下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济季报

双重扰动下的增长减速

核心观点

今年二季度中国实际GDP同比为4.3%，较一季度回落0.7个百分点，低于4.5-5%年度目标区间下限，增长动能放缓。价格层面，GDP平减指数较一季度继续上升至1.5%，正式走出持续三年的通缩格局。

生产方面，二季度第二产业GDP增速明显回落，是整体经济下行的主导因素。其中工业GDP同比回落1.4个百分点至4.7%，创2024年以来新低；建筑业GDP同比继续回落至-4.1%，传统基建与房地产投资延续走弱。值得关注的是，美以伊冲突导致国际油价大涨及矿难事件对国内相关行业生产构成显著扰动，四个主要行业拖累规模以上工业增加值同比约1.2个百分点、拖累整体GDP同比约0.4个百分点。若剔除这两项短期因素，二季度实际GDP同比仍处于政府目标区间内。

需求方面，二季度呈现“消费磨底、投资承压、外需升温”的主要特征。内需（消费+投资）拉动GDP同比合计约3.4%，较一季度回落0.8个百分点；净出口拉动小幅升至0.9%。消费持续走弱，处于近几年低位，是经济的主要拖累；投资虽有所回落但仍处近年较高水平，或与AI产业链知识产权类投资拉动有关。消费疲软背后，居民存量债务负担不容忽视——居民每年房贷和消费贷利息支出合计约1.79万亿元，降息或是刺激投资、修复居民资产负债表的关键工具。

展望三季度，政策端或以释放存量空间为主，新增大规模刺激预期不宜过高，财政与货币政策工具仍具使用空间。消费或接近阶段性底部，投资关注基建回升与地产企稳节奏，出口受益于AI产业链需求有望延续韧性。预计三季度实际GDP同比小幅回升，经济在出口韧性与政策托底下保持总体稳定，但需关注政策节奏、地产修复及外部需求等不确定性。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

经济研究·宏观专题

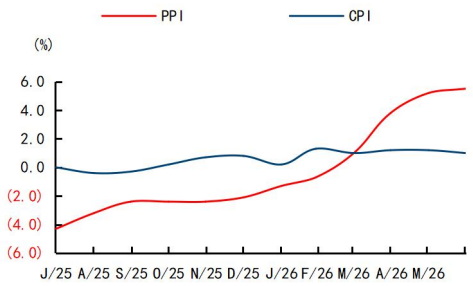
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

基础数据

固定资产投资累计同比	-5.70
社零总额当月同比	1.00
出口当月同比	27.00
M2	8.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《观察即坍缩？——再通胀叙事下的AI与利率》——2026-06-22
《宏观经济专题研究-沃什首秀，AI怎么走？》——2026-06-15
《宏观经济季报-量价齐升，通缩终结倒计时》——2026-04-21
《宏观经济专题研究-全球变局（4）：论持久战下的资产格局》——2026-04-15
《宏观经济专题研究-十张图看油价冲击》——2026-03-26

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

二季度：双重扰动下的增长减速 4
二季度增长回落，平减指数同比转正 4
三季度中国经济展望 7
风险提示 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 今年二季度 GDP 增速明显回落，平减指数同比正式转正 4
图2： 二季度第二产业 GDP 同比明显回落 5
图3： 二季度建筑业 GDP 同比仍在下行 5
图4： 地缘冲突与安全事故短期扰动拖累工业生产 5
图5： 二季度内需拉动回落但仍略高于近两年的中枢水平 6
图6： 投资拉动仍然处于近两年的高位水平 6
图7： 中国实际 GDP 月度同比增速测算 7
图8： 领先指标预示 7 月出口有望继续上行 8
图9： 一季度末财政存款仍有结余 8
图10： 预计下半年中国实际 GDP 同比持续回升 8

下载日志已记录，仅供内部参考

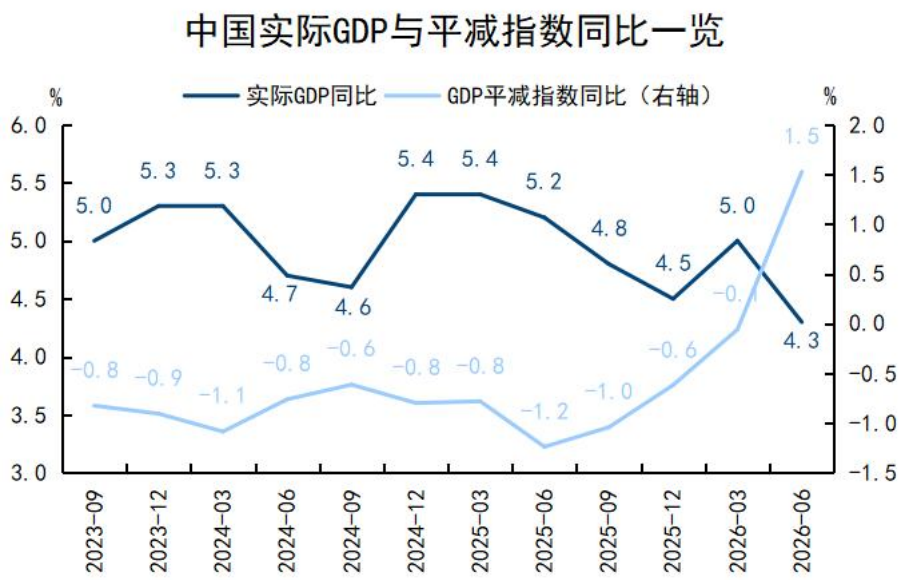
二季度：双重扰动下的增长减速

二季度增长回落，平减指数同比转正

今年二季度中国实际 GDP 同比为 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，低于今年 4.5-5%目标的下限。

价格方面，二季度 GDP 平减指数较一季度继续明显上升至 1.5%，正式走出持续了三年的通缩格局。

图1：今年二季度 GDP 增速明显回落，平减指数同比正式转正



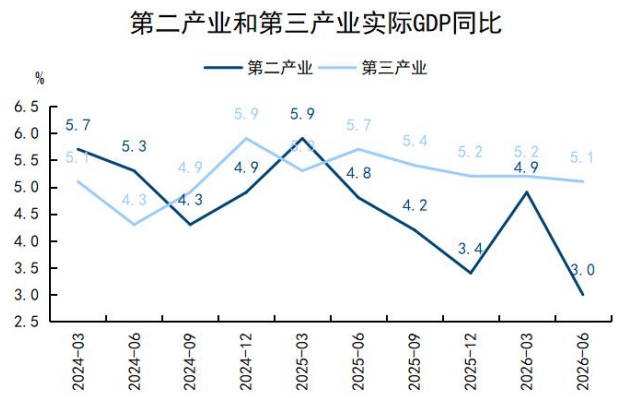
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从生产端结构来看，二季度第二产业 GDP 增速明显回落，而第三产业 GDP 增速变化不大，第二产业是整体 GDP 增速下行的主导因素。

第二产业中，二季度工业 GDP 同比回落 1.4 个百分点至 4.7%，创 2024 年以来历史新低水平；建筑业 GDP 同比继续回落 0.3 个百分点至-4.1%，显示传统基建和房地产投资延续走弱态势。

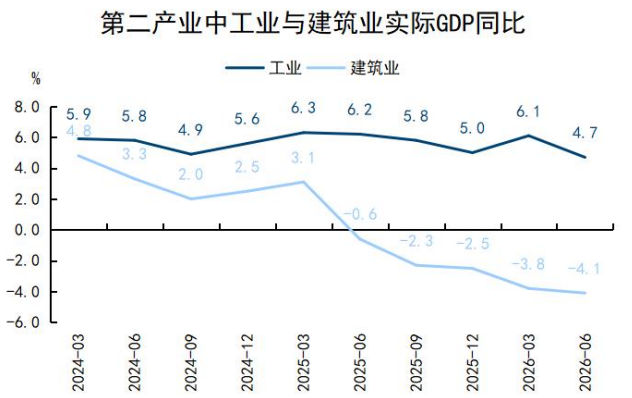
下载日志已记录，仅供内部参考

图2：二季度第二产业 GDP 同比明显回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

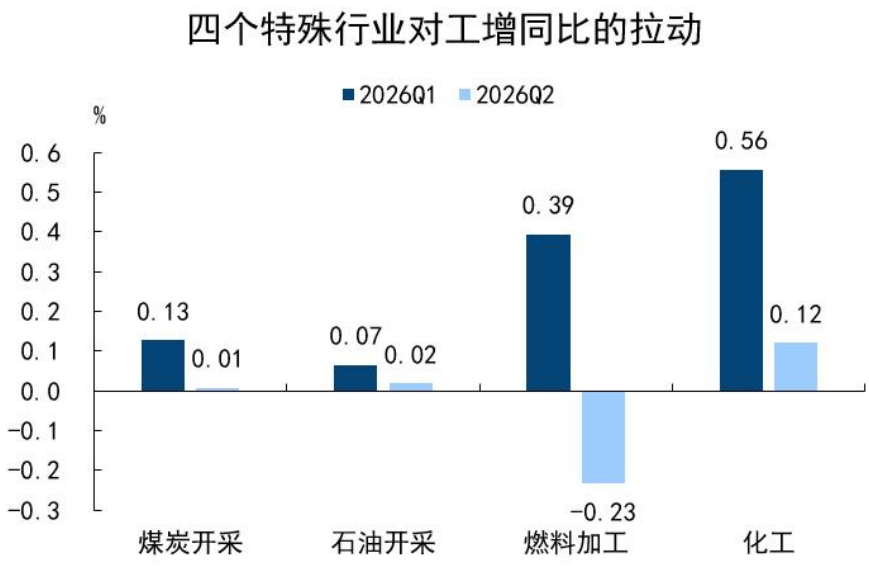
图3：二季度建筑业 GDP 同比仍在下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

值得关注的是，美以伊冲突导致国际原油价格大幅上涨，以及矿难导致煤炭生产安全备受关注，对国内相关行业二季度生产活动构成了显著扰动。相较一季度，二季度煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业工业增加值同比增幅分别回落 6.0、4.6、15.6、6.4 个百分点。结合以上行业在整体规模以上营业收入占比分别约为 1.8%、0.8%、3.8%、6.6%，四个特殊行业同比增速下行拖累二季度规模以上工业增加值同比约 1.2 个百分点，对整体 GDP 同比的拖累约 0.4 个百分点（若考虑到对规模以下工业企业以及其他行业企业生产的影响，则影响幅度会更大）。若剔除国际油价大幅上涨、矿难这两个短期因素的干扰，二季度国内实际 GDP 同比将高于 4.7%，仍处于政府今年的目标区间偏上沿水平。

图4：地缘冲突与安全事故短期扰动拖累工业生产



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和测算

从需求角度来看，二季度内需拉动下降构成经济增长的拖累，净出口的拉动则小幅上升。二季度最终消费对 GDP 同比的拉动为 1.9%，较一季度回落 0.4 个百分点，

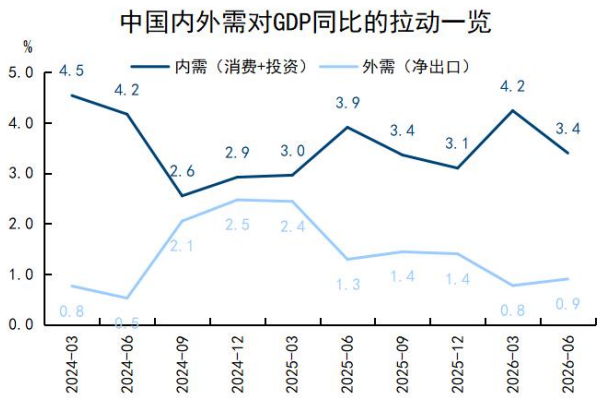
下载日志已记录，仅供内部参考

处于近几年低位；资本形成总额对 GDP 同比的拉动为 1.5%，同样回落 0.4 个百分点，但处于近几年高位；消费与投资构成的内需对 GDP 同比的拉动合计约为 3.4%，较一季度回落 0.8 个百分点。外需方面，货物和服务净出口对 GDP 同比的拉动约为 0.9%，较一季度小幅上升 0.1 个百分点。

整体来看，二季度中国消费需求继续走弱，当前消费增速处于近几年历史低位，构成经济的主要拖累；投资虽也有所走弱但增速仍然处于近几年较高水平，这与固定资产投资增速的表现不符，或与 AI 相关产业链对知识产权类投资的拉动有关（固定资产投资不包括无形资产投资）。

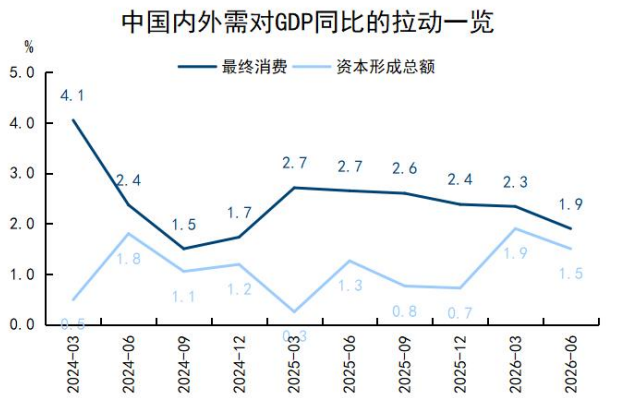
需求端数据清晰显示，提振消费是推动经济回升的关键。市场普遍认为财政政策才是刺激消费的核心工具——基于凯恩斯理论，财政支出可以直接创造就业、增加居民收入，进而带动消费。但当前制约居民消费意愿和能力的，不仅仅是就业和收入预期，还有沉重的存量债务负担。截至 2026 年一季度末，国内个人购房贷款余额约 36.72 万亿元，住户消费性贷款（不含个人住房贷款）余额 20.97 万亿元，按 3.1%的平均贷款利率估算，居民每年房贷和消费贷利息支出合计高达 1.79 万亿元。若贷款利率下降 10 个基点，每年可节省利息支出约 577 亿元；若下降 20 个基点，节省的利息支出总额将超过育儿补贴规模。由此可见，降息不仅是刺激短期投资的手段，更是降低居民债务负担、加快修复居民资产负债表的重要工具——且越早实施，修复效应越显著。

图5：二季度内需拉动回落但仍略高于近两年的中枢水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：投资拉动仍然处于近两年的高位水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

边际上来看，今年 6 月中国经济增速明显回升，基于生产法测算的月度 GDP 同比为 4.8%，较 5 月回升 0.4 个百分点。

具体看，产需两端特征：

生产端，工业持续领跑，服务业稳步回暖。6 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，较上月提速 0.8 个百分点。其中，制造业“压舱石”作用凸显，较上月增速提升 1.6 个百分点至 6.0%，高技术产业增加值仍保持 14.1%的高速增长。工业机器人和集成电路产量表现亮眼，工业生产持续向新质生产力聚集。同期服务业生产指数同比增长 4.7%，小幅提升 0.3 个百分点，恢复节奏较平缓。

需求端，出口维持高景气，社零重回正增长。6 月出口同比增速升至 27.0%，较 5 月加快 7.6 个百分点，外需持续成为经济拉动主力。AI 产业链仍是核心主线，且呈现鲜明的价格驱动特征；钢材、纺纱、通用机械等传统品类集体由负转正或大幅提速，显示科技高景气向广义制造业扩散。投资端，固定资产投资同比降幅收

下载日志已记录，仅供内部参考

窄 0.7 个百分点至-10.0%，环比虽强于去年同期但仍弱于季节性，地产仍是主要拖累。消费端，社会消费品零售总额同比回正至 1.0%，较 5 月明显改善，汽车等大宗商品消费仍是主要制约。

图7：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和测算

三季度中国经济展望

前瞻地看，政策端或仍以释放存量空间为主，新增大规模刺激预期不宜过高。 当前“K 型分化”本质上反映新旧动能转换过程中的结构性特征，表现为外需强于内需、生产强于就业、PPI 强于 CPI。在此背景下，下半年政策重点或仍在于加快存量政策落地，而非推出强刺激。财政方面，上半年广义赤字融资进度仅为 43.2%，低于去年同期的 50.5%，8000 亿元新型政策性金融工具尚未大规模落地，后续财政仍有较大释放空间，基建投资有望在“六张网”等补短板领域加快发力。货币方面，4—6 月 PSL 持续净回收，反映部分政策工具尚未全面落地；同时人民币汇率弹性提升增强了货币政策自主空间，若外部利率变化通过资本市场和融资环境形成压力，降准降息等逆周期工具仍具使用空间。

消费仍处于弱修复阶段，三季度有望筑底，对经济增速拖累程度逐步收窄。上半年居民人均消费支出实际同比增速为近四年同期最低，收入增长预期偏弱仍制约消费扩张。从需求节奏看，2025 年二季度国补集中落地带来的需求前置效应已在 4—6 月阶段性释放，后续基数压力有所减轻。叠加 5、6 月失业率持续改善，以及下半年潜在的财政与货币政策进一步发力，消费需求或已接近阶段性底部。

投资是下半年内需改善的关键变量，重点关注基建回升与地产企稳节奏。 基建方面，财政后置发力叠加“六张网”等政策部署，有望推动投资回升。房地产方面，一线城市初步企稳，二线城市新房价格环比结束连续 13 个月下降，但市场能否持续修复仍需观察。制造业方面，二季度产能利用率降至近年低位，企业扩产意愿仍受到需求不足约束，投资增速或承压。

出口或仍是三季度经济的重要支撑，AI 产业链需求有望延续外需韧性。 我国出

下载日志已记录，仅供内部参考

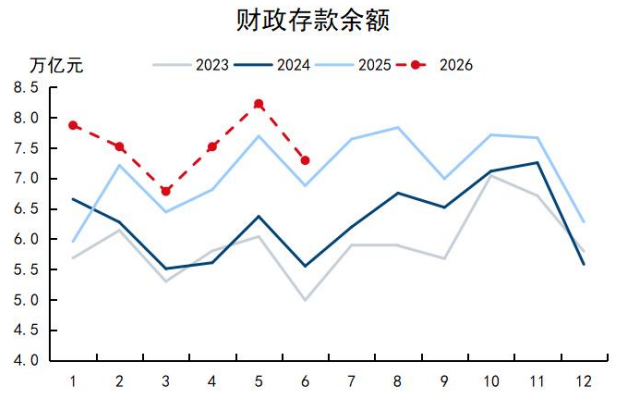
口以机电产品为主，而相关产业链进口通常领先出口约 1—2 个月。6 月自日本、韩国和中国台湾地区进口增速达到 45.9%，较 5 月提升 10.3 个百分点并创历史新高，预示 7 月出口仍有进一步改善空间。在全球 AI 产业投资周期延续背景下，出口有望继续成为经济增长的重要拉动力量。

图8：领先指标预示 7 月出口有望继续上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：一季度末财政存款仍有结余



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三季度经济或将在“K 型分化”中寻求再平衡。“供强需弱”格局难以短期扭转，内需仍是主要制约。但随着二季度短期扰动消退，三季度国内相关工业企业生产有望提振，预计三季度实际 GDP 同比增速有望小幅回升至 4.4%，经济将在出口韧性和政策托底下保持总体稳定。但需关注政策释放节奏、地产修复持续性及外部需求变化等不确定性因素。

图10：预计下半年中国实际 GDP 同比持续回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

