

宏观经济月报

“杠铃”政策应对“K型”分化

核心观点

上半年我国 GDP 实际同比增长 4.7%，其中二季度 GDP 增速为 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，低于今年政府增长目标区间下限。与此同时，就业和消费承压，经济增长从 Q1 的“稳中有进”转向 Q2 的“向新向优”。

综合看，上半年 4.7% 的增速仍大体处于可接受的范围，但存在若干担忧：

一是斜率，动能转弱超出预期。在更低的基数下，Q2 增速仍较 Q1 大幅下滑 0.7 个百分点，幅度与 2024 年 Q2 相仿。

二是分化，结构上“K 型分化”体现在三个方面：外需强于内需、生产强于就业、PPI 强于 CPI。尤其外需强劲固然是好事，但“独苗”也意味着外部因素对我的影响将不断加深。且近期出口数据显示，部分关键品类如集成电路的出口完全由涨价带动，数量贡献已趋缓和，对生产端的拉动料减弱。

与此同时，当前局面本质上是我国正在经历剧烈的新旧动能转换，从这个意义上，对于三季度甚至下半年政策加码的预期不宜过高。

一是经济结构转换“阵痛”本质上是“青黄不接”时期痛苦的磨底。总量政策无法改变或压缩这一进程，甚至可能延缓。

二是存量财政空间依然可观。今年财政发力显著后置，从广义赤字融资进度看，上半年仅为 43.2%，低于去年同期的 50.5%。此外准财政工具如 8000 亿元政策性金融工具等仍待发力。

三是货币政策可能与美联储错位。与以往“同向”的操作特征不同的是，美联储加息或促成我国“双降”：这次我国汇率弹性空间更大，且美加息若通过资本开支和资本市场对我国出口和股市形成压力，央行“双降”将显著合理化。此外，“双降”应在中央经济工作会议和“两会”的存量计划范畴内。

综上，下半年我国可能采取“杠铃式”策略应对“K 型分化”，“进”的一端对优势产业加大结构性支持力度的同时，“守”的一端兜底筑牢民生和社会稳定底线，并不存在大规模政策加力的必要性与意图。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

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

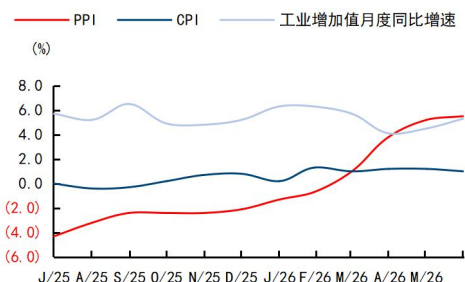
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

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

《宏观经济月报-内冷外热——经济修复的“温差”》——2026-06-16
《宏观经济月报-3月更接近“真相”》——2026-04-17
《宏观经济月报-经济回升的“地基”仍待夯实》——2026-03-16
《宏观经济月报-冬日暖阳新意浓》——2026-01-19
《宏观经济月报-10月经济放缓，消费显现韧性》——2025-11-14

内容目录

消费渐修复，投资待破局	4
就业：超季节性改善	5
生产端：工服双增	6
需求端：投资—动能仍弱	8
需求端：消费—止跌回稳	9
需求端：进出口—“量缩价涨”	10
风险提示	12

图表目录

图1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	5
图2: 进口领先指标预示 7 月出口有望继续上行	5
图3: 当前财政资金仍较为宽裕	5
图4: 6 月国内调查失业率下降, 劳动力市场平稳修复	6
图5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图8: 主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览	7
图9: 服务业生产指数同比走势一览	8
图10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图17: 商品销售金额同比变化幅度一览	10
图18: 出口金额同比增速	11
图19: 出口金额季节性变化	11
图20: 分商品出口金额当月同比情况	12
图21: 分国别出口金额当月同比	12

消费渐修复，投资待破局

上半年我国 GDP 实际同比增长 4.7%，其中二季度 GDP 增速为 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，低于今年政府增长目标区间下限。与此同时，上半年居民人均可支配收入实际同比增长 4.2%，持续跑输 GDP 增速。就业和消费承压，经济增长从 Q1 的“稳中有进”转向 Q2 的“向新向优”。

我们的初步感受是，上半年 4.7% 的增速仍大体处于可接受的范围，但有若干担忧：

一是斜率，动能转弱超出预期。在更低的基数下，Q2 增速仍较 Q1 大幅下滑 0.7 个百分点，幅度与 2024 年 Q2 相仿。

二是分化，结构上“K 型分化”体现在三个方面：外需强于内需、生产强于就业、PPI 强于 CPI。尤其外需强劲固然是好事，但“独苗”也意味着外部因素对我的影响将不断加深。且近期出口数据显示，部分关键品类如集成电路的出口完全由涨价带动，数量贡献已趋缓和，对生产端的拉动料减弱。

与此同时，当前局面本质上是我国正在经历剧烈的新旧动能转换，从这个意义上，对于三季度甚至下半年政策加码的预期不宜过高。

一是经济结构转换“阵痛”本质上是“青黄不接”时期痛苦的磨底。总量政策无法改变或压缩这一进程，甚至可能延缓。

二是存量财政空间依然可观。今年财政发力显著后置，从广义赤字融资进度看，上半年仅为 43.2%，低于去年同期的 50.5%。此外准财政工具如 8000 亿元政策性金融工具等仍待发力。

三是货币政策可能与美联储错位。与以往“同向”的操作特征不同的是，美联储加息或促成我国“双降”：这次我国汇率弹性空间更大，且美加息若通过资本开支和资本市场对我国出口和股市形成压力，央行“双降”将显著合理化。此外，“双降”应在中央经济工作会议和“两会”的存量计划范畴内。

综上，下半年我国可能采取“杠铃式”策略应对“K 型分化”，“进”的一端对优势产业加大结构性支持力度的同时，“守”的一端兜底筑牢民生和社会稳定底线，并不存在大规模政策加力的必要性与意图。

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1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



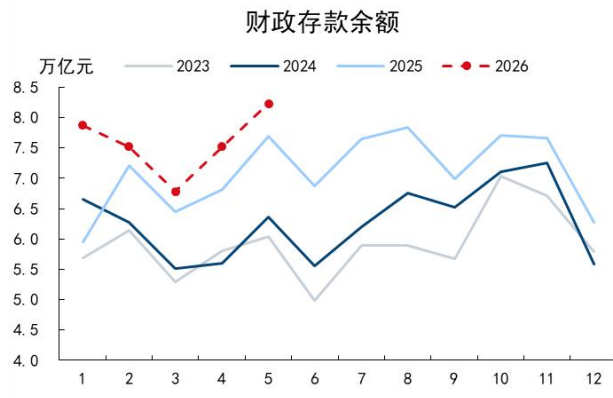
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和测算

图2：进口领先指标预示 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3：当前财政资金仍较为宽裕

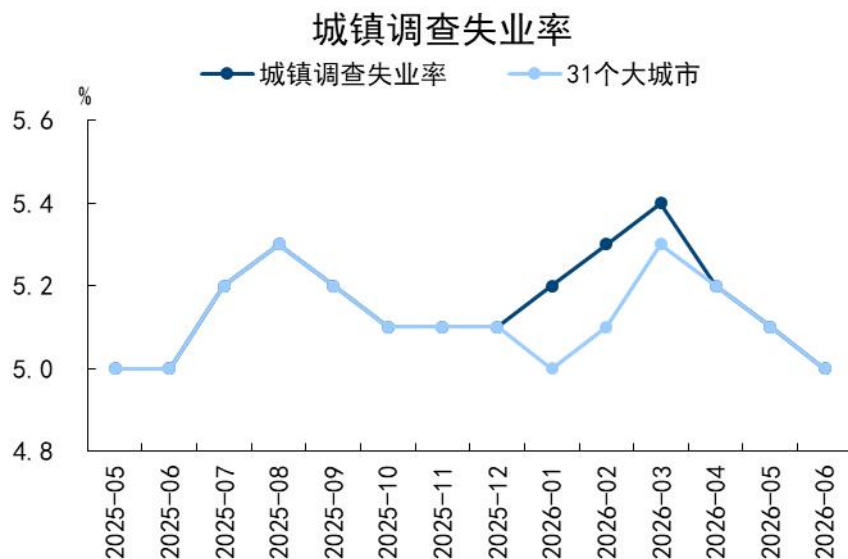


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业：超季节性改善

6 月份全国城镇调查失业率录得 5.0%，较上月下降 0.1 个百分点；31 个大城市调查失业率同步降至 5.0%。从历史季节性规律来看，近三年同期失业率均环比持平，本月数据的边际改善超季节性，表明当前劳动力市场总体稳中向好。

图4: 6月国内调查失业率下降, 劳动力市场平稳修复



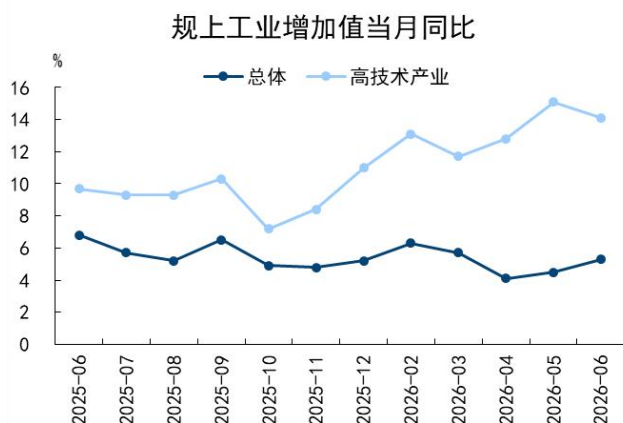
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：工服双增

6月规上工业增加值同比为5.3%，较上月回升0.8个百分点。从环比看，工业生产超季节性增长，整体运行稳中向好，生产端韧性仍然较强。

与此同时，高技术产业增加值增速仍明显高于整体水平，6月录得14.10%，较上月回落1.0个百分点，显示国内工业部门发展向新向优。

图5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

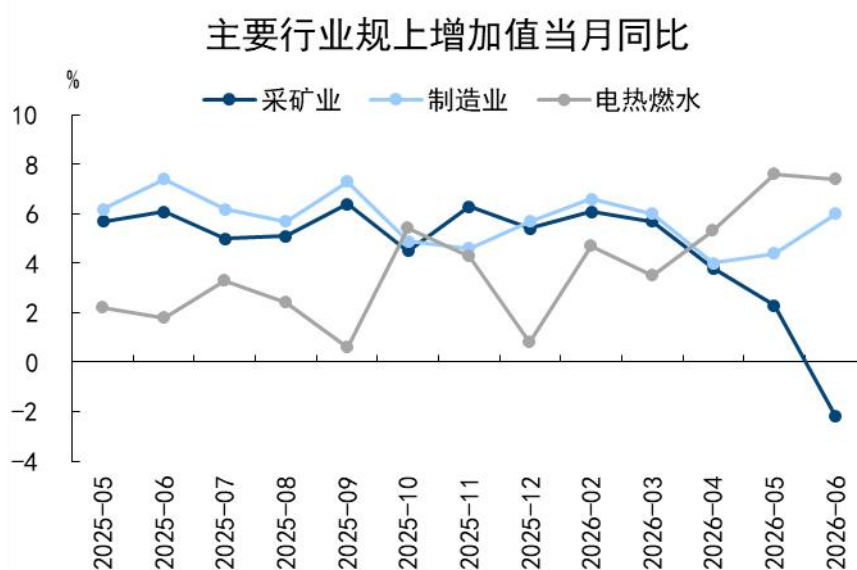
图6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分三大门类看，6月制造业同比增速有所回升，公用事业小幅回落，采矿业延续下行态势并转为负增长。

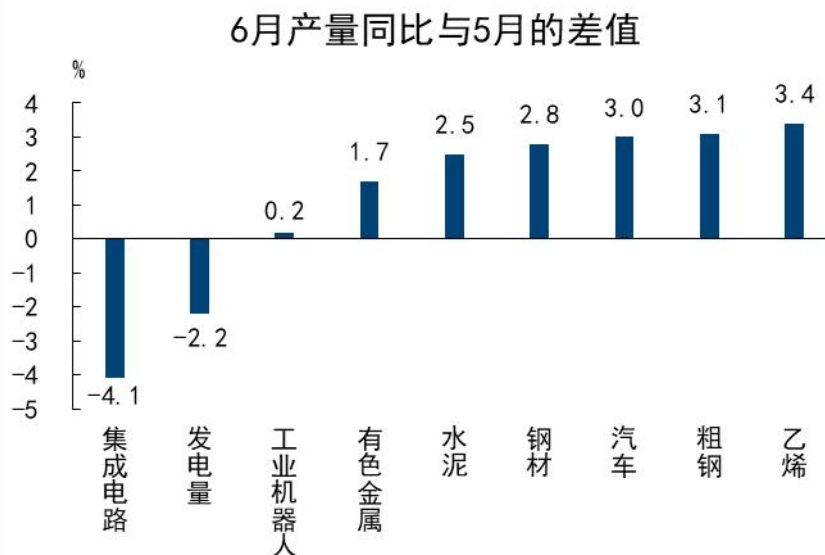
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看, 6 月消费链相关的乙烯产量同比涨幅较上月扩大 3.4 个百分点至 5.5%; 投资相关的水泥产量同比降幅较上月收窄 2.5 个百分点至-5.6%; 高端工业品增速表现分化, 其中汽车产量同比增速回升 3.0 个百分点至-0.2%; 工业机器人产量边际上升 0.2 个百分点至 28.1%; 集成电路回落 4.1 个百分点至 18.8%。

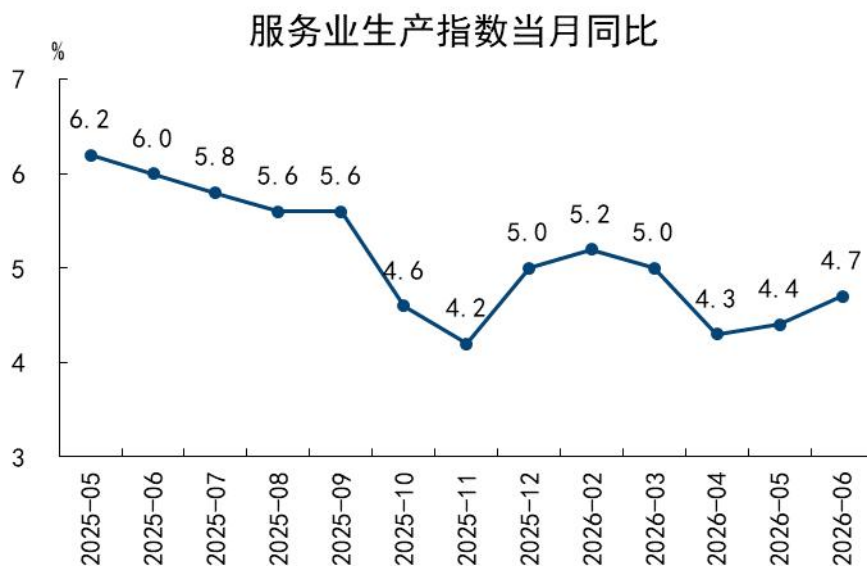
图8：主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 6 月国内服务业生产指数同比较 5 月回升 0.3 个百分点至 4.7%, 与 6 月失业率和工业生产数据共同指向生产活动稳中向好。

图9：服务业生产指数同比走势一览

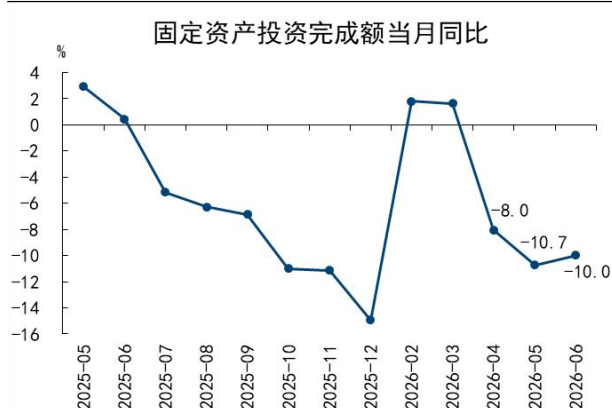


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：投资一动能仍弱

6月国内固定资产投资同比降幅为-10.0%，较5月收窄0.7个百分点，受基数扰动影响同比读数偏弱。从环比看，6月固定资产投资增速略低于近年同期季节性水平。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

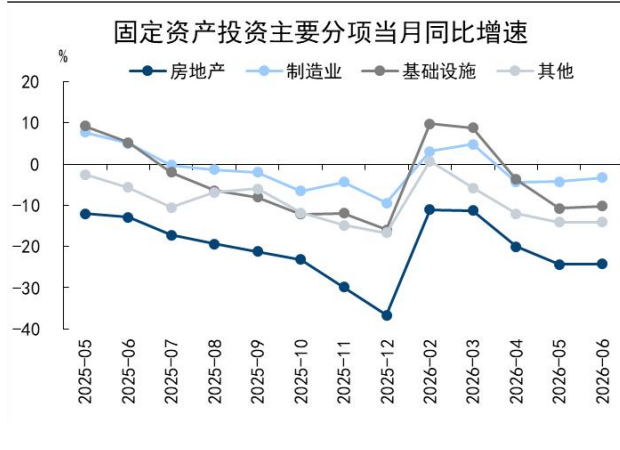
图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

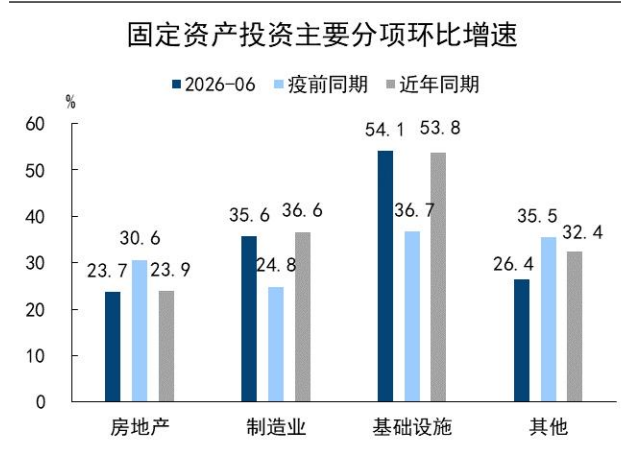
6月房地产、制造业、基建投资同比增速较5月均进一步收窄，分别回升0.1和1.0、0.6个百分点。环比方面，基建投资略高于近年同期水平，房地产和制造业投资低于近年同期水平，其他投资则明显偏弱。

图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

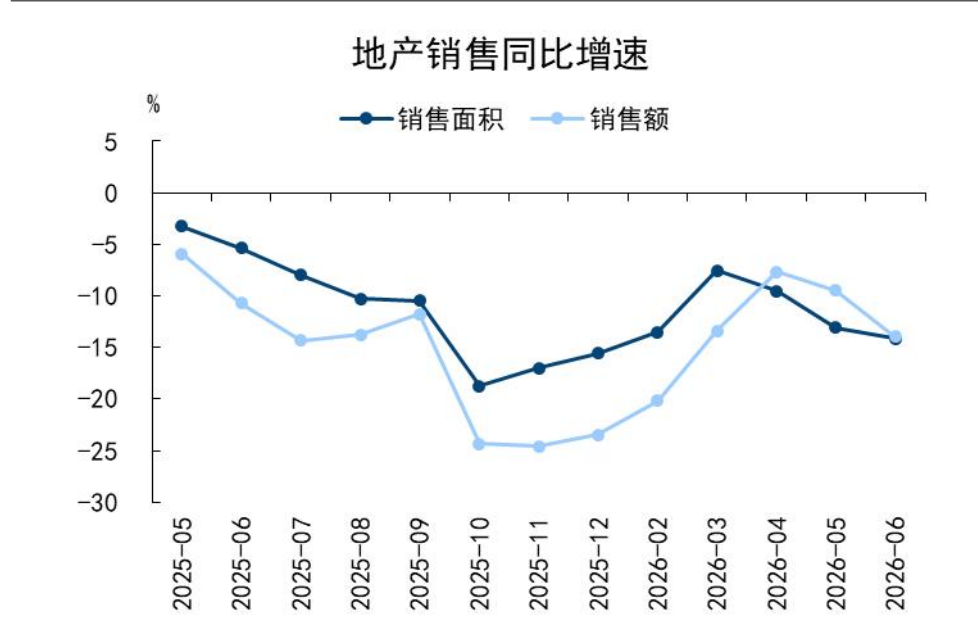
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

6月国内商品房销售同比增速延续回落态势，处于较低水平。销售额同比增速与销售面积相近，反映行业前期销售额相对占优的局面有所弱化。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



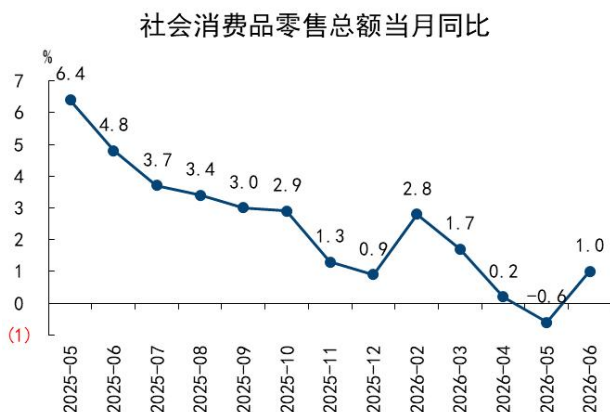
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：消费一止跌回稳

6月社会消费品零售总额当月同比为1.0%，较5月同比增速显著回升1.6个百分点。其中商品零售为0.9%，回升1.6个百分点；餐饮为1.2%，回升0.6个百分点。

从环比来看，6月社零与同期季节性水平相近，且显著优于2024、2025年同期，表明消费边际改善，去年国补高基数影响逐步减弱。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

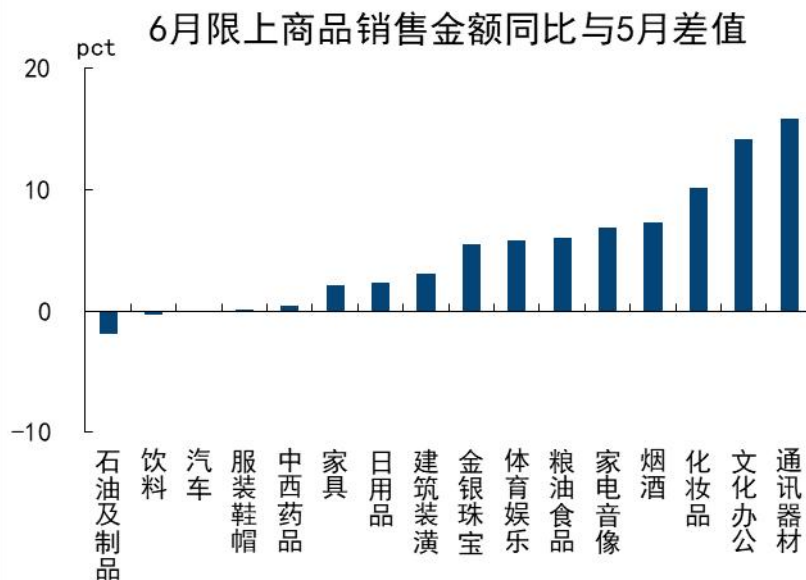
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

6月商品零售同比增速整体相较上月略有修复。从不同类别商品的销售表现来看:耐用品方面,汽车消费增速与上月持平,家电音像、建筑装潢及家具等地产链相关消费逐步企稳;消耗品方面,服装鞋帽类消费表现平稳,粮油食品及日用品消费增速有所扩大,饮料类消费同比增幅小幅收窄,石油制品销售额则受中东冲突扰动下高油价影响跌幅走扩。总体而言,在居民收入预期尚未显著改善的背景下,消费仍具有一定韧性,内生修复动能待进一步激发。

图17: 商品销售金额同比变化幅度一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端: 进出口—“量缩价涨”

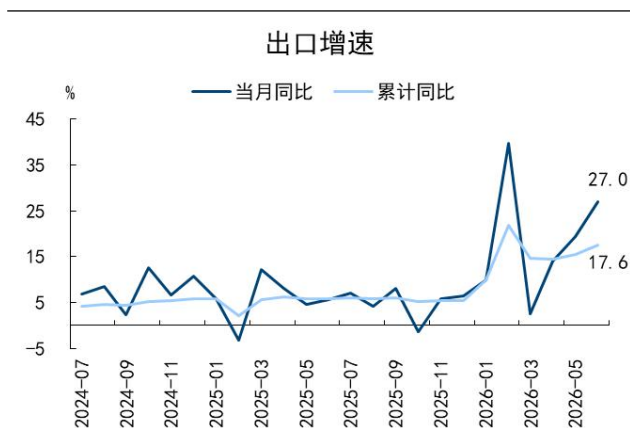
6月出口金额录得4123.90亿美元,当月同比增长27.0%,较5月的19.4%进一步加速7.6个百分点,连续第四个月保持双位数高增。上半年出口累计同比增长17.6%,较1-5月的15.5%继续走阔2.1个百分点。6月出口规模再创历史同期新

高，且是在去年同期不低的基数上实现的，基本面支撑的成色较强。

本月出口加速有两点核心支撑。一方面，全球制造业景气维持扩张区间，6月全球制造业 PMI 录得 52.2，中国出口新订单指数从上月的 48.6 重返荣枯线以上至 50.1，外需边际改善。另一方面，AI 产业链持续放量是核心驱动，全球算力投资扩张带动芯片、稀土等关键硬件需求向上游传导，集成电路出口同比大增 121.9%，稀土出口增长 178.8%。

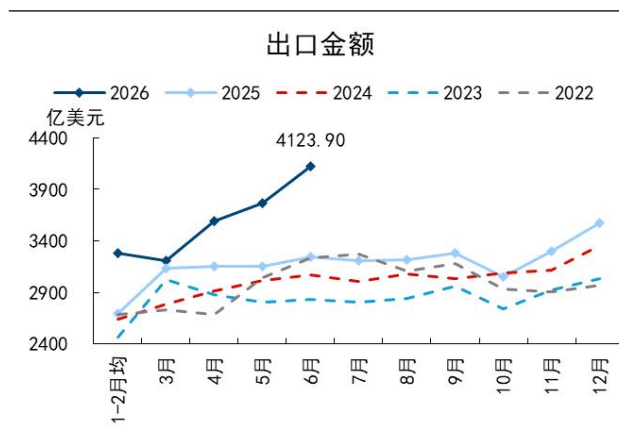
更值得关注的是，高景气正从 AI 链向广义制造业全面扩散。钢材出口同比由上月的-2.3%转正至 10.3%，纺纱及制品由-0.3%升至 12.2%，通用机械由 2.3%跃升至 15.2%，汽车含底盘增长 69.6%，家用电器增长 15.3%。这些品类的回暖主要来自量的拉动而非涨价，显示出口动能的内生广度在改善。

图18: 出口金额同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 出口金额季节性变化

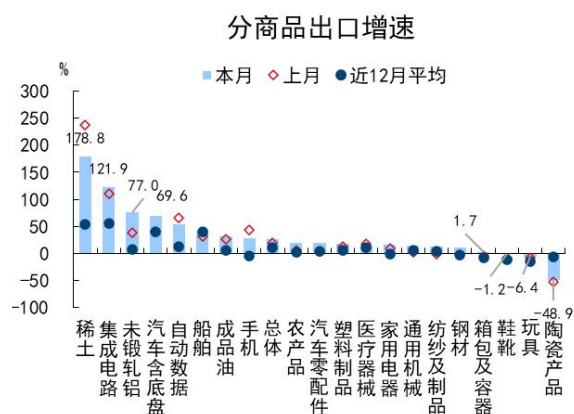


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

区分商品看，高增品类与负增品类的分化有所收敛。稀土（178.8%）、集成电路（121.9%）、未锻轧铝（77.0%）、汽车含底盘（69.6%）、自动数据处理设备（53.1%）领涨，科技链条全面高增。与此同时，此前拖累出口的品类边际改善：钢材、纺纱及制品均由负转正，通用机械、汽车零配件（5.0%升至 19.0%）大幅提速，农产品也从 5.2%升至 19.7%。仅陶瓷产品（-48.9%）、玩具（-6.4%）、鞋靴（-1.2%）等少数品类延续负增。

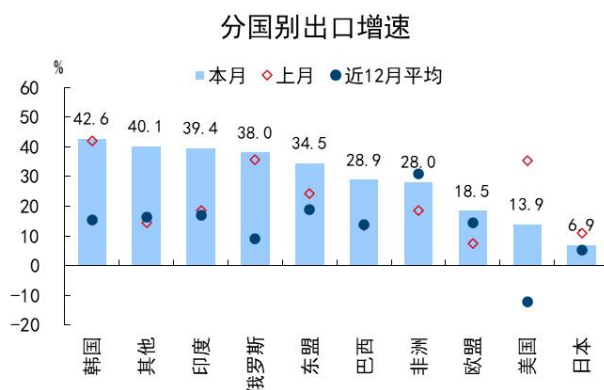
区分国别看，对新兴市场出口全面加速。对印度出口同比增长 39.4%（上月 18.6%），东盟 34.5%（上月 24.3%），俄罗斯 38.0%，巴西 28.9%（上月 13.6%），非洲 28.0%，多元化市场开拓持续兑现。对欧盟出口增速从上月 7.6%回升至 18.5%。但对美出口同比从上月 35.4%大幅回落至 13.9%，是本月变动最大的方向，后续需关注关税与经贸谈判进展。

图20: 分商品出口金额当月同比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 分国别出口金额当月同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

往后看，出口高景气在短期内仍有支撑。AI 资本开支周期尚未见顶，全球算力投资向硬件端的传导仍在途中；中国出口新订单 PMI 重回扩张区间，外需边际改善；新兴市场多元化布局持续兑现，对冲了单一市场的波动。但需注意，当前出口高增中的价格贡献占比不低，集成电路和稀土的出口金额增长几乎完全由涨价驱动，若后续涨价动能减弱，高增的可持续性将面临考验。

结构层面，对美出口的显著放缓提醒我们逆全球化压力仍在。6 月对美出口增速从 35.4%骤降至 13.9%，关税与经贸摩擦的不确定性持续。下半年出口增速中枢大概率高位回落，但在 AI 产业链支撑和广义制造业回暖的双重驱动下，整体仍有望维持在双位数区间。

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

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