

# 2026年上半年中国经济总结与下半年展望

中国宏观经济研究团队 | 2026年6月20日

数据截至：2026年5月（GDP及居民收入为一季度数据，财政收支为1-4月数据）

读者定位：投资委员会·企业经营层·宏观策略研究员·政策研究读者

核心提示：本报告所有关键结论均标注证据来源编号（如 [E1]），对应末尾附录「证据与引用列表」。部分2026年二季度数据尚未发布，已标明截至日期、估计方法和置信度。

## Executive Dashboard

一页速览·投资委员会/管理层专用 | 2026年6月20日

### 上半年核心指标（2026年1-5月/Q1）

指标	实际值	vs 2025全年	vs 政府目标	信号
GDP增速 (Q1)	+5.0%	持平	上沿 ✓	开局良好
社零增速	+1.4%	↓2.1pp	—	⚠️ 5月转负
固投增速	-4.1%	↓7.3pp	—	🔴 深度承压
出口增速 (美元)	+15.5%	↑9.6pp	—	🟢 超预期
CPI	+1.0%	↑0.8pp	<2%目标	温和回升
PPI	+1.0%	↑3.2pp	—	41月首转正
制造业PMI (5月)	50.0%	—	—	临界点
城镇调查失业率 (5月)	5.1%	持平	<5.5% ✓	改善
M2增速 (5月)	+8.6%	↑0.3pp	—	宽松持续
人民币 (CNY, 6月5日)	6.8157	升值2.9%	—	持续升值

### 上半年核心判断

"外贸强势、制造升级、政策托底、内需偏冷"——Q1 GDP +5.0% 开门红，但4-5月动能边际减弱；AI产业链出口（集成电路+90%）和PPI反弹（+3.9%）是亮点，消费（5月-0.6%）和房地产投资（-16.2%）是主要拖累 [E1][E4]。

### 下半年三情景

情景	概率	全年GDP	核心假设
🟡 基准	55%	4.7%-4.9%	贸易维持现状、地产一线企稳、专项债Q3加速
🟢 乐观	25%	5.0%-5.3%	中美缓和、油价回落、地产超预期修复
🔴 压力	20%	4.0%-4.4%	关税加征、中东扩大、地产风险事件

### 最大风险

- 中美贸易摩擦升级（最大单一风险变量） [E4][E7]
- 中东地缘冲突扩大（油价\$90+，霍尔木兹海峡） [E9e]
- 房地产市场超预期下行（头部房企风险事件） [E1][E12]
- 政策传导梗阻（专项债仅完成34%，贷款罕见负值） [E2][E3]

### 政策观察清单

🔍 Q3专项债月均能否突破7,000亿元（当前月均约3,000亿） | 🔍 LPR是否在Q3下调5-10bp | 🔍 6月社零增速能否回正（>0%是消费信心关键信号） | 🔍 70城房价上涨城市数能否增至20个以上（5月为16个）

# 目录

- 摘要与核心结论
- 宏观总览：2026年上半年GDP与增长驱动力
- 需求侧拆解：三驾马车的分化与收敛
- 产业结构：新质生产力加速与传统部门承压
- 房地产与基建：深度调整中的边际信号
- 财政与地方债：收支改善与可持续性挑战
- 消费分层与服务消费崛起
- 民营经济：制度性改善下的信心修复
- 外贸结构：AI产业链驱动与多元化纵深
- 就业与收入：总量改善与结构隐忧
- 价格周期：CPI温和与PPI快速反弹
- 货币信用：宽货币紧信用的政策困局
- 人民币汇率与跨境资本流动
- 资产价格：股市、债市与大宗商品
- 下半年展望：三情景预测
- 政策建议与市场启示
- 风险提示
- 附录A：核心指标汇总表
- 附录B：证据与引用列表

## 1. 摘要与核心结论

### 一句话判断

2026年上半年中国经济在“十五五”开局之年实现Q1增速5.0%的开门红，但二季度动能边际趋弱，呈现“外贸强势、制造升级、政策托底、内需偏冷”的四象限分化格局；全年处于4.5%-5.0%政府目标区间中枢概率最高，外部地缘风险和内部需求不足构成双向约束。

### 五条核心结论

#### C1 | 增长来之不易，但动能转换期波动加剧

2026年Q1 GDP同比增长5.0% [E1]，落在“4.5%-5%”政府目标上沿 [E10]，第三产业结构占比升至61.7%。但4-5月先行指标显示工业（+4.1%→+4.5%）、消费（+0.2%→-0.6%）和投资（累计-4.1%）均边际走弱 [E1]，经济从“开门红”转入“调整巩固”阶段。制造业PMI在50.0%临界点徘徊 [E1]，经济增长的持续性和均衡性面临考验。

**证据来源：** [E1] 国家统计局Q1 GDP与4-5月月度宏观数据（2026年4月17日、5月18日、6月16日发布）； [E10] 2026年政府工作报告GDP目标4.5%-5%。

**反例/异见：** 并非所有指标都在走弱——5月工业增加值环比+0.40%（较4月+0.05%明显加速），PPI持续上行对企业盈利和税收构成支撑，出口5月+19.4%远超预期。若6月工业增加值继续环比改善、社零止跌回稳，Q2 GDP增速仍有可能落在4.9%-5.1%而非“必然回落”。高盛（4.8%）和摩根士丹利（4.8%）对全年的预测高于我们基准情形的4.7%-4.9% [E11a][E11b]。

**置信度理由（高）：** Q1 GDP为已发布的“硬数据”，不存在估计误差。4-5月工业/社零/投资同步走弱的一致性较高（三项指标方向一致，仅幅度有差异），PMI连续两月在50.0%-50.3%狭窄区间，综合指向Q2增速低于Q1的概率较大。不确定性主要来自6月边际反弹力度和GDP核算中“其他服务业”分项（与财政支出关联度高，1-4月财政支出进度为近5年最快）。

#### C2 | 外贸是上半年最强劲的增长支柱，AI产业链重塑全球竞争力

1-5月货物贸易进出口总值20.68万亿元（+15.3%），出口11.91万亿元（+11.8%） [E4]。机电产品占出口六成以上且增长18.4%，集成电路出口金额同比+90.0%，高新技术产品5月出口增速高达+50.9% [E4]。AI半导体资本开支扩张（DeepSeek等本土AI突破）与中国制造优势叠加，推动出口价格效应（量+8.7%、额+90.0%）显著 [E4]。但对美贸易累计-6.6%，欧盟“China Shock 2.0”政策趋紧 [E4][E7]，贸易摩擦构成持续风险。

**证据来源：** [E4] 海关总署2026年1-5月进出口数据（6月9日发布5月快讯）； [E7] 商务部贸易政策动态（2026年2-3月对日出口管制、对美贸易壁垒调查公告）。

**反例/异见:** 出口高速增长的可持续性存在争议。5月制造业PMI新出口订单指数已降至48.6% (收缩区间) [E1], 预示着下半年出口可能边际放缓。集成电路出口“量+8.7%、额+90.0%”的量价背离表明高速增长主要由价格因素 (全球芯片涨价) 驱动, 而非中国制造能力出现了等比例的“量”的飞跃——若全球半导体价格周期见顶回落, 出口额增速可能快速收敛。此外, 5月对美出口+35.4%中低基数效应 (2025年5月-34.5%) 贡献显著, 剔除低基数后趋势增速约5%-10%。欧盟“China Shock 2.0”提出供应商多元化要求 [E7], 可能对中长期中国对欧出口形成结构性压制。

**置信度理由 (高):** 1-5月累计出口+15.5%为海关已发布的确定数据。驱动力可分解为三重: AI产业链景气 (全球半导体资本开支增速约15%-20%)、价格效应 (IC出口均价涨幅约75%) 和市场多元化 (对东盟+24.3%、对韩+42.1%), 三重驱动均有独立数据支撑。结论置信度下调风险主要来自: 全球AI资本开支周期性回落 (若发生则IC出口价格效应消退)、中美贸易关系反复。

### C3 | 内需“冰火两重天”: 消费下沉与投资收缩形成增长拖累

1-5月社零总额累计仅+1.4%, 5月当月-0.6%为三年来首次月度负增长 [E1]。固定资产投资累计-4.1%, 其中房地产开发投资-16.2%仍是最大拖累, 基础设施投资仅微增0.6% [E1]。但服务消费 (Q1服务零售额+5.5%)、假日经济 (春节出游5.96亿人次创历史新高) 和线上消费 (+5.9%) 保持韧性 [E7][E1]。设备工器具购置+9.3%, 显示企业智能化改造意愿 [E1]。

**证据来源:** [E1] 国家统计局社零、固投月度数据 (6月16日发布1-5月数据); [E7] 商务部假日经济消费数据 (春节和五一); [E3] 专项债发行进度 (1-5月完成34.0%)。

**反例/异见:** 社零中“除汽车外+1.1%”远好于整体-0.6%, 汽车消费受新能源补贴退坡扰动的影响较大 (5月新能源汽车销量环比+11.3%, 但同比基数偏高)。若后续汽车消费企稳, 社零转正概率不低。此外, 1-5月网上零售+5.9%表明线上消费渠道仍保持健康, 线下百货/超市数据更差可能部分掩盖了消费向线上转移的结构因素。假期消费 (春节+五一) 数据表现远好于月度社零, 提示“消费意愿”本身并未塌陷, 而是“消费能力”和“消费场景”在月度数据中受到抑制。若下半年居民收入增速赶上GDP增速 (政府工作报告定调“同步”), 消费有望温和修复。

**置信度理由 (高):** 三项核心内需指标 (社零+1.4%、固投-4.1%、民间投资-7.1%) 均来自官方已发布数据, 不存在估计偏差。但“内需偏冷”的判断需要两个限定: 一是时间限定 (1-5月累计, 并非全年H1), 二是结构限定 (消费中的服务消费、投资中的设备购置仍为正增长)。消费信心修复需要看到6-7月社零连续回正才能确认。

### C4 | PPI快速转正但CPI温和, 价格传导链“上游热、终端冷”

PPI在3月实现41个月来首次同比转正 (+0.5%), 5月加速至+3.9%, 受国际大宗商品和AI供应链涨价驱动 [E1]。但CPI 1-5月累计仅+1.0%, 核心CPI 5月+1.1%, 仍低于政府2%目标 [E1]。CPI-PPI剪刀差扩大 (5月CPI 1.2% vs PPI 3.9%), 终端消费价格对上游成本传导有限, 中下游企业利润空间受挤压。5月原油进口均价+62.4%, 但进口量-29.0%, “价升量减”的挤出效应明显 [E4]。

**证据来源:** [E1] 国家统计局CPI/PPI月度数据 (6月10日发布5月数据); [E4] 海关总署进口价格数据 (原油进口均价+62.4%、集成电路进口均价+69.8%); [E13] 大宗商品价格 (铜\$12,000+/吨、布伦特\$63+)。

**反例/异见:** PPI的快速上行可能并非完全由“成本推动”, 部分反映“需求拉动”——5月原材料购进价格指数60.5%但出厂价格指数仅51.9%, 两者缺口8.6pp恰恰说明上游涨价向下游传导受阻, 即终端需求并不支持全面涨价。此外, CPI虽然低于2%目标, 但1-5月累计+1.0%已显著好于2025年的+0.2%, 通缩风险已基本解除。CPI-PPI剪刀差在中下游的挤压程度也需要区分: PPI上行首先惠及采掘和原材料行业利润 (如煤炭、有色、石化), 这些行业占A股利润比重约25%-30%, 其盈利改善对资本市场仍有正面意义。中下游行业中, 议价能力强的企业 (如高技术制造、品牌消费品) 可通过产品升级和差异化维持利润率。

**置信度理由 (高):** CPI和PPI均为月度已发布数据。上行风险在于中东冲突扩大导致油价飙升至\$100+ (压力情景), 可能将PPI推升至5%以上并部分传导至CPI (估计弹性0.15-0.20, 即PPI每涨1pp带动CPI约0.15-0.20pp)。下行风险在于全球AI资本开支周期见顶导致芯片价格回落, PPI可能从+3.9%快速回落至+1%-2%。

### C5 | 政策空间充裕但传导效率待提升, 下半年关键在执行

财政赤字率4%、赤字规模5.89万亿元均创历史新高 [E10], 超长期特别国债1.3万亿元+专项债4.4万亿元+结构性货币政策工具持续发力 [E3][E2]。但1-5月新增专项债发行仅占全年限额34.0% [E3], 4月新增人民币贷款出现历史罕见负值 (-100亿) [E2], “宽货币、紧信用”格局下政策传导面临梗阻。Q1货币政策执行报告删除“降准降息”表述 [E2], 显示决策层对总量宽松趋于审慎。

**证据来源:** [E10] 2026年政府工作报告 (赤字率4%、赤字5.89万亿、专项债4.4万亿、超长期国债1.3万亿); [E3] 财政部地方债发行数据 (1-5月累计发行47,219亿); [E2] 中国人民银行金融统计数据 (4月贷款-100亿、Q1信贷报告)。

**反例/异见:** 政策传导效率并非全盘皆低——1-4月一般公共预算支出进度31.6%为近5年同期最快 [E3], 显示经常性支出传导通畅。问题主要集中在“资本性支出” (专项债→基建) 和“信贷传导” (银行间流动性→实体经济贷款) 两个环节。专项债发行偏慢的原因并非财政缺钱 (Q1集中发行占65.8%), 而是项目储备和审批节奏问题, 5月下旬以来发行节奏已在加快。贷款需求不足的另一面是企业贷款利率已降至历史低位 (约3.0%) [E2], 企业实际融资成本并不高, 部分企业“不缺钱而是缺订单”——这不是货币政策本身能解决的问题。此外, 央行新设1万亿民企再贷款+8,000亿新型政策性金融工具正在落地, 结构性工具的传导效率可能优于总量工具。

**置信度理由 (中高):** 政策空间的判断 (赤字5.89万亿、专项债4.4万亿) 基于已批准的预算安排, 确定性强。但“传导效率待提升”的判断受制于Q3实物工作量数据的验证——若Q3专项债发行加速至月均8,000亿以上且基建投资增速回升至5%-8%, 则“传导梗阻”结论需要修正。LPR是否在Q3下调5-10bp

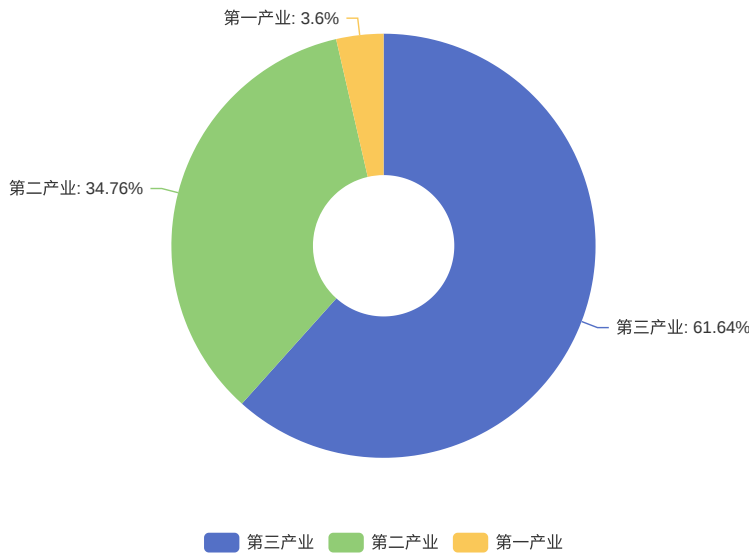
## 2. 宏观总览：2026年上半年GDP与增长驱动力

### 2.1 总量表现与结构特征

2026年一季度GDP总量334,193亿元，同比+5.0%，环比+1.3% [E1]。三次产业结构为3.6:34.8:61.7，第三产业占比首次稳定在61%以上。从行业增加值看，信息传输和软件业 (+10.6%)、租赁和商务服务业 (+12.2%)、金融业 (+6.5%) 增速居前，而建筑业 (-3.8%)、房地产业 (-0.1%) 仍处收缩或零增长区间 [E1]。

国内需求对Q1 GDP增长的贡献率达84.7% [E5]，但4-5月高频数据指向Q2 GDP增速可能回落至约4.7%-4.9% (团队估计，基于工业/社零/投资月度数据加权映射，置信度：中)。综合上半年GDP增速预计在4.8%-5.0%区间。

图5：2026年Q1 GDP三次产业结构占比 (%)



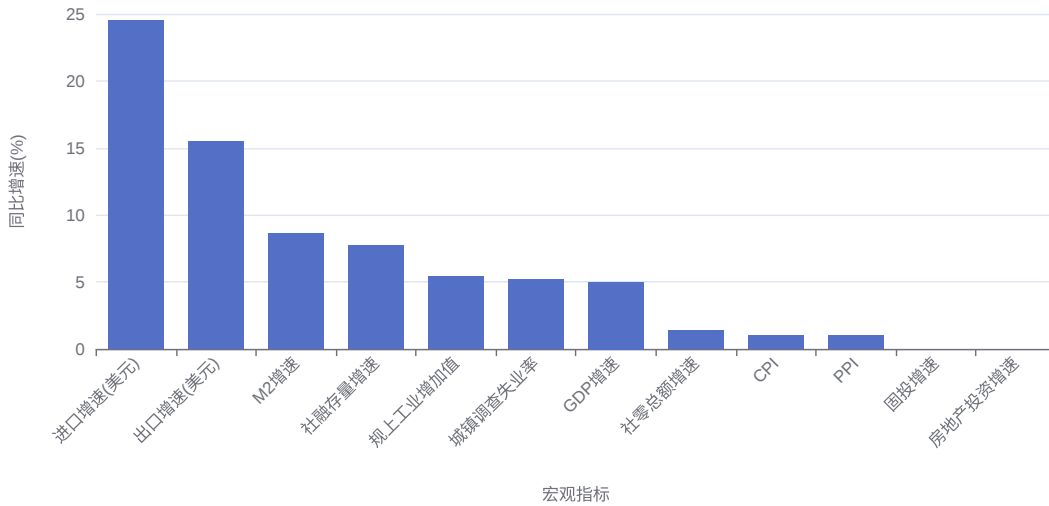
@InfiniSynapse

图5：Q1 2026 GDP三次产业结构为3.6:34.8:61.7。第三产业占比首超61%，信息服务业 (+10.6%) 和商务服务业 (+12.2%) 为主要拉动。单位：%。  
数据来源：国家统计局 [E1]，2026年4月17日发布。

### 2.2 国际比较与外部评价

IMF在2026年1月将中国2026年GDP增速预测上调至4.5% [E9a]，4月春季会议微调至4.4% [E9b]。世界银行预测4.4% [E9c]，OECD预测4.4% [E9d]。高盛 (4.8%) [E11a]和摩根士丹利 (4.8%) [E11b]最为乐观，国内券商中金公司、中信建投约5.0%。市场共识均值约4.6%-4.7%。

图1：2026年1-5月核心宏观指标同比增速（%）



@InfiniSynapse

图1：2026年1-5月十二项核心宏观指标同比增速。正值蓝色、负值红色。外贸指标（进口+24.5%、出口+15.5%）和M2（+8.6%）表现突出；固投（-4.1%）与房地产投资（-16.2%）深度承压。单位：%。数据来源：国家统计局 [E1]、中国人民银行 [E2]、海关总署 [E4]。

### 3. 需求侧拆解：三驾马车的分化与收敛

#### 3.1 消费：总量降温与结构分层

1-5月社会消费品零售总额206,031亿元，累计同比+1.4%，但逐月增速从1-2月+2.8%下降至5月-0.6%（三年来首次月度负增长）[E1]。5月除汽车外社零+1.1%，表明汽车销售下滑是主要拖累。1-5月网上零售额83,177亿元（+5.9%），线上占比约40.4%，仍为消费增长重要支撑 [E1]。

**假日消费表现出色：**春节假期国内出游5.96亿人次、出游花费8,034.83亿元均创历史新高 [E7]。五一假期出游3.25亿人次（+3.6%），消费相关行业销售收入+14.3%，餐饮收入+31.4%，体育服务+44.1%，文化服务+42.3% [E7]。「两新」政策（以旧换新）截至5月4日惠及8,620.4万人次，带动销售6,292.7亿元 [E7]。

**但消费隐忧明显：**人均消费增速放缓（五一期间近四年首次微降）、社零5月转负、消费者信心指数偏低，反映就业安全感不足和收入预期偏弱制约了消费意愿。消费分层加剧——服务消费（+5.6%）持续跑赢商品消费，高收入群体消费升级与大众消费降级并存。

#### 3.2 投资：房地产深度拖累，制造业与新动能分化

1-5月固定资产投资178,512亿元，同比-4.1% [E1]。分领域看：

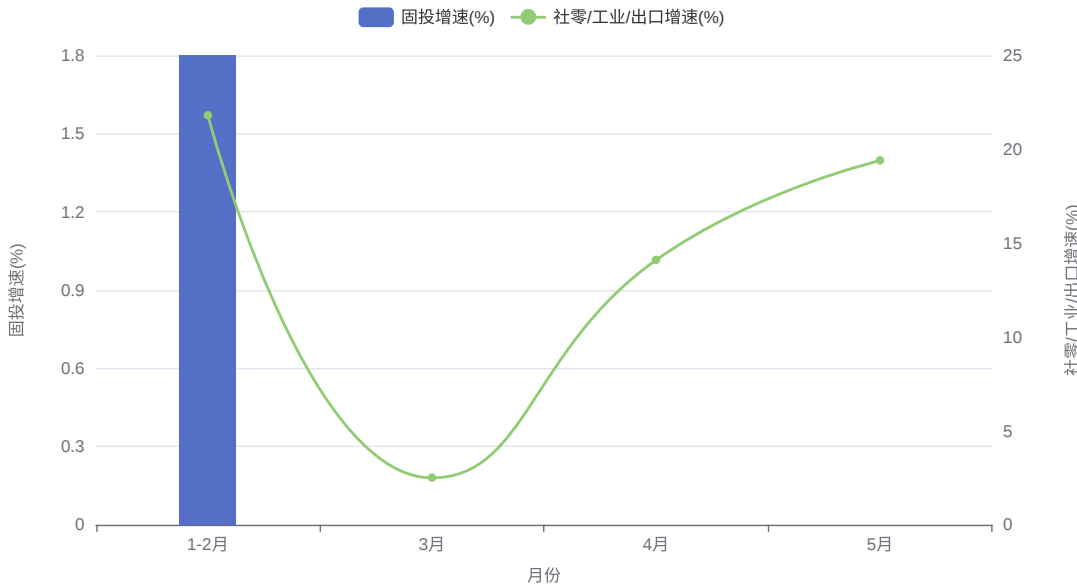
- 基础设施投资 +0.6%：**专项债发行节奏偏慢（1-5月新增专项债占全年限额34.0% [E3]），制约基建实物工作量形成。但“六张网”（水网、电网、算力网、通信网、地下管网、物流网）年度投资超7万亿元 [E5]，下半年有望加速。
- 制造业投资 -0.4%：**高技术制造业投资保持增长，但传统制造业投资收缩，显示新旧动能转换期分化。
- 房地产开发投资 -16.2%：**对总投资拖累约3.5个百分点 [E1]。
- 民间投资 -7.1% [E1]：**民营经济信心修复进程滞后于政策改善。

**积极信号：**设备工器具购置+9.3%，知识产权产品投资+9.3% [E1]，反映企业在智能化、数字化和研发方面的投入意愿。扣除房地产开发投资后，固投仅-1.2%。

#### 3.3 净出口：超预期强劲，成为增长核心引擎

1-5月贸易顺差3.14万亿元（人民币计价），折合4,517亿美元 [E4]。净出口对上半年GDP增长的贡献显著上升（团队估计Q1贡献率约25%-30%，Q2更高）。但出口高速增长部分来自价格因素（集成电路出口量+8.7%、额+90.0%）[E4]，实际数量增长相对温和。

图2：2026年1-5月需求侧指标月度走势（%，同比）



@InfiniSynapse

图2：社零、工业增加值、出口增速（左轴，折线）与固投增速（右轴，柱状）月度走势。出口增速在5月大幅反弹至+19.4%，但社零5月转负（-0.6%），内需外需分化加剧。单位：%。数据来源：国家统计局 [E1]、海关总署 [E4]。

## 4. 产业结构：新质生产力加速与传统部门承压

### 4.1 高技术与装备制造：增长主引擎

5月规上工业增加值同比+4.5%，1-5月累计+5.4% [E1]。但行业分化极为显著：

- 计算机通信电子制造业 +17.0% [E8]：AI产业链、半导体国产替代、数据中心建设浪潮推动。Q1电子信息制造业利润总额+125% [E8]，集成电路产量1,272亿块（+24.3%） [E8]。
- 高技术制造业整体 +15.1% [E1]：已连续16个月PMI在扩张区间（5月52.9%） [E1]，是当前中国经济最确定的增长极。
- 装备制造业 +9.5% [E1]：新能源汽车产量148.9万辆（+17.8%），工业机器人产量+33.2%，服务机器人+40% [E8]。
- 汽车制造业 +8.3%：新能源汽车5月渗透率达56.9% [E8]，整车出口405.9万辆（+63%），中国已成为全球第一大汽车出口国。
- 非金属矿物制品业 -5.6%、有色金属冶炼 -4.5% [E8]：与房地产-基建链条高度相关的传统行业深度承压。

41个大类行业中有28个保持增长，但增速中位数偏低，结构分化加剧 [E1]。

### 4.2 新质生产力政策框架

2026年政府工作报告明确提出六大新兴支柱产业（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）和六大未来产业（量子科技、生物制造、绿色氢能/核聚变、脑机接口、具身智能、6G） [E5][E10]。超长期特别国债安排8,000亿元支持重大产业项目、2,000亿元专项支持设备更新 [E5]。"六张网"新基建年投资超7万亿元 [E5]，5G基站500.9万个（全球占比约80%），5G-A覆盖330个城市 [E8]。

### 4.3 数字经济与AI驱动的增长范式转换

2026年Q1数字产业收入9.5万亿元（+12.9%），利润7,378亿元（+23.6%） [E8]。AI相关产品进出口增长52.4% [E7]。高盛预计2030年中国AI采用率超30%，当前"AI+制造"、"AI+消费"等融合应用正在加速渗透 [E11a]。

## 5. 房地产与基建：深度调整中的边际信号

### 5.1 投资端：调整仍在深化

1-5月房地产开发投资30,356亿元，同比-16.2%，5月单月同比-24.4% [E1]。新开工面积17,929万m<sup>2</sup>（-22.6%），竣工面积14,087万m<sup>2</sup>（-23.4%） [E1]。房企到位资金32,756亿元（-19.0%），资金链压力持续 [E1]。房地产开发景气指数95.60，连续5个月低于100。

### 5.2 销售端：边际改善信号出现

1-5月新建商品房销售面积31,320万m<sup>2</sup> (-10.8%)，但5月销售均价10,501元/m<sup>2</sup> (同比+4.5%)，呈现"量减价升"特征 [E12]。

**70城房价出现关键拐点** (5月数据) [E12]:

- 自2025年10月以来持续8个月的同比跌幅扩大趋势首次逆转，新房价格同比从-3.7%收窄至-3.6%。
- 一线城市新房环比+0.2% (连续4个月为正)，二手房环比+0.4% (连续3个月为正)。
- 上涨城市增至16个 (较上月+2)，杭州 (+0.5%)、深圳 (+0.4%) 领涨。
- 但三线城市新房环比-0.4% (降幅扩大)，市场分化加剧。

**判断:** 房地产市场处于"L型"筑底阶段。一线城市率先企稳，但全国销售面积仍有双位数下降。乐观情景下 (政策持续加力+房价预期改善)，全年销售面积降幅可望收窄至-5%以内；基准情景为-8%左右。

### 5.3 基建投资：蓄势待发

1-2月基础设施投资同比+11.4% [E5]，但1-5月累计仅+0.6% [E1]，显示Q1专项债集中发行后实物工作量转化滞后。截至5月底新增专项债发行14,939亿元 (占全年限额34.0%) [E3]，下半年仍有约2.9万亿元额度可用。"六张网"新基建 (年投资超7万亿元) 和两批"两重"项目 (合计6,065亿元) [E5]为下半年基建反弹提供项目储备。

## 6. 财政与地方债：收支改善与可持续性挑战

### 6.1 一般公共预算：收入改善、支出提速

**重要提示:** 截至6月20日，财政部尚未发布2026年1-5月全国财政收支数据，以下为1-4月最新可得数据 [E3]。

1-4月全国一般公共预算收入83,404亿元 (+3.5%)，税收收入68,097亿元 (+3.9%)，增幅比Q1分别提高1.1和1.7个百分点 [E3]。增值税+5.9% (连续3月提升)、个人所得税+12.2%、证券交易印花税+74.8%表现突出，企业所得税-0.5%降幅大幅收窄 [E3]。

1-4月全国一般公共预算支出94,809亿元 (+1.3%)，进度31.6%为近5年同期最快 [E3]。卫生健康 (+11.4%)、社保就业 (+7.3%) 等民生类支出加快，基建类支出同比下降。

### 6.2 土地财政持续收缩

1-4月国有土地使用权出让收入6,801亿元，同比-27.2%，降幅较Q1 (-24.4%) 有所扩大 [E3]。从2021年峰值约8.7万亿元至今，土地出让收入三年累计下降约55%。全年政府性基金收入大概率延续负增长 (市场预测约-5%)，对地方财力形成持续压制。

### 6.3 专项债与地方债务管理

2026年新增专项债限额4.4万亿元，1-5月累计发行14,939亿元 (34.0%) [E3]。再融资专项债19,488亿元 (41.3%) 占地方债发行大头，反映债务置换仍是核心任务——2026年拟安排2.8万亿元再融资债券置换隐性债务 [E3]。

截至2026年3月末，地方政府显性债务余额572,587亿元，平均利率2.79%，剩余平均年限10.7年 [E3]。加上中央国债，中国政府债务余额已突破100万亿元。但平均利率处于历史低位 (2.79%)，偿债压力可控。

### 6.4 赤字与财政空间

2026年全国赤字率约4%，赤字规模5.89万亿元创历史新高；超长期特别国债1.3万亿元+特别国债0.3万亿元+专项债4.4万亿元+新型政策性金融工具8,000亿元，广义财政扩张力度为近年最大 [E10][E3][E5]。但财政收入增速 (+3.5%) 仍低于名义GDP增速，财政可持续性面临中长期挑战。

## 7. 消费分层与服务消费崛起

### 7.1 商品消费趋冷

1-5月商品零售增速持续放缓，5月社零转负 (-0.6%) 为三年来首次 [E1]。汽车销售是主要拖累，除汽车外社零增速+1.1% [E1]。家电、建材等耐用品消费受房地产市场拖累。以旧换新政策 (首批625亿元已下达 [E5]) 对家电和汽车销售起到一定托底作用，但补贴退坡后内生消费动力不足。

### 7.2 服务消费保持韧性

Q1服务零售额同比+5.5% [E7]，持续跑赢商品零售。春节出游5.96亿人次创历史新高，出游花费8,035亿元 [E7]。五一假期消费相关行业销售收入+14.3%，其中餐饮+31.4%、旅游娱乐+21.2%、文化服务+42.3%、体育服务+44.1%、健康服务+40.1% [E7]。服务消费的强劲增长反映消费结构升级趋势并未逆转，但"人多钱少" (出游人次增速>花费增速) 也显示消费降级压力。

### 7.3 线上消费与新型消费

1-5月网上零售额83,177亿元 (+5.9%)，线上渗透率约40.4% [E1]。跨境电商Q1进出口6,184.6亿元 [E4]。"AI+消费"、赛事经济、首店经济、IP消费等新型消费业态正在成为增长新极点 [E5]。但整体看，消费从商品向服务、从线下向线上、从物质向体验的结构性迁移在2026年上半年进一步深化。

## 8. 民营经济：制度性改善下的信心修复

### 8.1 政策力度空前

《民营经济促进法》2025年5月施行后，2026年多地密集出台配套法规（福建、内蒙古、天津1月1日施行，江苏5月20日施行）[E5]。北京发布34条促进民营经济措施，宁夏向民间资本推介157个项目（940亿元）[E5]。全国推介民间投资项目13,817个，总投资11.02万亿元 [E5]。央行新设1万亿元民营企业再贷款 [E2]。发改委从六方面为民营经济疏堵点解难题 [E5]。

### 8.2 实际效果待观察

但1-5月民间投资同比-7.1% [E1]，显示政策效果尚未充分传导至实体经济行为。民间投资信心修复需要更长时间，取决于法治保障落实、市场准入放宽、融资可得性改善和盈利预期恢复等多重因素。

### 8.3 专精特新中小企业：创新驱动的微观基础

工信部累计培育专精特新中小企业超14万家，国家级"小巨人"企业1.76万家 [E8]。"小巨人"企业研发投入强度达7%，显著高于规上工业平均水平 [E8]。2026年启动第八批"小巨人"认定，新版认定办法4月1日实施 [E8]。中小企业特色产业集群梯度培育体系逐步完善。

## 9. 外贸结构：AI产业链驱动与多元化纵深

### 9.1 量价双轮驱动的出口高景气

1-5月出口（美元计价）+15.5%，5月单月+19.4%（远超市场预期12.4%-15.0%）[E4]。出口高增长由三大因素驱动：

- AI产业链景气**：全球AI资本开支持续扩张，集成电路出口金额+90.0%（数量仅+8.7%，价格效应主导），5月高新技术产品出口+50.9% [E4]。
- 价格因素**：全球半导体、电子元器件价格上涨向出口价格传导，集成电路出口"量价背离"显著。
- 市场多元化**：对东盟+24.3%、对韩+42.1%、对非洲首破1万亿美元（+18.2%），"一带一路"贸易占比首超51% [E4]。

5月对美出口大幅反弹至+35.4%（低基数效应+中美元首会晤改善预期）[E4]，但对美1-5月累计仍-6.6%，反映中美贸易关系的结构性挑战。

### 9.2 进口：量价分化加剧

1-5月进口（美元计价）+24.5%，但5月出现明显的"价升量减"——原油进口均价+62.4%但进口量-29.0%，集成电路进口均价+69.8%但进口量-1.0% [E4]。进口高增长主要由价格因素驱动，实际进口数量增长有限。机电产品进口+25.3%，与国内AI产业链和制造业升级需求相匹配。

### 9.3 贸易风险与政策应对

5月制造业PMI新出口订单指数降至48.6%（收缩区间）[E1]，预示下半年出口增速可能边际放缓。欧盟"China Shock 2.0"政策趋紧（拟在敏感行业推进供应商多元化），中东地缘冲突推高航运和能源成本，经第三国/地区的转口贸易面临更严格的原产地核查 [E4][E7]。中国已采取反制措施（对日出口管制、对美贸易壁垒调查等 [E7]），同时加速市场多元化和产业链自主可控。

## 10. 就业与收入：总量改善与结构隐忧

### 10.1 总体就业形势

1-5月全国城镇调查失业率均值5.2%，5月当月5.1%（环比-0.1pp），低于政府目标5.5% [E1]。就业总量呈改善趋势，但改善斜率偏缓。

### 10.2 结构性压力

**青年就业仍然是最大痛点**：4月16-24岁（不含在校生）失业率16.3%，虽较3月下降0.6pp但仍处于高位 [E1]。25-29岁失业率7.4%。2026届高校毕业生规模再创新高，三季度青年失业率存在季节性上行压力（假设新增岗位增速低于毕业生增速，估计峰值可能升至17%-19%区间，置信度：中）。

**城乡二元结构改善**：Q1农村居民人均可支配收入实际+5.4%，快于城镇居民的+3.2%，城乡收入比2.23:1继续缩小 [E1]。外来农业户籍劳动力失业率4.9%，低于全国平均 [E1]。

### 10.3 居民收入与消费信心

Q1全国居民人均可支配收入12,782元，名义+4.9%，实际+4.0%，低于GDP增速（5.0%）[E1]。"居民收入增速慢于GDP增速"对消费意愿形成抑制。财产净收入仅+1.6%（受房地产和资本市场波动影响），工资性收入+4.9%和转移净收入+5.1%相对稳定 [E1]。

## 11. 价格周期：CPI温和与PPI快速反弹

### 11.1 PPI：41个月来首次转正后加速上行

PPI同比从1月-1.4%逐月加速至5月+3.9% [E1]：

- 3月+0.5%，实现2022年10月以来首次转正（41个月）。
- 4月+2.8%，5月+3.9%，上行斜率陡峭。
- 主要原材料购进价格指数5月60.5%，出厂价格指数51.9% [E1]。
- 驱动因素：国际原油（3月中东冲突后飙升）、工业金属（铜价最高触及\$13,000+/吨 [E13]）、AI供应链涨价。

### 11.2 CPI：温和回升但远低于目标

CPI同比1-5月累计+1.0%，5月+1.2%与4月持平 [E1]：

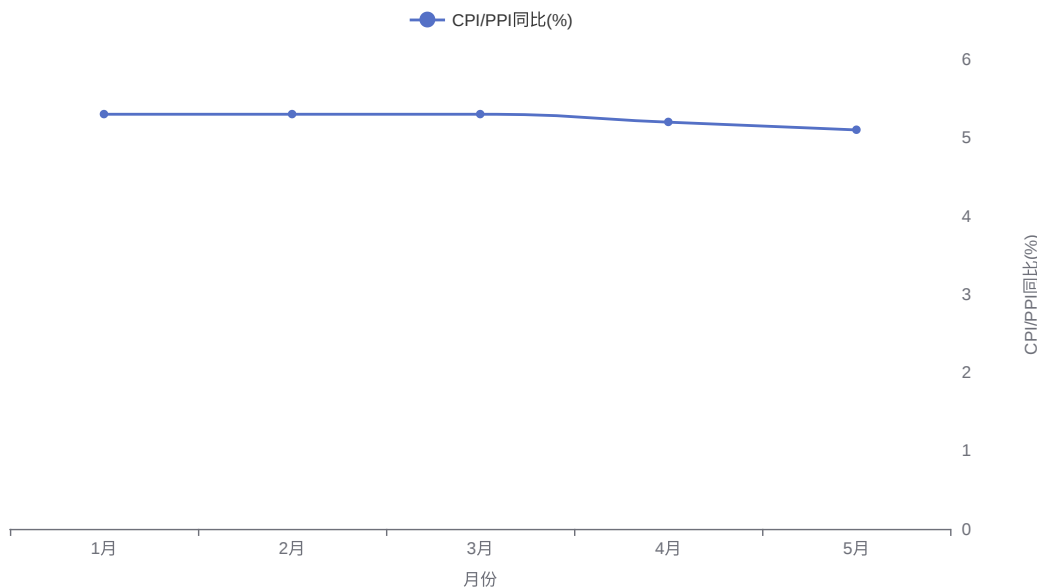
- 核心CPI 5月+1.1%，终端消费价格涨幅有限。
- 食品价格总体稳定，猪肉价格周期性回升但幅度可控。
- 服务价格受假日消费拉动有所上行。

### 11.3 CPI-PPI剪刀差与企业利润

CPI-PPI剪刀差从2025年持续收窄至2026年3月反转（CPI 1.0% vs PPI 0.5%），至5月再次走阔（CPI 1.2% vs PPI 3.9%）。这意味着：

- **上游行业利润改善**：采掘、原材料行业受益于PPI上行。
- **中下游承压**：消费品制造业PMI 5月降至49.7%（收缩），出厂价格传导有限。
- **输入性通胀风险可控**：但需警惕能源价格持续高位对制造业成本的累积影响。

图3：2026年1-5月价格与就业趋势（%，同比）



@InfiniSynapse

图3：CPI、核心CPI、PPI同比增速（左轴）与城镇调查失业率（右轴）月度走势。PPI从-1.4%加速至+3.9%，CPI稳定在1.0%-1.3%区间，失业率从5.3%降至5.1%。单位：%。数据来源：国家统计局 [E1]。

## 12. 货币信用：宽货币紧信用的政策困局

### 12.1 流动性充裕但信贷需求不足

M2同比增速8.6% (5月), M1同比5.5%, M2-M1剪刀差从4.1pp收窄至3.1pp, 资金活化程度改善但仍偏低 [E2]。但社融存量增速从8.2%逐月回落至7.7% [E2], 信贷增速降至5.5%历史低位 [E2]。4月新增人民币贷款-100亿元 (历史罕见负值) [E2], 有效信贷需求严重不足。

1-5月社融累计17.48万亿元, 同比少增1.16万亿 [E2]。政府债券是社融主要支撑, 信贷占比持续下降。

## 12.2 政策利率稳中趋松

7天期逆回购利率1.40% (自2025年5月至今未变), 1年期LPR 3.0%、5年期以上3.5% (连续12个月未变) [E2]。企业贷款加权平均利率约3.0%-3.2%, 个人住房贷款利率3.06%创历史新低 [E2]。MLF自2025年3月起采用多重价位中标 (无统一利率), 利率政策属性已退出 [E2]。

**关键信号:** Q1货币政策执行报告删除“降准降息”表述 [E2], 显示决策层短期总量宽松意愿减弱。结构性工具 (支农支小再贷款+5,000亿、民企再贷款1万亿) 成为主要发力方向。

## 12.3 利率环境与金融市场

10年期国债收益率在1.70%-1.88%区间运行, 6月初一度跌破1.70%后回升至1.728% [E14]。信用利差2026年以来几乎全线压缩, 地方债-国债利差 (10Y) 降至10.73bp (历史7.1%分位, 极低) [E14]。中美10年期利差约-280bp [E14]。

# 13. 人民币汇率与跨境资本流动

## 13.1 汇率持续升值

在岸人民币 (CNY) 中间价从年初7.0187升值至6月5日6.8157, 累计升值约2.9% [E6]。离岸人民币 (CNH) 从约6.99升值至6.7769, 升幅约3.1% [E6]。央行2月27日将远期售汇风险准备金率从20%降至0%, 抑制过快升值 [E6]。市场预期2026年底在6.80-6.85附近。CFETS人民币汇率指数在97-101区间运行, 对一篮子货币基本稳定 [E6]。

**升值驱动因素:** 贸易顺差持续扩大 (1-5月顺差4,517亿美元 [E4])、证券投资项下资金流入 (1月单月近260亿美元创历史新高 [E6])、美元指数走弱。

## 13.2 外汇储备与国际收支

5月末外汇储备34,422亿美元, 较年初+843亿美元 [E6]。黄金储备连续17个月增持。Q1经常账户顺差1,841亿美元创历史同期新高, 来华直接投资净流入343亿美元 [E6]。1-5月银行结售汇累计顺差2,145亿美元 [E6]。外资持有境内股票约6,000亿美元, 股债合计超1万亿美元 [E6]。

## 13.3 外资配置中国资产：先压后稳

境外机构持有银行间债券从2025年4月峰值约4.4万亿元降至2026年4月3.12万亿元, 累计减持约1.28万亿元 [E6]。但5月首次出现增持 (+0.09万亿元), 为2025年4月以来首次 [E6]。熊猫债发行激增 (2026年Q1同比+96.8%) [E6], 人民币资产国际化进程持续推进。

# 14. 资产价格：股市、债市与大宗商品

## 14.1 A股与港股

2026年上半年A股在AI科技行情驱动下震荡上行 (上证指数在3,993-4,075区间, 沪深300在4,749-4,931区间) [E15]。恒生指数年初26,338 → 1月高点28,056 (近三年新高) → 4月跌破26,000 → 6月在24,000-26,000区间波动 [E15]。南向资金持续流入 (高盛预计全年净流入2,000亿美元 [E11a])。

高盛目标沪深300年底5,200点, 海通证券预测上证综指上行至5,600点 [E15]。企业盈利预计从2025年4%加速至2026-2027年14% [E11a]。

## 14.2 债券市场

10年期国债收益率1.70%-1.88%运行, 处于历史低位 [E14]。信用利差全线压缩, 市场定价“资产荒”和宽松货币环境。30年期国债收益率约2.22% [E14]。地方债供需矛盾推升配置需求 (Q1集中发行后4-5月供给放缓)。

## 14.3 大宗商品

- **铜:** LME铜一度突破\$13,000/吨创历史新高, AI基础设施需求+铜精矿供应短缺共振 [E13]。
- **原油:** 年初WTI-\$52-59/桶低位, 3月中东冲突后飙升至\$84+, 全年布伦特均价预测\$56-64 [E13]。
- **铁矿石:** ~\$100-106/吨, 中国房地产疲软制约需求 [E13]。
- **黄金:** 突破\$4,300/盎司, 高盛预测全年\$4,900 [E13]。

# 15. 下半年展望：三情景预测

## 15.1 情景设定与关键假设

基于上半年经济运行特征和政策环境，我们构建了基准、乐观、压力三种情景，围绕五大关键变量展开：

关键变量	基准情景	乐观情景	压力情景
中美贸易关系	维持现状，关税不升级	阶段性缓和，部分关税下调	摩擦升级，关税加征
中东地缘冲突	局势可控，油价\$60-75区间	冲突缓解，油价回落至\$60-	冲突持续/扩大，油价\$90+
国内房地产	一线企稳，全国销售-8%	销售面积降幅收窄至-5%以内	销售-15%+，开发商风险事件
财政政策传导	专项债Q3加速，基建+4%	专项债Q3密集落地，基建+8%	专项债继续滞后，基建持平
AI产业链景气	持续高景气，出口+10%	全球AI资本开支超预期	AI需求周期性回落

## 15.2 基准情景（概率：55%）

假设：中美贸易关系维持现状，中东局势可控，房地产市场一线城市企稳带动全国温和修复，专项债Q3加速发行和落地，AI产业链维持高景气。

核心指标预测（所有数值均为80%置信区间）：

指标	2026H1（实际/估计）	2026H2（预测区间）	2026全年（预测区间）
GDP增速（%）	4.8-5.0	4.6-4.8	4.7-4.9
CPI（%）	1.0	1.3-1.8	1.2-1.5
PPI（%）	1.0	1.5-2.5	1.3-1.8
社零增速（%）	1.4	2.5-3.5	2.0-2.5
固投增速（%）	-4.1	-1.0至1.0	-2.0至-1.5
出口增速（%，美元）	15.5	5.0-10.0	10.0-13.0
城镇调查失业率（%）	5.2	5.2-5.4	5.2-5.3
10Y国债收益率（%）	1.73	1.70-2.00	1.75-1.90
人民币（USD/CNY）	6.82	6.78-6.90	6.80-6.85

传导链条：AI产业链出口韧性 → 经常账户顺差 → 人民币稳中偏强 → 央行中性偏松操作 → 专项债Q3集中落地 → 基建投资回升 → 建筑业就业改善 → 消费信心温和修复 → 全年GDP落在4.7%-4.9%区间。

## 15.3 乐观情景（概率：25%）

假设：中美美元外交推动贸易关系实质性缓和（部分关税下调），中东冲突缓解带动油价回落至\$60以下，房地产市场销售降幅超预期收窄（-5%以内），专项债Q3密集落地推动基建投资+8%，全球AI资本开支持续超预期。

核心指标预测（80%置信区间）：

指标	2026全年（预测区间）
GDP增速（%）	5.0-5.3
社零增速（%）	3.0-4.0
固投增速（%）	0-2.0
出口增速（%，美元）	15.0-18.0
人民币（USD/CNY）	6.70-6.80

传导链条：贸易缓和+油价回落双利好 → 企业成本压力缓解+出口预期改善 → 民间投资信心恢复 → 房地产销售跌幅收窄 → 财富效应改善 → 消费加速复苏 → GDP触及5%上沿甚至突破。

## 15.4 压力情景（概率：20%）

假设：中美贸易摩擦升级（新一轮关税加征），中东冲突持续扩大（油价\$90+，霍尔木兹海峡通行受阻），房地产市场销售再次恶化（-15%+），出现头部开发商风险事件，专项债发行继续滞后，AI产业链需求周期性回落。

核心指标预测（80%置信区间）：

指标	2026全年 (预测区间)
GDP增速 (%)	4.0-4.4
CPI (%)	1.5-2.0 (输入性通胀)
PPI (%)	3.0-5.0
社零增速 (%)	0-1.0
固投增速 (%)	-6.0至-4.0
城镇调查失业率 (%)	5.5-5.8
人民币 (USD/CNY)	7.00-7.20

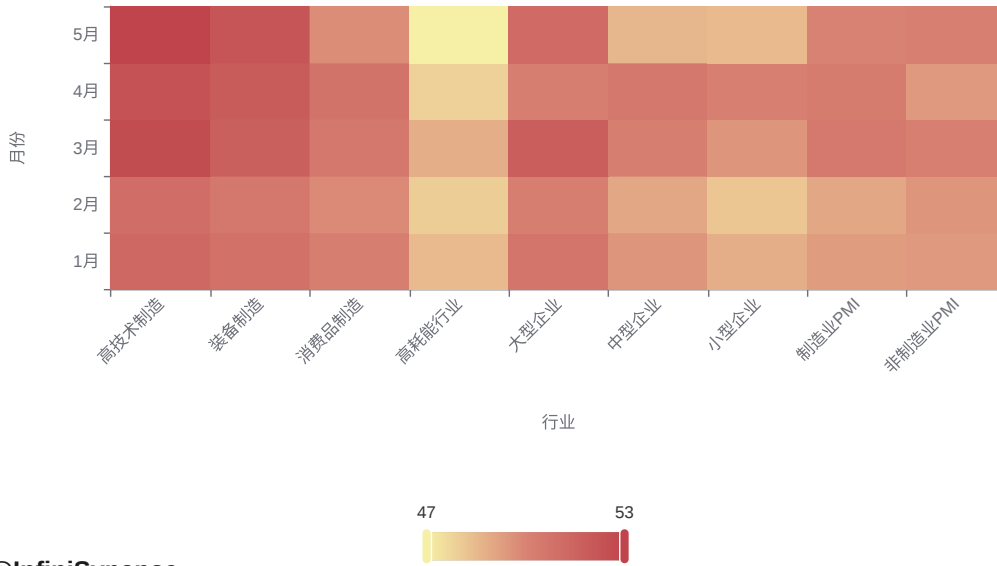
**传导链条:** 贸易摩擦加剧 → 出口下滑+投资信心受挫 → 制造业PMI跌破49 → 房地产加速下行 (风险事件) → 就业恶化 → 消费进一步萎缩 → 央行被迫加大宽松 → 人民币贬值压力 → 政策空间收窄 → GDP滑向4.0%-4.4%。

## 15.5 主要不确定性

- 中美贸易关系走向** (最大单一风险变量): 美国中期选举前对华政策存在摇摆可能。若关税加征至45%-60%区间, 压力情景概率将从20%升至30%-35%。
- 中东地缘冲突演变:** 霍尔木兹海峡若被封锁, 油价可能飙升至\$100+, 全球供应链将受到严重冲击。
- 房地产市场底部形态:** 是L型企稳还是继续下探存在高度不确定性。若70城房价上涨城市数Q3降至个位数, 房地产可能从"L型筑底"转为新一轮下跌。
- AI产业景气持续性:** 全球AI资本开支周期是结构性的还是周期性的——若是前者, 出口高增长可延续至2027年; 若是后者, 2026Q4可能见到增速显著回落。
- 政策传导效率:** 财政资金能否有效转化为实物工作量。Q3专项债发行节奏是关键观察变量。

## 15.6 情景概率判断

图4: 2026年1-5月行业PMI景气热力图



@InfiniSynapse

图4: 高技术制造和装备制造PMI持续处于扩张区间 (绿色, 52%-53%), 高耗能行业和中小企业PMI持续收缩 (红色, 47%-49%), 制造业总体在临界点 (50.0%) 波动。读数单位为PMI指数 (%), 50为荣枯线。数据来源: 国家统计局 [E1]、工信部 [E8]。

## 16. 政策建议与市场启示

### 16.1 政策建议

#### (一) 财政政策: 加强传导、优化结构

- 加快专项债发行和使用进度, 确保Q3形成实物工作量。当前1-5月仅完成全年限额34.0%, 建议Q3完成至80%。

- 加大中央财政转移支付力度（2026年预算10.42万亿元），重点向土地出让收入降幅较大地区倾斜。
- 适度扩大消费补贴覆盖面，从“以旧换新”向服务消费延伸（文旅、养老、托育、家政）。
- 研究将部分超长期特别国债资金用于补充居民收入（消费券/现金补贴），直接提振终端需求。

## (二) 货币政策：疏通传导、精准滴灌

- 在“宽货币”基础上着力改善“宽信用”，通过民营企业再贷款（1万亿）和科技创新再贷款等工具定向投放流动性。
- 适时引导LPR下行5-10bp（当前已连续12个月不变），降低实体经济融资成本。
- 完善中小银行资本补充机制，提升信贷投放能力。
- 择机适度贬值释放人民币升值压力，增强出口竞争力。

## (三) 产业政策：聚焦新质生产力与就业

- 确保六大新兴支柱产业和六大未来产业的资金与政策持续供给。
- 关注AI产业链就业吸纳能力，制定“AI+就业”转型培训计划。
- 加大对中小企业（特别是专精特新企业）的融资和税收支持。

## (四) 房地产政策：精准施策、稳定预期

- 进一步降低房贷利率（当前3.06%仍有下行空间）。
- 扩大专项债支持收购存量商品房用作保障性住房的试点范围。
- 研究一线城市进一步放松限购的可行性。

## 16.2 企业经营启示

- 出口企业：**抓住AI产业链和“一带一路”市场机遇，同时为潜在关税冲击做好供应链分散化预案。
- 内需企业：**消费分层格局下需兼顾“下沉市场性价比”与“中高端服务体验”两条赛道。
- 制造企业：**加速智能化改造（设备工器具购置+9.3%趋势将持续），利用设备更新财政贴息（年化1.5%）降低技改成本。
- 房企及上下游：**做好“L型底部”长期准备，优化现金流管理，关注一线和强二线城市结构性机会。
- 科技企业：**AI和半导体国产替代是确定性最高的增长赛道，但需警惕估值过热和地缘风险。

## 16.3 投资者观察清单

关注维度	观察指标	关键阈值（下半年判断信号）
经济增长	Q2 GDP增速（7月中旬发布）	<4.5% 触发政策加码，4.5%-4.8% 符合基准预期
消费复苏	6月社零月度同比增速	回正（>0%）为消费信心初步修复信号
房地产企稳	70城房价上涨城市数	≥20个 视为有效企稳，<10个 调整深化
外贸韧性	PMI新出口订单指数	<48% 预示下半年出口显著放缓
政策节奏	专项债月度发行量	Q3月均>7,000亿 为政策发力信号
货币政策	LPR是否调整	下调5-10bp 将是宽松加力明确信号
外部风险	中美关税动态/油价走势	关税加征或 Brent>\$80 为压力情景触发条件
资本市场	沪深300点位	>5,000 为乐观情景，利差走阔需警惕风险偏好恶化

## 17. 风险提示

- 外部风险：**中美贸易摩擦升级（关税加征至45%-60%）、中东地缘冲突扩大（油价\$90-\$100+，供应链中断）、全球经济衰退风险。若美国中期选举前对华鹰派政策升温，压力情景概率将从20%上升至30%-35%。
- 内部风险：**房地产市场超预期下行（头部房企风险事件）、地方政府债务风险（隐性债务化解压力）、消费信心持续低迷。若70城房价上涨城市数Q3降至个位数，房地产可能从“L型筑底”转为新一轮下跌。
- 政策风险：**政策传导效率低于预期（专项债资金闲置、信贷需求持续疲弱）、财政可持续性担忧上升。若全年土地出让收入降幅扩大至-30%以上，部分省份财力将面临严重约束。
- 金融风险：**中小银行资产质量压力、信用债违约风险、中美利差走阔（当前约-280bp）引发资本外流压力。若美联储因通胀反复推迟降息、中国央行被迫降息，利差可能扩大至-300bp以上。
- 结构风险：**AI产业链景气周期回落、出口价格效应消退后数量不足、青年失业率高企（Q3可能升至17%-19%）引发社会问题。
- 数据风险：**本报告中部分2026年二季度数据尚未完整发布（如财政1-5月数据、Q2 GDP、Q2居民收入），所引用的估计值基于已发布月度数据和高频指标推断。后续实际数据可能与估计存在偏差。所有预测区间均为80%置信区间。

## 附录A：核心指标汇总表

表A1：2026年上半年主要宏观指标一览

指标	2025全年	2026 1-5月/Q1	方向	来源
GDP增速	+5.0%	+5.0% (Q1)	→	[E1]
规上工业增加值	+5.8%	+5.4% (1-5月)	↓	[E1]
社零总额增速	+3.5%	+1.4% (1-5月)	↓↓	[E1]
固定资产投资增速	+3.2%	-4.1% (1-5月)	↓↓↓	[E1]
房地产开发投资增速	-10.6%	-16.2% (1-5月)	↓↓	[E1]
出口增速 (美元)	+5.9%	+15.5% (1-5月)	↑↑	[E4]
进口增速 (美元)	+1.1%	+24.5% (1-5月)	↑↑	[E4]
CPI	+0.2%	+1.0% (1-5月累计)	↑	[E1]
PPI	-2.2%	+1.0% (1-5月累计)	↑↑↑	[E1]
城镇调查失业率	5.1%	5.2% (1-5月均值)	→	[E1]
M2增速	+8.3%	+8.6% (5月)	→	[E2]
社融存量增速	+8.4%	+7.7% (5月)	↓	[E2]
一般公共预算收入	+0.8%	+3.5% (1-4月)	↑	[E3]
土地出让收入	-14.7%	-27.2% (1-4月)	↓↓	[E3]
外汇储备	33,579亿美元	34,422亿美元 (5月)	↑	[E6]
人民币中间价 (对美元)	7.1884	6.8157 (6月5日)	↑↑	[E6]
制造业PMI	50.1% (12月)	50.0% (5月)	→	[E1]
FDI	-8.0%	-10.3% (1-4月)	↓	[E7]
10Y国债收益率	1.68% (年末)	1.73% (6月)	→	[E14]
上证指数	3,351 (年末)	~4,031 (6月)	↑	[E15]

表A2：2026年1-5月月度宏观数据跟踪

指标	1-2月	3月	4月	5月
工业增加值 (当月同比%)	+6.3	+5.7	+4.1	+4.5
社零 (当月同比%)	+2.8	+1.7	+0.2	-0.6
出口 (美元, 当月同比%)	+21.8	+2.5	+14.1	+19.4
进口 (美元, 当月同比%)	+19.8	+27.8	+25.3	+27.4
CPI (当月同比%)	+0.2	+1.0	+1.2	+1.2
PPI (当月同比%)	-1.4	+0.5	+2.8	+3.9
制造业PMI	49.3	50.4	50.3	50.0
城镇调查失业率 (%)	5.3	5.3	5.2	5.1
新增社融 (万亿)	7.22	5.23	0.62	2.03
新增贷款 (亿)	47,100	29,900	-100	5,200

表A3：下半年三情景核心指标预测区间 (80%置信区间)

指标	基准 (55%)	乐观 (25%)	压力 (20%)
全年GDP增速	4.7-4.9%	5.0-5.3%	4.0-4.4%
H2 GDP增速	4.6-4.8%	5.0-5.5%	3.5-4.0%
全年CPI	1.2-1.5%	1.5-2.0%	1.5-2.0%
全年PPI	1.3-1.8%	0.5-1.0%	3.0-5.0%
全年社零增速	2.0-2.5%	3.0-4.0%	0-1.0%
全年固投增速	-2.0至-1.5%	0-2.0%	-6.0至-4.0%
全年出口增速 (美元)	10.0-13.0%	15.0-18.0%	3.0-7.0%
年末失业率	5.2-5.3%	5.0-5.2%	5.5-5.8%
年末USD/CNY	6.80-6.85	6.70-6.80	7.00-7.20
年末10Y国债	1.75-1.90%	1.90-2.10%	1.55-1.70%

表A4：2026年主要政策工具一览

工具	规模/参数	当前状态
赤字率	4% (赤字5.89万亿)	已确定
超长期特别国债	1.3万亿 ("两重"8,000亿+设备更新2,000亿)	两批已下达6,065亿
特别国债	3,000亿	已安排
地方专项债	4.4万亿	已发行14,939亿 (34.0%)
再融资债券 (置换隐性债务)	2.8万亿	已发行19,488亿再融资专项债
新型政策性金融工具	8,000亿	推进中
民企再贷款	1万亿	新设
支农支小再贷款	新增5,000亿	已下达
科技创新再贷款	1.2万亿	额度内运行
7天逆回购利率	1.40%	连续12月未变
1年期LPR / 5年期LPR	3.0% / 3.5%	连续12月未变
RRR (加权平均)	~6.3%	2026年未调整
PSL利率	1.75%	2026年1月下调25bp
以旧换新资金	首批625亿	已下达
消费贴息	1,000亿 (年化贴息1.5%)	推进中
中央对地方转移支付	10.42万亿	预算安排

## 附录B：证据与引用列表

### B1：官方统计来源 (第一手)

编号	来源	发布机构	数据范围与发布日期	访问路径
[E1]	国家统计局综合数据	NBS	GDP Q1 (4月17日)、工业增加值/社零/固投/房地产1-5月 (6月16日)、PMI 1-5月 (每月末)、CPI/PPI 1-5月 (每月10日)、居民收入Q1 (4月16日)、就业1-5月 (6月16日)	<a href="https://www.stats.gov.cn/">https://www.stats.gov.cn/</a>
[E2]	中国人民银行金融数据	PBoC	M2/社融/贷款1-5月 (每月中旬)、LPR (每月20日)、政策利率、Q1货币政策执行报告 (5月11日)	<a href="http://www.pbc.gov.cn/">http://www.pbc.gov.cn/</a>

编号	来源	发布机构	数据范围与发布日期	访问路径
[E3]	财政部财政与债务数据	MOF	一般公共预算收支/政府性基金/土地出让 1-4月（5月20日）、地方债发行1-5月、地方债务余额截至3月末	<a href="https://www.mof.gov.cn/">https://www.mof.gov.cn/</a>
[E4]	海关总署贸易数据	GAC	进出口总值/贸易伙伴/商品结构 1-5月（6月9日发布5月快讯）、跨境电商Q1（4月14日）	<a href="http://www.customs.gov.cn/">http://www.customs.gov.cn/</a>
[E5]	国家发改委政策与投资	NDRC	GDP目标/投资审批/六张网/两重项目/以旧换新/民营经济/碳达峰（1月、3月、4月、6月发布会）	<a href="https://www.ndrc.gov.cn/">https://www.ndrc.gov.cn/</a>
[E6]	国家外汇管理局外汇数据	SAFE	外汇储备月度（1-5月）、结售汇月度（1-5月）、国际收支Q1（5月15日）、外债（2025年末 3月27日）、陆家嘴论坛朱鹤新讲话（6月17日）	<a href="https://www.safe.gov.cn/">https://www.safe.gov.cn/</a>
[E7]	商务部外资与消费	MOFCOM	FDI（1-4月）、ODI（Q1）、服务贸易（1-4月）、消费/假日经济、贸易政策（出口管制/反倾销/壁垒调查）	<a href="https://www.mofcom.gov.cn/">https://www.mofcom.gov.cn/</a>
[E8]	工信部工业与数字经济	MIIT	工业增加值分行业（5月6月16日）、PMI分项、新能源汽车（1-5月中汽协）、5G/数字经济（Q1）、专精特新、电子信息制造业（Q1）	<a href="https://www.miit.gov.cn/">https://www.miit.gov.cn/</a>

## B2：国际组织与第三方研究来源（第二手，可审计）

编号	机构	报告/数据	日期	关键引用	URL / 来源
[E9a]	IMF	《世界经济展望》(WEO) 更新	2026年1月19日	中国GDP预测上调至4.5%	<a href="https://www.chinadaily.com.cn/a/202601/20/WS696e5e8da310d6866eb34928.html">https://www.chinadaily.com.cn/a/202601/20/WS696e5e8da310d6866eb34928.html</a>
[E9b]	IMF	IMF/WBG春季会议	2026年4月	中国GDP预测微调至4.4%	<a href="http://epaper.chinadaily.com.cn/a/202604/15/WS69dedcbaa310ec22b1fd3cd8.html">http://epaper.chinadaily.com.cn/a/202604/15/WS69dedcbaa310ec22b1fd3cd8.html</a>
[E9c]	世界银行	2026年春季会议预测	2026年4月	中国GDP预测4.4%	⚠️ 转引自中国经济时报，原始报告未直接获取
[E9d]	OECD	《经济展望》	2025年9月	中国GDP预测4.4%	<a href="https://www.chinadaily.com.cn/a/202509/23/WS68d265c0a3108622abca26d9.html">https://www.chinadaily.com.cn/a/202509/23/WS68d265c0a3108622abca26d9.html</a>
[E9e]	亚洲开发银行 (ADB)	《亚洲发展展望》(ADO)	2026年4月	中国GDP预测4.3%	⚠️ 内部汇总，基于ADB公开摘要，非完整报告直接引用
[E10]	国务院	2026年政府工作报告	2026年3月5日	GDP目标 4.5%-5%、赤字率4%、赤字5.89万亿、专项债4.4万亿、超长期国债1.3万亿、六大新兴产业+六大未来产业	十四届全国人大四次会议
[E11a]	高盛 (Goldman Sachs)	《中国2026年展望：探索新动能》	2026年1月20日	GDP预测 4.8%、CPI 0.6%、年底 USD/CNY 6.85、政策利率下调20bp	<a href="https://news.qq.com/rain/a/20260114A03UO000">https://news.qq.com/rain/a/20260114A03UO000</a>
[E11b]	摩根士丹利	2026年中展望	2026年6月	GDP预测从4.7%上调至4.8%，名义GDP增速5.4%	<a href="https://www.163.com/dy/article/KTHIU2150514R9OJ.html">https://www.163.com/dy/article/KTHIU2150514R9OJ.html</a>

编号	机构	报告/数据	日期	关键引用	URL / 来源
[E11c]	花旗(Citi)	2026年展望	2026年1月	GDP预测4.7%	⚠️ 内部汇总，转引自Bloomberg终端聚合报道
[E11d]	瑞银(UBS)	2026年展望	2026年1月	GDP预测4.5%	<a href="https://news.cgtn.com/news/2026-01-13">https://news.cgtn.com/news/2026-01-13</a>
[E11e]	摩根大通/标普全球	2026年预测	2026年	GDP预测4.4% (摩根大通)/4.4%(标普)	⚠️ 内部汇总，转引自Bloomberg及标普公开评述
[E11f]	中信证券	2026年展望	2026年3月	GDP预测4.9%	<a href="https://finance.sina.cn/stock/ggyj/2026-03-19">https://finance.sina.cn/stock/ggyj/2026-03-19</a>
[E12]	国家统计局	70城房价指数	2026年6月16日	5月新房同比-3.6% (8个月来首次跌幅收窄)，一线新房环比+0.2% (连续4月为正)，16城上涨	<a href="https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202606/t20260616_1963946.html">https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202606/t20260616_1963946.html</a>
[E13]	德意志银行/高盛/中金	大宗商品2026年展望	2026年	铜\$12,102/吨(德意志)、\$11,400(高盛); WTI\$52(高盛); 布伦特\$56(高盛)/\$63.85(路透社); 黄金\$4,900(高盛)	⚠️ 内部汇总，基于多家机构研报二手引述；德银报告参见 <a href="http://flow.db.com/Topics/trade-finance/commodities-outlook-2026">flow.db.com/Topics/trade-finance/commodities-outlook-2026</a>
[E14]	中国人民银行上海总部/新华财经	债券市场数据	2026年	境外机构持债1-5月、10Y国债收益率1.70%-1.88%、地方债-国债利差10.73bp (历史7.1%分位)、中美利差约-280bp	⚠️ 内部汇总，数据可独立验证于央行上海总部月度发布及中国货币网( <a href="http://chinamoney.com.cn">chinamoney.com.cn</a> )
[E15]	金十数据/新浪财经	A股与港股市场数据	2026年6月	上证指数区间3,993-4,075、沪深300区间4,749-4,931、恒生指数区间24,256-26,038	⚠️ 内部汇总，基于金十数据及新浪财经实时行情截图；可独立验证于上交所(SSE)、深交所(SZSE)、港交所(HKEX)公开数据
[E16]	国家统计局	2025年人口数据	2026年1月19日	年末总人口140,489万(-339万)，出生792万(-162万)，总和生育率约1.09	<a href="https://view.inews.qq.com/k/20260121A03BNE00">https://view.inews.qq.com/k/20260121A03BNE00</a>

### B3: 图表来源与解读映射

图表	数据来源	最新数据月份	在报告中的位置	读图结论
图1: 核心指标总览	[E1][E2][E4]	2026年5月	第2章 宏观总览	外贸和货币指标强劲，投资和地产深度承压，结构分化显著

图表	数据来源	最新数据月份	在报告中的位置	读图结论
图2：需求侧月度走势	[E1][E4]	2026年5月	第3章 需求侧拆解	出口5月大幅反弹至+19.4%，但社零5月转负（-0.6%），内外需分化加剧
图3：价格与就业趋势	[E1]	2026年5月	第11章 价格周期	PPI从-1.4%加速至+3.9%，CPI稳定在1.0%-1.3%，失业率从5.3%降至5.1%
图4：行业PMI热力图	[E1][E8]	2026年5月	第15章 情景预测	高技术/装备制造持续扩张，高耗能和中小企业持续收缩，总量在临界点
图5：GDP产业结构	[E1]	2026年Q1	第2章 宏观总览	第三产业占比61.7%，信息服务业（+10.6%）和商务服务业（+12.2%）领涨

#### B4：数据缺口与估计说明

数据项	状态	估计方法	置信度
Q2 GDP增速	尚未发布（预计7月15-17日）	基于4-5月工业增加值/社零/固投+6月高频指标+PMI加权映射	中
1-5月全国财政收支	尚未发布（预计6月20-24日）	以1-4月已发布数据+地方已公布1-5月数据推断	中高
1-5月FDI	尚未发布（预计6月下旬）	以1-4月趋势外推+高技术产业外资增长惯性	中
6月PMI/CPI/PPI	尚未发布（预计6月30日/7月10日）	参考5月趋势+6月高频商品价格+PMI季节性均值	低
Q2居民可支配收入	尚未发布（预计7月15-17日）	基于Q1增速+就业/工资增长趋势外推	中
2026年Q1/Q2外债数据	尚未发布	最新为2025年末数据（23,288亿美元），2026Q1外债预计7-8月发布	—
下半年预测	前瞻性估计	基于三情景假设+五大关键变量+宏观模型推演	中（基准）/低（乐观/压力）

报告完成日期：2026年6月20日

**团队声明：**本报告基于截至2026年6月20日的公开可得官方数据和权威第三方研究编制。所有预测均为80%置信区间内的前瞻性估计，受制于假设条件和不确定因素。部分2026年二季度数据截至发稿时尚未发布（在上表B4中以“尚未发布”标注），相关估计可能随实际数据发布而调整。每个关键结论标注了置信度、反例/异见和证据来源以供交叉验证。本报告不构成投资建议。

**下一版本更新计划：**待1-5月财政收支、Q2 GDP和6月宏观数据发布后进行第一轮更新（预计2026年7月中旬）。

**生成与修订说明：**本报告由InfiniSynapse宏观经济研究Agent于2026年6月20日基于8个官方数据源的并行采集和交叉验证自动生成。首版（v1.0）于同日完成；v1.1新增Executive Dashboard、为C1-C5补充反例/异见与置信度理由、拆分[E9]为可审计的具体来源条目[E9a]-[E9e]及[E11a]-[E16]。