



中国宏观经济 2026 年中期展望： 从 K 型分化逐渐走向经济均衡

虽然今年一季度经济增速超预期，但是中国经济内需偏弱和 K 型分化的情况仍存，下半年经济运行仍面临一定挑战。从内部来看，一方面，在全球 AI 上行周期和国内供给端政策支持下，供给端、尤其是 AI、新能源和高端制造相关的工业生产、投资以及出口均表现优异。而另一方面，居民消费持续疲软，房地产行业复苏仍面临挑战。从外部来看，复杂的全球宏观形势，尤其是悬而未决的霍尔木兹海峡开放问题和中美关系的不确定性亦将给下半年中国经济运行带来挑战。

我们认为今年下半年的政策刺激或视经济运行情况而定，推出增量刺激的概率和潜在规模或均低于去年下半年。虽然中国经济仍面临 K 型分化、全球宏观环境的高不确定性等挑战，但是与此同时今年一季度中国经济增速好于预期，全年经济增速目标被下调至 4.5%-5.0% 的区间内。在经济增速目标实现难度并未显著提高的情况下，政府或将政策重点更多放在“十五五”规划纲要提到的结构性改革上。在财政政策上，我们注意到近期稳投资相对促消费获得了更多政策关注。短期内，政府或加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用，以推动“六张网”建设和基建投资改善。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需疲软一直持续，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。不过即便推出，规模或不及去年同期的 1 万亿元。尤其在促消费方面，如果消费持续低迷，那么我们认为消费补贴政策或有望扩容到服务消费，支持资金也可能追加。在货币政策上，我们认为短期内央行或不会降准降息，而是更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节。不过从中期来看，我们认为仍有必要降息以改善当前低迷的信贷需求。如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么我们认为央行在今年下半年仍有可能降息 10 个基点和降准 50 个基点。房地产支持政策或继续延续去年和今年上半年的温和推进节奏。

我们维持 4.7% 的全年经济增速预测不变，但调高净出口对整体经济的贡献率。虽然经济增速目标下调和高油价带来一定下行压力，但是这可能被 AI 超级周期下的超预期出口表现给抵消。我们预计今年下半年内需将温和改善，外需继续支撑经济运行。相较于去年 11 月时的展望，我们调低了全年社会消费品零售总额和固定资产投资增速预测，但新预测值仍显著高于 1-4 月水平；我们亦根据今年前四个月出口的优异表现，显著调高了全年出口增速和净出口对整体 GDP 的贡献率预测。今年，季度经济增速或在二季度见底，三四季度逐渐回升。鉴于高油价对通胀的冲击，我们分别上调 CPI 和 PPI 通胀率预测 0.3 和 3.0 个百分点，到 0.9% 和 1.8%。这导致今年名义 GDP 增速预测值或较去年显著加快 2.0 个百分点到 6.1%。今年接下来的时间美元兑人民币汇率预计稳中略微升值，今年年底点位或在 6.75 附近。

风险提示：下行风险：内需迟迟没有复苏、中美关系再次急速恶化、能源危机导致的高油价演成长期情况；**上行风险：**霍尔木兹海峡全面开放时间早于我们的预期；美国对华关税降幅大于我们的预期。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026 年 5 月 28 日

浦银国际

主题研究

中国宏观经济 2026 年中期展望



扫码关注浦银国际研究

目录

一、 核心观点.....	4
二、 下半年中美贸易关系将如何演变?	9
三、 下半年经济“三驾马车”的前景如何?	14
1. 下调全年房地产和整体固定资产投资增速预测	14
2. 消费改善幅度或仍有限.....	17
3. 出口增速或有所下滑但仍维持韧性, 上调全年出口增速和净出口对 GDP 贡献预测.....	18
四、 下半年通胀继续上升的空间有限	22
五、 宏观政策下半年将怎么演绎?	25
1. 财政政策	25
2. 货币政策	26
3. 房地产政策	27
六、 汇率展望.....	29
七、 有什么经济事件需要重点关注?	31
八、 风险提示.....	32
九、 附录.....	33

图表目录

图表 1: 中国一季度实际和名义 GDP 同比经济增速均显著上升, 实际 GDP 环比增速亦略升.....	7
图表 2: 支撑中国一季度 GDP 良好表现的主要是投资, 消费的贡献大致持平, 净出口贡献下滑 ..	7
图表 3: 除了出口之外, 中国 4 月经济数据大多走弱且低于市场预期.....	7
图表 4: 高科技产品的生产和出口增速加快显著	7
图表 5: 今年前三个月城镇调查失业率逐渐上升, 但 4 月略微下滑.....	7
图表 6: 中国季度实际 GDP 增速预测	7
图表 7: 宏观经济关键数据及预测 (2022-2026F)	8
图表 8: 特朗普上任以来中美贸易关系重要事件一览	11
图表 9: 2026 年 5 月特朗普访华后中美声明对比	12
图表 10: 今年以来各项投资增速有所改善, 但 4 月增速再度下滑, 仍好于去年年底水平	15
图表 11: 截至 4 月底, 地方政府专项债已经发行 1.33 万亿元, 略快于去年同期的 1.2 万亿元 ..	15
图表 12: 今年 5-12 月还剩余 3.07 万亿元地方政府专项债和 1.18 万亿元特别国债额度, 或在政府呼吁下加快发行和使用	16
图表 13: 房地产销售略有改善, 尚未传导至投资	16
图表 14: 一线城市的房产销售复苏领先于二三线城市	16
图表 15: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 4 月再略微收窄.....	16

图表 16: 30 大中城市商品房销售 5 月前 26 天较去年同期减少 5.6%，弱于 4 月的+3.7%同比增速	16
图表 17: 商品零售增速仍不及服务零售	18
图表 18: 去年受消费品以旧换新政策提振的商品，今年销售除了通讯器材外均显著下滑	18
图表 19: 城镇居民可支配收入增速持续低于实际 GDP 增速	18
图表 20: 消费者信心指数显示今年以来消费者信心仍有边际改善	18
图表 21: 今年前四个月出口表现远好于预期	19
图表 22: 出口数量大增是出口好于预期的主要原因，但出口单价不升反降	19
图表 23: 受 AI 竞赛相关投资提振，高科技出口增速今年以来一路高歌猛进，机电出口亦较强	20
图表 24: 对美出口增速今年 4 月突然大幅上升，或受到美国取消部分对华关税影响	20
图表 25: 分产品出口累计增速	20
图表 26: 分目的地出口累计增速	21
图表 27: 今年以来进口数量大幅上升，价格亦逐渐随着原油价格上涨而上升	22
图表 28: 机电产品和高新技术进口大增是进口改善的最大推动力	22
图表 29: 通胀在今年前四个月改善显著	23
图表 30: 中东局势恶化导致的能源价格大涨是造成 PPI 突然改善的主要原因	23
图表 31: CPI 通胀率今年以来温和回升	24
图表 32: 去年曾拖累 CPI 的主要因素——食品、交通通信价格均有边际改善	24
图表 33: 猪价上行周期仅开始了半年时间，或仍将在下半年大部分时候持续	24
图表 34: 交通和通信 CPI 今年以来逐渐改善，得益于油价上升，交通工具和通信工具价格也有所改善	24
图表 35: 我们估算的月度广义财政赤字率今年以来基本维持不变，一改去年接连攀升的趋势	26
图表 36: 今年前四个月新增贷款较去年同期下滑明显，尤其是居民贷款下滑较多，企业贷款略低于去年同期	26
图表 37: 社融和贷款余额同比增速今年以来均一路下滑，尤其是贷款增速下滑显著	27
图表 38: 短期市场利率和 10 年期国债收益率今年以来稳中有降	27
图表 39: 房地产支持政策近期维持去年年底开始的小幅调整节奏	28
图表 40: 去年 8 月起地方政府层面房地产调控政策一览	28
图表 41: 美元兑人民币汇率今年以来有所升值，在 5 月初更是升破 6.8 关键点位	30
图表 42: 强劲的贸易顺差是人民币升值的首要原因	30
图表 43: 伴随着人民币逐渐升值，结汇比例从去年年底开始逐渐提高	30
图表 44: 央行对中间价的干预在人民币升值预期增强时有所加强	30
图表 45: 近期相关报告列表	33

中国宏观经济 2026 年中期展望： 从 K 型分化走向经济均衡

一、核心观点

尽管中国今年一季度经济增速超预期，但月度数据显示内需仍然较弱。一季度中国实际同比经济增速较上季度加快 0.5 个百分点到 5.0%，好于市场预期（图表 1）。从分行业和支出法（图表 2）细分数据来看，工业部门和投资的良好表现是主要推动力。从月度数据来看，4 月除了出口和 PPI 同比通胀率数据外，大部分经济数据表现下滑且弱于预期（图表 3）。社会消费品零售总额同比增速自 3 月以来接连走弱，尤其是曾得益于去年消费品以旧换新政策的品类销售走软明显。固定资产投资增速 4 月意外转负，而远弱于预期的信贷数据亦表明了信贷需求的薄弱。

中国经济的 K 型分化仍在加剧，或影响后续经济复苏节奏。一方面，在全球 AI 上行周期和国内供给端政策支持下，供给端、尤其是 AI、新能源和高端制造相关的工业生产、投资以及出口均表现优异。工业生产总值同比增速从 2025 年全年的 5.9% 略微下滑至今年 1-4 月的 5.6%，不过，高技术制造业增加值同比增速同期从 9.4% 进一步上升到 12.6%（图表 4），表现强劲。固定资产投资增速从 2025 年的 -3.8% 回升至今年 1-4 月的 -1.6%。制造业投资增速虽然 4 月大幅下滑，但仍高于去年年底水平，基建和房地产投资增速同期也有边际改善。而另一方面，居民消费持续疲软，消费品零售增速从 2025 年的 3.7% 走弱到今年 1-4 月的 1.9%。居民收入增长不及整体经济增长，以及 AI 崛起或影响就业市场等因素均不利于消费复苏（图表 5）。在房地产市场上，虽然 3 月房产销售和房价出现边际改善信号，但是 4 月房产销售按销售面积计算的单月同比增速再次下滑，尽管按销售额计算的同比增速仍有改善。高频数据显示 5 月前 26 天房产销售同比增速再次下滑，本轮房地产市场改善的可持续性仍面临挑战。

除了目前内需复苏乏力、消费和房产销售改善仍存变数之外，复杂的全球宏观形势亦将给下半年中国经济运行带来挑战。我们曾判断霍尔木兹海峡的关闭时间或持续 3-4 个月，也就是在今年 5-6 月会开始逐步重新开放。但鉴于近期美伊谈判情况，我们认为海峡逐步开放时间或延后至 7 月、甚至更晚。然而，我们认为双方忍受海峡长期关闭的可能性并不高，因此将基本预测调整为最晚到今年三季度末，霍尔木兹海峡将会逐渐开放。在这种基本假设下，我们预测布伦特油价到年底或逐渐降到每桶 80-90 美元的区间内（略高于我们此前海峡在 5-6 月重开假设下预测的 80 美元）。高油价将给全球带来一定的通胀和经济增长压力，但不至于导致经济危机。不过，我们也不能排除霍尔木兹海峡关闭时间被延长

到今年四季度甚至明年一季度的可能性。在极端情况下，如果美国再次大规模袭击伊朗，导致石油基础设施受损，油价可能会升至每桶 130 美元、甚至 150 美元的高位。全球因为高油价陷入经济危机的可能性将会显著提升。尽管中国经济对高油价的承受能力较强，但亦无法完全免疫。高昂的能源成本亦会损害包括中国在内全球范围的制造业企业利润，并抑制居民消费。在整体外需走弱的情况下，中国的出口贸易也会受到影响，尤其是在今年，外需是重要经济推动力的情况下（参见：[宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？](#)）。此外，虽然特朗普访华后，中美在贸易、投资和市场准入等领域取得进展，但是特朗普多变的政策风格或意味着中期风险仍存。我们亦无法排除下半年中美关系再次生变的可能性。

虽然面临 K 型分化、全球宏观环境的高不确定性，但是在今年一季度中国经济增速好于预期、全年经济增速目标被下调的情况下，我们认为下半年的政策刺激或视经济运行情况而定。在经济增速目标实现难度并未显著提高的情况下，政府或将政策重点更多放在“十五五”规划纲要提到的结构性改革上。短期内，考虑到能源危机对中国出口和通胀的正面影响，政府或对推出增量政策刺激变得更为谨慎，政策重点仍在于落实全国两会制定政策。中期来看，今年下半年是否还会推出增量政策刺激需要考虑现有政策成效和中东局势等内外因素，推出增量刺激政策的概率和潜在规模或均低于去年下半年。

在**财政政策**上，短期内，我们注意到稳投资相对促消费获得了更多政策关注。在今年 4 月基建投资增速显著下滑的情况下，我们认为政府或加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用，以推动“六张网”建设和基建投资改善。促消费政策仍以落实 2500 亿元消费品以旧换新资金和 1000 亿元财政金融协同促内需资金为主。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需疲软一直持续，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。不过即便推出，规模或不及去年同期的 1 万亿元。尤其在促消费方面，如果消费持续低迷，对实现今年经济增速目标形成明显拖累，那么我们认为消费补贴政策或有望扩容到服务消费，支持资金也可能追加。

在**货币政策**上，我们预计接下来的货币宽松政策将变得更加依赖经济形势和数据。考虑到《2026 年第一季度中国货币政策执行报告》（下称“一季度货币政策报告”）中的表述和近期输入性通胀压力，我们认为短期内央行或不会降准降息，而是更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节。不过从中期来看，我们认为仍有必要降息以改善当前低迷的信贷需求。如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么我们认为央行在今年下半年仍有可能降息 10 个基点和降准 50 个基点。

在**房地产政策**上，我们认为今年接下来房地产支持政策或仍延续去年和今年上半年的温和推进节奏。供给端以房企去库存和城市更新等为重要抓手，需求端上政府仍有可能推出购房贴息政策，但落地时间或明显后移。其他潜在的需求端政策还包括定向降低房贷利率和购房补贴。

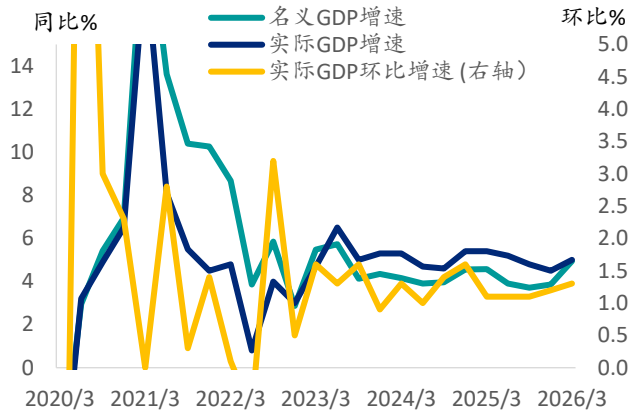
在**霍尔木兹海峡最晚在今年三季度末逐渐开放、中美贸易关系大致维持现状的基本假设下**，我们维持**去年 11 月作出**的**2026 年全年实际 GDP 同比增长 4.7% 的预测不变**。虽然经济增速目标下调和高油价带来一定下行压力，但是这可能被 AI 超级周期下的超预期出口表现给抵消。我们预计今年下半年内需将温和改善，外需继续支撑经济运行：预计社会消费品零售总额增速从今年前四个月的 1.9% 加快至 2026 年全年的 3.5%，预计固定资产投资增速或从今年前四个月的 -1.6% 回升至年底的 2.8%。我们维持对基础设施建设投资增速和制造业投资增速的预测，但略微下调房地产投资增速预测。不过，相对去年 11 月时的展望，我们对今年社会消费品零售总额增速和固定资产投资增速预测均进行了下调，而对出口增速做出显著上修。尽管如此，考虑到出口增速在今年下半年或仍逐渐放缓，我们预计中国出口增速将从今年前四个月的 14.5% 放缓至后八个月的 6.5%，全年出口增速或在 9.0%。从 GDP 支出法的细分数据来看，我们将净出口对 GDP 的贡献上调 0.6 个百分点，到 1.0 个百分点，分别下调投资和消费的贡献各 0.3 个百分点，到 1.3 和 2.4 个百分点（图表 7）。

分季度来看，考虑到去年同期较高的基数以及高油价的冲击，我们预测今年二季度经济增速或下滑至 4.5%。随着下半年基数下降，在内需逐渐改善的情况下，预计三、四季度经济增速将逐渐回升到 4.6% 和 4.8%（图表 6）。

今年以来，高油价抬高了通胀率。不过我们认为光靠油价上升的输入性通胀并不足以彻底解决困扰中国多年的低迷通胀问题。如果内需仍无显著改善，那么在油价回落之后，通胀亦将受影响。我们认为下半年 CPI 通胀率继续上升的空间有限。我们将 2026 年 CPI 通胀率预测上调 0.3 个百分点到 0.9%。预计今年后八个月的平均 CPI 或与前四个月的 0.9% 大致持平。PPI 通胀率或受油价影响更多，全年预测被上调至 1.8%（去年 11 月预测：-1.2%），这导致今年名义 GDP 增速或较去年显著加快 2.0 个百分点到 6.1%。今年接下来的时间美元兑人民币汇率预计稳中略微升值，今年年底点位或在 6.75 附近。

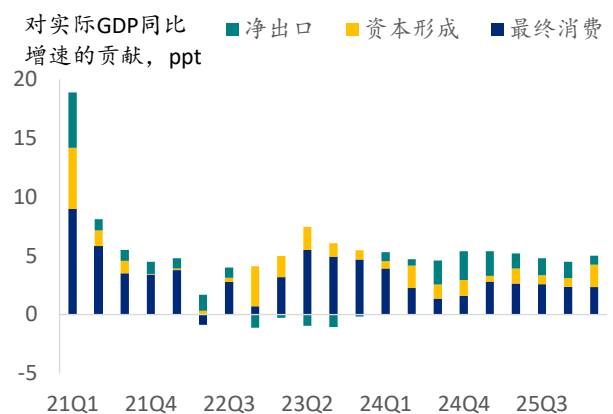
以上经济预测是建立在预计霍尔木兹海峡最晚在今年三季度末逐渐开放以及中美贸易关系大致维持现状的基础上的。如果霍尔木兹海峡关闭持续时间继续拉长，高油价或将导致全球经济危机，那么中国经济也会遭受损失，2026 年全年经济增速或不及我们当前预测的 4.7%，政策刺激亦需要加码。如果霍尔木兹海峡在近期重开，油价下行幅度大于我们的基本假设，那么全年经济增速或略高于我们当前预测。类似地，如果中美关系突然恶化，“关税战”再起，那么中国经济和金融市场或承压。

图表 1: 中国一季度实际和名义 GDP 同比经济增速均显著上升, 实际 GDP 环比增速亦略升



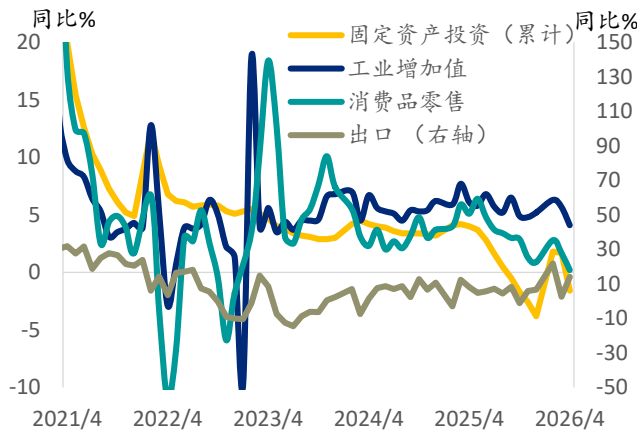
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 2: 支撑中国一季度 GDP 良好表现的主要是投资, 消费的贡献大致持平, 净出口贡献下滑



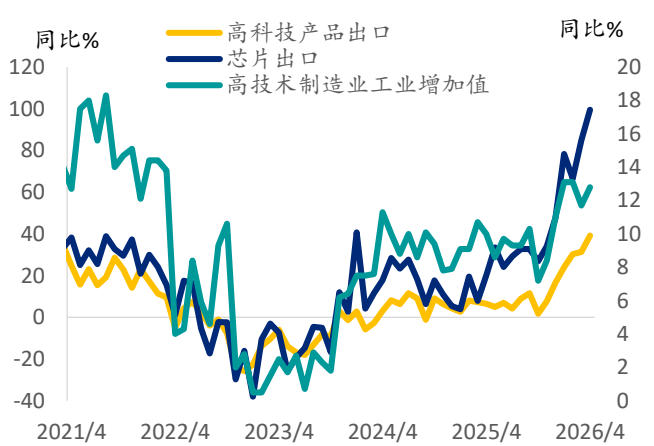
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 3: 除了出口之外, 中国 4 月经济数据大多走弱且低于市场预期



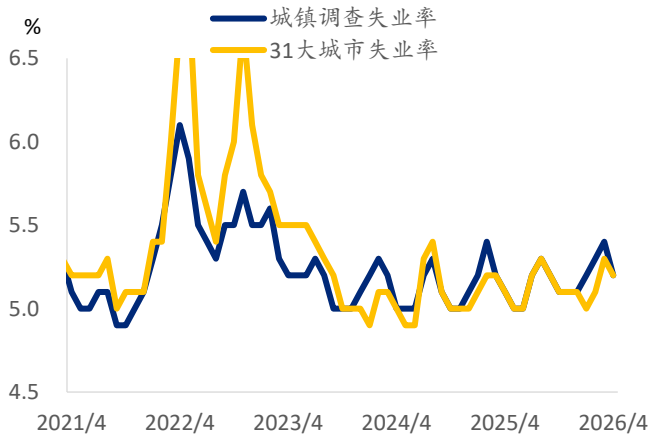
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 4: 高科技产品的生产和出口增速加快显著



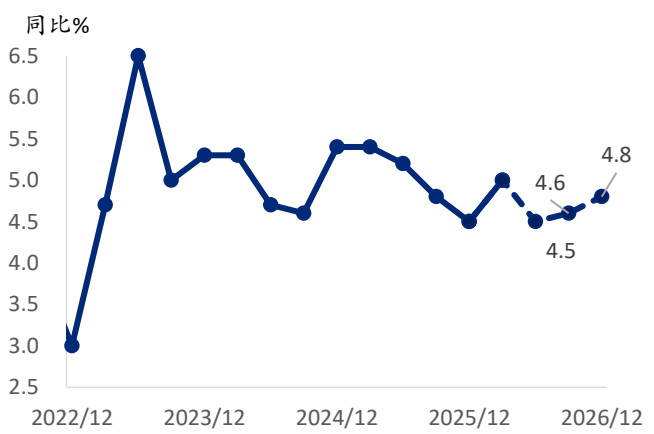
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 5: 今年前三个月城镇调查失业率逐渐上升, 但 4 月略微下滑



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 6: 中国季度实际 GDP 增速预测



资料来源: 同花顺、浦银国际预测

图表 7：宏观经济关键数据及预测（2022-2026F）

指标名称	单位	2022	2023	2024	2025	2026F	2026F
						去年 11 月 预测	现在 预测
实际 GDP 增速	同比%	3.0	5.2	5.0	5.0	4.7	4.7
最终消费贡献	百分点	1.2	4.3	2.2	2.6	2.7	2.4
资本形成	百分点	1.4	1.5	1.3	0.8	1.6	1.3
净出口	百分点	0.4	-0.6	1.5	1.6	0.4	1.0
名义 GDP 增速	同比%	4.8	4.6	4.2	4.1	4.5	6.1
固定资产投资	同比%	5.1	3.0	3.2	-3.8	3.2	2.8
房地产	同比%	-10.0	-9.6	-10.6	-17.2	-10.0	-12.0
基础建设	同比%	11.5	8.2	9.2	-1.5	6.0	6.0
制造业	同比%	9.1	6.5	9.2	0.6	5.0	5.0
社会消费品零售	同比%	-0.2	7.2	3.5	3.7	4.8	3.5
出口	同比%	5.6	-4.7	5.9	5.4	3.0	9.0
进口	同比%	0.7	-5.5	1.1	-0.1	2.0	12.0
贸易差额	亿美元	8379	8221	9926	12142	12271	12366
经常账户顺差	占 GDP%	2.3	1.4	2.2	3.7	2.8	3.4
GDP 平减指数	同比%，平均	1.8	-0.6	-0.7	-0.9	-0.2	1.3
CPI	同比%，平均	2.0	0.2	0.2	0.1	0.6	0.9
PPI	同比%，平均	4.1	-3.0	-2.2	-2.6	-1.2	1.8
赤字率	占 GDP%	-2.8	-3.8	-3.0	-4.0	-4.0	-4.0
美元兑人民币汇率	年末	6.95	7.09	7.30	7.10	7.10	6.75

F=浦银国际预测

资料来源：同花顺、浦银国际

二、 下半年中美贸易关系将如何演变？

相比去年特朗普上任后中美双方多次“你来我往”的博弈，2026年以来双方关系可谓平静中仍存危机。今年以来，中美“贸易战”和“科技战”似乎有所缓解（图表 8）。一方面，去年 10 月中美元首会晤商定了为期一年的“对等关税”和出口管制暂缓期。另一方面，随着中东局势升温，特朗普将更多注意力放在伊朗问题上，亦无暇和包括中国在内的其他国家再惹争端。特朗普原定在 3 月底访华的行程也因为伊朗问题延迟到了 5 月中旬。即便如此，中美双方在贸易和科技等领域仍不乏小摩擦。在今年 1 月 24 日，特朗普就以加征 100% 关税威胁加拿大不得与中国达成贸易协议。而后在 2 月 13 日，美国又扩大了“与军方有关联”实体清单，将阿里巴巴、百度和比亚迪等中国大型企业纳入了 1260H 清单。在关税方面，尽管美国最高法院在 2 月 20 日驳回了特朗普针对中国出口加征的 10% 芬太尼关税和 10% “对等关税”，但美国贸易代表办公室（USTR）紧跟着在 3 月 11 日和 13 日发起了两项针对制造业产能过剩和强迫劳动的 301 调查。两项调查中，中国均在列。这亦符合我们此前的判断，即在最高法院驳回了特朗普此前的关税提案后，特朗普会继续采用 301 调查等形式来抬升整体关税水平。中方亦延续 2025 年双方关税战时“你来我往”的策略，在 3 月 27 日宣布针对 301 调查，对美启动两项贸易壁垒调查。而在 4 月底，美国政府进一步收紧对中国半导体产业的技术限制。[路透社报道](#)美国商务部已致函多家芯片设备制造商，要求暂停向中国第二大晶圆代工企业华虹半导体部分工厂出口特定设备与材料，或意在遏制中国先进芯片的发展。

在特朗普于 5 月 13-15 日访华之后，中美在贸易、投资和市场准入等方面似乎达成了共识。我们对比了中美两国在会谈进行期间发布的官方声明、官方新闻发布会和高官采访等内容，发现在中美关系整体定调、贸易关系和市场准入等问题上，双方的声明内容较为一致（图表 9）。更为重要的是，在去年 10 月中美元首会晤、确认延迟执行部分关税和出口管制政策之后，本次会谈双方同意设立贸易理事会和投资理事会，为进一步谈拢双边贸易和投资等议题提供更为正式的框架结构。具体地说：

- 1) 早在 5 月 14 日中午，新华社通稿就提及双方赞同将构建“中美建设性战略稳定关系”作为中美关系新定位，将为未来 3 年乃至更长时间的中美关系提供战略指引。这一说法在白宫 17 日的官方声明中得到了确认。
- 2) 在贸易领域，双方均提到了中美双方正在协商关于降低关税和增加中国对美农产品、飞机等购买的贸易协议。不过从访华之后双方的通稿来看，中方将更多重点放在互降关税上，而美国则将重点放在中国会增加美国商品的购买上。然而，中国商务部 5 月 20 日的新闻稿基本确认了美国白宫 5 月 17 日公告提到的一系列具体商品购买问题。我们认为双方似乎正在商定与 2020 年 1 月签署的中美第一阶段经贸协议类似的协议，后续还需关注潜在新一轮经贸协议的公布。

3) 市场准入或是双方声明中差异最小的部分。美方希望中国扩大市场准入与中国近些年加大市场开放的呼吁相一致，也较易推进。尤其是在农产品的双方市场准入问题上进展颇多。

在地缘政治和出口管制等问题上，双方分歧仍大。在出口管制方面，由于英伟达创始人黄仁勋最后一刻登机随特朗普一同访华，市场预期中美在科技管制方面或有所进展。然而，双方声明均未提及芯片的出口管制问题。[路透社](#)引述消息人士报道，美国商务部已批准阿里巴巴、腾讯、字节跳动和京东在内的约 10 家中国公司购买英伟达 H200 芯片，每个获批客户最多可购买 7.5 万颗芯片。不过目前尚未有实际交易完成。美国贸易代表格里尔 (Greer) 表示芯片出口管制并非主要议题，并暗示中国将自行决定中国企业是否购买 H200 芯片。而在稀土出口方面，白宫声明仅提到“中国将回应美国对稀土和其他关键矿产（包括钆、铈、钕和铟）供应链短缺问题的关切；中国还将回应美国对稀土生产加工设备及技术销售禁令或限制的关切”，但并未提及任何具体承诺。中国商务部 5 月 20 日新闻稿也仅确认双方在稀土管制问题上展开讨论。

在地缘政治和台湾问题上，双方声明更强调自身重点关注的内容。中方将重点放在台湾问题上。国家主席习近平明确表示“台湾问题是中美关系中最重要的问题。处理好了，两国关系就能保持总体稳定。处理不好，两国就会碰撞甚至冲突，将整个中美关系推向十分危险的境地。”而美方声明并未提及台湾问题，不过，根据[报道](#)，特朗普在返美后“告诫台湾不要正式宣布脱离中国独立”。

美方则将重点放在伊朗和霍尔木兹海峡的开放问题上。白宫 5 月 15 日和 17 日的声明均提到“两国领导人一致认为伊朗不能拥有核武器，呼吁重新开放霍尔木兹海峡，并一致认为任何国家或组织都不得收取通行费”。而中方声明仅表示两国元首就中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见，但并未直接提及霍尔木兹海峡。15 日中国[外交部发言人就伊朗局势答记者问](#)时将重点放在美伊停火问题上。此外，白宫 15 日声明曾提到习主席表达了中国对购买更多美国石油产品的兴趣。在中方外交部未直接回答未来购买美国石油问题之后，白宫 17 日的声明没有再提及石油购买问题。鉴于双方在谈论伊朗和霍尔木兹海峡话题方面的差异，我们推测此次特朗普访华对美伊谈判帮助或有限。

在朝鲜半岛问题上，中方声明仅简单提及，而白宫声明称双方领导人确认了他们实现朝鲜半岛无核化的共同目标。

我们认为中美关系短期不确定性继续缓解，但中期不确定性仍存。截至目前，在特朗普的两个任期内中美已经历了两次“关税战”，叠加中美科技“脱钩”程度不断加深，市场对此次特朗普访华的谈判成果期望较低。而会议成果也基本符合市场预期——在贸易和市场准入等较容易达成共识的部分有所进展，而在地缘政治和出口管制等问题上的分歧依然存在。我们期待接下来双方在贸易和投资协议方面的具体进展。[习主席秋季访美](#)亦值得特别关注。

此前，在2017年11月特朗普首次访华大约半年后，双方就爆发了第一次“贸易战”。因此，短期内关系的缓和并不保证双方关系可以一直稳定在现有水平。尤其是今年11月10日，为期一年的“对等关税”和出口管制措施暂缓期即将结束。我们亦不能排除在美国中期选举更为临近的时刻，美国领导人将对美国采取强硬立场，以此作为在选举中赢得民心手段的可能性。不过，从双方的经济体量以及现阶段的贸易联系来看，双方正常贸易往来长期阻断的可能性依然很低。

图表 8：特朗普上任以来中美贸易关系重要事件一览

美国	日期	中国
特朗普宣布对华加征10%关税，2月4日起执行。	2025年2月1日 2025年2月4日	中国宣布对美煤炭液化天然气原油和部分汽车加征关税，10日生效。
特朗普宣布再加征对华关税10%，即日生效。	2025年3月4日	中国宣布对美国进口农产品加征10-15%不等的关税，3月10日起生效。
特朗普宣布对等关税，对华再加征34%关税，4月9日生效。	2025年4月2日 2025年4月4日	中国宣布对美国进口农产品再加征34%关税，4月10日生效。
对等关税增至84%，今年起增幅104%。	2025年4月9日	中国再加征50%至所有美国商品。
对等关税增至125%，今年起增幅145%。	2025年4月10日	
美国暂时豁免智能手机电脑等对等关税的执行。	2025年4月11日	中国反制对等关税亦增至125%，并表示不再回应美国加征关税。
	2025年5月12日	第一轮会谈后双方互降关税，对24%对等关税设置90天暂缓期。
第二轮会谈后特朗普表示美方对华关税维持在55%不变。	2025年6月10-11日	
美国取消对华芯片设计软件和乙炔出口许可证要求。	2025年7月3日	中方恢复对美稀土出口。
中美第三轮会谈，而后宣布关税暂缓期延长90天。	2025年7月28-29日	
	2025年9月14-15日	第四轮会谈后双方就TikTok所有权问题达成基本框架共识。
BIS新规扩大出口禁令到“实体清单”企业控股50%或以上子公司，大大增加需申请许可证公司数量。	2025年9月29日	
美国宣布对中国拥有、运营和建造船舶14日起征收港口费。	2025年10月3日	作为回应，中方10日宣布14日起对美国船舶收取船舶特别港务费。
作为回应，特朗普宣布11月1日起加征中国100%的关税。	2025年10月9日	中国宣布加强稀土相关物项出口管制。
	2025年10月14日	中方决定对韩华海洋株式会社5家美国相关子公司列入反制清单。
第五轮会谈就多项贸易问题形成共识，加征100%关税或不会实施。	2025年10月24-27日	
	2025年10月30日	中美元首会晤，双方同意暂缓出口管制和对等关税实施一年，美方取消10%“芬太尼”关税和暂停海事、物流和造船业的301调查一年。
特朗普威胁加拿大，若和中国达成贸易协议就会被加征100%的对美关税。	2026年1月24日 2026年1月28日	路透社报道中方允许进口H200芯片。
美国扩大军方关联清单（1260H），加入阿里巴巴、百度和比亚迪等企业。	2026年2月13日 2026年2月20日	美国最高法院驳回了特朗普针对中国出口的10%芬太尼关税和10%的对等关税。
美国USTR发起两项针对制造业产能过剩和强迫劳动的301调查，中国在列。	2026年3月11-13日 2026年3月15-16日 2026年3月27日	中美在巴黎举行新一轮经贸磋商，中方称形成新共识，促美取消单边关税等限制。 中国商务部对美国启动两项贸易壁垒调查针对美国对华301调查。
美国商务部要求多家芯片设备制造商暂停对中国华虹和子公司的出口。	2026年4月28日	
	2026年5月12-15日	5月12-13日中美经贸团队在韩国举行经贸磋商，13-15日特朗普时隔九年再次访华。

资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 9：2026 年 5 月特朗普访华后中美声明对比

核心议题	中国	美国
中美关系整体定调		
整体	<p>5 月 15 日新华社通稿称双方赞同将构建“中美建设性战略稳定关系”作为中美关系新定位，将为未来 3 年乃至更长时间的中美关系提供战略指引。</p> <p>“建设性战略稳定”应该是合作为主的积极稳定，应该是竞争有度的良性稳定，应该是分歧可控的常态稳定，应该是和平可期的持久稳定。</p>	<p>会后没有特别对中美关系定调，但在 5 月 17 日的白宫公告中确认了“中美建设性战略稳定关系”这一说法，并称习主席答应秋季访美。</p>
贸易问题		
贸易理事会和投资理事会	<p>商务部 20 日新闻稿提到中美双方同意成立政府间贸易理事会和投资理事会，双方经贸团队将保持密切沟通，尽快就理事会的架构、职能、运行模式等形成具体安排。两个理事会成立后，将为双方务实讨论贸易和投资领域彼此关切提供平台，有利于双方交流政策、拓展合作、管控分歧，推动中美双方经贸磋商由“危机式应对”转向“机制化管理”，为双方经贸合作提供有效机制保障。</p>	<p>白宫 17 日公告提到贸易委员会将允许美国政府和中国政府管理非敏感商品的双边贸易。投资委员会将提供一个政府间论坛，用于讨论与投资相关的问题。</p>
关税	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方将通过贸易理事会讨论有关产品降税等问题，原则同意对同等规模的各自关注产品降税。</p> <p>商务部 20 日新闻稿进一步明确：双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降税框架安排，规模各为 300 亿美元或更多，对双方商定的彼此关注产品，有望适用最惠国税率甚至更低。</p>	<p>财政部长贝森特在 15 日 CNBC 的采访中提出了双方就价值 300 亿美元的非敏感领域贸易调低关税的想法。</p>
扩大农产品贸易	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方同意推动扩大包括农产品在内等领域的双向贸易。20 日新闻稿称进口美国农产品可以弥补国内市场结构性供需缺口，中国乳制品、水产品、蔬菜、水果等特色农产品在美国市场也有较大潜在需求。双方就推动解决双方部分农产品非关税壁垒和市场准入问题达成一系列积极共识，并原则同意将相关产品纳入对等降税框架安排，同时还设定了扩大农产品双向贸易的指导性目标。</p>	<p>白宫 17 日公告称中方同意每年购买至少价值 170 亿美元的农产品，到 2028 年。</p>
飞机购买	<p>商务部 20 日新闻稿确认中国航空根据自身航空运输发展需要，将按照商业化原则引进 200 架波音飞机。同时，美方将为中方提供充足的发动机、零部件供应保障。</p>	<p>特朗普在访华途中就宣称中国同意购买 200 架波音飞机，在 17 日的白宫公告中再次提及。</p>
石油购买	<p>外交部在 15 日的例行记者会上没有直接回答未来购买美国石油的问题。在各个通稿中亦未提及石油购买。</p>	<p>白宫 16 日公告提到习主席表达了中国对购买更多美国石油产品的兴趣，但石油购买也没有出现在 17 日的最终公告中。</p>
市场开放和准入问题		
整体	<p>新华社 15 日通稿称中方强调中国开放的大门只会越开越大，美国企业正在深度参与中国改革开放，中方欢迎美国对华加强互利合作。</p>	<p>白宫 16 日公告提到双方讨论了扩大美国企业进入中国市场的渠道以及增加中国对美国产业投资的事宜。</p>
农产品市场准入	<p>商务部 16 日答记者问时提到双方将解决或实质性推动解决部分农产品非关税壁垒和市场准入问题。美方将积极推动解决中方在乳制品和水产品自动扣留、介质盆景</p>	<p>白宫 17 日公告提到中方将重新对美国牛肉开放市场并恢复了美国 400 多家牛肉加工厂的进口许可证，并发</p>

	输美、山东禽流感无疫区认定等方面的长期关切。中方也将积极推动解决美方牛肉设施注册、部分州禽肉输华等关切。	了新的许可证；中方将恢复从美国农业部认可的无高致病性禽流感的州进口家禽。
地缘政治问题和台湾问题		
伊朗和霍尔木兹海峡	新华社 15 日通稿仅表示两国元首就中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见，但并未直接提及霍尔木兹海峡。15 日中国外交部发言人就伊朗局势答记者问时表示“中方在伊朗局势上的立场十分明确……这场本不该发生的战事没有任何进行下去的必要，早一点找到解决出路，对美伊双方有利，也对地区各国乃至整个世界有利。”	白宫 16 日公告称两国领导人一致认为伊朗不能拥有核武器，呼吁重新开放霍尔木兹海峡，并一致认为任何国家或组织都不得收取通行费。美方声明并未提及乌克兰问题。
朝鲜问题	仅简单提及。	白宫 17 日公告提到双方确认了他们实现朝鲜半岛无核化的共同目标。
台湾问题	习主席明确表示“台湾问题是中美关系中最重要的问题。处理好了，两国关系就能保持总体稳定。 处理不好，两国就会碰撞甚至冲突，将整个中美关系推向十分危险的境地。 ”	美方声明并未提及台湾问题。不过特朗普回美之后“告诫台湾不要正式宣布脱离中国独立”。
出口管制		
芯片进口	并未提及	官方公告未提及芯片。路透社引述消息人士报道，美国商务部已批准阿里巴巴、腾讯、字节跳动和京东在内的约 10 家中国公司购买英伟达 H200 芯片，每个获批客户最多可购买 7.5 万颗芯片。不过目前尚未有实际交易完成。 美国贸易代表格里尔（Greer）表示芯片出口管制并非主要议题，并暗示中国将自行决定中国企业是否购买 H200 芯片。
稀土出口	商务部 20 日新闻稿回应说中美经贸团队就有关出口管制问题进行了充分沟通交流， 双方将共同研究解决彼此合理合法关切。 中国政府依法依规对稀土等关键矿产实施出口管制，对合规、民用的许可申请予以审核。中方愿与美方一道共同为促进两国企业互利合作、保障全球产业链供应链安全稳定创造良好条件。	白宫 17 日公告提到中国将回应美国对稀土和其他关键矿产（包括钷、铀、铍和铊）供应链短缺问题的关切。中国还将回应美国对稀土生产加工设备及技术销售禁令或限制的关切。 格里尔提到虽然中国在批准部分稀土出口方面依然进展缓慢，但对美国的稀土出口正在改善。

注：信息截至 2026 年 5 月 27 日

资料来源：新华社、白宫、新闻整理、浦银国际

三、下半年经济“三驾马车”的前景如何？

1. 下调全年房地产和整体固定资产投资增速预测

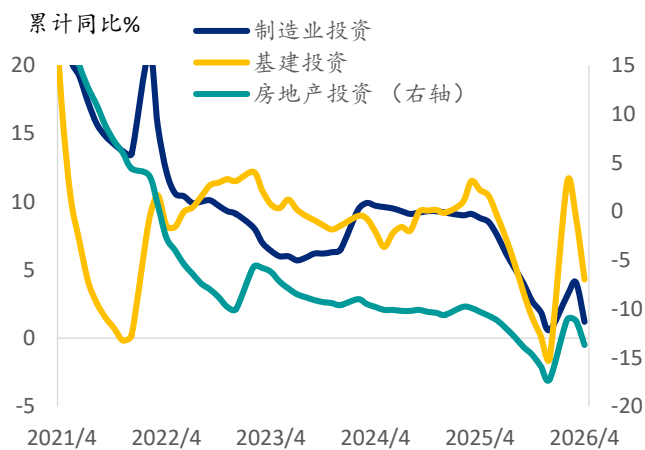
投资增速或小幅加快。固定资产投资累计同比跌幅从 2025 年的-3.8%收窄到今年 1-4 月的-1.6%。这主要得益于基建投资增速改善，制造业投资增速亦有所加快，房地投资跌幅小幅收窄（图表 10）。基于自去年 11 月起到目前为止的数据趋势变化，我们维持去年 11 月做出的 2026 年基础建设投资增速和制造业投资增速的预测，但略微下调房地产投资增速。加总来看，我们下调今年全年的固定资产投资增速到 2.8%（去年 11 月预测为 3.2%，2025 实际为-3.8%）。再加上通胀预测的上调，我们下调实际投资对 2026 年 GDP 的贡献 0.3 个百分点，至 1.3 个百分点。细分来看：

- **基建投资（—）**——我们在去年 11 月发布年终展望报告的时候就预判，基建投资将是今年稳增长的重要手段。的确，基建投资增速从 2025 年的-1.5%转正到今年 4 月的 4.3%，是今年以来整体固定资产投资增速改善的最大推动力。去年四季度财政部推出的增量政策支持（包括 5000 亿元新型政策性金融工具和下达地方 5000 亿元地方政府债务结存限额）的政策成效更多在今年一季度体现。并且，今年的地方专项债发行工作相较去年同期也略微前置：截止到 4 月底，地方政府专项债已经发行 1.33 万亿元，在总额度相同的情况下进度快于去年的 1.2 万亿元（图表 11、图表 12），尽管超长期特别国债的发行略慢于去年同期（今年 1-4 月：1190 亿元，去年同期：1310 亿元）。4 月的政治局会议明确提出加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网（即“六张网”）等规划建设。以上这些因素均帮助推高近期的基建投资增速。然而，今年经济增速目标下调至 4.5%-5.0%，两会期间公布的财政刺激较为适度。若下半年不再推出增量财政政策支持，财政刺激对基建投资的促进作用在今年四季度或逐渐减弱。综合考虑去年年底的低基数效应，我们维持 2026 年全年基建投资增速在 6.0% 的预测。
- **制造业投资（—）**——制造业投资增速从去年全年的 0.6%加速到 1-4 月的 1.2%。正如我们[此前所期待](#)的，政府已经下达了 2000 亿元超长期特别国债资金用于支持大规模设备更新，额度略高于去年的 1880 亿元。央行 1 月中旬亦增加科技创新和技术改造再贷款额度 4000 亿元。政策鼓励有助于制造业投资的恢复。此外，尽管美国特朗普政府关税政策仍存在不确定性，但是在美国最高法院驳回 IEEPA 关税之后，关税最高的时期或已经过去，关税担忧的缓解亦有助于中国出口相关制造业投资的改善。然而，油价飙升导致工业价格上升，或制约制造业企业发展，尤其是中下游企业的投资扩张。油价在 4 月已经显著影响制造业扩张，导致制造业投资增速下滑 2.9 个百分点到 1.2%。不过在我们的基本假设（霍尔木兹海峡并不会长久关闭）下，油价对制造业投资的负面影响在今年下半年、尤其是四

季度可能会有所改善。综合以上因素，我们维持今年全年制造业投资增速为 5.0% 的预测不变。分行业来看，AI、新能源以及出口改善较多的相关制造业或继续扩张，产能过剩行业或受到“反内卷”行动影响，中下游企业扩张节奏或与油价有一定关系。

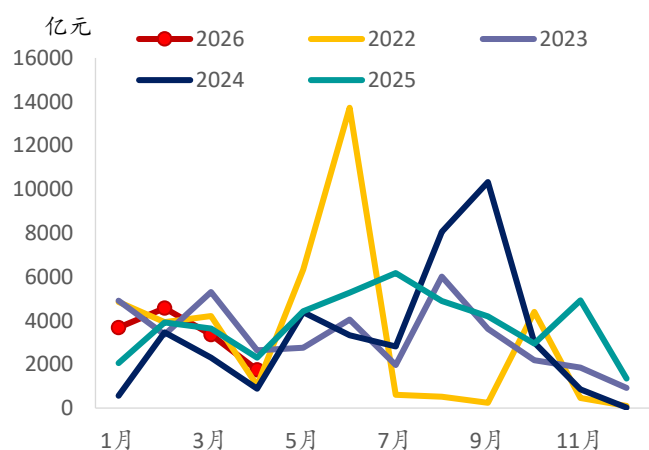
- **房地产投资 (↓)** —— 房地产相关指标在去年四季度继续走弱，但在今年前四个月边际改善。尤其是房产销售累计同比跌幅在 3-4 月有所收窄 (图表 13)。从细分城市数据来看，一线城市房产销售改善最为明显，或得益于去年 12 月起一线城市限购政策的进一步放开。二、三线城市房产销售亦略有边际改善 (图表 14)。此外，一线城市房价环比增速亦从 3 月起转正 (图表 15)。我们依然相信今年接下来房地产支持政策或仍延续去年的温和推进节奏 (详情请见 [房地产政策部分](#))。房产销售边际改善的可持续性仍存在一定疑问。高频数据显示，5 月前 26 天房产销售数据较去年同期减少 5.6%，弱于 4 月全月的 +3.7% 同比增速。在投资方面，房地产开发投资增速亦从去年的 -17.2% 收窄到今年 1-4 月的 -13.7%。鉴于新开工面积累计同比增速一直徘徊在 -20% 左右，我们认为下半年房地产投资进一步改善的空间并不大。我们略微下调 2026 年全年房地产投资增速预测到 -12.0% (去年 11 月预测：-10.0%)。

图表 10: 今年以来各项投资增速有所改善，但 4 月增速再度下滑，仍好于去年年底水平



资料来源：同花顺、浦银国际

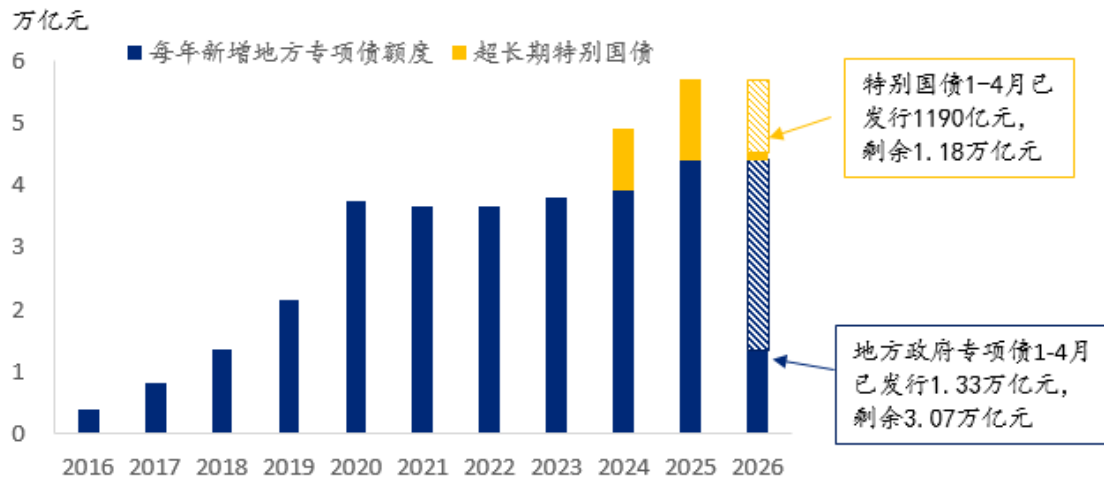
图表 11: 截至 4 月底，地方政府专项债已经发行 1.33 万亿元，略快于去年同期的 1.2 万亿元



资料来源：财政部、同花顺、浦银国际

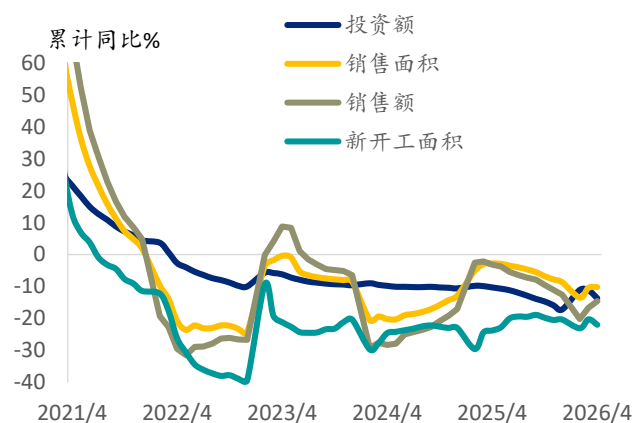
注：截止到 2026 年 3 月数据来自财政部官方数据；2026 年 4 月预测数据来自同花顺，财政部数据尚未发布。

图表 12: 今年 5-12 月还剩余 3.07 万亿元地方政府专项债和 1.18 万亿元特别国债额度, 或在政府呼吁下加快发行和使用



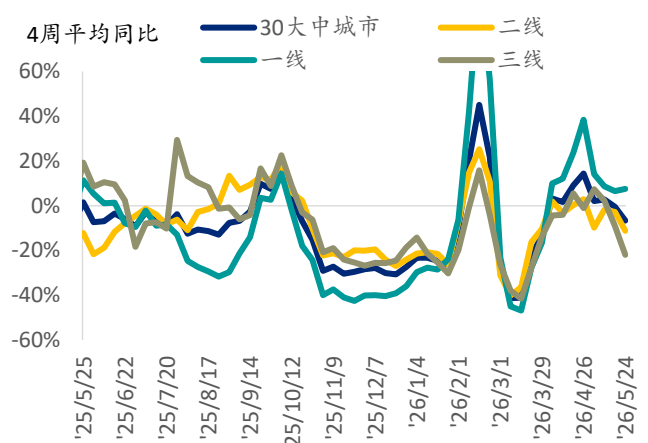
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 13: 房地产销售略有改善, 尚未传导至投资



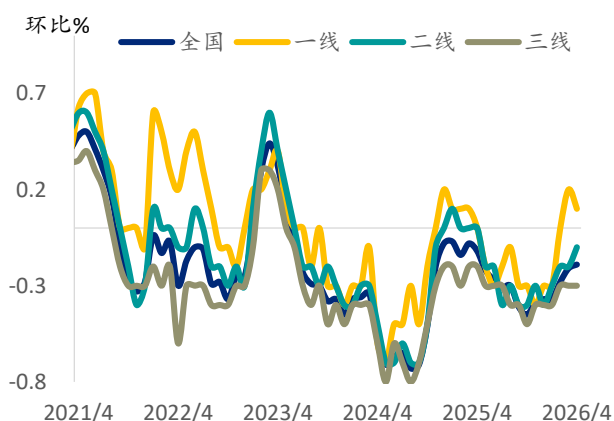
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 14: 一线城市的房产销售复苏领先于二三线城市



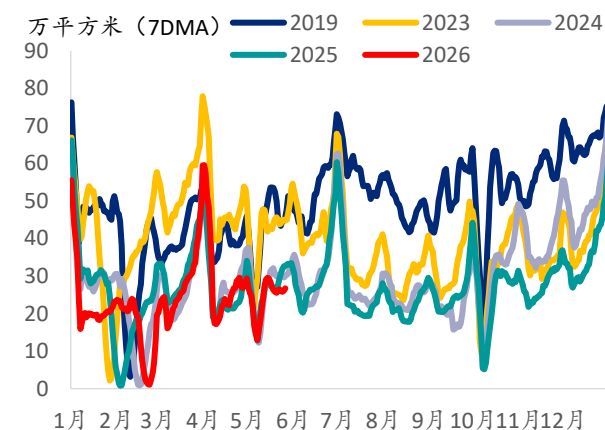
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 15: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 4 月再略微收窄



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 16: 30 大中城市商品房销售 5 月前 26 天较去年同期减少 5.6%, 弱于 4 月的+3.7%同比增速



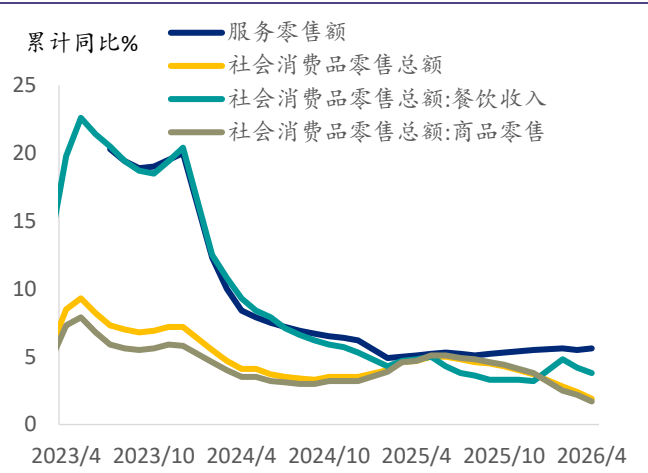
资料来源: 同花顺、浦银国际

2. 消费改善幅度或仍有限

今年以来消费复苏仍较为缓慢。今年前四个月社会消费品零售总额同比增速录得 1.9%，低于 2025 年全年的 3.7%，但略微高于去年第四季度平均的 1.7%。从结构上看，服务消费（包括餐饮零售）的整体增速继续显著高于商品消费（图表 17）。虽然今年消费品以旧换新政策延续，但是补贴额度边际走弱。再叠加去年同期高基数，曾经显著受益于该政策的家电和家具销售今年以来显著下滑，前四个月累计同比增速分别为-4.0%和-1.4%。而汽车补贴退坡更是将汽车销售 1-4 月累计同比增速拉低至-10.6%，是商品销售中最大的拖累（图表 18）。虽然今年迄今为止整体经济表现尚可，但是 K 型分化下表现较强的部门——出口（尤其是高科技和新能源类出口）和高科技制造业均属于资本密集型，对就业市场的正面激励作用或不及此前劳动密集型产业强出口对就业市场的正面影响。因此，尽管一季度实际经济增速维持在 5.0% 的较高水平上，但是城镇居民人均可支配收入增速相比 2025 年全年反而有所下降（图表 19）。此外，在 AI 普及的过程中，就业市场或承受一定压力，今年 1-3 月份城镇失业率连续上升，这或不利于居民消费的恢复。

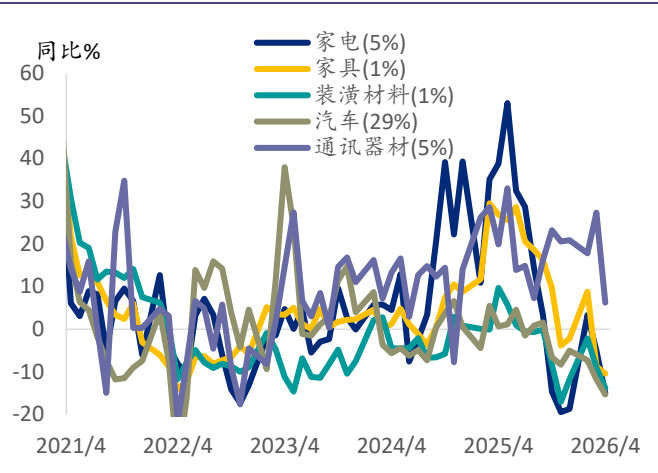
我们调低全年社会消费品零售总额增速预测到 3.5%，此前预测为 4.8%。一方面，在全年经济增速目标调低之后、今年政府对促消费政策的投入亦有所退坡。用于消费品以旧换新政策的超长期特别国债从去年的 3000 亿元下调到 2500 亿元。虽然今年新增了 1000 亿元的财政金融协同促内需专项资金，但是其成效能否如消费补贴般直观仍有待观察。此外，不仅现阶段居民收入增长不及整体经济增速（图表 19），今年政府工作报告中关于增加居民收入的政策亦不多，或拖累后续消费复苏。另一方面，去年下半年消费品零售增速数据，尤其是以旧换新相关类目的零售增速显著下滑，或为今年下半年提供了低基数。消费者信心指数显示今年以来消费者信心仍有边际改善（图表 20）。再加上预计的 CPI 边际上行对名义零售增速的支持作用，我们预计 2026 年的消费品零售总额累计同比增速将从目前的 1.9% 上升至年底的 3.5%，低于我们去年 11 月预测的 4.8%。同样地，我们也下调最终消费对今年 GDP 的贡献 0.3 个百分点，到 2.4 个百分点。

图表 17: 商品零售增速仍不及服务零售



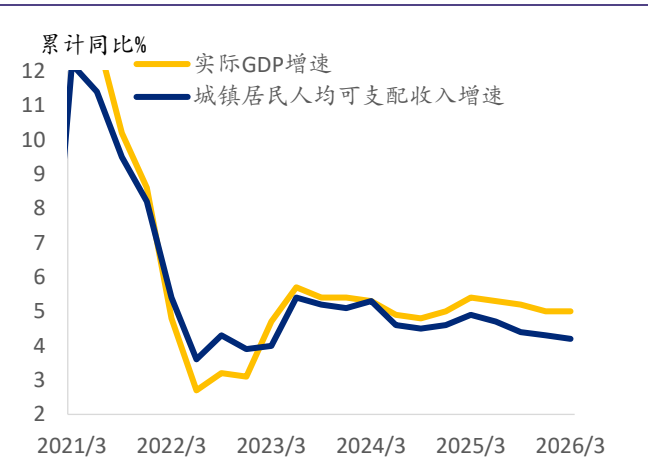
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 18: 去年受消费品以旧换新政策提振的商品, 今年销售除了通讯器材外均显著下滑



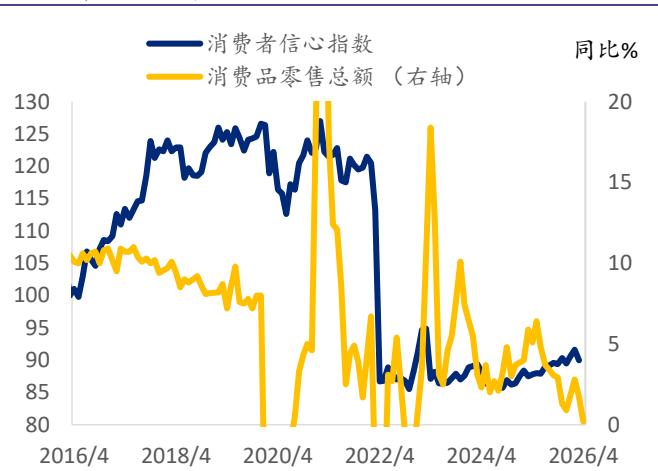
注: () 内为该分类在 2025 年全年社会消费品零售总额中的销售占比
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 19: 城镇居民可支配收入增速持续低于实际 GDP 增速



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 20: 消费者信心指数显示今年以来消费者信心仍有边际改善



资料来源: 同花顺、浦银国际

3. 出口增速或有所下滑但仍维持韧性, 上调全年出口增速和净出口对 GDP 贡献预测

今年前四个月出口表现远好于预期。今年 1-4 月累计出口增速 (按美元计) 达 14.5%, 远高于去年全年的 5.4% 和去年同期的 6.2%。其中, 出口数量大增是出口好于预期的主要原因。目前油价的上涨尚未体现在出口价格上 (图表 22)。AI 竞赛对高科技产品出口的支撑, 取消光伏 4 月起的出口退税, 调低电池 4 月起的出口退税率造成的“抢出口”效应, 以及高油价导致的出口价格上升均是今年以来出口超预期的主要原因。

分产品来看, 今年 1-4 月高新技术产品出口增速大幅加快 (2026 年 1-4 月: 31.3%, 2025 年 7.3%), AI 竞赛导致各国对 AI 相关投资大增, 促进了相关的产品出口, 尤其是电子产品出口增速加快到 63.6% (2025 年: 18.9%), 芯片出口增速加快到 83.5% (2025 年: 26.4%), 计算机和通讯

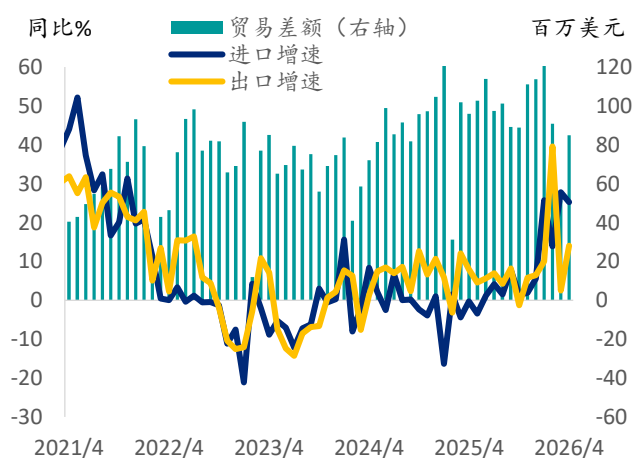
设备出口增速亦加快到 19.0%。机电产品出口亦从 2025 年的 8.2% 加快到今年 1-4 月的 20.9%。其中新能源汽车受益于高油价，出口增速显著提升（2026 年 1-4 月：75.8%，2025 年：49.8%），蓄电池出口因为电池 4 月起的出口退税率下调引起的“抢出口”效应亦大幅加快到 45.2%。劳动密集型出口亦有改善，但程度远不及高新技术和机电产品（图表 23、图表 25）。

按出口目的地看，今年 1-4 月对东盟、欧盟、韩国、印度、中国台湾的累计出口增速均超过 15%。中国对日本的出口增速相对较小。对美出口跌幅从 2025 年的 -20% 收窄到今年 1-4 月的 -10.2%（图表 26）。

我们进一步从月度数据来观察能源危机和美国取消部分关税的影响。4 月整体出口增速超预期加快到 14.1%（3 月为 2.5%），部分凸显了能源危机短期内对中国出口的正面影响。其中中国对美出口增速从 3 月的 -26.5% 转正到 4 月的 11.3%（图表 24），美国最高法院 2 月判定取消特朗普去年 2 月起加征的“芬太尼”关税和 4 月起加征的“对等关税”的成效或开始凸显。

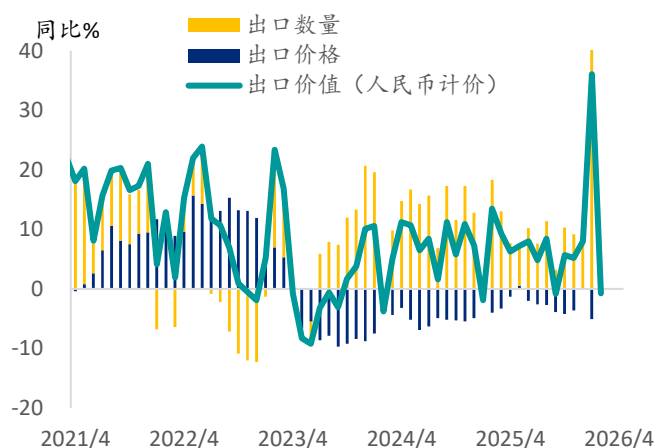
展望下半年，我们预计出口增速或逐渐放缓。“抢出口”的回撤效应并不利于电池和光伏类产品的出口。不过，AI 竞赛对相关产品的出口支持或仍将持续。较高的能源价格亦会继续推动新能源相关产品出口。在能源危机影响方面，短期内，中国凭借完备的供应链体系可能从能源危机中受益，类似情况在 2020-2021 年新冠疫情期间曾经发生过。然而从中长期来看，高能源价格引起的全球需求走低并不利于出口，即使中国的风电和光伏等商品的出口或能从中受益。综合考虑上述因素，我们预计中国出口增速将从今年前四个月的 14.5% 放缓至后八个月的 6.5%，全年出口增速或在 9.0%（去年 11 月预测：3.0%）。

图表 21：今年前四个月出口表现远好于预期



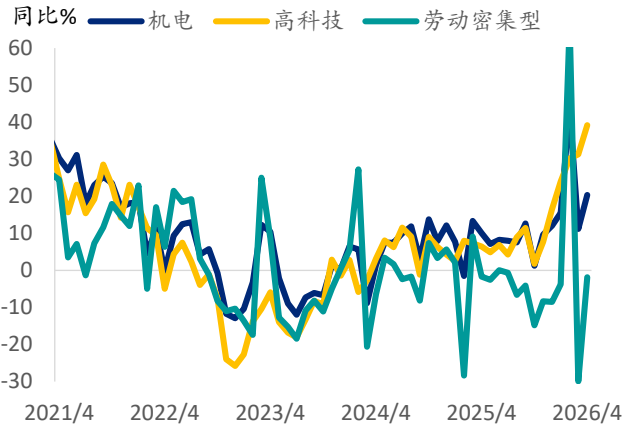
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 22：出口数量大增是出口好于预期的主要原因，但出口单价不升反降



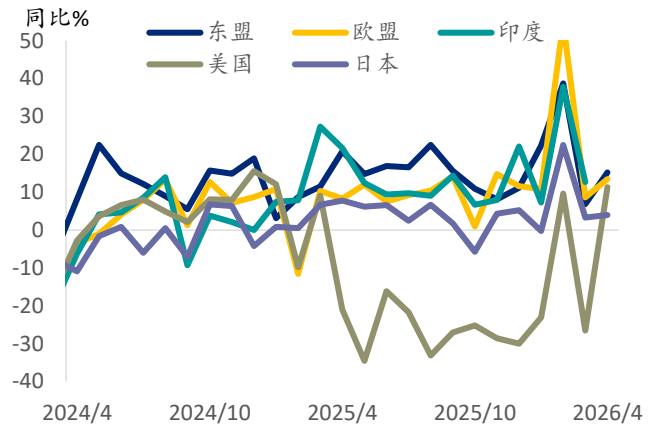
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 23: 受 AI 竞赛相关投资提振, 高科技出口增速今年以来一路高歌猛进, 机电出口亦较强



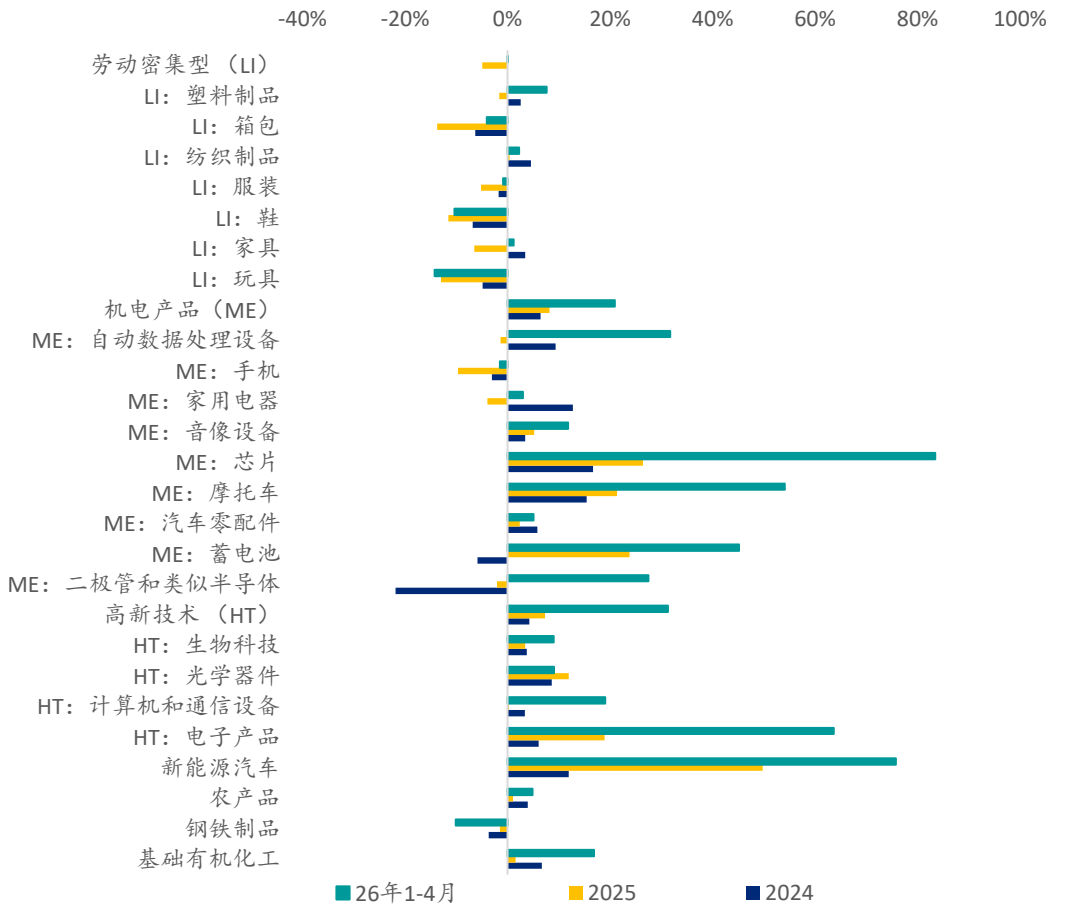
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 24: 对美出口增速今年 4 月突然大幅上升, 或受到美国取消部分对华关税影响



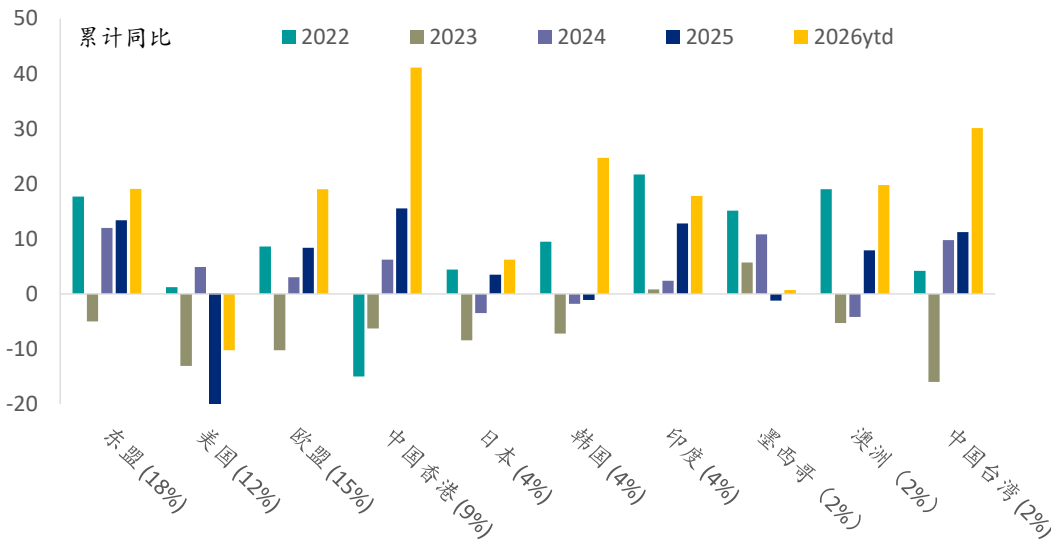
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 25: 分产品出口累计增速



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 26：分目的地出口累计增速

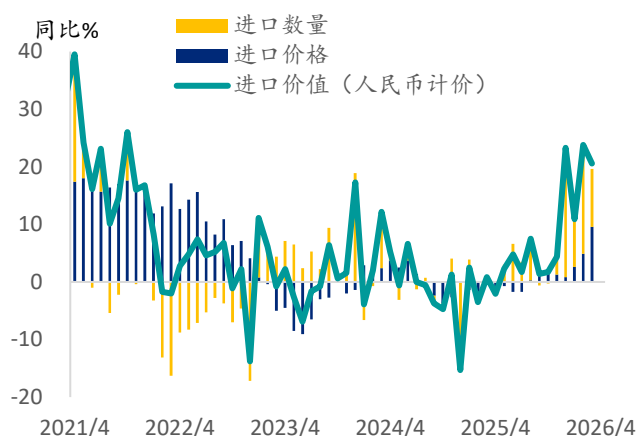


注：括号内数字为 2025 年占中国总出口的份额。2026 年数据截止到 4 月。
资料来源：CEIC、浦银国际

我们预计下半年进口增速也将有所走低。一改往年进口不及出口的局面，今年以来进口表现更胜出口：进口增速从 2025 年的-0.1%飞涨到今年 1-4 月的 23.4%。在高油价影响下，进口商品价格有所抬升，不过进口商品数量大增才是强劲进口数据的主要原因（图表 27）。按产品大类看，高新技术和机电产品今年 1-4 月的进口同比增速分别高达 32.6%和 27.0%。农产品累计进口同比增速亦达 13.3%，但大宗商品今年累计同比仅增长 1.1%（图表 28）。从以上分析来看，出口大增引起的机电和高新技术中间品进口的大增或是进口改善的最主要原因，高油价并未抬升大宗商品进口，反而促使中国暂时减少能源进口，启用较低成本储备的原油资源。

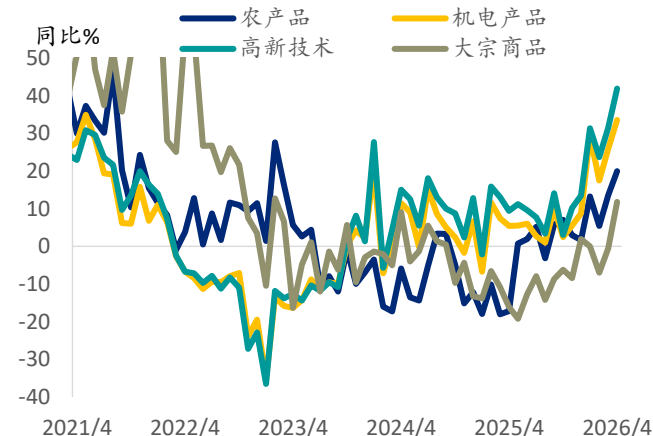
展望未来，在出口增速预计放缓的情况下，部分机电和高新技术产品进口或将因为中间品进口的下降而放缓。不过，在中美贸易关系继续改善的前提下，中国农产品进口或继续改善。在特朗普访华后白宫的新闻稿中已经提到中国或将每年从美国进口至少 170 亿美元农产品，尽管潜在的具体贸易协议似乎仍在商定中。综合以上，我们上调 2026 年全年的进口增速预测到 12.0%（去年 11 月：2.0%）。这意味着进口增速将从 1-4 月的 23.4%回落至 5-12 月的 6.9%。

图表 27：今年以来进口数量大幅上升，价格亦逐渐随着原油价格上涨而上升



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 28：机电产品和高技术进口大增是进口改善的最大推动力



资料来源：CEIC、浦银国际

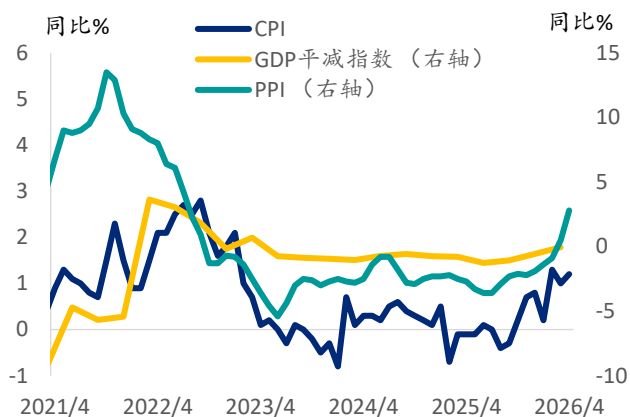
我们上调今年经常账户顺差占 GDP 比重到 3.4%。据我们对进出口增速的预测更新，2026 年贸易顺差预计较去年略微增加 224 亿美元至 12366 亿美元。而伴随着入境游的普及，服务贸易逆差今年预计继续收窄。加总来看，我们上调 2026 年经常账户顺差占 GDP 比重到 3.4%（去年 11 月预测为 2.8%，2025 年实际为 3.7%）。基于进出口增速的上调，我们将净出口对全年 GDP 的贡献的预测从去年 11 月的 0.4 个百分点调高到 1.0 个百分点。净出口仍是今年中国经济的主要推动力之一。

四、下半年通胀继续上升的空间有限

PPI 通胀率下半年或维持较高水平。PPI 同比通胀率在经历了 41 个月的负增长之后，终于在今年 3 月转正到 0.5%，4 月远超预期加快到 2.8%（图表 29）。从外因来看，和 PPI 相关性较强的全球原油价格在中东局势恶化后大涨是主要推动力（图表 30）。从内因来看，今年的 K 型经济复苏对工业需求也形成了一定支撑。尽管如此，我们认为工业产出的复苏强于需求的情况仍未彻底改善。

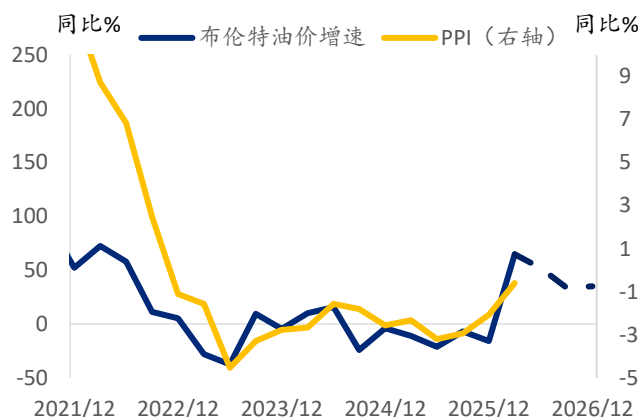
展望下半年，从彭博社 5 月 27 日预测均值来看，原油价格或在今年三季度末维持在每桶 90 美元左右，而后在四季度下滑至每桶 85 美元。今年年底的原油价格预测和我们预期霍尔木兹海峡最晚在今年三季度末逐渐开放，年底油价在每桶 80-90 美元的预测大体一致。油价仍能对 PPI 形成一定支撑，但是支持作用不及今年上半年。此外，更强调供给侧的经济复苏或继续支撑工业需求，但或被出口增速逐渐下滑部分抵消。叠加当前的 PPI 读数已经抬高 PPI 环比基数的考量，我们预计 PPI 同比通胀率或从前四个月的平均 0.3% 回升至 5-12 月的 2.6%，2026 年全年 PPI 通胀率预计在 1.8%（11 月预测：-1.2%，2025 年实际值：-2.6%）。

图表 29：通胀在今年前四个月改善显著



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 30：中东局势恶化导致的能源价格大涨是造成 PPI 突然改善的主要原因

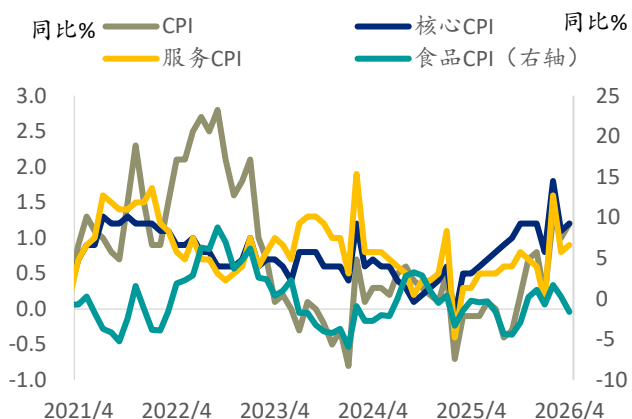


注：2026 年二到四季度油价预测来自彭博社 2026 年 5 月 27 日预测均值
资料来源：Bloomberg、CEIC、浦银国际

我们适度上调全年 CPI 通胀率预测。CPI 通胀率今年以来亦温和回升，从去年平均的 0.1% 升至今年 1-4 月平均的 0.9%（图表 31）。分类来看，去年曾拖累 CPI 的主要因素——食品、交通和通信价格均有边际改善（图表 32）。首先，猪肉 CPI 同比通胀率在去年 9 月触底之后，已经开始缓慢回升，帮助推高食品价格（图表 33）。其次，汽车消费补贴政策退坡帮助交通工具 CPI 同比通胀率跌幅边际收窄。通信工具价格今年亦有所回升。再加上油价上升影响燃料 CPI，交通和通信 CPI 今年以来逐渐改善（图表 34）。最后，服务 CPI 今年 1-4 月表现亦强于去年同期（图表 31）。

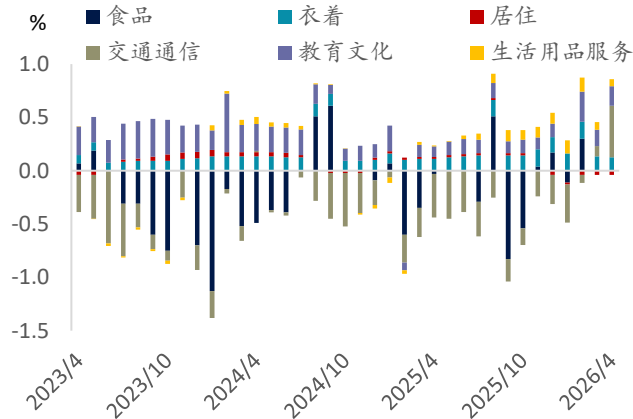
展望未来，我们认为光靠油价上升的输入性通胀不足以彻底改变困扰中国多年的低迷通胀问题。如果内需仍无显著改善，那么在油价回落之后，通胀亦将受影响。不过，猪价上行周期仅开始了半年时间，或仍将在下半年大部分时候持续，这将有助于继续抬升食品价格和整体 CPI。我们预计消费的边际改善也有助于价格复苏。因此我们将 2026 年 CPI 通胀率预测上调 0.3 个百分点到 0.9%，预计今年后八个月的平均 CPI 与前四个月的 0.9% 大致持平。

图表 31: CPI 通胀率今年以来温和回升



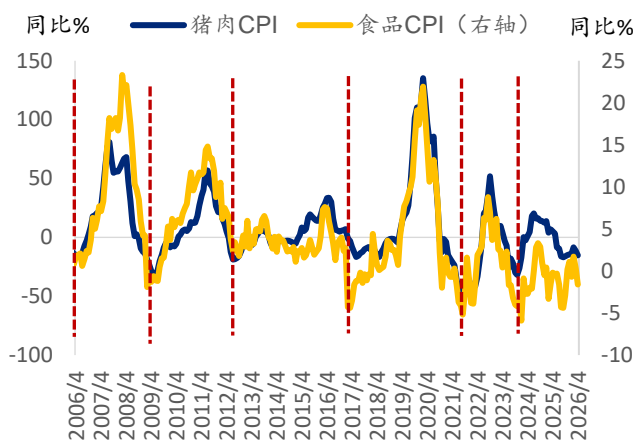
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 32: 去年曾拖累 CPI 的主要因素——食品、交通通信价格均有边际改善



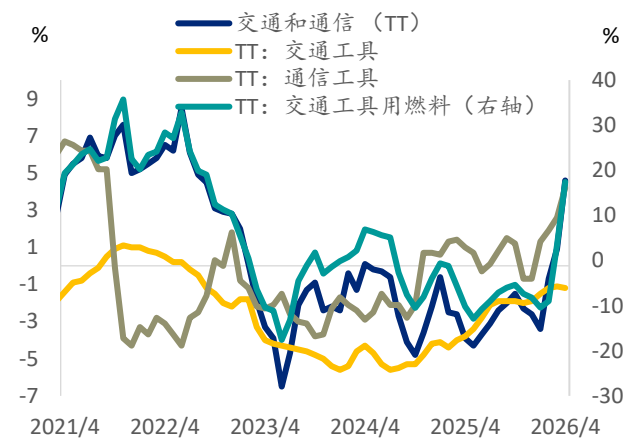
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 33: 猪价上行周期仅开始了半年时间, 或仍将在下半年大部分时候持续



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 34: 交通和通信 CPI 今年以来逐渐改善, 得益于油价上升, 交通工具和通信工具价格也有所改善



资料来源: 同花顺、浦银国际

五、 宏观政策下半年将怎么演绎？

在一季度经济增速好于预期、全年经济增速目标被下调的情况下，我们认为今年下半年的经济刺激政策将视经济运行情况而定，且推出增量政策的可能性显著低于去年。在经济增速目标实现难度并未显著提高的情况下，政府或将政策重点更多放在“十五五”规划纲要提到的结构性改革上（参见：[解析全国两会和“十五五”规划纲要提供的经济社会发展线索](#)）。短期内，考虑到能源危机对中国出口和通胀的正面影响，政府对推出增量刺激政策或变得更为谨慎，政策重点仍放在两会制定政策的落实上。中期来看，今年下半年是否会推出增量刺激政策则视乎现有政策成效和中东局势等内外因素而定。

1. 财政政策

今年以来，财政政策的发力程度较去年有所收敛。今年3月全国两会公布的预算赤字率、地方政府专项债和超长期特别国债额度均与2025年持平。尽管在类财政支持上新增了8000亿元新型政策性金融工具和新设立的1000亿元财政金融协同促内需专项资金，但增幅显著小于2025年预算中的2.4万亿元新增资金支持。因此，虽然今年财政刺激已经前置发力，但是我们估算的月度广义财政赤字率维持去年年底的水平基本不变（图表35）。

我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。2025年除了财政预算增幅较大之外，在三季度经济动能放缓之后，财政部自9月底到10月中旬又推出了1万亿元的增量财政刺激（包括5000亿元新型政策性金融工具和5000亿元地方政府债务结存限额下达地方）。而今年，综合考虑经济增速目标的下调，一季度经济增速处在增速目标的上限，以及新型政策性金融工具额度已经提前到今年3月公布，我们认为今年下半年再推出财政刺激的可能性显著低于去年同期。

不过，4月实体经济数据整体不及预期凸显了K型经济分化下内需的薄弱。如果内需一直疲软，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激的可能性。不过即便推出，规模或不及去年同期的1万亿元。

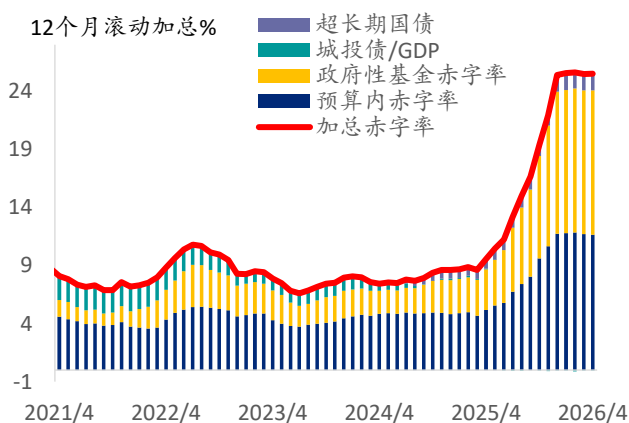
在资金的具体使用上，目前稳投资相较促消费获得更多重视。在4月底召开的政治局会议中，会议通稿明确提出要加强“六张网”建设。在去年固定资产投资增速跌至历史新低、今年AI竞争白热化的情况下，政府相比前几年似乎更为关注传统基建和新型基建。近期政策重点或在于加快执行现有政策，尤其是呼吁加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用，以推动基建投资改善。根据我们的测算，今年5-12月还剩余3.07万亿元地方政府专项债和1.18万亿元特别国债额度（图表12）。此外，据5月8日[新闻报道](#)，各地正在密集召开新型

政策性金融工具项目谋划对接会，本轮新型政策性金融工具最快有望于二季度起落地，投向方面将进一步聚焦新质生产力、新型城镇化等“新”领域。

与此同时，会议通稿对促消费政策新提法不多，仍强调扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。我们认为短期内促消费政策仍以落实 2500 亿元消费品以旧换新资金和 1000 亿元财政金融协同促内需资金为主。然而，如果消费持续低迷，对实现今年经济增速目标形成明显拖累，那么我们认为消费补贴政策或有望扩容到服务消费，支持资金也可能追加。

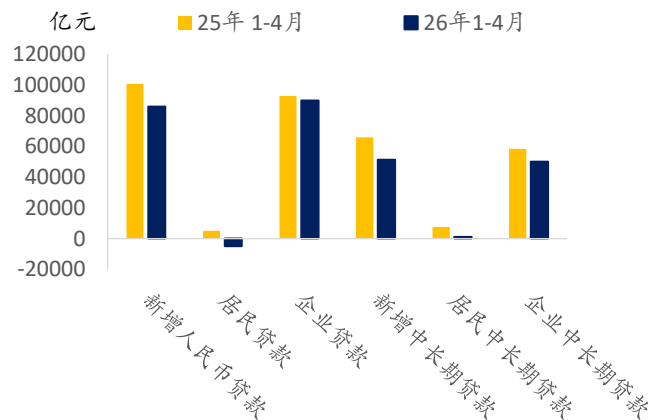
此外，会议通稿还提到要强化就业优先政策导向。如果人工智能继续影响就业市场，失业率继续上升，那么我们相信政府将会推出稳就业的增量政策支持。

图表 35: 我们估算的月度广义财政赤字率今年以来基本维持不变，一改去年接连攀升的趋势



资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 36: 今年前四个月新增贷款较去年同期下滑明显，尤其是居民贷款下滑较多，企业贷款略低于去年同期



资料来源：同花顺、浦银国际

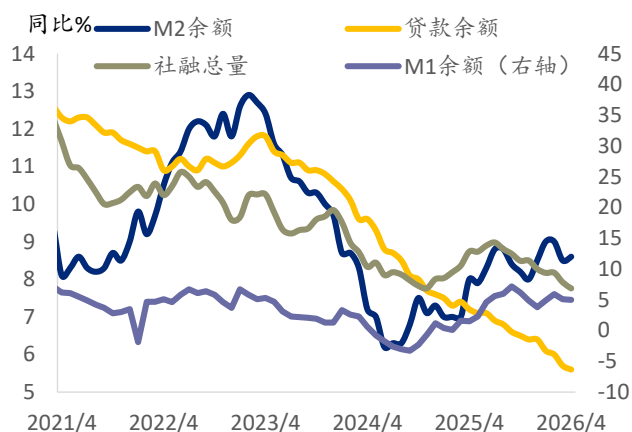
2. 货币政策

今年前四个月的信贷投放显著低于去年同期。今年前四个月人民币贷款增加 8.59 万亿元，相较去年同期减少 1.47 万亿元。细分来看，居民贷款大减是主要原因，企业贷款则因为投资改善而略低于去年同期（图表 36）。再加上今年政府债券发行规模不及去年，新增社融规模比上年同期亦减少 8930 亿元。这导致了今年的社会融资规模存量同比增速（今年 4 月：7.8%，2025 年全年：8.3%）和人民币贷款存量同比增速（今年 4 月：5.6%，2025 年全年：6.4%）均有所下降（图表 37）。不过，央行的流动性供给仍然充裕，今年以来 M2 余额同比增速在 8.5%-9.0% 之间浮动，短期利率也维持在较低水平（图表 38）。在充裕的流动性下，居民消费和房地产销售依然较弱是信贷需求疲软的主要原因，这导致了短期和中长期居民贷款的疲软。

我们预计接下来的货币宽松政策将变得更加依赖经济形势和经济数据。在 4 月底的政治局会议通稿提出要“增强货币政策前瞻性灵活性针对性”，5 月中旬发布的一季度货币政策报告除了重申这一点之外，亦强调要“精准有效实施适度宽松的货币政策”，但二者均未提及 3 月政府工作报告中“降准降息”的说法。这或意味着相较于降准降息这类整体性的货币宽松工具，至少短期内政府更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节。“精准有效”的措辞亦隐含了在输入性通胀风险上升的情况下，货币宽松力度或进一步收敛。

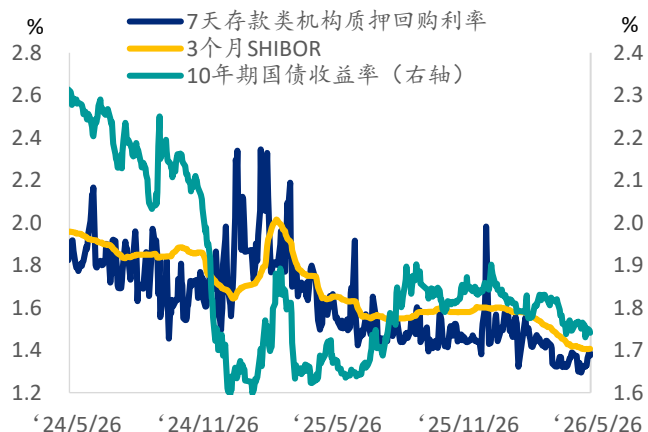
我们认为短期内央行或不会降准降息。不过从中期来看，我们认为仍有必要降息以改善当前低迷的信贷需求。如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么我们认为央行在下半年仍有可能降息 10 个基点和降准 50 个基点。

图表 37: 社融和贷款余额同比增速今年以来均一路下滑，尤其是贷款增速下滑显著



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 38: 短期市场利率和 10 年期国债收益率今年以来稳中有降



资料来源：同花顺、浦银国际

3. 房地产政策

今年迄今为止房地产政策延续小幅调整趋势。在 3 月全国两会期间，政府工作报告和“十五五”规划纲要中关于房地产政策亮点并不多。在两会过后，市场期待已久的购房贴息政策并未发布，央行仅宣布自然人第二套住房贷款成数上限由 5 成调至 6 成，延续去年 12 月起的政策小幅调整节奏（图表 39）。尽管 4 月政治局会议提出要“努力稳定房地产市场”，目前尚无全国性房地产支持新政发布，仅地方层面上有一部分城市出台了楼市新政（图表 40）。

我们认为今年接下来房地产支持政策或仍延续去年和今年上半年的温和推进节奏。供给端以房企去库存和城市更新等为重要抓手，需求端上政府仍有可能推出购房贴息政策，但落地时间或明显后移。其他潜在的需求端政策包括定向降低房贷利率和购房补贴。

图表 39：房地产支持政策近期维持去年底开始的小幅调整节奏

日期	标题	发布机构	概述
2025 年 5 月 7 日	“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会	央行、金融监督管理局、证监会	央行将降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。5 年期以上首套利率从 2.85% 降至 2.6%，其他期限利率同步调整。
2025 年 8 月起	一线城市购房政策优化	地方相关机构	北京、广州、上海和深圳纷纷响应国务院会议号召，进一步放松购房政策。
2025 年 12 月 30 日	《关于个人销售住房增值税政策的公告》	财政部	下调了个人将购买不足 2 年的住房对外销售增值税率到 3% (原为 5%)，个人对外销售购买超过 2 年 (含 2 年) 的住房，继续免征增值税。
2026 年 1 月 15 日	下调商用房首付比例	央行等	央行宣布会同金融监管总局将商用房购房贷款最低首付比例下调至 30%
2026 年 3 月 19 日	放宽第二套住房贷款成数上限	央行	央行宣布自然人第二套住房贷款成数上限由 5 成调至 6 成。

资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 40：去年 8 月起地方政府层面房地产调控政策一览

日期	城市	政策概述
2025 年 8 月 8 日	北京	符合条件家庭在五环外购买商品住房不限套数。同时，二套房公积金贷款额度提高至 100 万元 (首套房最高 120 万元)。
2025 年 8 月 20 日	广州	推出商业性个人住房贷款转公积金贷款 (“商转公”) 新政。
2025 年 8 月 21 日	成都	购保障房公积金贷款首付最低 15%，单、双缴存人最高贷款额上浮 50%，支持公积金 “又提又贷” 及 “代际互助”。
2025 年 8 月 25 日	上海	“沪六条” 新政，外环外购房不限套数，商贷利率不再区分首套二套，公积金贷款额度上浮 15%，支持提取公积金付首付。
2025 年 8 月 26 日	苏州	取消市区范围内新建商品住房 2 年限售政策。
2025 年 9 月 5 日	深圳	深圳户籍及社保 1 年以上非户籍，在罗湖、龙岗等 8 个区购房不限套数；盐田区、大鹏新区全面取消限购。
2025 年 11 月 19 日	佛山	推出 “十二条” 新政，盘活闲置土地，降低购房门槛，为购买保障房的购房者提供最低 15% 的首付比例。
2025 年 11 月 26 日	肇庆	发布 25 条房地产新政，覆盖住房消费支持、存量去化、公积金升级等多个维度。
2025 年 11 月 30 日	兰州	出台 20 条房地产新政，聚焦土地要素保障、规划指标优化等，满足多样化改善性住房需求。
2025 年 12 月 24 日	北京	不再区分首套、二套房商贷利率；二套房公积金贷款最低首付比例降至 25%；非京籍家庭购房社保年限降至 1-2 年。
2026 年 1 月 7 日	厦门	多子女家庭申请公积金贷款，可在现有额度基础上增加 25 万元。
2026 年 1 月 7 日	沈阳	延长最低首付比例 (15%) 政策期限，将 “商转公” 贷款比例限额提高至 80%，并扩大新市民、青年人的政策覆盖面。
2026 年 1 月 13 日	银川	明确对生育二孩、三孩的家庭，公积金贷款额度在最高限额基础上额外上浮 20 万至 30 万元。
2026 年 2 月 25 日	上海	非沪籍购房社保年限缩短至 1-3 年；购买首套房的公积金贷款最高额度从 160 万元提高至 240 万元。
2026 年 4 月 29 日	深圳	进一步放宽福田、南山等核心区限购；公积金最高可贷 351 万元。
2026 年 4 月 30 日	广州	发布 “穗八条”，公积金最高可贷 360 万元；“卖旧买新” 按新房贷款总额 1% 补贴，单套最高 3 万元。
2026 年 4 月 30 日	天津	全面取消限购限售，商贷首套、二套最低首付比例统一降至 15%，首套利率约 3.1%。

资料来源：新闻整理、浦银国际

六、 汇率展望

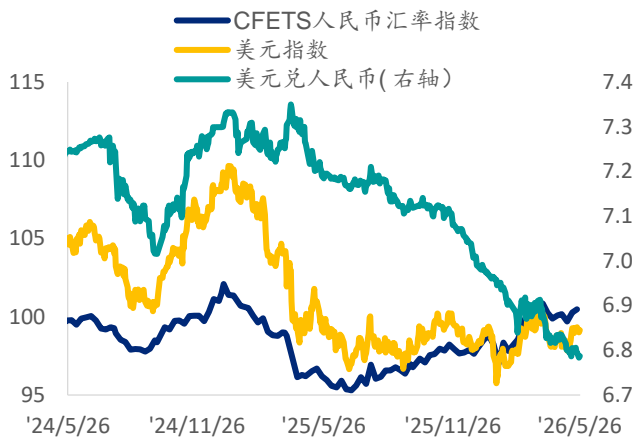
今年以来人民币兑美元汇率逐渐升值。截至5月26日，美元兑人民币汇率已经升值2.9%，在5月初更突破6.8的关键点位，创造了2023年2月以来的新高。人民币对一篮子货币的CFETS指数亦升值2.5%。我们认为今年人民币升值主要有三点原因：**首先也是最重要的**，美伊冲突导致的能源危机凸显中国供应链体系优势，再加上AI竞赛推动高科技出口、美国对华关税下调提升对美出口等因素，远超预期的出口有利于人民币表现（图表42）。**其次**，伴随着去年10月中美元首会晤商定暂缓“对等关税”一年，美国高等法院驳回特朗普政府加征关税措施，以及今年5月特朗普访华后双方透露可能会达成新一轮贸易协议（互降关税），中美“关税战”不确定性显著下降。中美关系的改善有助于提升市场对人民币的信心，这一点在结汇比例数据的稳步上升中得到了印证（图表43）。**最后**，沪深300指数今年迄今为止上涨了近7%，境外投资者对中国资本市场信心的恢复也有助于资金流入和人民币表现。

在今年人民币逐渐升值的过程中，央行的意愿亦体现出阶段性特点。在1-2月人民币升值预期开始萌芽的时候，央行下调远期售汇风险准备金率，以预防人民币过快升值。然而，在3月中东地区冲突升级、美元指数迅速上升后，我们从央行指定的人民币中间价和彭博调查的差异可以看出，3月央行干预中间价的力度相较2月显著减小（图表44）。央行对人民币汇率的调控似乎从预防人民币过快升值略微转向在能源危机中维持人民币汇率的相对稳定。而从4月中旬起，在美伊休战导致美元指数走弱，美元兑人民币汇率升值、尤其是徘徊在6.8关口附近时，央行重新加大干预的力度。央行在5月中旬发布的一季度货币政策报告中提出要“综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期”。相较去年四季度报告中“强化预期引导”的措辞，我们认为这一更为具体的提法意味着如果人民币过快升值，央行还会采取其他措施来管理汇率预期。除了今年2月底已经采用的下调远期售汇风险准备金率外，我们认为央行还可以采用：1) 上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数；2) 下调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数；3) 上调外汇存款准备金率等工具来防止人民币过快升值。

整体而言，我们认为央行的意愿仍然是既希望人民币不过快升值，又希望在强美元环境下维持汇率基本稳定。不过，在当前出口较为强劲、前景亦较为光明的情况下，央行可能仅仅是不希望人民币升值过快，或可以容忍美元兑人民币汇率中枢有所上移。因为这将有助于为货币宽松政策提供更多空间，促进境外资本流入中国金融市场，以及适时推动人民币国际化进程。然而，央行并不希望人民币升值节奏过快，因为过快升值将有悖于政府一贯的“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”这一基本要求。

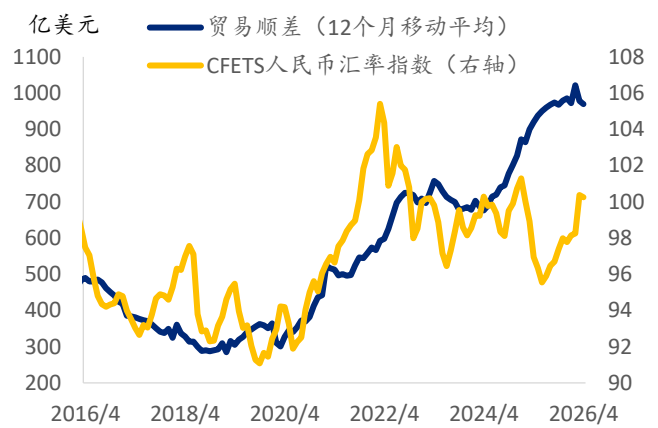
展望下半年，我们预计美元兑人民币汇率在今年下半年或稳中略微升值。我们此前预计人民币之后会小幅回落的主要依据是整体经济增速和出口增速接下来或有所下行。现在我们预计下半年季度同比经济增速将会逐渐回升，而且我们对全球 AI 周期下的中国出口增速变得更有信心。再加上我们预计美元指数到年底略微走低，我们现在的观点是美元兑人民币汇率在今年年底点位或在 6.75。

图表 41：美元兑人民币汇率今年以来有所升值，在 5 月初更是升破 6.8 关键点位



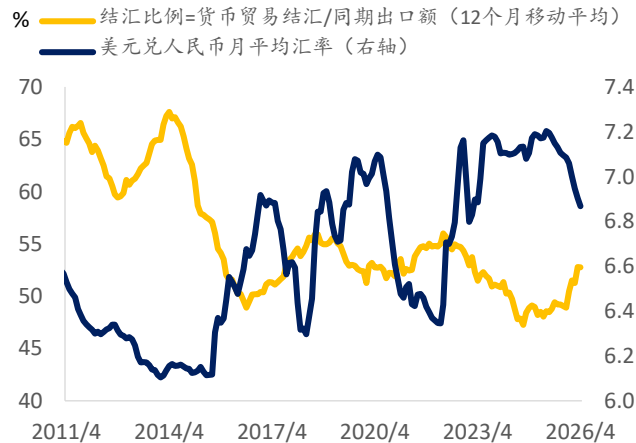
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 42：强劲贸易顺差是人民币升值的首要原因



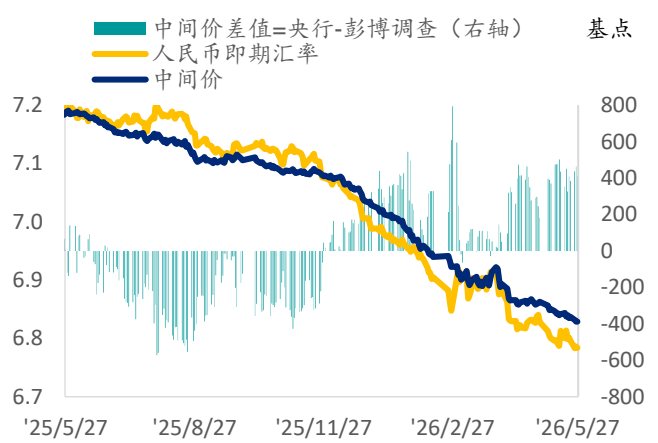
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 43：伴随着人民币逐渐升值，结汇比例从去年年底开始逐渐提高



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 44：央行对中间价的干预在人民币升值预期增强时有所加强



资料来源：同花顺、浦银国际

七、有什么经济事件需要重点关注？

近期建议关注即将于 7 月底召开的中共中央政治局经济工作会议。此前，我们视此次会议为下一个潜在政策调整点。不过从目前的经济运行情况来看，在本次会议上推出显著增量政策的可能性有所下降。除了增量政策支持之外，“十五五”规划纲要里政策的推进也值得期待。此外，今年 10 月和 12 月的季度政治局经济工作会议也值得重点关注。

潜在新一轮中美贸易协议的签署和公布值得关注。虽然特朗普访华后中美各自的声明体现双方分歧仍大，但是在贸易和投资领域仍取得显著进展。双方同意成立政府间贸易理事会和投资理事会，并均提到了增加对美农产品等进口、以及互降关税的内容。我们认为双方似乎正在商谈与 2021 年签订的一阶段贸易协议类似的新一轮贸易协议。协议谈判的进展和公布值得特别关注。值得注意的是，在去年 10 月底达成的一系列一年暂缓协议（涵盖美国对华征收的 24% “对等关税”，美国 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则以及美国对华海事、物流和造船业 301 调查措施等）将在今年 11 月 10 日到期。到期时间恰好在美国中期选举日（11 月 3 月）附近。如果在暂缓期结束前双方仍未达成贸易协议，那么贸易关系有生变的可能性。仍需留意中美关税和出口管制政策的前景。

在美国总统特朗普 5 月访华后，今年秋季中国国家主席访美值得期待。特朗普在 5 月 14 日的国宴上宣布邀请习主席 9 月 24 日访美，中国外交部长王毅也确认了习主席将于今年秋季访美。到时建议关注地缘政治、出口管制等问题后续的更多进展。

期待 12 月的中央经济工作会议定调明年经济工作重心。将在 12 月份举行的中央经济工作会议将就明年的政策给出更明确方向指引。具体的经济目标（GDP 增速、CPI 和城镇调查失业率目标、赤字率、地方政府专项债和特别国债额度等）将在明年 3 月的全国两会揭晓。

八、 风险提示

- **能源危机导致的高油价演变成长期情况。**我们的基本假设是美伊冲突导致的能源危机不会演变成长期危机，霍尔木兹海峡最晚在今年三季度末逐渐开放。布伦特油价在今年年底或回落到每桶 80-90 美元的区间里。如果接下来美伊局势再度恶化，油价在较长时间内（三个月或以上）维持在每桶 120 美元、甚至 150 美元以上的高位，那么高油价将导致全球范围内的经济危机。中国的经济利益亦会因此受损。相反地，如果海峡开放时间和油价下行速度好于我们的预期，那么这对中国和世界经济均有利。
- **中美关系再次急速恶化。**我们的基本经济预测是基于中美关税在今年接下来时间或维持现状，或有小幅下调的可能性而做出的。然而，考虑到特朗普政策的多变性，以及在美国各项政府选举前，美国政府经常把针对中国作为赢取支持的手段，中美“关税战”仍有可能再次升级。“关税战”卷土重来或影响出口表现和对中国资本市场的信心。相反地，如果美国大幅下调中国进口关税，那么下半年中国经济增速或好于我们的预期。
- **内需迟迟没有复苏。**我们的基本预测是今年下半年内需将小幅改善。然而，如果内需继续走弱，那么仅靠出口或难以完全支撑中国经济。尤其是在本轮出口更集中于高科技和新能源等资本密集型行业，出口对就业市场贡献不如此前、AI 替代部分工作的情况下，就业市场或承压，从而形成进一步拖累内需的恶性循环。

九、附录

图表 45：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年5月18日	中国宏观数据点评：4月实体经济数据整体不及预期，但就业市场和高技术产业表现有所改善
2026年5月15日	宏观策略联合解读：特朗普再次访华，短期关系或维持稳定但分歧仍在
2026年4月28日	月度中国宏观洞察：一季度经济增速超预期，接下来经济和政策将怎么走？
2026年4月16日	中国宏观数据点评：一季度经济增速超预期，但3月实体经济数据大多不及预期
2026年3月31日	月度中国宏观洞察：解析全国两会和“十五五”规划纲要提供的经济社会发展线索
2026年3月27日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026年3月17日	中国宏观数据点评：1-2月实体经济数据回升，2026年经济迎来“开门红”
2026年3月5日	2026年《政府工作报告》解读：在稳增长、调结构和促改革之间取得更好平衡
2026年3月2日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026年2月12日	月度中国宏观洞察：对两会有什么期待？
2026年1月19日	中国宏观数据点评：四季度经济增速符合预期，但12月数据反映内需仍弱
2025年12月15日	中国宏观数据点评：实体经济数据11月增速继续放缓，明年年初政策刺激可期
2025年12月11日	中央经济工作会议解读：适度政策刺激下的经济再平衡之路
2025年11月14日	中国宏观数据点评：实体经济数据10月增速放缓，但或尚不足以触发显著政策刺激
2025年11月11日	2026年中国宏观经济展望：“十五五”开局年的经济再平衡之路
2025年10月31日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025年10月30日	月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和
2025年10月23日	二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索
2025年10月20日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但9月实体经济数据显示内需继续走弱
2025年10月13日	特朗普宣称将对对中国加征100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025年9月30日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025年9月29日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025年9月15日	中国宏观数据点评：8月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025年9月2日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025年8月29日	月度中国宏观洞察：7月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025年8月15日	中国宏观数据点评：7月实体经济数据走弱
2025年7月30日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025年7月15日	中国宏观数据点评：二季度GDP继续超预期，但6月数据显示内需放缓
2025年6月25日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025年6月16日	中国宏观数据点评：5月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025年5月24日	2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025年5月19日	关税担忧拖累4月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025年5月7日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025年5月2日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025年4月16日	中国宏观数据点评：一季度GDP和3月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025年4月3日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025年3月31日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025年3月17日	中国宏观数据点评：1-2月实体经济数据均好于预期
2025年3月5日	2025年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025年2月11日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025年1月17日	四季度经济增速超预期加快，12月实体经济数据再显政策成效
2025年1月8日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024年12月16日	11月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024年12月12日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普2.0的不确定性中寻找确定性
2024年11月15日	10月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024年11月8日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024年11月6日	宏观主题研究：特朗普2.0对中国经济和金融市场影响几何？

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

