

转型分化—2026 年下半年宏观经济展望

2026 年 7 月 20 日
宏观研究

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉
wujh@cspengyuan.com

李席丰
lixif@cspengyuan.com

赵云蛟
zhaoyj@cspengyuan.com

张芷若
zhangzhr@cspengyuan.com



核心观点：上半年国内宏观经济顶压前行，供需结构虽有分化，新动能持续壮大。展望下半年，外部形势复杂严峻，地缘冲突不断，产业链和供应链冲击，主要经济体开启加息，全球流动性趋于收敛。国内经济加快转型升级，结构 K 型分化加剧，内需仍然不足，需加紧培育壮大新动能，抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，坚持投资于物和投资于人紧密结合，为“十五五”开局夯实内循环基础。宏观政策将积极发力，加强逆周期调节，加快存量政策节奏，适时谋划增量政策组合拳，聚焦服务业消费和重大投资项目建设，因地制宜开展新质生产力。财政政策充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，推进化债、预算改革等，全方位助力“六张网”建设。货币政策适度宽松，更加前瞻主动，把握力度、节奏和时机，灵活运用各类货币政策工具，优化短端利率调控机制，降息降准有望落地。

一、2026 年上半年宏观经济回顾：新旧动能持续转换，外需强，内需弱

上半年宏观经济前高后低，实际 GDP 同比增长 4.7%，低于 2025 年同期 0.6 个百分点。供给端偏强，需求端结构分化，投资和消费整体偏弱，出口端保持高景气。价格水平持续改善，二季度 GDP 平减指数转正。货币政策延续“适度宽松”，结构性工具精准发力。财政政策保持积极，继续优化支出结构。促消费政策逐步落地，激发居民消费内生动力。深化拓展“人工智能+”，推动科技自立自强、产业链自主可控。

二、2026 年下半年宏观经济展望：转型分化，加强政策储备，推动科技自立自强

（一）外部环境：地缘政治博弈持续，货币政策紧缩预期抬升。美国经济 K 型分化格局延续，通胀水平仍有不确定性，美联储政策偏向鹰派。欧元区经济放缓，货币政策进入重启加息后的观察期。日本经济面临高利率压制和债务约束，央行将继续渐进加息。中东冲突进入拉扯阶段，美国进入中期选举周期。

（二）内部环境：经济转型再平衡，物价中枢抬升，供强需弱。当前经济正处

于新旧动能转换期，房地产、基建等传统板块加速出清，在全球新一轮 AI 科技周期及国内新质生产力培育共振下，高技术制造业成为支撑工业增长的关键力量，国内经济在结构转换中寻求再平衡。供强需弱延续，坚持内需主导。信贷降速提质新常态下，单一信贷指标的指示意义正在减弱。物价中枢抬升属于结构性亮点，但上下游传导分化。

（三）下半年经济结构 K 型分化延续，内需弱修复。预计下半年 GDP 增速将在 4.6%至 4.8%区间，全年经济增速中枢有望保持在 4.8%左右。下半年价格水平尤其是 PPI 将逐步见顶回落，CPI 水平也将小幅下降。生产维持较高景气度，科技主线与“反内卷”并存。出口有望维持高韧性，内需弱修复。关注 7 月底政治局会议的增量政策信号，以及 9 月领导访华和中美博弈的格局变化，四季度可能召开五中全会。

（四）宏观政策：降息降准可期，储备增量政策，推动科技自立自强和产业链自主可控。下半年宏观政策坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推进经济高质量发展。面对外部冲击和不确定性，宏观政策将继续发力，加快落实存量政策，推动实物工作量落地，及时储备和出台增量政策。积极引导资源向重点领域倾斜，加紧培育壮大新动能，建设现代化产业体系，抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，同时坚持投资于物和投资于人紧密结合，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，为“十五五”开局夯实内循环基础，关注 7 月底政治局会议定调。

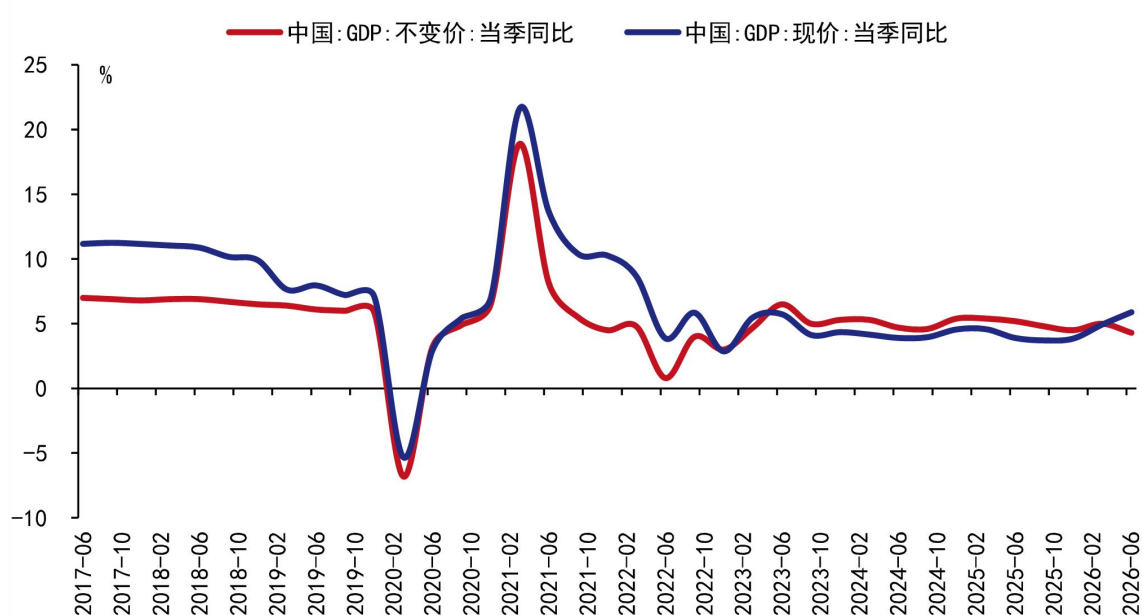
核心观点：上半年国内宏观经济顶压前行，供需结构虽有分化，新动能持续壮大。展望下半年，外部形势复杂严峻，地缘冲突不断，产业链和供应链冲击，主要经济体开启加息，全球流动性趋于收敛。国内经济加快转型升级，结构 K 型分化加剧，内需仍然不足，需加紧培育壮大新动能，抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，坚持投资于物和投资于人紧密结合，为“十五五”开局夯实内循环基础。宏观政策将积极发力，加强逆周期调节，加快存量政策节奏，适时谋划增量政策组合拳，聚焦服务业消费和重大投资项目建设，因地制宜开展新质生产力。财政政策充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，推进化债、预算改革等，全方位助力“六张网”建设。货币政策适度宽松，更加前瞻主动，把握力度、节奏和时机，灵活运用各类货币政策工具，优化短端利率调控机制，降息降准有望落地。

一、2026 年上半年宏观经济回顾：新旧动能持续转换，外需强，内需弱

（一）上半年实际 GDP 同比增长 4.7%，名义 GDP 同比增长 5.4%

上半年经济前高后低，初步核算，上半年我国 GDP 总量为 695,704 亿元，按不变价格计算的实际 GDP 同比增长 4.7%，在全年 4.5%-5.0% 的增长目标区间内，名义 GDP 同比增长 5.4%。其中二季度实际 GDP 同比增长 4.3%，不在今年目标区间内，名义 GDP 同比增长 5.9%，季调后环比增长 0.9%，GDP 平减指数同比回正至 1.53%，结束负增长。分产业看，上半年第一产业增加值 31,522 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 250,473 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 413,709 亿元，增长 5.2%，三大产业对经济增长的贡献率分别为 3.7%、30.2% 和 66.1%。三大需求方面，上半年消费支出对经济增长贡献率为 46%，拉动 GDP 增长 2.1 个百分点，虽较去年同期有所回落；资本形成总额对经济增长贡献率为 36%，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点；货物和服务净出口对经济增长贡献率为 18%，拉动 GDP 增长 0.8 个百分点。收入方面，上半年全国居民人均可支配收入 22,981 元，比上年同期名义增长 5.2%，实际增长 4.2%。

图表1 我国实际 GDP 和名义 GDP 同比增速



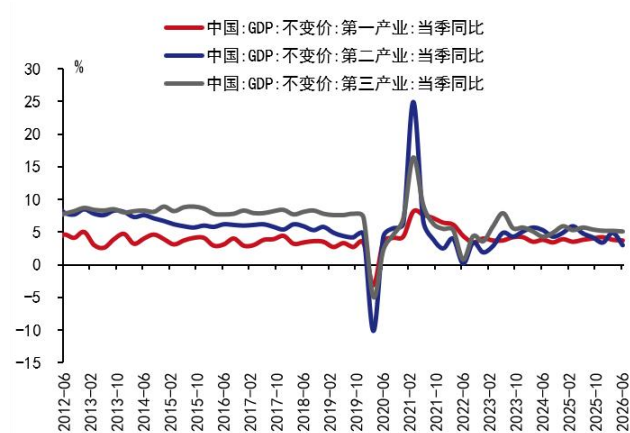
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表2 GDP 季调环比



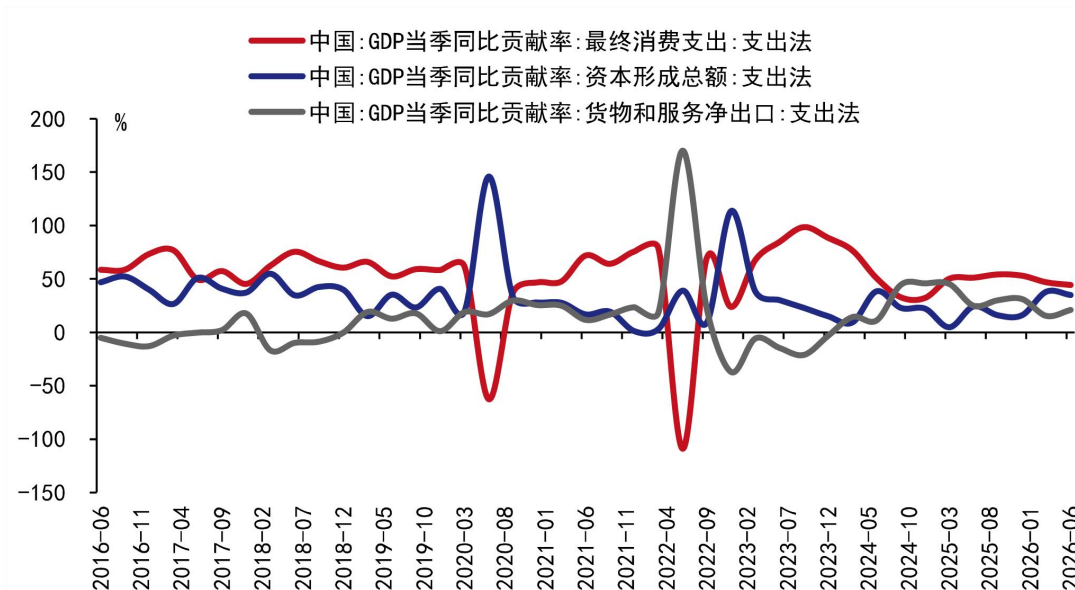
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表3 三大产业 GDP 同比变化



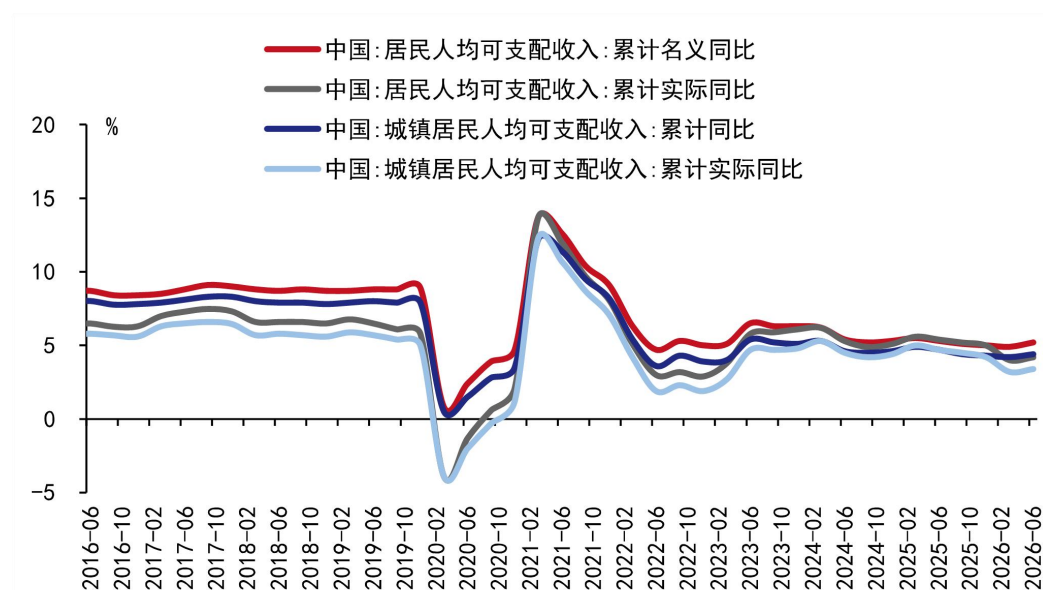
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 4 三大需求对 GDP 的贡献率



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 5 居民可支配收入增速

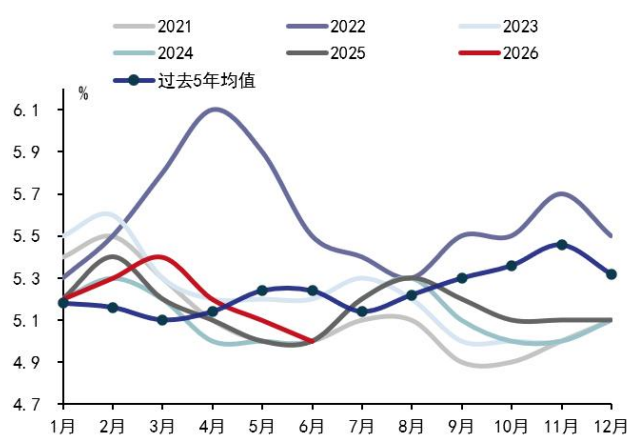


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

（二）青年等重点群体就业压力较高，物价中枢回升

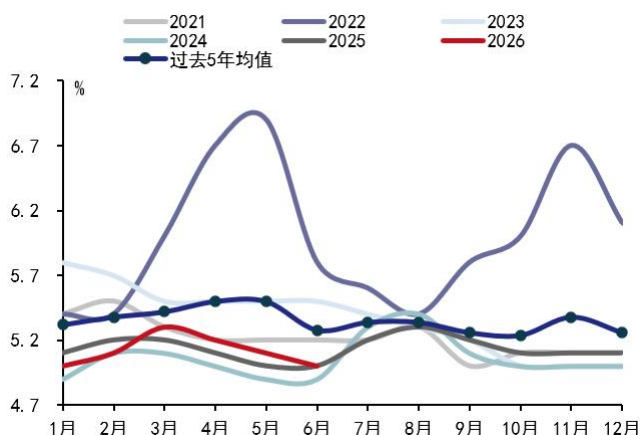
上半年，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，和上年同期持平，比一季度下降 0.1 个百分点；6 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上个月下降 0.1%。二季度 31 个大城市城镇调查失业率均值为 5.1%，较一季度下降 0.02 个百分点，与全国城镇整体水平保持一致。分年龄段来看，6 月末（不含在校生）16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、7.1%、4.0%，较去年同期均有所下降，但青年人面临的就业压力仍较大，重点群体的就业支持政策仍需持续发力。2026 上半年全国周平均工作时间为 48.2 小时，较 2025 年上半年同比下降 0.1%。

图表 6 城镇调查失业率先升后降



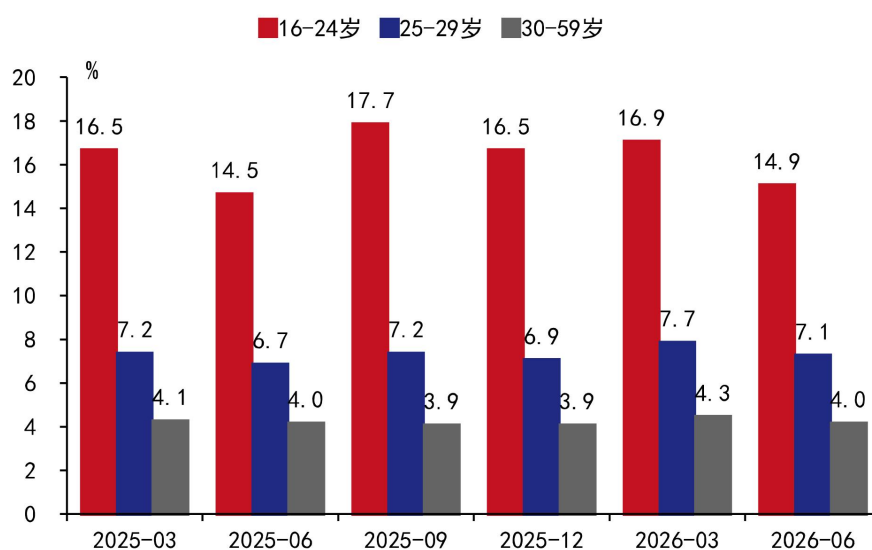
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 7 31 大中城市失业率低于季节性水平



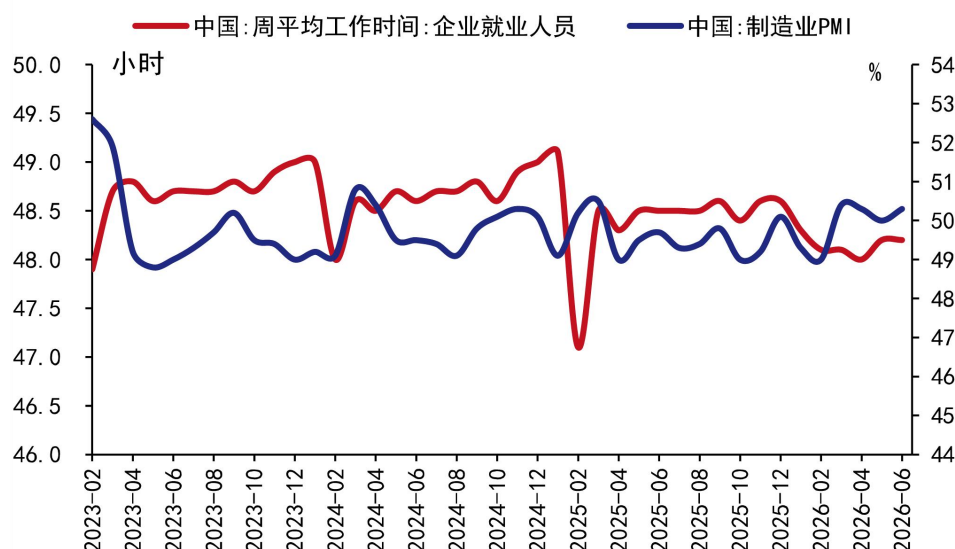
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 8 青年人失业率仍处于高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 9 就业人员工作时间整体处于高位

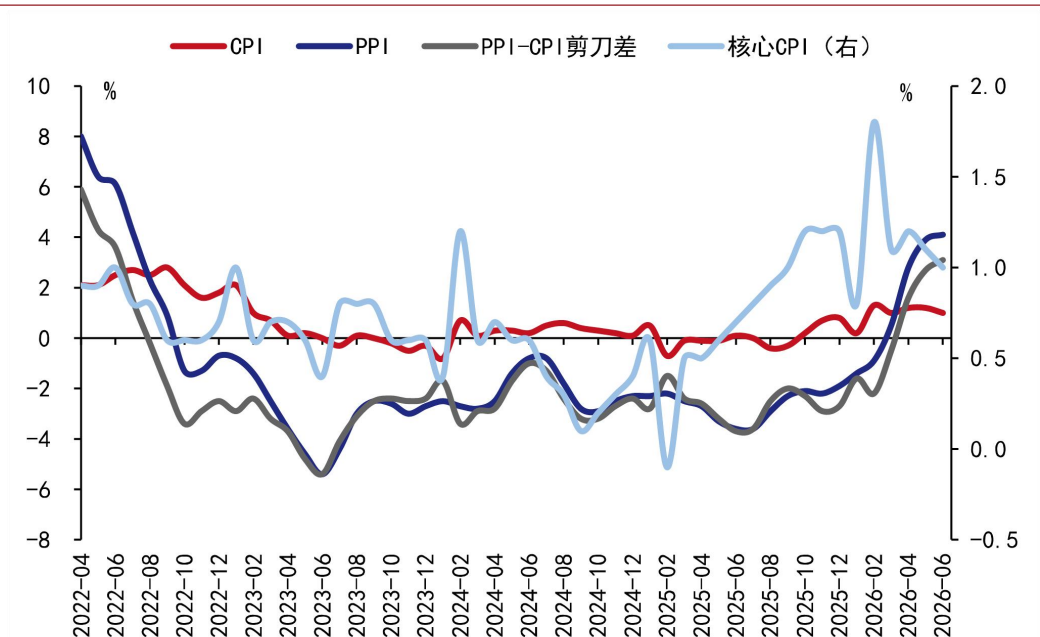


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

上半年,居民消费价格CPI同比上升1.0%,较一季度上升0.1个百分点,其中4、5月当月同比增速均稳定在1.2%,6月受美伊战争暂停、国际原油价格下降影响,CPI和核心CPI当月同比增速分别较上月下降0.2%和0.1%。其中,2月CPI和核心CPI涨幅较大,主要受春节集中消费需求影响。上半年,扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.2%,4-6月当月同比分别为1.2%、1.1%、1.0%,二季度整体下行,较去年同期分别上升0.7个百分点、0.5个百分点、0.3个百分点。分类别看,食品烟酒及在外餐饮价格同比下降0.2%,衣着价格上涨1.6%,居住价格下降0.2%,生活用品及服务价格上涨1.9%,交通通信价格上涨1.8%,教育文化娱乐价格上涨1.2%,医疗保健价格上涨2.0%,其他用品及服务价格上涨11.6%。在食品烟酒及在外餐饮价格中,6月鲜果价格季节性下降2%,鲜菜价格环比下降1%;猪肉价格受出栏压力影响连续4个月环比下降,6月末猪肉平均批发价为14.31元/公斤,低于一季度低点15.31元/公斤。受美伊战争影响,上半年布伦特原油价格震荡强烈,从年初的60美元/桶一度飙升至3月末的118.35美元/桶,6月均价为84.43美元/桶,环比下跌19.28美元/桶。

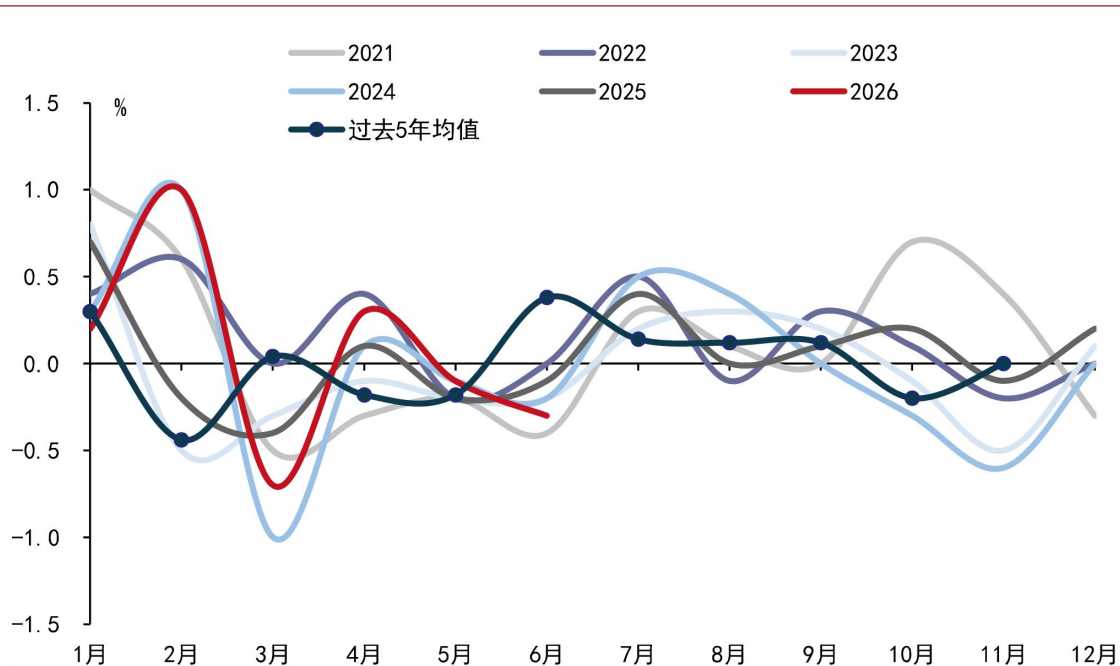
上半年,PPI同比上升1.5%,由负转正,较一季度上升2.1个百分点。6月份,部分行业需求改善,特别是人工智能应用场景的拓展、新质生产力的加快培育、电气化进程的加快,带动航空航天器、电子、电气等行业价格上涨。环比来看,上半年PPI环比增速整体高于季节性,4月PPI环比增幅达到最高点1.7%,6月环比增幅下降到-0.3%,主要受国际原油价格下行和季节性因素影响。

图表 10 物价中枢抬升，PPI 涨幅明显



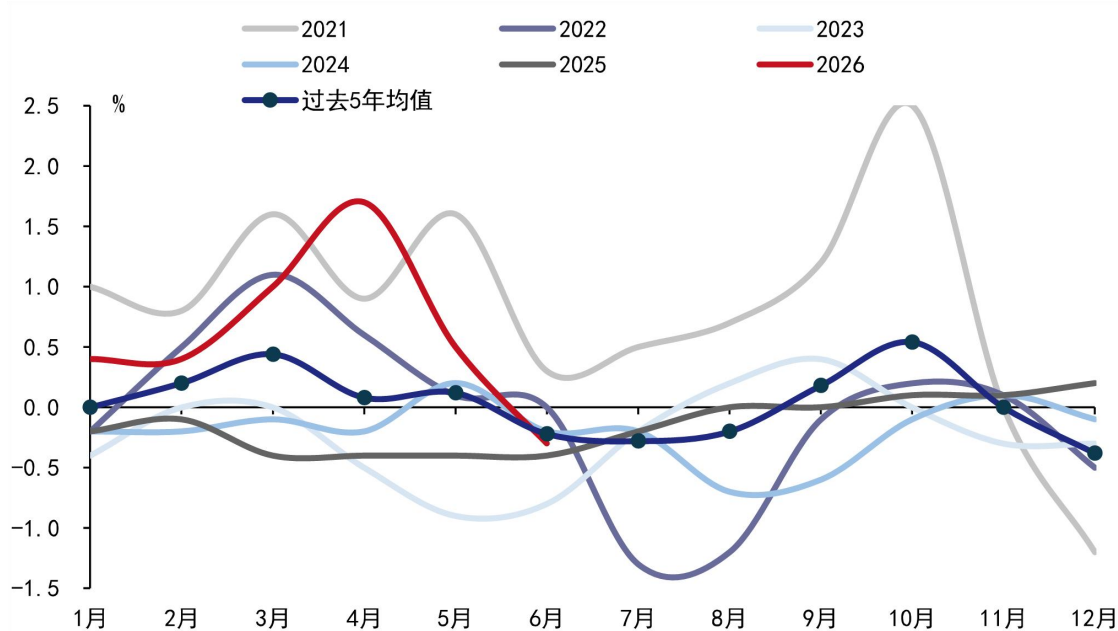
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 11 CPI 环比增速变化



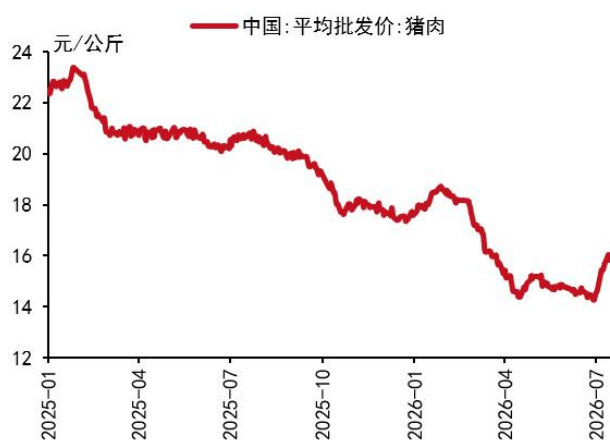
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 12 PPI 环比增速转负，整体强于季节性



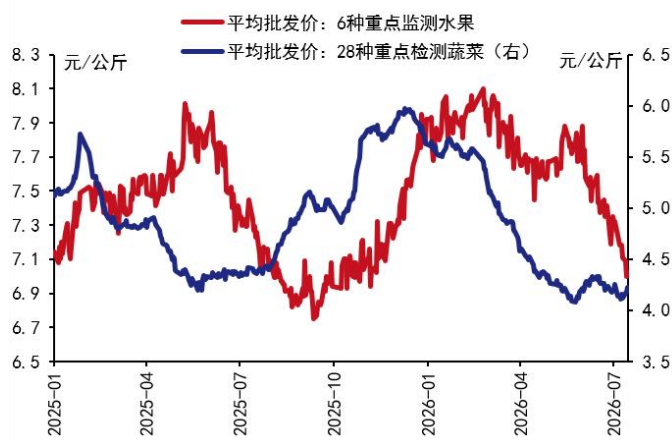
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 13 上半年猪肉价格下探历史低位



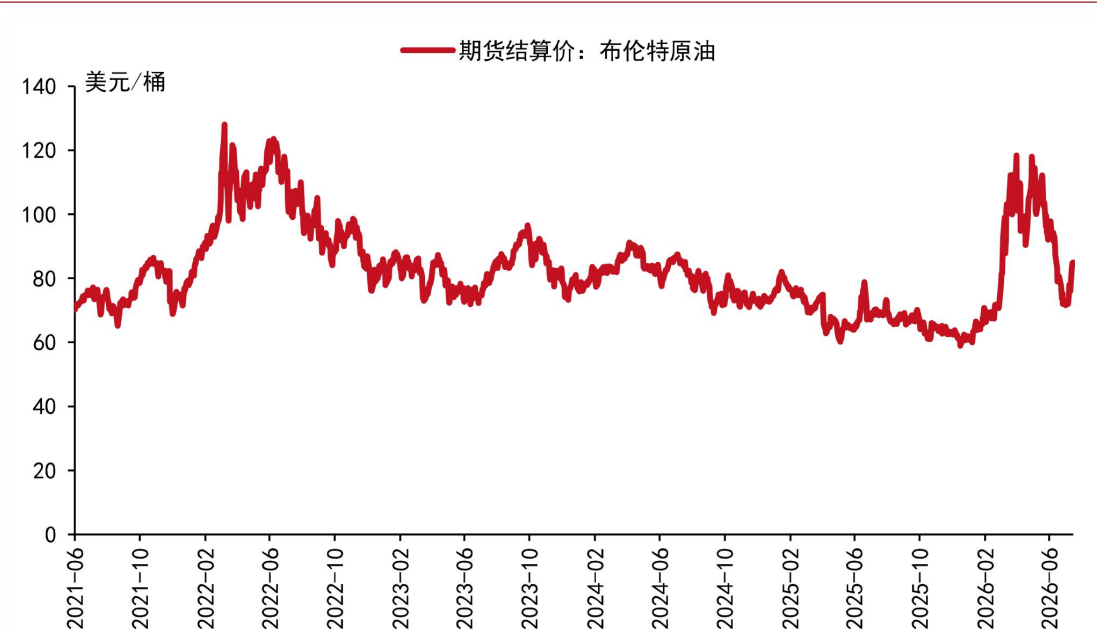
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 14 蔬菜水果价格环比下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 15 布伦特原油价格高位震荡



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）信贷降速提质新常态，财政支出向民生领域倾斜

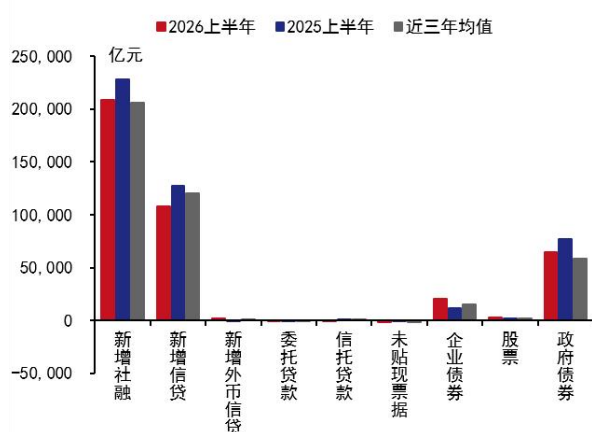
上半年社会融资规模增量累计为 20.85 万亿元，比上年同期减少 1.99 万亿元，但总体仍高于近三年均值。具体分项来看，上半年受积极财政政策和促消费政策影响，政府债券净融资仍为拉动社融增长的主要因素，企业债券增势强劲。上半年政府债券净融资 6.44 万亿元，相比去年集中发行同比少增 1.22 万亿元；企业债券净融资 2.07 万亿元，同比多增 0.92 万亿元；人民币贷款增加 10.76 万亿元，同比少增 1.98 万亿元。6 月末社会融资规模存量为 462.06 万亿元，同比增长 7.4%，增速较上月降低 0.3 个百分点。M2 同比增长 8%，较上月下降 0.6 个百分点；M1 同比增长 4%，较上个月下滑 1.5 个百分点；M2 与 M1 剪刀差连续两个月走阔至 4%，社融和 M2 剪刀差变为负，反映消费增长动力不足，实体经济融资需求有限。

上半年信贷增加 10.72 万亿元，比上年同期少增 2.2 万亿元，分部门看，居民端整体表现较弱，上半年共减少 3,668 亿元，同比少增 1.54 万亿元，其中短期贷款减少 5,881 亿元，同比少增 0.59 万亿元，居民消费需求持续低迷，中长期贷款增加 2212 亿元，同比少增 0.95 万亿元；企业端中长期贷款偏弱，上半年企业端贷款增加 11.13 万亿元，同比少增 0.44 万亿元，其中短期贷款增加 4.59 万亿元，同比多增 0.29 万亿元，中长期贷款增加 5.55 万亿元，同比少增 1.62 万亿元；票据融资增加 8143 亿元，非银行业金融机构贷款减少 4,223 亿元。

上半年，全国一般公共预算收入 121,047 亿元，同比增长 4.7%，财政收入平稳增长，逐月增速保持较高水平；其中，税收收入 97,865 亿元，同比增长 5.3%；非税收入 23,182 亿元，同比增长 2.3%。上半年，

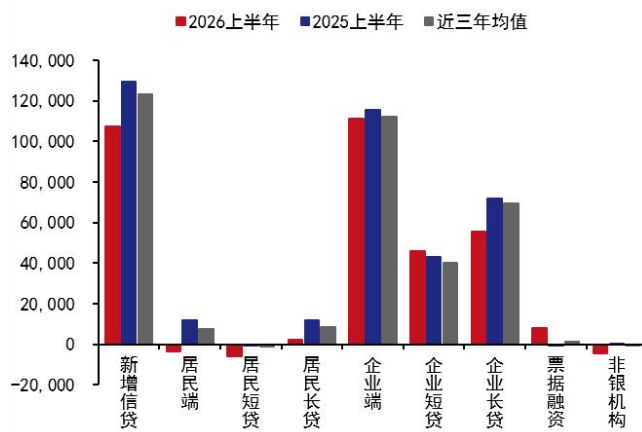
全国一般公共预算支出 143,329 亿元，同比增长 1.5%，卫生健康、社会保障和就业支出增加较多，分别同比增长 10.8%和 7.6%，节能环保、农林水支出下滑较多，分别同比下降 10.3%和 8.6%，财政支出总体保持靠前发力，民生等重点领域支出得到较好保障。上半年，全国政府性基金预算收入 152,44 亿元，同比下降 21.6%，其中国有土地使用权出让收入 9,778 亿元，同比下降 31.5%，土地市场持续低迷。全国政府性基金预算支出 38,705 亿元，同比下降 16.4%，支出规模较上年同期有所收缩。

图表 16 上半年新增社融少于去年同期



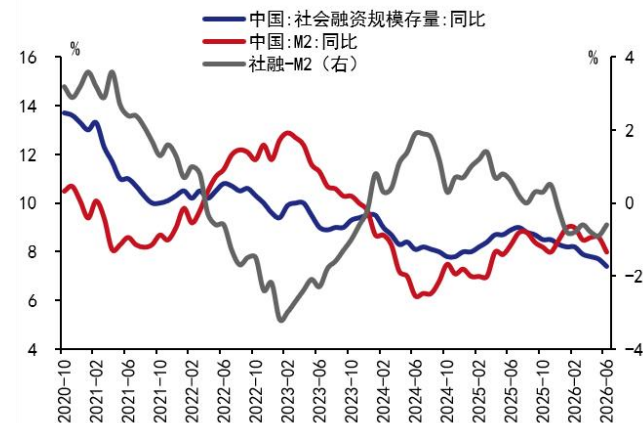
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 17 上半年信贷同比减少



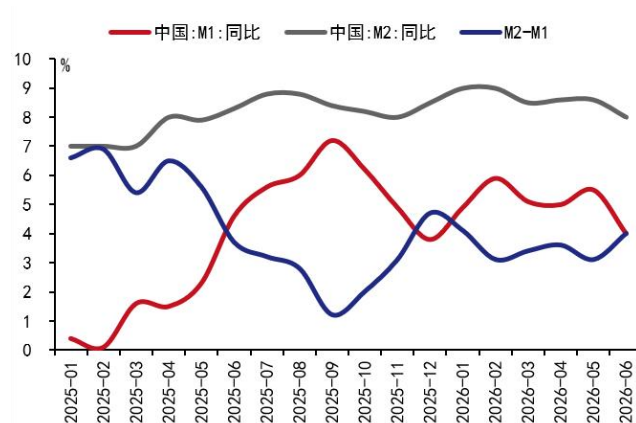
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 18 社融与 M2 剪刀差收窄



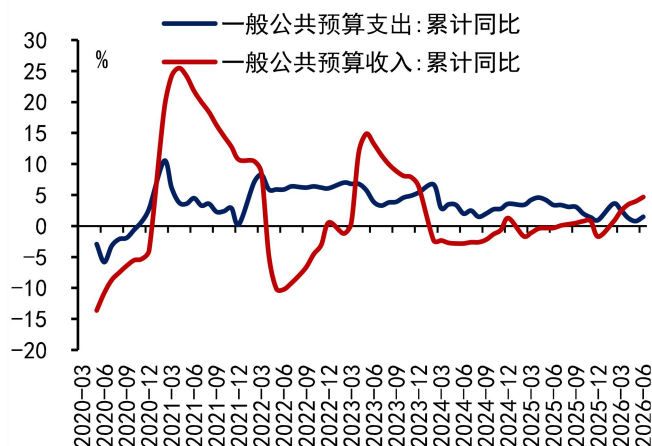
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 19 M2 与 M1 剪刀差走阔



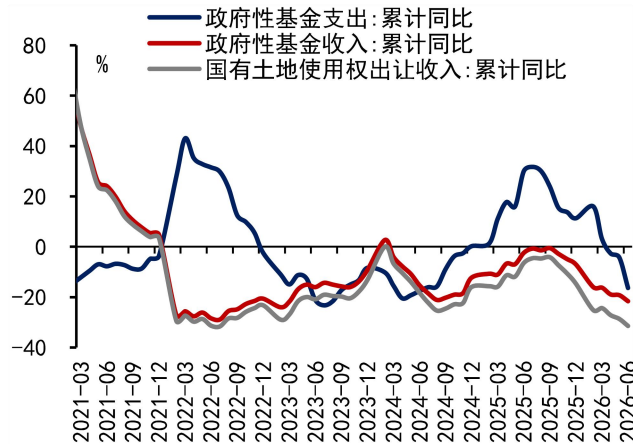
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 20 上半年财政收入有所回升，支出低位



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 21 上半年政府性基金收支均有所下滑



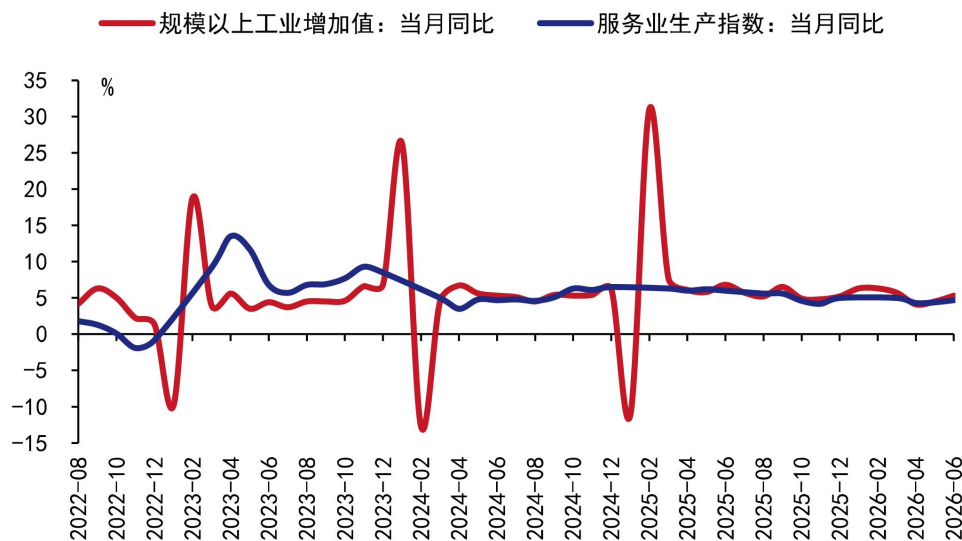
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(四) 供给端：工业生产维持韧性，现代服务业加快发展

供给端增长较快，上半年全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，增速较一季度减缓 0.7 个百分点，其中 4-6 月同比分别增长 4.1%、4.5%、5.3%，装备制造业和高技术制造业增势强劲，分别上涨 9.3% 和 13.3%；产能利用率回落至 73.0%，比上年同期下降 1.0 个百分点，还有待提高；新动能持续壮大，带动商务服务、信息技术等现代服务业加快发展，上半年租赁商务业、信息软件业分别同比增长 11.9% 和 10.7%。分三大门类看，制造业增加值增长 5.6%，增速高于全部规模以上工业 0.2 个百分点；采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业分别增长 3.6%、5.5%。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.3%，股份制企业增长 5.9%，外商及港澳台投资企业增长 3.2%，私营企业增长 4.6%。分产品看，3D 打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长 48.5%、39.3%、28.0%。PMI 指数上半年整体呈现先回落后修复的趋势，二季度总体位于荣枯临界值上方，国内生产端和内需订单形成核心支撑。

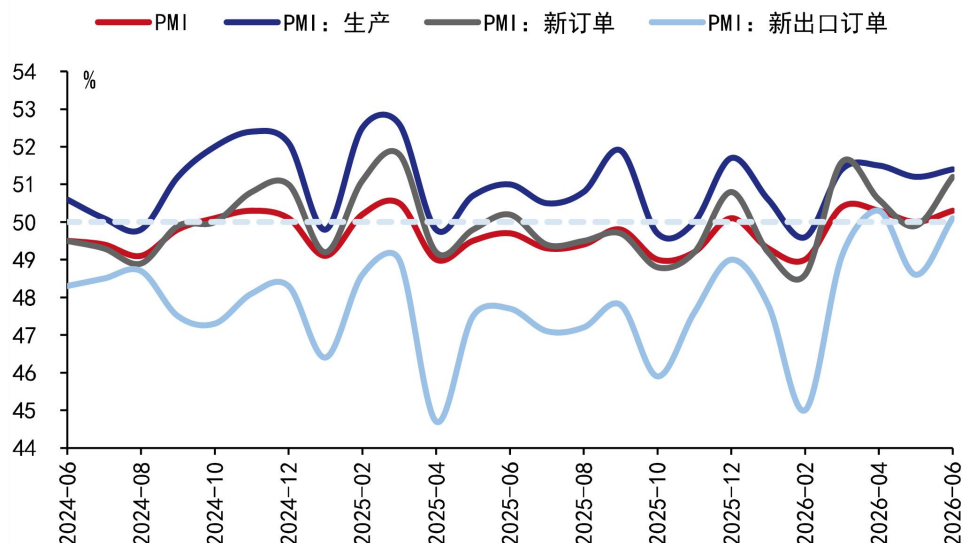
上半年，服务业增加值 413,709 亿元，同比增长 5.2%，受内需约束影响，较 2025 年下降了 0.3%。从行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，住宿和餐饮业，金融业增加值同比分别增长 10.7%、11.9%、5% 和 6.7%。4-6 月全国服务业生产指数同比增速分别为 4.3%、4.4%、4.7%，6 月全国服务业生产指数比上月加快 0.3 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业和金融业生产指数分别增长 9.6%、9.7%、5.8%。

图表 22 工业增加值和服务业指数平稳增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 23 制造业 PMI 景气度一般



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(五) 需求端：消费增速回落，出口保持高景气，投资表现较弱

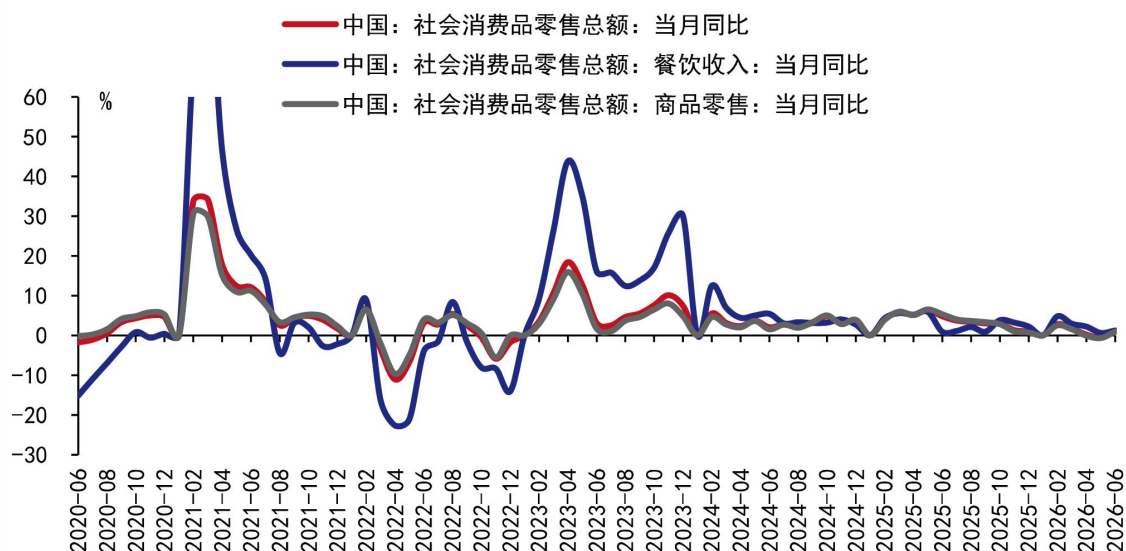
从消费来看，上半年社会消费品零售总额 248,722 亿元，同比增长 1.3%，增速较去年全年和今年一季度分别回落 2.4 个和 1.1 个百分点。6 月社会消费品零售总额为 42,691 亿元，同比增速为 1%，较上月同比增速-0.6%上升 1.6 个百分点，由负转正反映出季末财政支出和促消费政策的效果。具体来看 6 月商品零售增速较 5 月上升 1.6 个百分点至 0.9%，餐饮收入同比增速上升 0.6 个百分点至 1.2%。消费市场整体温和回升，从结构上看，汽车消费需求依旧疲软，但食品、日用品和服务消费仍保持韧性，受益于数字经济和城

乡融合发展，网络消费和乡村消费增速亮眼。上半年，网上商品零售额 64,296 亿元，增长 4.8%；在网上商品零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.8%、6.2%、1.3%；按经营单位所在地看，上半年城镇消费品零售额 215,506 亿元，同比增长 1.2%；乡村消费品零售额 33,216 亿元，增长 2.5%。服务零售仍保持较快增长，上半年服务零售额同比增长 5.3%，高于同期商品零售额 4.2 个百分点。

从外贸来看，按美元计价，上半年我国进出口总值 3.67 万亿美元，同比增长 21.2%。其中，出口端保持高景气度，出口 2.13 万亿美元，同比增长 17.6%，涨幅较今年一季度扩大 2.9 个百分点，其中 4-6 月出口同比分别为 14.0%、19.4%、27.0%；进口 1.55 万亿美元，同比增长 26.6%。从结构上看，上半年，我国对共建“一带一路”国家进出口金额同比增长 19%，对欧洲、韩国进出口金额分别同比增长 23%、47.7%，对美国进出口金额 2,891.46 亿美元，同比增速由负转零，多元化市场进一步巩固。从经营主体看，上半年，我国国有企业、外商投资企业和私营企业进出口金额分别同比增长 23.27%、21.38% 和 20.96%，各类市场主体增势良好。从出口产品结构看，上半年机电产品出口 13501.7 亿美元，同比增长 24.5%；高新技术产品出口 6041.55 亿美元，同比增长 38.5%，出口产品结构进一步优化。

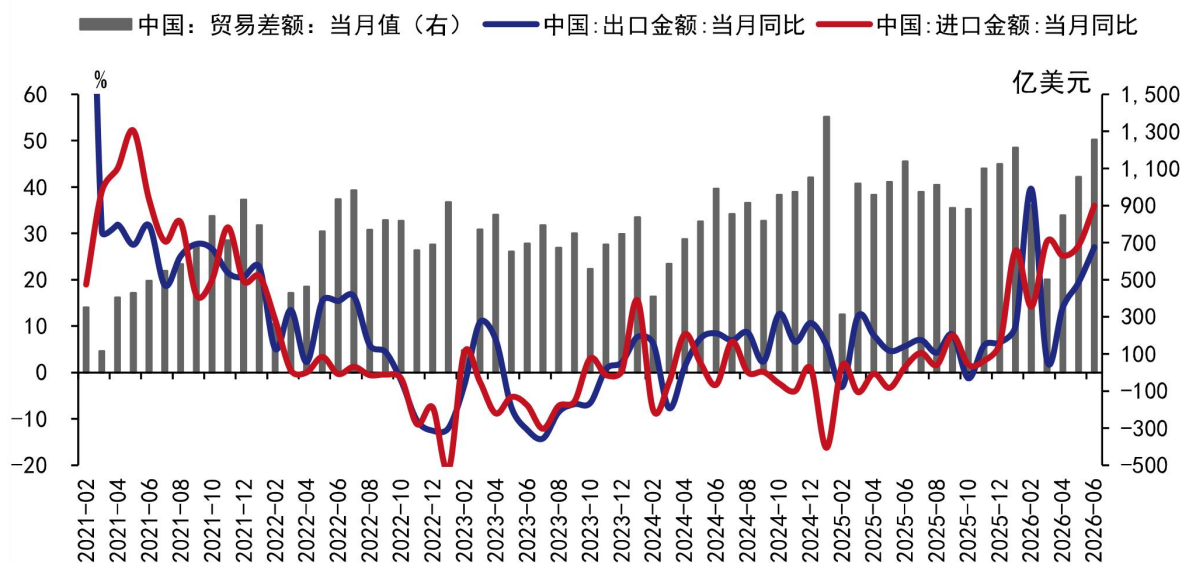
从投资来看，上半年全国固定资产投资（不含农户）226,370 亿元，同比下降 5.7%，今年一季度同比增长 1.7%，扣除房地产开发的固定资产投资下降 2.7%。分领域看，上半年基础设施投资同比下降 2.4%，较 2025 年同期下降 7 个百分点；制造业投资同比下降 1.2%，较 2025 年同期下降 8.7 个百分点；房地产开发投资下降 18.0%，较 2025 年同期跌幅扩大 6.8 个百分点，较今年一季度增速均回落。上半年全国新建商品房销售面积 40,140 万平方米，同比下降 11.6%，新建商品房销售额 37,945 亿元，下降 13.6%。同时上半年也存在部分结构性亮点，知识产权产品投资同比增长 9.4%，比一季度加快 1.5 个百分点，拉动全部投资增长 1.1 个百分点；高技术制造业投资和高技术服务业投资分别同比增长 3.2%、7.5%。总体来看，投资动能整体较弱，固定资产投资整体下降，房地产投资持续探底，虽然高技术产业和知识产权产品投资等行业仍展现出结构性亮点，但投资需求疲软仍是当前经济发展的主要掣肘，需要进一步加强稳投资政策力度。

图表 24 社零增速低位运行



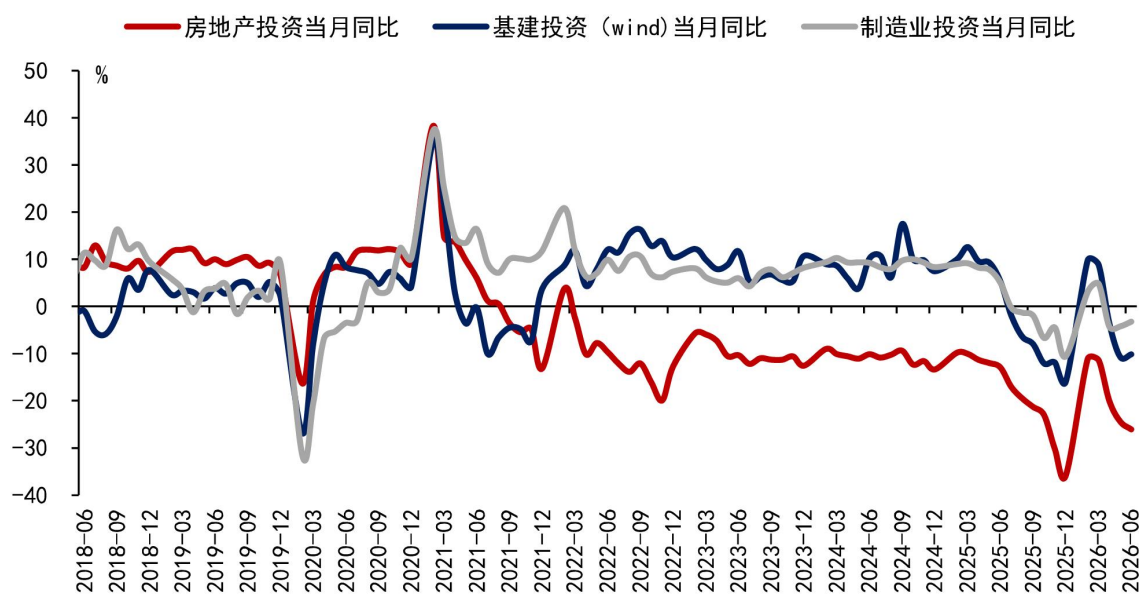
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 25 出口端保持高景气度



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 26 投资增速再次回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、2026 年下半年宏观经济展望：转型分化，加强政策储备，推动科技自立自强

（一）外部环境：地缘政治博弈持续，货币政策紧缩预期抬升

美国经济 K 型分化格局延续，美联储政策偏向鹰派。一季度 GDP 环比折年增速上升至 2.1%，显著高于前值 0.5%，超出市场预期，主要受到企业投资与人工智能相关支出的带动，私人投资对 GDP 同比的贡献连续三月回升；消费增长乏力，一季度个人消费支出的环比折年率为 0.5%，为四年来最低增速。非农就业整体回升，失业率小幅下降，平均时薪同环比温和上涨，就业市场有所回暖；AI 对就业产生一定替代作用，但尚未形成明显冲击。通胀方面，能源价格主导价格走势，2-5 月 CPI 同比由 2.4% 上升至 4.2%，6 月超预期回落，核心商品、住房、服务等内生性通胀压力正在减弱。展望后续，美国经济增速在 AI 资本开支扩张、高收入人群消费和“大而美法案”发力等支撑下有望保持温和增长，高油价对经济的冲击相对有限，但持续的高利率也将抑制企业和居民信贷需求，AI 投资与传统消费领域的 K 型分化格局将延续。通胀方面，能源价格影响存在不确定性，下半年通胀震荡，但原油价格有低库存和战略储备回补需求的支撑，中东冲突存在反复，CPI 年内或难以回到 2% 的目标水平。货币政策上，对比历史上石油危机引起滞胀并加息的情景，当前美国通胀远低于 8% 的水平，并未触及加息门槛。美联储加息还可能刺破 AI 泡沫、引发美国经济下行，也面临债务规模持续膨胀的制约，因此年内美联储加息的概率并不高。美联储或通过鹰派表述来管理通胀预期，基准情形是保持政策利率不变；若通胀超预期上行，不排除年末加息一次。财政方面，虽然美国债务高企，但是为刺激经济、应对中期选举，美国财政扩张仍将持续，国防支出或挤压其他领域的财政空间。

欧元区经济放缓，货币政策进入重启加息后的观察期。欧元区经济低位修复，增长动能进一步放缓。

今年一季度实际 GDP 同比增长 0.5%，较去年四季度回落 0.6pct。内需是经济核心支撑，投资和出口对 GDP 增长形成拖累。二季度中东冲突走向阶段性缓和，欧元区经济活动修复，6 月经济景气指数回升至 95.0，ZEW 经济景气指数转正；服务业受到明显波及，二季度服务业 PMI 跌至萎缩区间，创近年新低；欧元区消费者信心指数从前期的-16.3 降至 6 月的-17.7，欧洲消费者信心进一步下降；制造业好于预期，二季度欧元区制造业 PMI 继续处于扩张区间，但 5-6 月行业景气度边际下行。作为能源进口依赖型地区，欧洲仍面临俄乌战争、美伊冲突等地缘风险持续带来的外部不确定性，同时全球需求回落、欧洲与中美贸易摩擦风险将压制出口动能；能源价格的回落将降低实体成本压力，为下半年内需端的回暖提供缓冲时间，但制造业产业链的长期结构性损伤难以在短期内修复。财政方面，受能源价格冲击与国防开支扩张的双重挤压，欧盟多国财政赤字持续扩大，债务高企和财政约束下欧盟难以出台大规模刺激政策，对经济的提振空间有限。欧元区经济依赖内生消费需求，难以实现强劲反弹。相对于 2025 年 1.5% 的增速，欧央行近期下调 2026 年 GDP 增速至 0.8%，经济增速延续放缓趋势。货币政策上，欧央行 6 月开启近三年来的首次加息，旨在确保通胀在中期内稳定在 2% 的目标水平，也意味着本轮宽松周期的正式结束。欧央行强调依托数据驱动型决策的原则，后续预计将根据地缘形势和通胀水平相机抉择。如果中东冲突走向好转，油价保持在低位波动，通胀压力可控，欧元区或进入“观察窗口期”，保持基准利率不变。如果地缘形势超预期恶化或者滞胀风险显著上升，不排除欧央行年内再次加息以控制通胀。

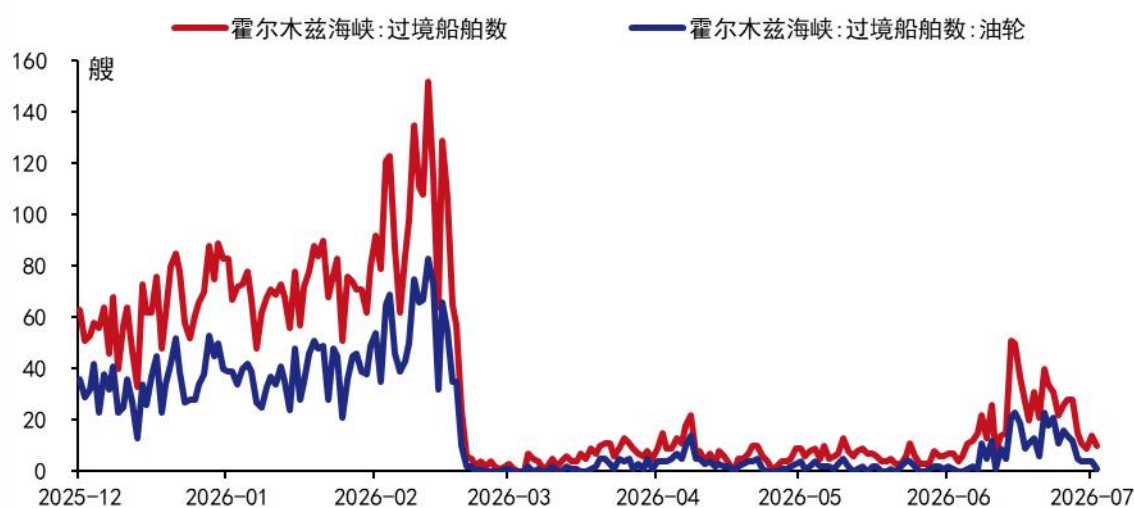
日本经济面临高利率压制和债务约束，央行将继续渐进加息。日本经济呈微弱复苏态势，一季度 GDP

环比折年率为 1.8%，连续两个季度正增长，主要来自外需的强劲增长和消费与政府投资的支撑。上半年日本制造业景气度保持高位，制造业 PMI 均处在扩张区间，地缘扰动不改制造业景气的上升趋势。通胀方面，政府补贴削弱能源和食品价格的涨价效应，叠加去年同期高基数，日本 CPI 和核心 CPI 同比较去年明显回落，前五月均未超过 2% 的通胀目标，其中 5 月核心 CPI 同比下滑至 1.4%，创近四年新低，油价冲击对日本通胀的影响并不显著。下半年日本电力燃气和汽油补贴逐步到期，没有新增政策的情况下通胀面临上行压力。货币政策方面，日本央行 6 月如期加息 25BP，将政策目标利率提至近 31 年新高，同时宣布 2027 年暂停缩减购债规模。行长植田和男最新重申通胀超过 2% 的风险仍然存在，表示随着潜在通胀向 2% 靠拢且金融环境仍宽松，央行预计将继续上调利率、调整货币宽松程度，加息时机和节奏取决于美伊冲突的影响等多重因素。首相高市早苗倾向于偏鸽派的货币政策以支持经济增长，支持扩张性财政刺激，包括额外支出、结构性减税和补贴、投资等，其中军事是财政支出增加的主要领域，但日本货币政策受到央行独立性和通胀数据的制约，财政政策受限于高债务和刚性支出，实际扩张规模或相对有限。整体来看，日本经济面临高利率压制和债务约束，日元贬值风险加剧，增长动力主要来自地缘风险回落和全球 AI 产业周期的拉动，GDP 预计保持低速增长；日本央行将继续推进渐进加息，预计保持半年一次加息的节奏，年内或再有

一次加息。

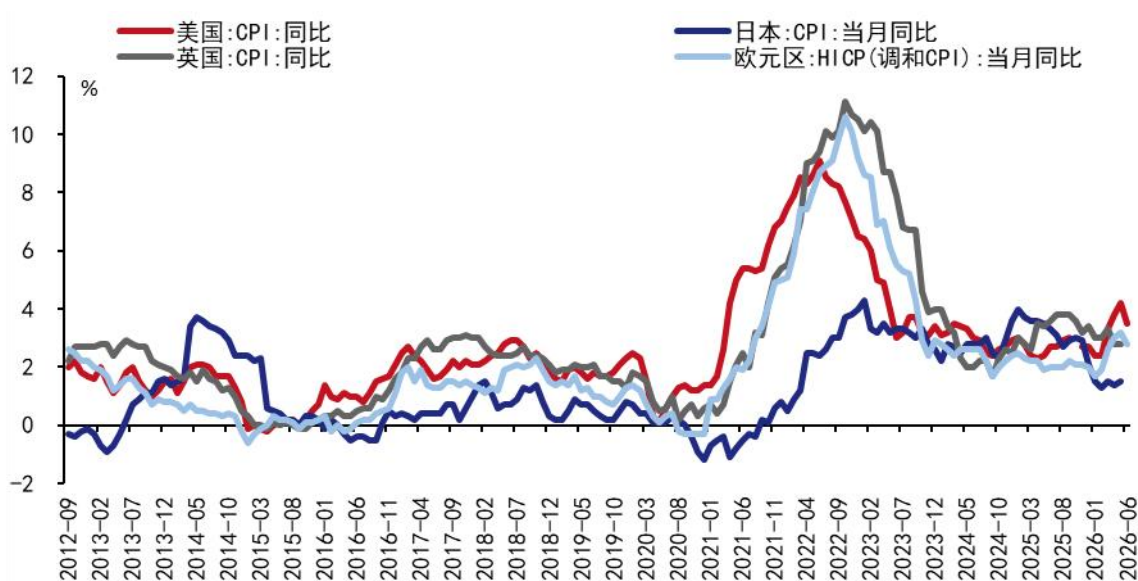
地缘政治博弈持续，中东冲突进入拉扯阶段，美国进入中期选举周期。全球地缘局势呈现局部冲突频发、重大战争可控化的特点，大国博弈进入相对稳定阶段。美国强行对美洲地区和中东地区国家进行军事干预，增加地区不稳定性。当前美伊双方进入边打边谈的拉扯阶段，以色列间歇性干扰和谈进程；虽然美伊双方有意管控分歧，但双方分歧巨大，后续局部冲突难以避免，不确定性仍存。在伊朗局势稳定后，美国或将目光转移至古巴等地区。俄乌冲突陷入焦灼状态，期间有和谈信号释放，但和平进程较难推进，燃油危机动摇俄罗斯战时经济根基。日本保守化倾向持续加深，高市早苗政府推动修宪和军事松绑，而且对华战略发生重大转变，东亚地区军备竞赛风险加剧。中美博弈进入“斗而不破”的阶段性平衡，难改长期竞争和博弈的本质，5月元首峰会后两国进入新的平台期，两国关系和贸易往来在下半年元首互访下有望进一步缓和。此外，下半年美国中期选举是重塑美国国内政治格局的关键节点，不仅影响美国国内外政策走向，也对全球经贸、外交及中国的发展环境产生深远影响。特朗普政府面临支持率低迷、民众生活成本高企等不利局面，失去对众议院控制权的风险较高，对参议院有胜选优势但存在风险点。如果丢失众议院控制权，共和党执政空间将显著压缩，减税、财政刺激及“大而美”法案的落地会受到极大制约。两党博弈加剧，政府停摆、债务上限危机发生的风险上升。若共和党保住两院，减税、去监管、财政扩张等特朗普政策议程将得以延续，但财政赤字和债务压力将进一步扩大。

图表 27 霍尔木兹海峡在短暂复航后再次陷入停滞



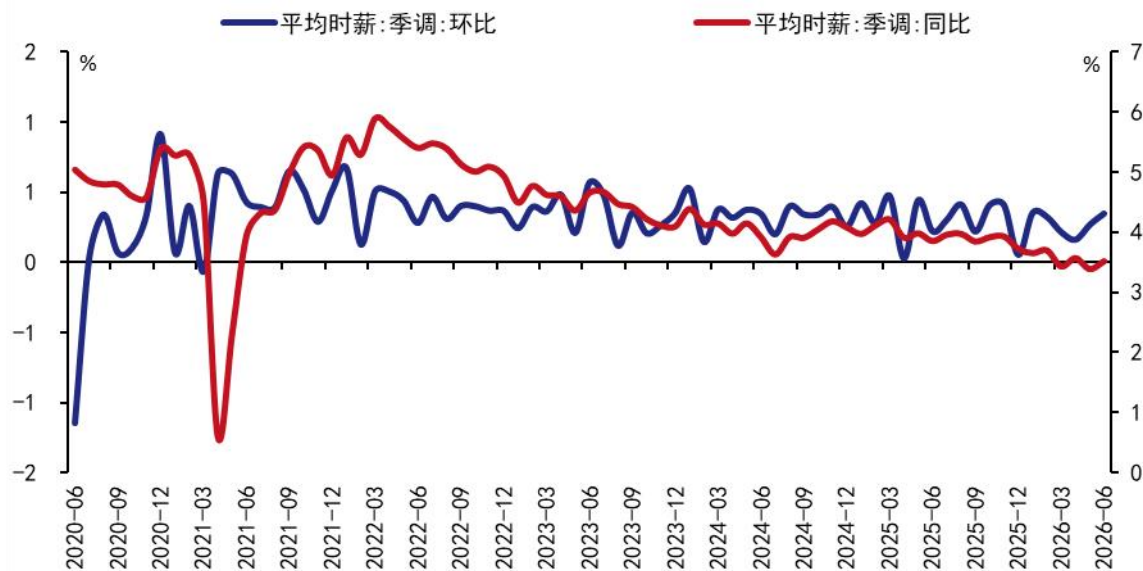
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 28 欧美通胀二季度冲高回落



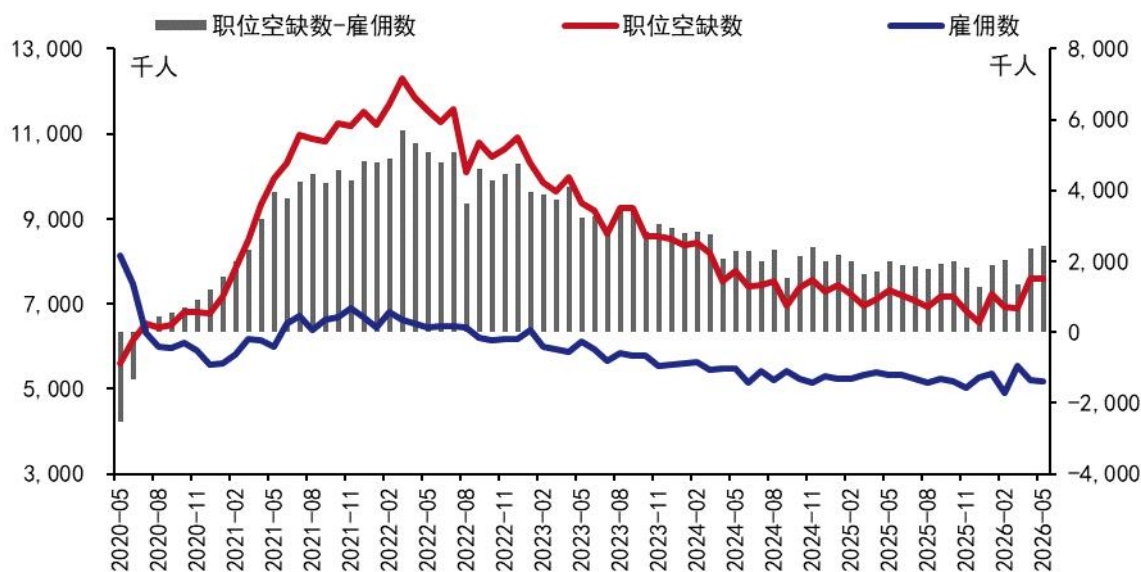
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 29 美国时薪同环比增速小幅上行



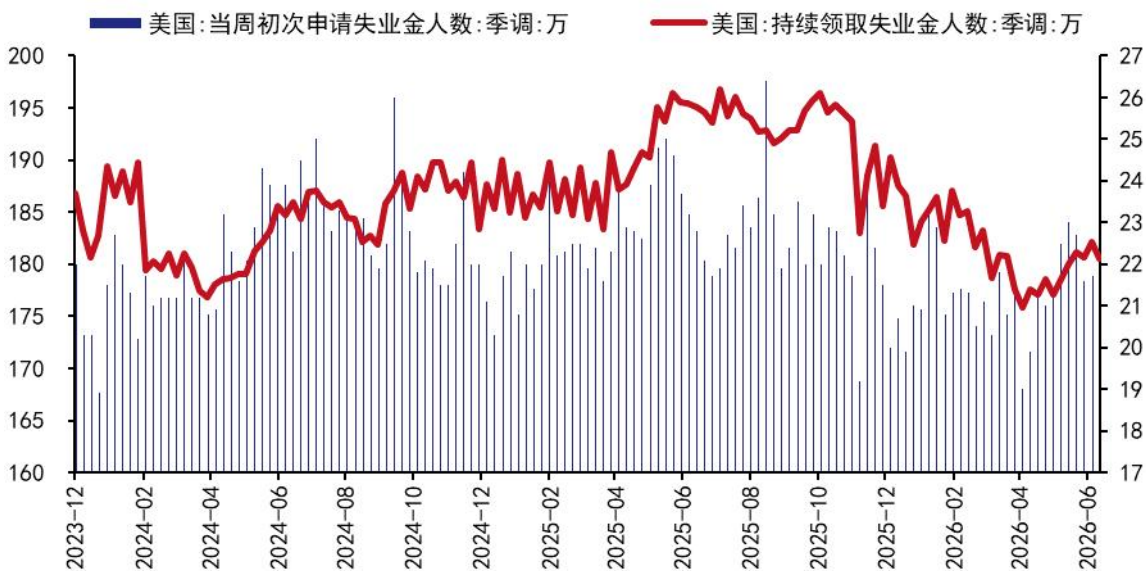
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 30 美国二季度职位空缺数继续回升



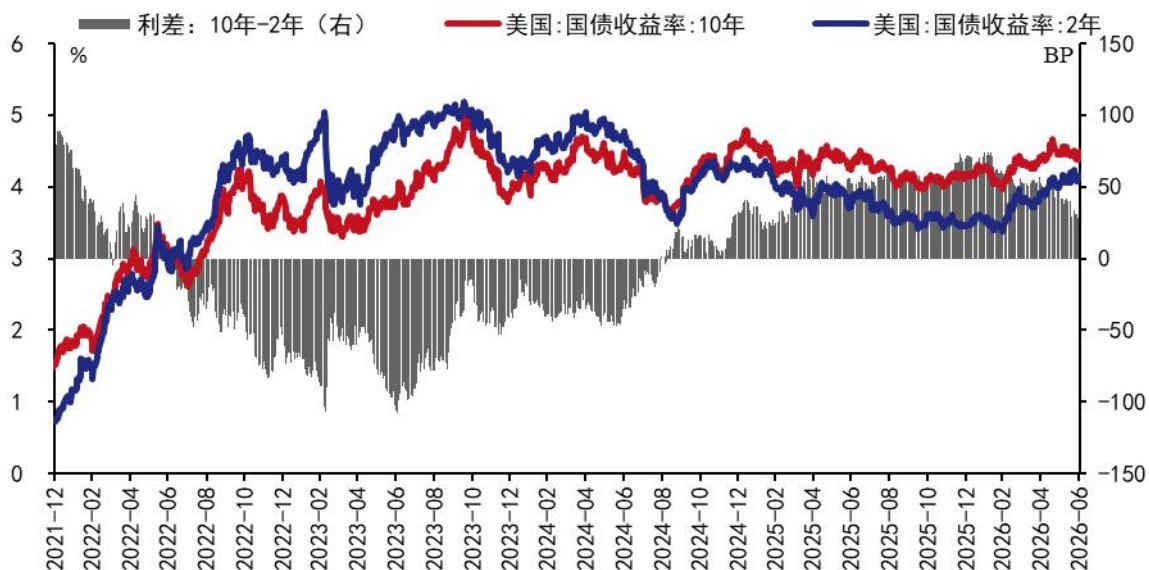
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 31 二季度美国持续申请失业金人数中枢小幅回落



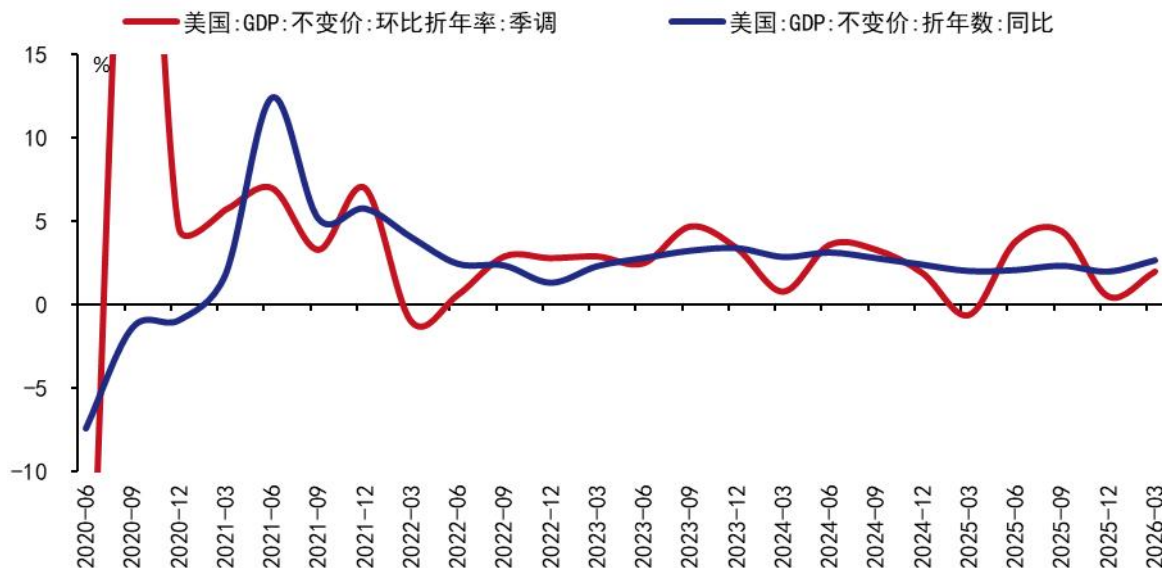
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 32 美国 10 年和 2 年国债收益率二季度继续走高，短端上行幅度更大



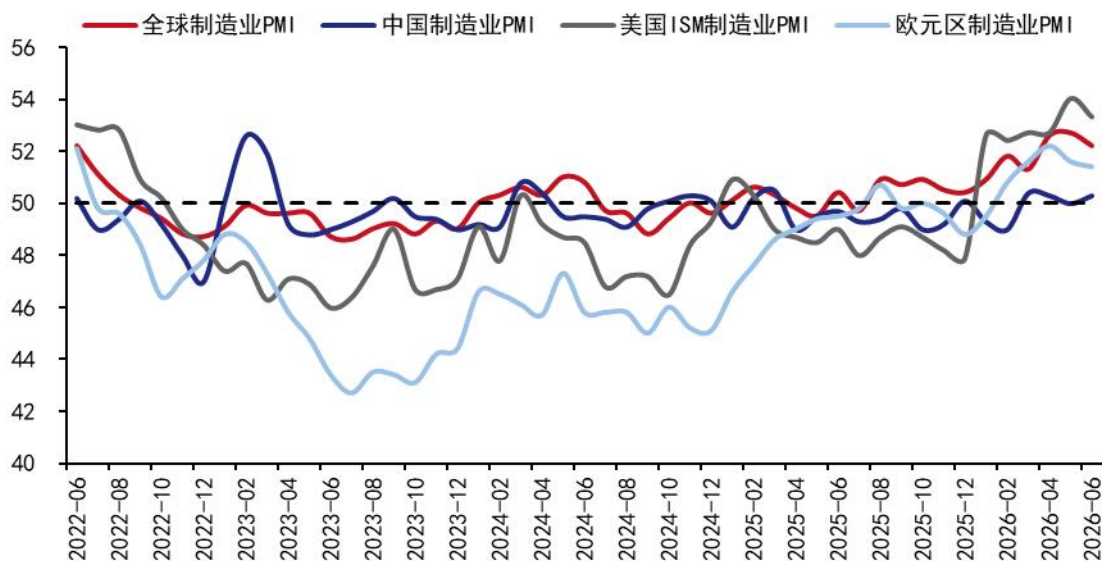
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 33 一季度美国经济同环比增速均回升



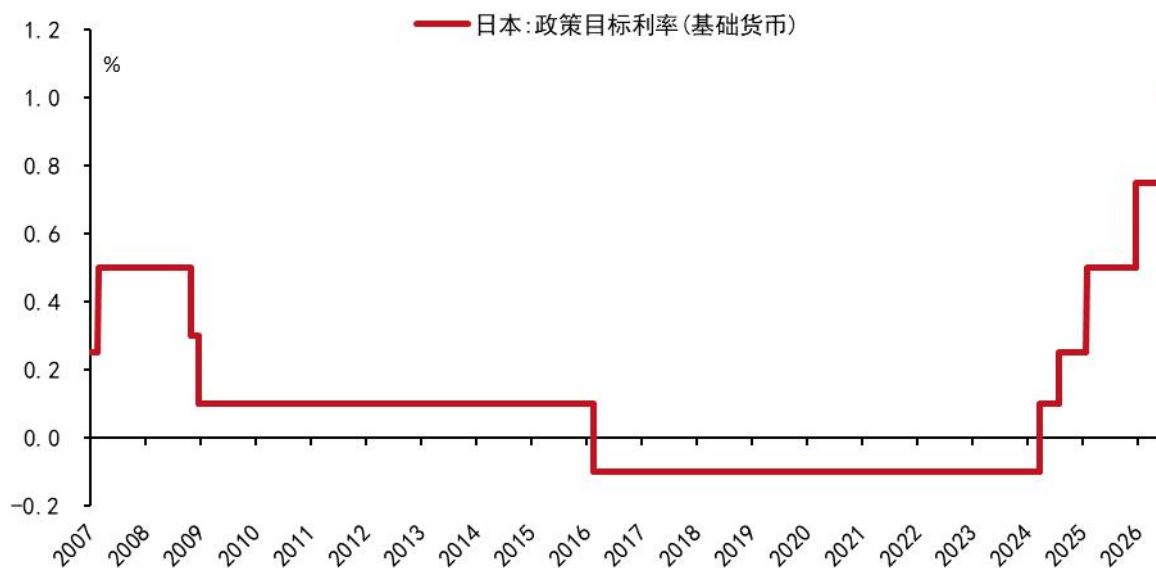
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 34 全球制造业 PMI 连续 11 个月在扩张区间



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 35 日本 2026 年 6 月重启加息，政策目标利率提高 25BP 至 1.0%，为近 31 年新高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 36 美伊冲突阶段性缓和，地缘政治风险回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）内部环境：经济转型再平衡，物价中枢抬升，供强需弱

新旧动能加速转换，K 型分化加剧。当前经济正处新旧动能转换期，房地产、基建等传统板块加速出清，上半年房地产开发投资累计同比降幅扩大至 18%，拖累非金属矿物等基础建材产能利用率下行，6 月基础原材料行业 PMI 在 47.1% 的收缩区间低位运行。与之相对，在全球新一轮 AI 科技周期及国内新质生产力培育共振下，高技术制造业成为拉动工业增长的关键力量，上半年高技术产业增加值同比大幅增长 13.3%，6 月高技术与装备制造业 PMI 继续抬升至 53.5% 和 52.5% 的高景气区间，集成电路及电子专用材料等科技产业链资本开支持续加码。新旧动能的非对称表现进一步映射于内外需的分化，以电动汽车和高新技术产品为代表的高附加值产业分别实现 75.1% 和 38.5% 的出口高增长，凭借技术优势拉动外需并成为出口韧性的主要支撑，而传统劳动密集型及地产后周期产品如服装、鞋靴、玩具和陶瓷产品的出口增速则全面转负。同时，产业链上下游呈现出明显的利润分配差异，具备核心技术壁垒的科技上游环节享有显著的景气溢价，上半年高技术制造业利润总额累计同比大幅增长 44.7%，其中计算机、通信和其它电子设备制造业利润同比增速高达 103.9%，而传统中下游制造则面临激烈的价格竞争与利润挤压，同期汽车制造业利润总额累计同比下滑 19.8%，纺织服装、服饰业利润累计同比回落至 -11.4%。当前由科技周期驱动的结构性增量短期内尚不足以对冲旧动能走弱的需求缺口，经济仍需在结构转换过程中寻求再平衡。

供强需弱延续，坚持内需主导。当前生产端整体维持较强韧性，上半年规模以上工业增加值累计同比实现 5.4% 的增长，制造业 PMI 生产指数在上半年有 5 个月处于扩张区间，服务业生产指数累计同比亦增长 4.8%，但部分中下游行业仍然面临产能压力，内卷式竞争严重。从出厂价格表现来看，上半年国内 PPI 整

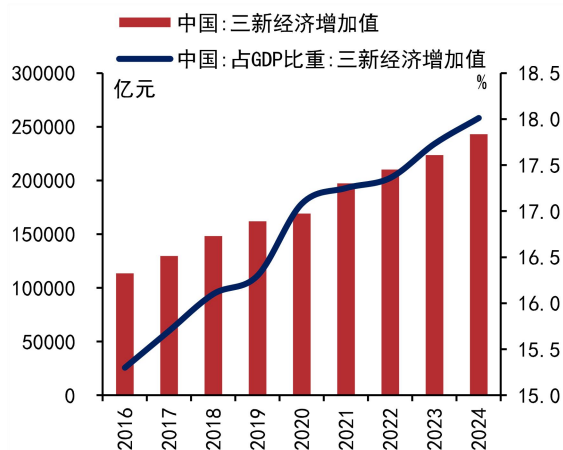
体呈现抬升趋势，但结构性错配显著，上游价格的温和回暖并未能有效传导，下游制造环节普遍持续承压。受以价换量等因素扰动，6月份汽车制造业PPI同比下降2.1%，医药制造业下降4.5%，通用设备与专用设备制造业亦分别下降0.7%和0.6%。这种广泛存在于中下游制造环节的低价竞争与价格倒挂，实质性挤压了实体企业的正常利润空间，进而制约了企业后续的资本开支与技术迭代意愿。内需仍然偏弱，投资探底，消费不足。投资端，上半年地方化债约束叠加政府债券融资与实物工作量转化有所滞后，基建与制造业投资增速出现不同程度回落，地产投资的拖累也在持续；消费端，受去年同期高基数效应压制，以及居民防范性储蓄高企、预期偏弱等因素制约，社零增速低位下行。尽管以旧换新、财政金融协同促内需专项资金具有一定托底作用，但受制于宏观预期偏弱、居民资产负债表弱修复，微观主体信心与内生动能整体依然偏弱。打破当前供求失衡格局需从供需两端协同发力，供给端需依法规范市场竞争秩序，遏制无序低价竞争，加快落后产能实质性出清，通过提质引导需求；需求端则需持续深化收入分配制度改革，多渠道拓展居民收入来源。展望下半年，财政、货币政策应进一步强化逆周期调节与协同配合，统筹安排超长期特别国债与财政金融促内需专项资金，加大对消费品以旧换新及有效投资的支持力度，引导金融资源精准落地并加速转化为实物工作量，切实改善微观主体预期，推动投资与消费共振回稳，为经济良性循环提供有力支撑。

信贷投放降速提质，政府、企业和居民三部门资产负债扩张非对称分化。在金融支持实体经济高质量发展的导向下，单一信贷指标的指示意义正在减弱。监管层面多次强调，应淡化对信贷总量的过度关注，需将信贷与债券综合考量，从涵盖更为全面的社会融资规模视角来客观评估实体经济的真实融资状况。透过综合融资结构来看，当前私人部门的信用创造动能偏弱。其中，居民部门持续收缩，上半年居民新增贷款为负，在房地产周期调整与收入预期偏弱的压制下，防范性储蓄意愿居高不下，新增消费与按揭需求持续低迷；企事业单位新增信贷规模也显著低于去年同期，受制于中下游产能内卷与盈利空间挤压，除新质生产力导向的高端制造领域外，传统实体企业资本开支意愿总体偏弱，更多转向降本增效与防御性债务去化。政府部门成为托底宏观杠杆率与社融增速的核心主力，依托超长期特别国债与地方专项债的加速发行，财政主动加杠杆并将资金精准导向设备更新和以旧换新领域，通过政府债券融资的扩张有效对冲了私人部门信贷需求的回落。面对私人部门自发性信用收缩的现实压力，下半年宏观资产负债表的修复需要财政与货币政策的协同配合，通过加快政府资金向实物工作量转化，配合适度宽松的利率环境，保持实体融资成本低位运行，阻断资产负债表收缩的负循环，重塑微观主体的扩张意愿。

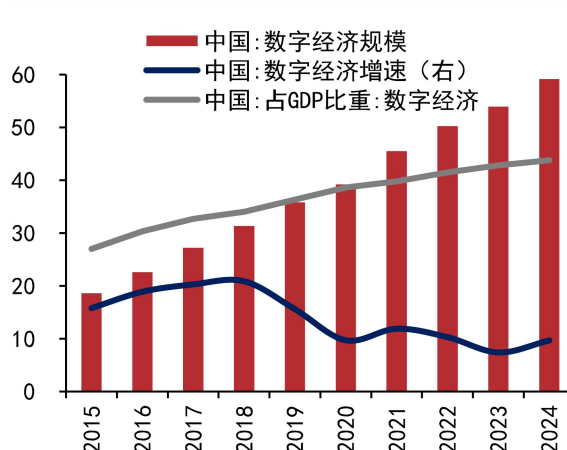
物价中枢抬升，上下游传导结构性分化。上半年主要价格指标明显修复，受输入型通胀拉动，PPI同比间隔41个月于3月提前回正，GDP平减指数和CPI也保持温和修复。与海外主要经济体面临的滞胀风险不同，国内当前并不存在滞胀基础，本轮价格指标的回暖本质上是前期偏低物价水平向合理区间的温和修复。但在修复过程中，物价传导链条依然不畅，上下游出现明显的结构性分化。输入型通胀使得上游资源品价

格大幅走高，石油和天然气开采业上半年累计同比上涨 8.6%，但受制于终端有效需求偏弱，成本抬升未能有效顺延至下游环节，导致汽车制造业、医药制造业价格仍然维持较大降幅。

图表 37 三新经济高速增长

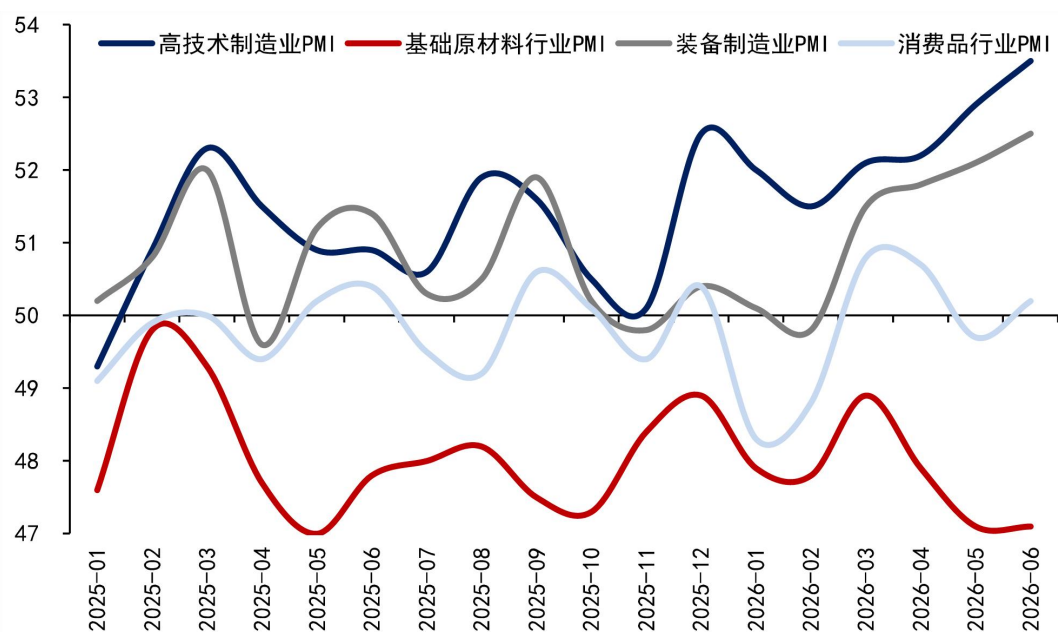


图表 38 数字经济规模不断壮大



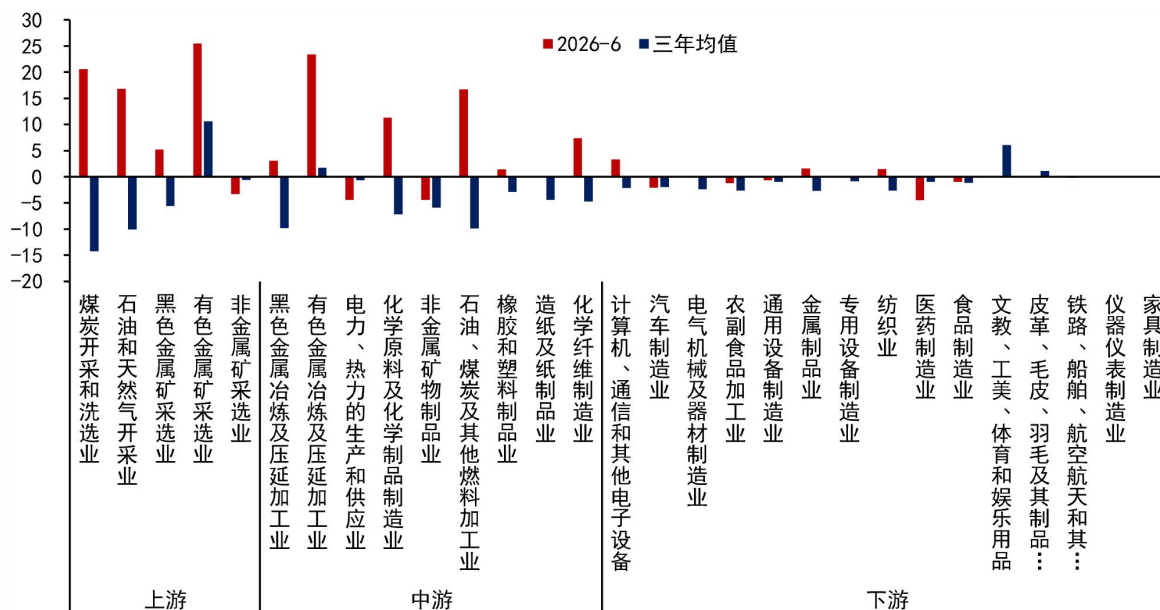
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 39 产业景气度 K 型分化，高技术与装备制造持续高景气度



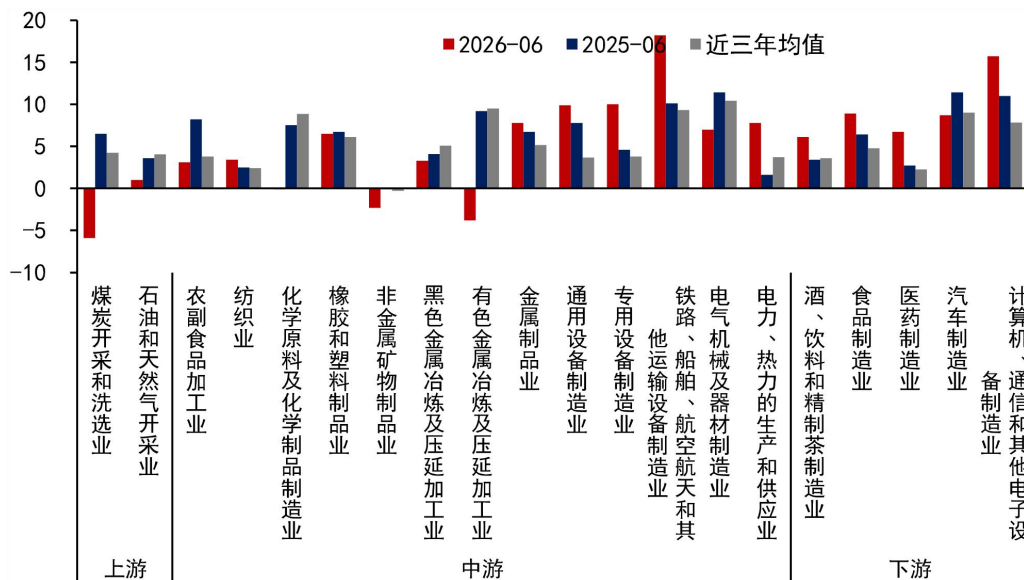
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 40 PPI 价格改善主要集中在上游和中游



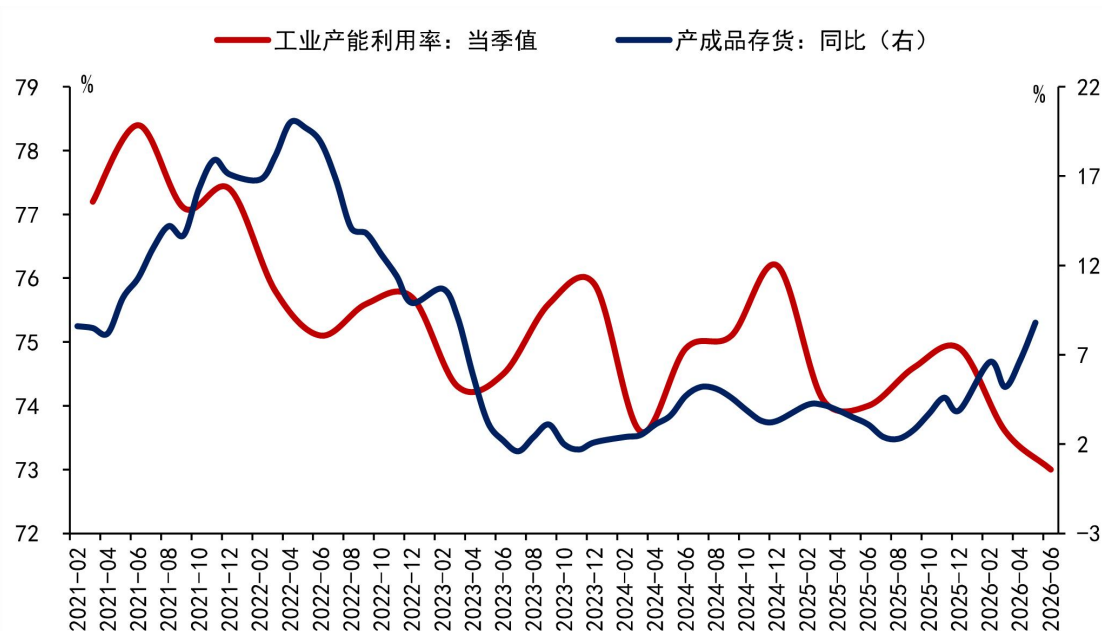
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 41 制造业工业增加值行业分化显著，新质生产力相关保持较高增速



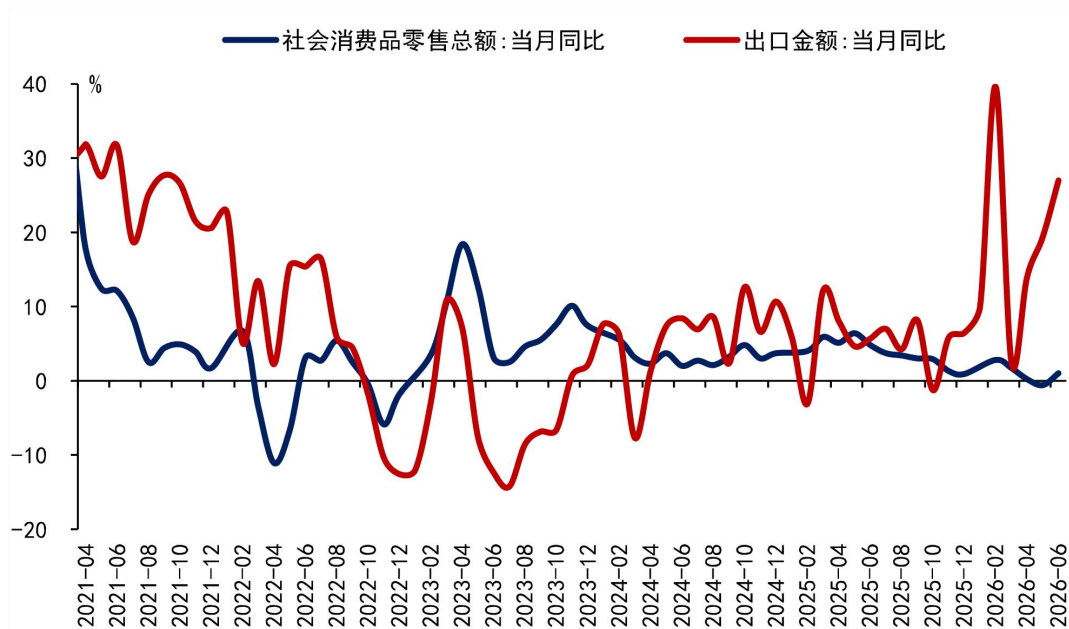
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 42 产需出现明显分化，产能利用率下探伴随库存被动积压



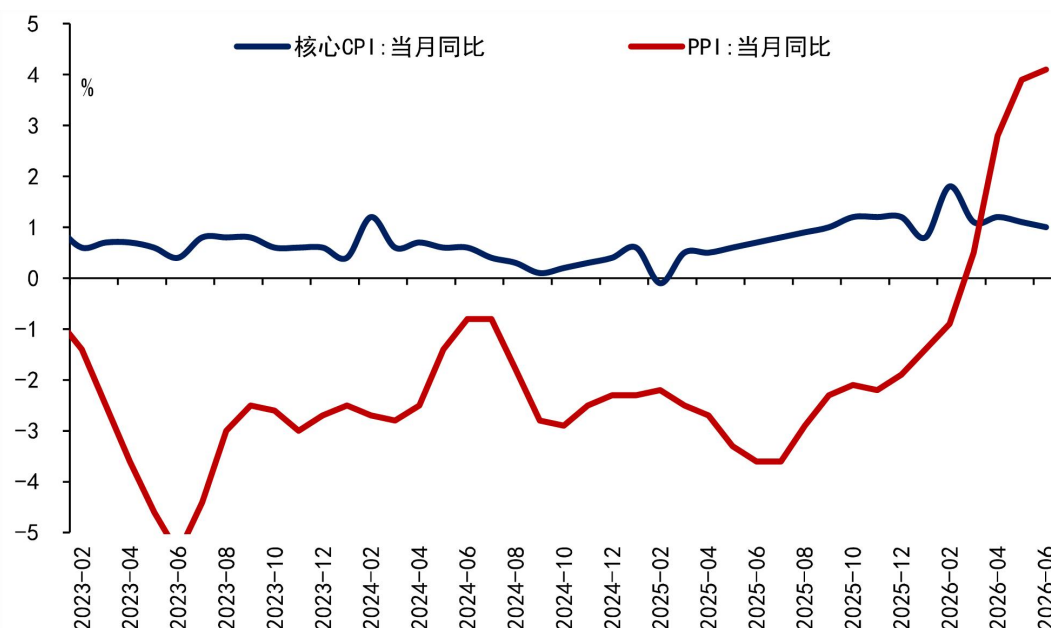
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 43 内外需分化，外需保持强势，内需偏弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 44 生产端价格修复尚未有效传导终端消费



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

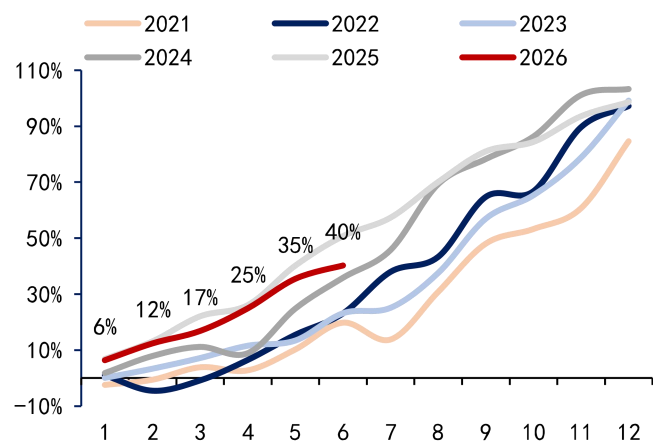
(三) 下半年经济结构 K 型分化延续，内需弱修复

下半年经济增速有望回升，全年经济目标区间内达成问题不大，K 型分化延续。当前国际形势依然复杂严峻，全球经济和贸易不确定性增加，地缘政治冲突持续叠加部分发达经济体货币政策外溢，全球流动性环境面临较大波动。国内新旧动能转换，经济结构延续“K 型”分化，外需与高端制造业托举、内需相对承压。预计下半年 GDP 增速将运行在 4.6%至 4.8%区间，全年经济增速中枢有望保持在 4.8%左右。通胀方面，下半年价格水平尤其是 PPI 将逐步见顶回落，CPI 水平也将小幅下降。近期，地缘政治风险再次抬升，对外需重点关注油价宽幅震荡引发的输入型扰动；对内，上半年猪价一度跌破历史地位，后续重点关注生猪去产能周期下猪价修复水平。就业市场结构性压力依然存在，需持续做好“四稳”工作。宏观政策需继续保持积极基调，加大逆周期调节力度，关注 7 月底政治局会议的增量政策信号，以及 9 月领导访华和中美博弈的格局变化，四季度可能召开五中全会。

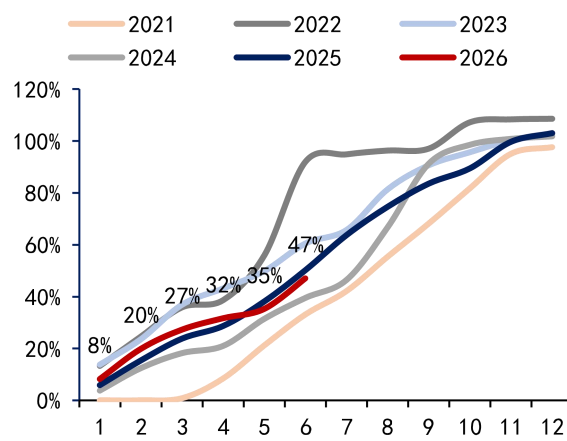
生产维持较高景气度，科技主线与“反内卷”并存。下半年，工业增加值与服务业生产指数在新旧动能转换及促消费政策持续发力下，有望保持韧性。同时，政策端“反内卷”导向不断深化，将倒逼落后产能加速出清以优化供给结构。整体而言，高技术制造业的高位景气与出口产业链的持续活跃将形成共振，共同拉动下半年工业生产向上、对供给端形成有效支撑。行业层面上，科技创新与新质生产力依然是贯穿全年的宏观主线，在举国体制与创新驱动的战略主导下，全球 AI 军备竞赛短期内仍将持续加码。尽管市场情绪短期可能面临波折与扰动，但具备核心业绩支撑的科技资产仍是供给端提质增效的重要锚点。

出口有望维持高韧性，内需弱修复。出口方面，核心是人工智能产业链加快发展和主要出口伙伴的拓宽，但需警惕地缘政治、供应链重构及中美博弈等因素扰动带来的波动，防范前期“抢出口”透支效应。国内大循环方面，内需预计相较上半年有所修复。上半年社零新增指标“社会消费商品和服务零售总额”，将服务消费纳入综合口径，可以更全面反映消费水平，基数影响及“以旧换新”补贴推动，下半年社零读数或有所上行。但是宏观读数与微观体感实质改善之间仍存在温差，真实的消费需求可能依然偏弱。后续重点要大力发展服务消费，拓展消费亮点，切实提高居民的收入预期。投资方面，固定资产投资有望逐步止跌回稳，下半年随着政策性金融工具及“两重两新”政策的持续发力，叠加政府债加快发行与实物工作量加速转化，基建投资可能降幅逐步收窄。制造业投资主要受益于高技术制造业景气及出口产业链的带动，逐步企稳回升。相比之下，房地产投资依然不容乐观，下半年降幅有可能进一步下探。当前销售端一线城市二手房成交虽已呈现出一定的修复迹象，但新房市场企稳仍需持续跟踪观察量价两端的边际变化；且考虑到开发投资端相较于销售端通常存在 2-3 个季度的传导滞后，短期内地产投资端可能难有实质性反转。

图表 45 上半年国债融资进度不算快

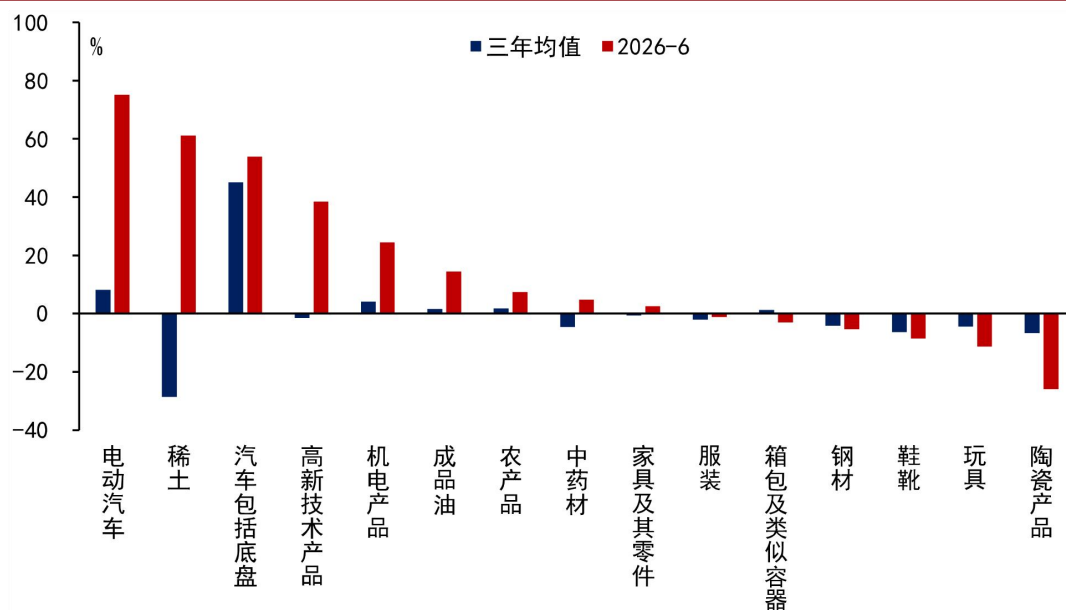


图表 46 上半年地方债发行进度不足 50%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 47 上半年高新技术产品出口增速显著提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）宏观政策：降息降准可期，储备增量政策，推动科技自立自强和产业链自主可控

下半年宏观政策坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推进经济高质量发展。面对外部冲击和不确定性，宏观政策将继续发力，加快落实存量政策，推动实物工作落地，及时储备和出台增量政策。积极引导资源向重点领域倾斜，加紧培育壮大新动能，建设现代化产业体系，抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，同时坚持投资于物和投资于人紧密结合，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，为“十五五”开局夯实内循环基础，关注7月底政治局会议定调。

货币政策：降息降准有望落地，更加主动前瞻，隔夜利率锚定强化。二季度央行政策利率稳定，公开市场对前期过度宽松的资金面进行“削峰填谷”式调节，温和纠偏流动性过剩，但流动性整体处于宽松周期。当前处于经济新旧动能转换的阵痛期，货币政策继续保持支持性立场，为内需回暖和产业转型创造适宜的货币金融环境。政策基调上，央行延续适度宽松的定调，要求把握好政策力度、节奏和时机，加大逆周期和跨周期调节力度，着力扩大内需、优化供给，强调增强政策的前瞻性灵活性针对性。货币政策将更加主动前瞻，根据形势灵活选用存款准备金、逆回购、MLF等工具，继续发挥好总量调控和结构引导双重作用。总量政策相对审慎，但降准降息仍存在空间。降准在资金压力大的时点落地概率更大，降息面临更多制约。结构性工具继续强化，完善工具设计和管理，必要时增加工具额度并优化政策要素，加力支持扩内需、科技创新、中小微企业等重点领域。加强货币和财政政策协同联动，助力政府债顺利发行；隔夜利率锚定强化，引导市场隔夜利率在政策利率水平附近平稳运行；增加隔夜逆回购操作频率，精准调节超短期流动性，深化货币价格型调控。

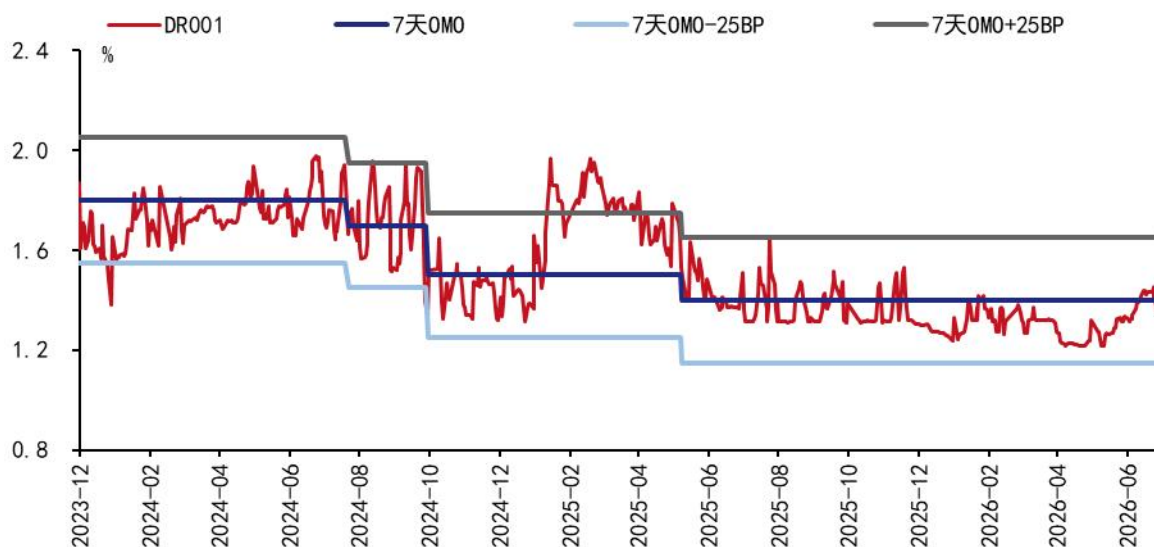
财政政策：加快存量政策落地，继续优化支出结构。为稳固“十五五”开局修复节奏，财政政策将作为核心逆周期工具，继续稳步发力，对冲总需求不足矛盾。具体来看：（1）总量政策继续落实“更加积极”的主基调，广义财政保持高强度；用好用足存量政策，根据需要及时储备增量政策，如盘活地方政府债务限额、增加新型政策性金融工具额度等。（2）加快现有政策的推进力度，早日形成扩内需稳增长协同合力。三季度专项债发行将提速，推进重大项目建设和隐债置换进程，及时消化政府拖欠账款；同步扩大“自审自发”试点，放宽资本金比例，适度拓展专项债支持领域，提高资金投放效率。加快落地 8000 亿元新型政策性金融工具，积极支持城市更新和“六张网”建设，撬动更多社会资本。（3）继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，持续提升教育、医疗、社保、养老等民生支出占比，提高公共服务水平。（4）落实防风险和基层保障，兜牢“三保”底线，多措并举推进化债攻坚，持续压降地方隐性债务，严控新增。（5）加强财政贴息与结构性货币工具、专项债资本金与银行配套融资的协同配合，保持财政政策、货币政策和产业政策取向一致性，促进政策同向发力。

产业政策：加紧培育壮大新动能，深入实施“人工智能+”行动，抢占科技制高点。围绕科技自立自强和产业链自主可控，政策坚持发展和安全并重，优化传统产业和新兴产业布局，以科技创新引领新质生产力发展，以深化“反内卷”来规范市场秩序，构建智能化、绿色化、融合化的现代产业体系。要做大做强传统产业，推动重点产业提质升级，夯实实体经济基本盘；培育壮大新兴产业和未来产业，打造高质量发展的新引擎。重点发展集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人六大新兴支柱产业，加强关键软硬件攻关和应用牵引，强化要素保障与错位布局，补齐产业链短板，全链条推动规模化发展；提前布局未来能源、量子科技、生物制造等六大未来产业，建立未来产业投入增长和风险分担机制，为科技创新提供制度保险，积极抢占科技制高点。作为推动产业变革的核心力量，深化“人工智能+制造”专项行动，加快人工智能商业化规模化应用和生态建设，全方位赋能千行百业。落实美丽中国建设考核评价机制，推动产业结构向绿色低碳方向转型，同时稳步建设新型能源体系，把握能源安全主动权。顺应消费结构升级和产业结构转型趋势，分层分类推动服务业发展，培育“中国服务”品牌。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构，促进供需平衡。

房地产政策：延续“控增量、去库存、优供给”主线，加快优化调整公积金政策。2026 年上半年，全国房地产呈现“总量下行、结构分化”的特征，部分城市房价出现阶段性回暖的信号。上半年新房销售同比跌幅较去年全年继续扩大，二季度结构性修复；二手房成交活跃度优于新房，价格下行趋势有所放缓；京沪等核心城市出现“小阳春”行情，部分月份房价环比转涨，三四线城市成交相对平淡。当前房地产处于寻底阶段，民企拿地和新开工意愿不足，房企销售收入压力未得到有效缓解，房地产投资下滑趋势尚未扭转，同比跌幅继续扩大。“努力稳定房地产市场”是政策主要目标，也是修复居民资产负债表、提振消费的核心一环。为更好适应房地产市场新格局，加快构建房地产发展新模式，需要从供需两端协同发力。

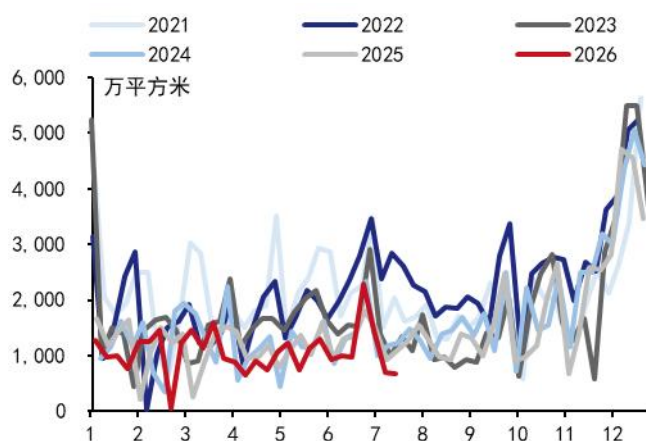
一方面，延续“控增量、去库存、优供给”主线，通过城市更新、城中村改造等方式加大存量用地盘活力度，加快发行用于收购存量闲置土地的专项债券；供地结构向核心区“好房子”倾斜，扎实推进“好房子”建设，持续释放改善性需求；继续落实收购存量商品房重点用于保障性住房的配套政策，多渠道盘活存量商品房，推动库存去化。另一方面，因城施策继续松绑，适时调整北上深等城市核心区的限制性政策；增加公积金贷款、购房补贴、房贷利率、交易税负等方面的优惠力度，支持住房“以旧换新”，激活购房刚需和改善性需求；引导更多城市加快公积金政策优化调整，提高贷款额度，扩大提取和缴存覆盖范围；针对初婚初育家庭、多子女家庭、青年人才等特殊群体，推出差异化购房补贴、公积金贴息等政策，支持其住房需求。在融资端，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，加大对优质项目的支持力度，确保资金用于保交房和项目开发，修复市场交付预期。

图表 48 隔夜利率锚定强化



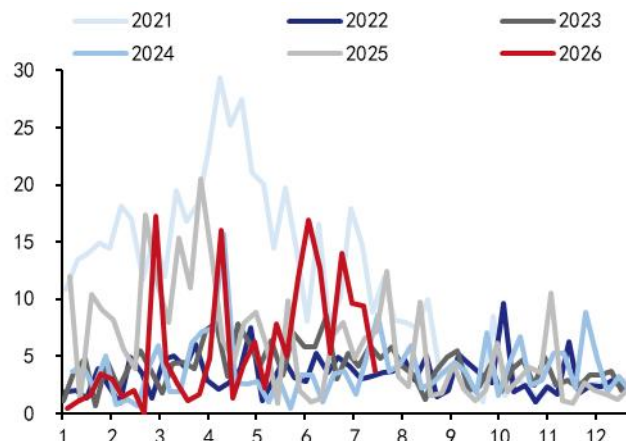
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 49 100 大中城市成交土地占地面积



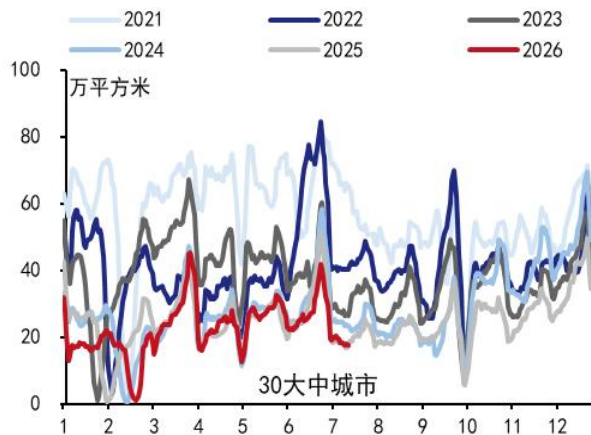
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 50 100 大中城市成交土地溢价率



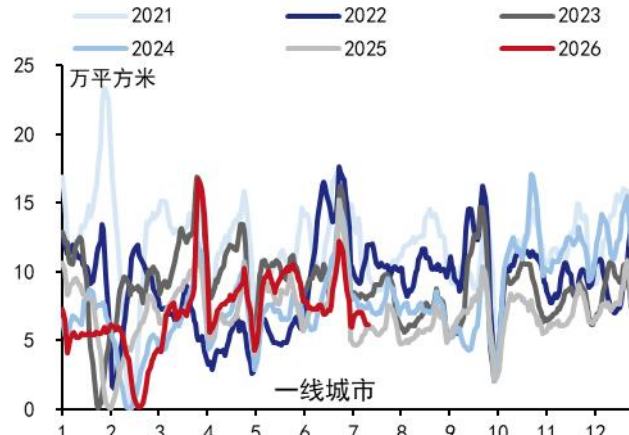
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 51 30 大中城市商品房销售面积



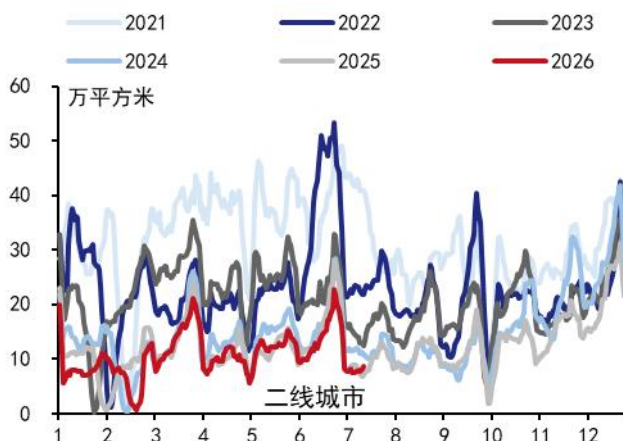
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 52 30 大中城市一线城市商品房销售面积



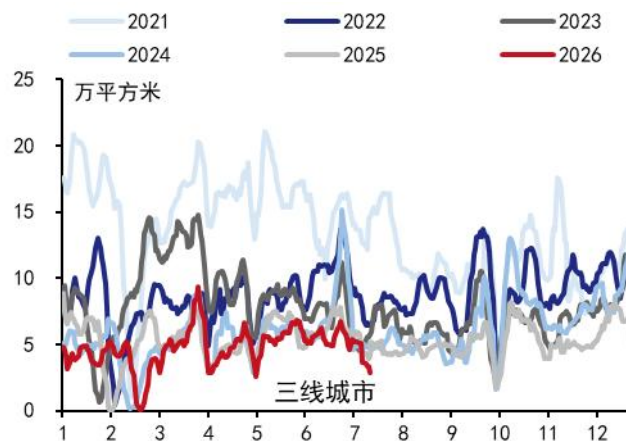
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 53 30 大中城市二线城市商品房销售面积



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 54 30 大中城市三线城市商品房销售面积



资料来源：Wind，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0,755-82872,897 传真：0,755-82872,090

北京 通讯地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216,006 传真：010-66212,002

上海 通讯地址：上海市浦东新区民生路 1,299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035,670 传真：021-51035,670

湖南 通讯地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2,603 室 邮编：410000
电话：029-88626,679 传真：029-88626,679

江苏 通讯地址：江苏省南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1,410 室 邮编：210019
电话：025-87781,291 传真：025-87781,295

四川 通讯地址：四川省成都市武侯区嘉煜金融科技中心 21 楼 2,101 号
电话：+852 36158,343 传真：+852 35966,140

山东 通讯地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1,302 室
总机：0,531-88813,809 传真：0,531-88813,810

陕西 通讯地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626,679 传真：029-88626,679

香港 通讯地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158,342 传真：+852 35966,140