

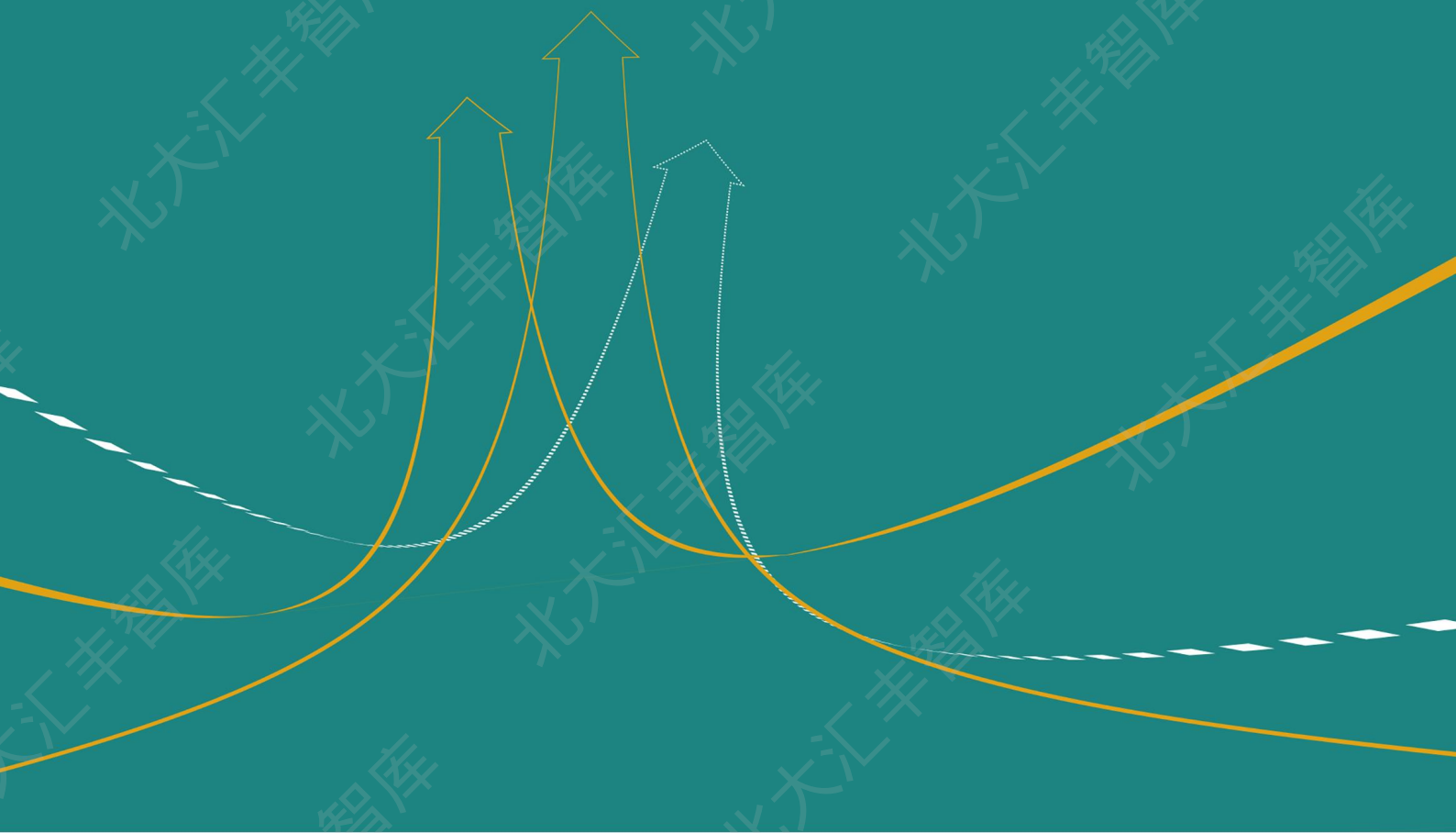
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2026年第二季度



内需走弱，但 AI 硬件的生产和出口强劲

2026 年 4 月和 5 月，进出口、PPI 增速明显高于市场预期，社消、固投等均低于市场预期。具体来看，外需和生产强于内需，主要由中美 AI 竞赛支撑；PPI 增速高于 CPI 增速，国际油价上涨向下游传导不畅；人民币汇率升值，外贸企业结汇意愿较强；宏观政策力度减弱，货币政策维持流动性宽裕，财政支出主要用于保民生。根据北大汇丰智库测算，**预计 2026 年第二季度 GDP 增速为 4.6%**。

展望下半年，预计 2026 年 GDP 增速为 4.7%，考虑到宏观政策仍有余量，对内需有一定支撑作用，下半年风险主要在于 AI 的景气度可能会有所回落，将导致出口增速面临回调的压力。

建议政府：用好用足存量宏观政策，进一步提振内需；加强金融业提供跨境金融服务的能力，降低汇率波动对外贸企业利润的影响；进一步加快房企的兼并重组，通过恢复房企的资金流稳定房地产投资。

一、国内外重大事件回顾和中国经济增速预测

1. 二季度国内外重大事件回顾

二季度国内外发生的主要事件如下：

一是美伊签署谅解备忘录，双方处于暂时停火状态。6月17日，美伊签署谅解备忘录，明确约定双方即刻永久停止含黎巴嫩在内全部战线军事行动、承诺互不交战，并需在60日内磋商达成最终协议；美方作出多项重大让步，30天内解除对伊海上封锁、最终协议落地30天内撤离伊朗周边驻军，全面取消对伊各类制裁、解冻其被冻结资产，同时联合区域伙伴投入不少于3000亿美元支持伊朗重建发展，配套实施细则纳入60天谈判内容；伊朗对应承诺30日内完成海域水雷清理、60天内保障波斯湾至阿曼海商船免费安全通航，并重申不研发、不获取核武器，同意在国际原子能机构监督下现场稀释本国浓缩铀。整体来看，备忘录核心条款显著偏向伊朗，若双方顺利落地最终协议，伊朗将解除海上封锁与制裁限制、恢复石油出口，同时获得大额外部重建资金，有效缓解长期经济承压局面。文件签署后，市场认为双方关系出现一定缓和，恐慌情绪有所缓解，原油价格出现快速回落，能源供给冲击对全球经济造成衰退和通胀的压力有望逐步缓和。6月23日伊朗常驻联合国日内瓦办事处代表阿里·巴赫雷尼表示，霍尔木兹海峡现已开放，为期60天，其间不会收取任何费用。

二是特朗普访华，中美就多项经贸安排达成初步共识。美国总统特朗普于2026年5月13日至15日对中国进行国事访问。中美两国深化经贸磋商、取得多项务实合作成果，核心内容主要聚焦关税约束、双向降税、专项采购三大方面。双方接续落实前期经贸共识，明确约定特朗普第二任期对华关税税率上限为10%，有效稳定双边关税政策预期；同时商定设立贸易与投资理事会，常态化统筹解决双方贸易投资关切，原则性达成对等规模产品双向降税共识，并着力破除农产品领域非关税壁垒、优化市场准入条件，针对性回应中美双方农产品出口诉求，持续扩大双向贸易规模。此外，两国就中方对美飞机采购、美方保障飞机发动机及零部件对华稳定供应达成专项共识，明确持续深化航空领域务实合作，为双边经贸关系稳健发展夯实基础。尽管中美结构性竞争并未消失，科技、地缘等议题仍可

能构成阶段性扰动，但经贸互利将注定成为中美关系的重要压舱石，有助于使双方的分歧和摩擦限制在可控范围之内。

三是美联储二季度维持目标利率不变，新任主席沃什将降低前瞻性政策指引，或加剧金融市场波动风险。4月和6月美联储分别召开两次议息会议，两次会议均决定将利率维持在3.5%-3.75%的目标范围内不变。6月公布的点阵图大幅上调2026-2028年利率中枢预期。其中2026年联邦基金利率预期中值升至3.8%，3月点阵图仅为3.4%；其中9名官员预计年内开启加息，6人预计全年加息次数不少于两次。2027年利率预期中值上修至3.6%（3月预期3.1%），2028年预期中值上调至3.4%（3月预期3.1%）；仅长期均衡利率维持3.1%不变。整体来看，FOMC委员会大幅抬升未来三年利率路径预期，高利率维持时间可能会显著拉长。根据6月22日芝商所FedWatch提供的联邦基金利率期货的最新交易结果来看，市场认为今年美联储加息的概率已超过90%。值得一提的是，沃什本人拒绝提交点阵图预测，弱化美联储前瞻指引的态度明确，金融市场未来有波动加剧的风险，年内是否会加息还有待观察。

2. 对2026年第二至第四季度主要经济指标的预测与展望

根据北大汇丰智库测算，如表1所示，预计**2026年第二季度GDP当季同比为4.6%**，应能实现今年政府工作报告中提出的全年“4.5%-5%左右”的目标。受全球AI热潮影响，预估第二季度出口增速（按美元计）为15.5%。出口强劲及高技术产业高增长支撑工业生产增长，二季度规上工业增加值增速预测为4.7%左右。受内需走弱的影响，预计二季度社消和固投增速分别为0.1%和-8.7%。

展望全年，**整体上看，预计2026年全年GDP同比为4.7%**。由于上半年出口增速强劲，预计全年出口仍将保持高增长，预计增速为9.2%。同时，由于对生产仍有一定支撑，全年规上增加值增速预计为5.1%。由于下半年宏观政策仍有余量，对内需有一定的支撑作用，预计全年社消增速为0.7%，固投增速为-4.8%。

表 1：对 2026 年二季度至四季度经济增速的预测

当季同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2026q1	5.0%	6.1%	2.4%	1.7%	14.7%
2026q2	4.6%e	4.7%e	0.1%e	-8.7%e	15.5%e
2026q3	4.6%e	4.8%e	0.3%e	-4.7%e	7.2%e
2026q4	4.4%e	4.8%e	-0.3%e	-5.8%e	0.3%e
累计同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2026q1	5.0%	6.1%	2.4%	1.7%	14.7%
2026q2	4.8%e	5.4%e	1.3%e	-4.4%e	15.1%e
2026q3	4.8%e	5.2%e	0.9%e	-4.5%e	12.4%e
2026q4	4.7%e	5.1%e	0.7%e	-4.8%e	9.2%e

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2026 年 6 月 16 日。

数据来源：Wind、自行测算。

二、当前宏观经济的现状分析

表 2 是 2026 年 4 月和 5 月主要的经济指标，进出口、PPI 增速高于市场预期，社消、固投增速均低于市场预期。

生产方面，工业生产增速回落，电子设备制造强劲。**投资方面**，基建、制造业和房地产投资增速均有回落，但电子设备、运输设备、纺织投资较为景气。**消费方面**，服务消费强于商品消费，可选消费和大宗消费持续承压。**出口方面**，受 AI 行业高景气和大宗商品价格上涨影响，进出口保持高增长。**物价方面**，CPI 温和上升，PPI 和 CPI 的剪刀差扩大。**政策方面**，宏观政策较为克制，为下半年留有余量。

表 2：2026 年 3 月至 2026 年 5 月主要经济指标汇总

主要经济指标		202603	202604	202605
GDP 当季同比 (%)	实际值	5.0	——	——
	市场预期	4.9	——	——
工业增加值当月同比 (%)	实际值	5.7	4.1	4.5
	市场预期	5.4	5.6	4.4
固定资产投资累计同比 (%)	实际值	1.7	-1.6	-4.1
	市场预期	1.7	1.7	-1.7
社会消费品零售当月同比 (%)	实际值	1.7	0.2	-0.6
	市场预期	2.5	2.0	0.1
出口当月同比 (美元计, %)	实际值	2.5	14.0	19.4
	市场预期	4.0	7.2	12.3
进口当月同比 (美元计, %)	实际值	28.3	25.2	27.4
	市场预期	5.6	14.4	20.2
贸易差额当月值 (亿美元)	实际值	501.6	846.9	1054.3
1 美元兑人民币汇率 (月末值)	实际值	6.919	6.863	6.818
FDI 累计同比 (美元计, %)	实际值	-7.3	-10.3	-8.6
CPI 当月同比 (%)	实际值	1.0	1.2	1.2
	市场预期	1.3	0.9	1.4
PPI 当月同比 (%)	实际值	0.5	2.8	3.9
	市场预期	0.5	1.6	3.5
M2 同比 (%)	实际值	8.5	8.6	8.6
	市场预期	8.7	8.4	8.6
M1 同比 (%)	实际值	5.1	5.0	5.5
新增人民币贷款当月值 (亿元)	实际值	29900.0	-100.0	5200.0
	市场预期	32460.4	4677.6	4227.1
社融新增当月值 (亿元)	实际值	52240.0	6238.0	20264.0
	市场预期	50894.1	14319.9	17578.0
一般公共预算收入累计同比 (%)	实际值	2.4	3.5	4.0
一般公共预算支出累计同比 (%)	实际值	2.6	1.3	0.8

注：市场预期来自于 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

1. 生产：工业生产增速回落，但电子设备制造强劲

2026 年 4 月和 5 月，规模以上工业增加值同比增长分别为 4.1%和 4.5%，较 3 月 5.7%的增速有所下降，工业生产呈现出以下特点：

第一，中高端制造表现较好，特别是电子设备、专用设备、汽车制造。4 月和 5 月高技术制造业工业增加值同比增速分别为 12.8%和 15.1%，较 3 月的 11.7%的

增速进一步提升，明显高于整体工业增加值的增速。一方面，电子设备和专用设备增加值增速保持强劲，主要受中美加大 AI 投入影响。高端制造与装备制造板块延续高增长趋势，4 月和 5 月计算机、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、通用设备制造业和专用设备制造业同比增速分别为 12.8%/8.2%/5.5%/6.2% 和 15.1%/7.4%/6.7%/9.1%，与 3 月 11.7%/13.3%/6.3%/6.2% 的增速相比整体保持较高的景气度。另一方面，二季度汽车生产较为景气，主要是汽车出口需求旺盛。4 月和 5 月汽车制造业工业增加值同比为 9.2%/8.3%，与 3 月 7.5% 的增速相比有所提升，主要是国际油价上涨背景下中国新能源汽车在海外热销。4 月和 5 月汽车出口数量同比增速分别为 74.4% 和 68.7%，保持高双位数增速，其中新能源汽车出口数量同比增速分别为 110% 和 110%，继续保持翻倍以上增长。

第二，多数上游行业和下游劳密行业增加值增速偏低，主要受房地产和内需拖累。从结构上来看，上游行业中，煤炭开采、石油天然气开采等传统能源行业增速降温，化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业等上游原材料行业同样增长乏力，这与房地产行业深度调整导致的需求萎缩密切相关。下游行业中，除了电子、半导体等新经济和出口链相关行业保持较强景气度，酒、饮料和精制茶、农副食品加工等传统劳密行业增速偏低，反映出内需不振对终端消费品生产的拖累。

表 3：19 个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	3.5%	化学原料和化学制品制造业	0.3%	通用设备制造业	6.7%	农副食品加工业	1.5%	医药制造业	4.0%
石油和天然气开采业	1.5%	橡胶和塑料制品业	6.2%	专用设备制造业	9.1%	食品制造业	6.9%	汽车制造业	8.3%
		非金属矿物制品业	-5.6%	电气机械和器材制造业	4.7%	酒、饮料和精制茶制造业	-2.7%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.4%
		黑色金属冶炼和压延加工业	1.6%			纺织业	2.6%	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.0%
		有色金属冶炼和压延加工业	4.5%						
		金属制品业	3.0%						

注：表格中数值是 2026 年 5 月不同行业增加值的当月同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是 2025 年 4 月至 2026 年 5 月不同行业工业增加值的当月同比的走势，表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，私企增加值增速回落，热力、燃气及水生产和供应业增加值上升。分三大工业门类看，4 月和 5 月，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速最快，同比增长 5.3%和 7.6%，较 3 月的 3.5%有所上涨；采矿业和制造业增加值分别同比增长 3.8%/4.0%和 2.3%/4.4%，较 3 月 5.7%和 6.0%的增速有所回落。按照企业类型划分，4 月和 5 月，股份制企业增加值增速最快，同比增长 4.2%和 5.2%，增速较 3 月的 6.2%有所回落；私营企业增加值增速分别为 2.8%和 2.7%，较 3 月 4.0%的增速有所下降。

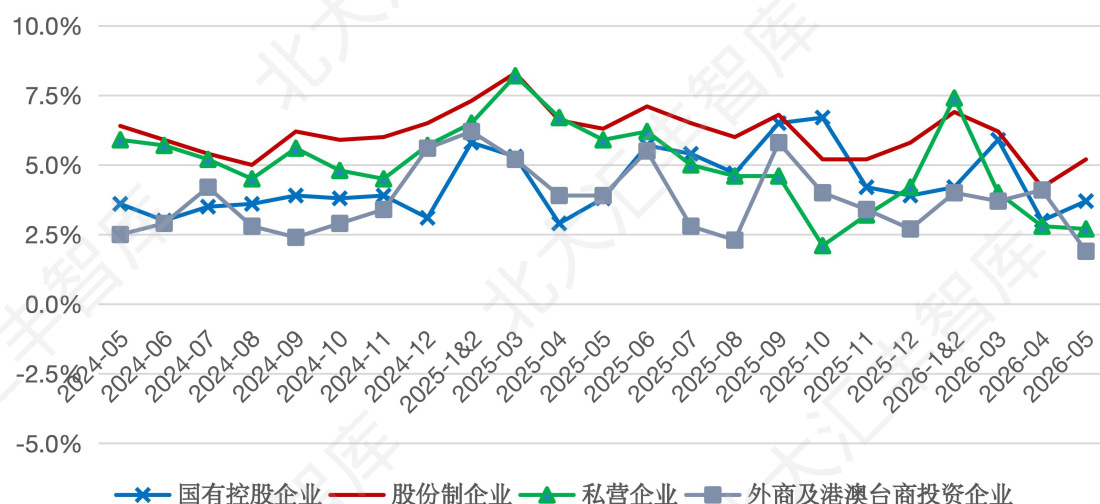


图 1：按经济类型划分的规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

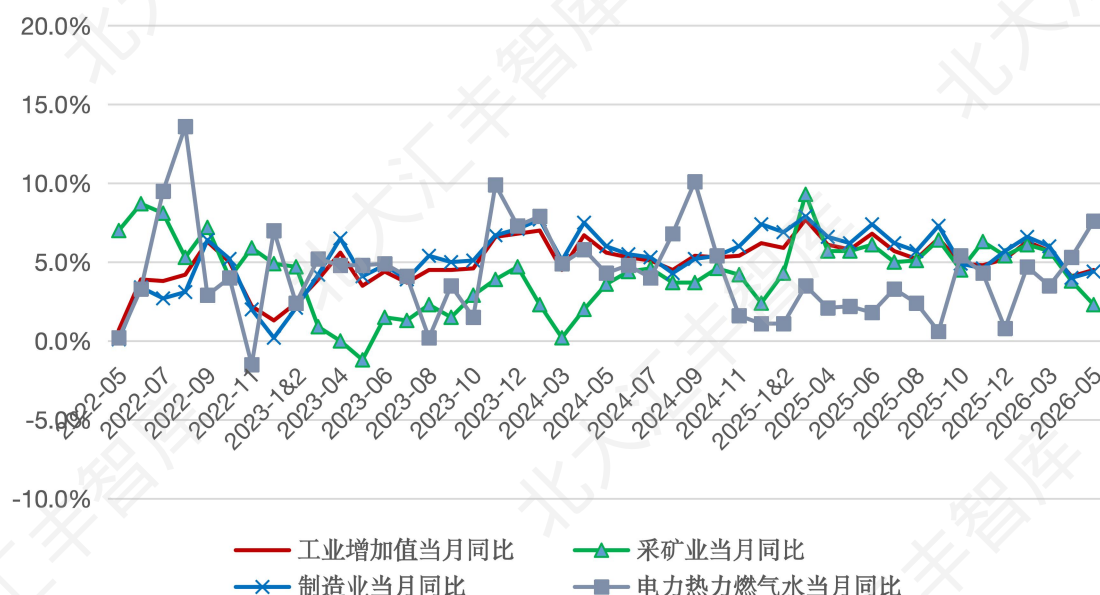


图 2：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，城镇失业率略有下降。4月和5月，城镇调查失业率分别为5.2%和5.1%，较3月5.4%的失业率略有下降。青年失业率整体保持平稳，4月和5月，16-24岁劳动力失业率（不含在校生）分别为16.3%和15.6%，较3月的16.9%有所回落。此外，4月和5月，25至29岁和30至59岁劳动力的城镇调查失业率分别为7.4%/7.2%和4.2%/4.1%，较3月的7.7%和4.3%略有好转。

2. 投资：基建、制造业和房地产投资增速回落，但电子设备、运输设备、纺织投资较为景气

2026 年 4 月和 5 月，固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增速分别为 -1.6%和-4.1%，较 3 月份 1.7%的增速相比呈下行趋势，投资结构呈现以下特点：

第一，国有投资增速下行，民间投资增速连续 12 个月负增长。5 月国有投资累计同比为-0.4%，较 3 月 7.1%的增速有大幅下降并且转负，预计与财政支出力度走弱有关。5 月民间固定资产投资额累计同比增速为-7.1%，较 3 月份-2.2%的降幅走扩。按照产业划分，4 月和 5 月民间固定资产投资额在第一、第二和第三产业的累计同比增速分别为-1.0%/-4.8%、-0.6%/-1.7%和-9.3%/-11.5%，较 3 月 2.8%、2.8%和-6.6%的增速均呈下降趋势。第三产业投资增速仍是最落后的，地产投资仍对民间投资构成拖累。

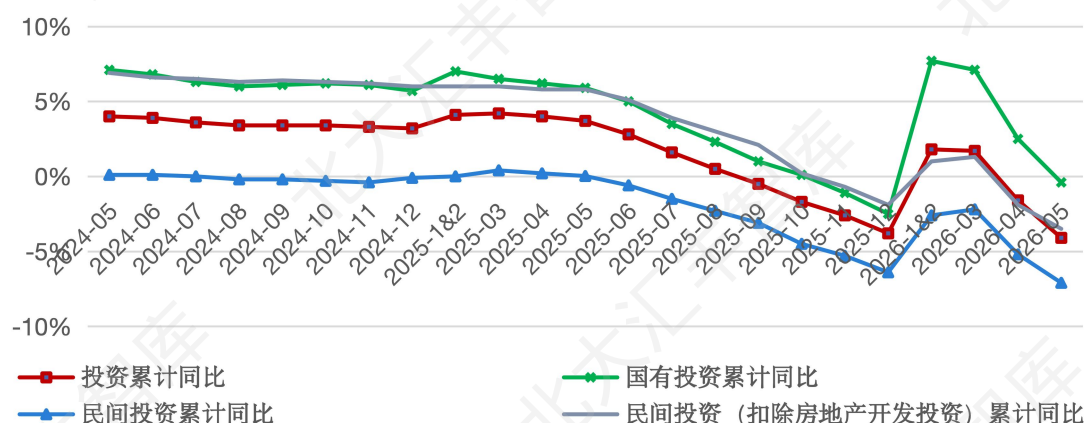


图 3：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，制造业投资增速结构保持分化，多数制造业细分行业投资增速走弱，但电子设备、运输设备、纺织投资增速较强。13 个细分制造业行业中，有 11 个行业 5 月固定资产投资累计同比增速低于 3 月。但是，仍然有电子设备、运输设备、纺织业等三个行业投资增速表现较强。一是受益于 AI 和半导体行业的较高景气度，5 月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增速为 6.7%，与 3 月 5.4%的增速相比有所提升。二是在船舶行业旺盛的下游需求带动下，5 月铁路、

船舶、航空航天和其他运输设备制造业固定资产投资累计同比增速为 23.6%，与 3 月的 27.7%相比仍然保持了较高的增速，继续领跑制造业各子行业的投资增速。三是 5 月纺织业投资累计同比为 10.8%，较 3 月 17.6%的增速有所回落但仍保持两位数增长。受东南亚油价上升的影响，部分纺织业可能回流，未来也将对纺织业投资形成支撑。

表 4：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	-5.9%	通用设备制造业	2.8%	农副食品加工业	0.5%	医药制造业	-9.0%
有色金属冶炼和压延加工业	-2.3%	专用设备制造业	-8.0%	食品制造业	6.5%	汽车制造业	-2.7%
金属制品业	-4.0%	电气机械和器材制造业	1.5%	纺织业	10.8%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	23.6%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	6.7%

注：表格中数值是 2026 年 5 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2025 年 4 月以来，不同行业投资累计同比的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，财政政策力度有所减弱，基建投资增速下降。2026 年 5 月基建投资累计同比为 0.6%，较 3 月 8.9%的增速有所走弱。虽然专项债、特别国债等资金仍在持续投放，但目前看力度有一定边际放缓。1-5 月，政府性基金预算支出增速为-4.3%，显著低于目标增速的 5.1%，显示财政投放进度偏慢。4 月中央政治局会议部署加强“六张网”建设和“推动条件成熟的重大工程项目开工”，对下半年基建投资增速形成一定支撑，继续成为今年稳增长的重要抓手。

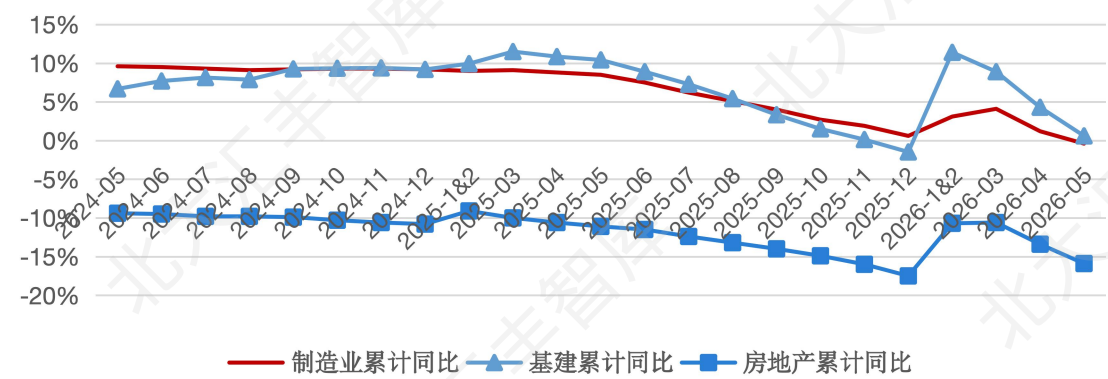


图 4：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，房地产市场投资跌幅有所走扩，一线城市房价暂时回暖。5 月全国房地产投资累计同比-15.9%，降幅较 3 月的-10.6%有所扩大。5 月商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额累计同比增速分别为-23.4%、-12.6%、-25.0%、-12.1%和-14.1%，较 3 月的-19.8%、-10.3%、-20.2%、-9.2%和-13.0%相比均呈降幅走扩的趋势，开年后行业小阳春的趋势并未得到延续。但在地产销售端，目前销售额的增速高于销售面积，房价数据出现一定改善迹象。5 月份 70 个大中城市中一线城市新房价格环比上涨 0.2%，涨幅扩大 0.1 个百分点，二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，环比均连续 3 个月上涨。整体来看，地产行业仍处于下行期，对投资、消费以及居民资产负债表的拖累仍在延续。

3. 消费：服务消费强于商品消费，可选消费和大宗消费持续承压

2026 年 4 月和 5 月社会消费品零售总额同比增长分别为 0.2%和-0.6%，与 3 月 1.7%的增速相比有所下滑。消费市场呈现出以下特点：

第一，服务消费强于商品消费。5 月服务零售额累计同比增长 5.4%，明显高于商品零售 1.2%的增速。服务消费的需求的增长韧性更强，服务零售额的增速连续数月超过商品零售。从政策导向来看，近期多部门持续发力服务消费，重点聚焦文旅、餐饮、养老、托育、体育等领域扩容提质，并通过消费券、贴息和场景创新等方式强化需求端激励。未来居民消费的增量预计呈现从耐用品向服务型、体验型消费升级转变的趋势。

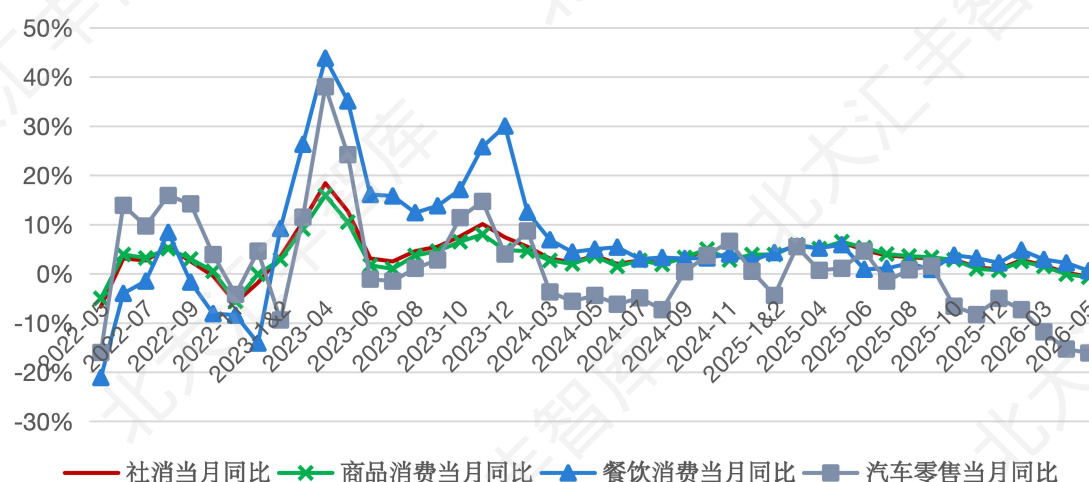


图 5：社会消费品零售总额当月增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，此前依赖补贴、节日与前置需求支撑的耐用品消费集中降温，地产链条消费继续走弱。4月和5月通讯器材类消费同比分别增长6.2%和0.7%，较3月27.3%增速有大幅回落；文化办公用品类消费同比增速分别为-6.9%和-1.5%，较3月的15.0%大幅下滑并转负。地产后周期链条依旧是消费的最主要拖累，4月和5月家具类、建筑及装潢材料和家用电器和音像器材消费增速分别为-10.4%/-13.8%/-15.1%和-8.7%/-13.6%/-15.6%，与3月-8.7%/-9.0%/-5.0%的增速相比下降幅度有所加大。当前居民收入预期和消费信心尚未明显改善，叠加以旧换新政策带来的更新需求也开始出现明显透支，导致可选消费和大宗消费持续承压。各细分行业消费增速内部出现K型分化的走势。

第三，汽车类和石油制品类消费同样呈下行趋势。汽车、石油及制品类消费降幅扩大。汽车零售增速从3月的-11.8%下降至4月和5月的-15.3%和-16.1%，内需不足叠加此前补贴政策刺激带来的透支效应产生的影响逐渐加大。4月和5月，石油及制品类消费增速分别为-6.5%和-3.2%，较3月的0.1%明显下降并转负，考虑到国际油价处于高位，与石油制品消费相关的出行方式性价比劣势明显放大，会促使消费者更多选择替代方案，导致石油制品零售额同比出现下降。

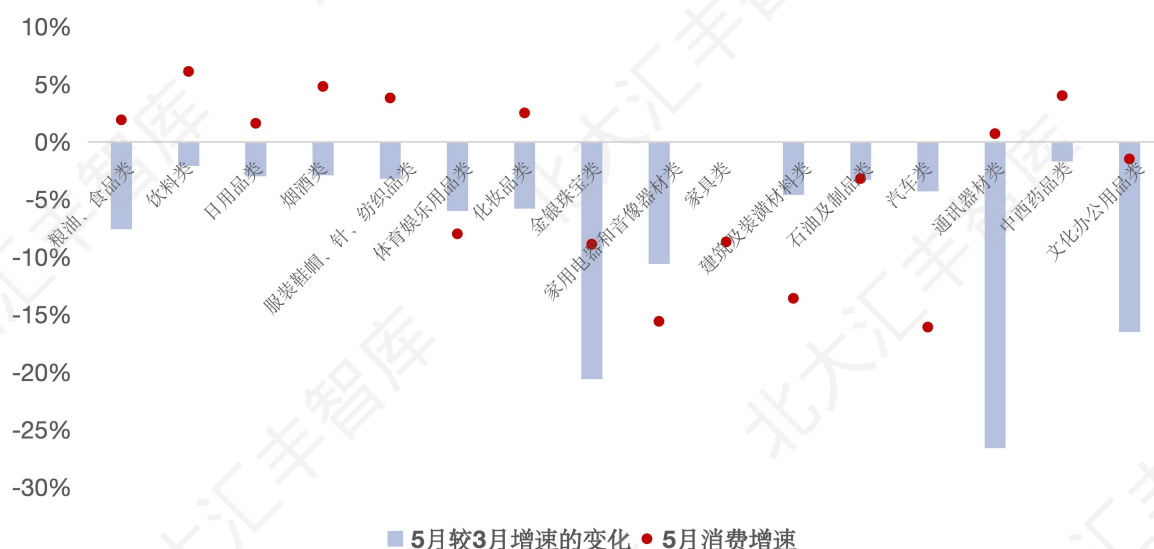


图 6：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

4. 外贸：受 AI 行业高景气和大宗商品价格上涨，进出口保持高增长

按美元计，2026 年 4 月和 5 月中国出口同比分别增长 14.0%和 19.4%，较 3 月 2.5%的增速有明显提升，主要受三方面因素推动：一是美科技巨头大力发展 AI 以及存储芯片大幅涨价，支撑 AI 硬件出口高增长。二是霍尔木兹海峡航运受阻，导致多数国家加速发展新能源以及进口新能源汽车。三是特朗普访华后，中国对美贸易明显修复。但二季度对主要国家劳动密集型产品出口增速表现较弱，高油价正导致海外中低收入人群购买力下降。具体来说，出口数据呈现以下特点：

第一，对美出口增速呈修复趋势，受益于双边贸易关系阶段性缓和，劳密增幅变化最小。2026 年 4 月和 5 月中国对美国出口分别为 367.6 亿美元和 390.3 亿美元，同比分别为 11.3%和 35.4%，与 3 月-26.5%的增速相比有大幅反弹。4 月和 5 月，中国对美的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 17.7%/67.8%、1.1%/25.3%、22.5%/48.3%、24.4%/28.8%、9.6%/38.6%，较 3 月各品类增速均有大幅反弹趋势。5 月中下旬中美经贸互动取得积极进展，多项经贸安排达成初步共识，叠加美国相关关税政策调整，一定程度上改善了双边贸易环境与市场预期，提升了国内外贸企业的接单信心，缓解了美国进口商的观望情绪，推动双边订单量回升。考虑到去年同期对等关税摩擦带来的低基数，预计对美出口在今年第二至第三季度维持高增速水平。

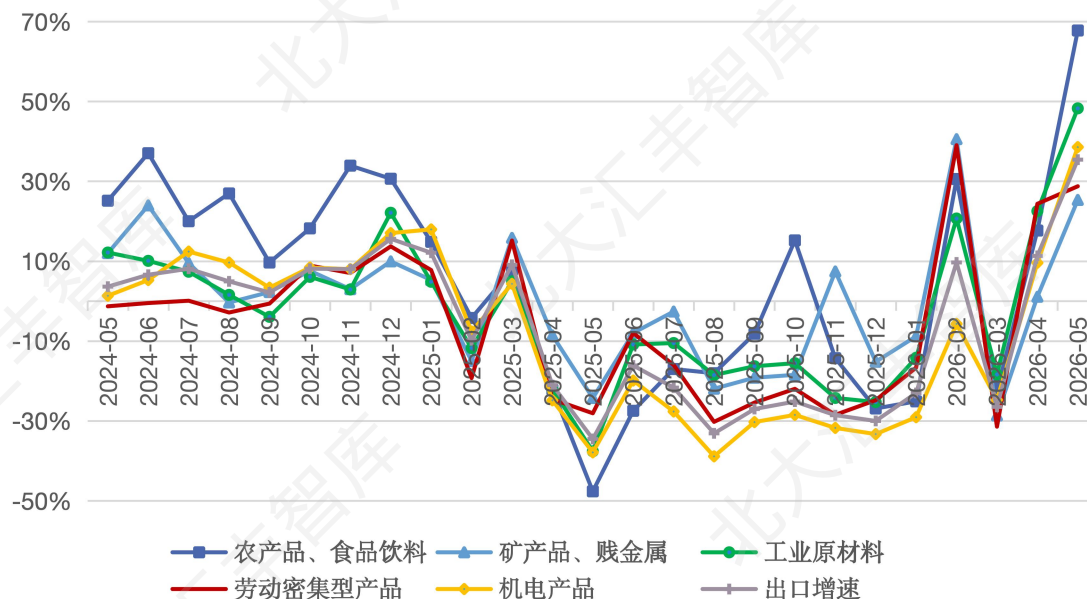


图 7：中国对美国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：根据 HS 大类进行划分，农产品、食品饮料指的是 HS 编码第 1 至第 4 类；矿产品、贱金属指的是 HS 编码第 5、第 15 类；工业原材料指的是 HS 编码第 6、第 7 类，比如化工产品、塑料、橡胶等；劳动密集型产品指的是 HS 编码第 8 至第 13 类、第 20 类，比如服装、鞋帽、玩具、箱包、家具等；机电产品指的是 HS 编码第 16 至第 18 类，比如汽车、手机、家电、集成电路、船舶、运输设备、医疗仪器等，与海关口径直接公布的机电产品可能有所不同；其他就是剩余的品类，主要是珠宝、贵金属、武器、艺术收藏品、古董等，略去不讨论；下同。数据来源：Wind，北大汇丰智库。

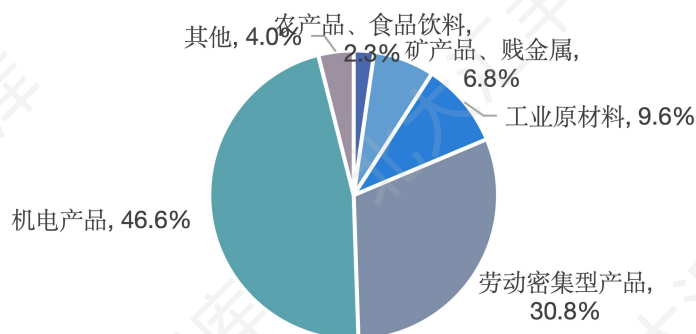


图 8：2026 年 5 月中国对美国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，对东盟出口持续对整体产生拉动效应，机电产品和工业原材料出口表现突出。4 月和 5 月中国对东盟七国出口分别为 670.1 亿美元和 699.7 亿美元，对东盟出口金额同比增长分别为 15.2%和 24.3%，与 3 月 6.9%的增速相比出现明显提升。从对东盟七国的出口产品结构来看，机电产品和劳动密集型产品表现最为

突出。4 月和 5 月，对东盟七国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为-2.1%/-6.6%、-1.6%/7.1%、41.2%/40.4%、-17.1%/-13.5%、28.0%/42.8%。在转口贸易，产业转移，中国企业出海等供应链重构因素驱动下，对东盟出口增速持续处于领先地位。

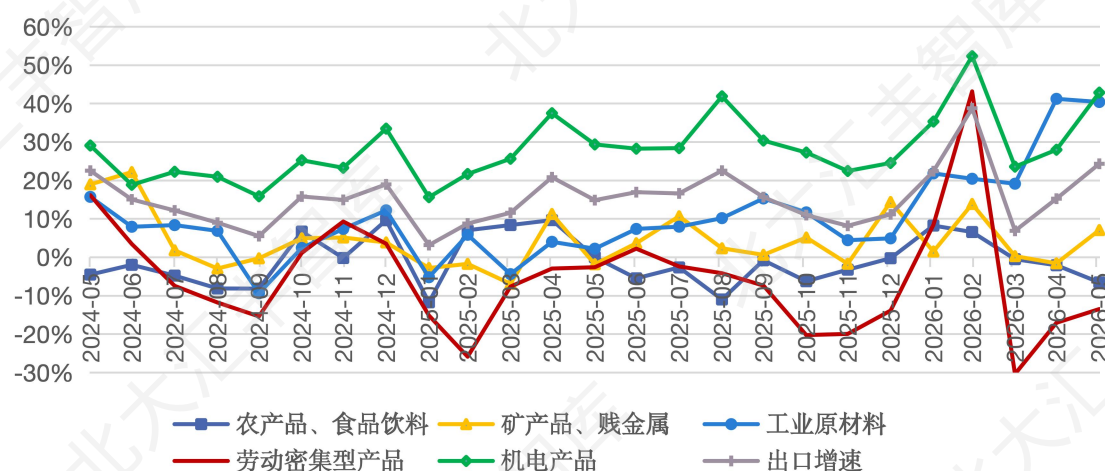


图 9：中国对东盟七国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：由于海关总署只提供了越南、泰国、新加坡、菲律宾、缅甸、马来西亚、印度尼西亚东盟七国的 HS 编码数据，所以这里只统计了东盟七国不同类型商品的数据；下同。图中东盟出口增速是东盟十国的出口增速。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

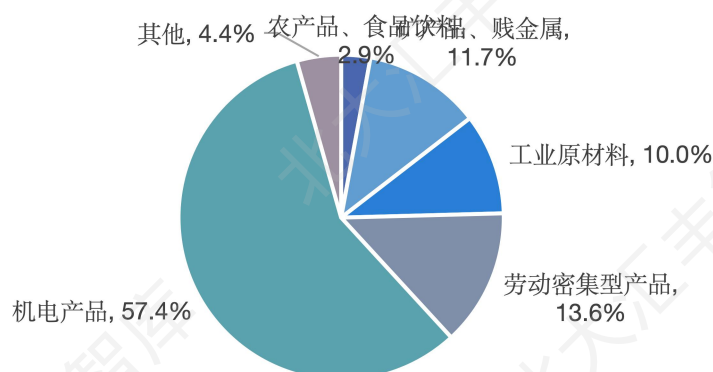


图 10：2026 年 5 月中国对东盟七国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，对欧盟出口增速先升后降，中欧经贸摩擦有所升温。4 月和 5 月中国对欧盟出口分别为 529.9 亿美元和 532.4 亿美元，同比分别增长 13.4%和 7.6%。与 3 月 8.6%的增速相比出现一定波动，部分反映了去年同期的基数扰动。按不同品类拆分，4 月和 5 月我国对欧盟农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、

劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 3.5%/-0.6%、4.9%/8.5%、13.9%/10.4%、-6.6%/-13.2%、24.7%/20.3%。近期中欧经贸关系围绕欧盟《网络安全法》及《工业加速器法案》摩擦升温，预计会使中国对欧洲出口受到一定影响。

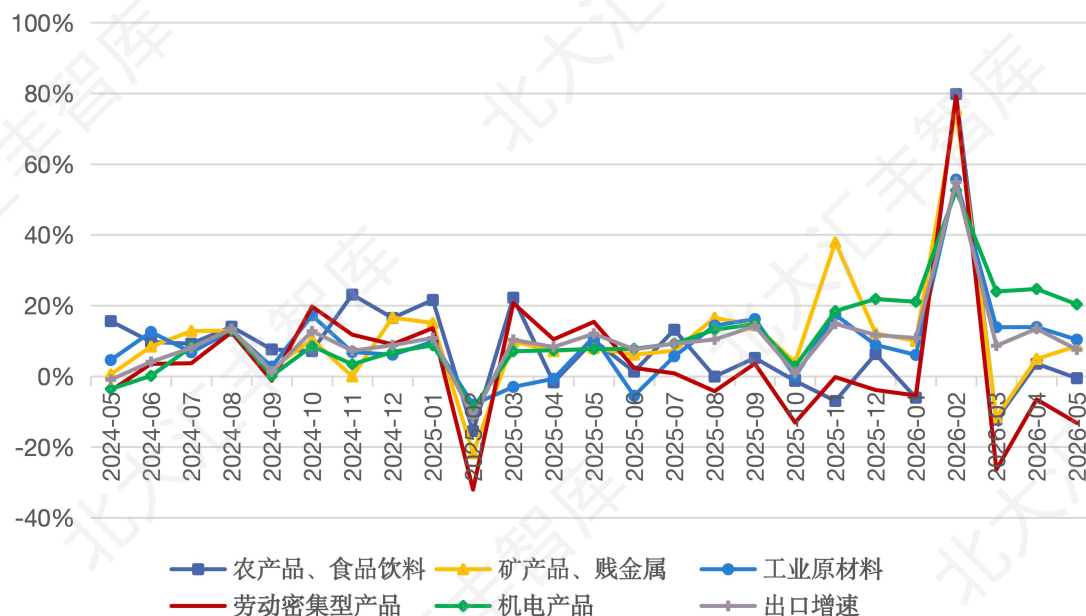


图 11：中国对欧盟不同类型商品的出口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

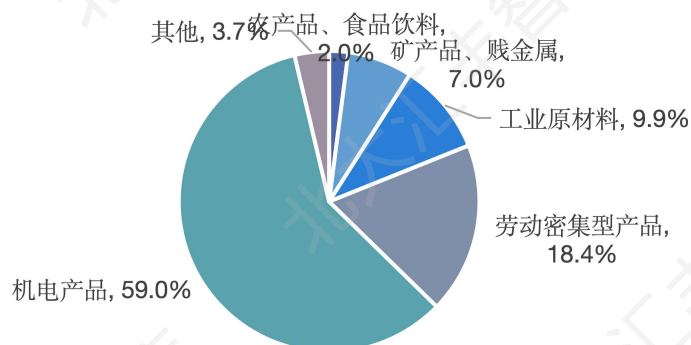


图 12：2026 年 5 月中国对欧盟出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第四，东盟和拉丁美洲在新兴市场出口结构中占比略有上升。按累计值占比计算，4 月和 5 月，中国对亚洲（除东盟、日韩）、东盟、拉丁美洲、非洲、欧洲（除欧盟、英国）的出口占比分别为 25.0%/24.9%、18.4%/18.6%、7.5%/7.4%、6.1%/6.1%、3.7%/3.8%。与 3 月相比，东盟和拉丁美洲占比略有上升，亚洲（除东盟）和非洲占比略有下降。

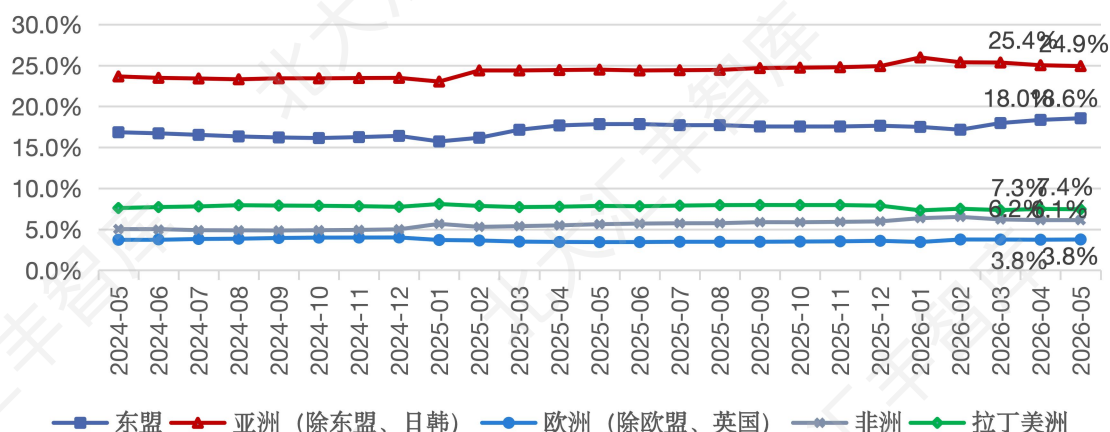


图 13：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）

注：分别用中国对不同地区的每月出口累计值除以中国每月出口累计值；俄罗斯被统计在欧洲。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第五，除家电、通用机械设备外，多数机电产品出口保持高增长，受 AI 芯片涨价、新能源汽车替代油车以及中国供应链稳定影响。4 月和 5 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车和汽车底盘、船舶的出口增速分别为 11.0%/44.3%、47.7%/66.1%、7.2%/9.4%、100.1%/111.0%、-3.4%/2.4%、44.0%/39.3%、-14.7%/29.7%。全球 AI 投资旺盛，半导体出口保持强劲。5 月集成电路出口价格同比上涨 106.50%，价格连续多月呈现上涨态势。此外，高端制造业和高技术产品，如汽车，自动数据处理设备等，也都保持高双位数的出口增速。

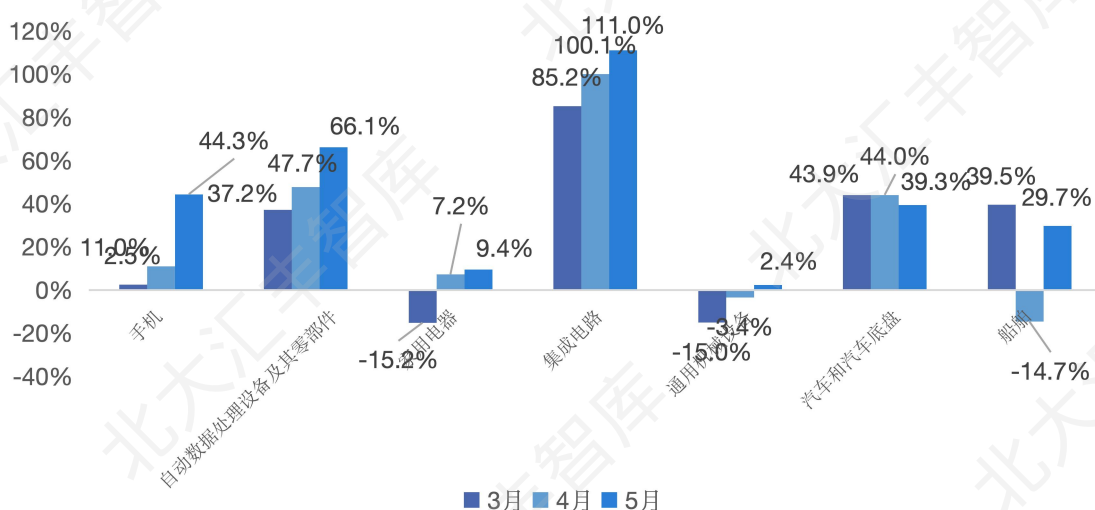


图 14：2026 年 3-5 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计, 2026 年 4 月和 5 月, 进口增速分别为 25.2%和 27.4%, 与 3 月 28.3% 的增速相比基本持平。进口主要有以下特点:

第一, 对主要国家进口保持较高增速, 韩国尤其突出。二季度我国进口保持较高增速, 机电与高技术产品进口需求持续旺盛, 带动对韩国和中国台湾等地区进口增速加快。中美经贸关系出现一定改善, 对美国进口增速出现大幅提升。受到国际大宗商品价格上涨的影响, 对巴西、印度、俄罗斯、非洲等资源型国家进口保持较高增速。4 月和 5 月, 中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口增速分别为 9.0%/20.4%、14.5%/-1.3%、21.0%/29.2%、62.3%/83.6%、28.7%/27.2%、31.8%/33.3%、39.3%/32.6%、7.4%/21.1%、22.6%/19.6%、38.1%/15.5%。

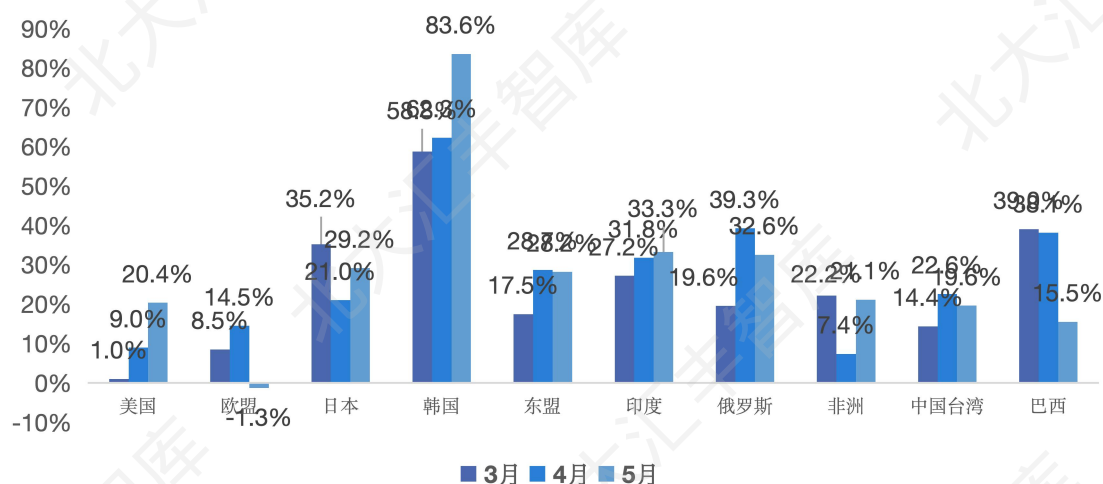


图 15: 2026 年 3-5 月中国对主要国家和地区的进口增速 (按美元计)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

第二, 对机电产品的进口加速上涨。4 月和 5 月, 中国对农产品、铁矿石、原油、机电产品 (海关口径) 的进口增速分别为 20.2%/4.0%、5.0%/8.2%、12.7%/14.4%、33.7%/38.2%。4 月和 5 月集成电路进口额同比分别大幅增长 54.7%/68.0%, 高新技术产品进口额分别增长 41.9%/46.8%, AI 产业链需求旺盛。受到国际大宗商品价格上涨的影响, 原油、铜矿砂、肥料等能源资源类进口增长显著提速。4 月和 5 月, 原油进口量同比增速分别为-20.0%和-29.0%, 原油进口均价同比增速分别为 41.4%和 62.4%, 可见当前原油进口增长的主要驱动来自油价上涨。

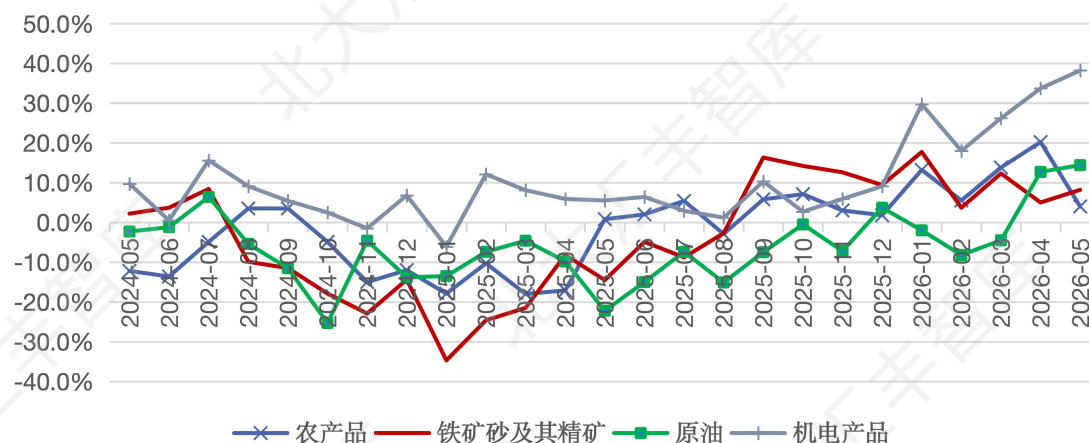


图 16：中国对主要产品的进口增速（按美元计）

注：这里的机电产品是海关直接公布的口径，除非特别提到海关口径，文中的机电产品指的是 HS 编码口径，下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

5. 汇率：人民币汇率延续升值趋势，FDI 增速降幅扩大

2026 年 4 月和 5 月，人民币汇率和外商对华投资主要有以下特点：

第一，人民币兑美元汇率延续升值趋势。2026 年 6 月 18 日，人民币汇率为 6.76，较 2026 年 3 月 31 日升值 2.1%；人民币中间价位 6.81，较 2026 年 3 月 31 日升值 1.5%；美元指数为 100.79，较 2026 年 3 月 31 日上升 0.9%。除了受到美联储降息预期反复，地缘冲突扰动等因素影响外，人民币升值的一大重要原因是中国出口强劲，外贸企业结汇需求提升所导致。今年以来中国的出口整体保持两位数的高增长，进出口差额保持高位。大规模贸易顺差长期维持意味着外汇供给显著增加，在结售汇机制下会形成稳定的人民币买盘，对汇率形成支撑。随着中国基本面预期和人民币资产信心改善，自去年底企业结汇规模大幅上升，推动人民币进入快速升值通道。人民币升值预期强化后，又吸引更多的资金结汇，从而进一步加快了人民币的升值速度。2026 年 1-5 月银行代客结售汇差额累计达到 2631 亿美元，达到有史以来最高水平。



图 17：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，**FDI 增速降幅略有扩大，但高技术产业使用外资高增长**。根据商务部口径，2026 年 1-5 月实际使用外资为 3272.9 亿元人民币，同比-8.6%，较 3 月-7.3% 的降幅略有扩大。在结构上，高技术产业实际使用外资较为突出，实际使用外资规模为 1301.4 亿元人民币，同比增长 19.4%，占全国实际使用外资的 39.8%，较去年同期提升 9.4 个百分点。其中，研发与设计服务、计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业实际使用外资分别增长 96.2%、29.7%、18.2%。

第三，**外资机构增持证券，股票连续获得资金净流入**。2026 年 4 月和 5 月，根据外管局数据，银行涉外代客收付款中的证券投资分别为净流入 136 亿美元和 184 亿美元。根据中国债券信息网数据，境外机构持有的银行间债券分别减持 37 亿和增持 109 亿美元（人民币折算）。前两项数据相减，大致估算，外资持有股票分别增持 173 亿和 75 亿美元。

6. 物价：CPI 温和上涨，PPI 涨幅扩大

与 2026 年 3 月相比，2026 年 4 月和 5 月 CPI 同比的变化主要有以下特点：

第一，**CPI 增速温和上涨，核心 CPI 增速相对稳定**。4 月和 5 月 CPI 和核心 CPI 同比分别为 1.2%/1.2%和 1.2%/1.1%，与 3 月 1.0%/1.1%的增速相比，CPI 数据的增速呈现温和上涨趋势，油价与资源品的输入型价格上涨导致工业消费品，尤其是能源价格上涨对 CPI 的增长形成支撑。4 月和 5 月交通工具用燃料价格同比增

速分别为 17.4%/21.1%，较 3 月的 3.4%有较大涨幅。此外，AI 行业进步带动核心硬件升级，下游需求提振，移动电话机，平板电脑价格整体呈上涨趋势，4 月和 5 月通信工具价格同比增速分别为 4.2%/6.6%，与 3 月 2.6%的增速相比延续了上行趋势。

第二，鲜菜价格增速明显回落，猪肉价格降幅走扩。4 月和 5 月鲜菜价格同比分别为-0.5%和 1.6%，与 3 月 4.9%的增速相比有所回落，鲜菜应季上市价格明显平抑；猪肉价格同比分别为-15.2%和-16.1%，与 3 月-11.5%的增速相比跌幅扩大，猪肉供给过剩的情况仍不乐观，价格持续承压。

第三，食品和非食品价格分化明显。4 月和 5 月食品价格和非食品价格同比分别为-1.6%/-1.7%和 1.8%/1.9%，较 3 月 0.3%和 1.2%的增速分别呈下降和上升趋势。食品价格与整体走势分化，对 CPI 造成拖累。

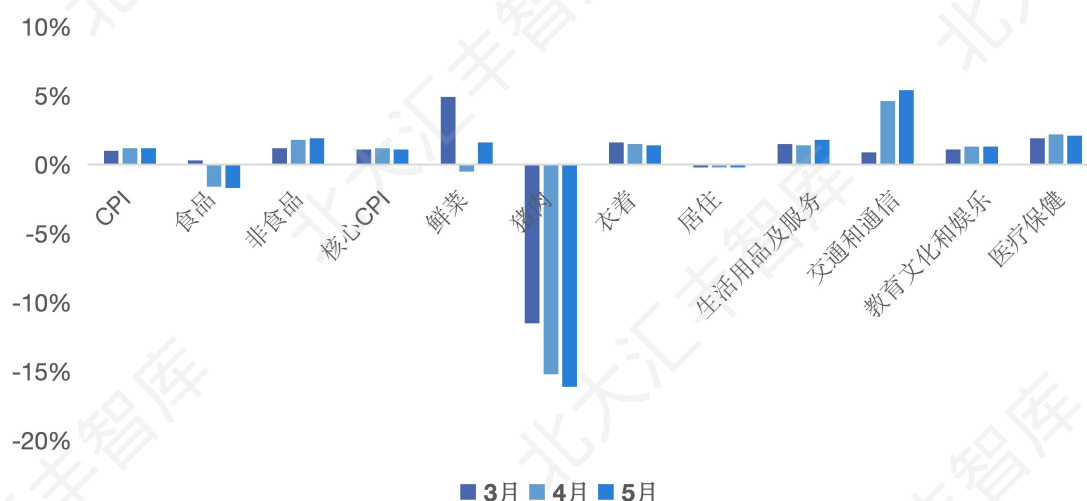


图 18: CPI 当月同比

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

2026 年 4 月和 5 月，PPI 同比分别为 2.8%和 3.9%，较 3 月的 0.5%呈现加速上涨的趋势。PPI 主要有以下特点：

第一，受国际油价处于高位影响，能源和石化产品价格加速上行。4 月和 5 月煤炭开采和洗选，石油和天然气开采，石油、煤炭及其他燃料加工行业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业的 PPI 同比分别为 3.1%/28.6%/14.2%/8.9%/5.4% 和 10.0% /35.7%/18.4%/12.7%/8.5%，与 3 月的

-2.2%/5.2%/-4.5%/-0.3%/-2.3%相比有明显加速。油价的输入型价格上涨导致推动能源和石化产品领域价格上涨加快。

第二，由于锂矿供不应求，有色系价格处于高位。国际有色金属价格与去年同期相比仍有较大涨幅，受此影响，4月和5月有色金属矿采选，有色金属冶炼和压延加工行业PPI同比分别为38.9%/22.5%和36.5%/24.0%，与3月的36.4%/22.4%相比延续高增长的趋势。

第三，多数中下游的PPI增速仍偏低，主要是上游价格向下游传导不畅。30个细分行业中，有15个行业5月PPI仍为负增长。尽管部分上游原材料价格上涨，但中下游企业受需求疲弱、产能过剩和议价能力弱等因素制约，难以将成本上涨转嫁至终端，导致利润空间被压缩，上游价格波动未能有效带动全产业链价格回升。

表 5：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	 10.0%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	 1.9%	通用设备制造业	 -0.9%	农副食品加工业	 -1.4%	医药制造业	 4.5%
石油和天然气开采业	 35.7%	石油、煤炭及其他燃料加工业	 18.4%			食品制造业	 -1.0%	汽车制造业	 -2.0%
黑色金属矿采选业	 3.3%	化学原料和化学制品制造业	 12.7%			酒、饮料和精制茶制造业	 -1.9%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 -0.3%
有色金属矿采选业	 36.5%	化学纤维制造业	 8.5%			烟草制品业	 0.1%	计算机、通信和其他电子设备制造业	 2.1%
非金属矿采选业	 3.4%	橡胶和塑料制品业	 0.5%			纺织业	 1.1%	电力、热力生产和供应业	 4.4%
		非金属矿物制品业	 5.1%			纺织服装、服饰业	 -1.4%	燃气生产和供应业	 2.5%
		黑色金属冶炼和压延加工业	 1.0%			造纸和纸制品业	 -0.7%	水的生产和供应业	 1.7%
		有色金属冶炼和压延加工业	 24.0%			印刷和记录媒介复制业	 -2.7%		
		金属制品业	 0.8%						

注：表格中数值是5月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比2025年5月至2026年5月的走势；表格中的横线代表0值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

7. 政策：宏观政策较为克制，为下半年留有余量

2026年二季度，货币政策方面的具体特点如下：

第一，央行持续回笼资金，但保持货币市场流动性充裕。截至6月18日，作

为政策利率的 7 天逆回购利率（7 天 OMO 利率）维持在 1.40% 的水平不变，存款类金融机构质押式回购利率（DR007）报收 1.46%，货币市场利率水平低位运行。5 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率分别报 3.0% 和 3.5%，较上一季度没有变化。根据 Wind 数据，4 月和 5 月央行各项公开市场操作累计净回笼 10018 亿元，其他期限逆回购和 MLF 分别净回笼 14000 亿元和 1000 亿元。央行回笼资金主要原因是市场流动性持续过剩，资金价格处于偏低状态。

第二，从金融数据看，社融增长较弱，主要仍靠政府发债支撑，居民部门去杠杆延续，企业贷款仍然低迷。货币供给方面，4 月和 5 月，M1 和 M2 的同比增速分别为 5.0%/8.6% 和 5.5%/8.6%。M1 和 M2 剪刀差分别为 -3.6% 和 -3.1%，与之前变化不大。4 月和 5 月居民部门存款分别减少 1.94 万亿元和 1100 亿元，同比分别多减 5500 亿元和少增 5800 亿元；企业部门存款减少 1.25 万亿元和 1700 亿元，同比分别少减 797 亿元和 2476 亿元。财政性存款增加 7394 亿元和 7100 亿元，同比分别多增 3684 亿元和少增 1700 亿元；非银存款新增 2.47 万亿元和 1.14 万亿元，同比多增 8990 亿元和少增 500 亿元，存款搬家的情况还在延续。货币需求方面，2026 年 4 月和 5 月，新增社融规模分别为 6207 亿元和 2.03 万亿元，同比分别少增 5392 亿元和 2607 亿元。二季度政府融资仍是社融增量的主要构成，4 月和 5 月政府债券融资分别新增 9064 亿元和 1.22 万亿元，同比分别少增 665 亿元和 2362 亿元。人民币贷款方面，4 月和 5 月人民币及外币贷款分别新增 -3812 亿元和 5127 亿元，同比分别少增 4566 亿元和 930 亿元。从具体分项来看，4 月和 5 月，居民部门短贷分别新增 -4462 亿元和 -840 亿元，同比分别多减 443 亿元和 632 亿元；中长贷分别新增 -3408 亿元和 -571 亿元，同比分别多减 2177 亿元和少增 1317 亿元。在就业景气度较差，地产行业下行，居民收入预期较低的背景下，居民部门去杠杆趋势延续，无论是以消费贷为主的短贷还是以房贷为主的中长贷都在收缩。4 月和 5 月，企业部门票据融资分别新增 1.24 万亿元和 5570 亿元，同比分别多增 4088 亿元和 4824 亿元；短贷分别新增 -4600 亿元和 1000 亿元，同比分别少减 200 亿元和少增 100 亿元；中长贷分别新增 4100 亿元和 -200 亿元，同比分别少增 6600 亿元和少增 3500 亿元。企业贷款增长动力不足，同时增量结构上以票据融资为主，中长贷表现低迷，反映实体融资需求仍然偏弱。

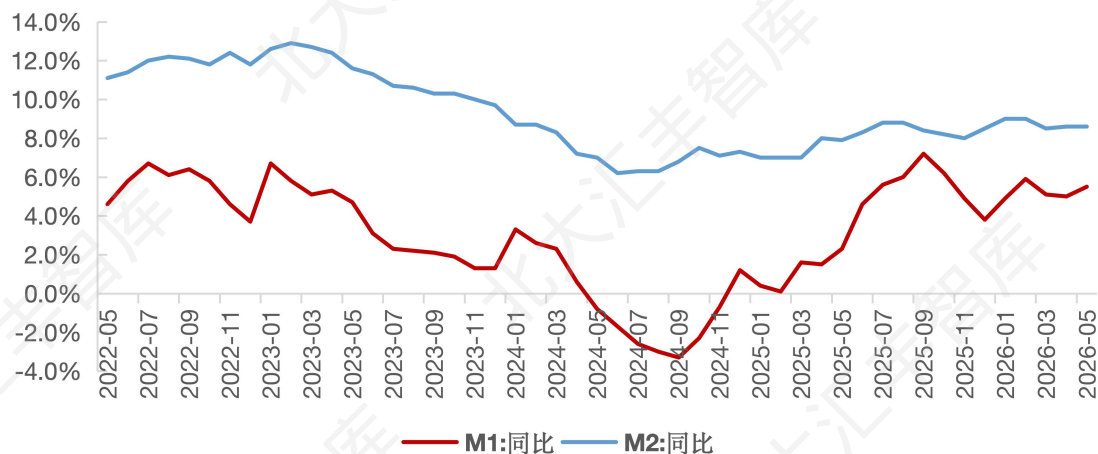


图 19：M1 和 M2 当月同比

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

2026 年 4 月和 5 月，财政政策的主要特点如下：

第一，财政收入增速高于支出，支出主要用于保民生。5 月全国一般公共预算收入同比累计增长 4.0%，支出累计同比增长 0.8%。收入比支出增速高 3.2 个百分点。从财政支出结构来看，民生领域（涵盖教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）依旧是投入重点。4 月和 5 月，民生支出增速分别为 1.2%和 2.5%，基建支出增速分别为-18.6%和-12.0%，债务支出增速分别为-9.2%和 1.6%。这两个月中，民生、债务、基建支出占一般公共预算支出的比例分别为 47.1%/5.3%/16.0%和 45.9%/8.0%/16.1%。与基建投资下滑情况相一致，二季度基建领域支出增速同样下滑。预计后续财政发力节奏将逐步加快，对未来基建投资增速形成一定支撑，继续成为今年稳增长的重要抓手。

5 月，在增值税、个人所得税、进口环节相关税收等因素带动下，一般公共预算收入增速继续回升。受工业生产者出厂价格逐月回暖等因素带动，1-5 月国内增值税增长 6.2%，增幅连续 4 个月提高；受外贸进口较快增长影响，进口货物增值税和消费税增长 10.4%，保持两位数增速；受股票市场交易活跃驱动，证券交易印花税增长 88.8%，带动整体印花税增长 35.8%，呈现高位加速的趋势；企业所得税和个人所得税分别增长 0.2%和 12.2%，增速较一季度分别上升 5.8 个百分点和 1.7 个百分点。土地增值税同比下降 14.2%，契税同比下降 14.8%，继续形成拖累，与地产承压的现状相符。车辆购置税同比增长 12.6%，主要因为 2026 年起新能源汽

车的车辆购置税从全额免征改为减半征收，带动车辆购置税出现显著增长。

第二，政府性基金收入支出均放缓，土地财政亟需转型。1-5月，全国政府性基金预算收入12518亿元，同比下降19.2%，较一季度的-16.2%的增速继续下滑，远低于年度目标的0.6%。其中，国有土地使用权出让收入8048亿元，同比下降28.7%，较一季度-24.4%的跌幅继续走扩，对政府性基金收入持续形成拖累。1-5月，政府性基金预算支出增速为-4.3%，低于目标增速的5.1%。政府性基金收入支出放缓，表明财政投放进度放缓，与5月金融数据中的财政存款同比多增的特征相符，也与基建投资数据降温相呼应。伴随特别国债和专项债下达提速，8000亿元新型政策性金融工具预计尽快投放，未来政府性基金预算收支仍有一定支撑。

三、政策建议

第一，用好用足存量宏观政策，进一步提振内需。二季度财政支出放缓，专项债发行进度较慢。截至6月26日，专项债累计新发行1.75万亿元，与年初两会政府工作报告4.4万亿的规模相比，只完成了全年发行进度的40%。下一步应加快财政资金拨付落地，提速专项债、特别国债项目开工建设，同步推动促消费、支持民间投资等配套政策全面落地见效，充分释放政策既有效能。同时，密切跟踪外需变化，若出现超预期下滑，应及时推出新增量政策予以对冲，确保内需稳定回升。

第二，加强金融业提供跨境金融服务的能力，降低外贸企业因汇率波动对利润的影响。当前石油美元体系持续遭受冲击，人民币汇率升值压力较大，使外贸企业经营利润承压。要提升企业外汇风险管理能力，一方面应引导金融机构丰富多币种汇率避险衍生品，扩容远期结售汇、外汇期权、货币互换等标准化产品，面向中小外贸企业推出低成本套保服务。另一方面可以搭建政企银协同服务机制，常态化开展汇率风险中性专题培训，提升企业主动风险管理意识。另外，配套完善财政贴息补贴政策，降低企业衍生品交易手续费与保证金成本。

第三，要进一步加快房企的兼并重组，通过恢复房企的资金流稳定房地产投资。当前一线城市房价虽显现企稳反弹信号，但全国房地产开发投资持续下行，

说明房企资金流紧张问题未得到缓解。一方面，应加快房企兼并重组，通过市场化方式将债务剥离，引导国有房企、地方平台收购出险民营房企，同步配套并购信贷、税费减免政策，为重组注入流动性。另一方面，应加快盘活停滞楼盘与闲置地块，对具备改造条件的存量商品房、待开发土地，允许转型建设保障房、廉租房，依托保障性住房长期收益化解项目存量债务，快速盘活沉淀资产。

附录：预测方法简介

1. GDP 增速的预测

参考纽约联储在 2020 年提出的 WEI（Weekly Economic Index）方法^①，使用生产法，对中国季度 GDP 增速进行建模和预测。具体使用的指标见附表 1。WEI 模型使用高频指标，可以实时捕捉经济变化。

附表 1：WEI 预测模型中使用的指标

经济总量/结构	对应细分指标	细分指标发布频率
GDP	GDP 当季同比	季度
农业	中国：平均批发价：猪肉	日频
工业	南华工业品指数	日频
	唐山：高炉开工率	周频
餐饮、文娱业	全国电影票房金额	周频
批发和零售业	临沂商城价格指数总指数	周频
	中国公路物流运价指数	周频
	乘用车日均零售额	日频
房地产和建筑业	30 大中城市商品房成交套数	周频
	水泥价格指数	日频
	100 大中城市成交土地溢价率	周频
交通运输、仓储和邮政业	CCFI 综合指数	周频
	SCFI 综合指数	周频
	中国港口集装箱吞吐量	周频

注：样本从 2015 年开始，由于中国港口集装箱吞吐量最新数据从 2023 年 3 月 19 日开始，之前缺失值使用趋势回归模型拟合后填补。

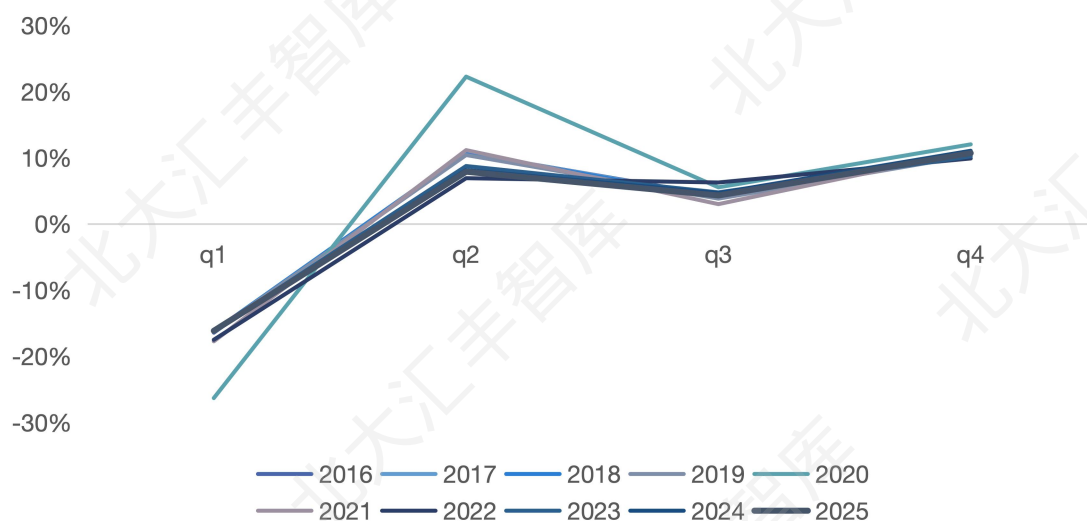
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

由于 WEI 的解释变量指标可以实时更新到当季所在最后一个月数据，所以 WEI 模型对于预测本季度值效果比较好，但对最新数据所在季度的下一季度预测

^① 参见 <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>。

能力有限，因为下一季度的解释变量相关指标的预测使用 AR (2) 模型进行自动填充，与实际情况可能有较大差别。所以，这里使用 WEI 模型预测 2026 年二季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2026 年三季度、四季度 GDP 当季同比。

GDP 当季环比变化存在明显季节性特征（见附图 1），可以根据环比增速波动的历史数据，对 2026 年三季度、四季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2026 年三季度、四季度 GDP 当季值的环比分别为 4.3%、10.5%，那么 2026 年三季度、四季度 GDP 当季同比分别为 4.6%、4.4%。



注：由于统计局公布的 GDP 不变价当季值计算的当季同比与统计局直接公布的 GDP 不变价当季同比有出入，以 2015 年 GDP 当季名义值作为不变价的基期（数值只作为参考，绝对数值对结果的分析影响不大），根据 GDP 不变价当季同比计算出 GDP 不变价当季值，再计算 GDP 不变价当季环比。

附图 1：GDP 不变价当季值环比季度比较

2. 三大需求增速的预测

基本思路如下：首先，根据经验，假定投资、出口的增速；然后，根据支出法构建 GDP 增速对消费、投资、出口增速的模型；最后，将 WEI 模型预测的 GDP 增速，假设的投资、出口增速带入该模型，得出消费增速。

1) 对固投增速的估算过程如下：目前，房地产投资占总的固定资产投资的规模不到 20%，2025 年是 8.28 万亿元，其中，地方政府卖地收入 4.15 万亿元，也就是说建安和购置设备：土地购置的比例接近 1:1。房地产市场自 2022 年以来经历

了三年多的调整，目前建安和购置设备、土地购置多以国资背景的企业为主力，而且这些国企的资金来源可能主要是专项债或者以专项债作为资本金引入的社会资本。假设 2026 年，房地产投资中 30% 是民企资金，民企资金减少 60%，那么房地产开发投资的资金缺口为 $8.28 \times 30\% \times 60\% \approx 1.49$ 万亿元。假设 2026 年上半年、前三季度、全年房地产投资资金缺口分别为 7800 亿元、1.2 万亿元、1.49 万亿元，那么，2026 年上半年、前三季度、全年房地产投资增速分别为 -16.7%、-17.7%、-18.0%。假定 2026 年上半年、前三季度、全年房地产投资占固定资产投资的比例分别为 16.35%、15.70%、14.70%，预计 2026 年上半年、前三季度、全年固投的增速分别为 -4.4%、-4.5%、-4.8%。

2) 对出口增速的估算过程如下：分为四步，一是假设某段时间内（一个月或者几个月）中国对美出口弹性，用其乘以该时间段内美国对中国关税税率变化百分点，得到该时间段内中国对美出口增速；二是使用该时间段内中国对美出口增速，得到该季度当季中国对美出口额；三是假设该季度中国对美国出口占中国出口的比例，计算该季度中国出口额；四是根据该季度中国出口额，计算该季度中国出口增速。

2026 年 2 月 20 日，美国最高法院宣布特朗普的对等关税和芬太尼关税违法、无效。当天，特朗普援引《1974 年贸易法》第 122 条对全球加征 10% 临时关税，为期 150 天。虽然次日，特朗普将 10% 的税率提升至 15%，但根据美国海关与边境保护局的信息显示^①，美国海关实际从 2 月 24 日起，根据《1974 年贸易法》第 122 条，对所有国家加征 10% 的关税，有效期 150 天（至 2026 年 7 月 24 日）。2026 年 3 月 11 日，美国以“产能过剩”为由，对包括中国在内的 16 个贸易伙伴发起 301 调查；3 月 12 日，再以“未禁止进口强迫劳动产品”为由，对包括中国在内的 60 个经济体发起另一项 301 调查。2026 年 6 月 3 日，美国贸易代表办公室 (USTR) 发布《关于各国/地区未能实施和有效执行禁止进口强迫劳动产品的第 301 条调查结果及拟议措施》的公告，以“未能实施并有效执行强迫劳动产品进口禁令”为由，拟对中国在内的 60 个经济体征收 10% 和 12.5% 的额外关税，公开听证会时

^① 参见

https://content.govdelivery.com/bulletins/gd/USDHSCBP-40b3b7b?wgt_ref=USDHSCBP_WIDGET_2.

间为 2026 年 7 月 7 日，具体执行时间还不确定。这一措施旨在应对 2026 年 5 月 7 日美国国际贸易法院裁定特朗普今年 2 月援引《1974 年贸易法》第 122 条款无效（特朗普政府已经申请暂停执行改裁决并上诉）。考虑到今年 5 月特朗普访华后，中美拟互降 300 亿美元关税，预计在美国中期选举前，今年美国对中国的临时关税税率仍为 10% 左右。假设 2026 年 6 月至 12 月，美国保持对中国加征 10% 的临时关税。那么，2026 年 6 月至 10 月美国对中国关税税率较上年同期变化 -20pct，11 月至 12 月为 -10pct。假设 2026 年 6 月中国对美国出口弹性为 -1.7，7 月至 10 月为 -1.4，11 月至 12 月为 -2.5，假设 2026 年二季度、三季度、四季度中国对美出口占比分别为 11.45%、12.5%、13.0%，测算显示，预计 2026 年二季度、三季度、四季度中国出口当季同比（按美元计）分别为 15.5%、7.2%、0.3%。

3) 对社消增速的估算过程如下：由于商品零售占社消的比例接近九成，通过假定商品零售的增速和占社消的比例，测算社消的增速。考虑到 2026 年消费品以旧换新超长期特别国债 2500 亿元，较去年减少 500 亿元，且汽车零售低迷，但物价水平料将回升，预计 2026 年社消增速仍将低迷。假设 2026 年上半年、前三季度、全年商品零售累计同比分别为 1.1%、0.7%、0.4%，假设 2026 年上半年、前三季度、全年商品零售占社消比例分别为 88.97%、88.81%、89.10%，预计 2026 年上半年、前三季度、全年社消增速分别为 1.3%、0.9%、0.7%。

3. 规上工业增加值增速的预测

对规上工业增加值增速的测算思路如下：首先，根据前文预测的季度 GDP 累计同比，计算每个季度的 GDP 累计值。其次，假设 2026 年上半年、前三季度、全年的工业增加值占 GDP 的比例分别为 30.81%、30.25%、29.88%，计算 2026 年四个季度的工业增加值累计同比。最后，用工业增加值累计同比对规上工业增加值累计同比回归，根据回归系数，计算 2026 年四个季度的规上工业增加值累计同比。

1998 年三季度至 2026 年一季度的季度模型如下：

$$gind_t = 1.2299^{***} ind_t - 0.0046^{**} dummy1 - 0.0082^{*} dummy2$$

$$R^2 = 98.8\%$$

其中, $gind_t$ 是 t 期的规上工业增加值累计同比, ind_t 是 t 期的工业增加值累计同比。 $dummy1$ 和 $dummy2$ 是虚拟变量, 分别以 2012 年二季度和 2024 年一季度为分界点, 分界点以后为 1, 分界点前为 0。所有参数估计都是显著的, ***, **, * 分别表示 1%、5%、10%以内显著。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝绸之路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>