通基础设施、西部陆海新通道、高标准农田、重大水利工程、城市地下管网**等重点领域。
2026年	**2025/12/31**	国家发改委下达2026年提前批“两重”建设项目清单，共安排约2200亿元，支持**城市地下管网、高标准农田、三北工程**、有效降低全社会物流成本等领域的281个项目
	2026/3/29	国家发改委正式下达2026年首批“两重”建设项目清单，超1700亿元超长期特别国债直达项目一线。在首批“两重”建设项目清单中，科技自立自强、未来产业、农业转移人口市民化、**城市地下管网管廊建设改造、长江流域生态修复、西部陆海新通道、高标准农田**、高等教育提质升级等关键领域项目建设，将获得重点支持。
	2026/4/19	国家发改委会同有关部门组织下达2026年第二批“两重”建设项目清单，共安排超长期特别国债资金2168亿元支持336个重大项目。相关项目涉及人工智能、**城市地下管网建设改造、长江经济带交通基础设施、高标准农田**、高等教育提质升级、**“三北”工程**等重点领域。

专项债对农林水利、保障房、生态环保的支持力度增强



***5月28日《城市更新“十五五”规划》提出危旧房改造目标翻倍、老旧街区厂区改造增幅近七成，新增地下管网、应急避难场所、房屋基础信息数字化等量化指标，并允许地方专项债用作项目资本金。**

资料来源：Wind，平安证券钟正生等《能源冲击波》（2026年4月），中国政府网，澎湃新闻，平安证券研究所

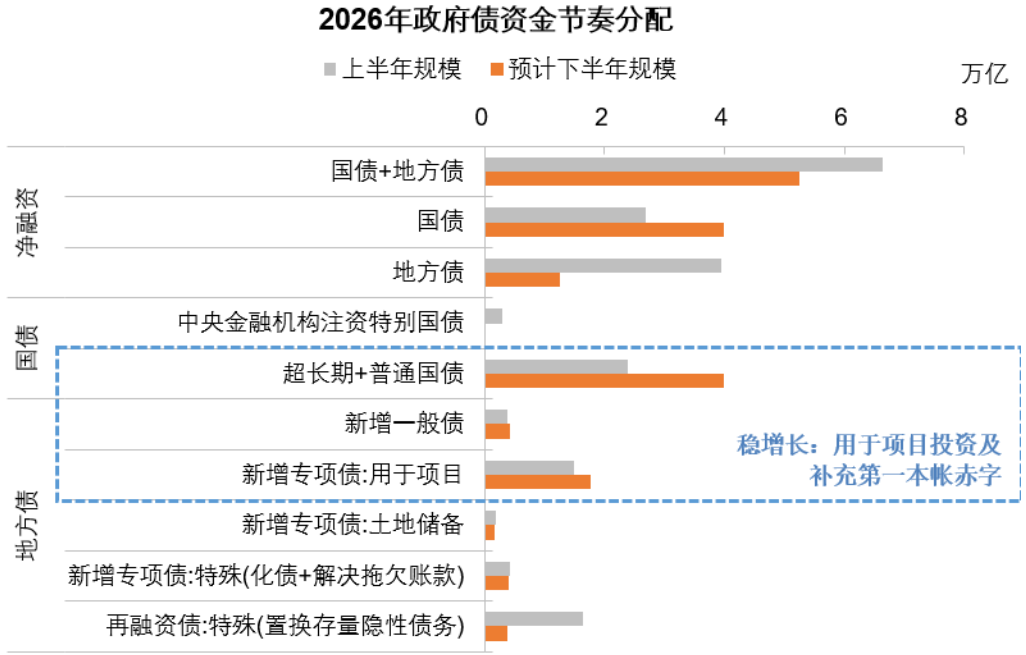
下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 财政政策：下半年稳增长空间可观

- **从可形成实物工作量的财政资金角度考虑，2026年或有1.3万亿广义增量资金。1）**2025年推出的5000亿元新型政策性金融工具仍在逐步落地中，可对2026年上半年的实物工作量形成一定支持；**2）**政府工作报告明确“发行新型政策性金融工具8000亿元，带动更多社会资本参与投资”，比去年规模增加3000亿；**3）**2026年物价回升带动名义GDP增速回升，且税收收入对物价敏感性较高，可能依靠税收收入还能带来5000亿左右财政支出增量。**4）**若财政拉动经济增长情况不及预期，仍可能在2026年四季度推出增量政策（截至2025年末地方债限额结存还有7500亿元可供调配）。

- **下半年财政政策具备加快落地的条件，仍有望成为稳内需的重要抓手。1）**政府工作报告明确提出“单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度”。**2）**五年规划首年项目储备的成熟度和落地速度均有望提升。**3）**国务院《关于推进服务业扩能提质的意见》明确到2030年服务业迈上100万亿元台阶。国家发改委明确将统筹两新、两重、中央预算内投资及新型政策性工具，重点支持教育、医疗、养老、托育等民生领域。

下半年用于“稳增长”的政府债留有较大空间



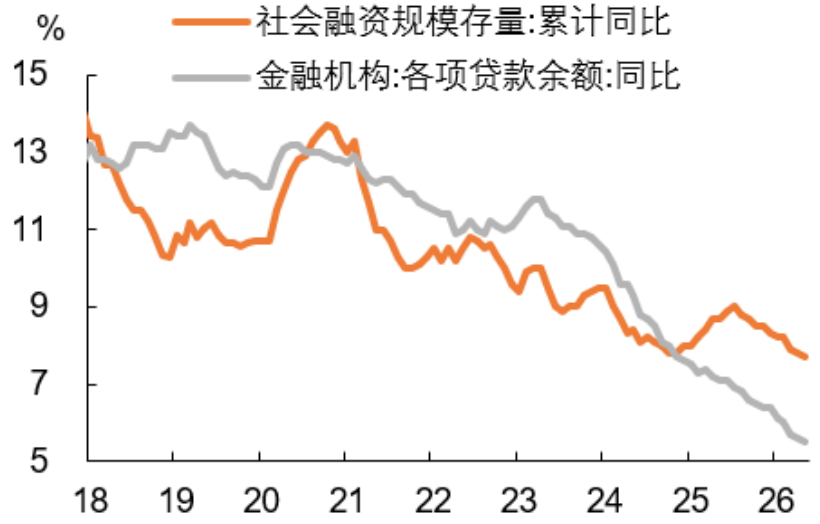
资料来源：Wind,平安证券钟正生等《能源冲击波》（2026年4月）、《稳进·向新》（2026年3月）,企业预警通,中国政府网,21世纪经济报道,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

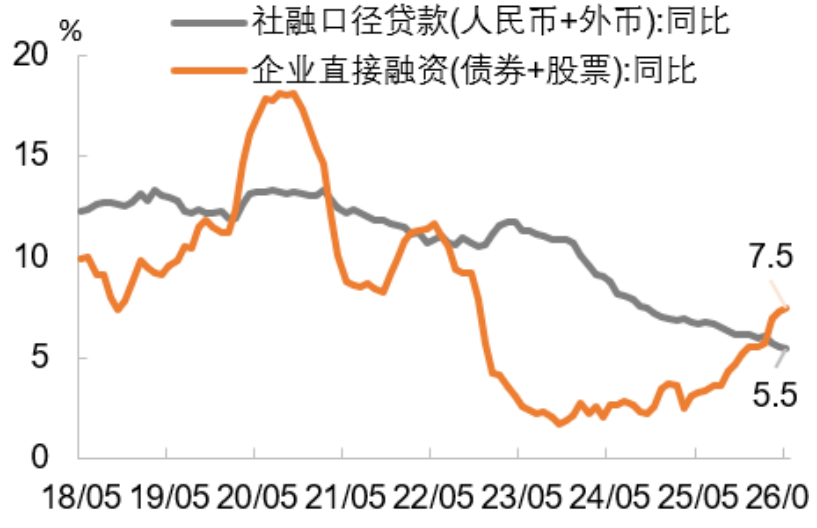
4.2 货币政策：新经济融资占主导

- **2026年1-5月，企业直接融资对社融支撑较强，一定程度上对人民币贷款形成替代，这一变化是中国经济结构加快转型的结果。**从量看，将非金融企业境内股票净融资与企业债券融资规模合并来看，5月企业直接融资规模存量同比增速达到7.5%，较上月再提升0.2个百分点，高于同期社融口径表内信贷增速2.0个百分点。从价看，5月份企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约为3.0%，较一季度末小幅回落，比上年同期低约25个基点。科创债等融资工具的成本明显低于表内贷款，5月AA+评级科创债1年期利率仅为1.5%。

2026年5月社融、信贷同比均继续放缓



2026年5月企业直接融资同比提升至7.5%



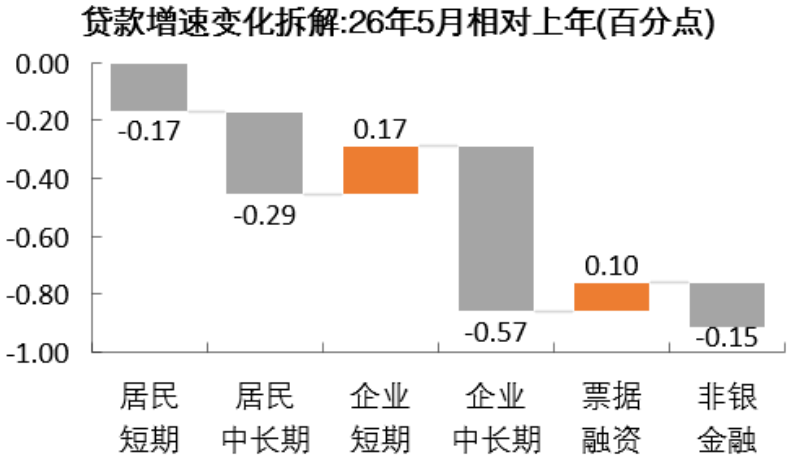
资料来源：Wind,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 货币政策：新经济融资占主导

- **贷款方面：1）**用近一年“社融中的政府债净融资:同比增量 - 财政存款:同比增量”表征财政资金的投放力度，测算5月财政资金投放边际减少1814亿元，与广义财政支出同比增速放缓基本同步。**2）**企业和居民中长期贷款的拖累均较明显，而企业短期贷款和票据融资表现相对较好。**3）**非金融机构存款增速提升，意味着资本市场流动性较充裕。

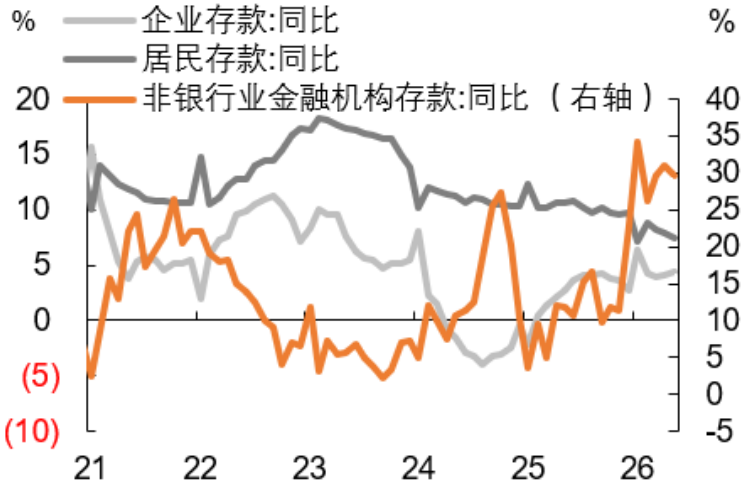
企业中长期贷款是贷款的主要拖累



财政支持增量有所回落



非银金融机构存款增速提升



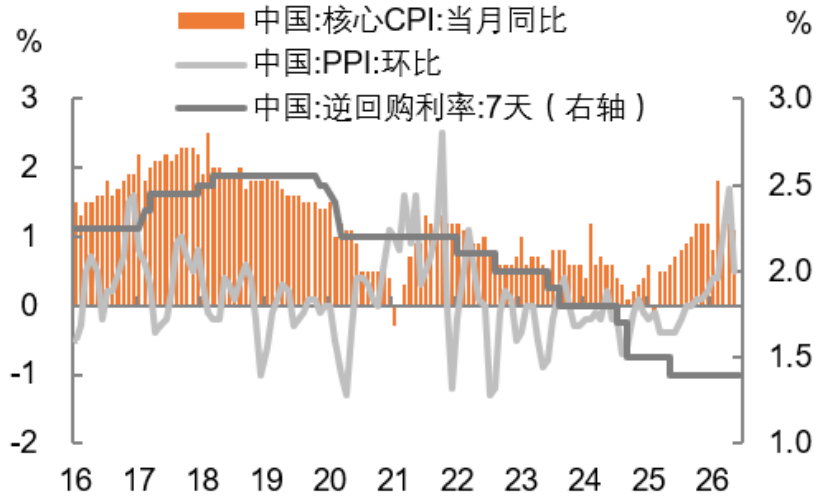
资料来源：Wind,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

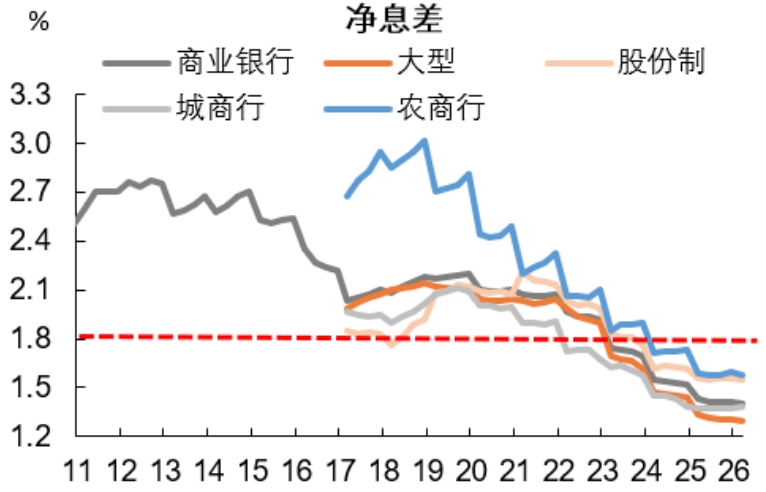
4.2 货币政策：降息面临的三个约束

- **一是，物价水平逐步回升，带动实际利率水平自然降低。**2025年9月以来，核心CPI同比站上1%，PPI环比持续转正，2026年3-5月在中东冲突影响下，PPI环比分别达到1%、1.7%、0.5%。此前降息通常伴随物价走低的背景，央行或待PPI环比接近零增长、企业盈利修复基础进一步巩固后，再择机实施降准降息操作。
- **二是，商业银行净息差仍处低位，降息需辅之以更严格的利率政策执行。**二季度货币政策执行报告报告删除了“降准降息”的直接表述，反映利率工具的使用门槛有所提高，但强调通过压降银行负债成本、规范利率竞争、完善多基准定价体系和强化债券市场功能，推动社会融资成本在低位稳定运行。

PPI环比较快恢复，核心CPI处于高位



2025年四季度银行净息差仍处历史低位



资料来源：Wind,平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 货币政策：降息面临的三个约束

➢ **三是，6月美联储议息会议后，市场加息预期进一步抬升。**一方面，6月经济预测的“滞胀”倾向增强。下修2026年美国GDP增速预期、下修失业率预期，同时显著上修通胀和政策利率路径。另一方面，点阵图隐含的利率路径大幅上修，6月有9名官员支持加息，8名官员预计维持不变，仅1名官员支持降息。此外，6月会议声明篇幅缩短、沃什拒绝提供利率或经济预测等，指向美联储面临新一轮改革带来的不确定性。

◉ 美联储6月经济预测“滞胀”倾向

Percent

Variable	Median[1]			
	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	3.3	2.5	2.1	
March projection	2.7	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1

◉ 美联储6月会议半数官员支持加息

	点阵图对比			
	2026年6月		2026年3月	
终点利率（%）	2026年	2027年	2026年	2027年
4.25-4.50	1	1		
4.00-4.25	5	2		
3.75-4.00	**3**	5		1
3.50-3.75	8	**2**	7	3
3.25-3.50	1	3	**7**	4
3.00-3.25		4	2	**6**
2.75-3.00		1	2	3
2.50-2.75			1	1
2.25-2.50				1
*注：上表数字为“该年结束时，目标利率应有的水平”投票结果，单位为人数				
中位数	3.75-4.00	3.50-3.75	3.25-3.50	3.00-3.25
降息次数	-1	0	1	2

◉ 截至7月2日，市场2026年加息预期超过1.2次



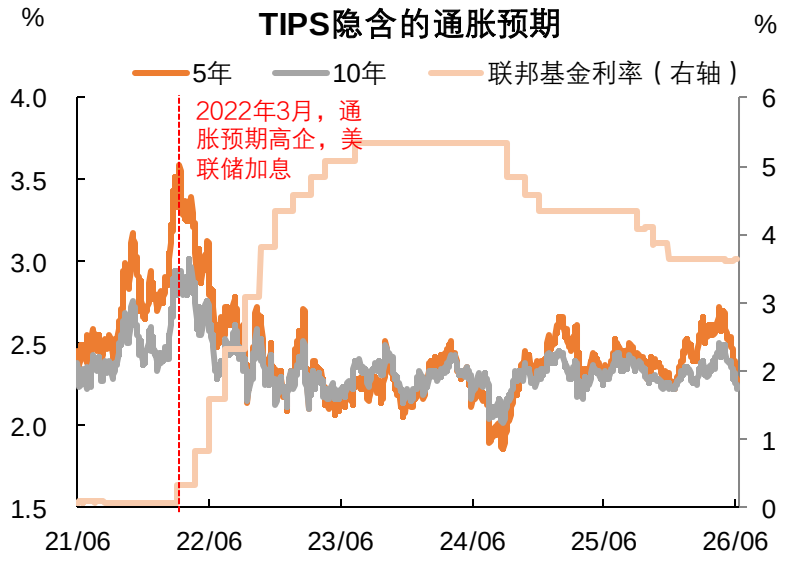
资料来源：Reuters，平安证券钟正生等《沃什首秀、联储转鹰》，CME，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

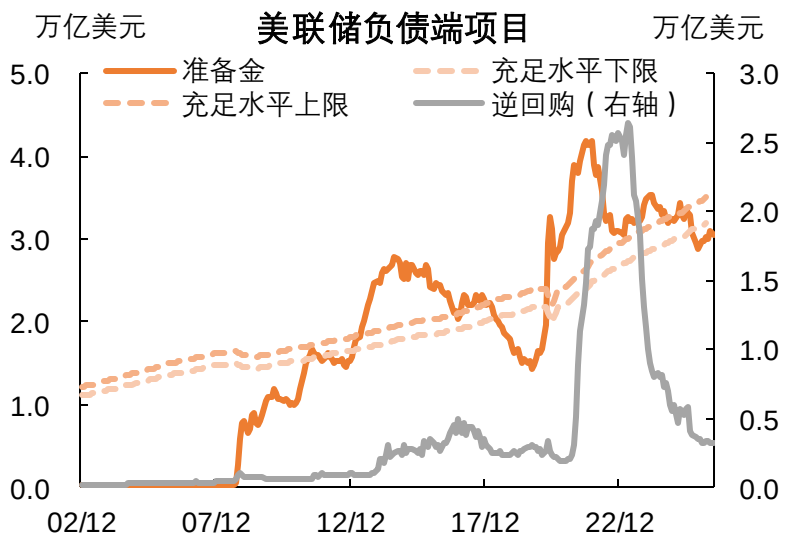
4.2 货币政策：下半年宽松仍是总基调

➢ **其一，随着国际油价显著回落，央行宽松的约束趋于减弱。美联储加息的必要性暂不高：**美国经济暂不“过热”，特朗普的政治压力持续存在。6月美伊谈判取得进展后，油价显著下行；若后续通胀见顶回落，当前市场和美联储成员对通胀/加息的担忧存在修正的可能性。**年内美联储缩表的可能性也较低：**美国准备金已接近充足水平下限，准备金占名义GDP比例降至9.5%（上一次该比例向下突破10%还是2019年回购危机），逆回购几近枯竭。同时，当前美债再融资压力加深，私募信贷风险犹存，放宽金融条件（降息/去监管）成为缩表前提。按沃什计划，资产负债表改革“先调查、再实施”，预计落地周期至少需要一年。

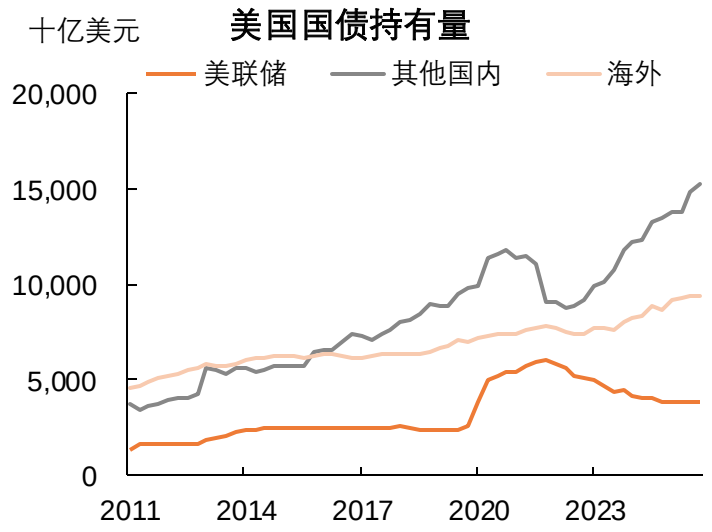
2022年加息背景是通胀预期大幅上行



美国准备金已接近充足水平



美国国内对美债承接压力增加



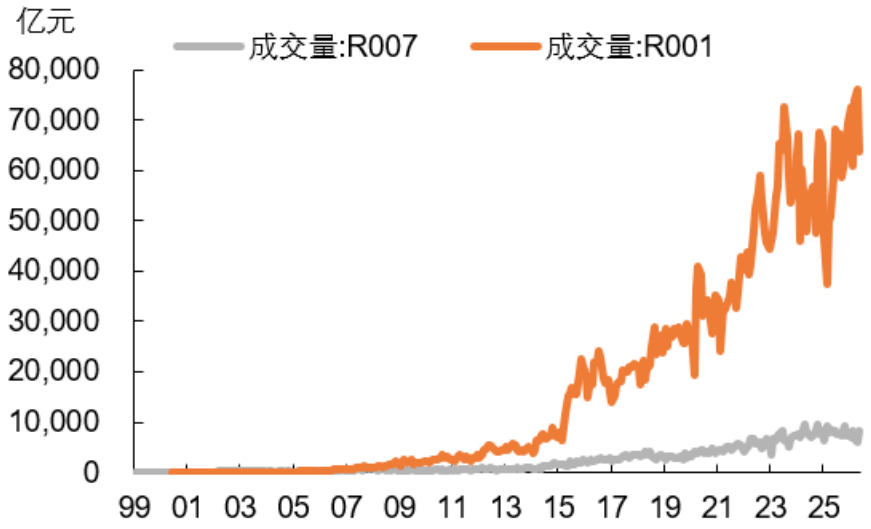
资料来源：FT，美联储，Reuters，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

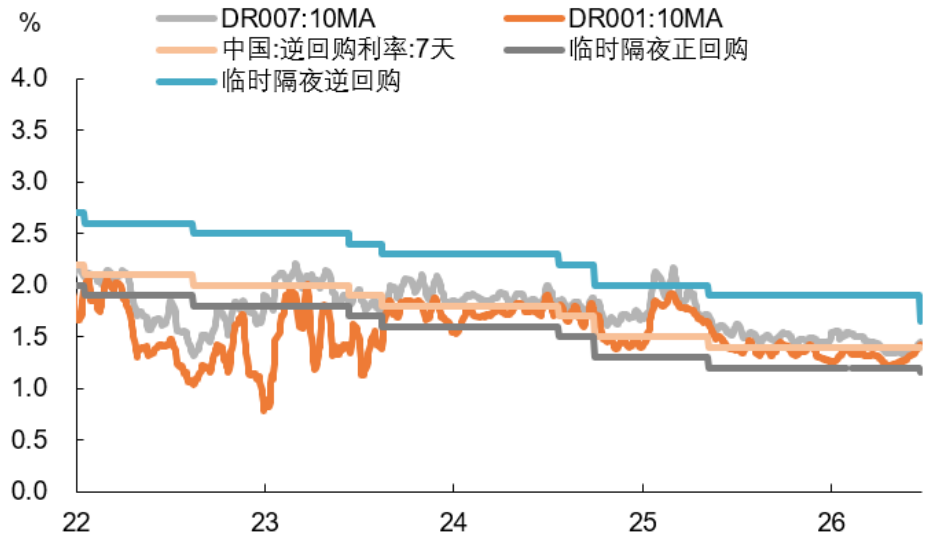
4.2 货币政策：下半年宽松仍是总基调

- **其二，央行通过适时增加隔夜逆回购操作品种，也可起到引导市场资金利率中枢下移的效果。**6月17日，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上宣布，在临时隔夜正/逆回购工具基础上，将操作利率调整为7天期逆回购操作利率±25个基点，利率走廊由70个基点收窄为50个基点；同时，**适时增加隔夜逆回购操作品种**。当前货币市场中R001成交量明显高于R007，以7天期限的政策工具调节流动性存在期限错配问题，同时缩短逆回购期限也意味着银行可以从央行获得更低价格的资金，有利于降低银行负债端综合成本，后续公开市场操作的重心有可能逐步向隔夜操作转移。

货币市场中R001成交量明显高于R007



本次隔夜资金利率走廊收窄20bp



资料来源：Wind，澎湃新闻，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 货币政策：下半年宽松仍是总基调

- **其三，人民币升值幅度已较大，对国内货币宽松约束较少。**从2015年以来美元兑人民币汇率与美元指数的相关关系来看，2025年人民币相对美元升值幅度较小，而2026年以来，随着中美经贸博弈迎来缓和窗口、中国强大的产业竞争力彰显，**目前人民币已完成大部分“补升”空间。**2025年12月1日美元兑人民币中间价从此前低于即期汇率，开始转为高于即期汇率，意味着人民币中间价对人民币升值节奏带来平抑效果。当前人民币对一篮子货币汇率升值历史较高水平，对出口景气的延续也有一定影响。央行2026年3月2日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0，释放出稳汇率、防超调的政策信号。

2026年以来人民币已完成大部分“补升”空间



人民币对一篮子货币汇率也升至历史较高水平



资料来源：Wind，中国人民银行，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1. 美以伊战事再次升级，全球面临1970年代以来最严重的能源危机，滞胀风险全面爆发。
2. 全球衰退风险抬头，导致中国出口面临外需下滑，出口增速放缓，贸易顺差和国际收支状况转弱。
3. 消费刺激政策落地效果不及预期，居民就业和收入恢复有限，叠加物价上涨，抑制后续消费动能。
4. 能源输入性通胀挤压中下游企业盈利空间，挫伤制造业投资能力与意愿。
5. 房地产销售、投资再度转为回落，或房企违约风险再度抬头，对经济增长形成超预期拖累。
6. 财政用于“稳增长”资金安排不足，对“十五五”开局的重大项目支撑不足。
7. 美联储在美国通胀回弹背景下启动加息，美中利差扩大，美元走强，人民币汇率贬值压力再起。

下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。