

年中经济稳中有增 外需强势环境不变

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2026年8月1日

库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调经济逐步上行方向不变。预计下半年外需维持强势，三季度基建存在修复空间，消费或有小幅改善但动能有限，地产投资仍是主要风险。预计今年经济节奏上呈现前低后高态势，二季度是经济增速的底部，下半年实际、名义增速均有一定修复。中性预期下今年经济增速实现4.5%以上目标不难，名义增长则将持续位于5%以上。

显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，但该因素下半年难以再现，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需已有实质性改善，内需改善幅度成为主要影响，尤其是三季度。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格维持强势，但需求-价格正反馈力度尚不足，新涨价方向不变但动能可能受限，下半年再通胀节奏面临考验，步伐放慢可能性大。

政策方面，货币政策全面宽松可能性暂时较低。外部地缘政治风险减小，但能源价格上行的持续冲击仍在。宏观流动性对经济支持不改，名义增速将继续加快，且宏观流动性对大类资产的正向影响不变。

今年上半年财政支出节奏差异较大，加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。我们认为，下半年财政端逻辑重点仍在狭义财政内生性修复，且二季度已经开始体现在收入端。三季度收入叠加政府融资增量上升，支出有望恢复。但地方政府依赖的土地相关收入则可能仍改善缓慢，并造成广义财政外生性增长不确定性。后期财政重点仍位于基建方面，关注支出节奏变动和对经济的带动力。

对于商品市场，外部地缘冲击再添新不确定性，美联储加息预期维持高位，是7月主要的宏观影响因素。但月末上述因素明显下降，尤其是美联储鹰派担忧的约束将会减弱。叠加宏观经济周期存在支持，商品市场或仍将保持震荡向上、板块分化。长期来看，全球经济周期转向、美联储和其他主要央行重回宽松、资源民族主义等因素的综合影响下，商品市场上行趋势不变。



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

6月数据显示，产出仍受外需带动维持强势，但内需尤其是基建、地产依然偏弱，新旧经济的K型分化继续加大。

需求方面看。上半年基建投资呈现先增后降态势，化债挤占资金影响明显。三季度政府净融资增长有预期较高，基建资金面或存在一定改善空间。同时下半年基数整体偏低，同比读数下行空间也相对受限。我们预计，基建投资对总投资和经济继续大幅拖累可能性小，带动作用将有所恢复。

货币政策宽松带来的低融资成本背景下，制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。外贸对制造业投资存在较强拉动，上半年制造业投资仍是投资中的主要增量，整体表现好于基建和地产，或与新基建投资部分位于制造业投资口径下有关。从需求角度看，需求尤其是外需明显改善，对制造业投资信心带动增强为主。资本开支周期叠加AI基础设施建设，则有利于制造业投资形成正反馈。预计下半年制造业投资仍是三大投资中最主要动力。

近两年地产行业资金链自下而上走弱逻辑仍不变。上半年中游资金面收紧有所缓和，但持续性不强，后期仍待观察。政策层面上半年仅以局部、定向调整为主，系统性政策不多。我们认为，下半年仍需关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率上升，而具体节奏仍有待确认。此外，市场期待的财政贴息政策何时出台将是重要看点。

消费方面，上半年情况显示，高基数、收入效应（油价和消费品价格上涨）带来多重影响，消费处于平稳回落之中（增量稳、增速降）。我们仍强调，居民收入是决定消费趋势的关键，上半年居民收入增速连续小幅改善，作为后周期变量，可关注收入-消费正反馈情况，下半年消费存在改善空间。

总体上看，库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调经济逐步上行方向不变。预计下半年外需维持强势，三季度基建存在修复空间，消费或有小幅改善但动能有限，地产投资仍是主要风险。预计今年经济节奏上呈现前低后高态势，二季度是经济增速的底部，下半年实际、名义增速均有一定修复。中性预期下今年经济增速实现4.5%以上目标不难，名义增长则将持续位于5%以上。

- 数据显示，2026年上半年经济逻辑有所转变，呈现名义增长加速、K型分化加剧态势。
- **供给升、需求强、价格涨、库存增。**需求端开始出现内外需同步改善的情况。**库存周期已经进入加库阶段。**
- **通缩已经结束**，再通胀步伐不变。一季度平减指数回升至0附近，二季度大幅上升至1.59%，三年来首次转正。

数据名称	单位	2024	2025	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06
实际GDP累计同比	%	5.00	5.00	--	--	5.20	--	--	5.00	--	--	5.00	--	--	4.70
名义GDP累计同比	%	4.16	3.99	--	--	4.04	--	--	3.99	--	--	4.94	--	--	5.43
工业增加值累计同比	%	5.80	5.90	6.30	6.20	6.20	6.10	6.00	5.90	--	6.30	6.10	5.60	5.40	5.40
制造业PMI	点	49.78	49.57	49.30	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00	50.30
出口金额:累计同比	%	5.82	5.45	6.02	5.78	6.06	5.28	5.33	5.44	10.00	21.80	14.70	14.50	15.50	17.60
进口金额:累计同比	%	1.03	0.23	-2.61	-2.06	-0.90	-0.63	-0.34	0.27	26.60	20.50	23.40	23.90	24.60	26.60
贸易差额:累计值	亿美元	9926	11813	6806	7817	8704	9584	10682	11802	1206	2105	2605	3451	4504	5760
固定资产投资:累计同比	%	3.20	-3.80	1.60	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	--	1.80	1.70	-1.60	-4.10	-5.70
房地产投资:累计同比	%	-10.60	-17.20	-12.00	-12.90	-13.90	-14.70	-15.90	-17.20	--	-11.10	-11.20	-13.70	-16.20	-18.00
基建投资:累计同比	%	9.19	-1.48	7.29	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	--	9.76	9.24	4.92	0.75	-2.41
制造业投资:累计同比	%	9.20	0.60	6.20	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	--	3.10	4.10	1.20	-0.40	-1.20
名义社会消费:累计同比	%	3.50	3.70	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	--	2.80	2.40	1.90	1.40	1.30
GDP平减指数累计同比	%	-0.80	-0.96	--	--	-1.10	--	--	-0.96	--	--	-0.06	--	--	0.70
CPI:累计同比	%	0.20	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.20	0.80	0.90	0.90	1.00	1.00
核心CPI:累计同比	%	0.50	0.70	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.70	0.80	1.30	1.20	1.20	1.20	1.20
PPI:累计同比	%	-2.20	-2.60	-2.90	-2.90	-2.80	-2.70	-2.70	-2.60	-1.40	-1.20	-0.60	0.20	1.00	1.50
PPIRM:累计同比	%	-2.20	-3.00	-3.20	-3.30	-3.20	-3.20	-3.10	-3.00	-1.40	-1.10	-0.50	0.50	1.60	2.40
M2:存量同比	%	7.30	8.50	8.80	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.60	8.60	8.00
贷款余额存量同比	%	7.60	6.40	6.90	6.80	6.60	6.50	6.40	6.40	6.10	6.00	5.70	5.60	5.50	5.20
社融规模存量同比	%	8.00	8.30	9.00	8.80	8.70	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.80	7.70	7.40

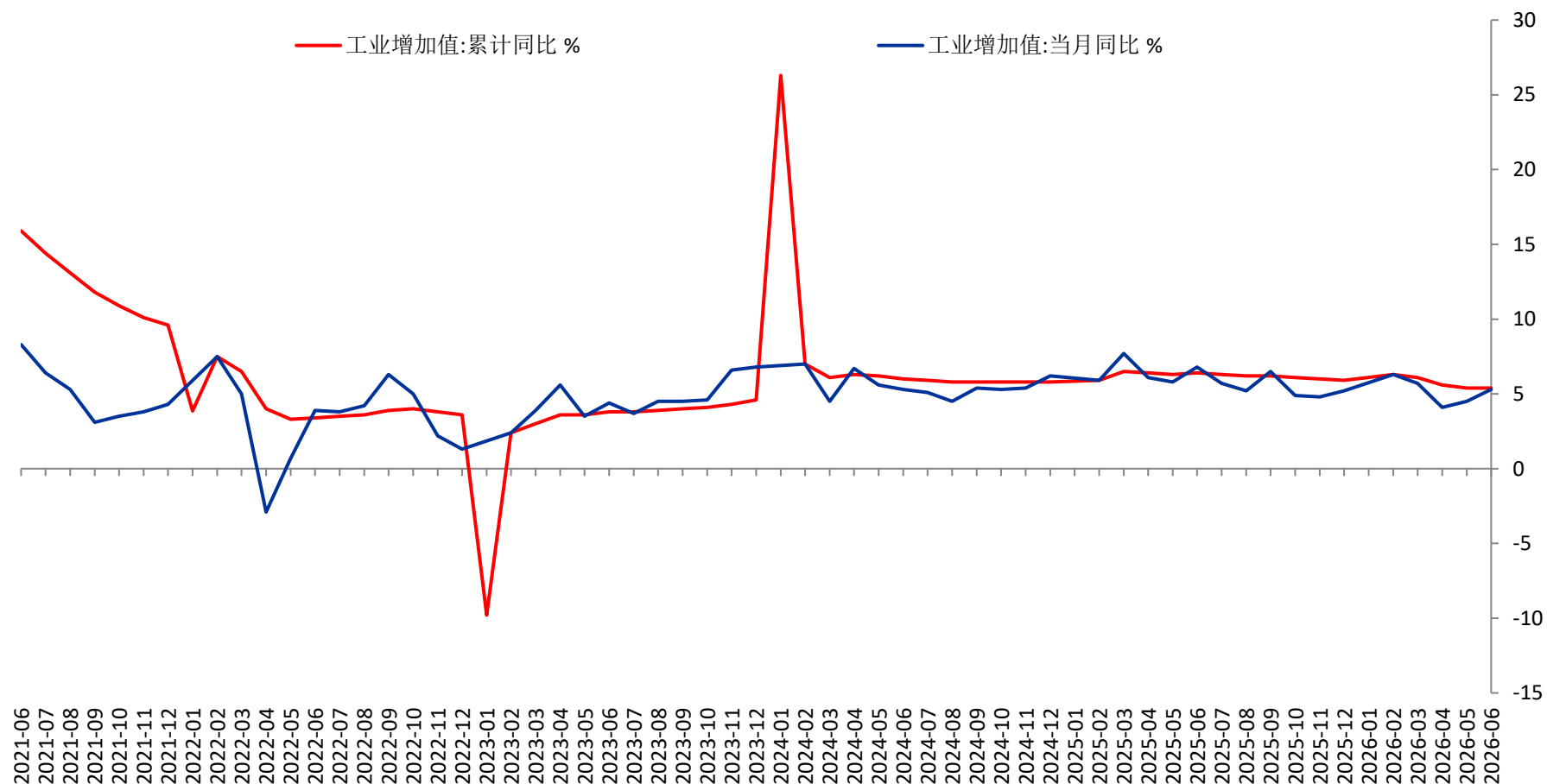
• 数据来源: Wind、ifind, 方正中期期货研究院整理

- 6月中国官方制造业、非制造业、综合PMI均有所回升，也均位于荣枯线以上。
- 6月出口订单走强，与集装箱吞吐量、出口运价、韩国出口等指标情况一致，或表明**外需带动力强势不改**。同时**内需出现明显改善**，与财政投放加速影响有关，与建筑业PMI逻辑一致，暗示**投资数据存在反弹可能**。
- 库存周期方面，产品、原材料净需求回升；产成品、原材料库存均下降且前者下降更多；需求反弹超过供给；原材料价格、产成品价格涨幅继续减缓。情况表明，**库存周期短期接近被动去**，虽然近期多出现非典型波动，但仍认为处于**加库存周期中**。
- 6月出厂价格、原材料价格指标显著回落，反映**新涨价大幅放慢**。地缘政治风险暂告一段落，国际油价持续回落。叠加美联储加息预期维持高位，大宗商品价格整体承压、重心下移，带来原材料短期新跌价因素。预计6月PPI和PPIRM**环比增速显著放缓，且不排除小幅负增长可能**。但**同比受到低基数影响，预计维持稳定或略有上升**。
- 非制造业方面，6月建筑业继续修复、刷新年内高位。其中新订单水平连续两个月大幅改善，显示4月**政治局会议强调的“推动条件成熟的重大工程项目开工”正在落地**，和5月、6月**政府融资回升资金带动增强**。这也暗示后续**基建投资有望修复**，但房地产投资仍有待观察。服务业回升或与上游能源等价格冲击减弱有关，且伴随**暑期服务消费高峰**，服务业PMI有望延续季节性修复。
- 总体上看，需求改善可以说是6月PMI回升的最大动能，且**外需维持强势**的基础上，主要**边际增量或来自于内需企稳反弹**。随着地缘政治风险影响暂时结束，油价开始高位回落，**供给冲击明显缓和**，也有利于需求重新释放。未来**全球经济周期性修复**，国内经济向高附加值产业升级等因素均有利于供需再平衡。我们**预计后期需求仍将带动供给，经济改善的方向不变**。

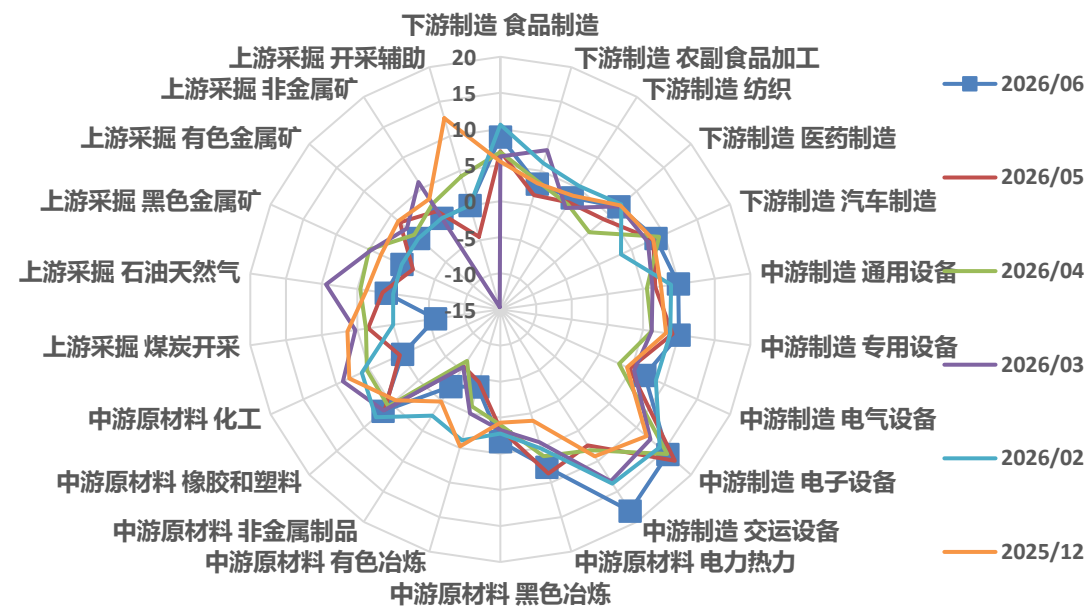
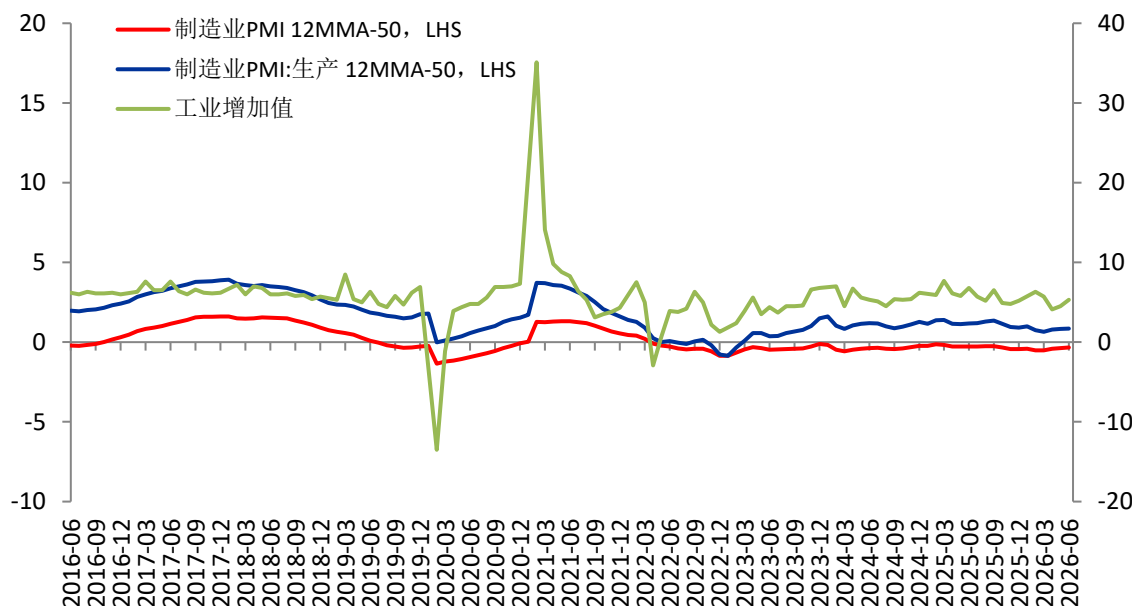
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2026年6月	50.3	51.4	51.2	50.1	47.7	54.2	48.4	48.5	49.9	47.1	49.6	51.4	48.2	54.3
最近10年分位数水平	56%	41%	60%	74%	63%	56%	73%	53%	40%	93%	66%	60%	33%	35%
5年均值	49.9	51.3	50.0	48.0	47.6	51.7	47.8	48.4	49.9	45.2	48.1	50.0	47.1	54.6
5年历史波动率	0.7	1.0	1.1	1.1	1.0	6.0	0.3	0.5	1.3	0.9	1.3	1.5	2.8	2.2
上月数值	50.0	51.2	49.9	48.6	49.3	60.5	48.6	48.6	49.2	46.8	48.8	49.8	51.9	53.9
本月与上月差值	0.3	0.2	1.3	1.5	-1.6	-6.3	-0.2	-0.1	0.7	0.3	0.8	1.6	-3.7	0.4
5年环比平均	0.2	0.6	0.6	0.5	0.1	-3.0	0.1	0.2	1.4	-0.2	0.4	1.4	-0.2	0.4
5年环比历史波动率	0.3	1.5	0.9	1.6	1.9	6.2	0.3	0.5	3.3	0.7	0.3	3.3	0.7	0.3

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

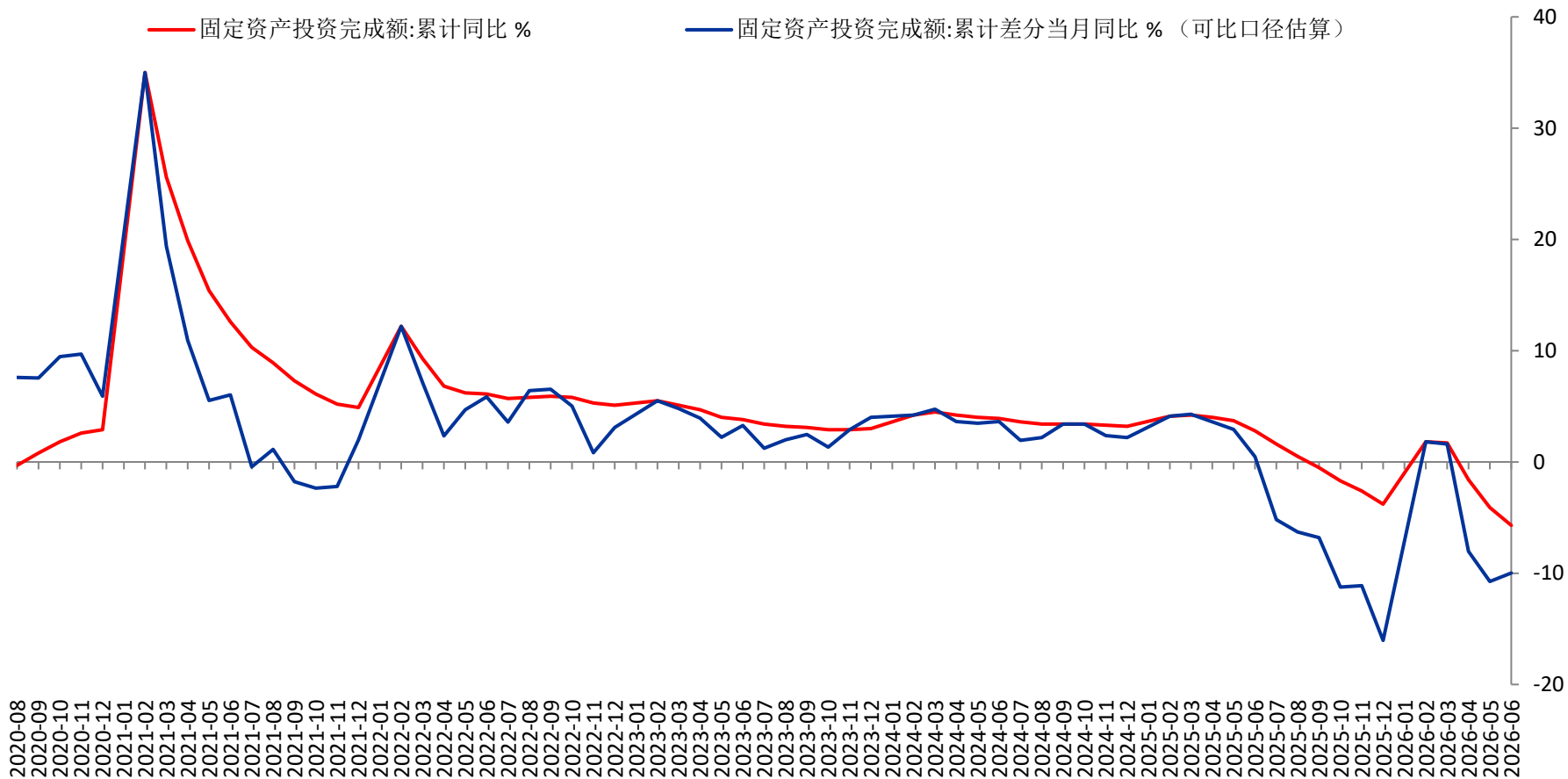
- 数据显示，中国6月规模以上工业增加值累计同比维持5.4%不变，当月同比增速大幅反弹至5.3%，表现明显好于市场预期。6月季调环比增速也加快至0.76%。
- 我们通过计算得到的数据显示，6月名义工业增加值同比增速继续加快至9.4%，并刷新增速高位。



- 总体上看，名义工增同比继续加速，PPI继续加速同时实际工增加速带动更加明显。季调环比增速也进一步加快。企业部门整体营收和利润仍是改善为主。
- 产销率和出口交货值再度强于季节性，尤其是后者绝对增量刷新高位。上半年量价齐升背后外需带动为主的逻辑不变，且按照目前出口看，该情况仍有望持续拉动产出。
- 分项显示，半导体、工业装备、新能源制造业依然非常强势，显示经济转型方向不变，且维持较快速度。化工行业受到原油等原材料限制程度下降，外部冲击有所弱化的，但改善幅度暂时有限。基建和地产对上游相关原材料拖累仍在，边际走弱迹象有所放缓。
- 情况表明，外需以及外需相关的供给强势不改，内需相关行业暂时维持弱势。后期库存周期或仍以主动加为主。但下半年价格对名义增速上行支持力度可能下降，增量需求尤其是内需对供给的带动将迎来考验。

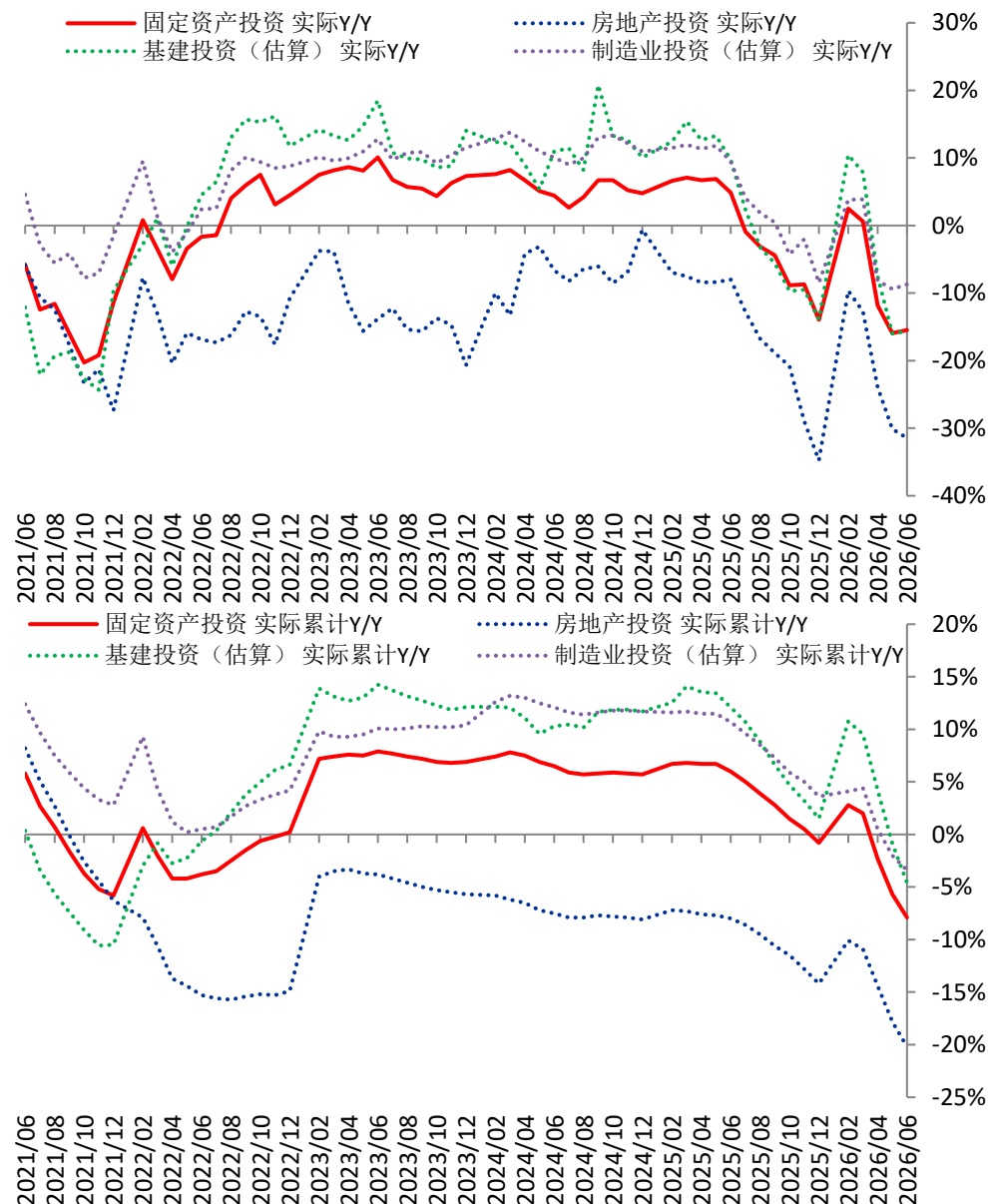


- 投资需求方面，6月城镇固定资产投资累计同比下降5.7%，负增长幅度进一步扩大，表现仍明显弱于预期。
- 分项中，6月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-18.00%、-2.41%、-1.20%，依然为全面减速态势。

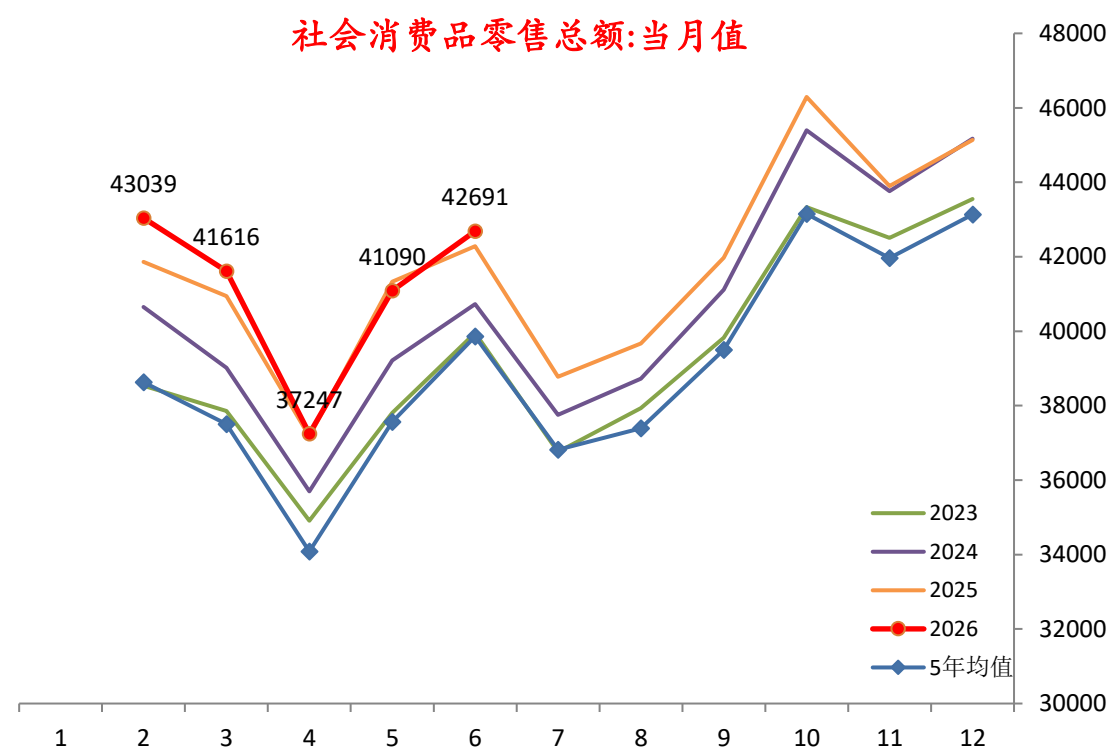
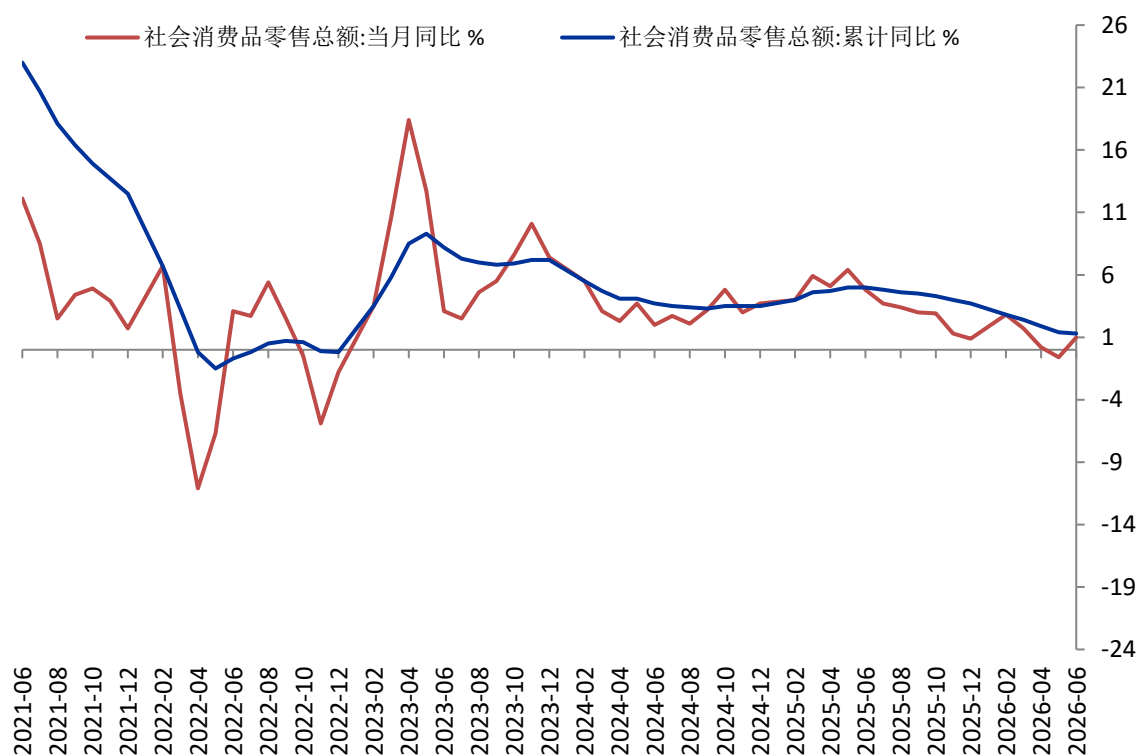


数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 总体上看，6月固投总体，以及其中基建、制造业、地产投资累计继续全面减速。但总体投资、基建投资、制造业投资当月同比跌幅收窄。
- 上半年基建投资呈现先增后降态势，化债挤占资金影响明显。三季度政府净融资增长有预期较高，基建资金面或存在一定改善空间。同时下半年基数整体偏低，同比读数下行空间也相对受限。我们预计，基建投资对总投资和经济继续大幅拖累可能性小，带动作用将有所恢复。
- 货币政策宽松带来的低融资成本背景下，制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。外贸对制造业投资存在较强拉动，上半年制造业投资仍是投资中的主要增量，整体表现好于基建和地产，或与新基建投资部分位于制造业投资口径下有关。从需求角度看，需求尤其是外需明显改善，对制造业投资信心带动增强为主。资本开支周期叠加AI基础设施建设，则有利于制造业投资形成正反馈。预计下半年制造业投资仍是三大投资中最主要动力。
- 近两年地产行业资金链自下而上走弱逻辑仍不变。上半年中游资金面收紧有所缓和，但持续性不强，后期仍待观察。政策层面上半年仅以局部、定向调整为主，系统性政策不多。我们认为，下半年仍需关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率上升，而具体节奏仍有待确认。此外，市场期待的财政贴息政策何时出台将是重要看点。



- 消费方面，6月名义社会消费品零售总额累计同比小幅减慢至1.30%，当月同比则回升至1.0%，表现好于市场预期。
- 季调环比角度看，6月名义社会消费品零售总额季调环比增速为0.38%，较5月数据明显好转。



- 6月社消环比基本符合季节性，基数开始回落，共同推动同比增速回正。
- 消费情况稍有好转，但总体表现仍不佳，处于底部位置附近。下半年开始，商品消费补贴导致的高基数影响逐步减弱，消费增速下行空间相对有限（该因素6月影响已经下降）。油价回落收入效应影响减弱，对服务消费冲击也将下降。
- 分项来看，限上商品消费多数偏弱。石油制品消费受到国际油价上涨影响而回落的逻辑不变，但后期该拖累因素可能有所减弱。小型耐用品如通讯器材持续好转，或受到涨价和更新换代双重影响。地产相关分项弱势不改，家具、家电等仍是房屋销售好转的引致需求逻辑。“商务属性”消费有所改善，与生产端强势有关。
- 上半年情况显示，高基数、收入效应（油价和消费品价格上涨）带来多重影响，消费处于平稳回落之中（增量稳、增速降）。我们仍强调，居民收入是决定消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善三点。上半年居民收入增速连续小幅改善，作为后周期变量，可关注收入-消费正反馈情况，下半年消费存在改善空间。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2026-06	7.40	6.00	4.40	6.30	-2.40		-3.70	-7.40	-8.80	-12.60	-5.70	1.20	0.90
2026-05	7.40	6.00	4.60	4.90	-2.40	-3.80	-3.00	-6.90	-8.40	-11.80	-5.80	0.60	-0.70
2026-04	8.60	6.00	5.40	5.60	-0.70	-4.00	-1.40	-4.00	-7.10	-10.60	-6.40	2.20	-0.10
2026-03	10.00	6.70	5.90	5.90	1.90	-2.20	1.90	0.00	-4.70	-9.10	-6.40	2.90	1.50
2026-02	10.20	6.00	6.60	4.50	4.10	-9.00	8.80	3.30	-2.20	-7.30	-9.70	4.80	2.50
2025-12	9.30	1.00	6.30	5.10	15.70	-2.40	14.60	11.00	-2.70	-1.50	-5.70	2.20	0.70
2025-11	9.90	1.00	6.50	4.80	16.40	-3.20	16.90	14.80	-1.50	-1.00	-5.20	3.20	1.00
2025-10	10.30	0.80	7.40	4.60	18.40	-3.60	19.90	20.10	0.50	-0.20	-5.00	3.80	2.80
2025-09	10.40	0.10	7.40	3.90	19.60	-3.70	21.30	25.30	1.60	0.60	-4.90	0.90	3.30
2025-08	11.00	0.20	7.40	3.30	20.60	-2.90	22.00	28.40	1.80	0.50	-4.60	2.10	3.60
2025-07	11.80	-0.20	7.40	3.10	21.10	-4.30	22.60	30.40	2.20	0.40	-4.10	1.10	4.00
2025-06	12.30	-0.60	7.30	2.90	22.20	-4.10	22.90	30.70	2.60	0.80	-3.40	0.90	5.30

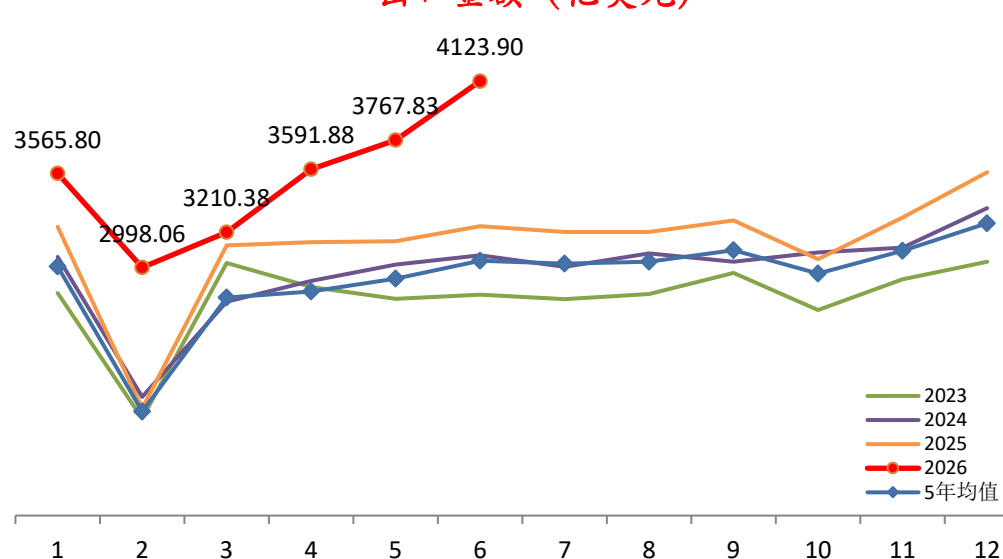
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

海关公布数据显示：

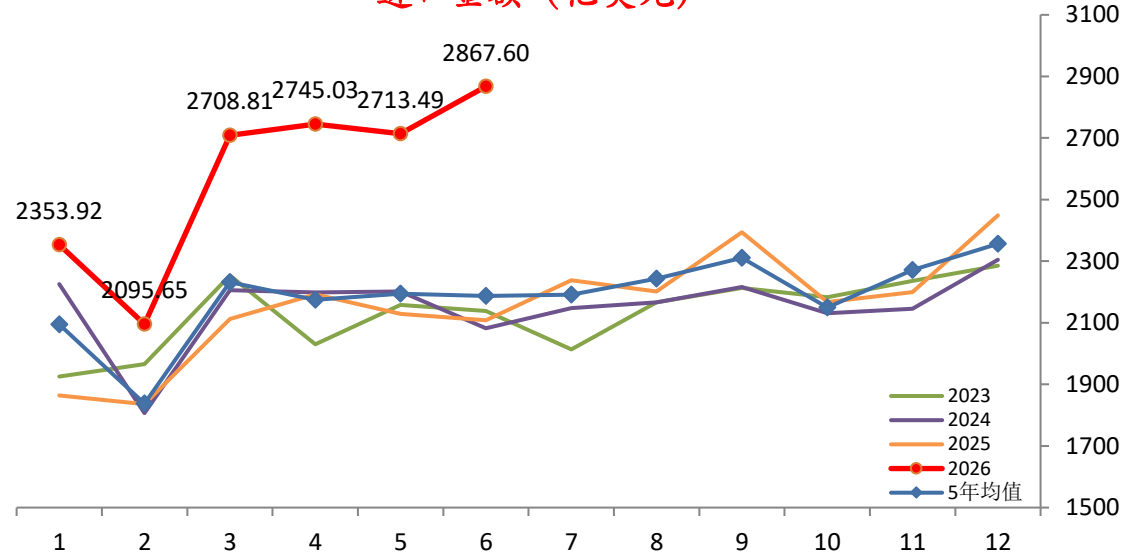
- 中国6月出口金额4123.9亿美元，同比增速较前值大幅上升至27%，表现强于预期较多。
- 6月进口金额2867.6亿美元，同比增速也大幅加快至36%，同样明显强于市场预期。
- 贸易顺差上升至1256.20亿美元。

指标	2026/06	2026/05	2025/06
出口金额（亿美元）	4123.90	3767.83	3246.86
出口同比（%）	27.00	19.40	5.68
进口金额（亿美元）	2867.60	2713.49	2108.46
进口同比（%）	36.00	27.40	1.27
进出口金额（亿美元）	6991.50	6481.32	5355.32
贸易差额（亿美元）	1256.20	1054.34	1138.40

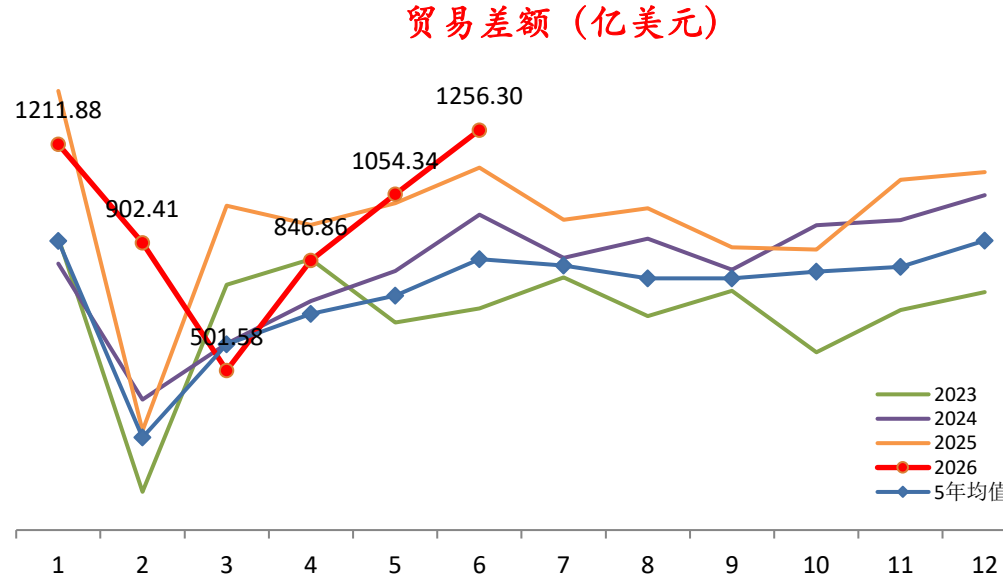
出口金额 (亿美元)



进口金额 (亿美元)



贸易差额 (亿美元)



- 美元计价出口金额边际增量继续大超季节性上升，也明显超过基数影响，对同比增速产生极强带动。
- 进口金额也显著上升，同样明显超过基数影响，推动同比增速加快。
- 进出口同步上升双双刷新历史高点，且出口更强令贸易顺差继续上行。

- 出口方面，不同贸易方式中，一般贸易、来进料加工装配贸易增速均继续加快，增量也继续刷新高位。海关监管和保税区贸易增速从高位回落，主要是基数影响，增量进一步上升。主要大类产品出口方面，高新技术产品、机电产品增速继续加快，其中高新技术产品出口同比增长52.23%，继续刷新高点。机电产品同比也明显上升。劳动密集型产品也有所改善。边际上看，三者全面超季节性上升。主要出口产品中，集成电路出口金额同比飙升121.88%，上行趋势不变；手机、电脑相关呈现季节性波动；家电、汽车（含底盘）出口同比大涨，增量明显超季节性上升。
- 6月科技、半导体产品出口对总出口拉动力仍在进一步增强。算力需求、存储缺口双重作用下，半导体产品量价齐升对出口增量贡献极大（6月集成电路出口金额占整体出口9.3%）。且国内产业链优势显现，产品竞争力提升，全球市场份额上升均有正向影响。长期来看，中国产业升级、出口商品转型大趋势不变，高附加值产品仍为主流方向（新能源、汽车、半导体）。

分类		项目	金额（亿美元）	同比		
				2026/06	2026/05	2025/06
出口	总计	--	4123.90	27.00%	19.40%	5.68%
	贸易方式	一般贸易	2592.50	20.57%	12.28%	5.39%
		来进料加工	796.34	34.90%	29.65%	2.55%
		海关监管和保税区	497.27	53.55%	63.99%	9.71%
	产品类型	高新技术产品	1188.37	52.23%	50.93%	6.91%
		机电产品	2603.34	34.18%	27.36%	8.24%
		劳动密集型产品	530.39	8.03%	0.63%	0.41%
		自动数据处理设备及其零部件	302.56	47.08%	55.72%	-1.45%
		手机	94.38	27.53%	44.29%	-10.36%
		家用电器	92.58	15.33%	9.40%	-9.00%
		集成电路	382.05	121.88%	110.87%	24.22%
		汽车包括底盘和零配件	280.10	47.67%	25.29%	11.92%
	国家地区	发达国家（美国、欧元区、日本）	1161.29	15.18%	16.82%	-2.92%
		新兴国家（印度、巴西、俄罗斯、南非）	374.36	36.01%	22.99%	-4.13%
		亚太地区（香港、台湾、东盟、韩国）	1502.71	42.30%	36.46%	12.59%

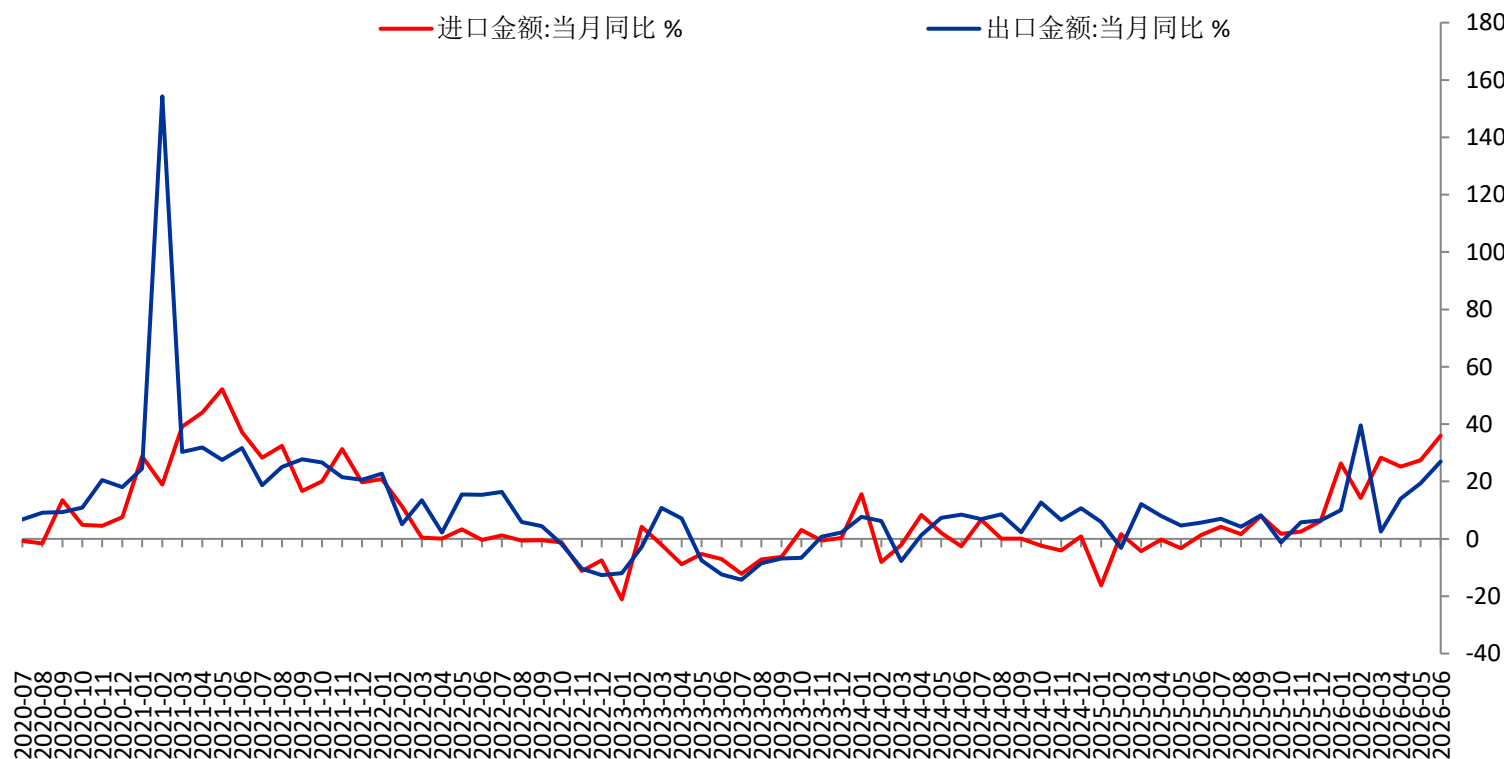
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 进口方面，不同贸易方式中，同样呈现一般贸易、来进料加工装配贸易增速加快，海关监管和保税区贸易增速放缓，三者表现均好于季节性。工业原材料进口方面，大豆、铁矿、铜进口量超季节性上升，原油进口继续回落、弱于季节性，初级塑料进口量暂时稳定，但绝对量偏低。工业中间品和制成品中，高新技术产品、机电产品进口增速大幅加快，绝对增量刷新高位，其中电脑设备、集成电路、半导体元件继续刷新单月纪录。但汽车相关进口小幅回落。
- 进口分项总体受到国内补库存、前期出口走强带动进口的两大逻辑不变。能化相关商品的供给约束仍对相关进口产生拖累，但地缘政治风险缓和后，大宗商品进口有全面恢复迹象（也带有国内补库再加速影响），后期继续关注能否进一步支持能化商品。

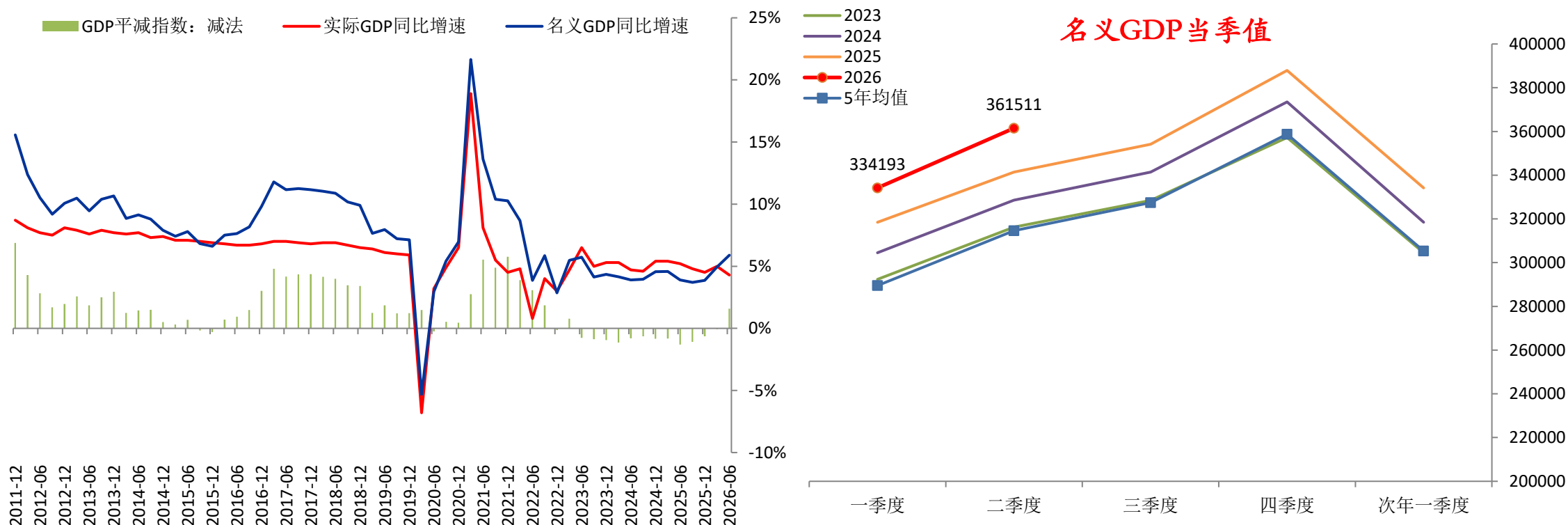
分类		项目	金额（亿美元）	同比		
				2026/06	2026/05	2025/06
进口	总计	--	2867.60	36.00%	27.40%	1.27%
	贸易方式	一般贸易	1573.62	25.58%	12.65%	-2.07%
		来进料加工	544.01	51.20%	44.91%	14.37%
		海关监管和保税区	717.11	52.80%	58.42%	-0.40%
	原材料	大豆（万吨）	1354.72	10.50%	-15.30%	10.35%
		原油（万吨）	2927.16	-41.33%	-29.01%	7.41%
		初级塑料（万吨）	130.99	-34.51%	-39.63%	-10.31%
		铁矿石（万吨）	11268.95	6.36%	-0.43%	8.54%
		铜（万吨）	47.83	3.98%	4.65%	4.55%
	工业品	高新技术产品	1067.32	57.75%	46.82%	9.61%
		机电产品	1261.10	47.46%	38.16%	5.99%
		自动数据处理设备及其零部件	189.94	156.69%	80.14%	8.64%
		二极管及类似半导体器件	24.77	16.58%	4.82%	12.54%
		集成电路	595.96	72.32%	68.04%	11.46%
		汽车包括底盘和零配件	33.87	-18.72%	-17.72%	-29.60%

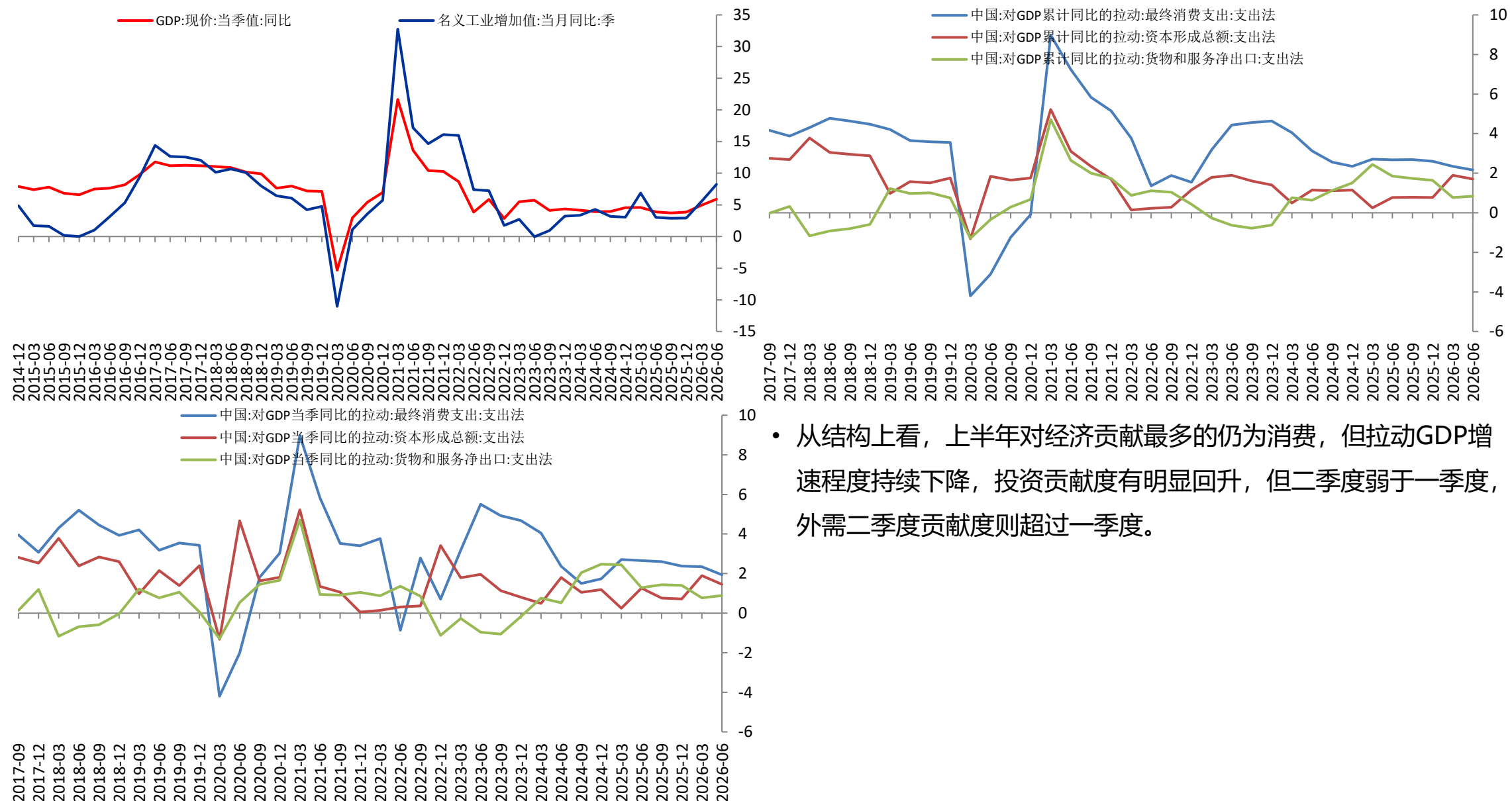
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 上半年进出口总体极为强势，二季度地缘政治风险虽然造成短期、结构性影响，但未动摇整体外部环境，外需对经济的带动持续增强。下游半导体出口与韩国等其他外向型经济体情况一致，中国集装箱吞吐量、港口货物吞吐量、国际海运价格等反映其他商品出口也强势不改。短期来看，上游大宗商品进口冲击逐步结束，外贸正重回经济基本面带动逻辑，主要贸易伙伴PMI也显示出口强势有望维持。
- 长期来看，全球经济周期转向上、贸易冲突风险减弱仍是下半年出口有利因素，AI等新质生产力需求带动全球资本开支增长则带来更强的结构性影响。预计下半年出口仍将稳中有升，外需对经济将有明显拉动。人民币升值的潜在负向影响目前未显现（年内或仍以J曲线效应影响为主）。进口方面，国内补库动力再度增强，后续影响将超过价格冲击，同时继续关注地缘政治风险。政策焦点则仍在未来中美能否降低关税。



- 2026年上半年GDP同比增长4.7%，其中二季度GDP同比增速明显回落至4.3%，是14个季度低位，表现弱于预期。
- 从名义值来看，二季度名义GDP同比大幅上升至5.89%，较一季度的4.97%反弹明显。GDP平减指数大幅修复至1.59%，三年以来首次转正。
- 一季度地缘政治风险影响下油价上涨带来的输入性因素，以及去年上半年低基数作用均为再通胀、摆脱通缩的原因，同去年下半年“反内卷”政策等带来商品价格上升也有持续影响。价格因素对名义产出的带动作用超过增量。





- 2026年上半年情况显示，实际增速明显放缓，但名义增速显著加快，通缩解除、再通胀加速带来的正向影响更为显著。虽然实际增速放慢，但对企业、居民、政府等部门而言，名义增速加快对企业营收、收入增长、财政扩张支持更大。
- 从影响因素上看，需求中净出口和外需显然是上半年经济的核心支持。消费保持增量稳定、增速放慢态势，对经济带动力相对有限。投资则对经济产生一定负向影响，其中地产投资位于地位、基建投资二季度回落均有明显拖累。产出方面，K型分化态势进一步加大，受到国内外经济周期共同影响，新质生产力行业强势、传统原材料行业弱势的对比增强。
- 往后看，库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调经济逐步上行方向不变。预计下半年外需维持强势，三季度基建存在修复空间，消费或有小幅改善但动能有限，地产投资仍是主要风险。预计今年经济节奏上呈现前低后高态势，二季度是经济增速的底部，下半年实际、名义增速均有一定修复。中性预期下今年经济增速实现4.5%以上目标不难，名义增长则将持续位于5%以上。

2026	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.00%	4.30%	4.70%	4.90%	4.73%
			4.60%	4.80%	4.67%
			4.50%	4.70%	4.62%
			4.40%	4.60%	4.57%
			4.30%	4.50%	4.52%

*典型情境下的2026年GDP增速水平，以及对应的全年GDP增速。



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，6月CPI、PPI涨幅一降一升，二者均值维持2.55%不变，CPI-PPI差值下降至-3.1%，降幅继续扩大。预计二季度平减指数上升至1.5%左右，为2023年来首次转正。

6月总体CPI和主要分项多持稳，主要是非食品消费品跌幅明显扩大，背后受到能源价格拖累。食品、核心分项价格基本稳定。

PPI环比增速明显放慢，低基数效应是推升同比加速的主要原因。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量仍在增强，但动能有所减弱。

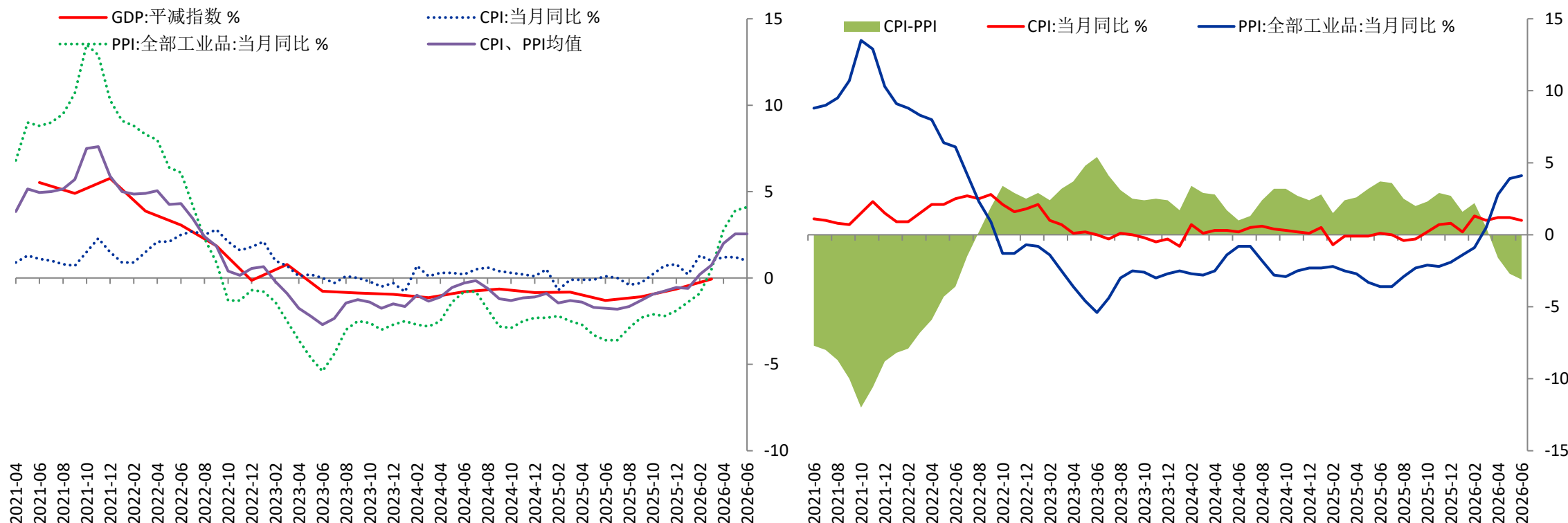
7月初以来情况显示，果蔬价格一升一降，猪肉价格小幅上涨，国内油价跌幅扩大。预计7月CPI环比回升但不及季节性，叠加基数偏高来看，同比涨幅或继续收窄。年内CPI和核心CPI或持稳为主。

PPI方面，7月初以来大宗商品多数走弱，叠加前期跌价的滞后影响，PPI环比负增长可能仍在。且7月开始低基数收敛，同比加速上行压力显著增加。往后看，下半年PPI能否继续升高，新涨价因素是主导。

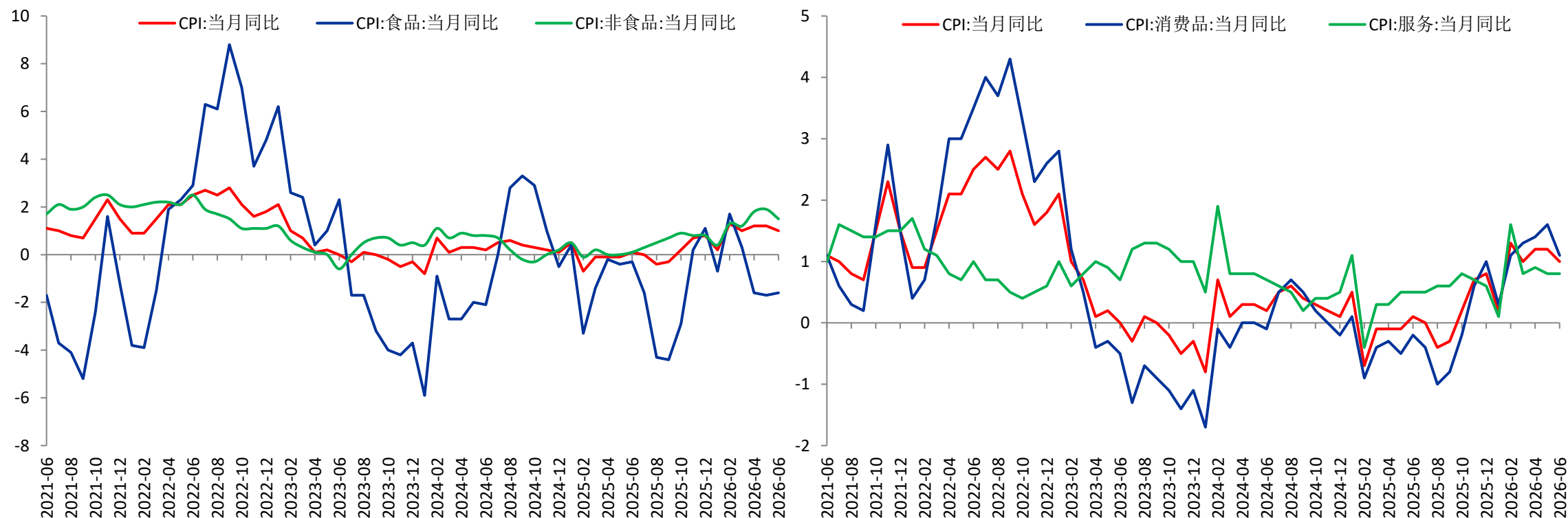
显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，但该因素下半年难以再现，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需已有实质性改善，内需改善幅度成为主要影响，尤其是三季度。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格维持强势，但需求-价格正反馈力度尚不足，新涨价方向不变但动能可能受限，下半年再通胀节奏面临考验，步伐放慢可能性大。

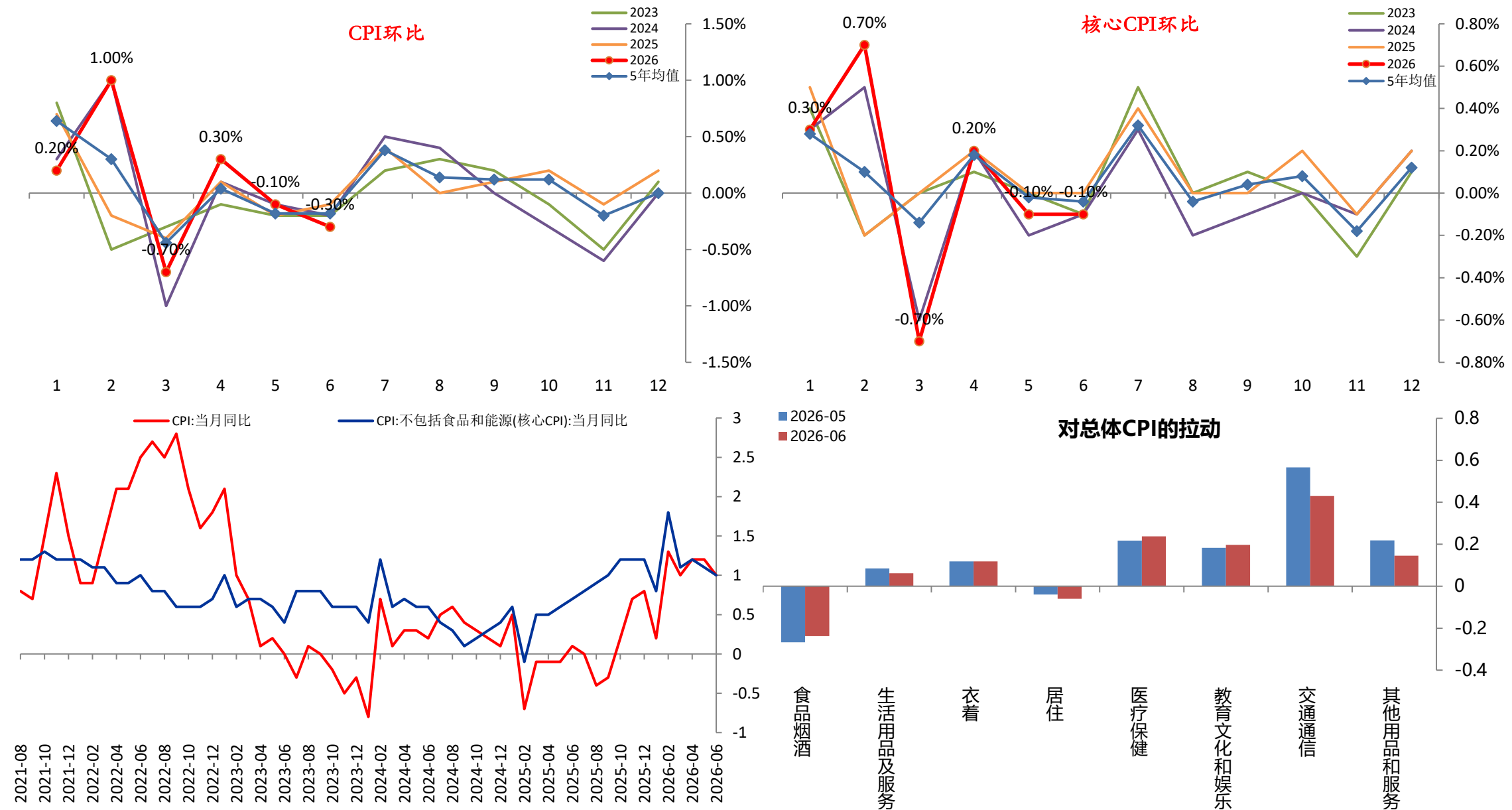
国家统计局公布的数据显示：

- 6月中国CPI同比增速回落至1.0%，略弱于市场预期的1.1%；PPI同比增速继续加快至4.1%，表现符合市场预期，延续3月转正以来上行趋势，增速刷新近4年高位。
- 此外，核心CPI同比增速继续小幅下降至1.0%，总体呈现上行放慢后的震荡态势。



- 总体CPI环比降幅扩大至0.3%，同时基数回升，均导致同比增速放慢。
- 主要分项同比来看，食品跌幅缩小，非食品涨幅明显放慢，消费品丈夫放慢，服务维持不变，核心CPI增速继续小幅回落。
- 环比来看，食品跌幅不变，非食品、消费品跌幅扩大，服务价格持平，核心CPI微跌。
- 6月总体CPI和主要分项多持稳，主要是非食品消费品跌幅明显扩大，背后受到能源价格拖累。食品、核心分享价格基本稳定。



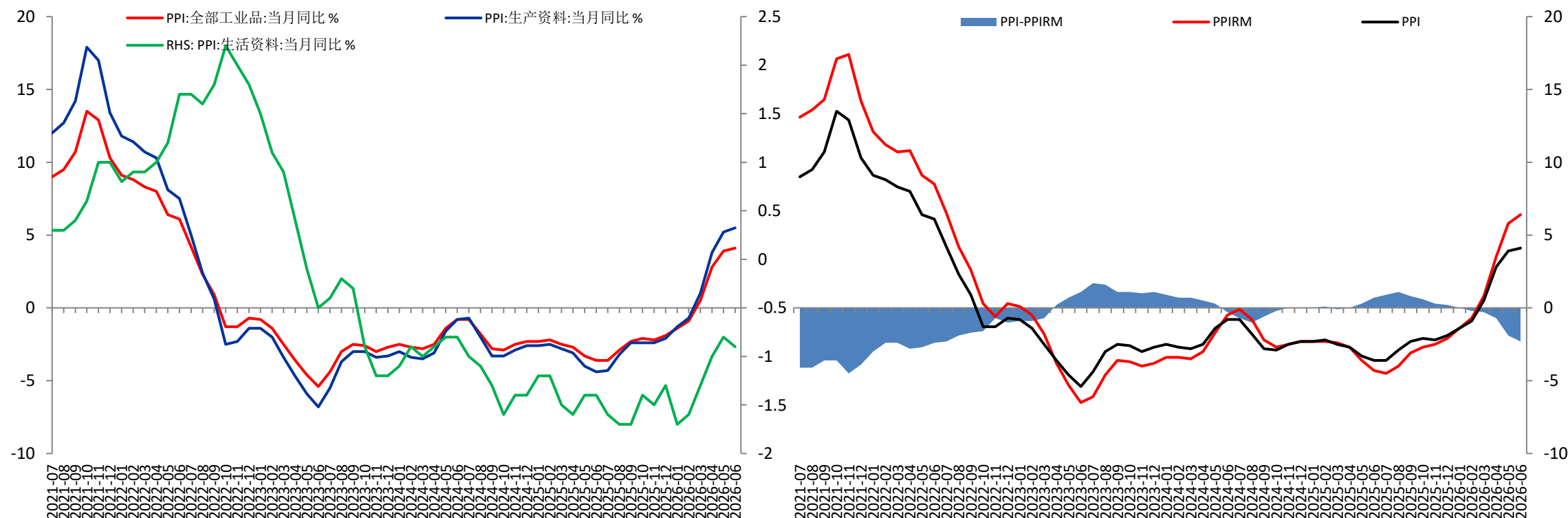


- 总体上看，6月CPI环比弱于季节性，同时基数回升，同比增速因此放慢。
- 总体CPI和主要分项多持稳，主要是非食品消费品跌幅明显扩大，背后受到能源价格拖累。食品、核心分项价格基本稳定。
- 此前拖累食品的鲜菜、鲜果、肉类价格均变动不大或符合季节性。应季农产品大量上市，供需总体平衡。猪肉价格低位持稳，增量带动有限。
- 外部输入性因素对国内油价以及非食品冲击继续大幅削弱。核心服务价格变动不大，季节性波动为主。核心商品仍是主要增量，AI需求、电子产品涨价，以及上游原材料价格向下传导等因素均有影响。
- 7月初以来情况显示，果蔬价格一升一降，猪肉价格小幅上涨，国内油价跌幅扩大。预计7月CPI环比回升但不及季节性，叠加基数偏高来看，同比涨幅或继续收窄。年内CPI和核心CPI或持稳为主。长期来看，经济修复、消费复苏节奏和消费结构，将决定CPI尤其核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位: %	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		1.0	1.2	-0.2	-0.3	-0.03
食品		-1.6	-1.7	0.1	-0.4	-0.80
非食品		1.5	1.9	-0.4	-0.3	0.10
核心CPI		1.0	1.1	-0.1	-0.1	0.00
消费品		1.1	1.6	-0.5	-0.6	-0.23
服务		0.8	0.8	0.0	0.0	0.13
食品烟酒		-0.8	-0.9	0.1	-0.3	-0.50
:粮食		-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.10
:食用油		-1.1	-1.2	0.1	0.0	-0.23
:鲜菜		-0.3	1.6	-1.9	-1.0	-3.67
:鲜果		-0.7	-2.2	1.5	-2.0	-1.23
:畜肉类		-7.3	-7.4	0.1	-0.5	-1.33
:猪肉		-15.9	-16.1	0.2	-0.8	-2.70
:牛肉		4.2	4.2	0.0	0.2	0.57
:羊肉		6.0	6.2	-0.2	-0.1	0.00
:水产品		-0.4	0.6	-1.0	-0.6	-0.60
:蛋类		16.0	6.6	9.4	5.8	4.50
:奶类		-1.7	-1.2	-0.5	-0.3	-0.27
:烟草		-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	-0.10
:酒类		-2.8	-2.9	0.1	-0.3	-0.27
衣着		1.4	1.4	0.0	-0.1	0.07
:服装		1.5	1.5	0.0	-0.1	0.07
:鞋类		1.0	1.0	0.0	-0.2	0.03
居住		-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.07
:租房房租		-0.6	-0.6	0.0	0.1	-0.03
:水电燃料		0.5	0.6	-0.1	0.0	0.03
生活用品及服务		1.3	1.8	-0.5	-0.2	-0.20
:家用器具		2.2	3.4	-1.2	-1.0	-0.37
:家庭服务		1.1	1.1	0.0	0.1	0.07
交通和通信		4.1	5.4	-1.3	-1.3	0.63
:交通工具		-1.1	-1.1	0.0	-0.4	-0.40
:交通工具用燃料		15.3	21.1	-5.8	-4.5	2.23
:交通工具使用和维修		0.5	0.4	0.1	0.0	0.00
:通信工具		7.6	6.6	1.0	0.7	0.90
:通信服务		0.1	0.1	0.0	0.0	0.00
:快递服务		-0.5	-0.5	0.0	0.0	-0.10
教育文化和娱乐		1.4	1.3	0.1	0.0	0.17
:教育服务		0.6	0.5	0.1	0.0	0.00
:旅游		4.5	4.3	0.2	-0.6	1.50
医疗保健		2.3	2.1	0.2	0.2	0.17
:中药		-1.3	-1.4	0.1	0.0	-0.03
:西药		-1.3	-1.4	0.1	-0.1	-0.30
:医疗服务		3.4	3.2	0.2	0.3	0.30
其他用品和服务		6.6	9.9	-3.3	-2.7	-1.20

• 数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理

- PPI环比增速明显放慢至-0.3%，但低基数效应影响仍明显，是推升同比继续加速的主要原因。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量仍在增强，但动能有所减弱。
- PPIRM同比也加速至6.4%。PPI与PPIRM差值继续降至-2.3%，生产者利润受到成本挤压程度进一步加大，尤其是中下游，但该情况后期或有所减弱。

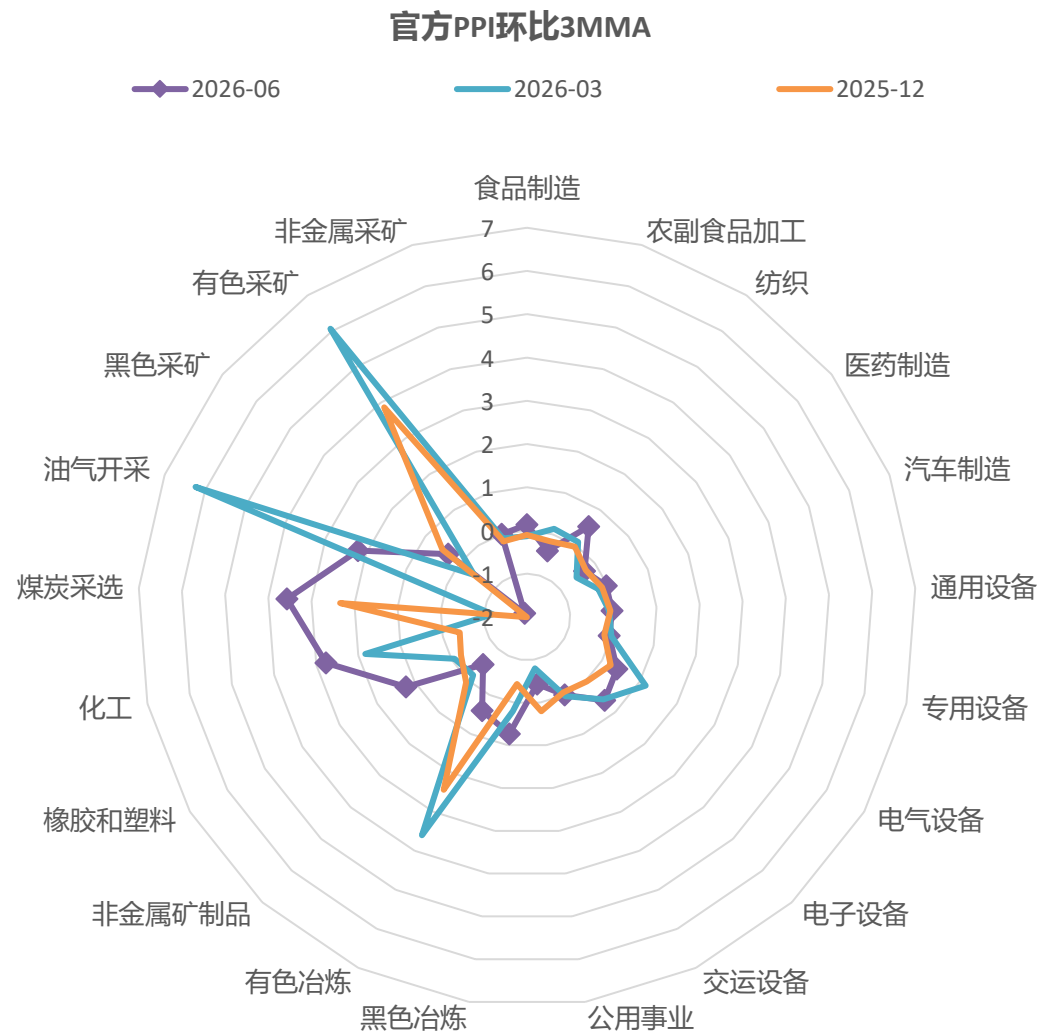


- 产业链角度看。油气开采增速明显回落，下游化工行业也有小幅减慢，橡胶和塑料制品行业则继续加速，煤炭增速则明显加快。有色产业链仍延续强势，上游采选增速放慢较多，但中游冶炼加工增速仅略有下降。黑色产业链修复态势不变，中游黑色冶炼和上游黑色金属矿采选涨幅均继续加快。狭义制造业增速改善为主，其中电气设备、电子设备制造涨幅持续加速，交运设备、通用设备跌幅收窄。消费品制造业中，食品、医药制造跌幅不变，农副食品加工跌幅收窄，纺织业涨继续幅扩大，汽车制造跌幅扩大。
- 情况表明，6月行业PPI改善为主，但行业分化再度加大。上游价格向下游传导态势仍较明显。影响因素上看，地缘政治风险消除后，国际油价已经明显回落，对能化行业价格拉动力显著下降。半导体等行业受到供不应求影响，价格延续上行走势不变，产能约束下叠加AI资本开支带来的需求，其价格上行走势或仍将持续。全球经济周期转向，内需、外需改善，有利于价格稳定。但上半年阶段性供给冲击结束后，上游价格支持力度或下降。后期生产者价格或走向绝对增速转稳，行业分化减弱方向，而由上向下游传导趋势不变。

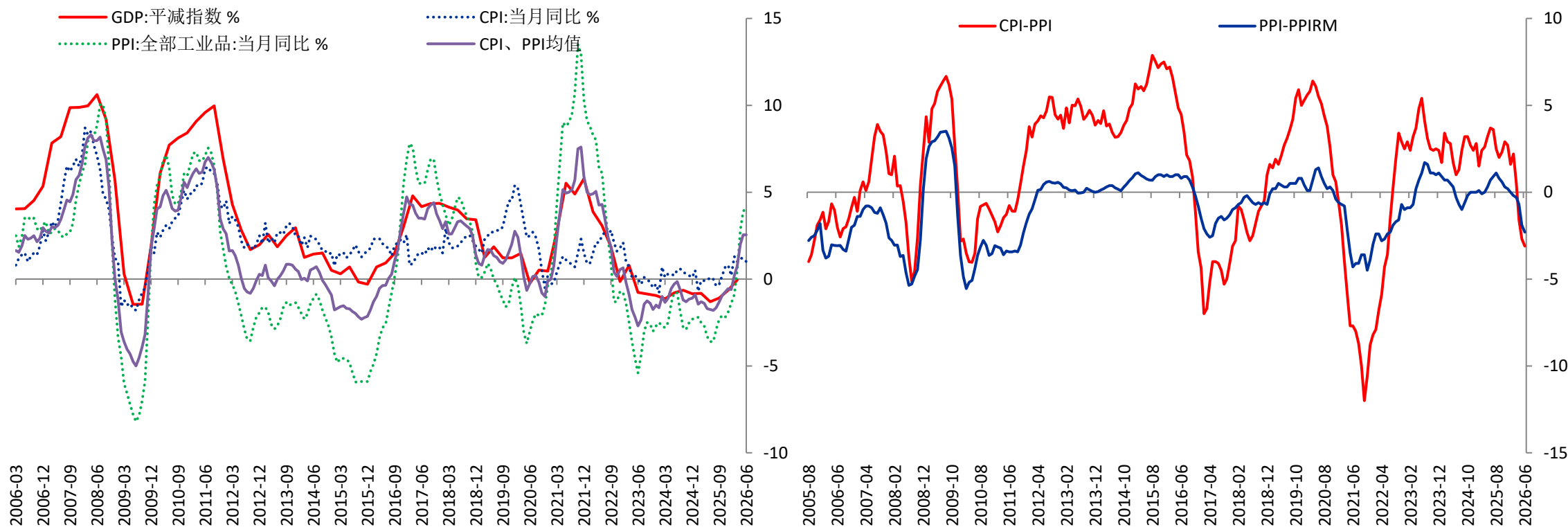
官方PPI同比	下游行业					中游行业												上游行业				
						加工组装					原材料											
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	
2026-06	-1.00	-1.20	1.50	-4.50	-2.10	-0.70			3.30	-0.20	-4.40	3.10	23.40	-3.30	1.40	11.30	20.60	16.80	5.20	25.50	-4.40	
2026-05	-1.00	-1.40	1.10	-4.50	-2.00	-0.90	-0.80	4.50	2.10	-0.30	-4.40	1.00	24.00	-3.40	0.50	12.70	10.00	35.70	3.30	36.50	-5.10	
2026-04	-1.60	-1.30	0.20	-4.70	-2.00	-1.00	-0.90	3.60	1.50	-0.30	-4.20	-1.10	22.50	-4.10	-1.30	8.90	3.10	28.60	1.30	38.90	-5.50	
2026-03	-2.00	-1.50	-0.80	-4.60	-2.50	-1.20	-1.00	3.20	0.40	-0.10	-3.80	-2.50	22.40	-4.20	-3.40	-0.30	-2.20	5.20	0.10	36.40	-4.90	
2026-02	-2.20	-1.50	-1.40	-4.70	-2.40	-1.10	-1.00	2.00	-0.90	-0.30	-5.50	-3.40	22.10	-5.00	-4.20	-3.70	-7.00	-12.90	1.00	30.20	-4.90	
2026-01	-2.10	-1.60	-1.60	-4.40	-2.50	-1.30	-0.90	0.80	-1.60	-0.30	-2.30	-3.70	17.10	-4.60	-4.10	-5.00	-9.80	-16.70	3.00	22.70	-5.40	
2025-12	-1.50	-1.80	-1.80	-3.90	-1.90	-1.70	-1.20	-0.50	-2.20	-0.30	-2.00	-4.70	10.80	-3.40	-3.30	-4.80	-8.90	-11.50	1.80	24.00	-6.80	
2025-11	-1.20	-2.00	-2.00	-3.90	-2.30	-1.80	-1.30	-0.90	-2.10	-0.20	-2.00	-5.20	7.80	-3.10	-3.20	-5.20	-11.80	-10.30	2.40	20.20	-6.40	
2025-10	-1.10	-2.30	-2.20	-3.40	-2.30	-1.70	-1.10	-1.50	-2.00	-0.20	-1.50	-4.50	6.80	-3.10	-2.80	-5.00	-15.60	-8.40	2.10	18.90	-5.30	
2025-09	-1.30	-2.60	-2.40	-3.00	-3.00	-1.80	-1.10	-1.80	-2.50	-0.30	-1.70	-0.60	6.50	-3.60	-2.70	-5.20	-16.80	-8.60	1.50	13.90	-5.00	
2025-08	-1.20	-2.90	-2.40	-2.90	-2.70	-1.70	-1.30	-2.10	-2.40	-0.50	-1.60	-4.00	4.80	-3.10	-2.60	-5.70	-19.80	-9.70	-5.30	11.80	-5.40	
2025-07	-1.10	-3.30	-2.70	-2.40	-2.70	-1.60	-1.20	-2.40	-2.40	-0.30	-1.70	-10.00	2.20	-2.10	-2.50	-6.50	-23.00	-12.60	-9.10	11.10	-5.00	
2025-06	-1.10	-3.70	-2.50	-1.90	-2.20	-1.50	-1.30	-2.40	-2.30	-0.10	-1.30	-11.30	0.90	-1.30	-2.20	-6.10	-21.80	-12.60	-8.80	12.00	-4.30	

• 数据来源：Wind，方正中期期货研究院整理

- PPI环比增速明显放慢，低基数效应是推升同比加速的主要原因。价格对企业整体名义产出、营收同比的绝对带动力量仍在增强，但动能有所减弱。
- PPI与PPIRM差值继续下降，生产者利润受到成本挤压程度进一步加大，尤其是中下游，但该情况后期或有所减弱。
- 行业PPI改善为主，但行业分化再度加大。上游价格向下游传导态势仍较明显。影响因素上看，地缘政治风险消除后，国际油价已经明显回落，对能化行业价格拉动力显著下降。半导体等行业受到供不应求影响，价格延续上行走势不变，产能约束下叠加AI资本开支带来的需求，其价格上行走势或仍将持续。全球经济周期转向，内需、外需改善，有利于价格稳定。但上半年阶段性供给冲击结束后，上游价格支持力度或下降。后期生产者价格或走向绝对增速转稳，行业分化减弱方向，而由上向上传导趋势不变。
- 7月初以来大宗商品多数走弱，叠加前期跌价的滞后影响，PPI环比负增长可能仍在。且7月开始低基数收敛，同比加速上行压力显著增加。往后看，下半年PPI能否继续升高，新涨价因素是主导。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。



- 综合来看，6月CPI、PPI涨幅一降一升，二者均值维持2.55%不变，CPI-PPI差值下降至-3.1%，降幅继续扩大。预计二季度平减指数上升至1.5%左右，为2023年来首次转正。
- 显然二季度再通胀加速受到短期输入性因素影响，但该因素下半年难以再现，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需已有实质性改善，内需改善幅度成为主要影响，尤其是三季度。我们认为，经济周期、产业周期、供需节奏仍有利于价格维持强势，但需求-价格正反馈力度尚不足，新涨价方向不变但动能可能受限，下半年再通胀节奏面临考验，步伐放慢可能性大。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

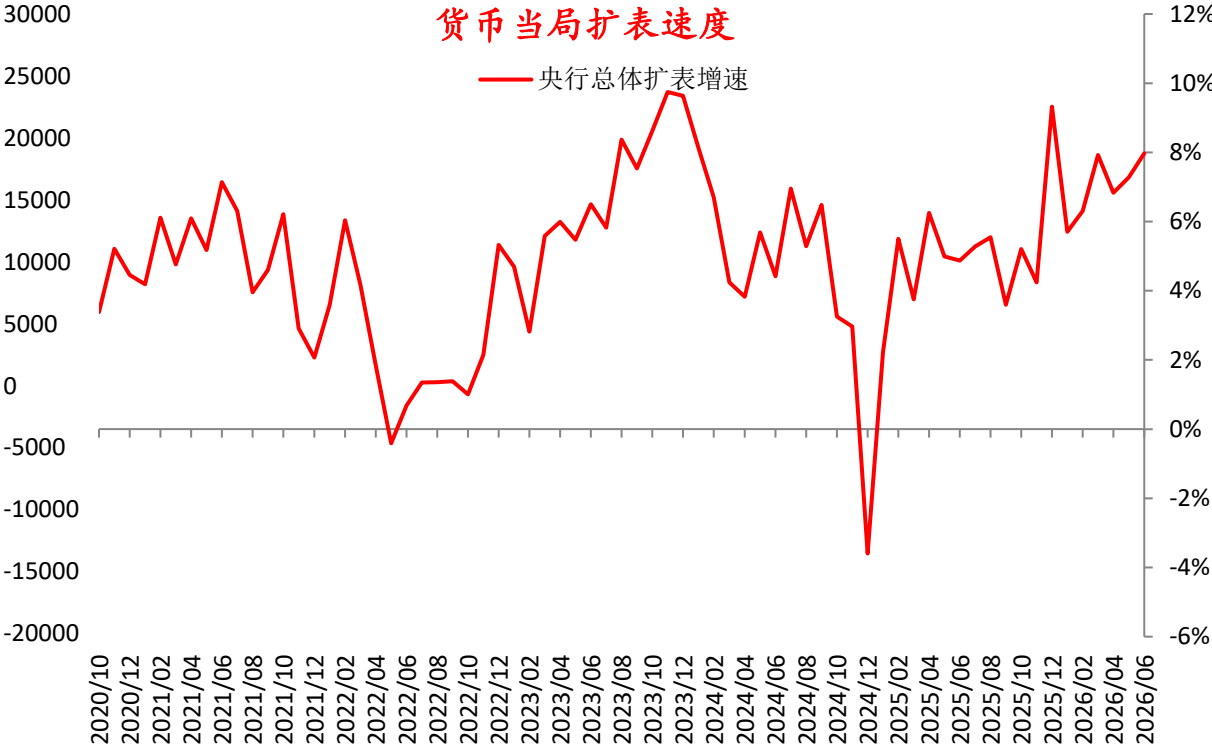
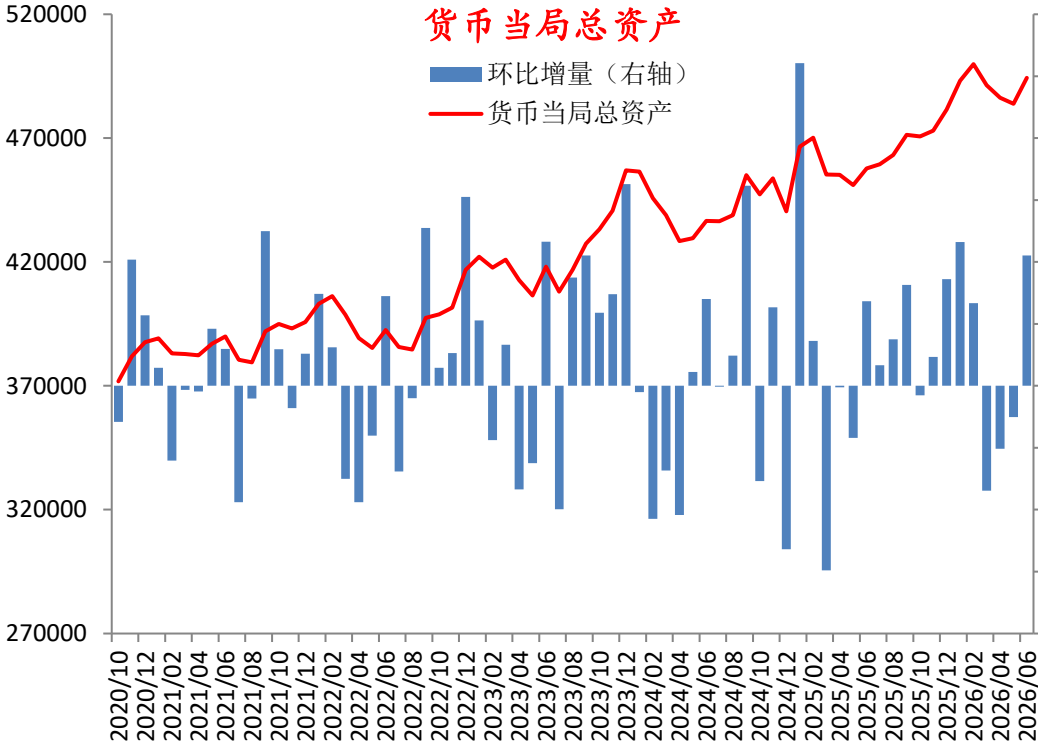
第四部分 汇率与商品市场波动

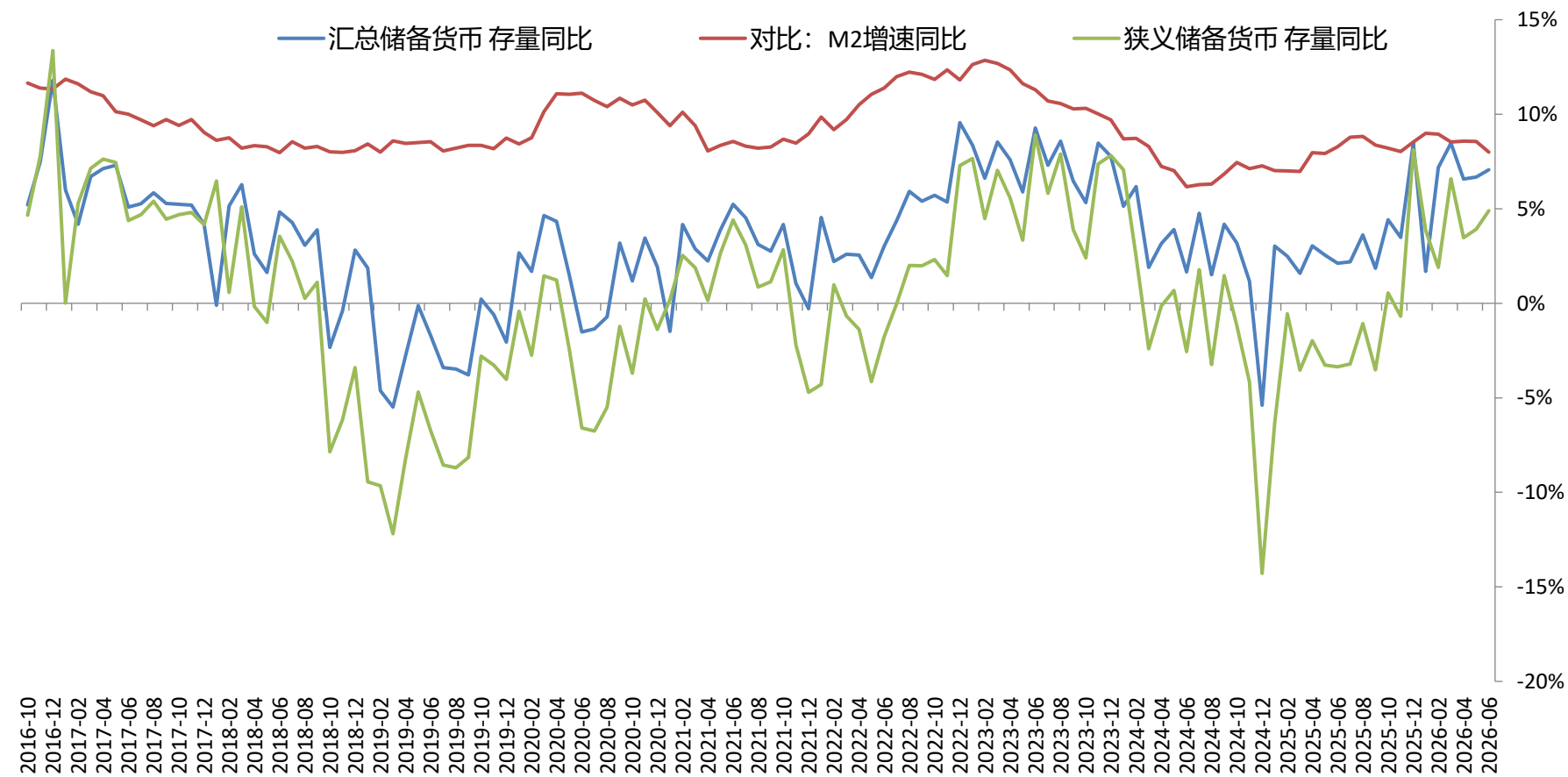
金融角度看，4月政府融资增量继续下降至季节性低点，财政支出对企业和居民流动性支持减弱，关注二季度中后期情况。企业流动性中融资较强，经营回款减弱，或与政府支出存在关联，同时地产短板仍有约束。广义社融增速走弱存在增量偏低、基数偏高的双重影响，后者拖累幅度将从二季度后期开始减弱。

货币信贷增速差回升，主要是社融低于M2增长导致。流动性流向实体经济减速、留存虚拟经济较多，也造成4月以来银行间流动性明显充裕。无风险收益率因此下探低点，与上述指标未发生背离。但5月开始货币信贷增速差对无风险收益率支持下降。此前流动性更多转向股市情况有所变动，动能有所减弱。

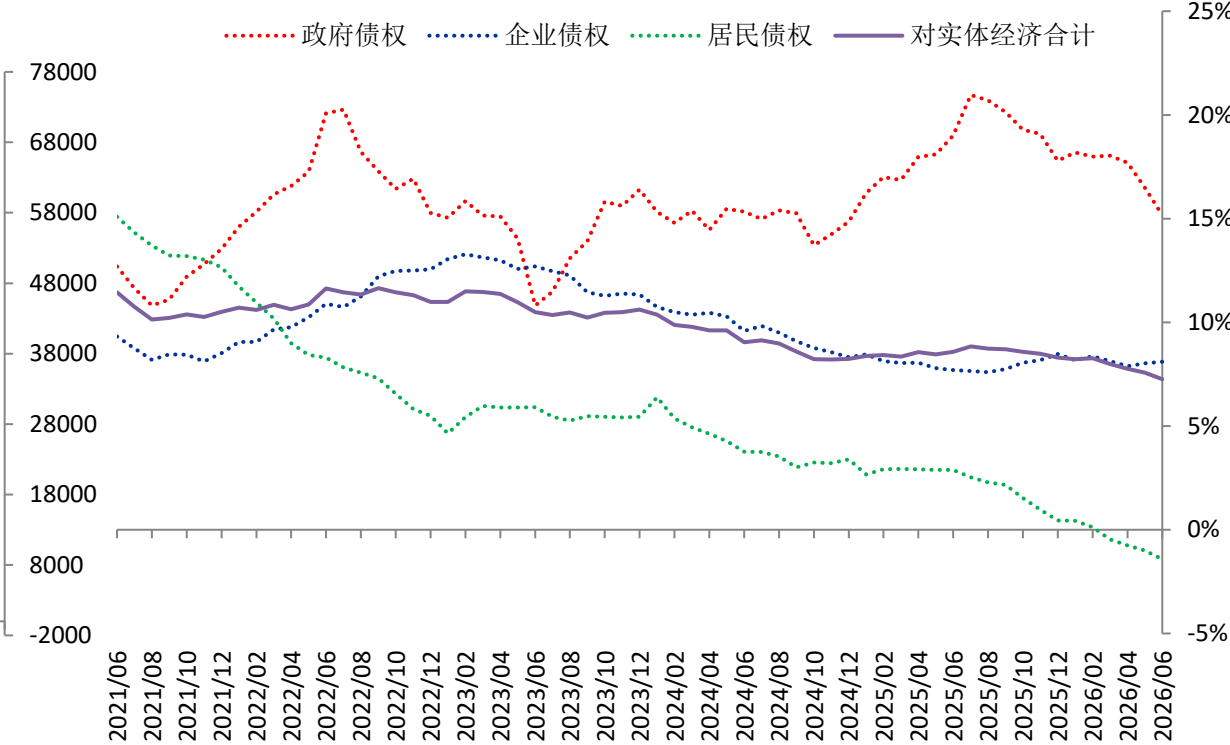
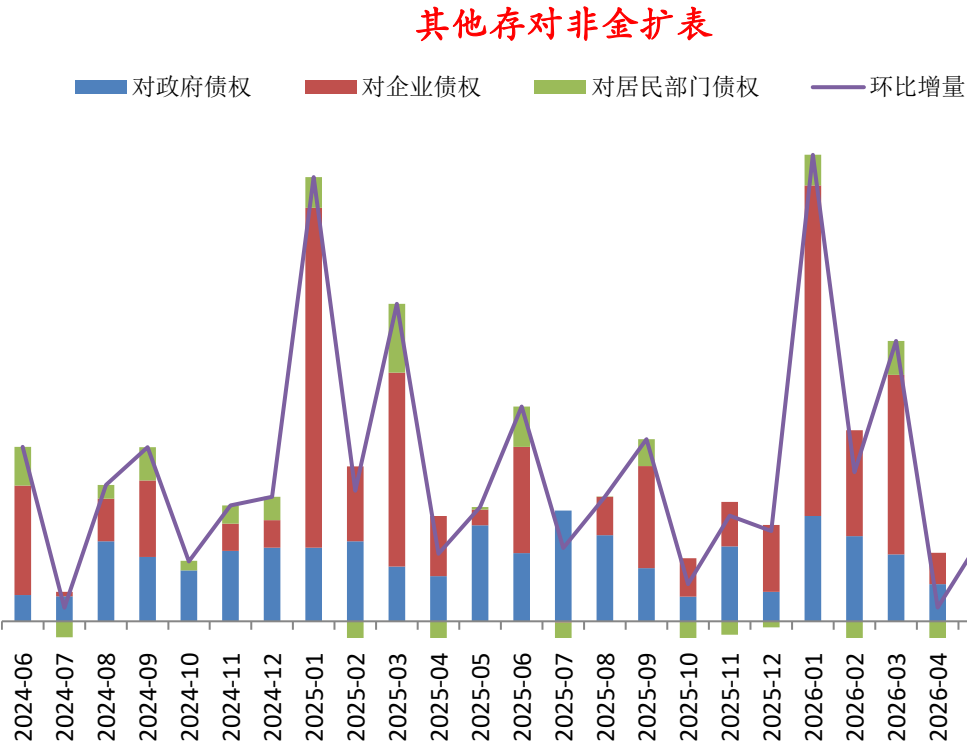
虽然二季度初期经济修复节奏放缓，但今年以来经济总体改善，尤其是再通胀步伐不变。货币政策全面宽松可能性暂时较低。外部地缘政治风险减小，但能源价格上行的持续冲击仍在。宏观流动性对经济支持不改，名义增速将继续加快，且宏观流动性对大类资产的正向影响不变。

今年上半年财政支出节奏差异较大，加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。我们认为，下半年财政端逻辑重点仍在狭义财政内生性修复，且二季度已经开始体现在收入端。三季度收入叠加政府融资增量上升，支出有望恢复。但地方政府依赖的土地相关收入则可能仍改善缓慢，并造成广义财政外生性增长不确定性。后期财政重点仍位于基建方面，关注支出节奏变动和对经济的带动力。

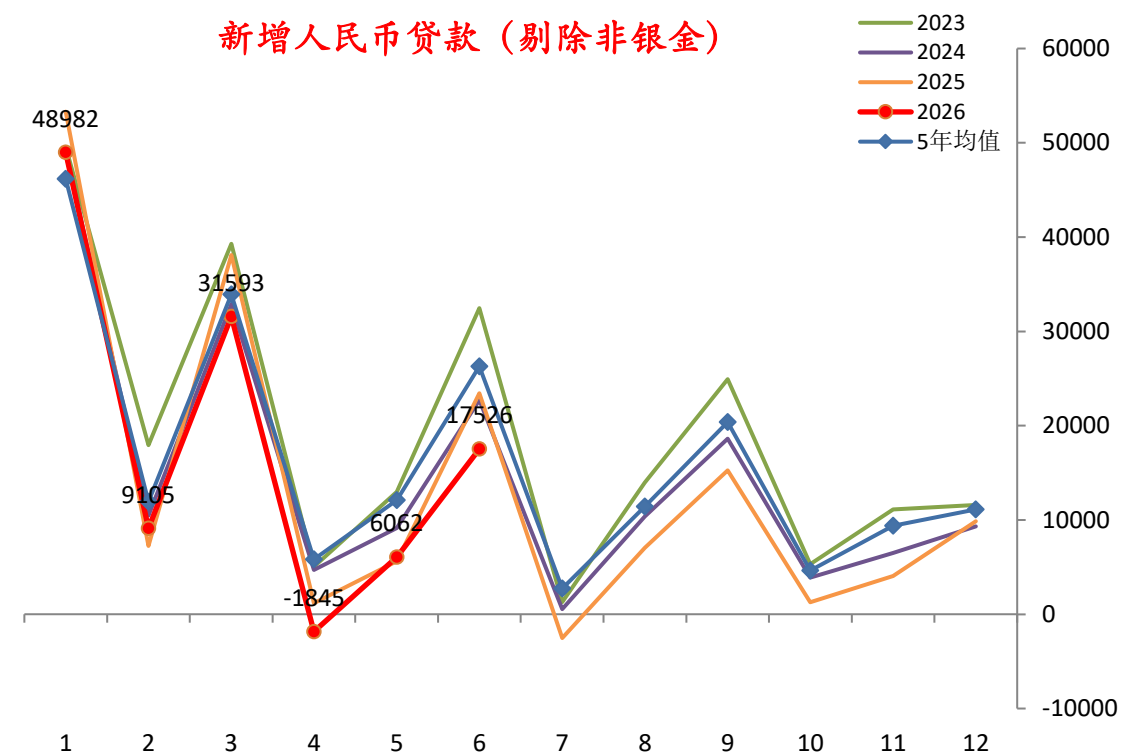
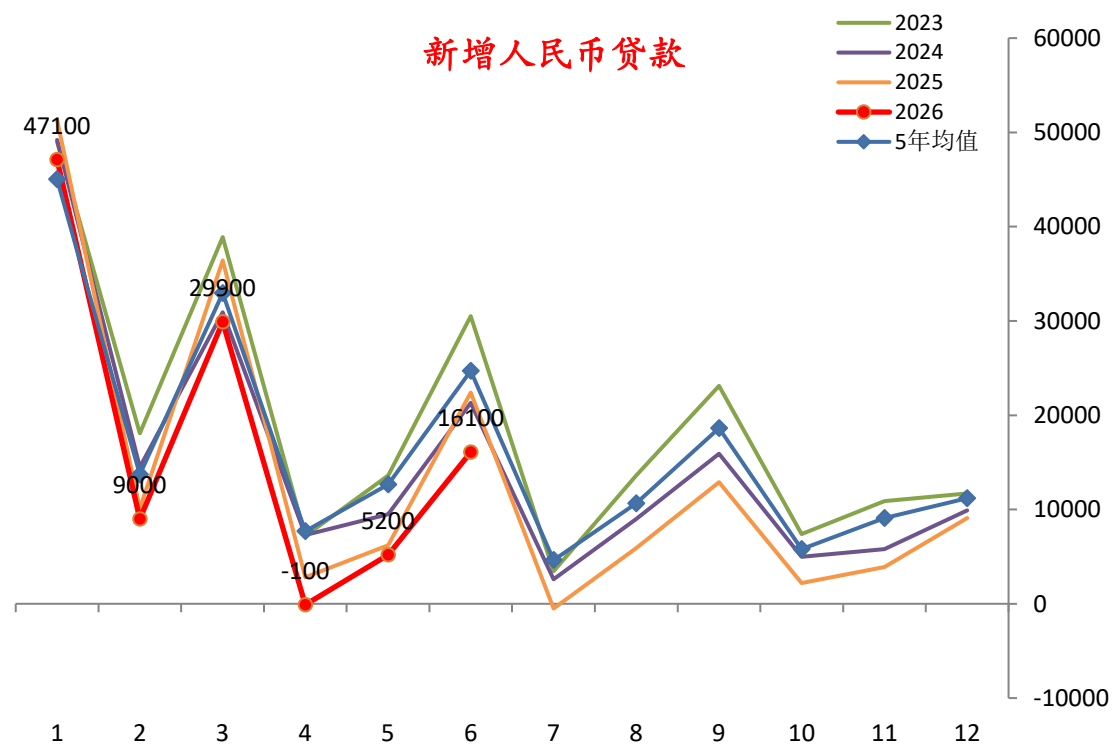


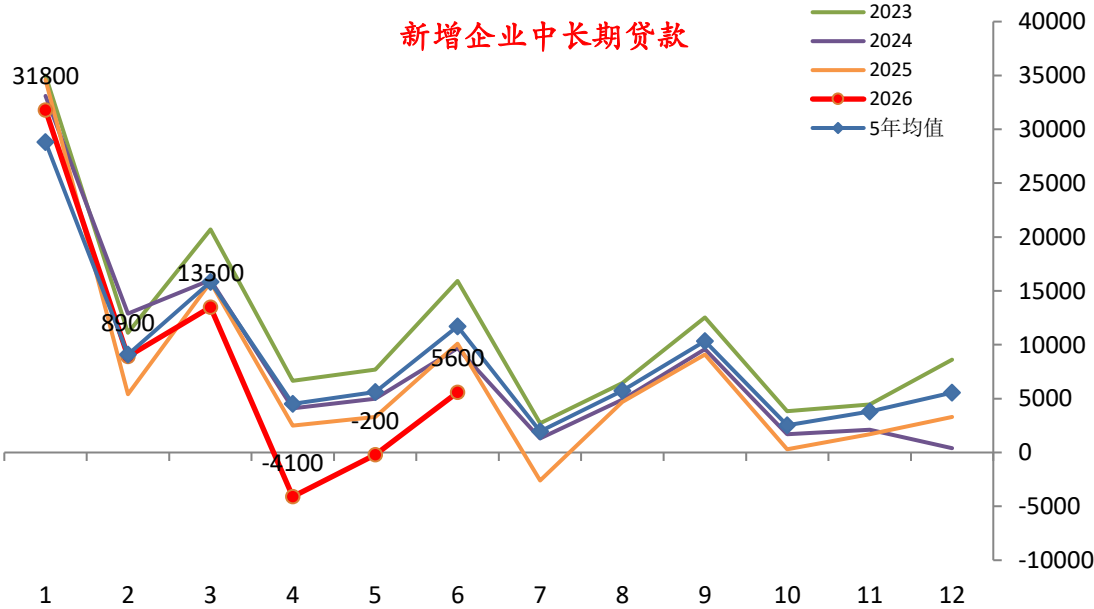
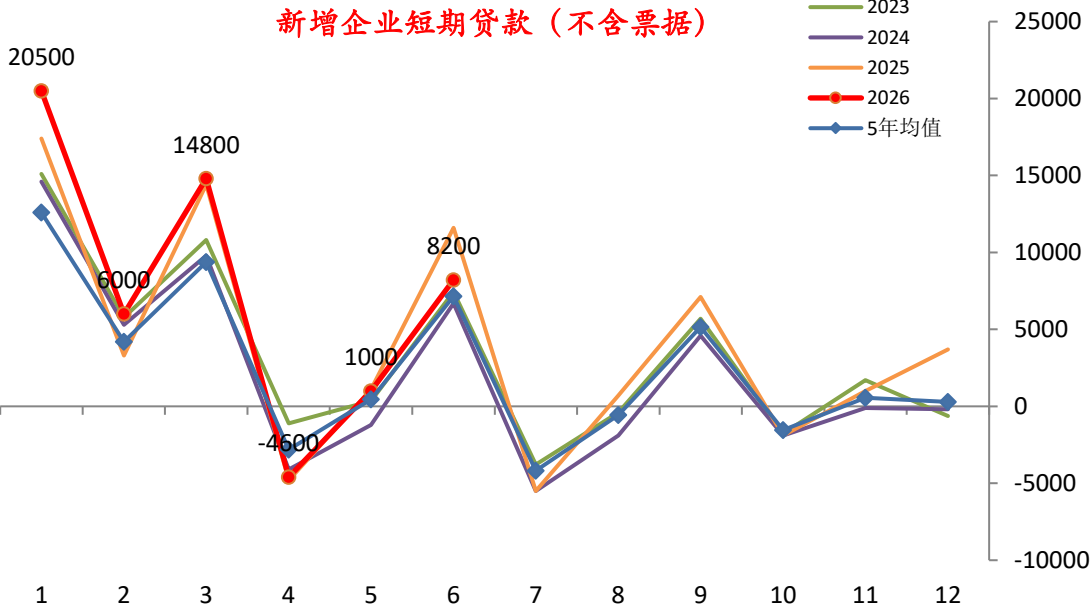
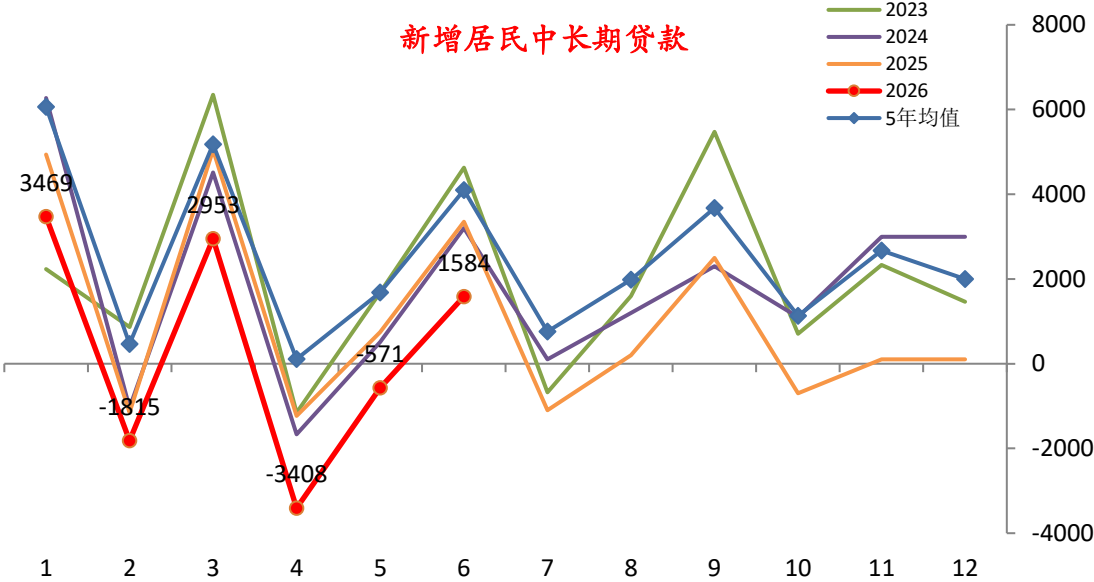
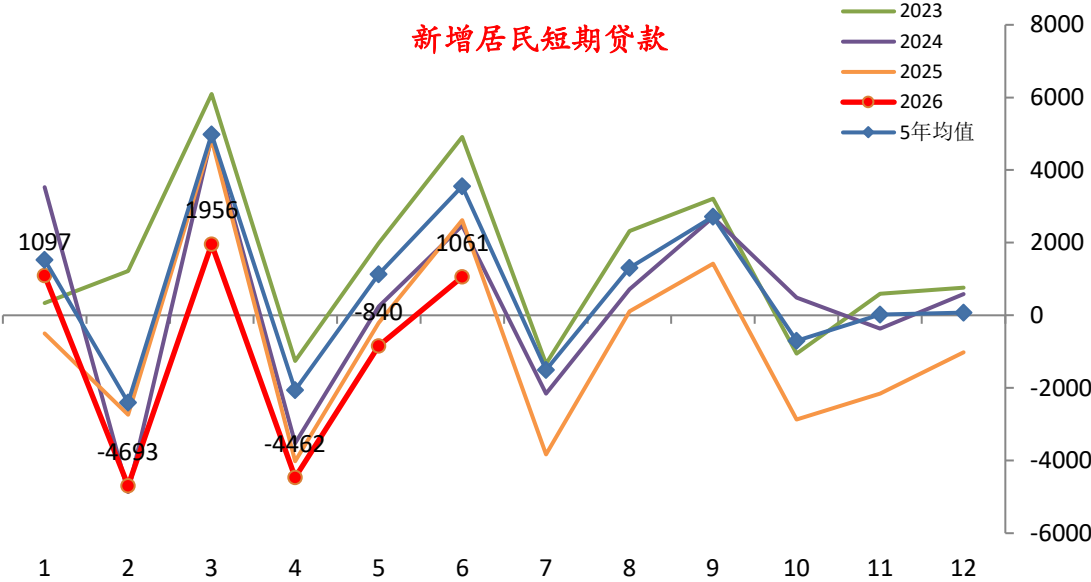


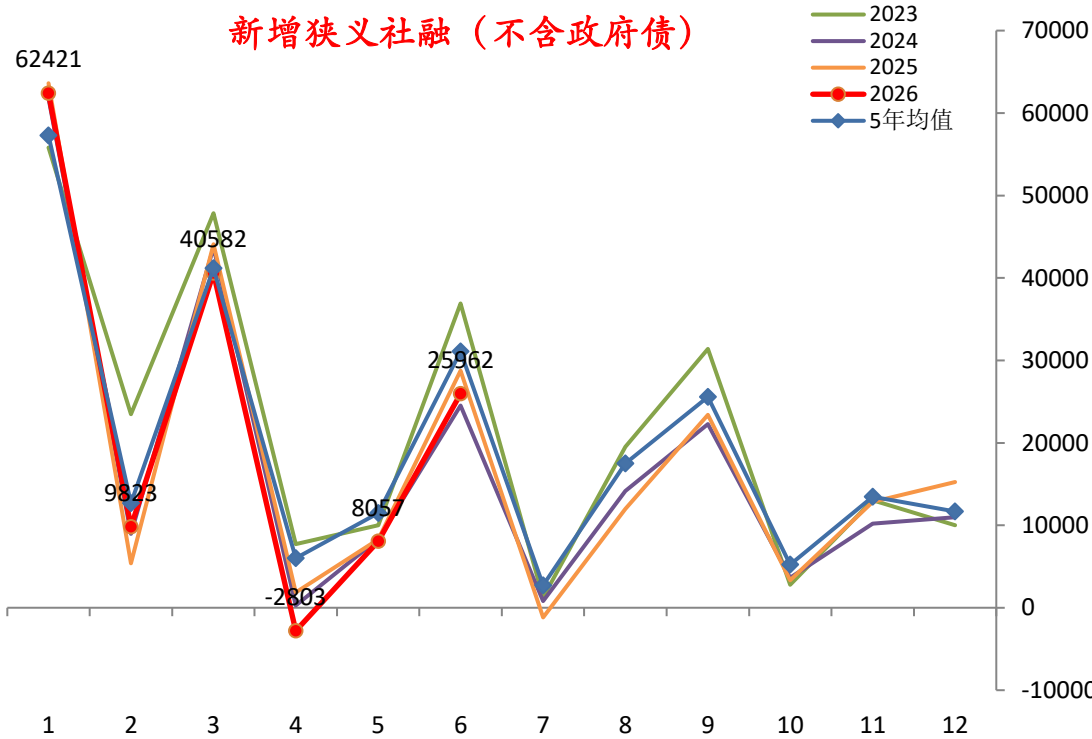
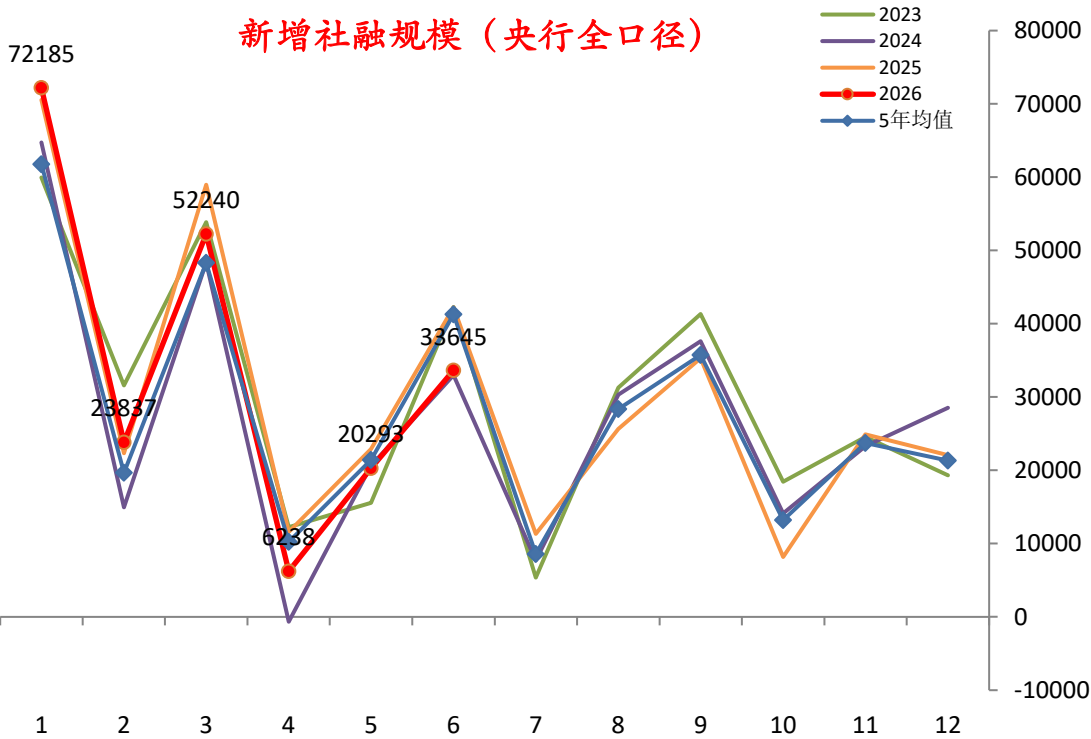
- 汇总储备货币=外汇占款+央行常规工具+政府存款+国外净资产+其他
- 狭义储备货币= 汇总储备货币- 现金- 非金存款- 其他存款性公司存款



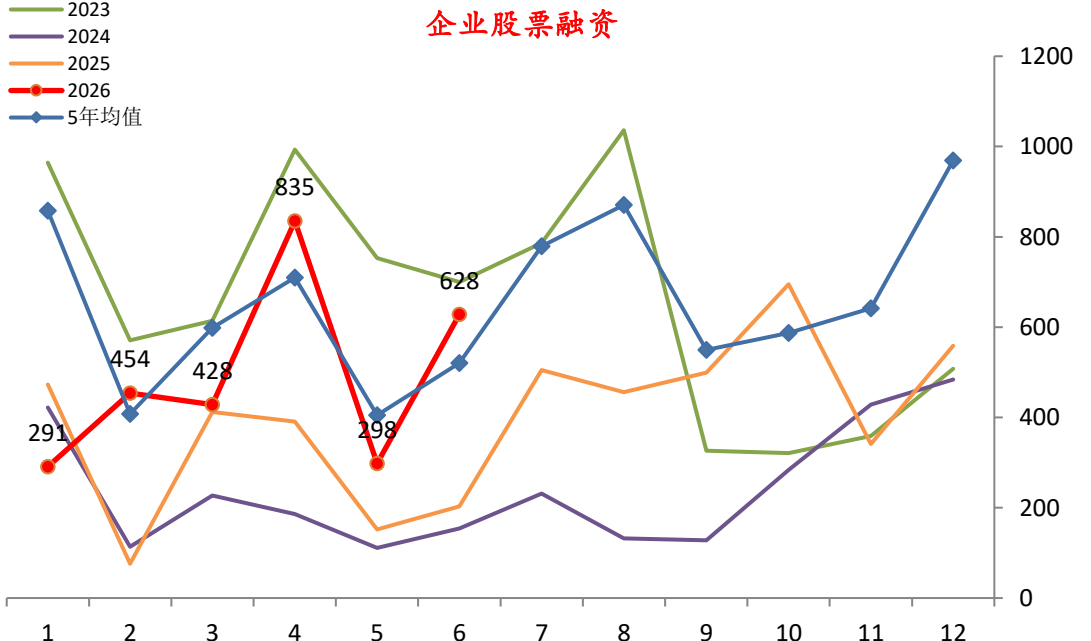
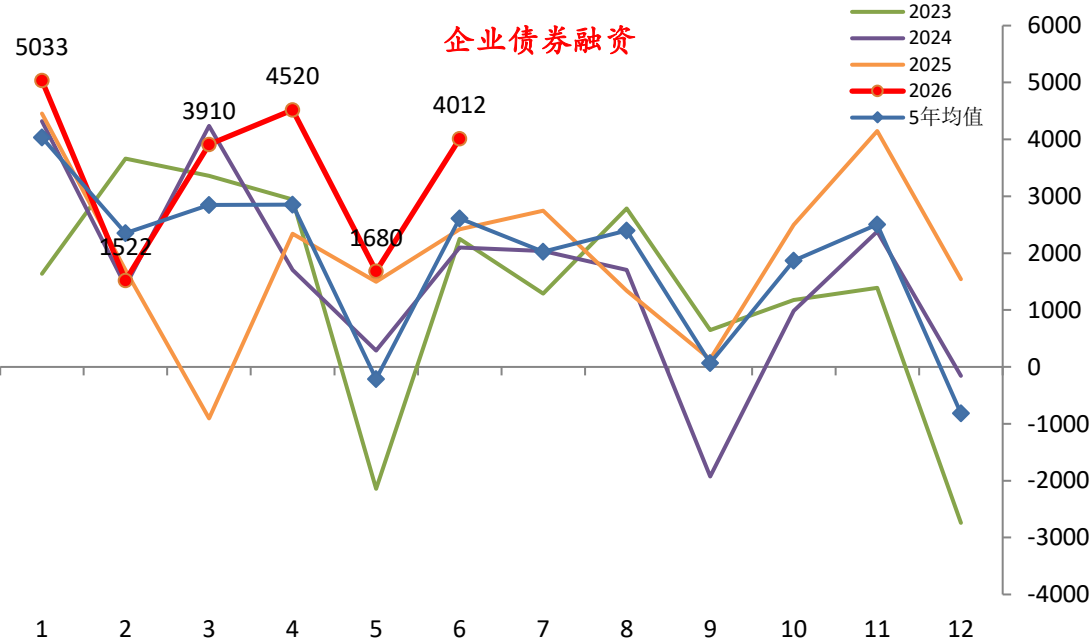
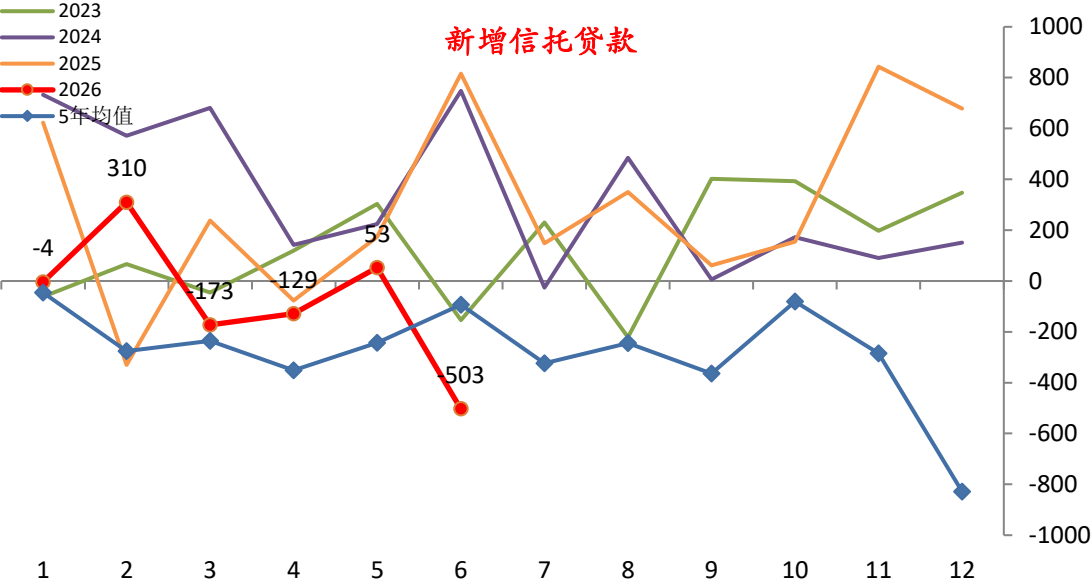
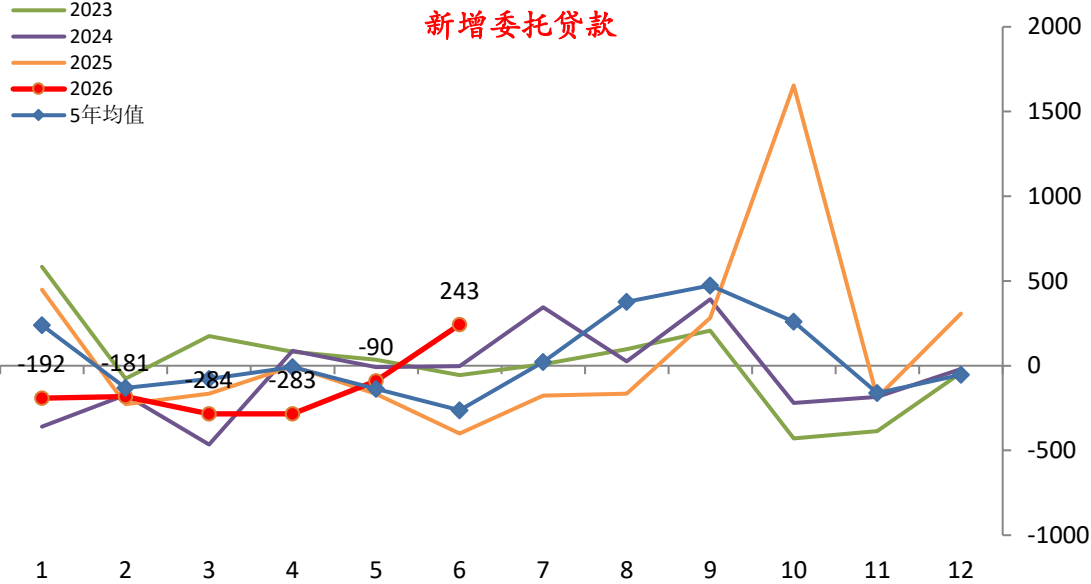
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

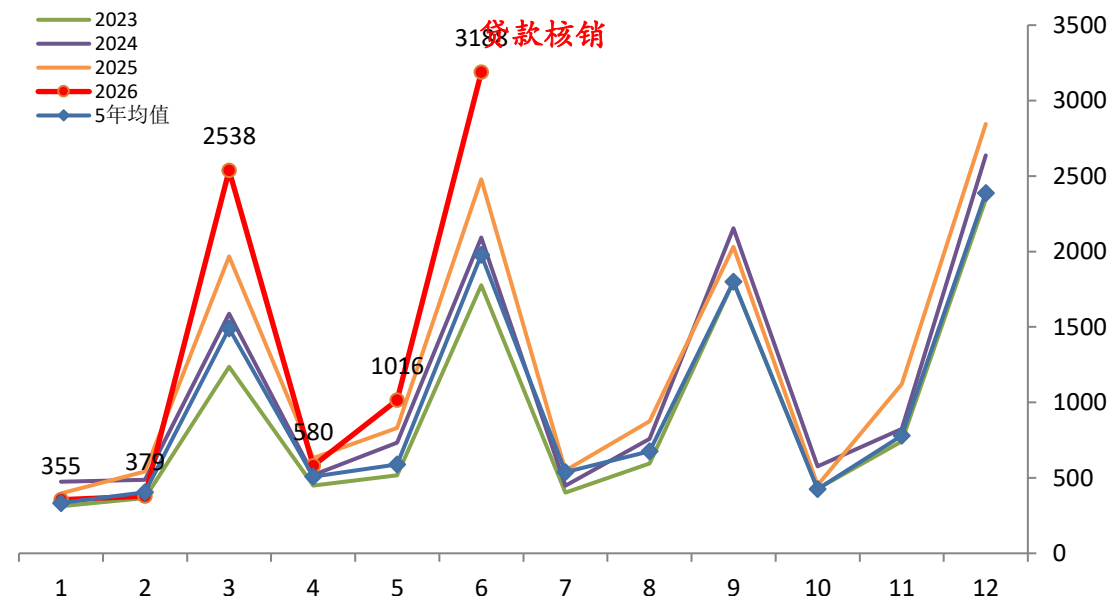
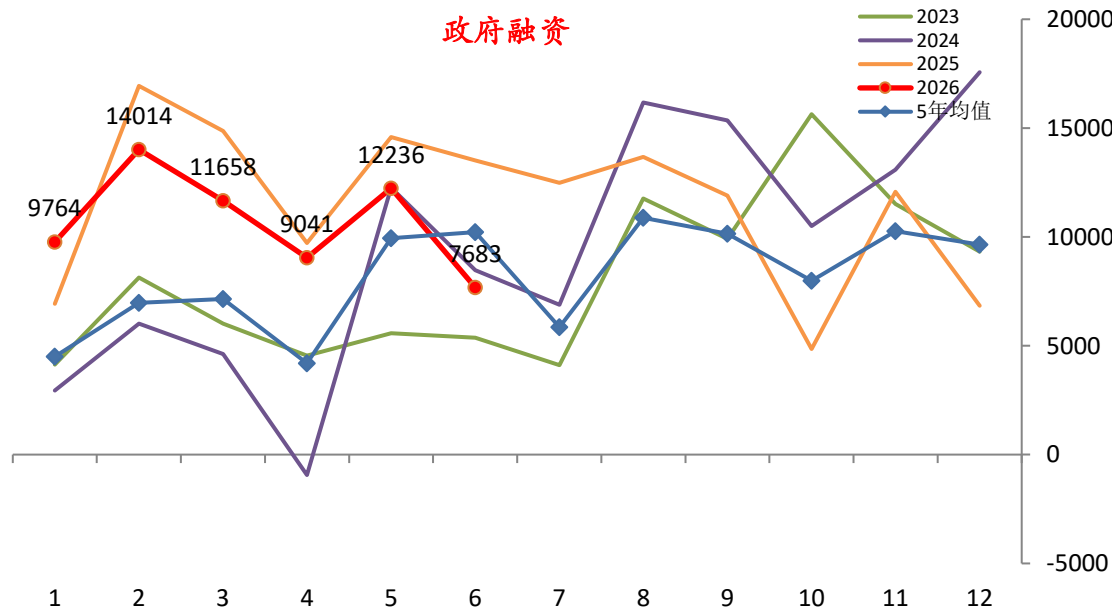
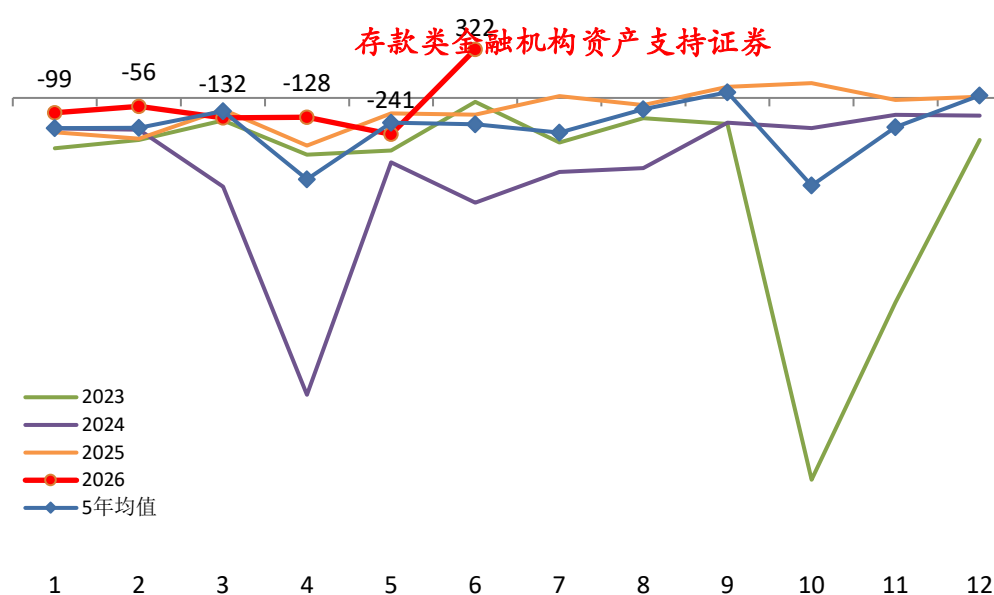




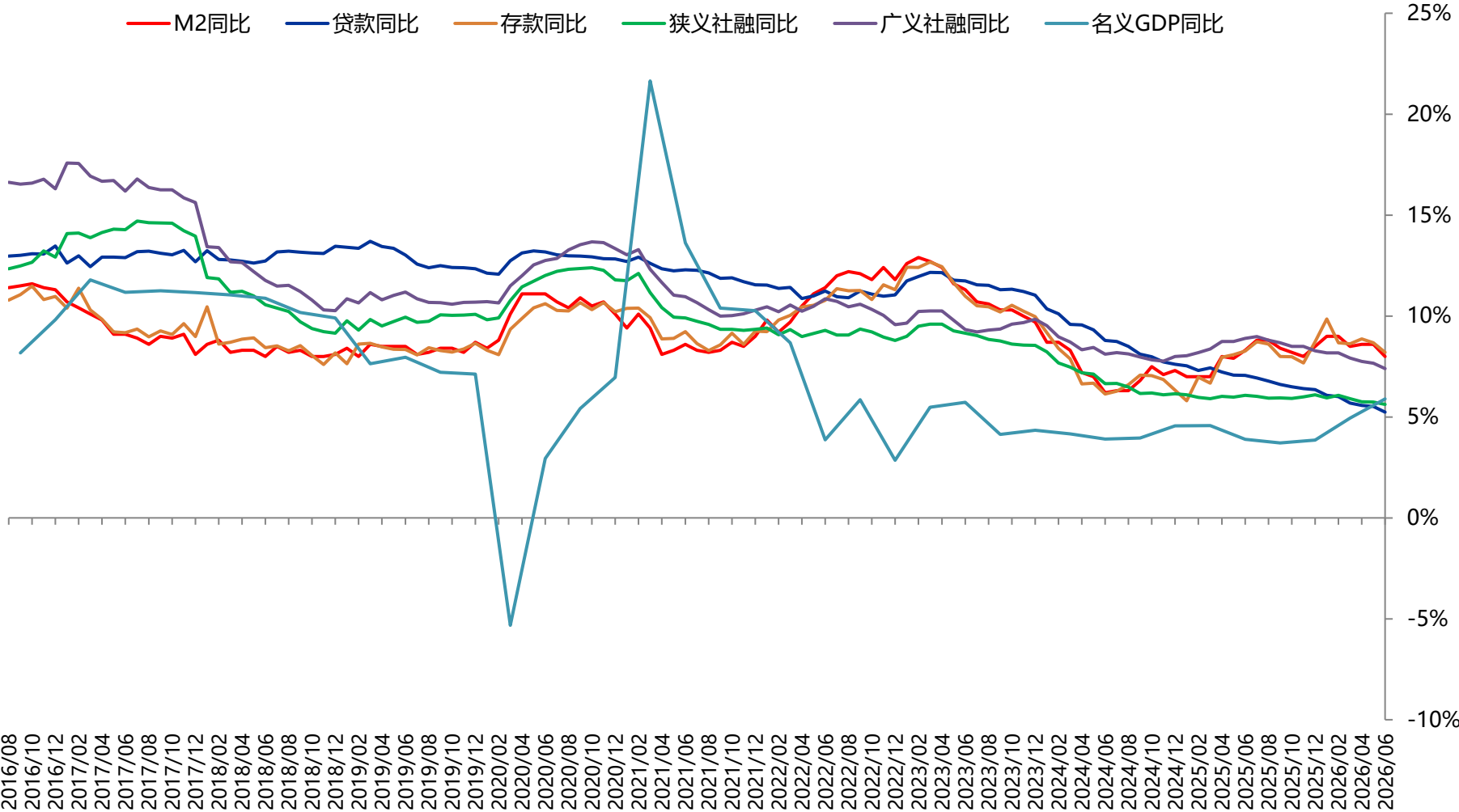


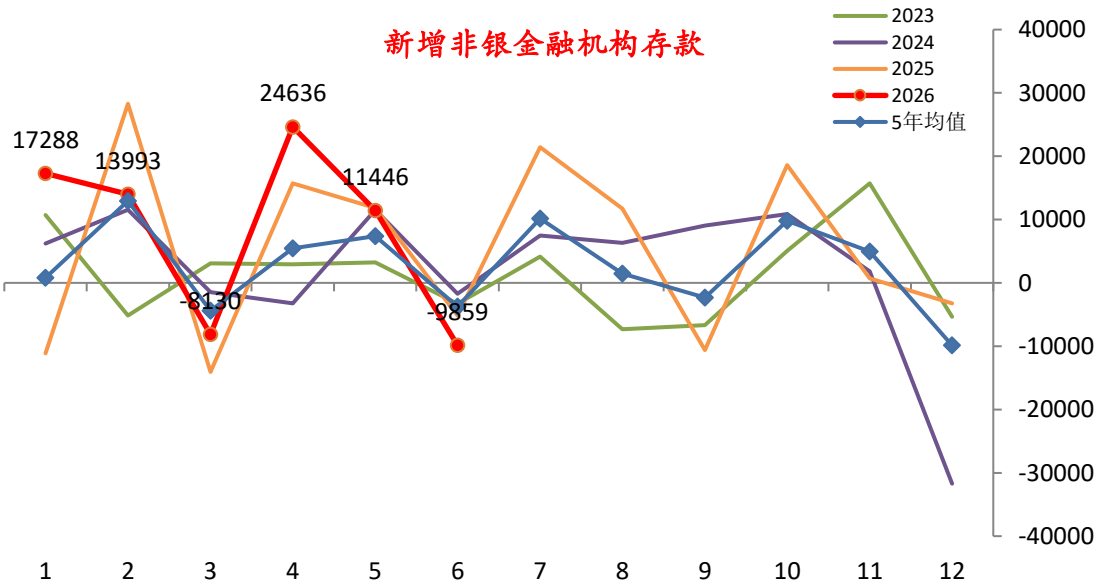
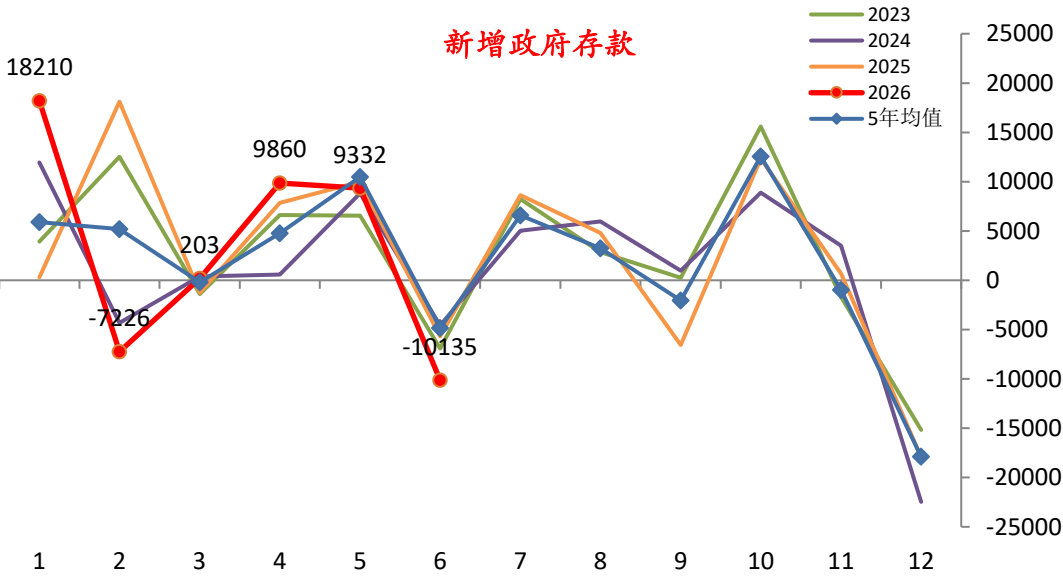
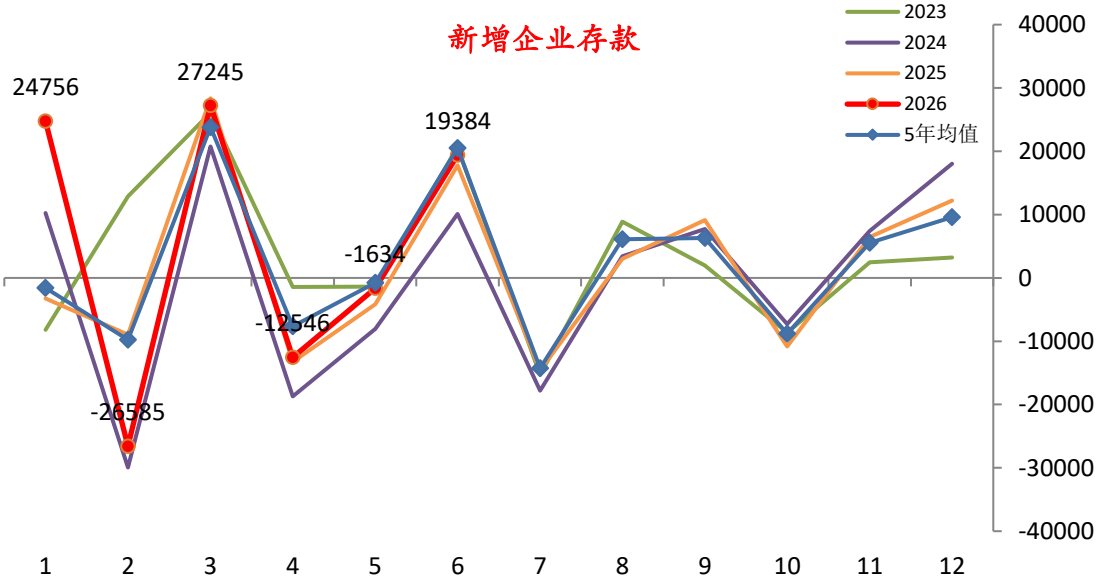
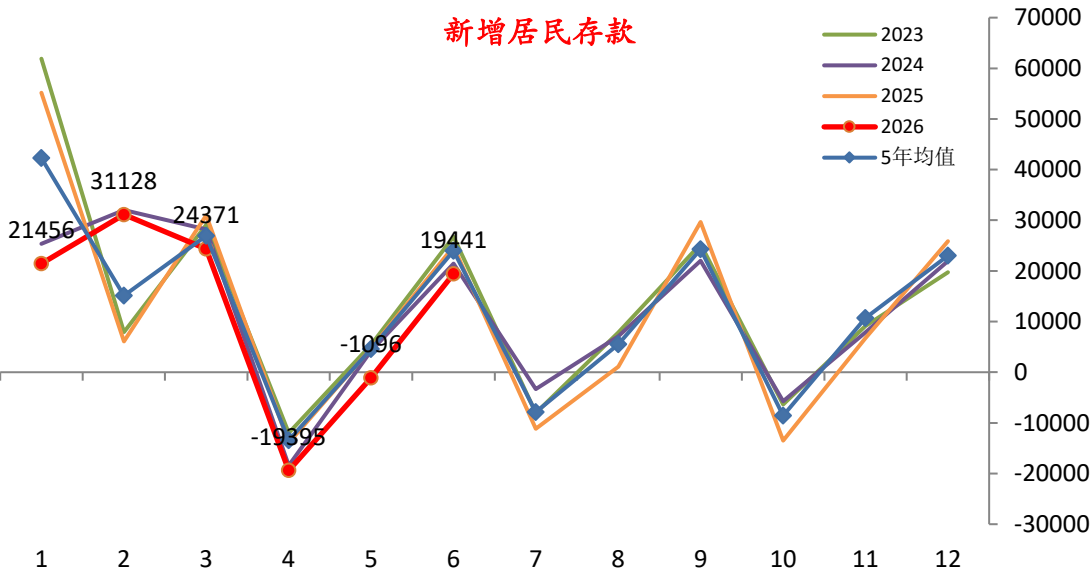
• 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



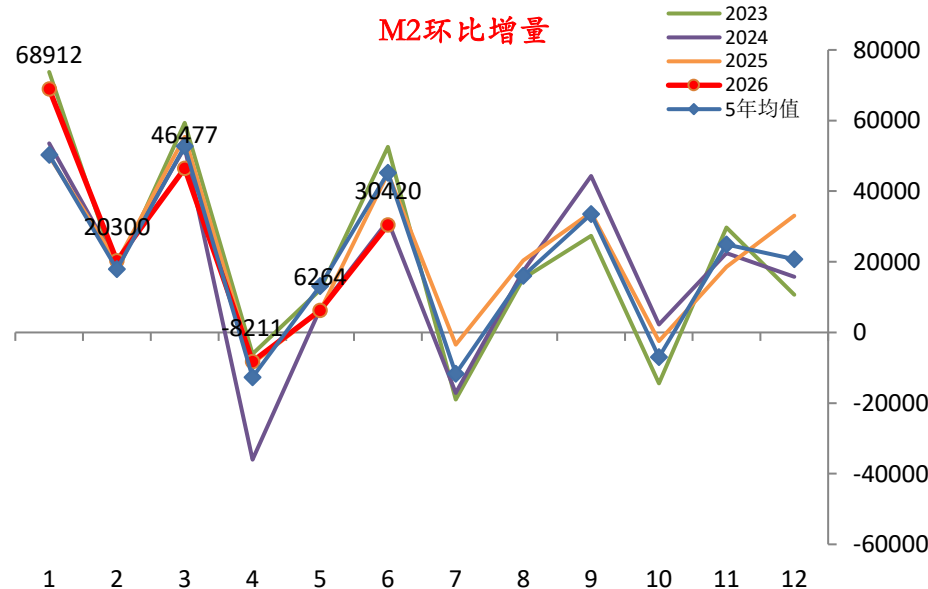
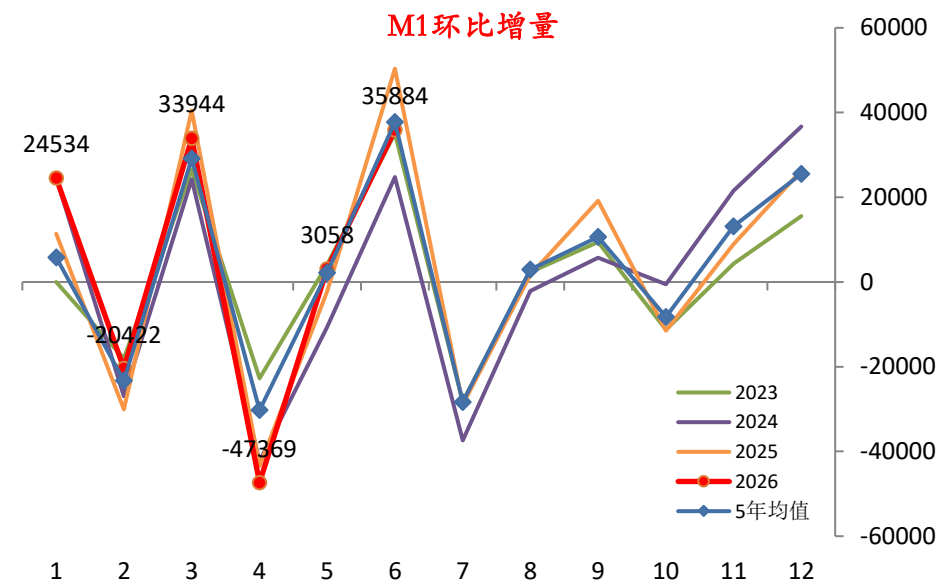
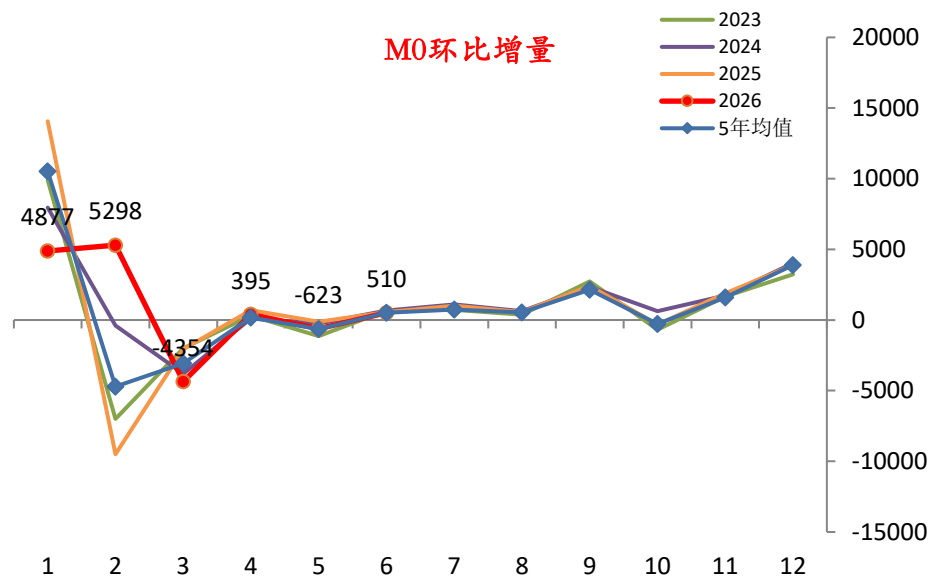


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

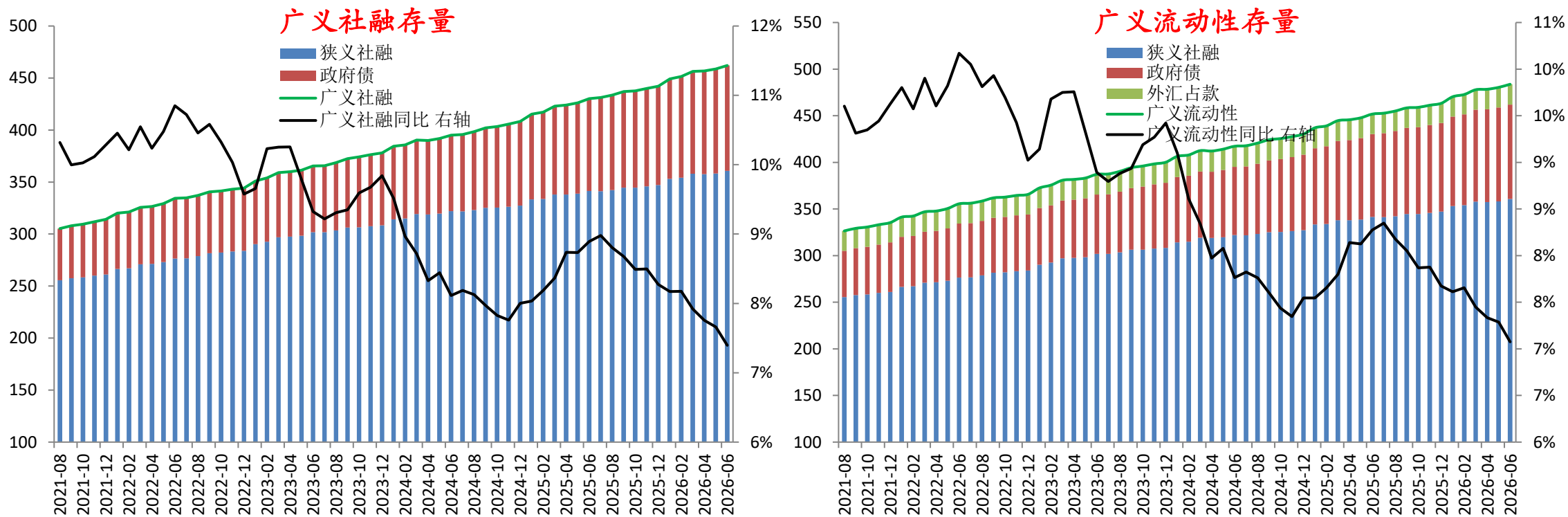




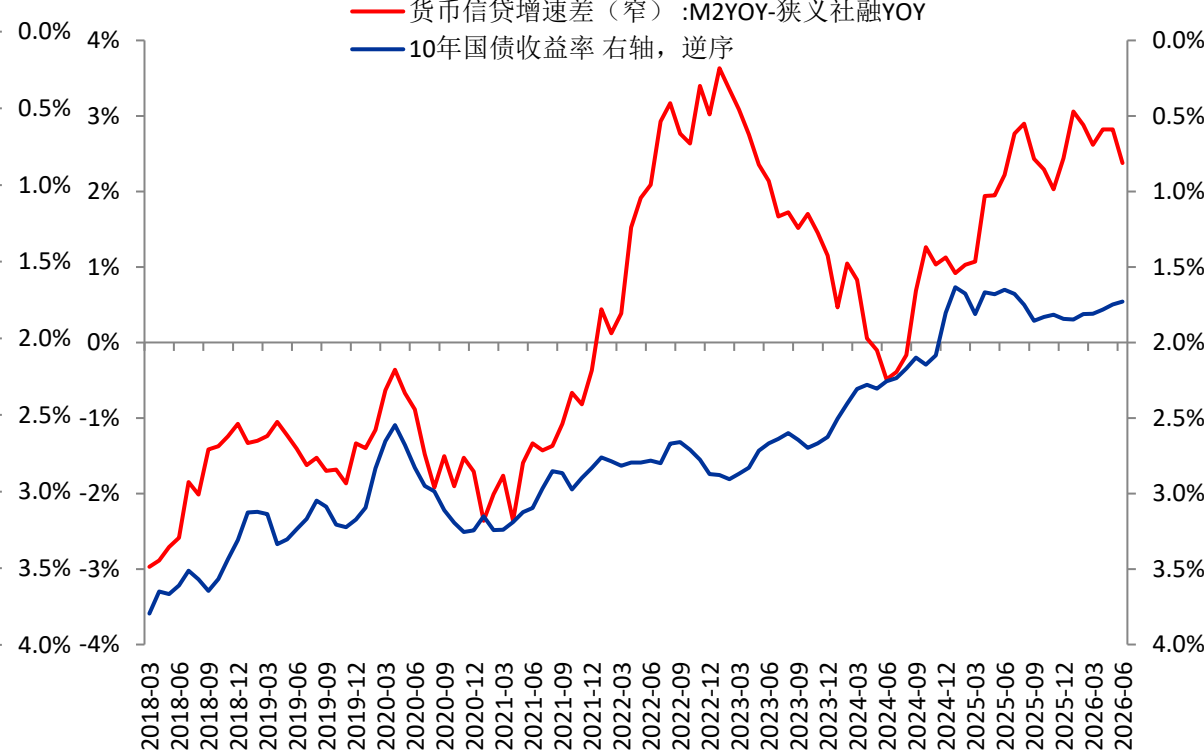
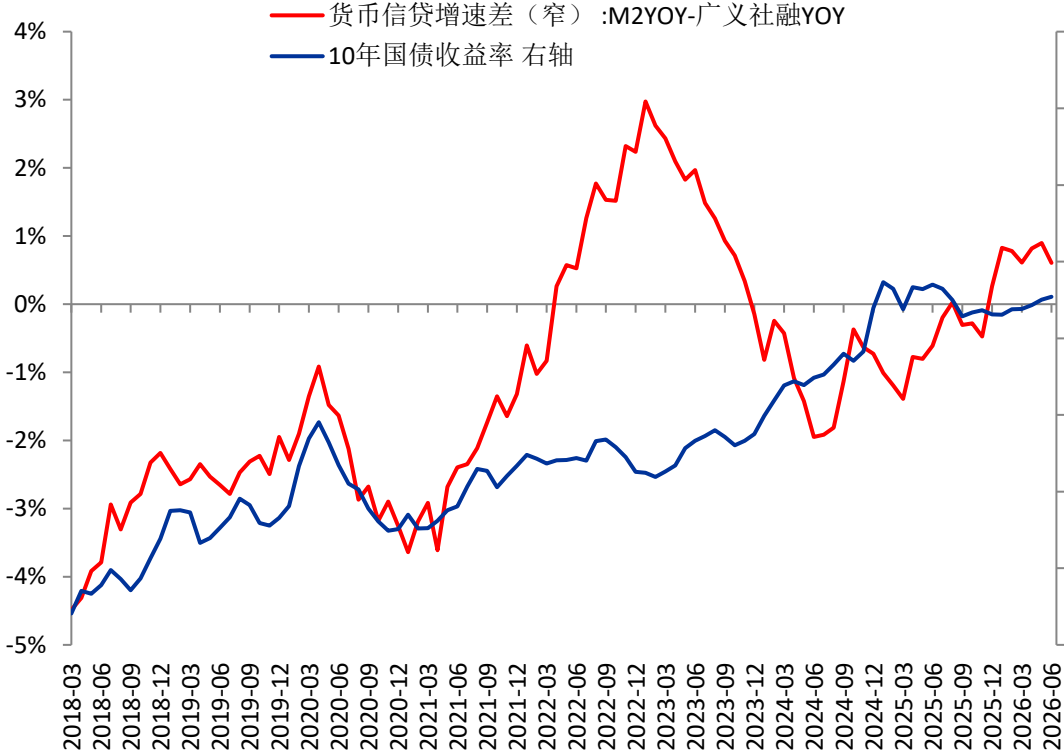
上图数据采用信贷收支表口径计算

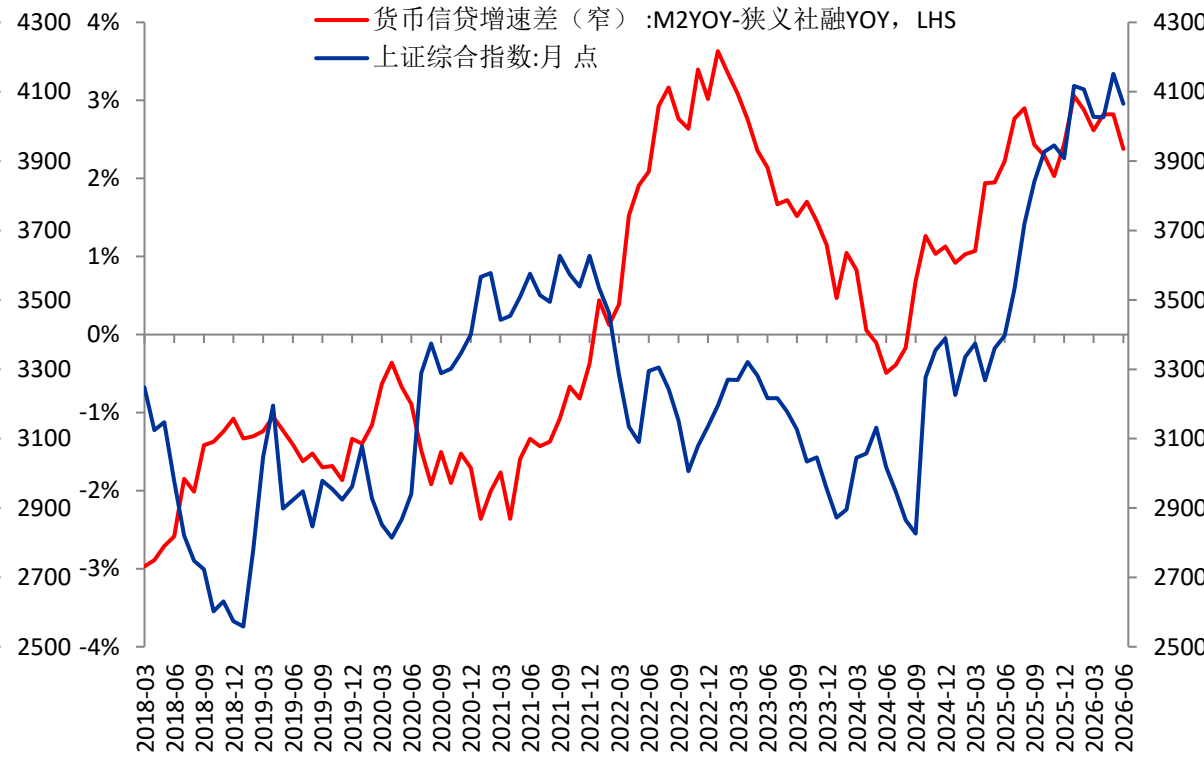
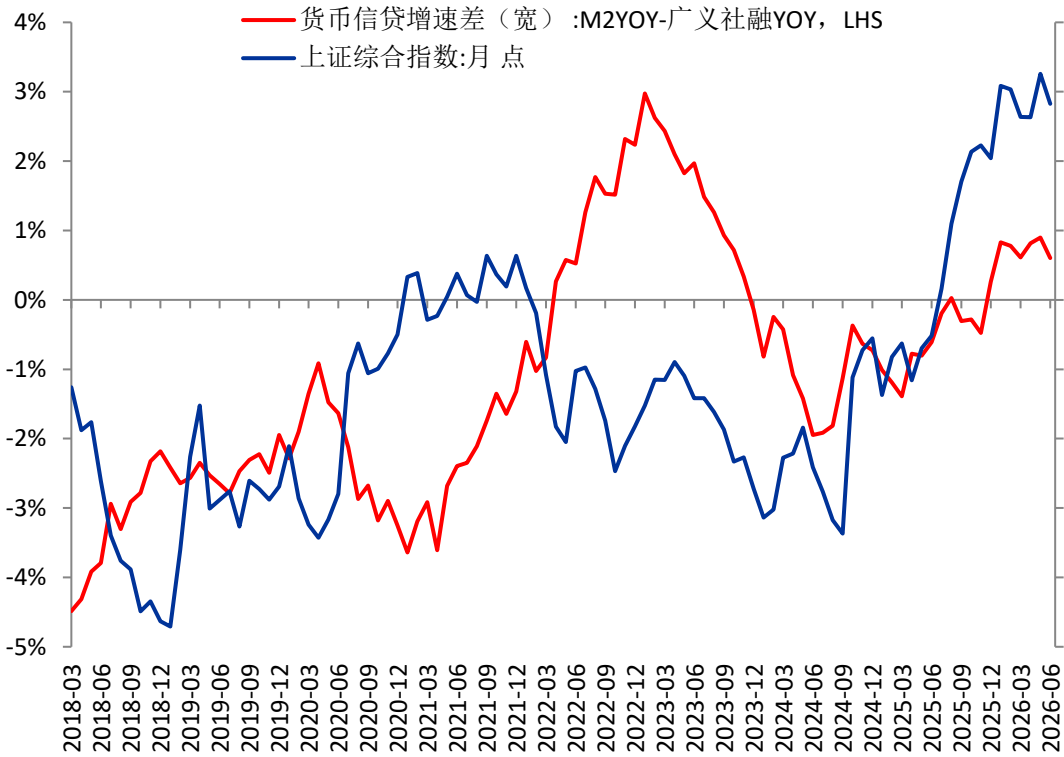


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。

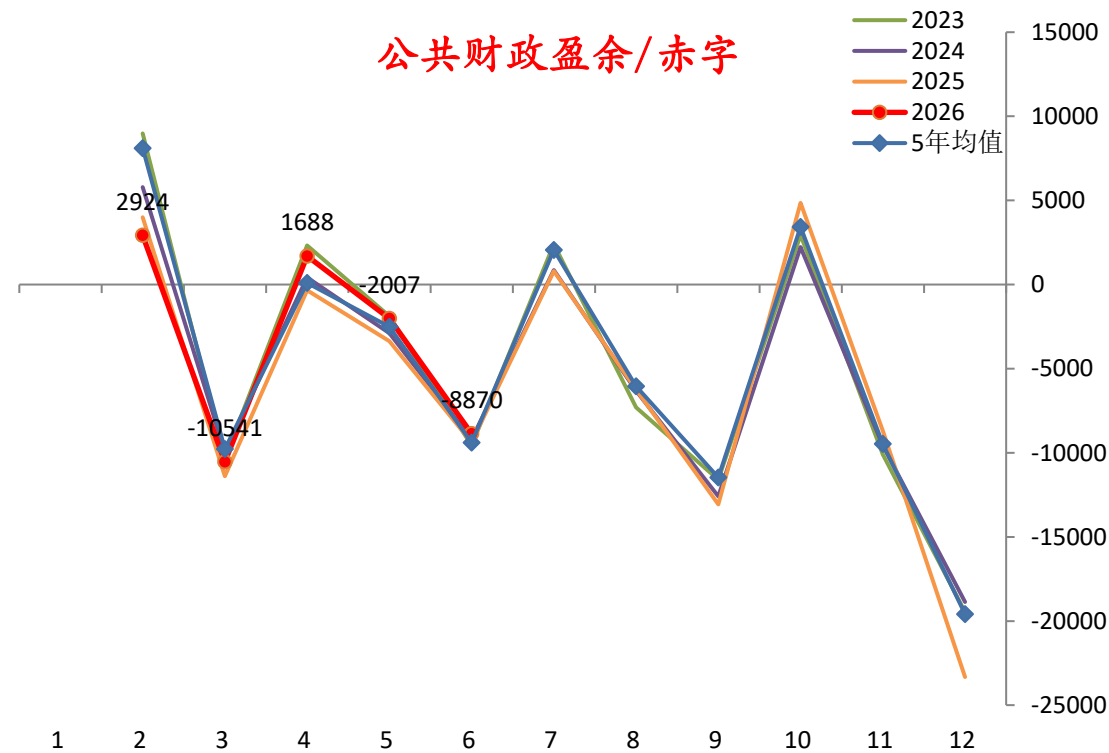
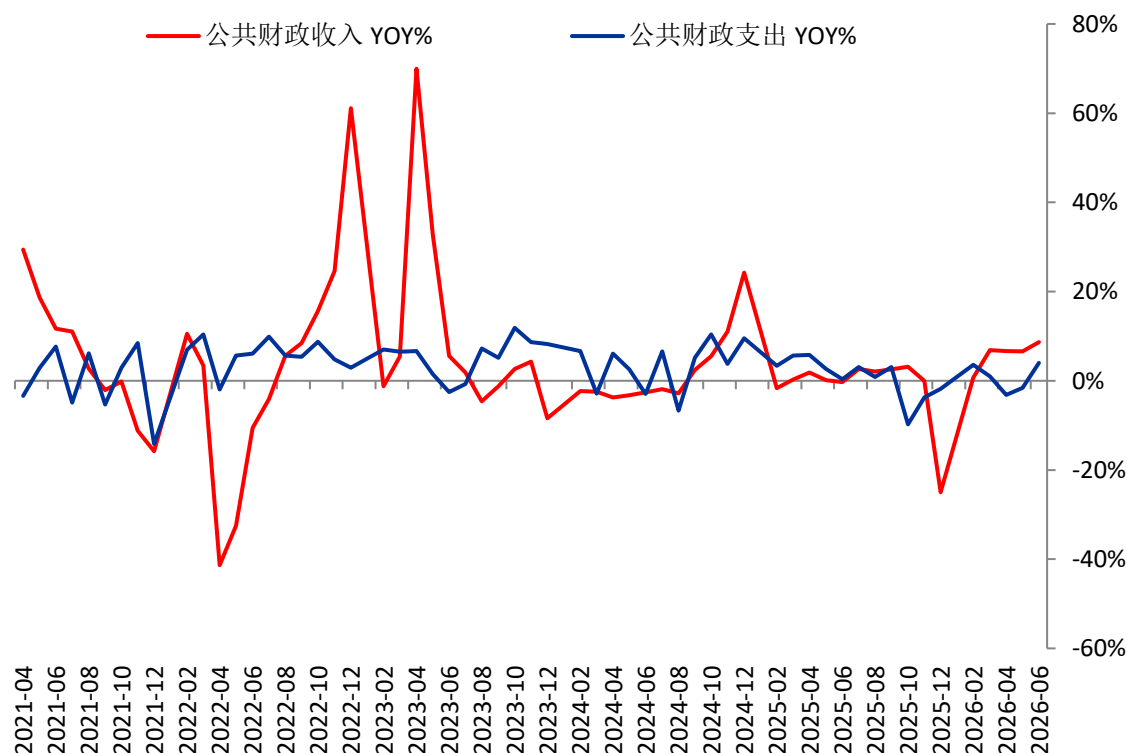


- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款





- 6月全国公共财政收入累计增速上升至4.74%，支出累计增速继续放慢至1.46%。6月当月财政收、支增速分别为8.65%、4.00%。
- 边际上看，财政收入、支出和赤字增量均符合季节性。
- 财政端呈现收入、支出同步增长的特点，净支出恢复到季节性附近。边际上看，中央支出仍明显超过地方支出增量。



- 主要收入分项看，税收收入、非税收入均稳定增长，表现符合季节性。企业税收方面，增值税稍弱于季节性，所得税则好于季节性，二者边际变动均与前置高低有关。个人税收中，所得税、消费税均增长，后者恢复至5年均值附近。外贸相关税收中，进口环节增值税和关税低位回升而超过季节性，出口退税上升不及季节性，关税也低位回升。地产相关税收方面，城建维护税、契税、土地增值税、房产税均符合季节性，绝对水平均在低位。其他税收中，资源税符合季节性，印花税弱于季节性，车辆购置税明显上升至5年均值附近。
- 总体上看，税收分项有所分化。其中生产相关税收基本稳定，价格上涨、产量稳定、外需支持动能依然存在，与名义GDP增速等改善，以及企业营收、利润修复等情况一致。个人相关税收出现小幅改善，尤其消费税收。地产税收维持弱势。资本市场调整后活跃度下降拖累印花税增长。车辆购置税上升可能与短期以旧换新政策放量有关。

2026-06	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	20582	8.7%	6.6%
中央财政收入	8390	18.1%	10.8%
地方本级财政收入	12192	3.0%	2.8%
税收收入	15248	10.8%	6.8%
:国内增值税	5816	4.9%	7.9%
:国内消费税	1185	-5.3%	-2.0%
:进口环节增值税和消费税	1767	18.7%	7.2%
:外贸企业出口退税	-2088	-11.9%	-1.9%
:企业所得税	4000	29.7%	3.3%
:个人所得税	1607	17.0%	12.4%
:资源税	271	26.6%	19.4%
:城市维护建设税	396	3.9%	6.4%
:房产税	290	-4.3%	6.2%
:关税	202	3.1%	-11.8%
:契税	358	-14.6%	-12.1%
:车辆购置税	210	18.6%	10.0%
:土地增值税	404	-19.8%	-3.1%
:城镇土地使用税	188	-3.1%	2.4%
:耕地占用税	195	-10.1%	-4.3%
:环境保护税	23	64.3%	42.9%
:印花税	326	96.4%	109.8%
: : 证券交易印花税	287	145.3%	145.9%
:其他税收	98	-2.0%	-2.9%
非税收入	5334	2.9%	5.6%

2026-06	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	121047	4.7%	100.0%
中央财政收入	52240	7.5%	43.2%
地方本级财政收入	68807	2.7%	56.8%
税收收入	97865	5.3%	80.8%
:国内增值税	38581	6.0%	31.9%
:国内消费税	8673	-3.4%	7.2%
:进口环节增值税和消费税	9758	11.8%	8.1%
:外贸企业出口退税	-13387	5.4%	-11.1%
:企业所得税	25880	3.9%	21.4%
:个人所得税	8982	13.1%	7.4%
:资源税	1604	11.5%	1.3%
:城市维护建设税	2730	3.8%	2.3%
:房产税	2782	6.3%	2.3%
:关税	1150	5.1%	1.0%
:契税	2019	-14.7%	1.7%
:车辆购置税	1153	13.7%	1.0%
:土地增值税	2146	-15.3%	1.8%
:城镇土地使用税	1408	2.6%	1.2%
:耕地占用税	830	-3.5%	0.7%
:环境保护税	167	18.4%	0.1%
:印花税	2752	40.9%	2.3%
: : 证券交易印花税	1549	97.3%	1.3%
:其他税收	637	-0.2%	0.5%
非税收入	23182	2.3%	19.2%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 主要支出分项方面。其中教育、城乡社区事务、农林水务、文旅传媒、节能环保符合季节性，社保就业超过季节性，卫生健康、交通运输、科学技术弱于季节性。
- 支出分项基本延续稳定态势，部分基建相关分项仍偏弱，显示预算内支出恢复不足，与广义基建支出偏弱逻辑一致。而收入好转对总体支出带动不变。

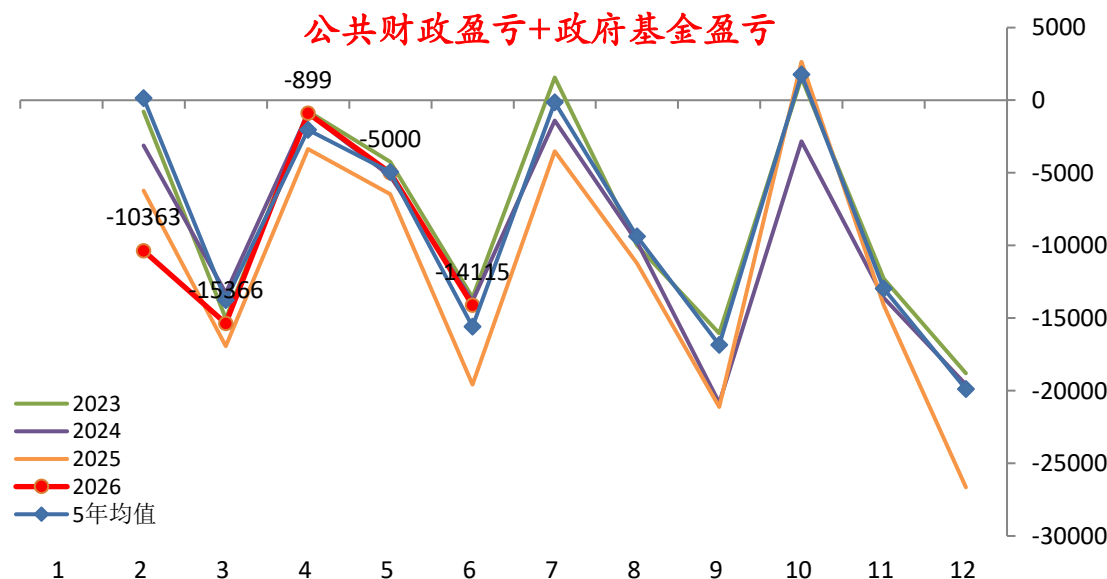
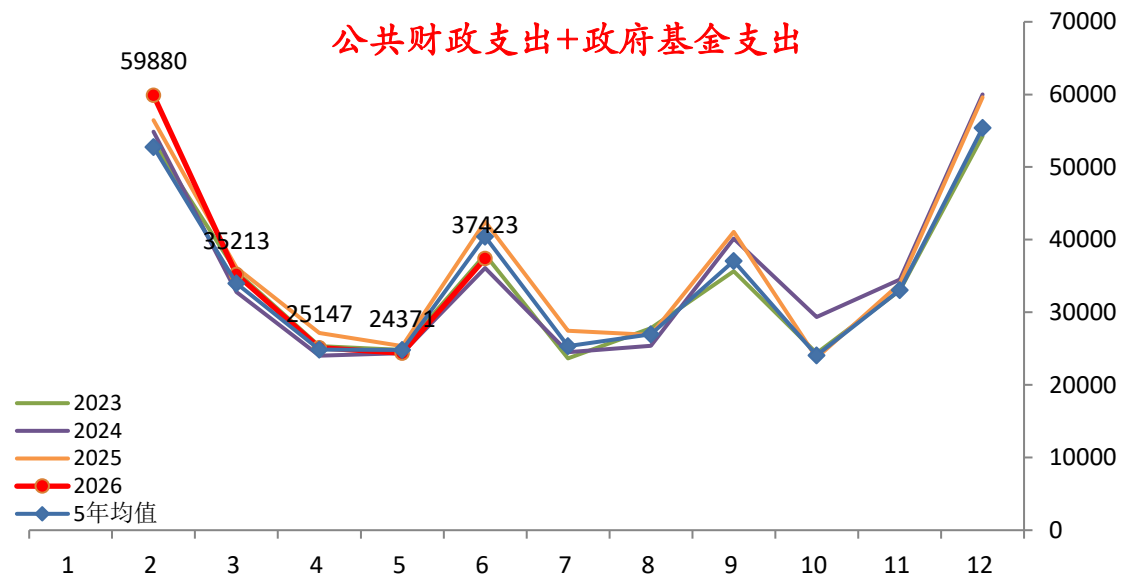
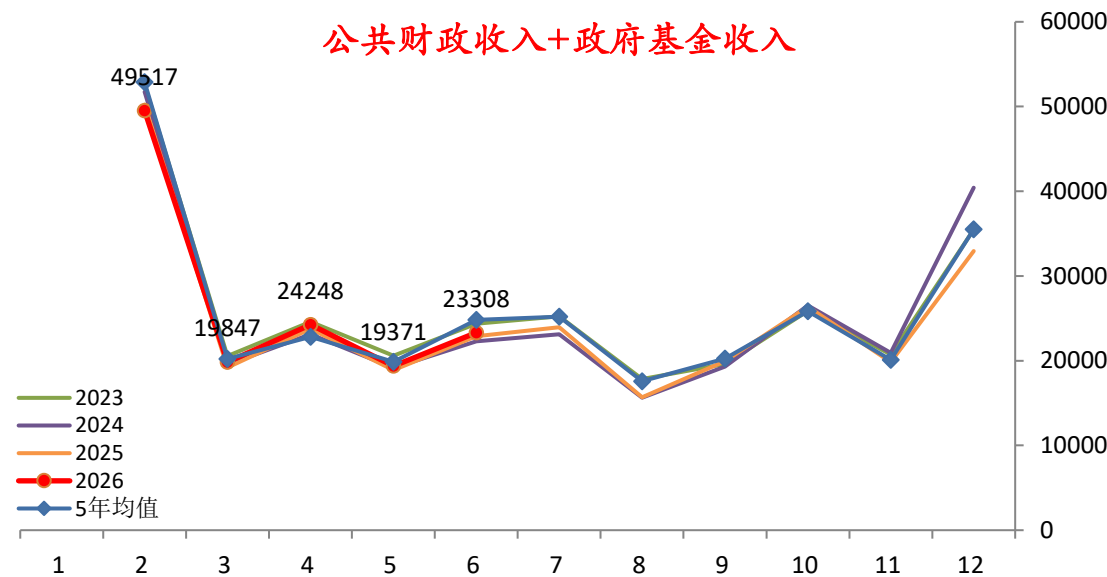
2026-06	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	29452	4.0%	-1.6%
中央本级财政支出	4403	6.8%	11.3%
地方财政支出	25049	3.5%	-4.4%
:教育	4245	5.4%	-0.5%
:科学技术	1212	2.6%	13.0%
:文化体育与传媒	352	-1.1%	-19.9%
:社会保障和就业	5036	13.2%	1.3%
:医疗卫生与计划生育	2293	8.8%	10.7%
:节能环保	463	-15.7%	-19.1%
:城乡社区事务	2113	0.0%	-9.7%
:农林水事务	2878	-1.8%	-15.7%
:交通运输	1192	1.7%	-5.0%
:债务付息	1183	1.5%	1.6%

2026-06	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	143329	1.5%	100.0%
中央本级财政支出	21218	6.5%	14.8%
地方财政支出	122111	0.6%	85.2%
:教育	21608	0.6%	15.1%
:科学技术	4854	1.3%	3.4%
:文化体育与传媒	1626	-6.4%	1.1%
:社会保障和就业	26360	7.6%	18.4%
:医疗卫生与计划生育	12191	10.8%	8.5%
:节能环保	2294	-10.3%	1.6%
:城乡社区事务	9838	-2.0%	6.9%
:农林水事务	9714	-8.6%	6.8%
:交通运输	5472	-2.6%	3.8%
:债务付息	6991	4.5%	4.9%

- 政府基金收入跌幅收窄，地方政府基金收入拖累稍有下降，中央政府基金收入增长则继续明显加速。支持方面改善同样依赖中央政府基金，地方政府性基金支出仍为明显负增长。
- 边际上看，地方政府性基金收入、支出均弱于季节性，中央政府性基金收入、支出则明显强于季节性。
- 政府基金收支增速均降至低位，中央政府基金对总体带动减弱，支出增速明显放慢，边际上也弱于季节性。地方政府基金受到转移支付带动动能减弱，同时土地出让收入维持低位，均对第二本账形成一定约束。

2026年6月 单位：亿元	当月值	当月同比	上月同比	累计值	累计同比	累计占比
全国政府性基金收入	2726	-31.1%	-20.3%	15244	-21.6%	100.0%
：中央政府性基金收入	355	9.2%	23.0%	2397	10.3%	15.7%
：地方本级政府性基金收入	2371	-34.8%	-28.2%	12847	-25.6%	84.3%
：国有土地使用权出让收入	1730	-42.1%	-35.8%	9778	-31.5%	64.1%
全国政府性基金支出	7971	-43.7%	-11.5%	38705	-16.4%	100%
：中央本级政府性基金支出	573	-89.2%	252.2%	2239	-64.5%	5.8%
：地方政府性基金支出	7398	-16.2%	-21.7%	36466	-8.8%	94.2%
：国有土地使用权出让金收入安排的支出	3238	-27.9%	-12.2%	17105	-17.0%	44.2%
全国政府性基金收支差额	-5245	48.5%	3.2%	-23461	87.4%	100.0%
：中央政府性基金收支差额	-218	95.6%	-206.3%	158	-3.8%	-0.7%
：地方本级政府性基金收支差额	-5027	3.3%	16.9%	-23619	104.1%	100.7%
：国有土地使用权出让金收支差额	-1508	-0.7%	-74.9%	-7327	115.8%	31.2%

• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



- 总体上看，今年上半年财政支出节奏差异较大，加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，广义财政对经济的支持作用减弱。我们认为，下半年财政端逻辑重点仍在狭义财政内生性修复，且二季度已经开始体现在收入端。三季度收入叠加政府融资增量上升，支出有望恢复。但地方政府依赖的土地相关收入则可能仍改善缓慢，并造成广义财政外生性增长不确定性。后期财政重点仍位于基建方面，关注支出节奏变动和对经济的带动力。

总体定调

- “动能向新、结构向优”，上半年GDP增速4.7%，但高新技术产业占比明显上升，**政策基调更强调结构优化**。“有效应对各种外部冲击和内部困难”表明决策层认为上半年外部冲击造成影响有限。
- “高度重视经济运行中的困难挑战”，显示未完全忽视总量问题，是**政策扩张的必要性来源**。

财政和货币政策

- 宏观政策方面，“实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，该表述与4月基本一致，去掉了“精准有效”四个字，财政、货币政策基调不变，且**市场解读为全面宽松概率上升**（这也是推升尾盘期债的主要原因）。同时强调“发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”，暗示**此前曾放慢步伐的财政政策，三季度中后期或将有所加速**。这与后文提及的“加快财政支出和债券资金使用进度”要求一致。
- “适时调整货币政策工具”“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”可能暗示**后期有新的增量政策**。但结合目前经济基本面情况看，**年内全面降息降准的概率有所回升，但加速财政落地、结构性货币政策或仍为主流**。

其他方面工作要求

- 关于内需，要求“要有效扩大国内需求，适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。扎实推进“六张网”规划建设。”目前来看，**服务消费、六网建设仍是消费、投资的重点方向**。尤其是**六网建设**，与十五五规划相关内容一致，是未来**新基建的核心**。结合财政情况看，**三季度基建支出、投资或存在明显的回升空间**。
- 产业方面，提出“发展智能经济新形态”，向上对接半导体产业链，向下全面嵌入微观经济行为，**AI相关上下游仍将是极具潜力的未来产业**。
- 继续强调“综合整治“内卷式”竞争”，反内卷政策仍将延续，但影响力正在实质性下降。“全国统一大市场建设条例”的具体内容后期值得关注。
- “努力稳定房地产市场”提法与4月一致。当前地产行业政策已非重点，后续**全面放松可能性不高，或仍以结构性政策为主，仍需等待其自行出清**。
- 化债、中小金融机构改革等提法基本不变，对资本市场要求提升韧性，与4月相比略有变动。可关注**后期资本市场制度建设相关政策变化**。
- “**稳定生猪等农畜产品生产和价格**”表述基本不变，但4月提出后猪价继续下跌至新低，后续仍需关注具体政策与落地情况。

市场反应与预期

- 此次会议消息盘中公布，总体并未明显超预期，股指随后小幅回落。但货币政策想象空间增加，令债市大幅波动，期债价格尾盘飙升。

- 基本思路不变，财政政策主导、先行，货币政策配合、补充。
- H1：政策克制，货币政策无全面宽松，财政政策中性偏紧。
- H2：全面宽松概率仍不高，关注Q3财政阶段性宽松。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

7月情况显示，人民币汇率总体继续升值。CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面延续走高态势。从美元兑人民币汇率节奏上看，7月持续震荡升值，至月末美联储会议后，升值至6.75上方，刷新阶段高点，也是2023年以来最高位。

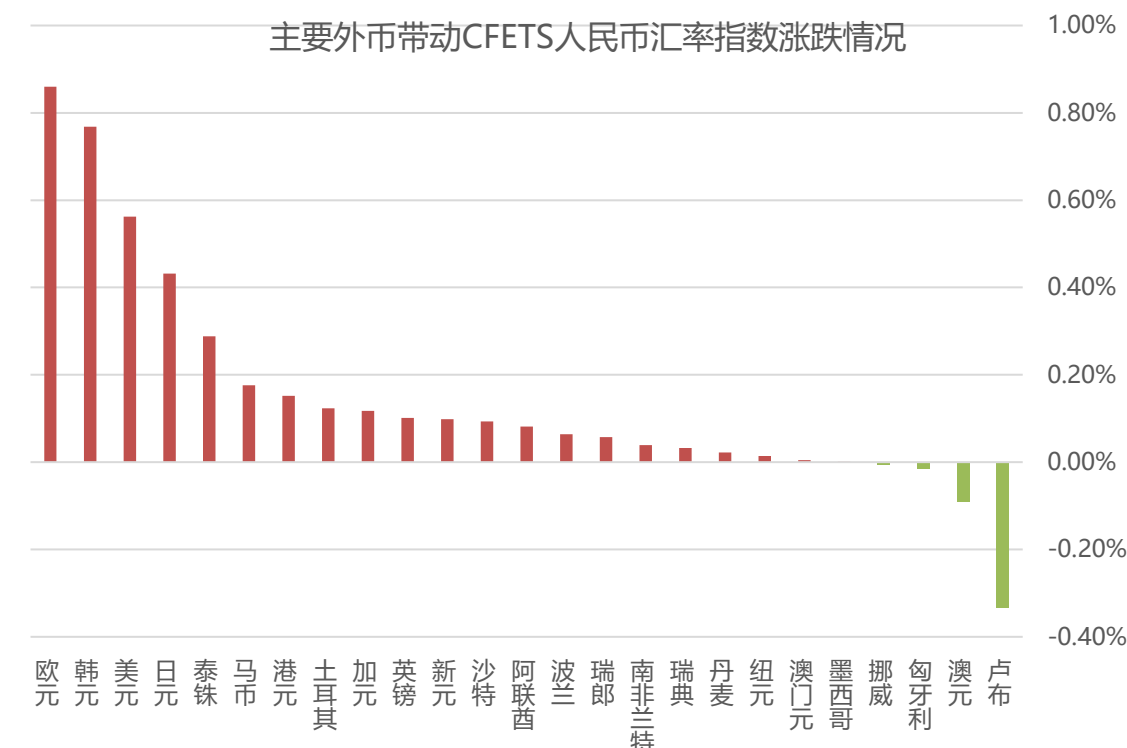
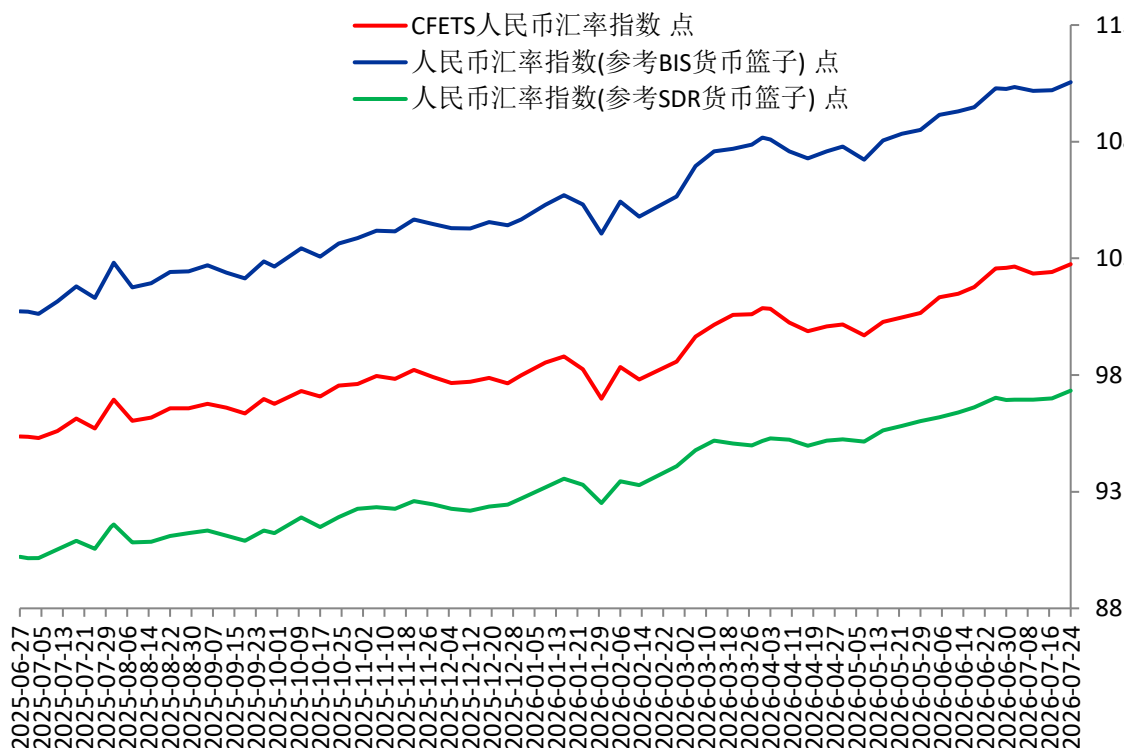
中美经济预期差有正向影响。二季度后期企业结汇的增量流动性对汇率的支持有所回升。外汇占款增长继续显示央行直接影响汇率的迹象。流动性指标总体利多回落。近期美元高位震荡，上行放慢，是人民币升值的重要影响。

政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。随着汇率继续走升，中间价定价机制显示其仍处于压制汇率的方向上。

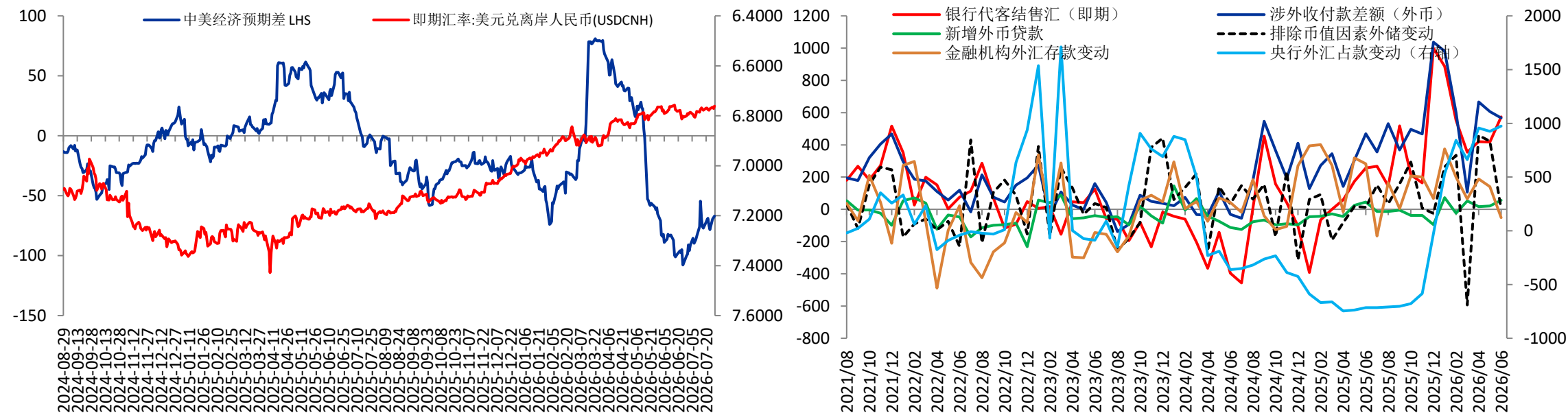
后期来看，美联储加息预期下降、美元高位回落、净结汇趋势影响下，人民币或延续震荡升值走势。未来关注国际油价波动和美联储降息预期变动对美元自身的影响，以及对人民币汇率的间接冲击。

我们认为，后期人民币汇率将延续震荡升值格局，年内高点或位于6.70-6.75附近，且不排除未来上调可能性。

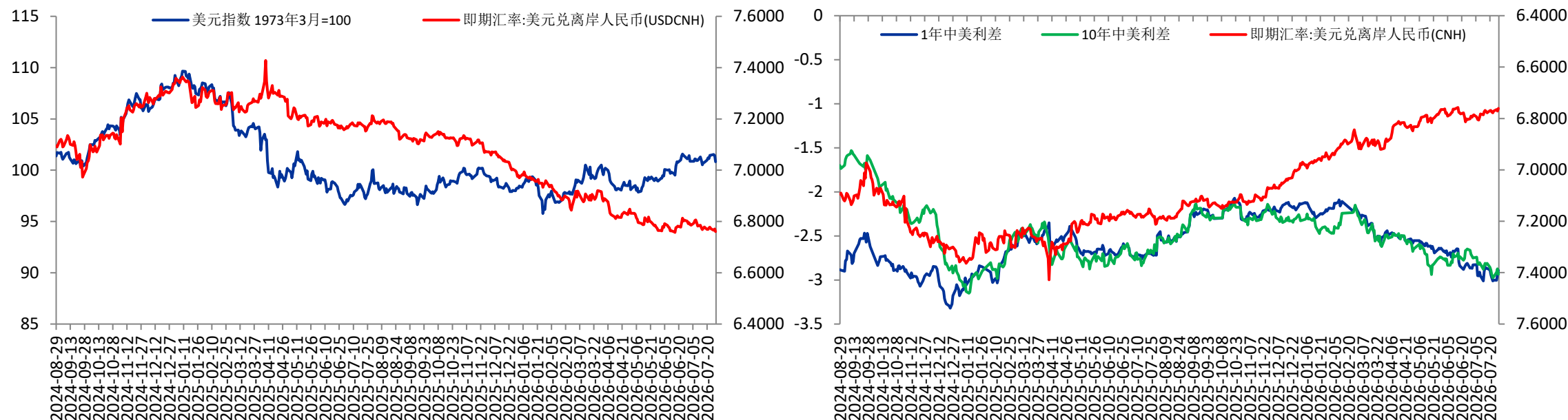
- 7月情况显示，人民币汇率总体继续升值。CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面延续走高态势。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币涨跌互现。其中相对欧元、韩元、美元、日元、泰铢升值较多，对卢布、澳元、匈牙利福林、挪威克朗有所走弱。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，7月持续震荡升值，至月末美联储会议后，升值至6.75上方，刷新阶段高点，也是2023年以来最高位。



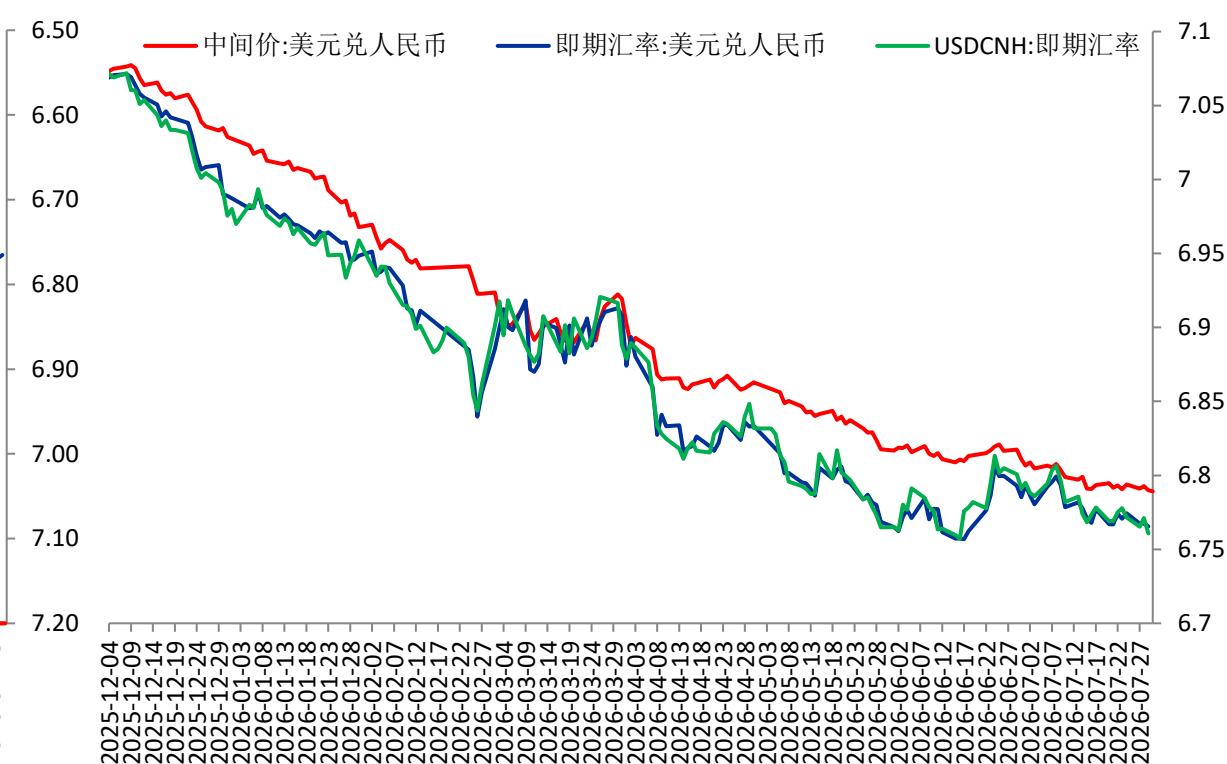
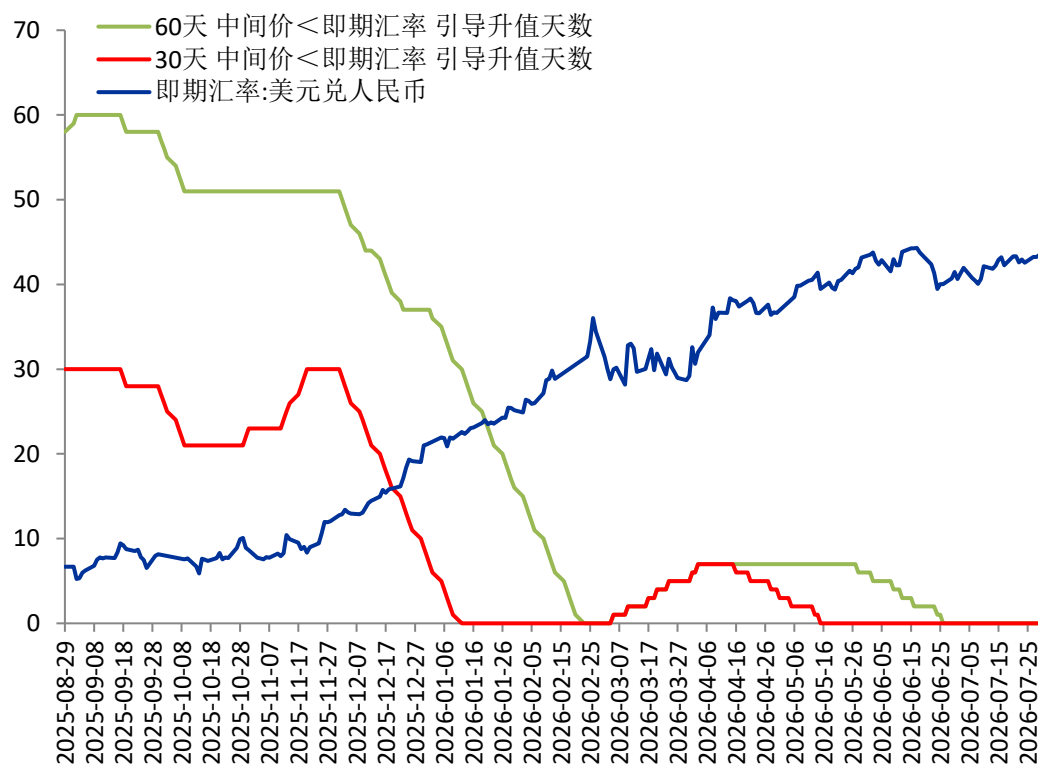
- 从基本面角度看，7月以来中美主要经济指标预期差上升为主，中国经济表现相对更超预期。
- 从外汇流动性来看，6月银行代客净结汇、外汇占款、外币贷款均上升，涉外净收款小幅下降，外汇存款小幅负增长。
- 情况表明，中美经济预期差有正向影响。二季度后期企业结汇的增量流动性对汇率的支持有所回升。外汇占款增长继续显示央行直接影响汇率的迹象。流动性指标总体利多回落。



- 直接影响因素中，3月开始人民币、美元指数重回较强负相关并延续至7月，利差与汇率关联仍不强——二季度以来中美利差延续下行走势，与人民币相对美元升值的情况背离。
- 地缘政治风险、美伊军事冲突烈度先上升后下降。避险情绪对汇率影响有限。
- 近期美元高位震荡，上行放慢，是人民币升值的重要影响。长期来看，美元信用受损影响依然将会持续存在，仍是人民币升值的重要长期支持因素。



- 政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。随着汇率继续走升，中间价定价机制显示其仍处于压制汇率的方向上。
- 后期来看，美联储加息预期下降、美元高位回落、净结汇趋势影响下，人民币或延续震荡升值走势。未来关注国际油价波动和美联储降息预期变动对美元自身的影响，以及对人民币汇率的间接冲击。
- 我们认为，后期人民币汇率将延续震荡升值格局，年内高点或位于6.70-6.75附近，且不排除未来上调可能性。



7月以来，商品价格变动不一，板块间延续分化格局。

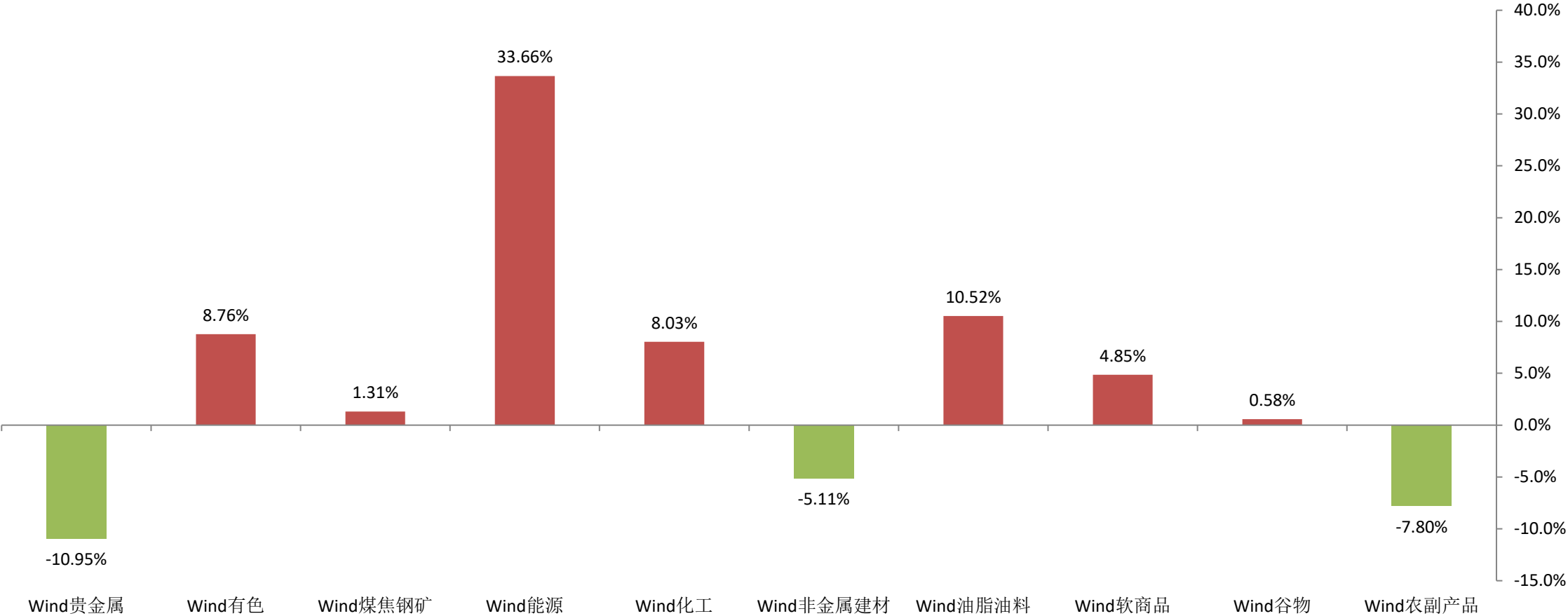
分品种看，有色金属波动减小，同时内部分化有所下降，铜、铝等品种小幅上涨。新能源品明显走弱、波动加大，供需错配影响依然存在。金银等贵金属小幅下跌，更多与美联储政策不确定性有关。

能化行业品种基本延续呈现全面上涨走势。地缘政治风险再度放大影响显著。但板块内部分化也有所增加，上游涨幅相对更明显，如原油等；下游品种则表现较弱，如尿素、PVC等。后期仍需关注中东地缘局势，该因素仍是能化板块最主要影响。

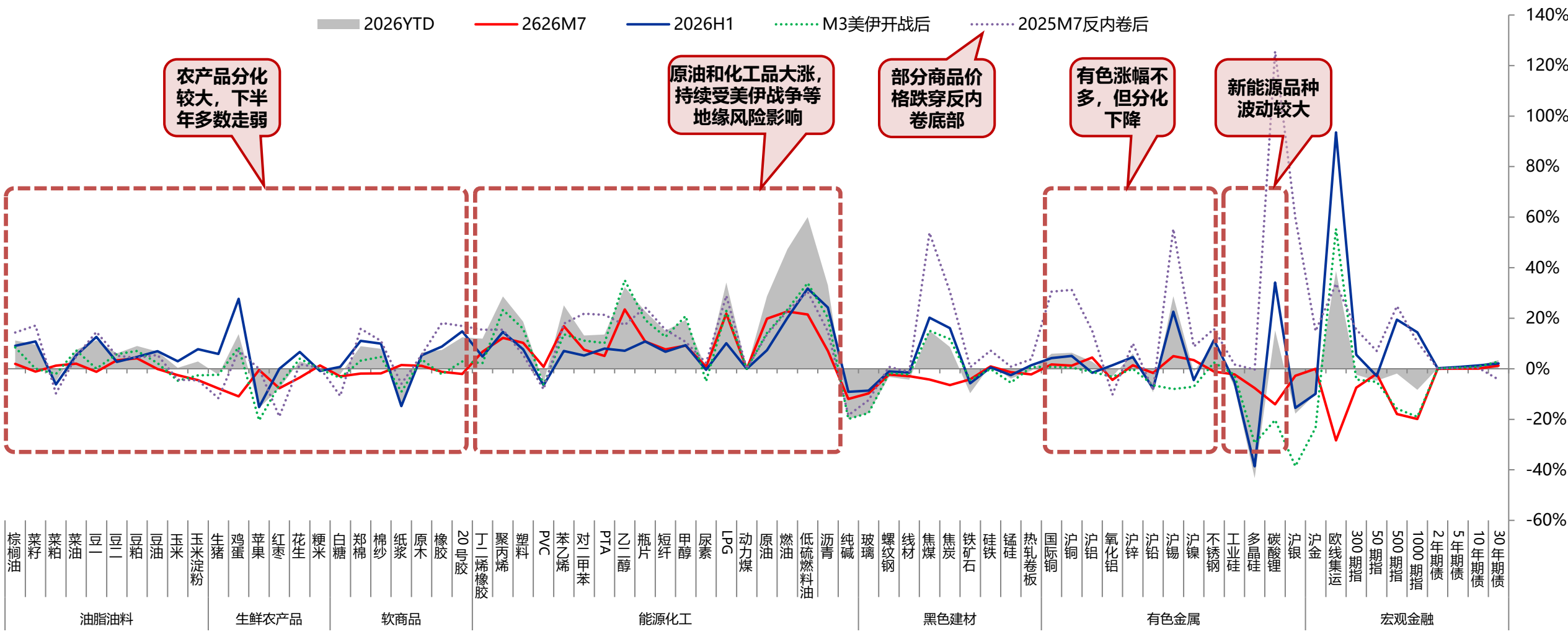
黑色品种多数有小幅下跌，但总体波动不大，地产走弱、基建放缓、政策冷淡的不利影响依然存在。后期可关注基建修复对价格提振的程度。

农产品价格也呈现分化态势，7月多数下挫。养殖端的生猪、鸡蛋等跌幅较大，上游饲料端相对较好。油脂价格则有一定上涨，且后期仍可关注生柴政策和天气扰动。

总体上看，外部地缘冲击再添新不确定性，美联储加息预期维持高位，是7月主要的宏观影响因素。但月末上述因素明显下降，尤其是美联储鹰派担忧的约束将会减弱。叠加宏观经济周期存在支持，商品市场或仍将保持震荡向上、板块分化。长期来看，全球经济周期转向、美联储和其他主要央行重回宽松、资源民族主义等因素的综合影响下，商品市场上行趋势不变。



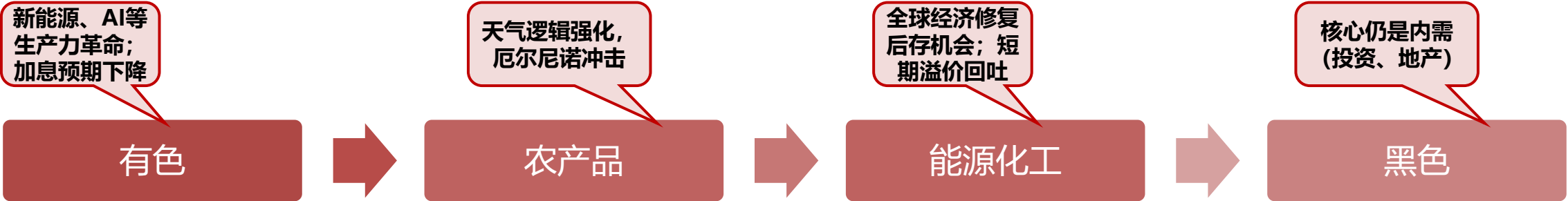
• 上图为以2025-12-31为基期，重新指数化后的涨跌幅和涨跌幅差。
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 2026H1大类资产分化加大，且均维持高波动率。**生产力革命**长期叙事不变，**贸易环境、地缘政治、美联储政策预期**产生阶段影响。
下半年**经济周期、美联储政策、地缘政治风险**，将继续产生影响。
- 预计**股指>商品、贵金属>债券**。

大类资产逻辑	股票	商品	债券	贵金属、虚拟币
全球经济修复	利多	利多	利空	中偏空
海外货币回稳	中偏多	中偏多	中偏多	中偏多
国内财政宽松	中性	中性	中性	影响小
地缘政治风险	中偏空	中偏空	中性	中性
综合	宽幅震荡、中枢上行、行业分化	震荡反弹、中枢回升	高位震荡、阶段调整	震荡反弹、高波动





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。