

6 月通胀温和偏弱、PPI 环比转负，中美利差走阔与国内资金面自发宽松并存

2026 年 7 月 6 日-7 月 12 日宏观周报

报告摘要

◆ 6 月通胀数据：CPI 温和偏弱，PPI 同比创新高但环比转负

6 月 CPI 同比+1.0%、环比-0.3%；核心 CPI 环比-0.1%，低于历史同期均值，显示居民消费内生动能仍有待夯实。PPI 同比升至+4.1%创 2022 年 8 月以来新高，但环比时隔十个月转负至-0.3%，国际油价回落带来的输入性影响是主因；PPI 生产资料与生活资料剪刀差连续 3 个月扩大，显示游价格向终端传导持续不畅。展望三季度，CPI 大概率延续温和运行，若猪价反弹持续或小幅回升；PPI 在基数效应和油价震荡偏弱背景下，下半年同比增速或趋于回落。

◆ 国内外流动性：美债利率上行，国内资金面自发宽松

当周 10 年期美债收益率上行 7 个 BP 至 4.56%，主要受美联储 6 月会议纪要要进一步确认通胀黏性（首次将 AI 投资列为三大通胀风险之一，多位与会者认为年底利率应高于当前区间）以及美伊停火破裂导致地缘冲突升级两方面推动。受此影响，中美 10 年期利差当周走阔约 7 个 BP，但人民币仍延续年初以来升值趋势。年初至今，我国强势出口带来的经常账户顺差对冲了利差走扩的贬值压力，推动人民币对美元持续升值。综合来看，中美利差走扩并未实质性压缩央行货币政策空间，汇率对降息的外部约束已弱化，当前制约宽松的核心约束在内（银行净息差低位）而不在外，预计央行后续更倾向于使用降准等数量型工具。

国内流动性方面，当周央行通过公开市场合计净回笼 4165 亿元，但资金面仍维持自发宽松，DR007 和 R007 分别收于 1.38%和 1.41%，均较前周下行约 1BP。信贷市场方面，3 个月和半年期国股银票转贴现利率分别下行 5BP 和 1BP 至 0.70%和 0.49%，短端下行更为明显，显示银行“以票充贷”压力仍大，实体融资需求有待回暖。同业存单方面，1 年期 AAA 级存单收益率持平于 1.46%的低位，反映银行体系流动性充裕、负债端压力较小，同时也与信贷需求偏弱、资产端配置压力较大有关。

◆ 特别分析：多层嵌套式 K 型分化是当前经济运行的核心特征

当前，我国经济呈现“多层嵌套式 K 型分化”格局，四个维度尤为突出：外需强韧与内需相对疲软形成反差；投资端分化，地产持续下行、基建有限支撑、制造业保持韧性；消费端服务零售额稳健但实物消费受可选消费拖累，总体走弱；工业行业业绩方面，科技、有色、石油化工高景气与中下游加工制造承压并存。

风险提示：通胀反复、外部波动、内需复苏不及预期，地缘局势恶化超预期。

主要数据

上证指数	3967.1262
沪深 300	4796.502
深证成指	14924.8678

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

一、重要宏观数据分析：6 月 CPI 同比小幅回落，PPI 同比创新高但环比转负

2026 年 7 月 9 日，统计局发布 2026 年 6 月通胀数据。6 月 CPI 环比为-0.3%，比过去十年同月均值低 0.15PCTS，整体表现弱于季节性。CPI 食品项环比-0.4%，主要受鲜菜与猪肉价格环比走弱拖累，CPI 非食品项环比-0.3%。6 月核心 CPI 环比为-0.1%，比过去十年同月均值低 0.11PCTS。排除食品和能源项扰动后，6 月核心 CPI 环比表现弱于季节性，反映出当前居民商品和服务消费的内生动能有待夯实。

6 月 CPI 同比+1.0%，较上月-0.2PCTS。CPI 食品项同比-1.6%，较上月+0.1PCTS。CPI 非食品项价格同比+1.5%，较上月-0.4PCTS。6 月核心 CPI 同比为+1.0%，较上月-0.1PCTS，表明剔除短期能源与食品扰动后，底层通胀中枢延续温和运行态势。

综合来看，6 月 CPI 总体呈现温和偏弱的运行特征，但核心 CPI 环比偏弱并弱于季节性，反映出居民消费修复基础仍有待巩固。展望三季度，CPI 同比大概率延续温和运行态势，若猪价反弹持续，则同比读数有望在季内小幅回升。另一方面，CPI 能否实现持续性、全面性的修复，决定性变量不在供给侧（猪价、菜价），而在于需求侧——居民消费信心的实质回暖，以及稳就业、促消费等增量政策能否切实落地并产生效应。若需求端改善不及预期，即便食品价格因供给因素阶段性走高，核心 CPI 的疲软格局也难以根本扭转，通胀整体仍将面临“上行有顶、弹性不足”的约束。

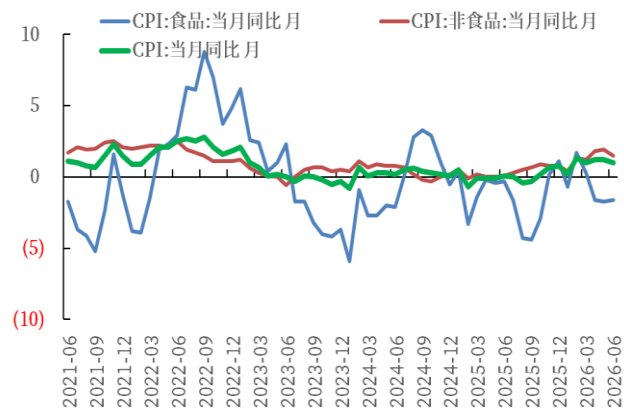
6 月 PPI 同比+4.1%，较上月+0.2PCTS，创 2022 年 8 月以来新高，PPIRM 同比+6.4%，较上月+0.6PCTS。6 月 PPI 生产资料同比+5.5%，较上月+0.3PCTS，PPI 生活资料同比-0.9%，较上月-0.1PCTS。生产资料与生活资料剪刀差连续 3 个月扩大，显示价格由上游向中下游传导持续不畅。

6 月 PPI 环比为-0.3%，为时隔十个月首度转负，输入性因素构成 PPI 环比转负的核心拖累，6 月美伊签署谅解备忘录后国际油价中枢继续回落。6 月 PPI 生产资料环比-0.3%，PPI 生活资料环比-0.3%。

从上下游价格传导来看，当前 PPI 与 CPI 之间的剪刀差仍在走阔，上游原材料价格的上行尚未有效向终端消费价格传导，结构性分化特征进一步扩大。展望后续，PPI 走势面临高位回落与结构性支撑的博弈。从输入性因素看，随着美伊签署谅解备忘录后，中东地缘风险总体缓解，油价上行空间有限，下半年或难

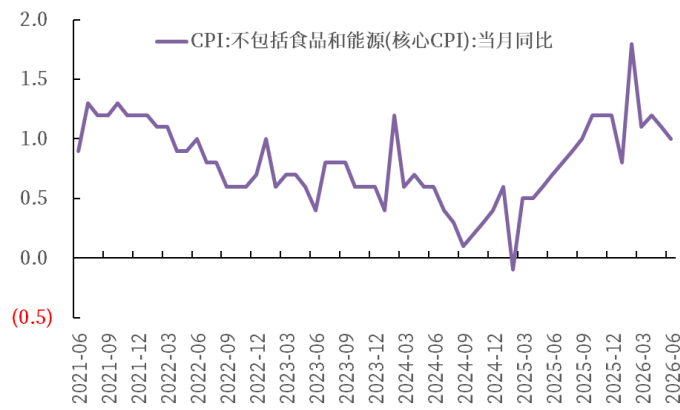
以形成持续性涨价动力。从产业链结构看，AI 产业链涨价趋势有望延续，后续有望持续对 PPI 同比形成支撑。综合来看，PPI 同比增速后续大概率趋于回落，其中基数效应和油价走势将决定回落节奏——若油价保持震荡偏弱，则 PPI 同比在未来数月内将逐步下行，环比动能也不会明显走强。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



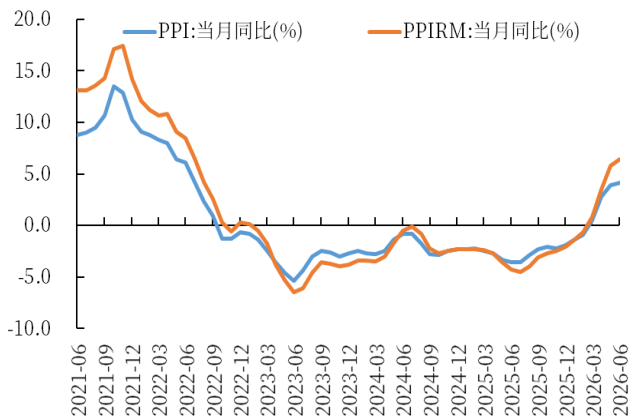
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
CPI: 当月同比	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20	-0.30	-0.40	0.00	0.10
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-0.80	-0.90	-0.80	0.40	1.40	-0.20	0.80	0.30	-1.60	-2.60	-2.50	-0.80	0.10
CPI: 衣着: 当月同比	1.40	1.40	1.50	1.60	1.90	1.90	1.70	1.90	1.70	1.70	1.80	1.70	1.60
CPI: 居住: 当月同比	-0.30	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.30	1.80	1.40	1.50	2.80	2.60	2.20	2.10	1.90	2.20	1.80	1.20	0.70
CPI: 交通和通信: 当月同比	4.10	5.40	4.60	0.90	-0.70	-3.40	-2.60	-2.30	-1.50	-2.00	-2.40	-3.10	-3.70
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.40	1.30	1.30	1.10	2.00	0.00	0.90	0.80	0.90	0.80	1.00	0.90	1.00
CPI: 医疗保健: 当月同比	2.30	2.10	2.20	1.90	1.90	1.70	1.80	1.60	1.40	1.10	0.90	0.50	0.40
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	6.60	9.90	11.00	13.50	15.40	13.20	17.40	14.20	12.80	9.90	8.60	8.00	8.10
CPI: 环比	-0.30	-0.10	0.30	-0.70	1.00	0.20	0.20	-0.10	0.20	0.10	0.00	0.40	-0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.10	-0.10	0.20	-0.70	0.70	0.30	0.20	-0.10	0.20	0.00	0.00	0.40	0.00
CPI: 衣着: 环比	-0.10	0.60	-0.30	0.40	-0.10	-0.20	0.00	0.70	0.00	0.70	-0.10	-0.30	-0.10
CPI: 居住: 环比	0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10	0.00	0.00	0.10	0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	-1.00	-0.30	0.20	0.00	-1.10	0.70	1.40	1.00	0.70	0.60	1.10	2.20	0.00
CPI: 交通和通信: 环比	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	0.30	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	-0.40
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10	-0.10	-0.30	-0.50	-0.10
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

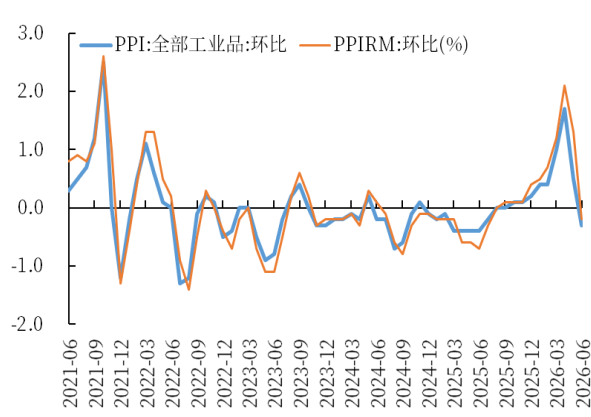
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 PPI 分行业环比情况 (%)

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
煤炭开采和洗选业	-5.6	-3.2	-1.9	+0.1	+0.5	3.2	-1.3	-4.1	-1.6	-2.5	-2.8	-1.5	-3.4
石油和天然气开采业	-11.8	-0.1	+18.5	+15.8	-5.1	2.2	1.3	2.4	2.3	2.0	1.1	-3.0	-2.6
黑色金属矿采选业	-0.3	-0.9	+0.4	+0.9	+0.8	+0.4	0.0	+0.6	+0.9	+2.6	-2.1	-1.1	-2.0
有色金属矿采选业	-7.3	-1.4	-3.0	-5.4	-7.1	-5.7	-3.7	-2.6	-3.3	-2.5	-0.8	-0.7	-1.3
非金属矿采选业	-0.5	+0.4	+0.1	+0.4	+0.6	-0.1	-0.3	-0.3	+0.1	+0.3	+0.5	+0.8	+0.7
石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.9	0.0	+16.4	-5.8	+0.4	2.5	-0.6	1.3	-0.5	-0.8	-0.7	-1.2	-0.6
黑色金属冶炼及压延加工业	+0.4	-1.2	+0.6	+0.3	+0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.7	+0.2	-1.9	-0.3	-1.8
有色金属冶炼及压延加工业	-0.1	-1.1	+0.2	+1.0	-4.6	-5.2	-2.8	-2.1	-2.4	-1.2	+0.2	-0.8	+0.2
化学原料及化学制品制造业	2.0	2.0	-8.3	-3.6	-1.3	+0.6	0.0	+0.6	+0.6	+0.4	-0.1	-0.7	-0.7
化学纤维制造业	-0.8	-1.5	-5.6	-3.4	+0.6	+0.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.2	-0.6	-0.7	+0.1
橡胶和塑料制品业	-0.5	-1.5	-1.7	+0.6	+0.3	+0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
金属制品业	+0.4	+0.1	0.0	+0.3	+0.3	+0.3	+0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.3
非金属矿物制品业	-0.5	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	+0.1	0.0	+0.1	+0.4	-1.0	-1.4	-1.4
通用设备制造业	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1
汽车制造业	0.0	-0.2	+0.1	+0.5	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.6	+0.5	-0.1	+0.1	+0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4
医药制造业	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	-0.6	-0.9	-0.2	-0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1
农副食品加工业	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	+0.2	+0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.4	+0.1	-0.5
食品制造业	-0.2	+0.2	+0.4	+0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	-0.2
酒、饮料和精制茶制造业	-3.5	-1.0	-0.7	0.0	0.0	1.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1
烟草制品业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	0.0	+0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
纺织业	+0.2	-0.7	-0.7	+0.5	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.2	+0.1	-0.2	-0.2
纺织服装、服饰业	0.0	+0.2	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	+0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.0	0.0	0.0	-0.2	+0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.0
造纸及纸制品业	+0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.9	-1.7	+0.4	-1.4	-1.0	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4
印刷业和记录媒介的复制	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0
电力、热力的生产和供应业	-0.9	+0.3	-0.7	-1.4	-3.9	+0.1	-1.0	-0.2	-0.2	0.0	+0.1	-0.9	-0.9
燃气生产和供应业	-0.6	-2.2	-0.8	0.0	0.0	0.0	-1.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.7
水的生产和供应业	+0.2	0.0	+0.2	-0.1	-0.1	0.0	+0.1	+0.1	0.0	-0.7	-0.6	+0.3	0.0

资料来源：Wind，中航证券研究所

二、国内外流动性：美债利率上行，国内资金面自发宽松

当周周五 10 年期美债收益率收于 4.56%，较前一周周五上行约 7 个 BP。从驱动力看，10 年期美债收益率的周内上行主要受两方面因素推动：一是当周公布的美联储 6 月会议纪要进一步确认了通胀黏性与加息风险的上行。纪要显示，全体成员一致同意维持利率不变，但内部对通胀前景的担忧显著升温。与会者指出，核心通胀与整体通胀均进一步上升，主要归因于关税的持续影响、霍尔木兹海峡关闭相关的供应链中断，以及强劲的 AI 投资所带动的旺盛需求。这是美联储首次将 AI 投资列为与关税、地缘冲突并列的三大通胀风险之一，标志着 AI 短期需求冲击已进入美联储的核心关注视野。纪要特别指出，“许多与会者”认为 AI 相关投资“没有放缓迹象”，且正在向更广泛的领域渗透，从而形成更持久的通胀压力。在政策方向上，纪要显示虽然多数与会者基于最可能情景预期利率不变或小幅下调，但“许多其他与会者”评估，在各自判断的最可能情景下，年底的适宜利率水平应高于当前区间；二是地缘冲突的增量冲击。当周特朗普宣布美伊停火“已经结束”，美军之后对伊朗发动大规模空袭，霍尔木兹海峡通行受阻，布油大涨。纪要中已明确将“霍尔木兹海峡关闭相关的供应链中断”列为推升通胀的三大因素之一，如今停火破裂这一更严重的冲突升级已发生，进一步对长端利率形成上行压力。

受美债利率上行推动，中美 10 年期利差当周进一步走阔约 7 个 BP，延续了 2 月末以来的总体走阔趋势。中美利差虽然走阔，当周人民币对美元仍小幅升值，延续年初以来趋势。“利差走扩+汇率升值”的组合，反映了当前人民币汇率定价的核心逻辑：今年年初以来我国强势的出口带来的强劲经常账户顺差，形成了对冲利差贬值压力，推动人民币对美元持续升值的核心力量。

综合来看，中美利差走扩并未实质性压缩央行的货币政策空间。2026 年以来人民币在利差倒挂加深背景下的持续升值，表明当前汇率对降息的外部约束已显著弱化。当前制约宽松的核心约束在内而不在外——商业银行净息差已降至历史低位，继续降息将进一步压缩银行利润空间。在此约束下，预计央行后续更倾向于使用降准等数量型工具维持流动性充裕。

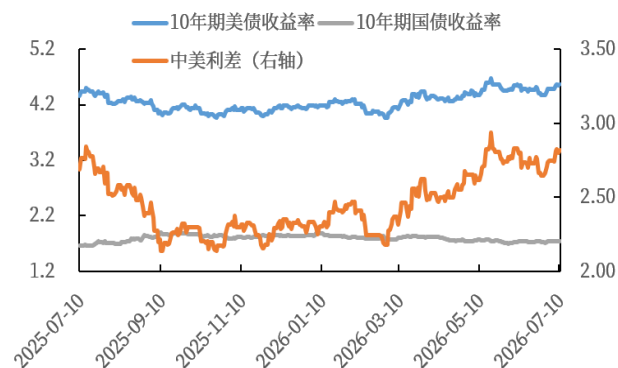
7 月 6 日至 7 月 12 日当周，央行累计实现资金净回笼 4165 亿元：当周开展 620 亿元 7 天期逆回购投放，叠加 6785 亿元 7 天逆回购到期，7 天逆回购方面实现净回笼 6165 亿元。7 月 6 日当天，央行开展 10000 亿元 3M 买断式逆回购操作，叠加 8000 亿元 3M 买断式逆回购到期，3M 买断式逆回购净投放 2000 亿元。综合两类工具，当周央行通过公开市场操作合计净回笼资金 4165 亿元。

尽管当周央行通过公开市场操作回笼了资金，市场资金面仍维持自发宽松状态，资金利率并未随回笼操作上行。当周 DR007 收于 1.38%，较前一周周五下行约 1 个 BP，R007 收于 1.41%，较前一周周五下行约 1 个 BP。两者利差维持在较低水平，流动性分层压力整体可控。

信贷市场方面，截至 7 月 10 日，3 个月期国股银票转贴现利率收于 0.70%，较前一周周五下行约 5BP；半年期品种收于 0.49%，较前一周周五下行约 1BP。两类期限利率均延续下行，显示银行体系信贷投放压力仍然较大，“以票充贷”的行为仍在持续。分期限看，3 个月期下行幅度大于半年期，短端下行更为明显，表明银行更倾向于通过短期票据来填补当月的信贷额度缺口，而对中长期信贷投放的前景仍持观望态度。票据利率整体处于低位且继续下行，或意味着实体融资需求仍需进一步回暖，宽信用仍需进一步推进。

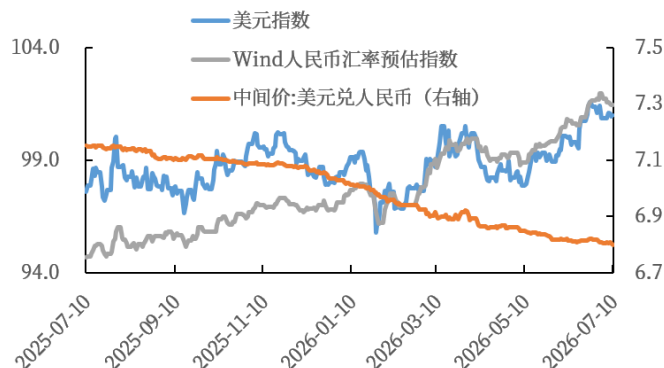
同业存单市场方面，截至 7 月 10 日，1 年期 AAA 级同业存单到期收益率收于 1.46%，与前一周周五持平。存单利率在历史低位的持续平稳运行，一方面表明银行体系流动性充裕、负债端压力较小，另一方面也与当前信贷需求偏弱、资产端配置压力较大有关。

图表 7 美债、国债收益率及中美利差走势 (%)



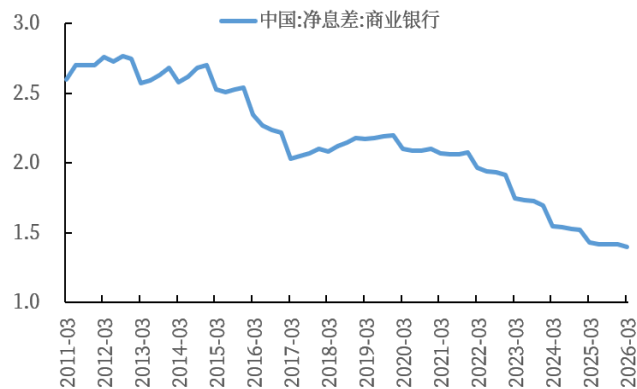
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8 中美货币指数和美元兑人民币中间价走势 (%)



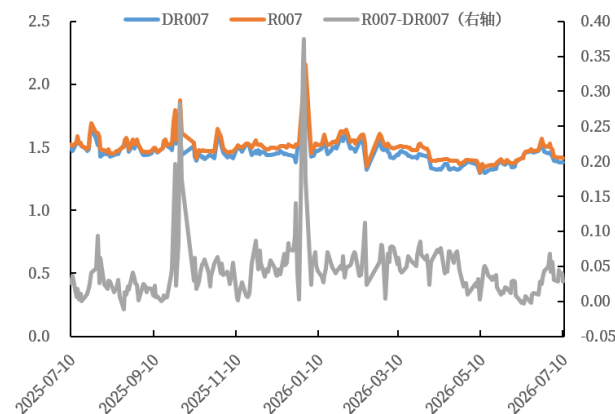
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9 商业银行净息差走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10 DR007、R007 及二者差值走势 (%)



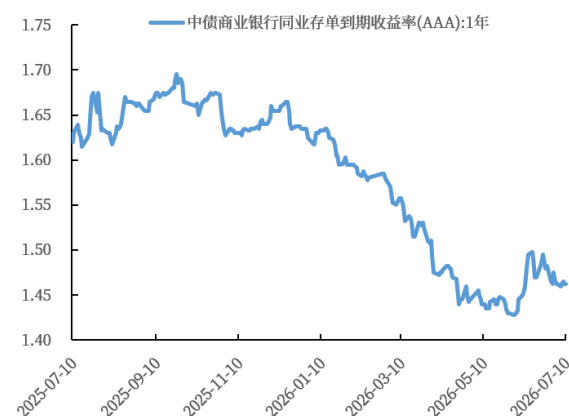
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11 国股银票转贴现利率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12 1 年期高等级同业存单收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

三、特别分析：多层次 K 型分化是我国当前经济运行的主要特征

当前，我国经济运行的核心特征可概括为“多层嵌套式的 K 型分化”。这一格局的根源，在于经济正处于向新动能驱动模式加速转换的转型期。新动能相关领域保持较快增长，而传统经济部门则相对承压，二者此消彼长，在宏观数据层面呈现出多层嵌套式的分化图景。具体而言，我国经济当前的 K 型分化体现在以下四个维度：一是外需与内需之间分化。出口受益于全球制造业周期回暖而表现偏强，但国内有效需求仍待进一步提振；二是固定资产投资内部各分项的分化。地产投资受人口老龄化、城镇化斜率放缓及存量库存去化压力等中长期结构性因素拖累，持续处于下行通道。基建投资一方面受地方政府化债推进的制约，另一方面受到中央财政持续加力支撑，在双重力量作用下维持一定增长。制造业投资内部则呈现新兴产业投资增长较快、传统产业投资意愿偏弱的格局。新旧产业相互拉扯之下，整体制造业投资仍保持韧性；三是消费领域存在服务消费和实物消费的分化。服务消费保持较强韧性，但实物商品消费增速走弱；四是不同行业之间的业绩和景气度呈现明显分化。部分新兴行业产销两旺，而传统行业则面临需求不足和利润收窄的挑战。上述多维度的分化相互叠加、相互强化，共同构成了当前经济运行中“温差”的微观基础——总量读数虽维持平稳，但结构层面的不均衡性持续显现。

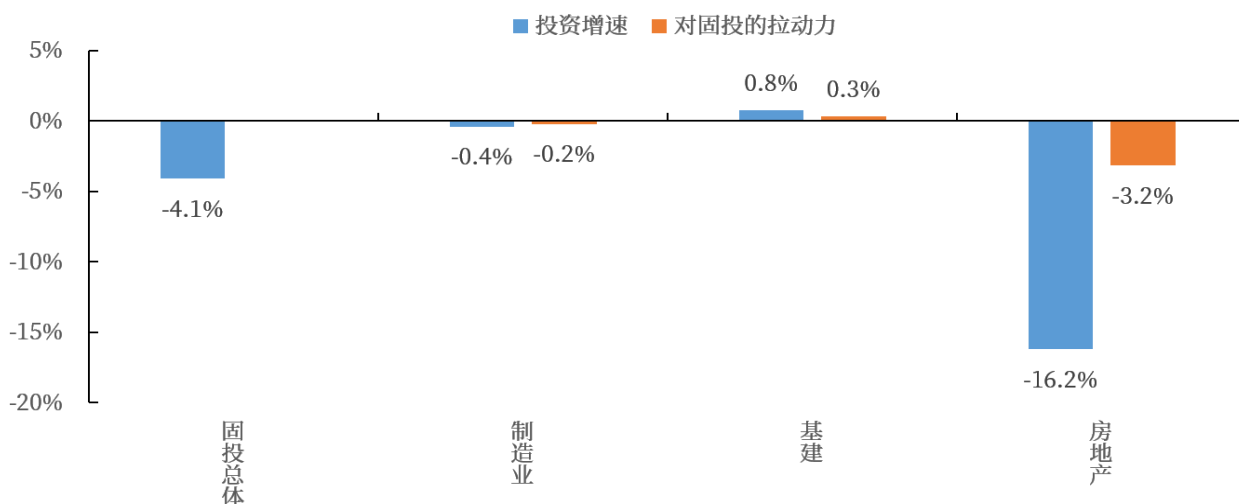
外需和内需的分化是当前我国经济 K 型分化的第一个明显特征。2026 年前 5 个月，我国外贸表现强势。以美元计价，前 5 个月出口 17,134.0 亿美元，同比增长 15.5%。出口累计同比增速自 2025 年 11 月以来持续修复，前 5 个月增速较此前进一步加快。从外部环境看，年初以来全球主要经济体制造业 PMI 多处于扩张区间，美国、日本、韩国、印度及东盟等关键贸易伙伴制造业活动保持景气，外需总体稳健。从内部因素看，出口目的地持续多元化有效分散了单一市场风险，同时在全球供应链重构背景下，我国产业链的完整性和供给能力的比较优势进一步凸显。在总量向好的同时，出口内部的结构分化亦值得关注。以芯片、新能源、高端制造为代表的优势产业出口持续走强，集成电路出口金额同比高速增长，手机、船舶等品类表现强劲，汽车及未锻造的铝及铝材出口保持较快增长，成为拉动整体出口的核心引擎。与之相对，传统劳动密集型产品则持续承压，陶瓷产品、鞋靴、箱包等品类出口呈现不同程度的下滑，部分品类面临海外需求疲软与贸易壁垒加剧的双重挤压。这一分化格局是我国产业升级成效在贸易端的直观映射——技术密集型和资本密集型产品的国际竞争力持续提升，而劳动

密集型产品的传统优势则逐步让位于新兴市场供给替代和贸易环境变化。中长期看，技术创新和产业链升级仍将是支撑我国出口韧性的主要力量。

相比出口的持续强势，年初以来代表内需的消费和投资呈现总体走弱的态势。消费端，服务消费保持平稳，前 5 月服务零售额同比+5.4%，仅略低于一季度和去年全年的+5.5%，但商品零售走弱明显，前 5 月同比仅录得+1.2%，明显低于去年全年的+3.8%，也较一季度的+2.2%有所下滑。投资端，二季度固定资产投资增速大幅下挫，4 月和 5 月累计增速分别录得-1.6%和-4.1%，由一季度的正增长转负，前 5 月累计降幅已超过去年全年水平。内需两大支柱同步走弱，使得总需求不足的矛盾进一步凸显，也在相当程度上抵消了出口对经济增长的拉动效应，加剧了内外需之间的分化格局。

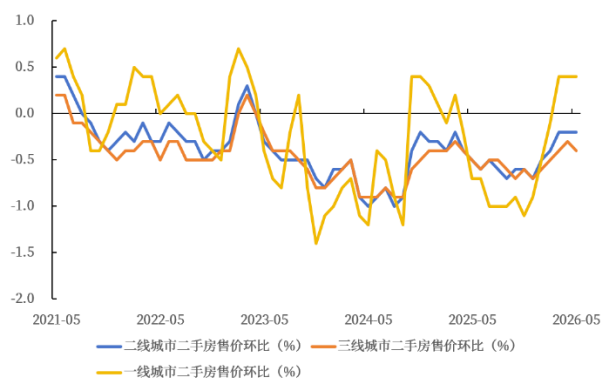
当前我国经济 K 型分化的第二个明显特征是投资领域中基建投资、房地产投资与制造业投资的 K 型分化。2026 年前 5 个月，固定资产投资增速同比下降 4.1%，降幅已超过去年全年水平，三大分项呈现明显的分化格局。其中，房地产投资的拖累最为突出，虽然 2026 年一线城市商品房售价有所回暖，但受人口老龄化、城镇化斜率放缓及存量库存去化压力等中长期结构性因素持续制约，全国房地产投资仍处于下行通道，前 5 个月拖累固投增速达 3.2 个百分点，是投资端走弱的最主要来源。基建投资方面，前 5 个月仅向上拉动固投增速 0.3 个百分点，支撑力度相对有限。这主要源于地方政府化债的持续推进对新增项目形成一定制约，同时今年专项债发行节奏亦较去年同期偏慢，客观上限制了基建项目的资金到位和施工推进。但与此同时，中央财政持续加力，超长期特别国债的发行和中央预算内投资的逐步落地为基建投资提供了底部支撑。制造业投资方面，前 5 个月拖累固投增速 0.2 个百分点，整体仍保持一定韧性。

图表 13 前 5 个月固定资产投资及其主要分项同比及对固投总体的拉动力



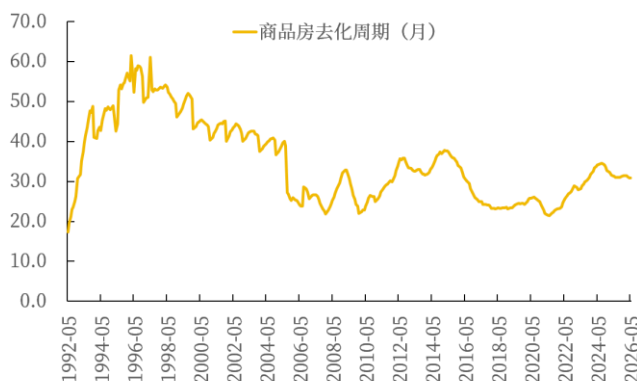
资料来源：Wind，中航证券研究所

图表 14 今年一线城市房价率先回暖



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 15 当前商品房去化周期仍处高位



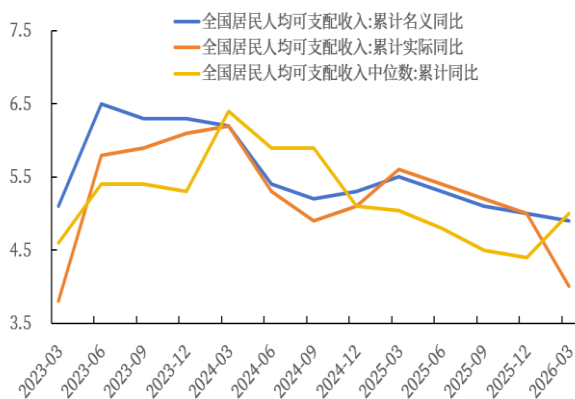
资料来源：wind，中航证券研究所

当前我国经济 K 型分化的第三个明显特征是消费领域中服务消费与实物消费的分化。2026 年前 5 月，服务零售额同比+5.4%，较去年全年微降 0.1 个百分点，而商品零售额同比仅+1.2%，较去年全年大幅下降 2.6 个百分点，服务消费的韧性明显强于实物消费。从限额以上商品零售分类数据进一步看，实物消费的弱势主要受可选消费拖累。2026 年前 5 月，必选消费（食品、饮料、烟酒、日用品、药品）零售额同比+7.0%，明显高于商品零售总体增速，而可选消费同比-3.9%，对商品零售总体增速形成较大拖累。从拉动率角度看更为清晰——前 5 月必选消费向上拉动限额以上商品零售额 1.9 个百分点，而可选消费则向下拉动 2.7 个百分点，二者方向相反、力度悬殊。

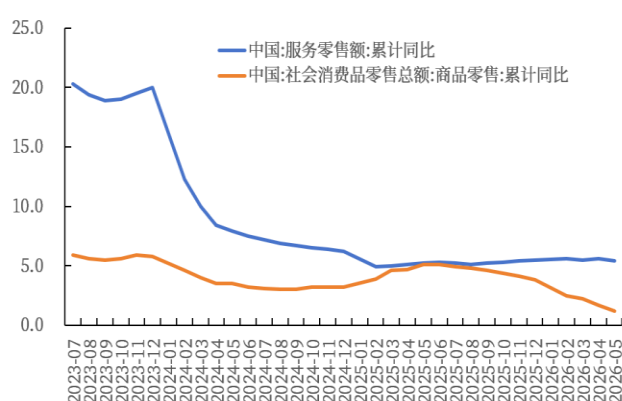
可选消费走弱的原因，从其各品类表现入手分析，呈现多因素交织的特征：其一，汽车消费的拖累最为突出。今年新能源汽车购置税免税力度较去年减半，叠加部分居民在去年政策窗口期提前购车，导致汽车消费明显走弱，

前 5 月限额以上汽车消费同比-11.8%。若剔除汽车消费的拖累，前 5 月社会消费品零售总额（社零中商品零售占比约 90%，可近似看作实物消费）同比约为+2.7%，显著高于社零总体+1.4%的增速；其二，补贴类商品销售增速回落，亦构成拖累。今年超长期特别国债支持消费品以旧换新的规模为 2500 亿元，较去年的 3000 亿元有所减少，加之今年补贴发放节奏较去年上半年的“赶进度”模式更加均衡，再叠加消费者意愿在去年的集中释放以及去年同期高基数的影响，补贴类商品消费增速较去年明显下滑。前 5 月限额以上补贴类商品（家用电器和音像器材、文化办公用品、家具、通讯器材）零售额同比+2.5%，远低于去年全年的+15.7%；其三，受房地产销售持续低迷拖累的地产后周期类商品（家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料），以及受金价下挫影响的金银珠宝类商品，销售额同比增速亦出现回落。前 5 月限额以上地产后周期类商品零售额同比-6.6%，明显低于去年全年的+9.8%，金银珠宝类同比+2.8%，同样大幅低于去年全年的+12.8%。

综合来看，今年前 5 月实物消费的走弱，主要源自可选消费的拖累。尽管可选消费的疲弱与税收减免力度退坡、补贴发放节奏调整以及去年同期基数偏高等客观因素有关，但更深层的原因在于当居民收入预期偏弱、消费信心不足。当前可选消费的普遍走弱所反映的，正是居民消费意愿尚未恢复至常态的信号，这或是后续消费修复进程中需要持续关注的关键变量。

图表 16 居民可支配收入增速仍处低位（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图表 17 服务消费更具韧性（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图表 18 近 12 个月实物消费分项累计同比

实物消费品类	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
限额以上商品零售额	-0.8%	0.4%	2.0%	2.5%	3.4%	4.0%	4.7%	5.1%	5.4%	5.8%	6.3%	6.4%
必选消费	7.0%	8.0%	8.9%	9.5%	6.2%	6.6%	6.9%	6.9%	7.2%	7.6%	7.9%	8.5%
可选消费	-3.9%	-2.7%	-0.8%	-0.4%	2.5%	3.2%	4.1%	4.6%	5.0%	5.4%	5.9%	5.8%
可选消费：时尚休闲	5.9%	6.9%	8.0%	8.7%	4.5%	4.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.4%	5.0%
可选消费：地产后周期	-6.6%	-4.0%	-0.2%	3.4%	9.8%	3.1%	17.6%	21.8%	24.2%	25.8%	26.1%	25.9%
可选消费：商务及通讯	10.6%	13.7%	17.2%	14.3%	19.6%	20.0%	20.3%	20.3%	21.5%	23.2%	24.5%	26.7%
可选消费：金银珠宝	2.8%	5.4%	12.6%	13.0%	12.8%	13.5%	14.0%	11.5%	11.7%	11.0%	11.3%	12.3%
可选消费：石油及制品	-5.8%	-6.4%	-6.4%	-9.7%	-5.7%	-5.2%	-5.0%	-4.9%	-4.6%	-4.1%	-3.4%	-2.6%
可选消费：汽车	-11.8%	-10.6%	-9.1%	-7.3%	-1.5%	-1.0%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.1%
补贴类	2.5%	5.5%	9.4%	9.8%	15.7%	17.6%	20.2%	22.4%	24.4%	26.1%	27.0%	27.7%
非补贴类	-1.4%	-0.5%	-0.7%	-1.4%	-1.4%	-1.8%	-2.3%	-2.5%	-2.6%	-2.8%	-3.2%	-3.3%

资料来源：Wind，中航证券研究所

当前我国经济 K 型分化的第四个明显特征是不同的行业之间业绩的 K 型分化，这种分化在工业各子行业的营收及利润数据中体现得最为突出。从业绩增速角度看，2026 年前 5 个月，41 个工业子行业中，分别有 26 个和 22 个子行业实现营收增速和利润增速较去年全年提升，分化态势明显。进一步分析营收和利润增速提升的子行业，可以看到，与 AI 热潮高度相关的科技行业 and 有色产业链，以及受地缘冲突导致的油价上涨提振的石油化工产业链，其营收和利润增速涨幅明显靠前。2026 年前 5 月，计算机、通信和其他电子设备制造业营收和利润增速分别较去年全年提升 9.7 和 84.4 个百分点，石油和天然气开采业同期营收和利润增速分别较去年全年提升 17.5 和 35.9 个百分点。从营收和利润占全部工业的比重角度看，2026 年前 5 个月，41 个工业子行业中，分别仅有 12 个和 13 个子行业实现占比提升，提升的行业同样以科技产业链和石油化工产业链为主。计算机、通信和其他电子设备制造业前 5 月营收占比和利润占比分别提升 0.8 和 3.3 个百分点，石油和天然气开采业营收占比虽仅提升 0.1 个百分点，但利润占比提升达 2.0 个百分点。从行业利润率角度看，2026 年前 5 个月，41 个工业子行业中仅 16 个行业实现利润率较 2025 年全年提升，提升者仍基本集中在科技行业、受 AI 热潮带动的有色产业链，以及受益于国际油价上行的石油化工产业链。

上述三个维度的数据从不同侧面刻画了同一幅图景：工业部门的增长并非普涨格局，而是由少数高景气行业拉动。进一步看，这种分化在本质上体现了不同行业在产业链中的定价能力和成本传导机制存在显著差异。科技行业的景气上行主要受益于 AI 技术突破带来的需求扩张，其产品具有较高的技术溢价，企业能够在需求拉动下实现利润率的提升；石油化工行业的改善则更多来自供给端的冲击——油价上涨直接推升了上游采掘和原材料环节的出厂价格，带动相关行业实现营收和利润的快速扩张。相比之下，多数中下游加工制造行业技术溢价能力受

限,也无法像上游资源行业那样通过提价转嫁成本,反而需要承受油价上涨带来的成本压力,经营效益的提升相对受限。

图表 19 今年前 5 月与去年全年工业子行业业绩对比

工业子行业	利润率		营收占比		利润占比		营收增速		利润增速	
	今年前5月	较去年全年变化	今年前5月	较去年全年变化	今年前5月	较去年全年变化	今年前5月	较去年全年变化	今年前5月	较去年全年变化
煤炭开采和洗选业	15.1%	1.6%	2.0%	0.1%	5.4%	0.6%	6.7%	24.5%	33.3%	75.3%
石油和天然气开采业	33.0%	8.9%	1.0%	0.1%	5.7%	2.0%	12.3%	17.3%	17.2%	35.9%
黑色金属矿采选业	11.7%	1.6%	0.3%	0.0%	0.7%	0.0%	6.8%	0.2%	15.9%	31.9%
有色金属矿采选业	41.9%	12.5%	0.4%	0.1%	2.9%	1.3%	36.7%	24.0%	93.9%	57.8%
非金属矿采选业	12.2%	2.2%	0.2%	0.0%	0.5%	0.0%	8.9%	-3.8%	15.1%	23.1%
开采专业及辅助性活动	4.6%	4.3%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	13.7%	-11.6%	162.6%	236.1%
其他采矿业	9.1%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	40.4%	0.0%	25.0%
农副食品加工业	1.9%	-0.6%	3.7%	-0.2%	1.3%	-0.6%	3.0%	2.2%	-13.3%	-16.3%
食品制造业	8.0%	0.3%	1.6%	0.0%	2.3%	0.0%	5.5%	5.7%	4.8%	9.4%
酒、饮料和精制茶制造业	16.3%	-2.8%	1.0%	0.0%	3.0%	-0.8%	7.2%	-2.8%	-15.3%	-6.5%
烟草制品业	13.7%	1.8%	1.3%	0.3%	3.1%	0.9%	1.8%	-4.6%	-5.3%	-9.8%
纺织业	2.7%	-0.6%	1.5%	-0.1%	0.7%	-0.3%	0.8%	7.2%	11.7%	23.7%
纺织服装、服饰业	2.6%	-1.4%	0.7%	-0.1%	0.3%	-0.3%	3.8%	8.9%	-11.4%	15.9%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.3%	-1.7%	0.5%	-0.1%	0.3%	-0.2%	3.8%	9.4%	-18.7%	-0.8%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	1.9%	-0.9%	0.4%	-0.1%	0.2%	-0.1%	15.1%	-0.5%	-29.4%	8.9%
家具制造业	1.5%	-3.8%	0.4%	-0.1%	0.1%	-0.3%	10.9%	-0.2%	-58.4%	-46.3%
造纸和纸制品业	2.8%	-0.3%	1.0%	0.0%	0.5%	-0.1%	3.5%	6.1%	23.3%	37.1%
印刷业和记录媒介的复制	4.3%	-0.6%	0.4%	0.0%	0.3%	-0.1%	1.8%	3.0%	-14.7%	-8.1%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.9%	-0.8%	0.9%	-0.1%	0.5%	-0.2%	3.1%	-5.2%	-7.4%	12.8%
石油、煤炭及其他燃料加工业	2.0%	2.2%	3.9%	0.1%	1.4%	1.6%	2.8%	12.3%	0.0%	0.0%
化学原料和化学制品制造业	6.3%	2.2%	6.9%	0.4%	7.9%	2.8%	3.9%	8.4%	71.6%	78.9%
医药制造业	13.7%	-0.4%	1.7%	-0.1%	4.1%	-0.6%	1.5%	-0.3%	-1.3%	-4.0%
化学纤维制造业	4.2%	1.1%	0.7%	0.0%	0.6%	0.1%	0.3%	7.6%	136.9%	141.4%
橡胶和塑料制品业	4.7%	-0.6%	2.2%	0.0%	1.8%	-0.3%	1.6%	3.0%	-1.4%	4.5%
非金属矿物制品业	1.6%	-2.2%	2.8%	-0.6%	0.8%	-1.6%	10.7%	-1.6%	-48.9%	-47.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	0.6%	-0.8%	5.4%	-0.2%	0.6%	-0.9%	2.0%	2.7%	-37.4%	-336.6%
有色金属冶炼和压延加工业	5.7%	1.6%	8.0%	1.0%	8.3%	2.8%	21.9%	7.9%	117.1%	94.5%
金属制品业	2.6%	-1.1%	3.3%	0.0%	1.6%	-0.8%	1.9%	3.8%	-12.3%	-4.9%
通用设备制造业	6.2%	-0.8%	3.6%	-0.1%	4.0%	-0.8%	4.0%	0.0%	-0.2%	-4.4%
专用设备制造业	5.8%	-1.9%	2.7%	-0.2%	2.8%	-1.3%	5.3%	3.4%	-5.5%	-11.2%
汽车制造业	3.4%	-0.7%	7.4%	-0.6%	4.6%	-1.7%	1.4%	-5.7%	-19.3%	-20.4%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.8%	-0.4%	1.2%	0.0%	1.7%	-0.2%	10.5%	-2.8%	5.2%	-26.0%
电气机械和器材制造业	4.1%	-1.4%	8.4%	0.0%	6.2%	-2.5%	8.4%	2.0%	-13.7%	-18.6%
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.6%	1.3%	13.3%	0.8%	13.4%	3.3%	17.1%	9.7%	103.9%	84.4%
仪器仪表制造业	7.7%	-2.5%	0.7%	-0.1%	1.0%	-0.5%	5.9%	1.7%	-4.9%	-8.0%
其他制造业	5.2%	-0.5%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	4.9%	3.3%	-5.6%	-4.3%
废弃资源综合利用业	2.3%	0.1%	0.8%	-0.1%	0.3%	-0.1%	2.3%	-3.4%	103.4%	78.3%
金属制品、机械和设备修理业	5.7%	-2.1%	0.2%	0.0%	0.2%	-0.1%	13.2%	-2.4%	11.1%	0.3%
电力、热力生产和供应业	7.1%	-0.2%	7.1%	-0.2%	9.0%	-1.1%	1.1%	0.9%	-4.1%	-18.0%
燃气生产和供应业	3.8%	0.2%	1.7%	0.1%	1.2%	0.1%	0.6%	0.1%	9.0%	22.2%
水的生产和供应业	8.1%	-0.9%	0.3%	0.0%	0.5%	-0.1%	3.0%	-2.9%	-2.4%	5.3%

资料来源: Wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637