下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

宏观月报

2026 年 07 月 06 日

6 月经济：油价冲击，未完待续

——“月度前瞻”系列专题之十二

6 月以来，油价高位回落、是否意味着对经济的冲击临近尾声？其他拖累因素的约束是否仍在演绎？本文分析，供参考。

- **一问：油价的“供给冲击”是否延续？油价回落或对生产冲击弱化，但对通胀、盈利滞后传导仍在。**

生产：6 月以来，油价高位回落，但石化链生产仍处低位，或反映油价的“供给冲击”尚未结束。6 月，油价已基本回落至美伊冲突前的水平下，石化链开工边际企稳，但整体仍在历史低位、同比回落 1.1 个百分点至-4.5%，或反映油价“供给冲击”的滞后传导仍在延续。相比之下，受益于 AI 需求旺盛与外需韧性，冶金链、消费链生产也有改善。综上，**预计 6 月工业增加值或 4.3%。**

通胀：油价环比转负，但中下游价格或仍在上行，可能源于供给加速出清与 AI 需求旺盛的共同影响。PPI 方面，6 月原油等大宗价格有所回落，但中下游价格受供给加速出清及 AI 需求旺盛的拉动、或进一步上行，**6 月 PPI 或为 4.4%。**CPI 方面，虽然猪价、商品需求表现偏弱；但受供给传导效应强化的影响，核心商品 CPI 或也可能进一步回升。综合来看，**6 月 CPI 或维持在 1.2%的阶段高位。**

盈利：低库存下，高油价对石化链成本率的推升或继续显现，影响相关领域盈利。油价对石化链盈利的冲击已于 5 月开始体现。往后看，一是库存加速消耗下，高油价推升成本率；考虑到油价领先成本率 4 个月左右，6 月成本率或继续上行。二是前期高油价令石化链需求面临下行压力，后续预计石化链 PPI 或继续走高，可能进一步约束需求，因此仍需关注 6 月石化链盈利回落风险。

- **二问：内需的“拖累因素”是否仍在？化债提速、价格上涨等拖累因素或仍在压制内需。**

拖累 1：前期化债“超发”、盈利偏弱等对投资的影响或仍有体现，6 月投资仍有下行可能。投资更多与到位资金有关，后者主要受自筹资金影响。自筹资金其一来源政府性基金支出、滞后专项债 2 个月；4 月项目投资用专项债同比改善有限，或滞后约束 6 月投资；其二是企业盈利、影响时滞约 1 年；前期企业利润磨底，对 6 月投资拉动有限。此外“地方财政补贴负面清单”对投资影响或仍在。

拖累 2：AI 涨价、“以旧换新”透支效应或继续显现，对 6 月消费需求构成约束。前期油价飙升、黄金价格调整与通信器材涨价，约束相关商品消费需求；4 月存储等价格继续上行，考虑 2 个月的传导时滞后，可能仍对 6 月通讯器材等需求有直接约束。此外，以旧换新的透支效应或仍有体现，高频数据显示，6 月汽车零售量、家电销售额持续磨底，同比分别维持在的较低水平。

支撑 1：项目前置的透支效应或有缓解，叠加两重项目资金加快下达，投资回落幅度或有限。专项债在年初发行提速，但前 5 月实际发行基本持平计划，意味着年初赶工对投资的透支效应或集中在二季度。4 月开始发行超长期特别国债，两重项目资金加快下达，或对资金形成补充。此外前期国有土地使用权收入下滑幅度放缓，令土地购置费对投资压制或有改善。**6 月投资或回落至-5.5%。**

支撑 2：6 月天气、基数效应对消费的扰动缓和下，社零或小幅回升。前期高温多雨天气令限额以下零售、服务消费走弱；但 6 月全国降水量偏少，对居民出行消费的影响或有改善，人流出行强度同比回升 6.7 个百分点至-3.1%；同时油价回落也利好居民出行。基数回落下，**6 月社零或回升至 0.2%。**

- **三问：外需的“对冲效应”会否强化？AI 与消费品出口或支撑总出口增长韧性，或对冲内需压力。**

生产资料：全球 AI 革命的拉动下，相关领域出口或维持较高景气。6 月韩国半导体出口维持高位（188.4%），全球 AI 需求延续高景气。一方面，发达国家 AI 需求增加，会拉动我国对发达国家 AI 出口。另一方面，AI 革命带动发达国家生产资料“超额进口”，加速新兴国家工业化，通过“东盟出口走强-工业生产改善-拉动我国生产资料出口”的传导链条，支撑相关出口超预期。

消费品：供给替代效应，叠加美国进口周期回升，或对下游出口构成较大支撑。一方面，海外生产走弱下，“供给替代”效应或持续显现，支撑消费品出口。另一方面，影响对发达经济体出口的并非其消费需求、而是消费品进口。2025 年关税冲击后，美国消费品进口超跌，显示关税导致过度去库；目前美国消费品库存已持平近期极低点，后续美国进口回升或支撑我国出口。**6 月出口或为 17.3%。**

总结：油价冲击尚未结束，但部分拖累因素在缓解，维持全年经济 N 型的判断。6 月，虽然油价回落，但对生产、通胀、盈利的滞后传导或仍在。前期化债“超发”、盈利偏弱、以旧换新透支效应等中期因素或继续约束投资，而项目透支、天气等短期扰动或边际缓和。出口受益于全球 AI 革命、供给“替代效应”、美国补库等或依然维持较强韧性。综上，**“申万经济景气指数”或回升至 4.2%。**

- **风险提示：油价超预期变化；外部形势变化；政策落地速度不及预期。**

相关研究
-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
研究支持
耿佩璇 A0230124080003
gengpx@swsresearch.com
联系人
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 6 月经济：油价冲击，未完待续 7

1.1 一问：油价的“供给冲击”是否结束？ 7
1.2 二问：内需的“拖累因素”是否仍在？ 11
1.3 三问：外需的“对冲效应”会否强化？ 14

2. 申万经济热力指数：6 月，经济景气弱修复 18

3. 高频跟踪：上周新房成交有所回落 19

3.1 生产高频跟踪：工业生产走势分化，建筑业开工偏弱 19
3.2 需求高频跟踪：商品房成交下滑，其余内需指标也偏弱 22
3.3 物价高频跟踪：农产品、工业品价格普遍回落 25

图表目录

图 1：6 月石化链综合开工率仍在底部.....7
图 2：6 月高炉开工率同比小幅回升.....7
图 3：6 月高速公路货车通行量同比回升.....7
图 4：6 月申万工业热力指数持平前月.....7
图 5：6 月布伦特原油价格回落.....8
图 6：6 月钢价有所回落.....8
图 7：6 月煤价延续上行.....8
图 8：6 月铜价有所回落.....8
图 9：6 月蔬菜价格小幅回升.....8
图 10：6 月猪肉价格继续回落.....8
图 11：6 月以来油价大幅冲高，影响石油开采 PPI.....9
图 12：石化链下游上行幅度超过上游的传导幅度.....9
图 13：核心商品 CPI 受 PPI 传导或进一步走高.....9
图 14：AI 领域价格持续上行.....9
图 15：6 月 PPI 同比或上行至 4.4%左右.....9
图 16：6 月 CPI 同比或在 1.2%左右.....10
图 17：5 月石化链实际库存明显回落.....10
图 18：5 月石化链成本率明显上行.....10
图 19：油价领先石化链成本率 4 个月左右.....11
图 20：石化链 PPI 上行约束石化链实际营收.....11
图 21：固定资产投资更多受到位资金影响.....11
图 22：新增专项债领先 2 个月政府性基金支出.....11
图 23：4 月投资用专项债同比改善有限.....12
图 24：前期企业盈利磨底也会约束投资.....12
图 25：涨价影响通信器材零售.....12
图 26：家电等以旧换新的透支效应继续显现.....12
图 27：6 月乘用车零售量持续磨底.....12
图 28：6 月家电销售额维持低位.....12
图： 年 月起地方债实际发行进度回落.....

图 30：6 月以来，专项债发行较前期有所回升 13
图 31：4 月以来，超长期特别国债开始发行 13
图 32：3 月国有土地使用权收入回落放缓 13
图 33：6 月限额以上商品零售环比回落 14
图 34：6 月国内执行航班架次有所回升 14
图 35：6 月人流出行强度边际改善 14
图 36：油价回落或带动石油制品的零售改善 14
图 37：前期生产资料出口强于消费品出口 15
图 38：中游与下游出口“增速差”接近历史最大 15
图 39：出口的供给替代效应逐步显现 15
图 40：机械、交运设备等中游出口在走弱 15
图 41：美国加速 AI 进口 15
图 42：美国数据处理设备进口大幅上行 15
图 43：韩国前 20 日半导体增速维持高位 16
图 44：东盟出口拉动制造业生产 16
图 45：美国消费品进口与消费需求脱钩 16
图 46：我国在逐步替代自欧盟的进口份额 17
图 47：前期大宗商品牛市拉动非洲进口高增 17
图 48：6 月申万工业热力指数 17
图 49：6 月服务业热力指数有所回升 17
图 50：申万经济热力指数与实际 GDP 17
图 51：6 月申万经济热力指数有所回升 17
图 52：主要经济指标同比及预测 18
图 53：6 月，申万工业热力指数持平前月 18
图 54：6 月，石化链开工率维持低位 18
图 55：6 月，申万服务业热力指数回升 18
图 56：6 月，申万经济热力指数回升 18
图 57：上周，钢厂盈利率环比回落 19
图 58：上周，高炉开工率维持韧性 19
图 59：上周，钢材周表观消费同比回升 19
图 ：上周，钢材社会库存环比回升 .....

图 61：上周，纯碱开工率同比回落 20
图 62：上周，PTA 开工率同比回落 20
图 63：上周，涤纶长丝开工率小幅回落 20
图 64：上周，汽车半钢胎开工率回升 20
图 65：上周，粉磨开工率同比回落 20
图 66：上周，水泥出货率同比回升 20
图 67：上周，水泥库容比回升 21
图 68：上周，水泥均价有所回落 21
图 69：上周，玻璃产量同比回落 21
图 70：上周，玻璃周表观消费同比回升 21
图 71：上周，玻璃库存环比回升 21
图 72：上周，沥青开工率同比进一步走低 21
图 73：上周，全国商品房成交同比回落 22
图 74：上周，一线城市商品房成交同比回落 22
图 75：上周，二线城市商品房成交同比回落 22
图 76：上周，三线城市商品房成交同比回落 22
图 77：上周，全国铁路货物运输量同比回落 23
图 78：上周，公路货车通行量同比回升 23
图 79：上周，监测港口货物吞吐量同比回升 23
图 80：上周，监测港口集装箱吞吐量同比回升 23
图 81：上周，全国迁徙规模指数回落 23
图 82：上周，国内执行航班架次有所回升 24
图 83：上周，国际执行航班架次同比回落 24
图 84：上周，观影人次同比回落 24
图 85：上周，票房收入同比回落 24
图 86：上周，乘用车零售量同比回落 24
图 87：上周，乘用车批发量同比回落 24
图 88：上周，CCFI 综合指数回升 25
图 89：上周，美西航线运价涨幅较大 25
图 90：上周，地中海航线运价涨幅较大 25
图 ：上周，BDI 运价有所回落 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 92：上周，猪肉平均零售价企稳 25
图 93：上周，蔬菜平均批发价回落 25
图 94：上周，鸡蛋平均批发价回落 26
图 95：上周，7 种重点监测水果价格回落 26
图 96：上周，钢材综合价格指数环比回落 26
图 97：上周，山西优煤市场价环比回落 26
图 98：上周，铜平均价环比回落 26
图 99：上周，南华工业品价格指数下行 26

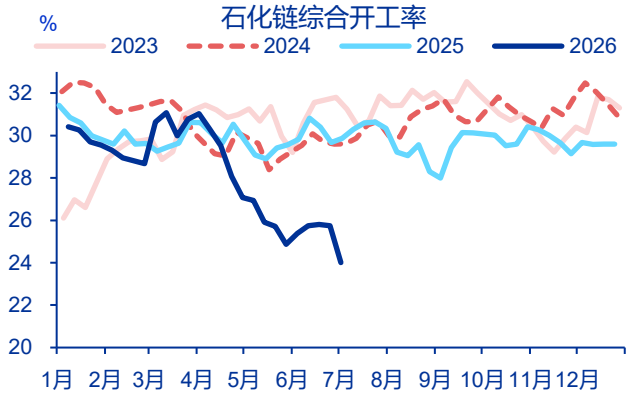
6 月以来，油价高位回落、是否意味着对经济的冲击临近尾声？其他拖累因素对经济的约束是否仍在演绎？本文分析，供参考。

1. 6 月经济：油价冲击，未完待续

1.1 一问：油价的“供给冲击”是否结束？

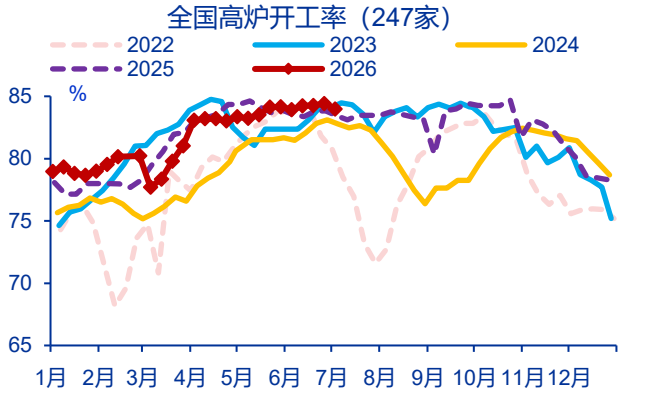
生产：6 月以来，油价高位回落，但石化链生产仍处低位，或反映油价的“供给冲击”尚未结束。6 月，油价已基本回落至美伊冲突前的水平下，石化链开工率边际企稳，但整体仍在历史低位、同比回落 1.1 个百分点至-4.5%，或反映油价“供给冲击”的滞后传导仍在延续。相比之下，受益于 AI 需求旺盛与外需韧性，反映冶金链生产的高炉开工率同比回升 0.9 个百分点至 0.6%；消费链生产也有改善，公路货运量同比回升 4.6 个百分点至 0.5%。**综上，6 月工业生产整体维持韧性，工业增加值或为 4.3%。**

图 1：6 月石化链综合开工率仍在底部



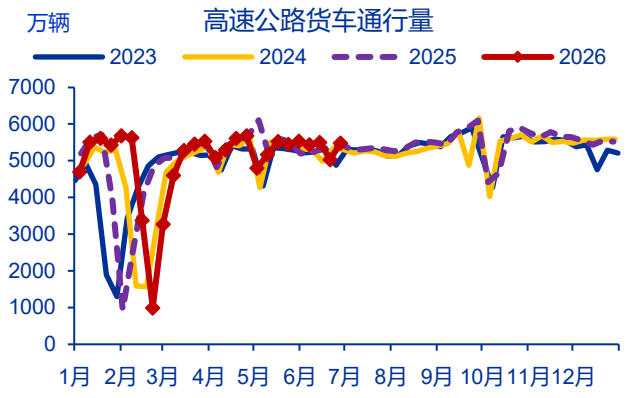
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：6 月高炉开工率同比小幅回升



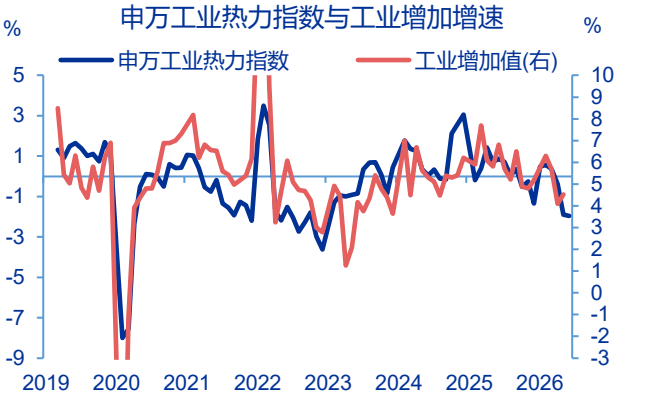
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：6 月高速公路货车通行量同比回升



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

图 4：6 月申万工业热力指数持平前月



资料来源：Wind，申万宏源研究

通胀：大宗领域高频指标下滑，包括油、钢、铜等工业品领域，猪价、商品需求等消费领域。工业品方面，6 月以来虽然煤炭价格延续回升态势，环比 3%；但布伦特原油价格环比下滑 9.2 个百分点，铜价、钢价也有小幅回落，环比分别为-0.6%、-2%。食品方面，受高温多雨等天气影响，蔬菜价格小幅回升（环比 1.9%）；但前期生猪存

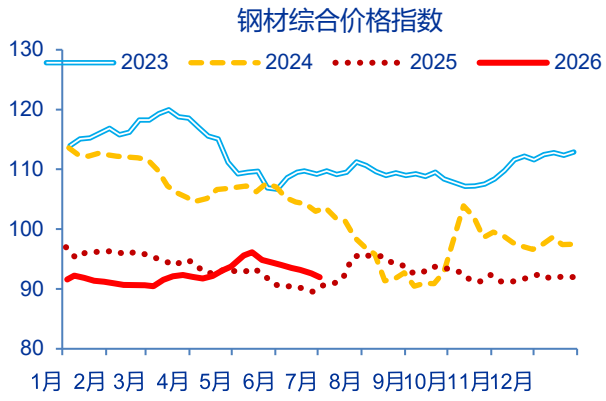
栏持续增加对猪价的约束仍在显现，猪肉价格继续走低、环比-1.3%。核心商品方面，汽车销量持续磨底，家电销量有所走弱，同时金价环比下降 7.8%。

图 5：6 月布伦特原油价格回落



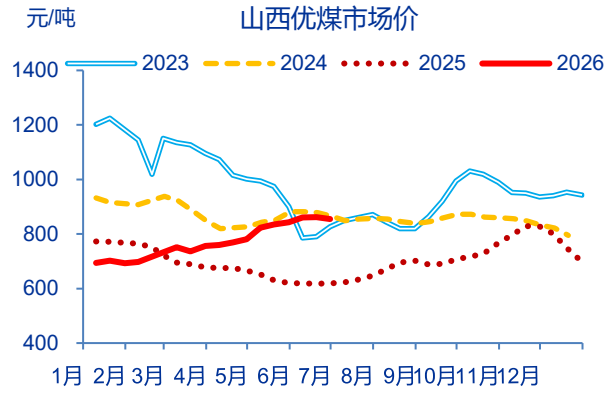
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：6 月钢价有所回落



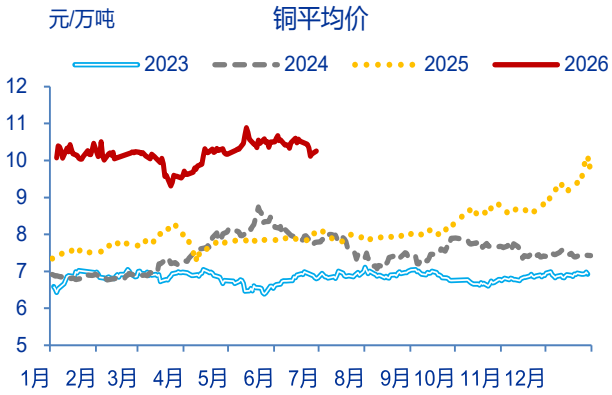
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：6 月煤价延续上行



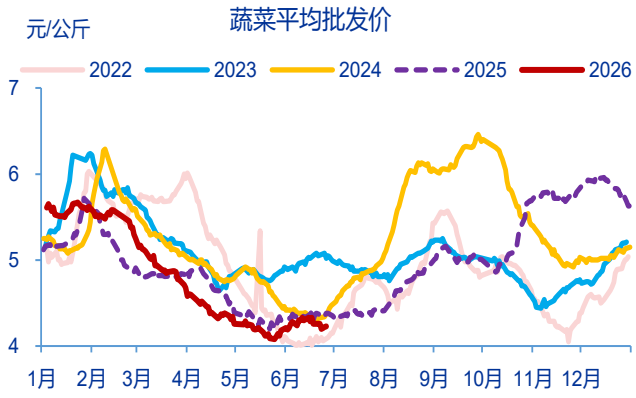
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：6 月铜价有所回落



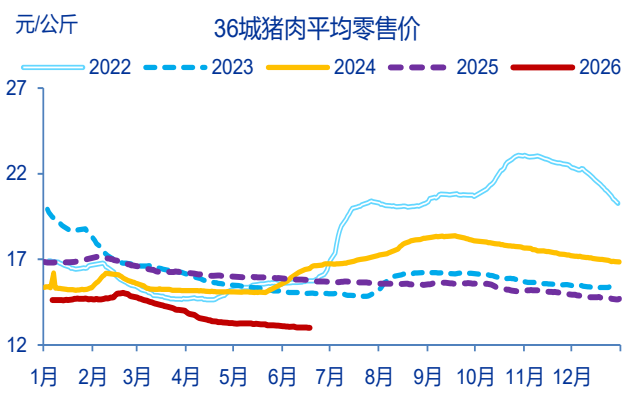
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：6 月蔬菜价格小幅回升



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 10：6 月猪肉价格继续回落



资料来源：iFind，申万宏源研究

通胀：中下游 PPI 或继续上行，源于中下游供给出清与 AI 需求旺盛的共同支撑；同时供给传导效应强化下，CPI 或也维持阶段高位。6 月石化链中下游生产偏弱下，石化链中下游价格或继续走高；同时 AI 需求旺盛的背景下，有色压延、计算机通信设备等 AI 领域相关 PPI 也有望继续上行。整体来看，**月 PPI 或上行至 .% 的较高水平。**

受中下游 PPI 对核心商品 CPI 传导效应强化的影响，核心商品 CPI 或进一步上行；综合来看，**6 月 CPI 或维持在 1.2%的较高水平。**

图 11：6 月以来油价大幅冲高，影响石油开采 PPI



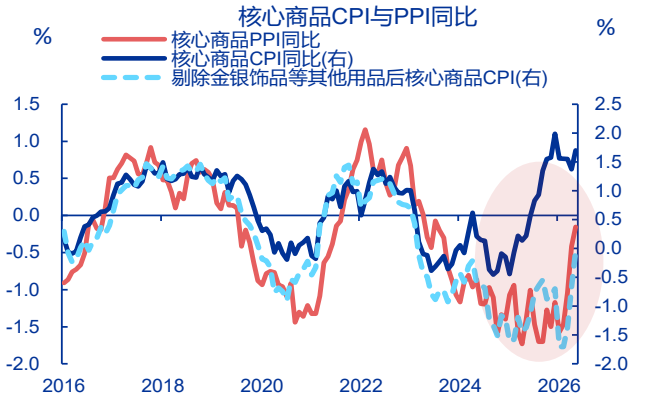
资料来源：Wind，申万宏源研究 横坐标为年份

图 12：石化链下游上行幅度超过上游的传导幅度



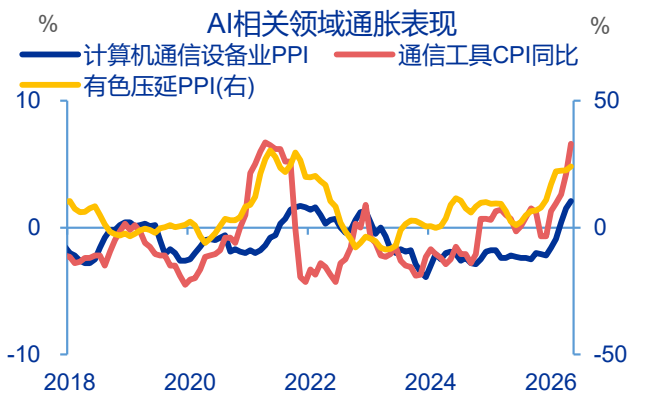
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：核心商品 CPI 受 PPI 传导或进一步走高



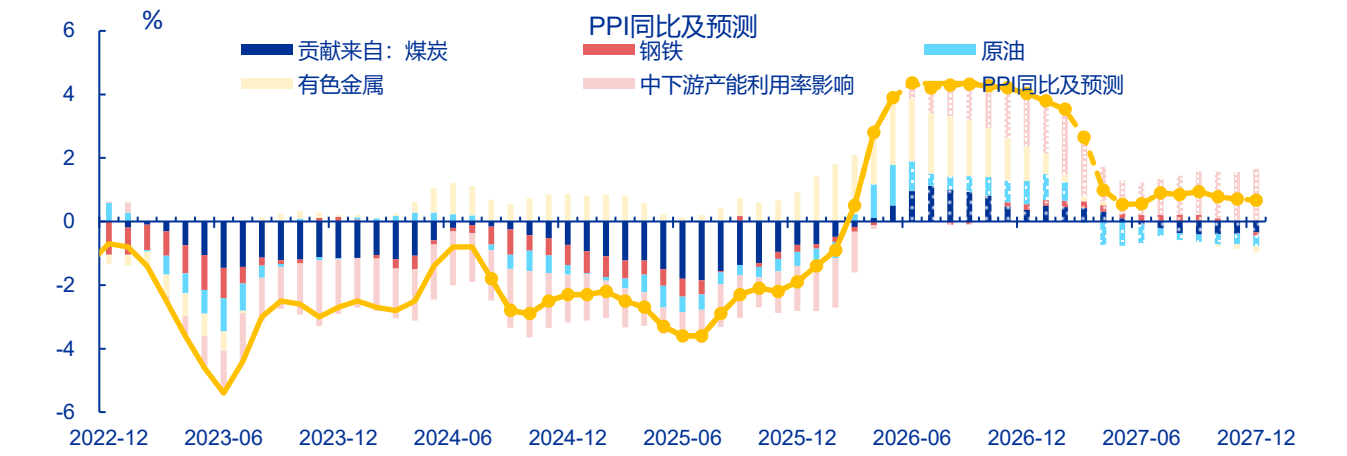
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：AI 领域价格持续上行



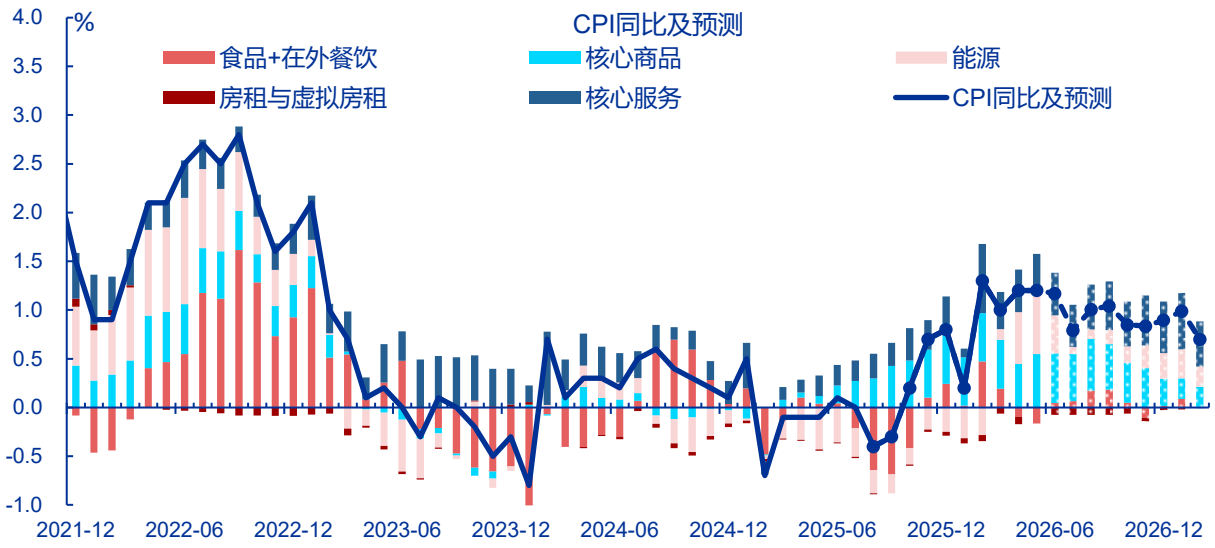
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 15：6 月 PPI 同比或上行至 4.4%左右



资料来源：CEIC，申万宏源研究

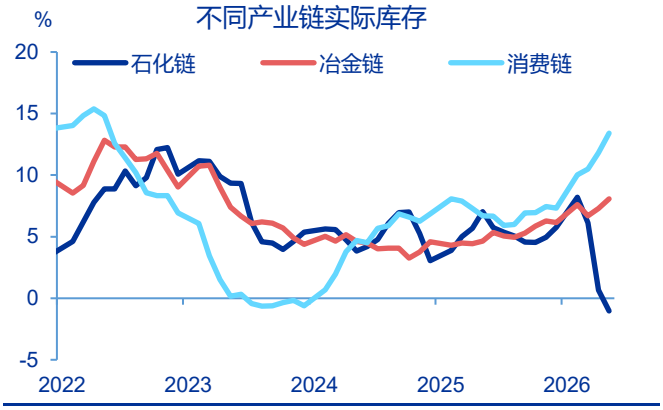
图 16：6 月 CPI 同比或在 1.2%左右



资料来源：CEIC，申万宏源研究

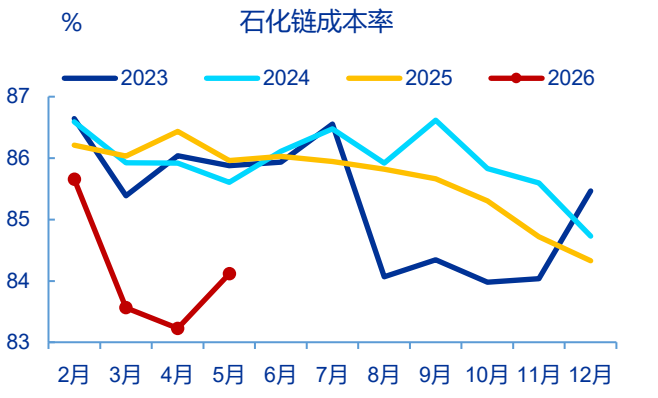
盈利：低库存下，高油价对石化链成本率的推升或继续显现，影响相关领域盈利。油价对盈利的冲击已于 5 月开始体现，其中石化链利润降幅较大。一是库存加速消耗下，高油价对成本率的抬升显现，5 月石化链成本率上行 0.9 个百分点至 84.1%；考虑到油价领先成本率约 4 个月左右，预计前期高油价或继续推升 6 月成本率。二是油价飙升 2 个月后，石化链需求面临下行压力令实际营收也有明显回落，5 月实际营收增速下滑 1.1 个百分点至 10.3%；供给出清下，预计石化链 PPI 持续走高，后续对需求的抑制作用或也持续存在，仍需关注 6 月石化链盈利的回落风险。

图 17：5 月石化链实际库存明显回落



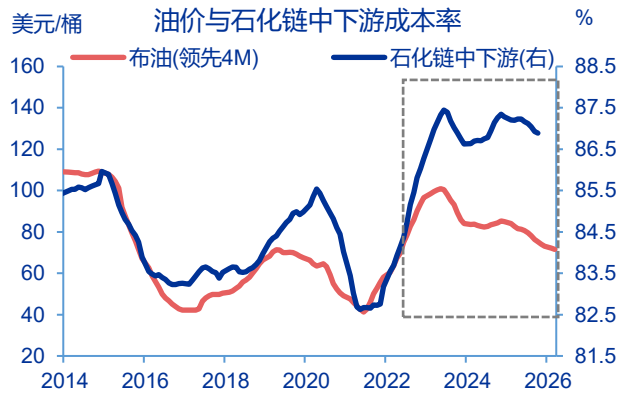
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 18：5 月石化链成本率明显上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：油价领先石化链成本率 4 个月左右



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 20：石化链 PPI 上行约束石化链实际营收

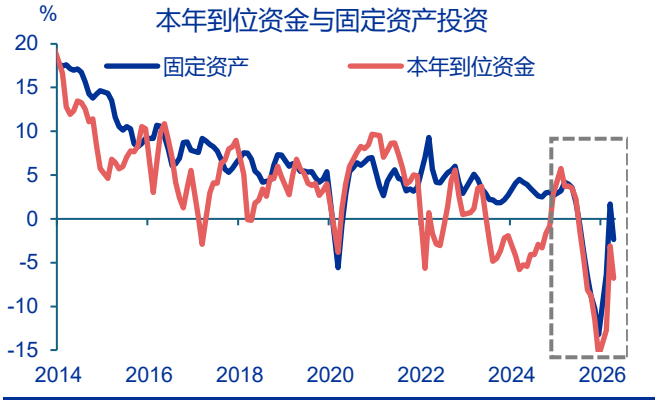


资料来源：iFind，申万宏源研究

1.2 二问：内需的“拖累因素”是否仍在?

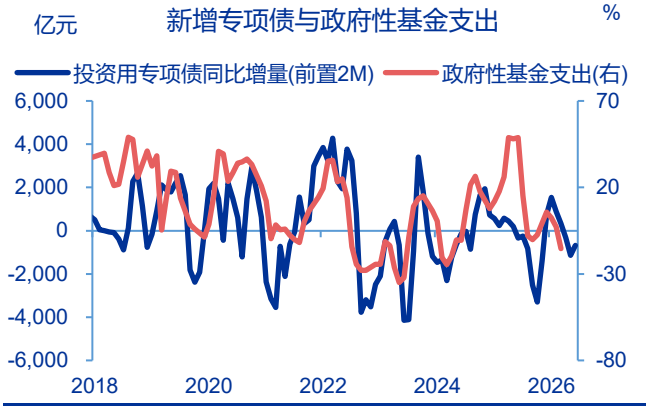
拖累 1：前期化债“超发”、盈利偏弱对投资资金的影响或仍有体现，6 月固定资产投资仍有下行的可能。数据上固定资产投资的变化更多与到位资金有关，后者主要受自筹资金影响。自筹资金的来源之一是政府性基金支出、滞后于新增专项债 2 个月；4 月新增专项债用于化债、土储的比重进一步上行至 32.7%，项目投资用专项债同比改善有限，或滞后约束 6 月投资；来源之二是企业盈利、影响时滞约 1 年；2025 年二季度企业利润同比磨底，对 6 月投资资金贡献有限。此外，“地方财政补贴负面清单”对投资的影响或仍有体现；综上，6 月固定资产投资或仍有进一步下行的可能。

图 21：固定资产投资更多受到位资金影响



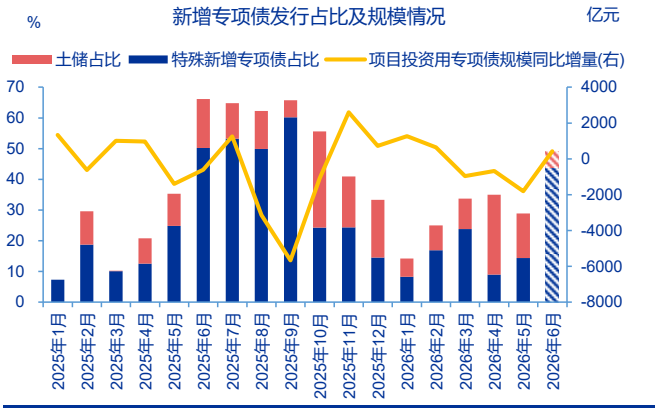
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 22：新增专项债领先 2 个月政府性基金支出



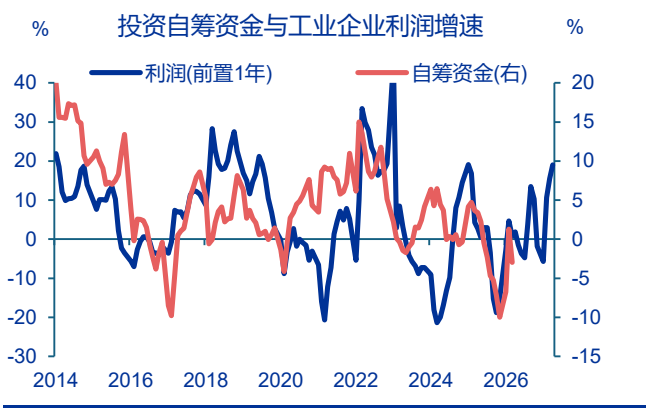
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 23：4 月投资用专项债同比改善有限



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 24：前期企业盈利磨底也会约束投资



资料来源：iFind，申万宏源研究

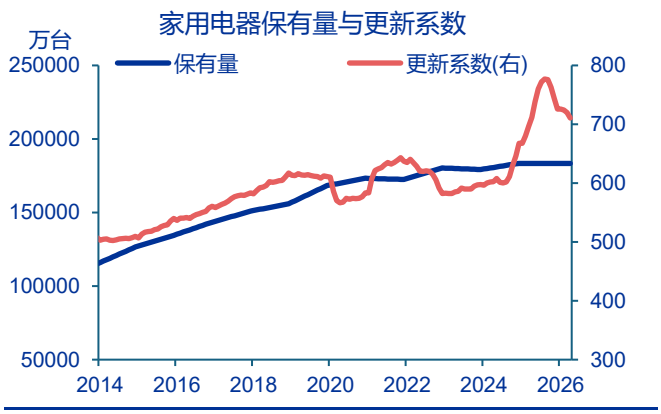
拖累 2：AI 涨价、“以旧换新”透支效应或继续显现，对 6 月消费需求构成约束。前期油价飙升、黄金价格调整与通信器材涨价，约束相关商品消费需求；4 月存储等价格继续上行，考虑 2 个月的传导时滞后，可能仍对 6 月通讯器材等需求有直接约束。此外，以旧换新的透支效应或仍有体现，高频数据显示，6 月汽车零售量、家电销售额持续磨底，同比分别维持在的较低水平。

图 25：涨价影响通信器材零售



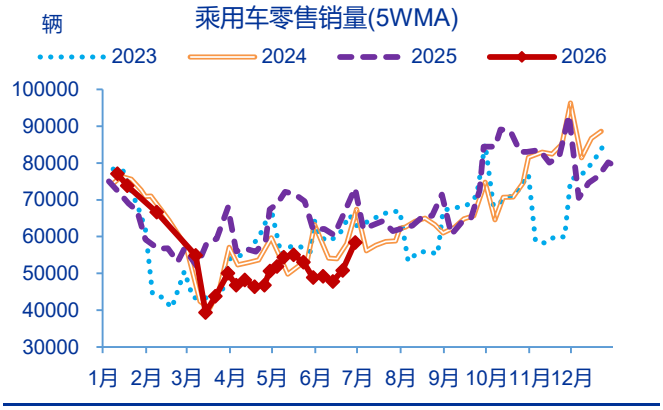
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：家电等以旧换新的透支效应继续显现



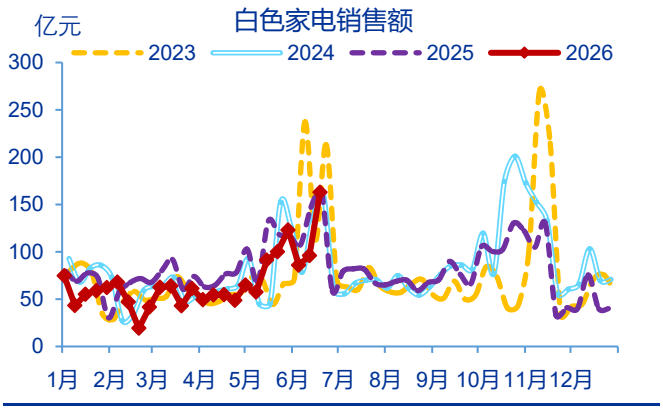
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 27：6 月乘用车零售量持续磨底



资料来源：iFind，申万宏源研究

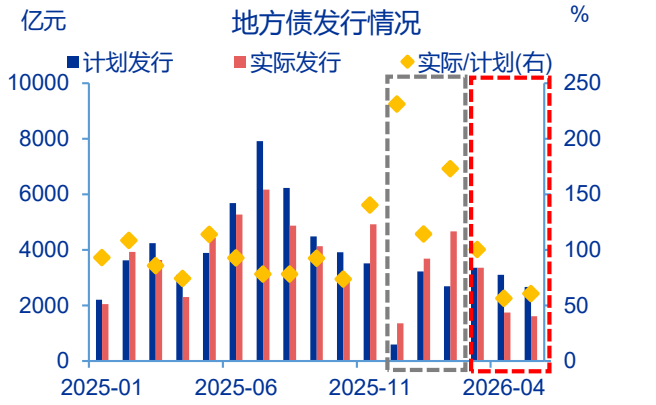
图 28：6 月家电销售额维持低位



资料来源：iFind，申万宏源研究

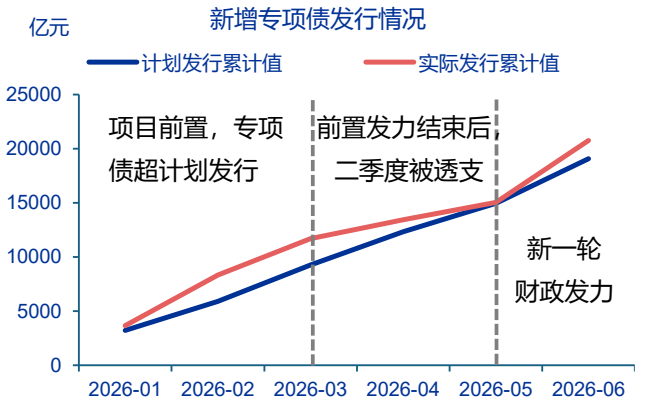
支撑 1：项目前置的透支效应或有缓解，叠加两重项目资金加快加大，投资回落幅度或有限。虽然专项债在年初发行提速、3 月来回落显著，但前 5 月实际发行进度基本持平计划，意味着年初赶工对投资的透支效应或集中在二季度。同时，4 月开始发行超长期特别国债，两重项目资金亦加快下达，或对资金形成补充。此外，财政收入中土地出让收入领先土地购置费用 3 个月，3 月国有土地使用权收入下滑幅度放缓，意味着 6 月土地购置费对投资压制或有改善。**6 月固定资产投资累计增速或回落至-5.5%。**

图 29：2026 年 3 月起地方债实际发行进度回落



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 30：6 月以来，专项债发行较前期有所回升



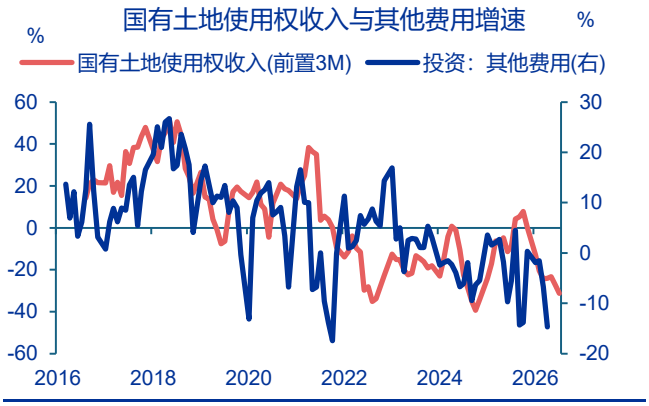
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 31：4 月以来，超长期特别国债开始发行

月份	期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
	30	5月20日	续发	按半年付息
6月	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
	30	6月24日	首发	按半年付息
7月	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月15日	续发	按半年付息
8月	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
9月	30	9月2日	续发	按半年付息
	20	9月4日	续发	按半年付息
	50	9月9日	续发	按半年付息
	30	9月16日	续发	按半年付息
10月	30	10月8日	续发	按半年付息
	50	10月14日	续发	按半年付息
	20	10月16日	续发	按半年付息

资料来源：财政部，申万宏源研究

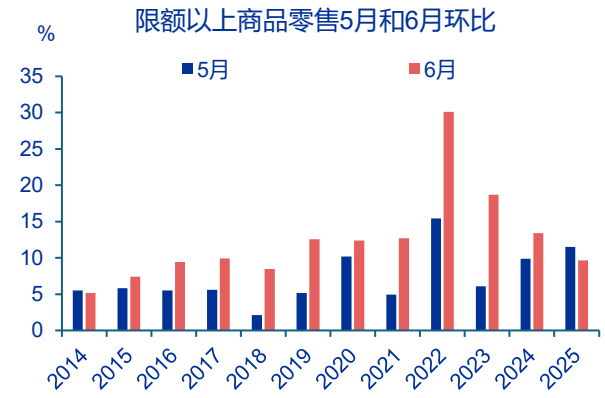
图 32：3 月国有土地使用权收入回落放缓



资料来源：iFind，申万宏源研究

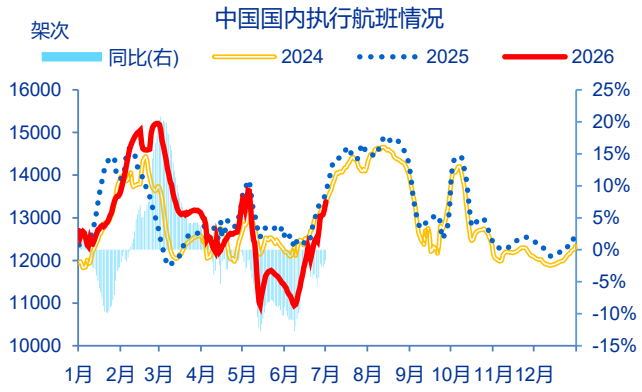
支撑 2：6 月天气、基数效应对消费的扰动缓和下，社零或小幅回升。5 月以来我国气温偏高（全国平均气温 16.9℃，较常年同期偏高 0.6℃），降水为近 10 年最多，导致限额以下零售、服务消费走弱；但 6 月，全国降水量总体偏少，天气对居民出行消费的影响或有改善，人流出行强度同比回升 6.7 个百分点至-3.1%；同时油价回落，也利好居民出行，相关商品的需求或也边际改善。**综合来看，基数回落下，6 月社零或回升至 0.2%左右。**

图 33：6 月限额以上商品零售环比回落



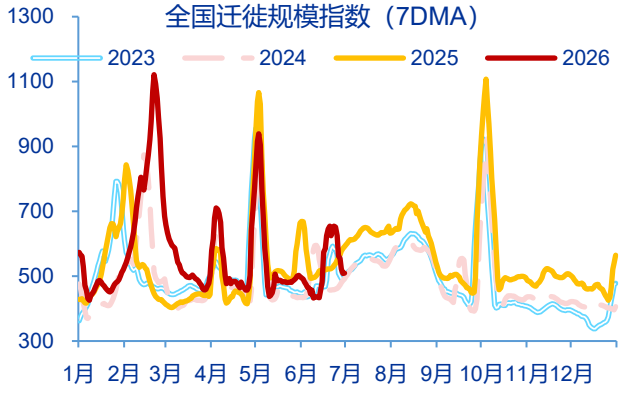
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 34：6 月国内执行航班架次有所回升



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 35：6 月人流出行强度边际改善



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 36：油价回落或带动石油制品的零售改善



资料来源：iFind，申万宏源研究

1.3 三问：外需的“对冲效应”会否强化？

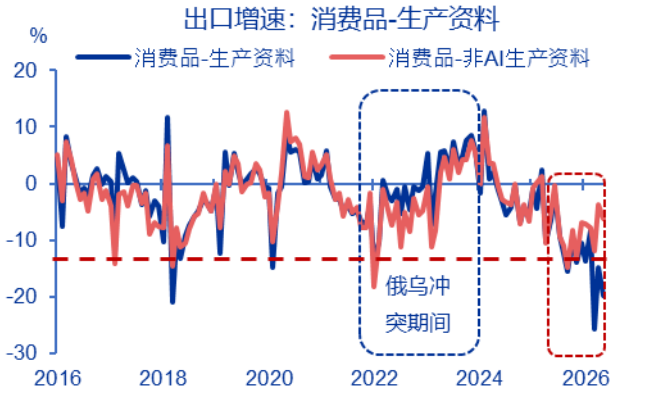
高油价对出口的“非对称影响”或继续演绎，表现为中游出口承压，但消费品出口上行。4 月以来出口已呈现“中游走弱、下游改善”的走势，背后是中东事件对出口结构的“非对称影响”。一方面，油价飙升会冲击海外经济体生产，对中游出口构成拖累，特别是机械设备、交运设备等前期表现较强的领域；但另一方面，受“供给替代”效应影响，消费品出口增速明显改善，手机、家电等反弹幅度较大。6 月欧盟、东盟等工业生产或仍将受到油价的滞后传导，“中游走弱、下游改善”的现象或继续演绎。

图 37：前期生产资料出口强于消费品出口



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 38：中游与下游出口“增速差”接近历史最大



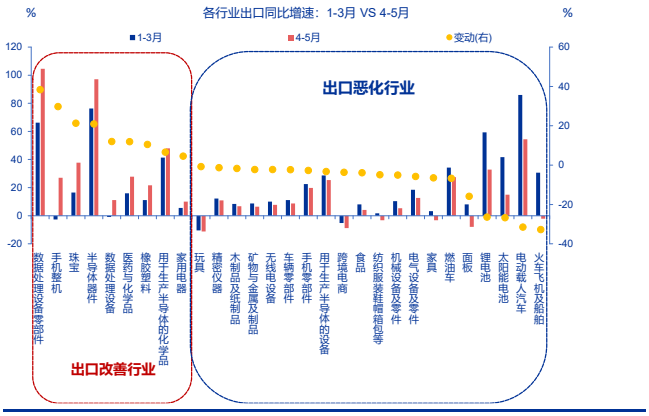
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 39：出口的供给替代效应逐步显现



资料来源：CEIC，申万宏源研究

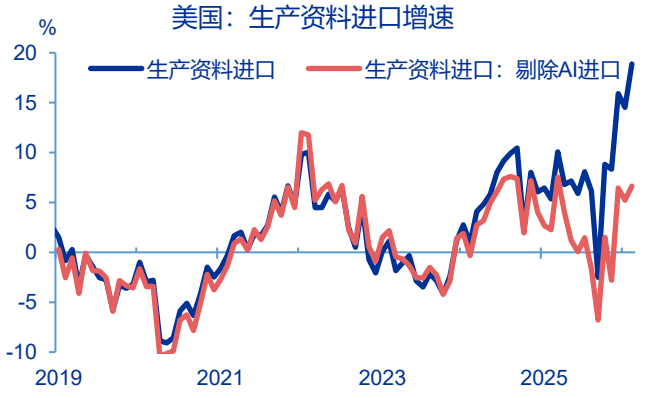
图 40：机械、交运设备等中游出口在走弱



资料来源：CEIC，申万宏源研究

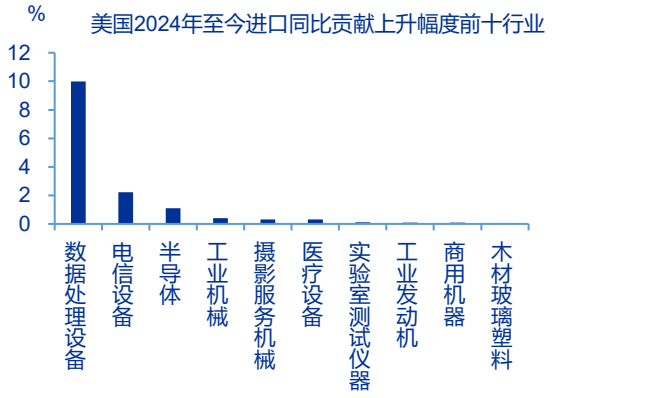
其他因素对出口的支撑或更关键，一是全球 AI 革命的带动下，相关领域出口预计维持较高景气。6 月以来，韩国半导体出口同比继续维持高位（188.4%），全球 AI 需求维持较高景气；对我国出口或存在直接与间接带动效应。直接效应，发达国家 AI 需求增加，直接拉动我国对发达国家 AI 出口。间接效应，AI 革命带动发达国家生产资料“超额进口”，加速新兴国家工业化进程，以“东盟出口走强-工业生产改善-拉动我国生产资料出口”的传导链条，或支撑我国 6 月总出口持续超预期。

图 41：美国加速 AI 进口



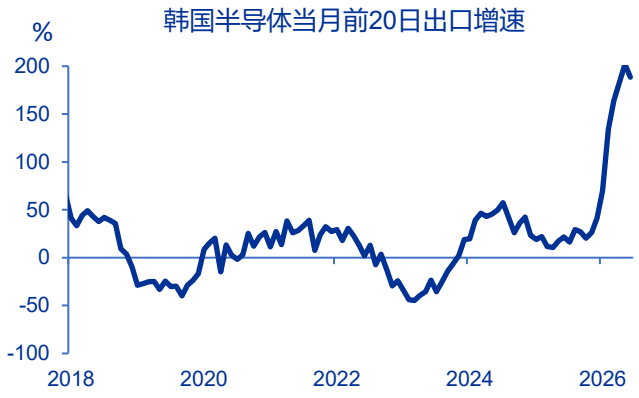
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 42：美国数据处理设备进口大幅上行



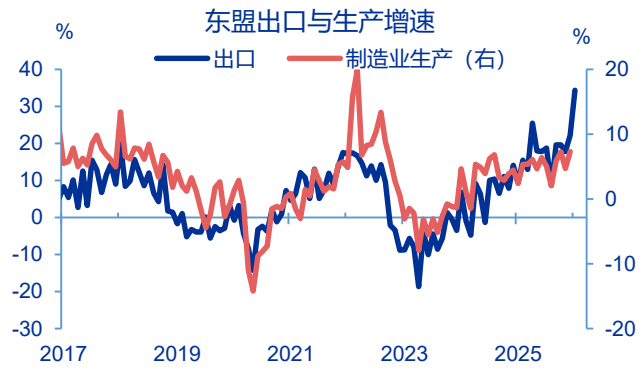
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 43：韩国前 20 日半导体增速维持高位



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 44：东盟出口拉动制造业生产



资料来源：CEIC，申万宏源研究

二是美国进口周期回升，或对下游出口构成额外贡献。当前美国消费品进口已在与消费需求脱钩。2025 年关税冲击后，美国消费并未大幅下滑，但消费品进口出现超跌（-22 个百分点），显示关税导致的过度去库存问题，目前美国消费品实际库存已持平 2021 年疫情时极端低点。这意味着，即使未来美国消费转弱，但极低库存引发的去库放缓甚至补库需求，或带动美国进口回升，支撑我国出口；从历史经验看，美国消费品进口端库存存在 2 年维度的稳定周期规律，关税推迟了本该在 2025 年演绎的第四轮补库周期，这一轮周期可能递延在当下及未来重现。

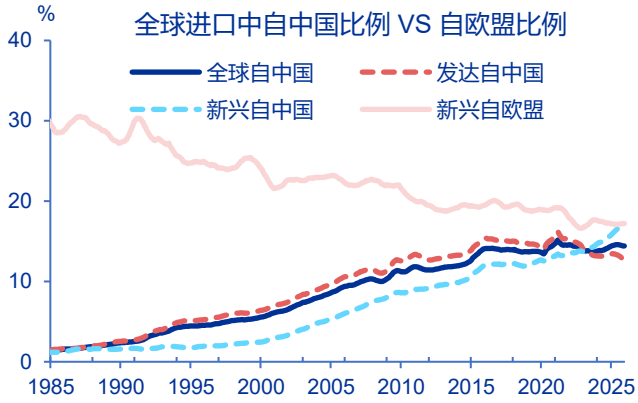
图 45：美国消费品进口与消费需求脱钩



资料来源：CEIC，申万宏源研究

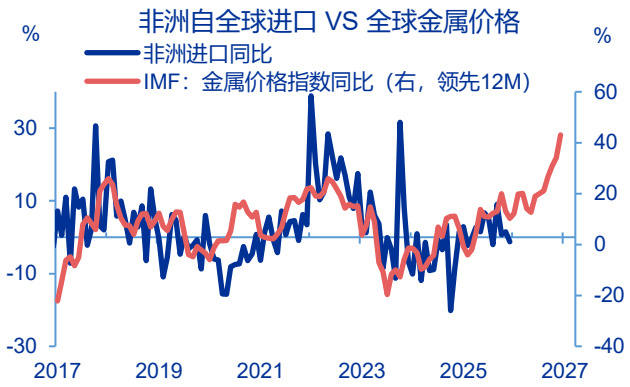
三是我国在新兴市场份额提升，以及商品牛市对非洲需求的促进，或是我国出口另外的支撑力量。我国在新兴市场份额快速提升，已接近欧盟水平（17%左右）。本轮油价飙升对欧盟东盟的生产影响大于我国，我国出口或再度呈现“替代效应”，拉动我国在新兴市场份额继续上升；另一方面，近两年中国以及全球资金加速投资非洲，尤其是矿物金属相关领域。相应的，以有色为代表的商品牛市刺激了非洲经济，叠加我们此前强调的非洲城镇化提速、人口红利释放等逻辑，共同带动非洲进口走强；数据上金属价格指数也稳定领先非洲进口 1 年，2025 年大宗牛市或拉动我国对非洲出口。**综合上述计 6 月出口同比增速或较 5 月下行 2.1 个百分点至 17.3%左右。**

图 46：我国在逐步替代自欧盟的进口份额



资料来源：CEIC，申万宏源研究

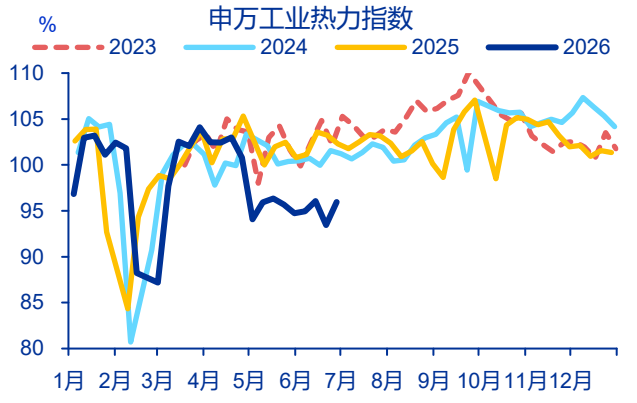
图 47：前期大宗商品牛市拉动非洲进口高增



资料来源：CEIC，申万宏源研究

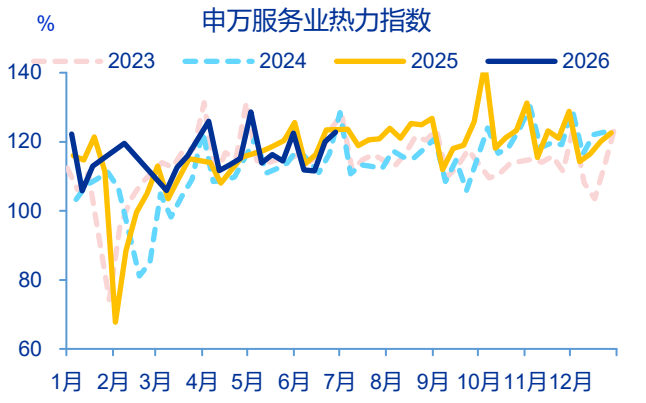
总结：油价冲击尚未结束，但部分拖累因素在缓解，维持全年经济 N 型的判断。6 月，虽然油价有所回落，但对经济的滞后传导仍在体现，预计工业增加值或小幅回落至 4.3%、PPI 或上冲至 4%以上、CPI 或维持阶段高位，石化链盈利或仍面临下行压力。前期化债“超发”、盈利偏弱、以旧换新透支效应等中期因素或继续约束投资；但项目透支、天气等短期扰动边际缓和。出口受益于全球 AI 革命、供给“替代效应”、美国进口周期回升等或维持较强韧性。**综上，6 月“申万经济景气指数”增速或回升至 4.2%附近。**

图 48：6 月申万工业热力指数



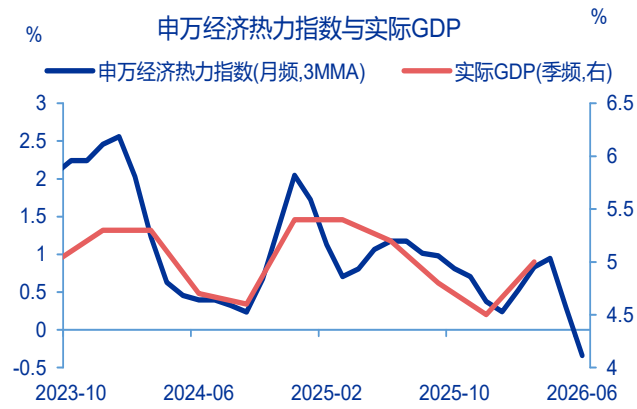
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 49：6 月服务业热力指数有所回升



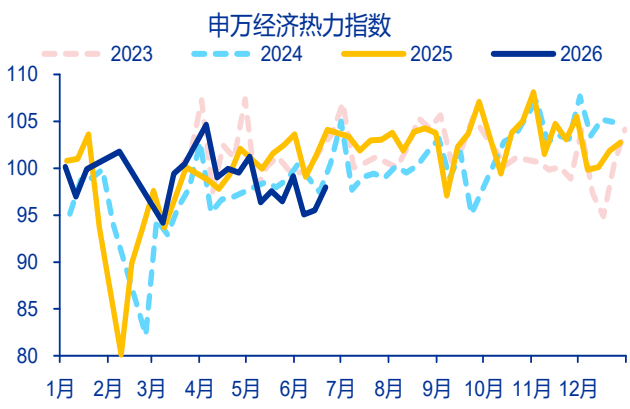
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 50：申万经济热力指数与实际 GDP



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 51：6 月申万经济热力指数有所回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 52：主要经济指标同比及预测

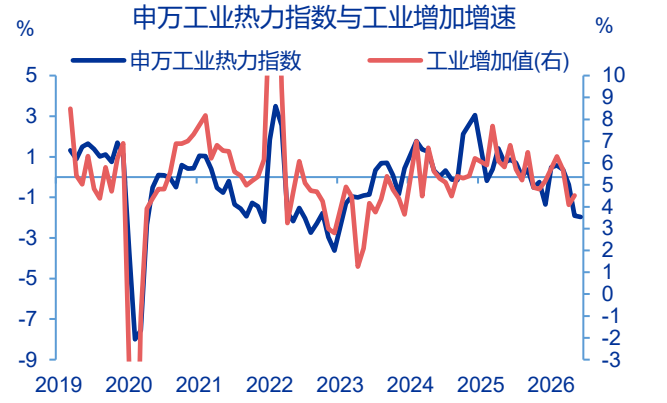
类别	单位（%）	经济月度数据			季度				年度
		2026年4月	2026年5月	2026年6月(预测)	2025年三季度	2025年四季度	2026年一季度	2026年二季度(预测)	2026年全年(预测)
总量	实际GDP				4.8	4.5	5.0	4.3	4.6
	经济增速-申万经济热力指数	4.1	3.6	4.2	4.9	4.7	5.1	4.3	4.6
	工业增加值	4.1	4.5	4.3	5.8	5.0	6.1	4.3	4.9
需求	固定资产投资	-1.6	-4.1	-5.5	-0.5	-3.8	1.7	-5.5	0.5
	基建投资（全口径）	4.3	0.6	-1.6	3.3	-1.5	8.9	-1.6	5.8
	制造业投资	1.2	-0.4	-1.0	4.0	0.6	4.1	-1.0	2.9
	房地产投资	-13.7	-16.2	-17.7	-13.9	-17.2	-11.2	-17.7	-13.7
	服务业投资	-3.4	-5.4	-7.0	-0.2	-3.6	-0.6	-7.0	1.4
	社会消费品零售	0.2	-0.6	0.2	3.4	1.7	2.4	-0.1	2.0
	出口	14.1	19.4	17.3	6.6	3.8	14.7	16.9	15.1
通胀	CPI	1.2	1.2	1.2	-0.2	0.6	0.8	1.2	1.0
	PPI	2.8	3.9	4.4	-2.9	-2.1	-0.6	3.7	2.9

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 申万经济热力指数：6 月，经济景气弱修复

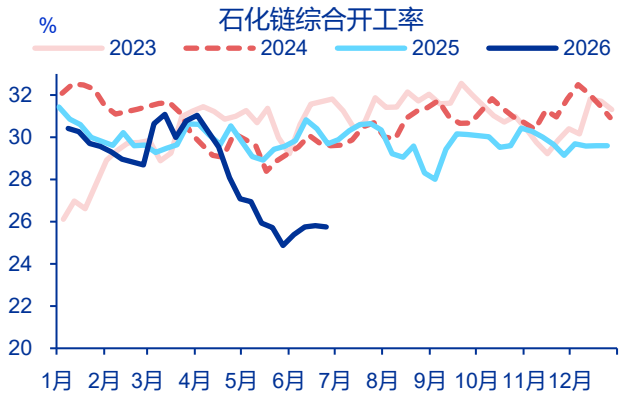
6 月，工业景气持平前月，服务业景气弱修复。6 月申万经济热力指数同比-0.5%、较前月回升 0.1 个百分点；其中，申万工业热力指数同比为-2%、基本持平前月，申万服务业热力指数同比为 0.5%、较前月回升 0.2 个百分点。

图 53：6 月，申万工业热力指数持平前月



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 54：6 月，石化链开工率维持低位



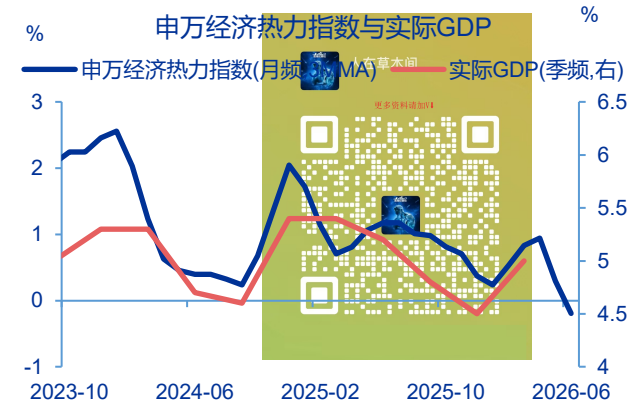
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 55：6 月，申万服务业热力指数回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 56：6 月，申万经济热力指数回升



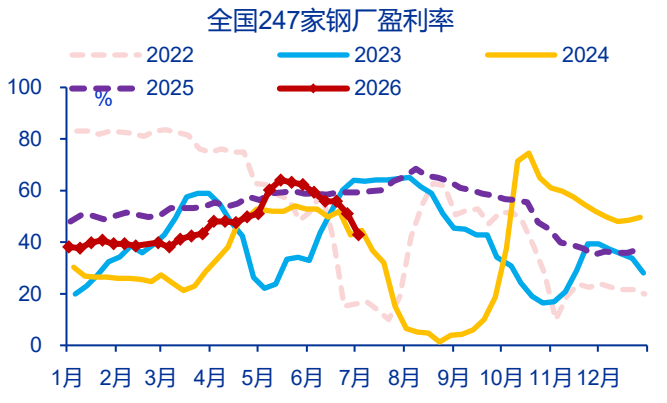
资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 高频跟踪：上周新房成交有所回落

3.1 生产高频跟踪：工业生产走势分化，建筑业开工偏弱

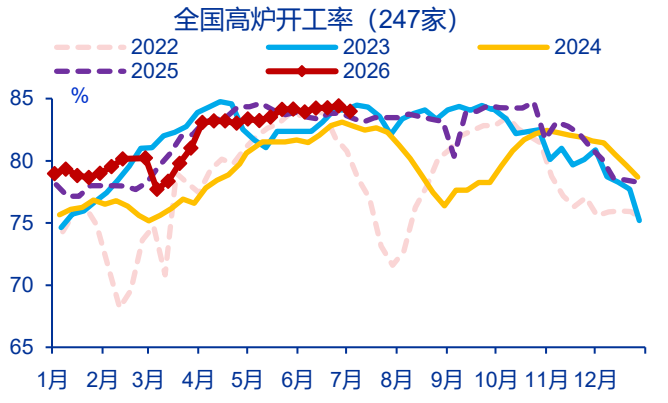
工业生产中，高炉开工率同比维持韧性，钢材表观消费有所回升。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），高炉开工率环比-0.4%，同比回落 0.1 个百分点至 0.5%；钢材表观消费环比 3.3%，同比上升 2.5 个百分点至-4.9%。钢材社会库存环比 2.1%。

图 57：上周，钢厂盈利率环比回落



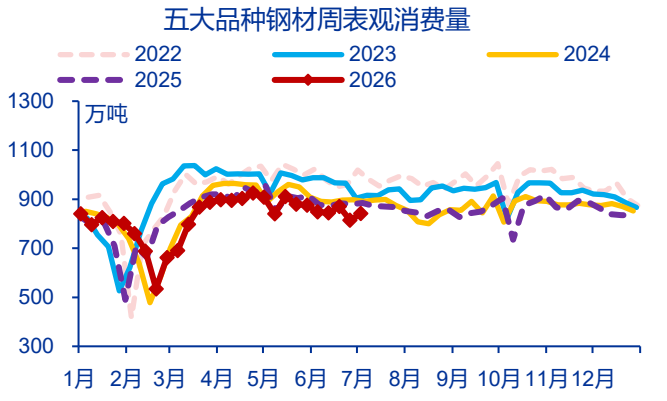
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 58：上周，高炉开工率维持韧性



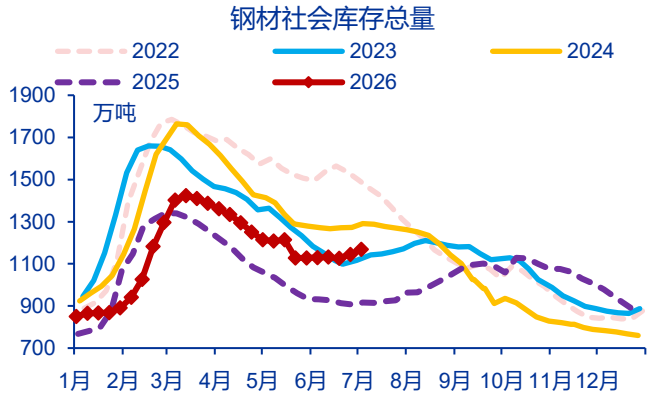
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 59：上周，钢材周表观消费同比回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

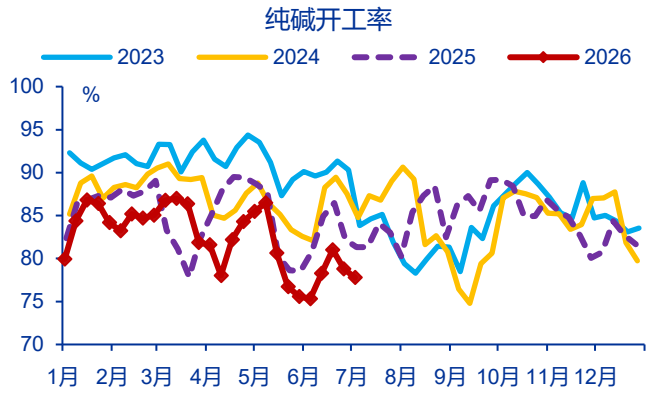
图 60：上周，钢材社会库存环比回升



资料来源：我的钢铁网、申万宏源研究

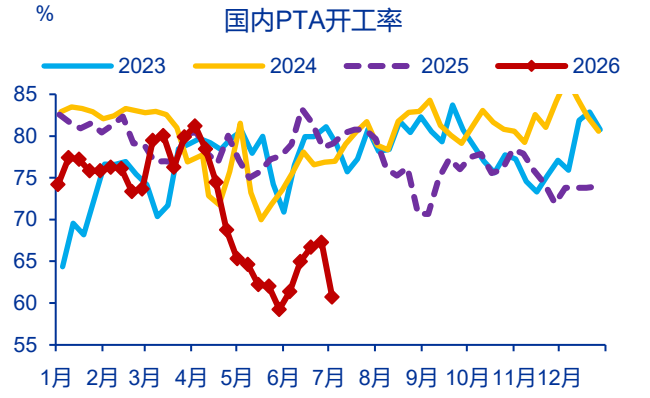
石化链开工偏弱，汽车相关开工有所改善。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），石化链中纯碱开工率环比-1%、同比回落 0.1 个百分点至-3.5%；PTA 开工率环比-6.6%、同比回落 7.1 个百分点至-18.4%；涤纶长丝开工率环比-0.4%、同比回落 1.6 个百分点至-18.4%。消费链中，汽车半钢胎开工率环比 3%、同比回升 10.6 个百分点至-4.6%。

图 61：上周，纯碱开工率同比回落



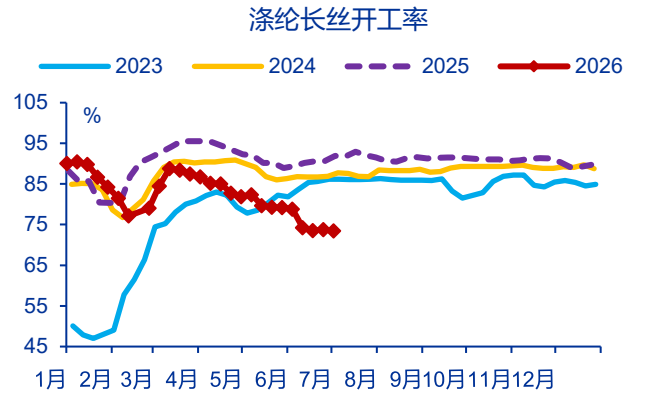
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 62：上周，PTA 开工率同比回落



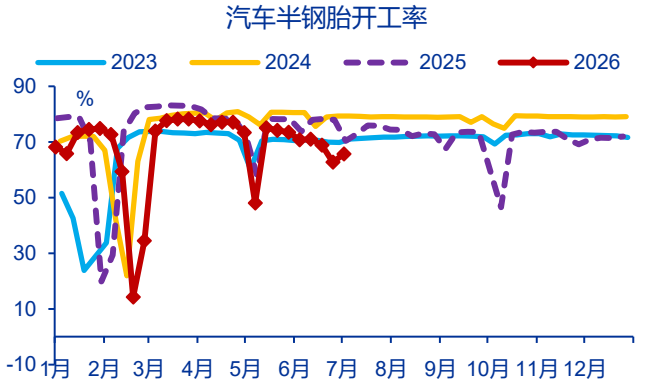
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 63：上周，涤纶长丝开工率小幅回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

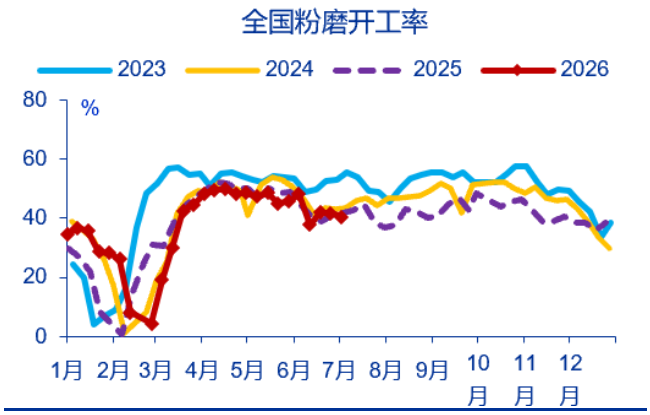
图 64：上周，汽车半钢胎开工率回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

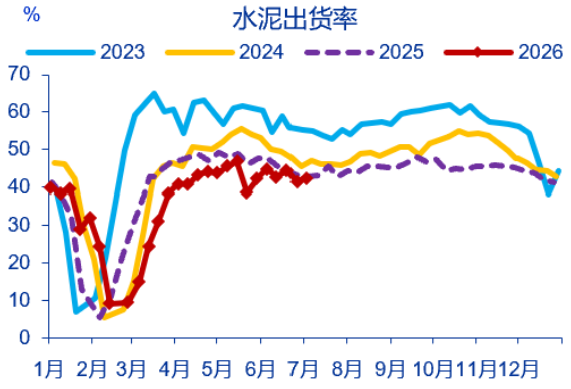
建筑业方面，水泥供给回落而需求回升，价格呈下滑趋势。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），全国粉磨开工率环比-1.3%、同比回落 2.3 个百分点至-1.5%；水泥出货率环比 0.8%、同比回升 1.1 个百分点至-0.5%。库存方面，水泥库容比有所回升，环比 0.2%，同比回升 0.9 个百分点至-0.1%。此外，水泥周内均价环比-0.3%。

图 65：上周，粉磨开工率同比回落



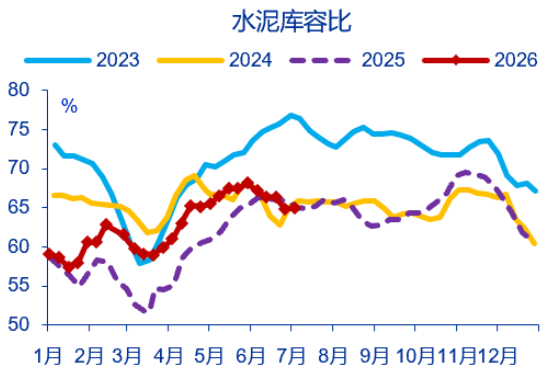
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 66：上周，水泥出货率同比回升



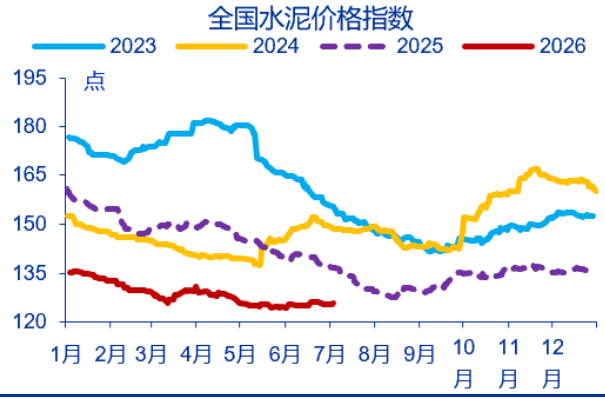
资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

图 67：上周，水泥库容比回升



资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

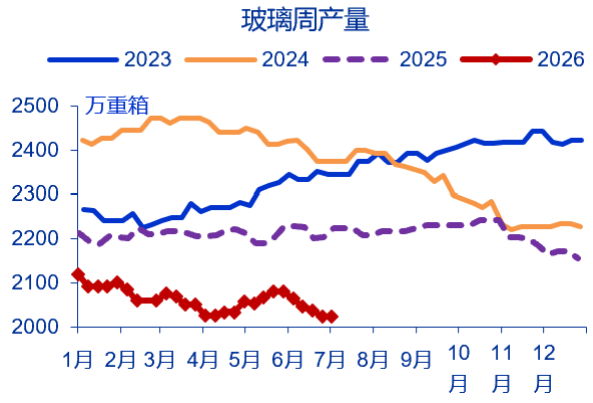
图 68：上周，水泥均价有所回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

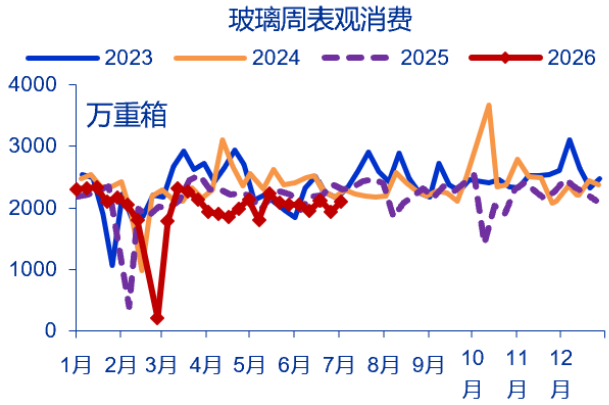
玻璃产量回落，沥青开工率持续走低。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），玻璃产量环比持平，同比回落 0.8 个百分点至-9%；玻璃表观消费环比 8.6%，同比回升 10 个百分点至-8.6%。沥青开工率环比-2.4%，同比回落 1.7 个百分点至-17.3%。

图 69：上周，玻璃产量同比回落



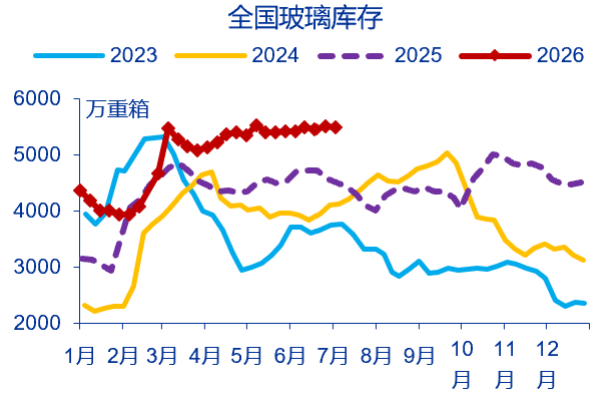
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 70：上周，玻璃周表观消费同比回升



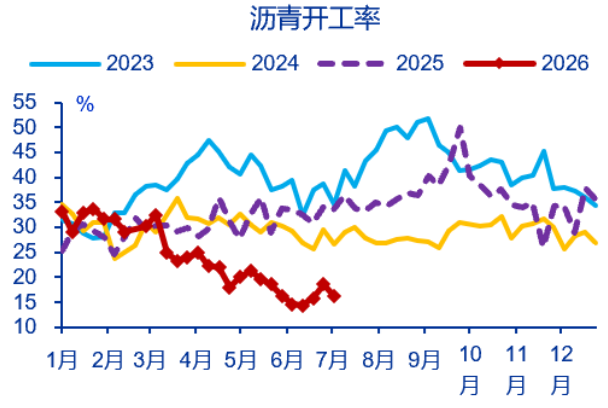
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 71：上周，玻璃库存环比回升



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 72：上周，沥青开工率同比进一步走低

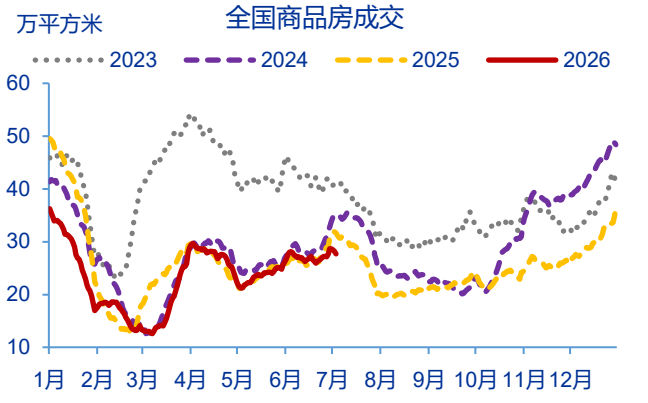


资料来源：百川、申万宏源研究

3.2 需求高频跟踪：商品房成交下滑，其余内需指标也偏弱

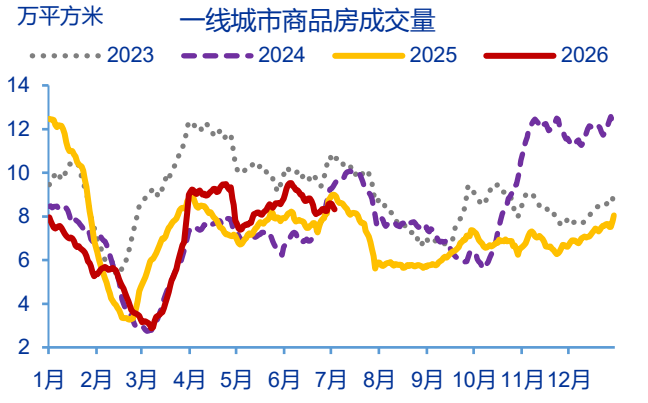
商品房成交有所回落，不同能级城市成交均有下行。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），30 大中城市商品房日均成交面积环比 1.8%、同比回落 8.1 个百分点至-12.5%。其中，一线城市商品房成交持平前周，同比回落 12.5 个百分点至-7.3%，二线、三线城市商品房成交环比分别 6.1%、-5.4%，同比分别回落 6、7.5 个百分点至-15.3%、-12.9%。

图 73：上周，全国商品房成交同比回落



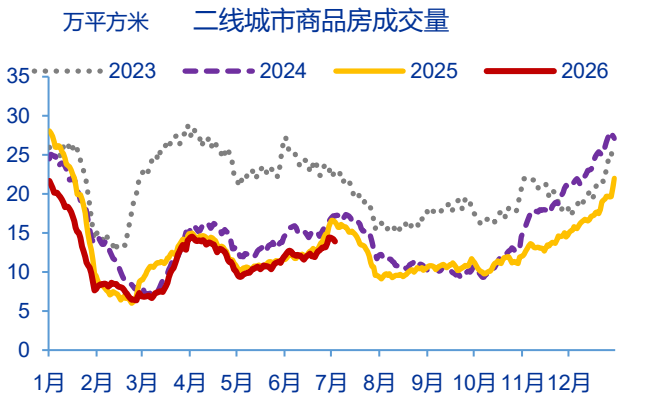
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 74：上周，一线城市商品房成交同比回落



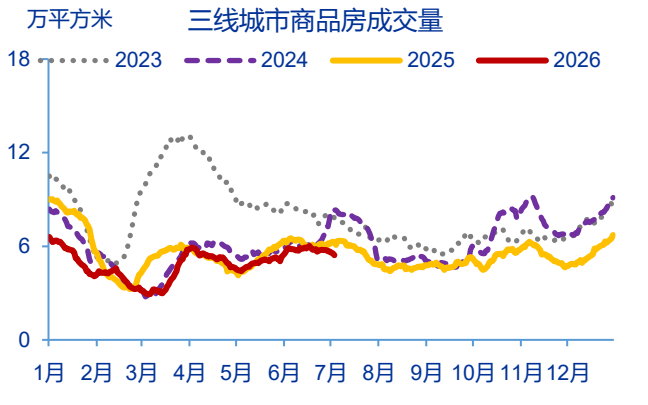
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 75：上周，二线城市商品房成交同比回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

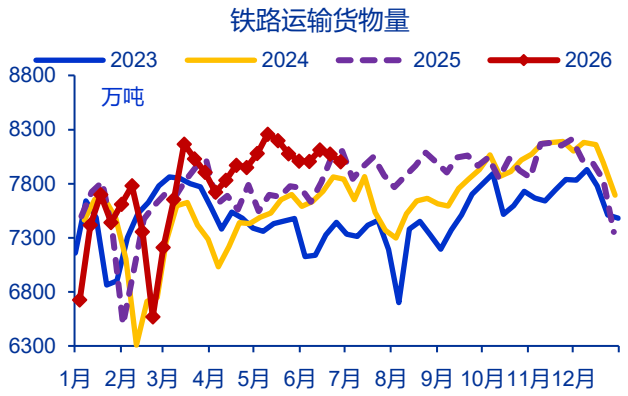
图 76：上周，三线城市商品房成交同比回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

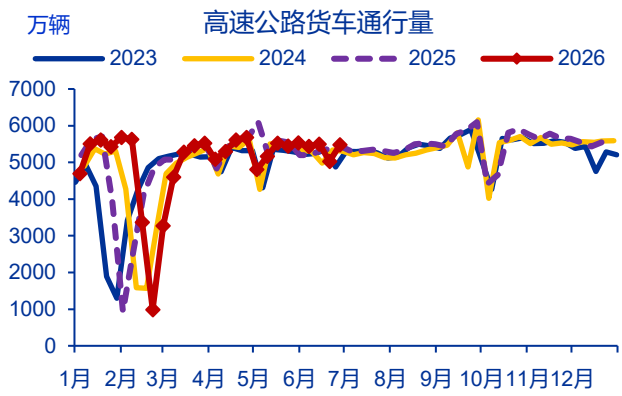
公路货运量同比回升，港口货物吞吐量有所回落。上周（6 月 22 日-6 月 28 日），与内需相关的铁路货运量同比回落 1.5 个百分点至-1.2%，公路货车通行量同比回升 7.3 个百分点至 0.9%。与出口相关的港口货物吞吐量同比回落 0.9 个百分点至-1.5%，集装箱吞吐量同比回升 6.2 个百分点至 8.1%。

图 77：上周，全国铁路货物运输量同比回落



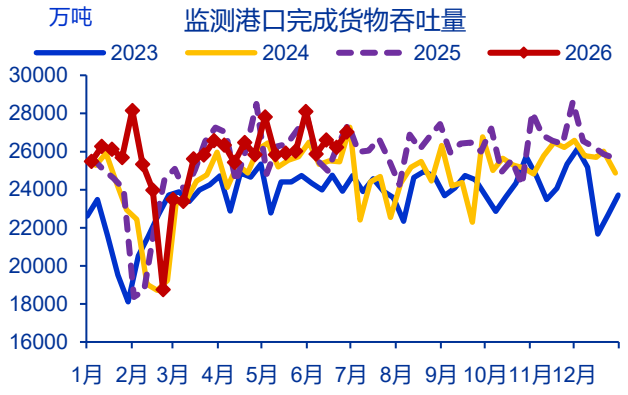
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 78：上周，公路货车通行量同比回升



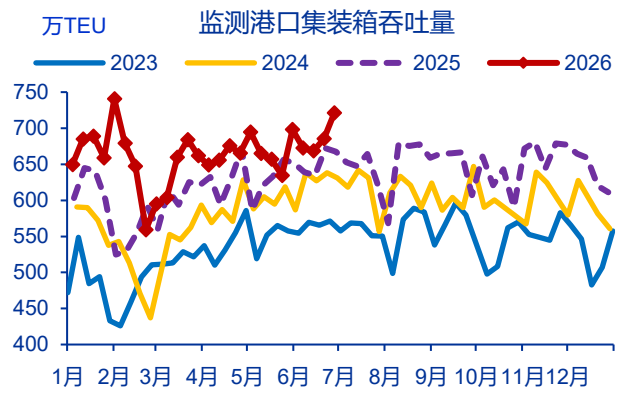
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 79：上周，监测港口货物吞吐量同比回升



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

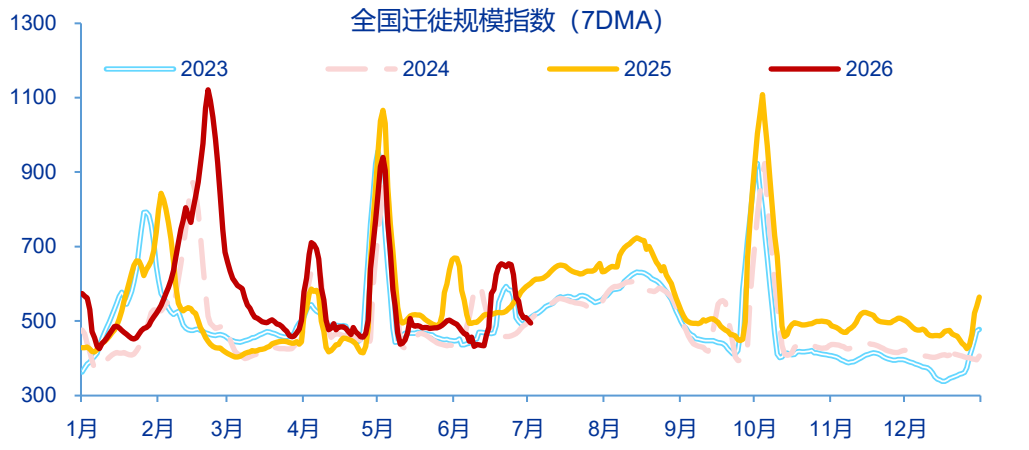
图 80：上周，监测港口集装箱吞吐量同比回升



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

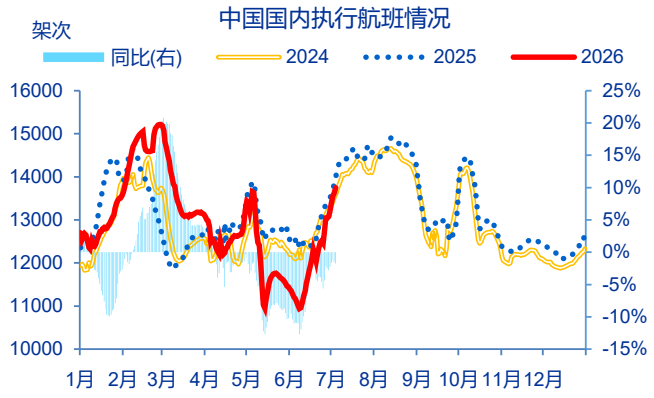
跨区人流强度有所回落。上周（6 月 29 日-7 月 5 日），全国迁徙规模指数环比-20.8%，同比回落 31.6 个百分点至-17.8%。国内、国际执行航班架次环比分别为 5.4%、2.1%，同比分别回升 0.5 个百分点至-1.7%、回落 0.5 个百分点至-3.1%。

图 81：上周，全国迁徙规模指数回落



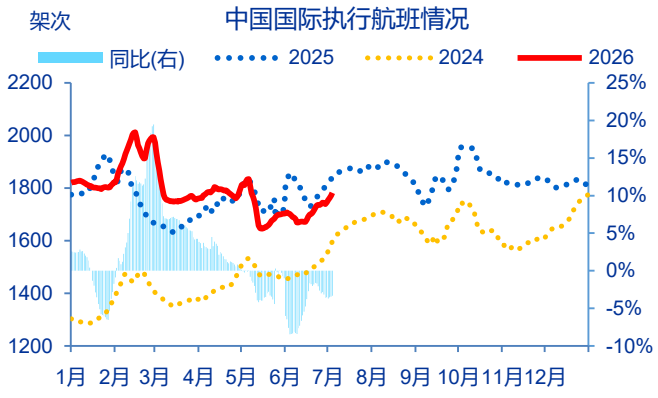
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 82：上周，国内执行航班架次有所回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

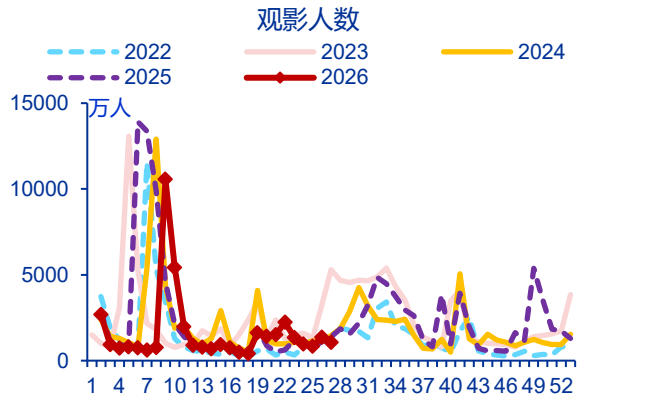
图 83：上周，国际执行航班架次同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

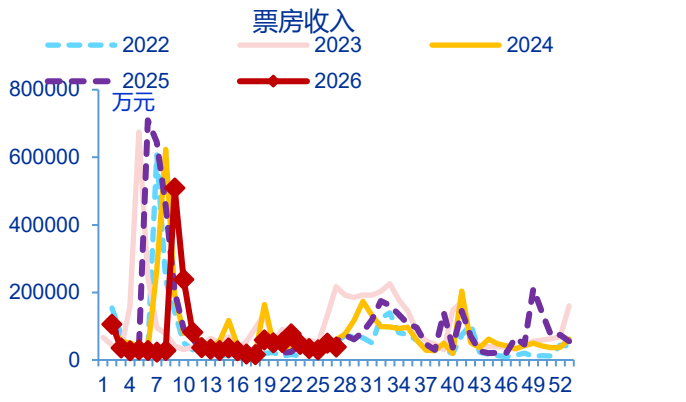
观影消费边际回落，汽车销量持续磨底。上周（6 月 22 日-6 月 28 日），电影观影人次同比回落 43.1 个百分点至-22.9%，票房收入同比回落 44.7 个百分点至-28.2%。汽车销售方面，乘用车零售量环比 14.9%，同比回升 3.1 个百分点至-20.3%；乘用车批发量环比 24.2%，同比回升 3.6 个百分点至-5.4%。

图 84：上周，观影人次同比回落



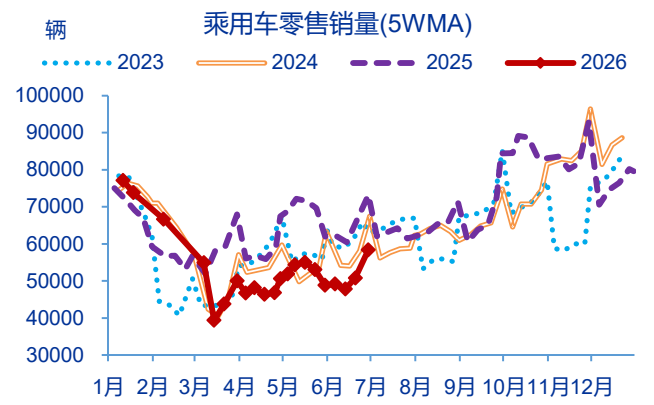
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 85：上周，票房收入同比回落



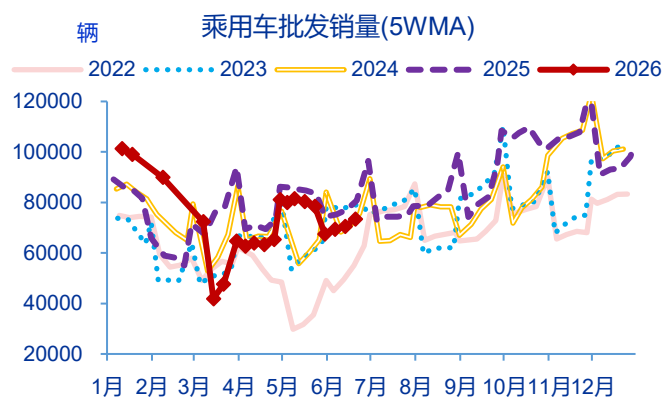
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 86：上周，乘用车零售量同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

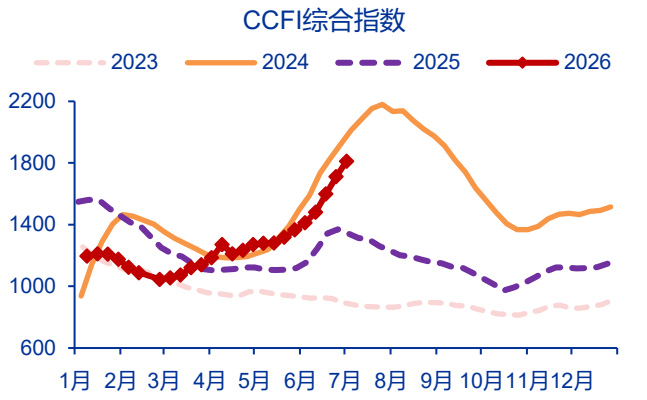
图 87：上周，乘用车批发量同比回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

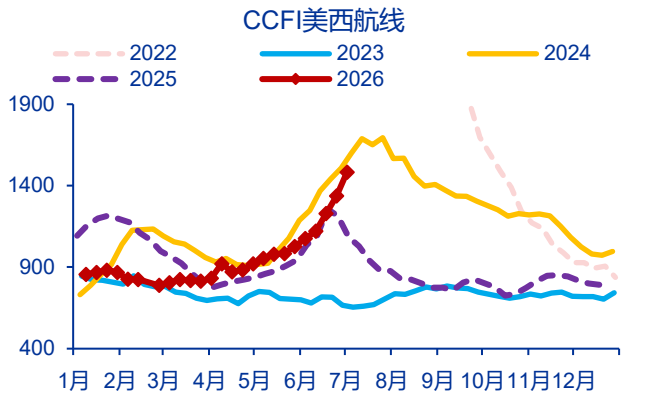
出口方面，集运价格有所上行，其中美西航线涨幅较大。上周（6 月 27 日-7 月 3 日），CCFI 综合指数环比 5.9%；美西、地中海航线运价涨幅较大，环比分别为 10.8%、5.9%。此外，BDI 价格有所回落，环比-0.8%。

图 88：上周，CCFI 综合指数回升



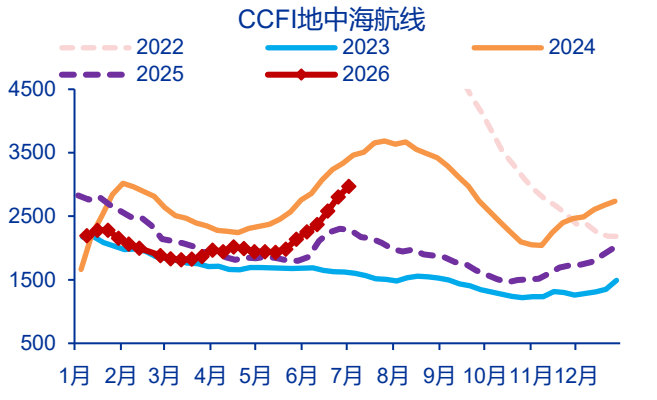
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 89：上周，美西航线运价涨幅较大



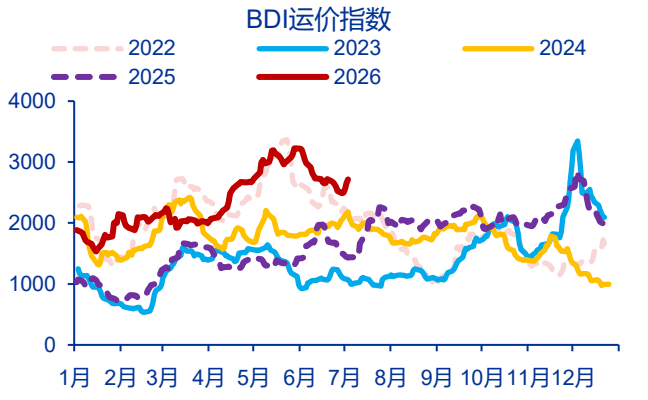
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 90：上周，地中海航线运价涨幅较大



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 91：上周，BDI 运价有所回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

3.3 物价高频跟踪：农产品、工业品价格普遍回落

农产品价格偏弱。上周（6 月 26 日-7 月 2 日），鸡蛋、水果、蔬菜价格环比分别为-5.2%、-1.2%、-0.5%。猪肉价格企稳，环比为 0.5%。

图 92：上周，猪肉平均零售价企稳

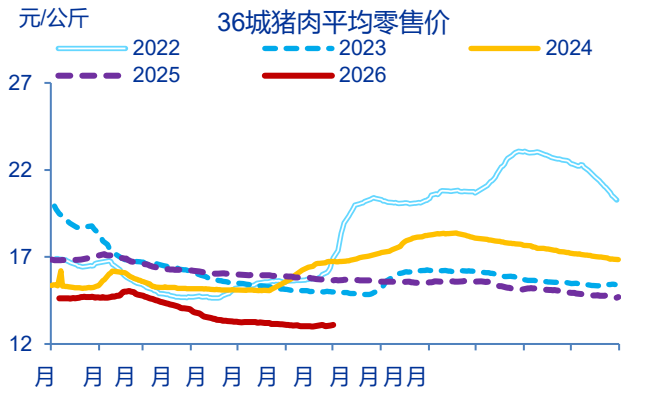
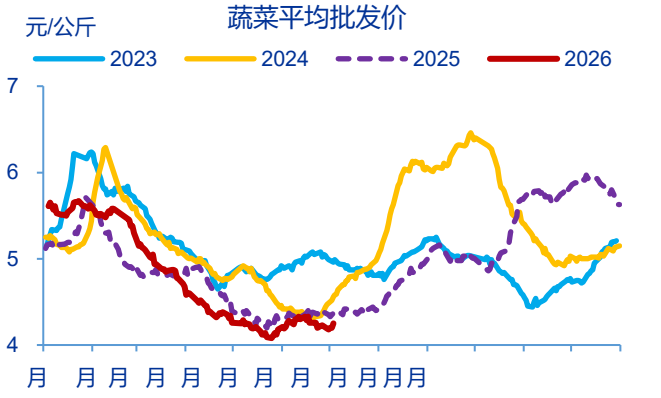


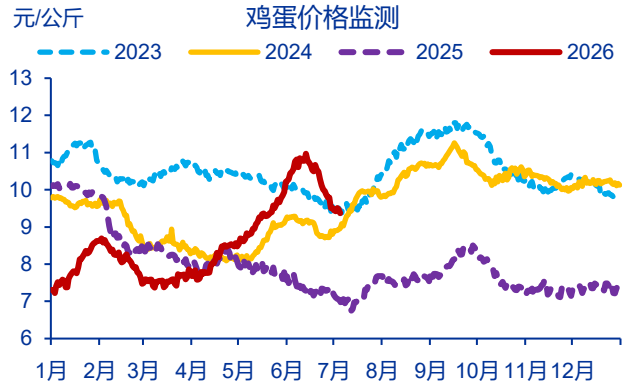
图 93：上周，蔬菜平均批发价回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

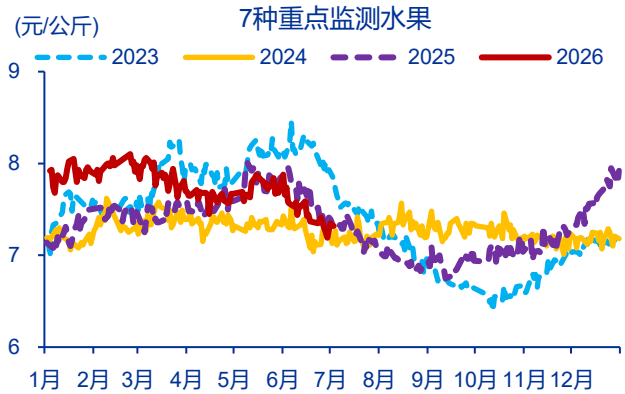
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 94：上周，鸡蛋平均批发价回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

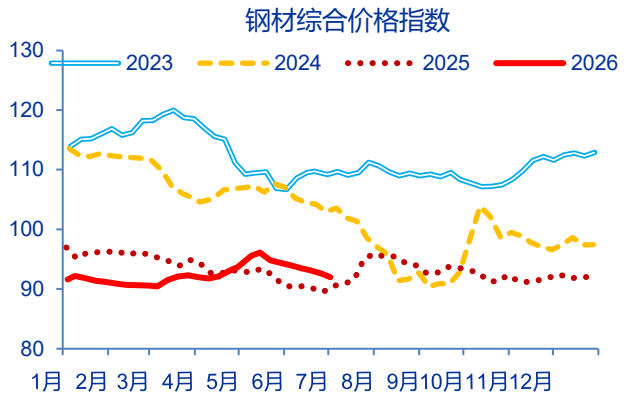
图 95：上周，7 种重点监测水果价格回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

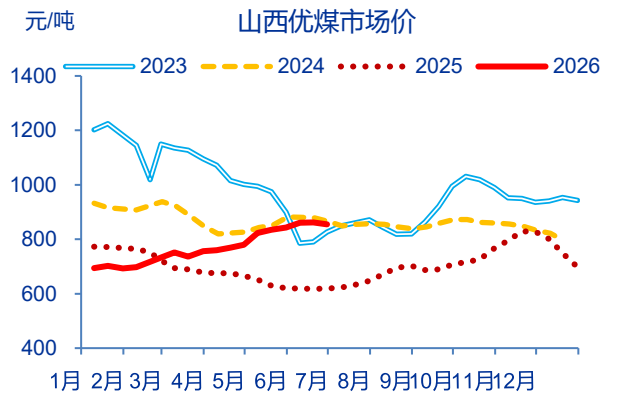
工业品价格有所下滑。上周(6 月 26 日-7 月 2 日)，钢材综合价格指数环比-0.7%，铜平均价格环比-0.5%。6 月 20 日-6 月 30 日，山西优煤市场价环比-0.9%。

图 96：上周，钢材综合价格指数环比回落



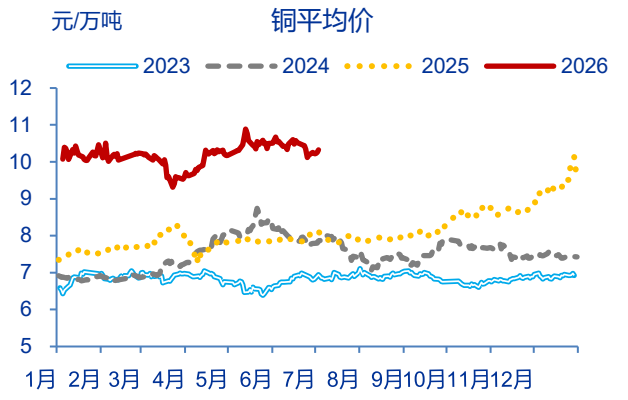
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 97：上周，山西优煤市场价环比回落



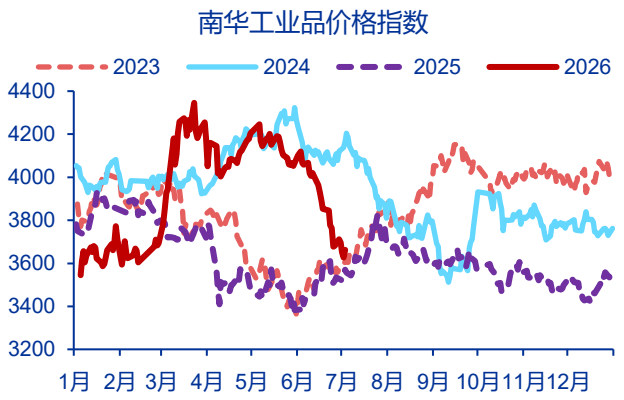
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 98：上周，铜平均价环比回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 99：上周，南华工业品价格指数下行



资料来源：iFind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：

1）油价超预期变化。油价变化超出预期。

2）外部形势变化。地缘政治等外部形势变化对经济指标构成更大扰动。

3) 政策落地速度不及预期。前期以旧换新、设备更新等政策对内需的影响分化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。