

内需疲软，二季度经济动能放缓

投资观点：

报告日期 2026-07-16

- 二季度 GDP 同比增速录得 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，主要源于内需动能的全面减弱，即投资与消费双双失速。具体来看：1) 出口呈现“价增量滞”特征：尽管全球 AI 投资热潮推动出口额增速维持高位，对外需形成了一定支撑，但这一增长主要由芯片等产品价格飙升驱动，实物出口量的增长相对疲软。2) 投资成为主要拖累项：受基建托底意愿下降、工业产能利用率不足及房地产市场持续调整的共同影响，二季度固定资产投资同比大幅下滑 11.1%，三大投资领域增速悉数转负，是导致经济增速下行的核心因素。3) 消费复苏显著降温：随着以旧换新政策效应边际递减及居民信心不足，二季度社会消费品零售总额同比增速从一季度的 2.4% 骤降至 0.2%，服务消费也同步放缓。
- 整体来说，上半年 GDP 增速 4.7%，仍处 4.5-5.0% 的目标区间；但二季度当季 GDP 增速降至 4.3%，则已掉出目标区间，主因投资、消费增速显著走弱，高出口“独木难支”。基于“保 4.5%”的角度，下半年 GDP 增速只需 4.3% 左右即可，考虑到 2025 下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，因此实现全年经济目标的压力可能不大，我们预计 7 月政治局会议有望加码稳增长政策，但力度或难超预期。短期政策重心或是狠抓落实、“用好用足”既定政策，做好增量政策储备、节奏“边走边看”，同时聚焦“促消费、稳就业、资金使用节奏、重大项目、基建实物量”等方面，出台针对性、结构性的政策。
- 主要经济数据：
 - (1) 中国第二季度 GDP 同比 4.3%，预期 4.50%，前值 5.00%。中国第二季度 GDP 环比 0.9%，预期 0.9%，前值 1.30%。上半年 GDP 同比增长 4.7%。
 - (2) 生产端：中国 6 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 4.7%，前值 4.50%。1-6 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.4%，涨幅与前值持平。
 - (3) 需求端：1) 固定资产投资增速降幅扩大。中国 1-6 月城镇固定资产投资累计同比 -5.7%，预期 -4.9%，前值 -4.10%。其中，制造业投资同比下降 1.2%，降幅扩大 0.8 个百分点；房地产开发投资同比下降 18.0%，降幅较前值扩大 1.8 个百分点；基础设施投资同比下降 2.41%，前值为上涨 0.75%。2) 6 月社会消费增速小幅回升。中国 6 月社会消费品零售总额同比 1.0%，预期 -0.10%，前值 -0.60%。1-6 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.3%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点。

宏观

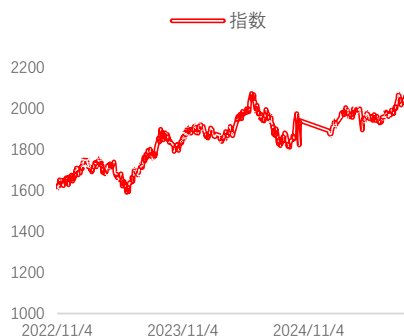
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

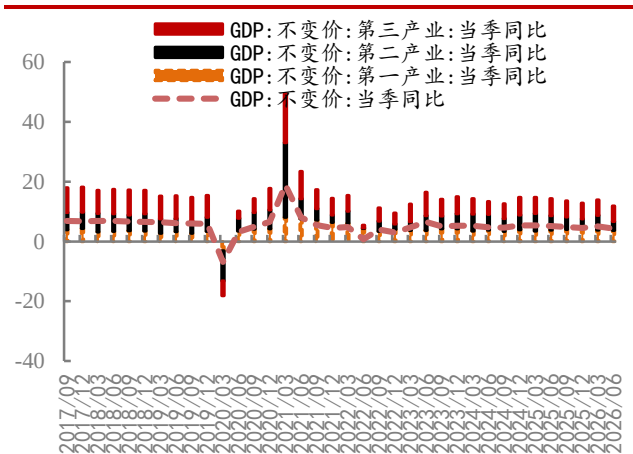
- 1、【ITF-宏观】内需继续走弱，经济延续分化格局——5 月经济数据解读 20260616
- 2、【ITF-宏观】内需持续疲软，经济增速放缓——4 月经济数据解读 20260519
- 3、【ITF-宏观】开局良好，结构分化——3 月经济数据解读 20260420
- 4、【ITF-宏观】政策前置发力，经济好于预期——1-2 月经济数据解读 20260316

1 二季度GDP增速回落

中国第二季度GDP同比4.3%，预期4.50%，前值5.00%。中国第二季度GDP环比0.9%，预期0.9%，前值1.30%。

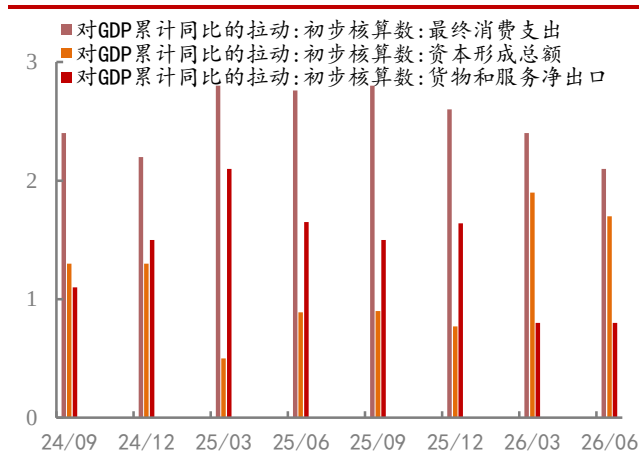
上半年国内生产总值695704亿元，按不变价格计算，同比增长4.7%。分产业看，第一产业增加值31522亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值250473亿元，增长3.9%；第三产业增加值413709亿元，增长5.2%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.0%，二季度增长4.3%。从环比看，二季度国内生产总值增长0.9%。

图表 1、GDP 当季同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、对 GDP 累计同比的拉动:初步核算数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

二季度GDP同比增速录得4.3%，较一季度显著回落0.7个百分点，这一放缓主要源于内需动能的全面减弱，即投资与消费双双失速。具体表现来看：

1) 出口呈现“价增量滞”特征：尽管全球AI投资热潮推动出口额增速维持高位，对外需形成了一定支撑，但这一增长主要由芯片等产品价格飙升驱动，实物出口量的增长相对疲软。因此，出口对国内工业生产和GDP的实际拉动效应，弱于其金额增速所显示的水平。

2) 投资成为主要拖累项：受基建托底意愿下降、工业产能利用率不足及房地产市场持续调整的共同影响，二季度固定资产投资同比大幅下滑11.1%，三大投资领域增速悉数转负，是导致经济增速下行的核心因素。

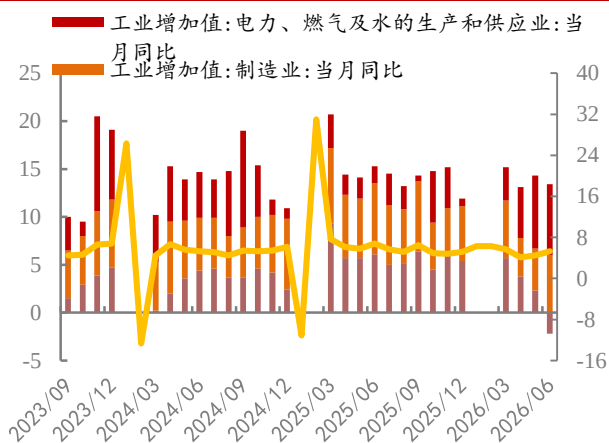
3) 消费复苏显著降温：随着以旧换新政策效应边际递减及居民信心不足，二季度社会消费品零售总额同比增速从一季度的2.4%骤降至0.2%，服务消费也同步放缓。

2 工业生产增速继续扩大

中国 6 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 4.7%，前值 4.50%。从环比看，6 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.76%，前值为 0.4%。1-6 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.4%，涨幅与前值持平。

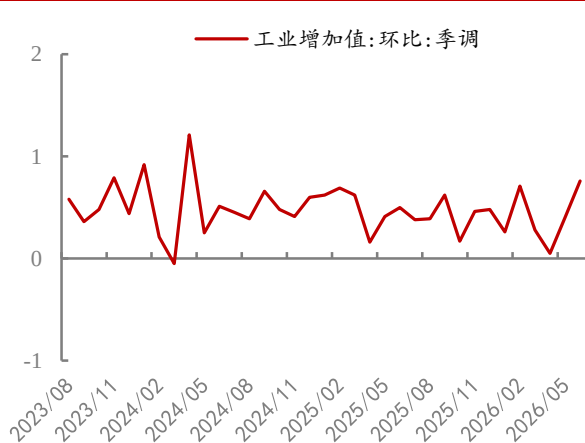
分行业看，6 月份，41 个大类行业中有 29 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 3.3%，涨幅较前值扩大 1.7 个百分点；有色金属冶炼及压延加工业同比增长-3.8%，降幅较前值收窄 0.7 个百分点；非金属矿物制品业同比-2.3%，降幅较前值收窄 3.3 个百分点；下游方面，通用设备制造业同比增长 9.9%，涨幅较前值扩大 3.2 个百分点；专用设备制造业同比增长 10%，涨幅较前值扩大 0.9 个百分点；汽车制造业同比增长 8.7%，涨幅较前值扩大 0.4 个百分点。

图表 3、工业生产增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、工业生产环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

6 月制造业生产活动显著提速，有力推动了整体工业生产的进一步扩张，其核心动力源于出口需求的持续强劲。数据显示，当月规模以上工业企业出口交货值同比增长 14.8%，增速较上月大幅加快 4.7 个百分点。此外，今年 6 月工作日比去年同期多出 1 天，也为工业生产的超预期表现提供了日历效应支撑。

从上半年整体表现来看，工业增加值累计同比增长 5.4%，较上年全年放缓 0.5 个百分点，这主要反映了内需疲软的拖累效应。然而，与同期国内投资和消费的增速相比，工业增加值增速明显更为强劲，进一步凸显了当前宏观经济“供强需弱”的结构性特征，其背后正是出口强势对工业生产的有效支撑。

展望未来，尽管出口增速可能面临回落风险，但预计国内稳增长政策的持续发力将有效提振内需，形成对冲效应。因此，工业生产增速有望维持在 5% 左右的水平。特别是高技术

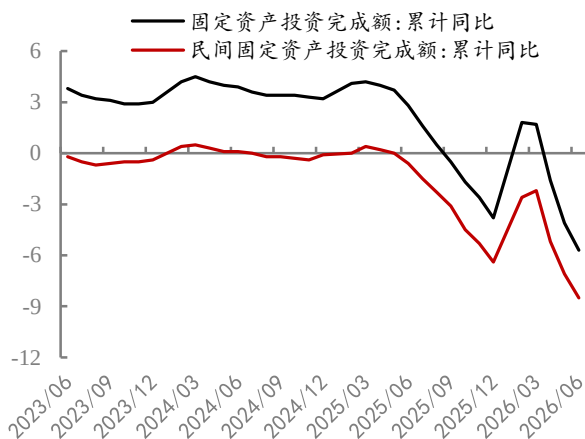
产业，预计将继续保持两位数的高速增长。当前，高技术产业在规模以上工业中的占比约为17%，其强劲表现将对整体工业生产形成有力拉动。

3 固定资产投资增速降幅进一步扩大

中国1-6月城镇固定资产投资累计同比-5.7%，预期-4.9%，前值-4.10%。其中，民间固定资产投资同比下降8.5%，降幅较前值扩大1.4个百分点。从环比看，6月份固定资产投资（不含农户）下降0.37%，降幅收窄1.54个百分点。

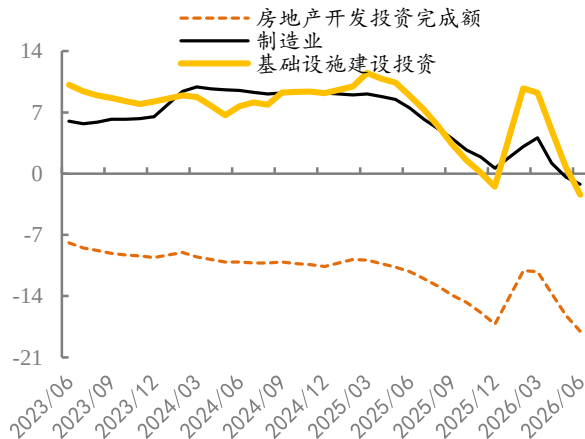
从三大门类来看，1-6月制造业投资同比下降1.2%，降幅扩大0.8个百分点；房地产开发投资同比下降18.0%，降幅较前值扩大1.8个百分点；基础设施投资同比下降2.41%，前值为上涨0.75%，其中，信息传输业投资增长25.6%，水上运输业投资增长19.8%，航空运输业投资增长11.0%。

图表5、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表6、三大门类投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

（1）基建投资：短期承压，下半年有望回升。上半年基建投资同比下降2.4%，较1-5月降幅扩大3个百分点。其中二季度同比大幅下滑8.2%（一季度为增长8.9%），主要因年初经济开局良好，二季度稳增长紧迫性下降，导致4-5月财政基建支出及专项债发行缩量。此外，地方化债压力也制约了资金保障。

展望下半年，随着“十五五”开局项目储备释放、新型政策性金融工具落地，以及政策端对发债和支出进度的推动，预计下半年基建投资将波动上行，全年增速有望达3.0%左右，成为拉动投资回稳的关键力量。

（2）制造业投资：内需分化，高技术产业独秀。上半年制造业投资累计同比下降1.2%，

其中，二季度由一季度的增长 4.1%转为负增长（-3.9%）。这主要受工业产能利用率（73.6%）降至近十年低位的约束，以及除电子、石化外多数行业利润下滑的影响。不过，在政策与市场双轮驱动下，高技术制造业表现亮眼，上半年航空、航天器及设备制造业投资增长 23.3%，计算机及办公设备制造业增长 8.1%。

展望下半年，尽管有金融工具支持和高技术产业高增的支撑，但制造业投资仍面临三大挑战：一是“反内卷”政策下汽车行业投资收缩（上半年降 4.2%）；二是产能利用率偏低持续形成约束；三是外部经贸环境波动风险。

（3）房地产投资：调整深化，降幅持续扩大。上半年房地产投资累计同比下降 18%，降幅较前值扩大 1.8 个百分点。据测算，二季度房地产投资同比下降 23.0%，一季度同比下降 11.2%。近期房地产投资下滑幅度加大，背后是二季度以来房地产市场延续调整。其中，二季度新房、二手房销售增速都有所下行，70 城二手房房价指数环比跌幅也略有扩大。另外，当前金融机构对房企融资仍然偏于谨慎。

4 商品房销售降幅仍大

国家统计局的数据显示：1-6 月份，新建商品房销售面积同比下降 11.6%，降幅较前值扩大 0.8 个百分点。新建商品房销售额同比下降 13.6%，降幅较前值扩大 0.1 个百分点。6 月末，商品房待售面积 76315 万平方米，同比下降 0.9%，降幅较前值扩大 0.5 个百分点。其中，待售 3 年以下面积 56167 万平方米，下降 3.5%。

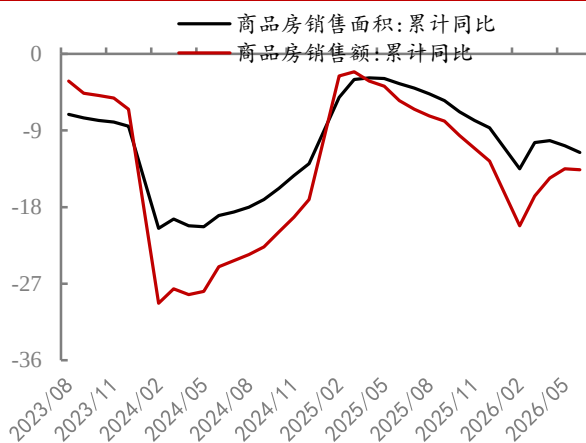
1-6 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.5%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 23.4%，降幅较前值扩大 0.8 百分点。房屋竣工面积同比下降 23.7%，降幅较前值扩大 0.3 个百分点。

1-6 月份，房地产开发企业到位资金 40233 亿元，同比下降 20.2%，降幅较前值扩大 1.2 个百分点。其中，国内贷款 5716 亿元，下降 31.7%；自筹资金 14740 亿元，下降 16.4%；定金及预收款 12442 亿元，下降 15.8%；个人按揭贷款 5137 亿元，下降 24.9%。

当前房地产市场调整的趋势尚未结束。数据显示，6 月，全国商品房销售面积和金额分别同比-14.3%和-13.9%，环比降幅有所扩大。新房库存自 3 月以来已连续 4 个月减少，较 2 月末峰值下降约 4.6%。根据跟踪重点城市成交数据，2026 年前 24 周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为-1.9%、-9.1%、-35.1%，一线城市市场表现更具韧性；其中 7 月

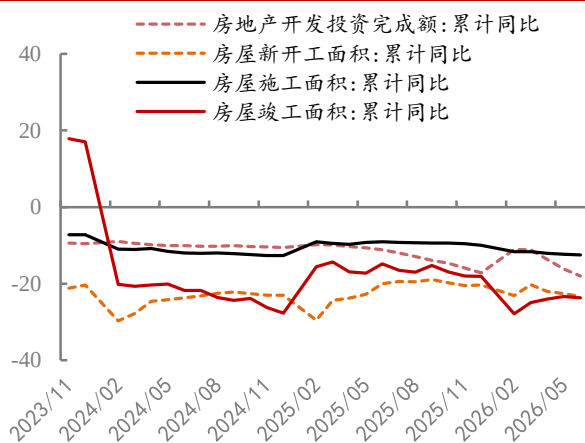
前两周重点城市成交同比-0.7%（一线+20.3%），进入淡季后成交仍疲软。整体来看，2026上半年房地产行业仍处销售弱修复+供给收缩的分化格局中。新房库存持续下降表明市场需求端正在缓慢修复，去库存政策效果开始显现，但房地产市场整体调整态势尚未根本改变。

图表 7、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、房地产开发投资增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

5 社会消费增速小幅回升

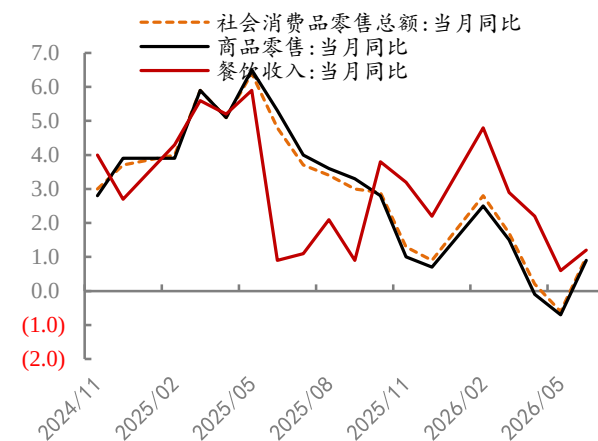
中国 6 月社会消费品零售总额同比 1.0%，预期-0.10%，前值-0.60%。1-6 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.3%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.8%。从环比来看，中国 6 月社会消费品零售总额环比 0.38%，前值-0.38%。中国 6 月城镇调查失业率 5.0%，预期 5.10%，前值 5.10%。

从限额以上单位主要类别商品零售情况看，6 月社零同比增速回升，主要受家电、通讯器材、化妆品、金银珠宝等可选消费品零售额同比增速大幅加快或降幅收窄带动。其中，6 月家电、家具、体育娱乐用品零售额同比降幅分别收窄至-8.7%（前值-15.6%）、-6.6%（前值-8.7%）、-2.2%（前值-8.0%），通讯器材、文化办公用品零售额同比增速分别加快至 16.5%（前值 0.7%）和 12.7%（前值-1.5%）。这些商品均为以旧换新政策补贴范围内的商品，背后是去年 6 月多地因资金拨付进度暂停“国补”，导致上述商品零售额增速显著放缓，带来今年 6 月同比基数的下沉。

但需关注的是，6 月家电、家具、建筑装潢材料零售额同比仍较大幅度负增，其中，建筑装潢材料零售额同比下降 10.5%（前值-13.6%），显示房地产市场低迷持续抑制涉房消费需求。同时，6 月汽车零售额同比下降 16.1%，降幅与上月持平，继续对社零整体增速产生较大拖累——当月除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.0%（前值 1.1%），比商品零售增速高出 2.1 个

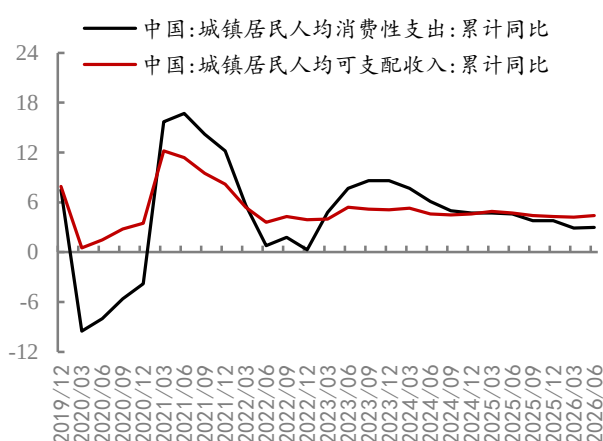
百分点。此外，6月石油及制品零售额同比下降5.1%，降幅较上月扩大1.9个百分点，主要与当月国际油价大幅回落并带动国内成品油降价有关。

图表 9、社会消费同比增长（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、居民可支配收入和消费性支出（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

总体上看，6月社会消费品零售总额（社零）虽有所改善，但这主要得益于上年同期基数较低以及今年端午假期（较去年多1天）的错期拉动。从环比来看，6月季调环比增长0.38%，虽优于去年同期的-0.5%，但仍不及过去10年同期0.67%的平均水平。

1-6月社零累计同比仅为1.3%。商品零售与服务消费双双放缓，进一步强化了宏观经济“供强需弱”、“外强内弱”的格局。造成内需不足的主要原因有二：一是，以旧换新政策效应减弱：2026年补贴总额从去年的3000亿下调至2500亿，叠加高基数及耐用品复购周期拉长，导致相关商品零售增速大幅放缓。二是，收入与信心双重承压：房地产市场低迷直接拖累涉房消费并抑制信心。同时，上半年居民人均可支配收入实际同比增长4.2%，较上年全年放缓0.8个百分点，收入增速放缓限制了消费能力的实质性回升。。

展望未来，在出口高增势头有可能放缓的前景下，着眼于提振内需，促消费政策有望进一步加力。一是，以旧换新政策支持资金额度有望上调，对服务消费的支持也可能从供给端向需求端倾斜；二是，其他类似生育补贴、幼教补贴等有助于促进居民消费的政策工具也有望加码或创新，商品消费边际改善的概率较大，服务消费增速也有望企稳回升。同时考虑到去年下半年以旧换新补贴政策效果减弱，带动基数下沉，我们预计今年下半年社零同比将有所提速，但总体仍将处于偏低增长水平。

6 二季度经济动能转弱，政策有望适度加码

整体来说，上半年 GDP 增速 4.7%、仍处 4.5-5.0%的目标区间；不过，二季度当季 GDP 增速降至 4.3%、则已掉出目标区间，主因投资、消费增速显著走弱，高出口“独木难支”。基于“保 4.5%”的角度，下半年 GDP 增速只需 4.3%左右即可。考虑到 2025 下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，因此实现全年经济目标的压力可能不大，我们预计 7 月政治局会议有望加码稳增长政策，但力度或难超预期。短期政策重心或是狠抓落实、“用好用足”既定政策，做好增量政策储备、节奏“边走边看”，同时聚焦“促消费、稳就业、资金使用节奏、重大项目、基建实物量”等方面，出台针对性、结构性的政策。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。