



上海财经大学  
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

2026 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

# 产业链韧性： 在变局中锚定增长动能

上海财经大学中国式现代化研究院

上海财经大学中国宏观经济研究中心

二零二六年七月

## 目 录

|                                    |     |
|------------------------------------|-----|
| 报告摘要.....                          | 1   |
| 概述.....                            | 3   |
| 第一章 2026 年中国主要经济指标增速预测与情景分析.....   | 7   |
| 第二章 2026 年以来中国宏观经济的发展现状.....       | 9   |
| 一、宏观运行的基础条件：价格修复与就业分化.....         | 9   |
| （一）价格低位修复，通缩压力缓解但回升基础仍不稳固.....     | 9   |
| （二）劳动力市场总量守稳，结构性就业压力进一步显性化.....    | 16  |
| 二、内需修复的核心约束：家庭缩表、投资放缓与地产筑底.....    | 22  |
| （一）消费需求再度走弱，家庭资产负债表调整抑制支出释放.....   | 22  |
| （二）固定资产投资由正转负，制造业、基建与地产投资分化加深..... | 32  |
| （三）房地产市场仍在筑底，销售、价格与资金链尚未形成正反馈..... | 41  |
| 三、外部部门的阶段性支撑：贸易韧性与汇率修复.....        | 50  |
| （一）外贸增长超预期，出口结构和贸易伙伴结构继续调整.....    | 50  |
| （二）人民币汇率阶段性升值，外部均衡改善但需防止超调.....    | 58  |
| 四、宏观政策的空间约束：宽松传导与财政转型.....         | 65  |
| （一）适度宽松的货币政策基调延续，但宽松信号边际趋弱.....    | 65  |
| （二）地方政府债务压力上升，土地财政向股权财政转型.....     | 69  |
| 第三章 产业链韧性：在变局中锚定增长动能.....          | 81  |
| 一、宏观背景：经济不确定性上升.....               | 81  |
| （一）经济不确定性水平显著抬升.....               | 81  |
| （二）与全球不确定性高度联动，并存在本土特征.....        | 82  |
| 二、中国产业链现状分析.....                   | 83  |
| （一）产业链、价值链、供应链的关系.....             | 83  |
| （二）中国产业链韧性演变特征.....                | 85  |
| 三、产业链韧性的多维测度.....                  | 97  |
| （一）维度一：产能利用率与倒 U 型韧性边界.....        | 98  |
| （二）维度二：对外依存度与国内自给能力.....           | 108 |
| （三）维度三：贸易伙伴多样性与集中度演变.....          | 112 |

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| 四、风险识别.....                       | 116 |
| （一）“高中心度、高进口暴露”的战略关键行业.....       | 116 |
| （二）“资源约束和进口依赖高”的行业.....           | 116 |
| （三）“产能过剩但仍具有网络影响”的周期行业.....       | 117 |
| （四）“国内网络枢纽型基础行业” .....            | 117 |
| 五、聚焦产业分析.....                     | 119 |
| （一）能源与 AI 高科技领域的产能过剩与产业链韧性 .....  | 119 |
| （二）中国汽车及新能源汽车.....                | 131 |
| 六、总结.....                         | 139 |
| （一） 中国产业链韧性长期增强的四大支柱.....         | 139 |
| （二） 治理重点的转变：从“总量扩张”转向“结构优化” ..... | 139 |
| （三）结语：什么是真正的产业链韧性.....            | 140 |

## 报告摘要

2026 年是“十五五”规划的开局之年。在内外环境深度调整的背景下，中国宏观经济总体保持平稳，但增长动能的分化日益凸显，呈现“生产稳、出口强、消费弱、投资慢”的格局。一季度国内生产总值同比增长 5.0%，价格低位回升，进出口显著回升。课题组基于量化准结构模型测算，基准情景下全年增速约为 4.6%，有较大概率实现“4.5%至 5%”的预期目标，但增速逐季回落，消费与投资的内生动力不足或将制约下半年增长。课题组认为，价格修复与外贸超预期增长构成积极面，但有效需求不足这一核心矛盾尚未根本缓解。

价格体系呈现“低位修复”特征。一季度居民消费价格指数、核心居民消费价格指数与工业生产者出厂价格指数分别同比上涨 1.0%、1.1%与 0.5%，国内生产总值平减指数趋近转正，通缩压力有所缓解；但修复仍具低位性与不均衡性，工业品价格回升主要由生产资料带动，生活资料价格仍处负增长区间。劳动力市场则“总量守稳、结构分化”：城镇调查失业率运行于政策目标区间，但 16 至 24 岁青年失业率持续高于 16%，居民人均可支配收入与消费支出增速分别回落至 4.0%与 2.6%，弱循环风险值得警惕。

内需修复的核心约束，在于家庭资产负债表已由“流量减速”演进至“存量收缩”。截至 4 月末，住户贷款余额同比由正转负，新增中长期贷款大幅萎缩，而住户存款余额同比增长 7.9%，贷存比明显下行。这表明在预防性储蓄与降杠杆诉求下，居民收入增量更多流向储蓄与偿债而非消费，社会消费品零售总额增速随之回落。投资端走弱更为直接，1—5 月，全国固定资产投资（不含农户）178512 亿元，累计同比下降 4.1%，降幅较 1—4 月（-1.6%）进一步扩大 2.5%，而高技术制造业与设备更新投资保持较高增速。其修复虽降低中长期金融脆弱性，却在短期内抑制总需求。外部部门构成本阶段重要的支撑，表现为贸易韧性与汇率修复的并存。1—4 月以人民币计价的进出口同比增长 14.9%，出口在“以价换量”的同时伴随结构升级与贸易伙伴多元化，集成电路等高端制造产品增长强劲；2026 年以来人民币名义有效汇率累计升值约 3%。课题组认为，本轮升值源于货物贸易顺差、结售汇转顺差与部分发达经济体货币走弱，其性质更接近向合理均衡水平的阶段性回归而非单边升值，政策上体现为“容忍有序升值、防止汇率超

调”。但外需支撑具有阶段性，大国经贸博弈的反复与全球需求的波动仍是主要不确定性来源。

宏观政策空间体现为货币宽松传导与财政模式转型。货币政策延续适度宽松，存款准备金率与政策利率均有所下调，实体融资成本持续走低；但社会融资规模的扩张主要由政府债券支撑，非政府部门有效融资需求持续偏弱，总量宽松向实体需求的传导仍是核心约束。财政领域的结构性矛盾尤为突出：地方政府显性负债率已升至 40% 以上，土地出让收入连续数年下滑使传统“以地生财”模式难以为继。课题组认为，推动地方财政由“土地财政”向“股权财政”转型——即由土地的一次性收入转向国有资本运营与产业股权投资的持续性收益——正成为重构财政可持续性的重要方向。

作为本报告的专题，产业链韧性已成为大国竞争与宏观调控的关切焦点。在全球不确定性显著抬升、逆全球化与“链式”风险加剧的背景下，课题组从产能利用率、对外依存度与贸易集中度三个维度构建评估框架，测度表明中国产业链韧性长期呈增强态势：完备的工业体系使绝大多数中间品环节的自给率超过 90%，出口产品集中度的“倒 U 型”回落与贸易伙伴多元化削弱了单一市场冲击的放大效应，新能源、光伏与关键矿产等领域更确立了全球主导优势。课题组进而强调，产业链安全的治理逻辑亟需由“总量扩张”转向“结构优化”。总体而言，破解有效需求不足须依靠体制机制创新与结构优化：短期着力稳投资、促消费、稳地产，中长期坚定推进创新驱动与“股权财政”转型，夯实产业链韧性根基，开创高质量发展新格局。

## 概述

2026 年以来，我国价格水平总体呈现“低位修复”特征，CPI、核心 CPI 和 PPI 均较前期改善，GDP 平减指数接近转正，表明通缩压力有所缓解。当前物价修复主要体现为消费端温和回升、服务价格保持韧性，以及生产资料价格带动 PPI 转正，但生活资料价格仍处负增长区间，反映终端需求和价格传导机制仍然有待提振。下一阶段政策应继续把扩大内需作为主线，通过促进居民消费、稳定收入预期、推动设备更新和规范行业竞争秩序，促进价格水平由“低位修复”进一步转向“温和回升”。

2026 年上半年，中国劳动力市场总体呈现“总量保持稳定、结构性压力加大、收入修复放缓”三大特征。总量方面，城镇调查失业率保持在政策目标区间内，一季度均值为 5.3%，4 月回落至 5.2%，但春节后波动较 2025 年更明显。1—4 月城镇新增就业 433 万人，同比增量有限；失业人员再就业 170 万人，稳就业政策持续托底。值得注意的是，就业困难人员就业同比下降 15.4%，表明总量平稳未能完全覆盖结构性困难群体。结构方面，青年就业矛盾最为突出。1—4 月，16—24 岁失业率持续高于 16%，25-29 岁失业率从 1 月 6.8% 升至 4 月 7.4%，显示就业压力正从“入市门槛”向“职业稳定期”延伸。从长期看，2016—2025 年，青年劳动参与率下降 5.85%，而青年失业率上升 5.22%，就业压力具有明显的结构性特征。相比之下，30—59 岁群体失业率为 4.2%，边际压力可控。收入方面，居民增收明显放缓。一季度全国居民人均可支配收入名义同比增长 4.0%，较 2025 年同期回落 1.6 个百分点；居民消费支出增速同步降至 2.6%，需警惕“就业—收入—消费”弱循环风险。农民工月均收入增长 3.2% 仍有韧性，但外出务工规模增速已降至 0.2%，吸纳空间正在收窄。总体来看，2026 年中劳动力市场未出现失速下行风险，但青年就业、技能错配与收入预期偏弱等结构性问题进一步凸显，成为当前主要约束。

2026 年以来，居民消费再度放缓，汽车、家电、家具和建筑装饰材料是主要拖累，但服务消费仍有韧性。居民收入虽保持增长，却更多流向储蓄和还债，家庭资产负债表继续修复。住户贷款已由新增放缓转向存量收缩，法拍房首次挂牌

量进一步上升，也显示存量压力仍在释放。政策重点应进一步转向稳定收入预期、增加家庭流动性，并降低存量债务负担。

2026 年 1—5 月，全国固定资产投资（不含农户）178512 亿元，累计同比下降 4.1%，降幅较 1—4 月（-1.6%）进一步扩大 2.5 个百分点，5 月环比下降 1.91%，投资增速在年内由正转负后延续走阔态势。在一季度 GDP 同比增长 5.0%、1—5 月规模以上工业增加值同比增长 5.4%、货物进出口同比增长 15.3%、社会消费品零售总额同比增长 1.4%（5 月当月同比下降 0.6%）的总体格局下，固定资产投资成为总需求中相对薄弱的一环，“生产稳、出口强、消费转弱、投资走低”的分化特征进一步凸显。结构层面，1—5 月投资呈现三条主线：其一，制造业投资由 1—4 月的增长 1.2%转为下降 0.4%，但设备工器具购置投资仍增长 9.3%、高技术制造业增长 3.4%，“两新”政策推动的设备更新与产业升级仍是核心支撑；其二，基础设施投资（不含电力）增速由 1—4 月的 4.3%回落至 0.6%，水上运输（23.3%）、航空运输（21.7%）、信息传输（30.4%）等战略性领域维持高增，但传统市政基建在高基数与化债约束下明显放缓；其三，房地产开发投资降幅由 13.7%扩大至 16.2%，供给端与需求端仍在筑底，但 70 城新建商品住宅价格同比降幅连续收窄、一线城市环比转涨，“量先于价”的修复路径仍在缓慢推进。结合 5 月制造业 PMI 回升至临界点 50.0%、超长期特别国债与金融注资特别国债自二季度起集中发行、新增专项债前置发行进度同比领先、5000 亿元地方政府债务结存限额落地等政策信号，预计固定资产投资累计同比降幅在下半年有望边际企稳，但短期内难以快速回正；若设备更新二期资金接续到位、“十五五”重大项目与城中村改造集中落地、房地产稳定政策进一步加码，全年投资增速存在低位企稳回升的可能。

2026 年前四个月，我国房地产市场指标持续回落，止跌回稳迹象仍不明显。销售端受宏观需求不足等影响，各地区商品房销售额与面积同比降幅较去年明显扩大。不过供给侧经数年回调，待售面积五年首现负增长，各线城市二手房挂牌量显著回调，去库存压力大幅减轻。价格方面，房价总体持续下跌但跌幅小幅收窄，一线城市 2 月以来环比增速转正，止跌企稳迹象出现，但持续性仍待观察。资金与投资端形势依然严峻，房企到位资金大幅下降，银行贷款和自筹资金收缩，导致开发投资、新开工面积及土地出让收入持续低迷，拖累宏观经济复苏。

服务贸易和货物贸易进出口均实现超预期增长。其中，出口增长主要由数量驱动，反应了外部需求的强劲和“以价换量”的持续拉动作用；进口增长主要由价格驱动，源于美以伊战争已经在整体层面推升通胀水平，以及各国在人工智能领域加速竞争驱动的相关产品价格的上涨。

2026 年以来，人民币汇率呈现阶段性升值特征，不仅对美元走强，也对欧元、日元、英镑等主要发达经济体货币升值，CFETS 和 BIS 名义有效汇率指数均显示人民币对一篮子货币整体有所修复，但实际有效汇率升幅相对温和，说明对出口竞争力的冲击仍较可控。本轮人民币升值主要源于经常账户和货物贸易顺差保持较强、银行结售汇和跨境收支重新转向顺差、出口结构韧性增强，以及部分发达经济体货币相对偏弱；资本流动虽有短期支撑作用，但并非决定性因素。政策层面，中国政府更倾向于容忍市场供求推动下的有序升值，同时通过中间价机制、宏观审慎工具和预期管理防止汇率超调，因此当前人民币升值更接近从前期偏弱状态向合理均衡水平的阶段性修复，而不是单边升值趋势。

近年来，全球不确定因素显著增加，堵链、断链等“链式”问题已成为威胁产业链安全稳定的主要因素，是阻碍中国产业链技术突破和产业链现代化道路实现的重大难题。产业链韧性强是大国经济循环畅通的关键，也是维护经济安全和发展生命线。习近平总书记强调，“产业链在关键时刻不能掉链子，这是大国经济必须具备的重要特征”。“十五五”规划建议提出，“提升产业链自主可控水平，强化产业基础再造和重大技术装备攻关”“引导产业链供应链合理有序跨境布局”。这些都是对形成更有竞争力、更具韧性产业链的科学指引和战略部署，旨在构建安全稳定、自主可控的现代化产业体系。

“十五五”时期是我国全面建设社会主义现代化国家的关键五年，经济发展从高速增长阶段向高质量发展阶段转轨的结构性特征进一步凸显。当前，全球经济增速趋缓、地缘政治博弈加剧、技术竞争白热化，外部环境的复杂性、严峻性和不确定性显著上升。与此同时，国内经济面临总需求不足、房地产市场深度调整、地方财政收支矛盾尖锐等多重挑战。在后疫情时代的疤痕效应与结构性转型叠加的背景下，地方政府传统上依赖的土地出让与债务驱动的增长模式已触及天花板，如何重构地方财政可持续性框架，成为“十五五”时期国家治理体系现代化的核心议题之一。

在经济下行周期中，地方政府同时承担着公共服务供给、基础设施建设与宏观经济逆周期调节三重职能，这决定了其无法像私人部门那样通过大规模削减支出来修复资产负债表。然而，持续攀升的债务水平与日益承压的财政收入之间的矛盾，正使越来越多的地方政府陷入“高债务—低增长—弱财政”的负向循环。破解这一困局，需要从制度创新和财政金融协同入手，推动地方政府从传统的“土地财政”模式逐步转向以资本运营和产业投资为核心的“股权财政”路径。这一转型既是中央关于增强财政可持续性的战略要求，也是地方政府培育新质生产力、推动先进制造业高质量发展的现实出路。

## 第一章 2026 年中国主要经济指标增速预测与情景分析

课题组对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测。基准情景预测下，假设今年二至四季度控制变量的取值与一季度相同，下表报告了 2026 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。2026 年一季度，中国宏观经济增速较高，通货膨胀恢复至温和区间，进出口增速均显著回升。基于模型基准预测和情景预测结果，我们认为大概率能实现“在 4.5%至 5%区间”的 GDP 增速目标，但消费与投资需求不振或致下半年增长乏力，扩张性财政政策和货币政策组合仍有必要继续发力，弥补需求缺口。

表 1 中国各主要经济指标增速的基准预测

|          | 单位 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2026Q3 | 2026Q4 | 2026 全年 |
|----------|----|--------|--------|--------|--------|---------|
| GDP      | %  | 5.0    | 4.7    | 4.4    | 4.3    | 4.6     |
| 消费       | %  | 2.4    | 1.2    | 1.6    | 2.3    | 2.3     |
| 投资       | %  | 1.7    | -5.4   | -3.4   | -1.9   | -1.9    |
| 出口       | %  | 14.7   | 16.9   | 17.5   | 18.0   | 16.8    |
| 进口       | %  | 23.0   | 26.1   | 22.8   | 21.7   | 23.4    |
| CPI      | %  | 0.8    | 1.2    | 1.4    | 1.6    | 1.3     |
| PPI      | %  | -0.6   | 3.2    | 0.4    | 0.5    | 0.9     |
| GDP 平减指数 | %  | -0.2   | 2.9    | 2.2    | 1.8    | 1.8     |

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中，GDP、出口、进口分别指中国不变价 GDP、出口金额、进口金额的当季同比；CPI、PPI 指相应季度当月同比数据的均值；消费、投资、GDP 平减指数分别指社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、中国 GDP 平减指数初步核算的累计同比。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2026 年 6 月 16 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2001Q1 至 2026Q1。

课题组针对三种较大可能发生的情景，对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测，如表 2 所示。在能源危机持续情景下，国际能源和大宗商品价格的上行通过产业链向中上游生产端传导，推升 PPI 至 1.9%，但成本端的抬升同时挤压企业利润并抑制投资意愿，GDP 增速回落至 4.2%，投资萎缩至-2.1%，呈现出“成本推动型滞胀”倾向。在房地产市场企稳情景下，房价止跌回稳将通过财富效应改善居民资产负债表，带动消费回升至 2.6%，同时开发商补库需求和

竣工加速，推动投资增速回升至-0.4%，GDP 增速相应提升至 4.9%，成为三种情景中对内需提振最为显著的一条路径。在 AI 快速突破情景下，大模型算力建设、数据中心扩张与智能硬件更新将直接带动高技术制造业和设备更新，投资增速回升至-0.4%，GDP 增速升至 4.7%，但 AI 替代效应对传统出口部门的冲击或将使出口增速小幅回落至 15.4%。

表 2 中国 2026 年各种情景下主要经济指标增速的预测

|          | 单位 | 基准<br>情景 | 消极情景        | 积极情景          |                |
|----------|----|----------|-------------|---------------|----------------|
|          |    |          | 能源危机引发输入型通胀 | 房地产市场企稳带动信心回升 | “AI+” 场景快速广泛落地 |
| GDP      | %  | 4.6      | 4.2         | 4.9           | 4.7            |
| 消费       | %  | 2.3      | 2.4         | 2.6           | 2.5            |
| 投资       | %  | -1.9     | -2.1        | -0.4          | -0.4           |
| 出口       | %  | 16.8     | 16.1        | 17.2          | 15.4           |
| 进口       | %  | 23.4     | 22.2        | 23.6          | 21.6           |
| CPI      | %  | 1.3      | 1.2         | 1.1           | 1.1            |
| PPI      | %  | 0.9      | 1.9         | 1.0           | 0.4            |
| GDP 平减指数 | %  | 1.8      | 1.8         | 1.8           | 1.7            |

注：数据来源：WIND、上海财经大学经济学院。该表中，GDP、出口、进口分别指中国不变价 GDP、出口金额、进口金额的当季同比；CPI、PPI 指相应季度当月同比数据的均值；消费、投资、GDP 平减指数分别指社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、中国 GDP 平减指数初步核算的累计同比。预测数据根据截至 2026 年 6 月 16 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2001Q1 至 2026Q1。

## 第二章 2026 年以来中国宏观经济的发展现状

### 一、宏观运行的基础条件：价格修复与就业分化

#### （一）价格低位修复，通缩压力缓解但回升基础仍不稳固

2026 年以来我国价格水平呈现低位修复特征，从图 1 看，通缩压力较前期有所缓解，但价格回升的基础仍不稳固。1—5 月，全国居民消费价格同比上涨 1.0%；扣除食品和能源价格后的核心 CPI 平均同比上涨 1.2%；PPI 平均同比上涨 1.0%；2026 年一季度 GDP 平减指数为-0.06%。总体而言，主要价格指标较前期均出现不同程度改善，价格体系由此前的持续承压逐步转向边际修复阶段，但尚未形成较强的再通胀趋势。

居民消费价格方面，2026 年一季度核心 CPI 同比上涨 1.1%，4 月和 5 月分别为 1.2%和 1.1%，重新回到温和正增长区间，表明消费端价格下行压力有所缓和。核心 CPI 和总体 CPI 增速相近，显示剔除食品和能源扰动后，基本消费品和服务价格保持相对稳定。这说明居民消费价格并未出现全面收缩，服务消费和部分刚性消费需求仍对价格水平形成支撑。从回升幅度看，CPI 和核心 CPI 均处于温和区间，反映居民消费需求仍处于恢复过程中，居民收入预期、消费意愿和企业终端定价能力仍有待进一步改善。

生产端价格改善较为明显。2026 年一季度 PPI 同比上涨 0.5%，4 月和 5 月同比涨幅分别至 2.8%和 3.9%，显示工业品价格已从前期低位状态转向修复。PPI 回升的直接原因主要包括三方面，既有外部输入性因素，也有国内需求和供给秩序改善因素：第一，国际原油、有色金属等大宗商品价格上涨，通过石油开采、燃料加工、化工、有色金属冶炼等行业向国内工业品价格传导，形成较强的输入性推升；第二，国内部分行业需求改善，算力建设、电气化推进、制造业设备更新以及电煤补库存等因素带动相关工业品价格上行；第三，市场竞争秩序有所改善，部分前期价格竞争较为激烈的行业出现价格上涨或降幅收窄。

从宏观综合价格水平看，2026 年一季度 GDP 平减指数为-0.06%，已接近零附近，说明价格因素对名义经济增长的拖累明显减轻。GDP 平减指数接近转正，主要得益于 CPI 温和回升和 PPI 初步转正共同作用，也反映宏观政策托底、服

务消费恢复、工业品价格修复和部分行业供需关系改善正在逐步传导至整体价格水平。但该指标仍处于小幅负值区间，表明需求不足、部分行业供给压力偏大以及企业价格传导能力偏弱等问题仍然存在。

总体判断，2026 年年中价格运行可概括为“消费端温和修复、核心价格相对稳定、生产端价格初步转正、综合价格水平接近企稳”。价格指标的边际改善释放出积极信号，表明前期政策效果正在逐步显现，通缩压力已有所缓和。但当前价格修复仍具有低位性、温和性和不均衡性，尚未形成由需求扩张驱动的全面价格回升。下一阶段，宏观政策仍需继续把扩大内需作为重要着力点，通过稳定居民收入预期、增强消费能力、改善企业盈利和投资信心，推动价格水平由低位修复转向温和回升。同时，应进一步优化产业结构和市场竞争秩序，防止低效产能扩张和无序价格竞争，使价格企稳回升建立在供需关系实质改善和经济内生动能增强的基础之上。

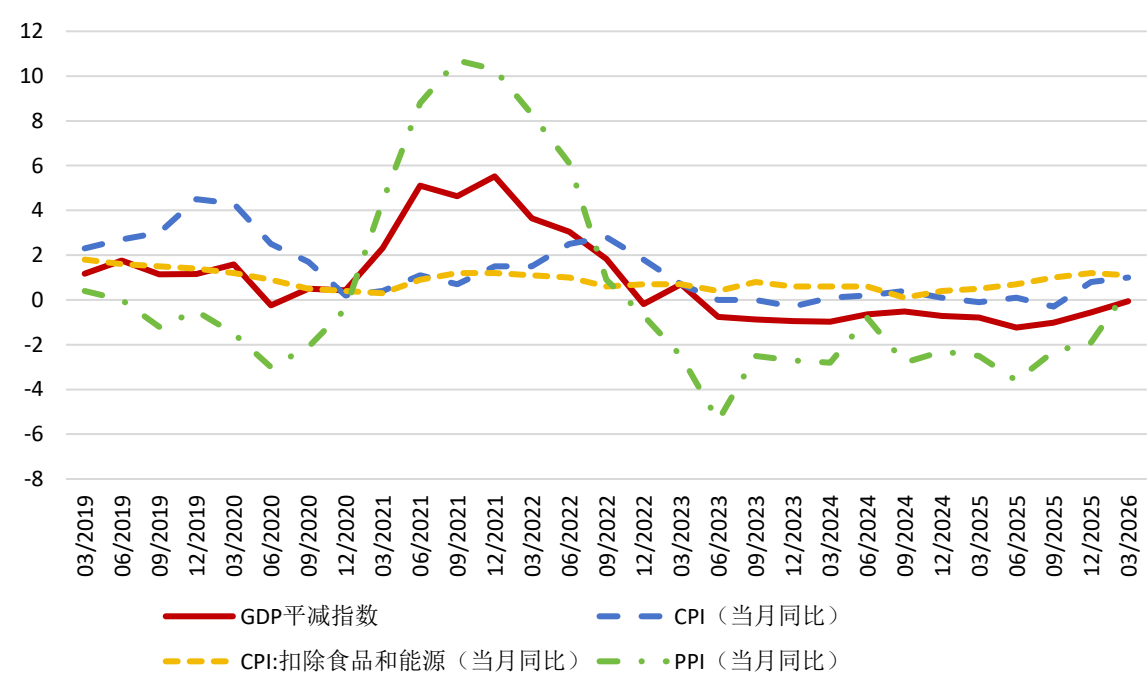


图 1 价格指数同比增速  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

当年价格指数同比增速既受到上年价格上涨或下降的滞后影响，即翘尾因素影响，也受到当年价格变动的新影响，即新涨价因素影响。具体而言，翘尾因素主要反映上一年价格变动对当年同比增速的延续作用，而新涨价因素则刻画当年价格环比变化所形成的新增影响。结合图 2 可以看出，2025 年 CPI 同比增速整

体在低位徘徊，其主要原因在于翘尾因素持续为负，对同比读数形成明显拖累。进入 2026 年上半年开局阶段，CPI 同比增速的结构出现较为积极的变化。1—5 月 CPI 同比分别为 0.2%、1.3%、1.0%、1.2%和 1.2%，整体回到正增长区间。与 2025 年相比，2026 年 CPI 回升的主要支撑不再是低基数或翘尾效应，而是新涨价因素的明显改善。具体来看，2026 年 1—5 月翘尾因素仍为负值，均值为 -0.30%，说明上一年价格低迷对当期同比增速的拖累尚未完全消除；但同期新涨价因素均值为 1.30%，均保持较强正贡献，并足以抵消负翘尾影响，推动 CPI 同比增速重新转正。

这表明，2026 年以来 CPI 的改善并非单纯由统计基数变化所驱动，而更多体现为当年价格环比动能的恢复。总体而言，2026 年上半年 CPI 运行已从 2025 年的“负翘尾拖累、弱新涨支撑”转向“负翘尾收敛、新涨价因素主导修复”的格局，显示通缩压力边际缓解，但物价持续回升仍依赖内需进一步改善。

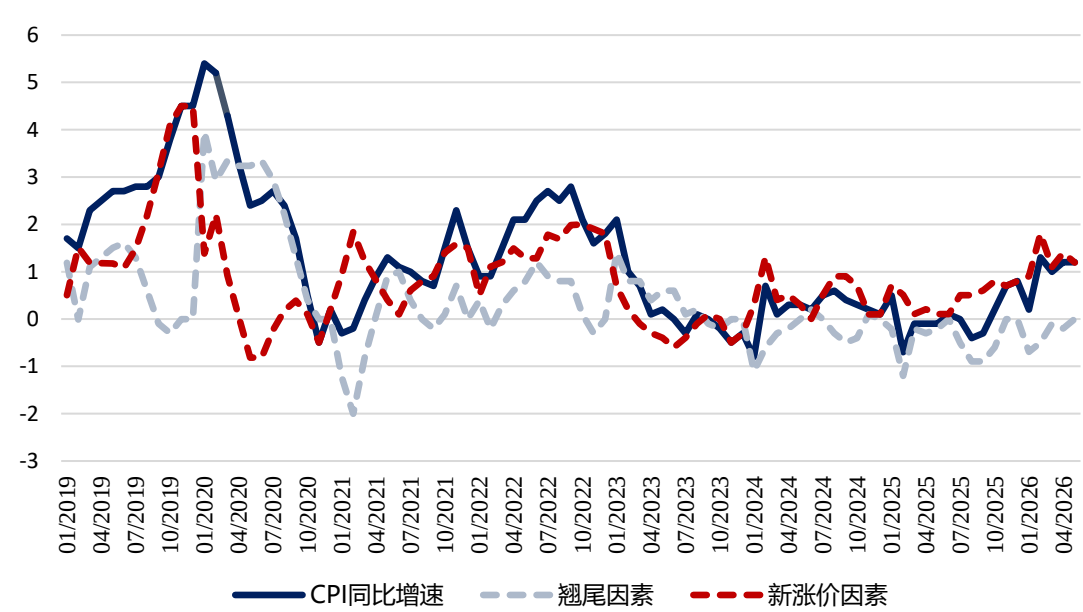


图 2 CPI 同比增速翘尾影响与新涨价因素  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

从影响 PPI 增速的分项表现来看，2026 年以来生产端价格由前期低位承压逐步转向边际修复，且修复动力开始从单纯的基数效应向“翘尾因素改善+新涨价因素回升”共同支撑转变。下图显示，2026 年 1 月 PPI 同比仍下降 1.4%，2 月降幅收窄至 0.9%，3 月转为上涨 0.5%，4 月升至 2.8%，5 月进一步扩大为

3.9%，生产资料价格下行压力明显缓解。分项来看，翘尾因素自年初起已转为正贡献，并由 1 月的 0.20 个百分点逐步提高至 5 月的 1.51 个百分点，说明上年同期低基数对 PPI 同比读数形成了较为明显的抬升作用，是推动 PPI 降幅收窄并转正的重要因素。更值得关注的是，新涨价因素也出现实质性改善，由 1 月的-1.60 个百分点、2 月的-1.20 个百分点，收窄至 3 月的-0.20 个百分点，并在 4 月和 5 月转为 1.67 个和 2.35 个百分点的正贡献。这表明，近期 PPI 修复并非完全依赖低基数，工业品当期价格动能已有所增强。其背后，一方面可能与国际大宗商品价格波动上行、能源和有色金属等上游价格回升有关；另一方面，也反映出稳增长政策、设备更新、消费品以旧换新以及部分行业供需关系改善，对工业品价格形成了一定支撑。

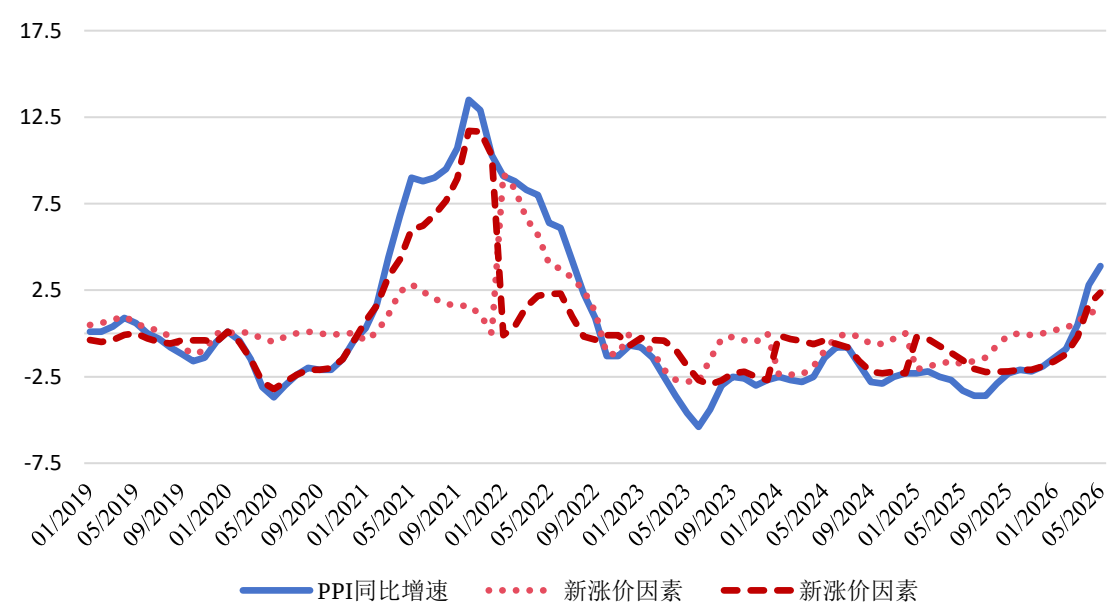


图 3 PPI 同比增速翘尾影响与新涨价因素  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

从构成来看，2026 年以来 CPI 的回升并非由单一因素推动，而是呈现出食品价格扰动加大、非食品价格持续修复的结构性特征。具体看，2026 年 1—5 月 CPI 同比增速整体已回到温和正增长区间。其中，食品价格波动较为明显，1 月同比下降 0.7%，2 月受春节错位、居民节日消费和部分鲜活食品需求增加影响转为上涨 1.7%，3 月涨幅回落至 0.3%，4 月和 5 月下降为负值，分别为-1.6%和-1.7%。这表明食品项仍是影响 CPI 短期波动的重要因素，且供给相对充足、猪肉及鲜菜鲜果等价格回落仍会阶段性压低整体物价。与食品价格的反复波动相比，

非食品价格修复更加连续，1—5 月同比分别上涨 0.4%、1.3%、1.2%、1.8%和 1.9%，对 CPI 形成较为稳定的支撑。非食品价格持续改善，说明居民服务消费、部分工业消费品以及受国际价格影响较大的能源相关商品价格均有所回升，价格体系中与内需和成本传导相关的部分正在边际修复。

此外，2026 年 CPI 内部呈现出“消费品价格修复、服务价格保持韧性”的格局。具体来看，消费品价格 1—5 月同比分别上涨 0.3%、1.1%、1.3%、1.4%和 1.6%，涨幅逐月抬升，显示商品消费端价格压力有所缓和。其背后，一方面与消费品以旧换新政策持续推进、家电、通讯器材、文娱耐用品等升级类消费需求改善有关；另一方面，也与前期部分工业品价格回升向终端消费品价格传导有关。服务价格则继续发挥稳定器作用，1—5 月同比分别上涨 1.0%、1.6%、0.8%、0.9%和 0.8%，整体保持正增长，反映出出行、文旅、餐饮、教育、医疗等服务消费仍具备一定支撑。总体看，2026 年以来 CPI 修复的积极变化在于，非食品和消费品价格均出现改善，服务价格也维持温和上涨。但也应看到，当前 CPI 回升幅度仍然有限，食品价格波动对整体价格形成扰动，服务价格虽有韧性但并未明显加速，居民消费需求和企业终端定价能力仍处于恢复过程中。

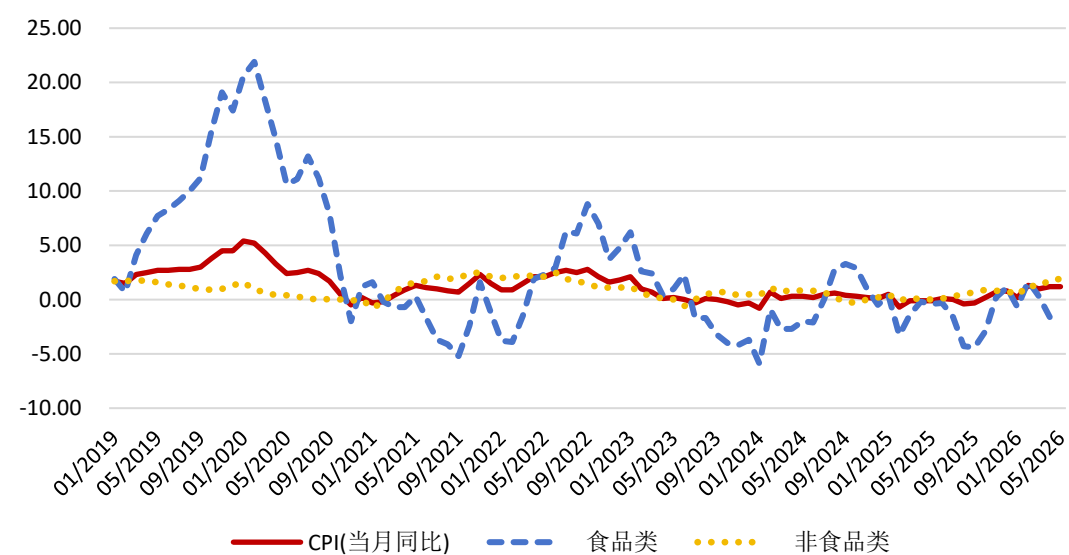


图 4 食品与非食品价格同比增速  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

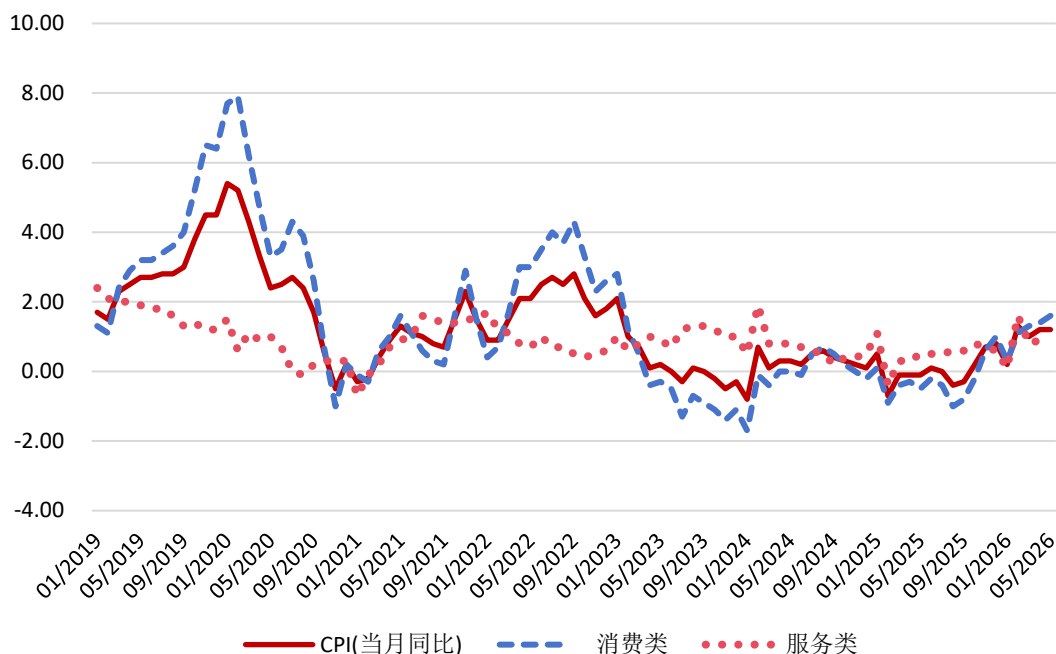


图 5 消费品与服务价格同比增速  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

在生产端，整体工业价格运行呈现出由低位收缩转向边际修复、但结构分化依然明显的特征。具体来看，生产资料价格仍是影响 PPI 走势的主导因素，但其作用方向已由此前的主要拖累转为近期的主要拉动。2026 年 1—2 月，PPI 同比分别下降 1.4%和 0.9%，其中生产资料价格分别下降 1.3%和 0.7%，仍对工业品价格形成压制；进入 3 月后，生产资料价格同比转为上涨 1.0%，带动 PPI 同比转正至 0.5%；4 月和 5 月生产资料价格涨幅进一步扩大至 3.8%和 5.2%，推动 PPI 同比升至 2.8%和 3.9%。这表明，近期 PPI 的改善主要来自中上游生产资料价格回升，反映能源、原材料和部分工业中间品价格对整体工业价格的支撑增强。

与之相比，生活资料价格改善明显滞后。2026 年 1—5 月，生活资料价格同比分别下降 1.7%、1.6%、1.3%、1.0%和 0.8%，虽降幅有所收窄，但仍处于负增长区间。这说明工业品价格修复尚未充分传导至下游消费品领域，居民商品消费需求偏弱、企业终端定价能力不足等问题仍然存在。

总体看，2026 年以来 PPI 回升主要受生产资料价格转正带动，可能与国际大宗商品价格回升、能源和有色金属等上游价格上涨、设备更新和技术改造需求

释放，以及部分行业供需关系边际改善有关。但生活资料价格持续负增长，表明终端需求修复仍不充分，价格传导链条仍存在阻滞。

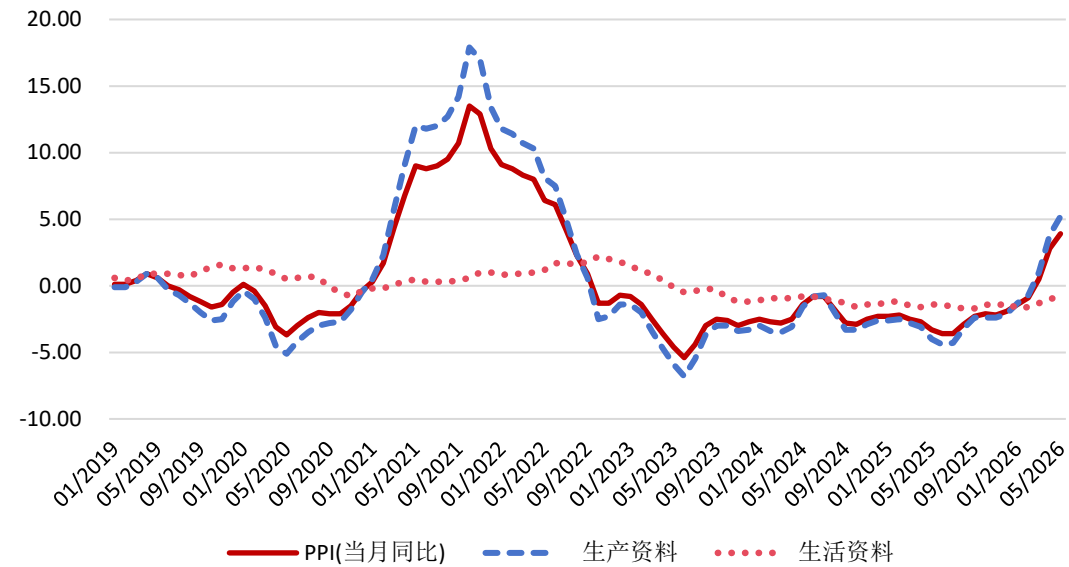


图 6 生产资料和生活资料价格同比增速  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

政策建议：商品和服务价格本质上反映供需关系变化。结合 2026 年以来价格数据看，我国通缩压力较前期有所缓和，价格体系由低位承压转向边际修复，但修复基础仍不稳固。CPI 已回到温和正增长区间，非食品、消费品和服务价格形成一定支撑，但食品价格波动仍对整体物价构成扰动；PPI 由负转正主要依赖生产资料价格回升，生活资料价格仍处负增长区间，说明终端需求和价格传导仍偏弱。下一阶段，政策应在短期稳需求与中长期优供给之间加强统筹，更加突出扩大内需、改善预期和优化供给秩序，推动价格水平由低位修复转向稳定回升。

短期看，应重点稳定居民消费和工业品价格。针对 CPI 修复仍偏温和的情况，应进一步增强居民消费能力，尤其是通过定向补贴、消费券、个税和社保缴费优化等方式，提高中低收入群体边际消费倾向。同时，继续完善消费品以旧换新政策，支持汽车、家电、电子产品和绿色智能产品消费，推动商品消费持续修复。服务消费方面，应扩大文旅、康养、体育、家政等领域优质供给，优化消费场景，巩固服务价格对 CPI 的支撑作用。

针对 PPI 修复仍具有结构性和阶段性特征的问题，应从需求和供给两端同时发力。需求端，应加快设备更新、技术改造、城市更新、能源转型和新型基础

设施建设，增强对中上游工业品的需求支撑，并推动房地产市场止跌回稳，减轻其对建材、黑色金属、化工等行业价格的拖累。供给端，应继续规范重点行业竞争秩序，防止低价无序竞争和低效产能扩张，推动落后产能有序退出，提高行业供需匹配度，使 PPI 修复更多建立在内需改善和供给优化基础上。

宏观政策组合上，财政政策应更加积极并提升支出效率，将资源更多投向居民消费、公共服务补短板、设备更新和高质量投资领域；货币政策应保持流动性合理充裕，继续降低实体经济综合融资成本，重点改善中小民营企业融资条件，引导信贷流向高技术制造、绿色转型、现代服务业和民生消费等领域。同时，应加强财政、货币、产业和就业政策协同，通过稳定就业和收入预期，改善居民消费意愿和企业投资信心。

中长期看，价格低位运行也反映出供给结构与需求结构不匹配。应继续推进全国统一大市场建设，破除地方保护和要素流动壁垒，降低制度性交易成本；在发展新质生产力的同时，防止新兴行业重复建设和过度竞争，提升企业非价格竞争能力。最终，应通过居民收入预期改善、企业盈利修复、供给秩序优化和需求结构升级，推动价格体系摆脱低位徘徊，实现供需在更高水平上的动态平衡。

## **（二） 劳动力市场总量守稳，结构性就业压力进一步显性化**

2026 年第一季度，劳动力市场呈现“稳而不强”的特征。从城镇调查失业率看，2026 年 1—4 月分别为 5.2%、5.3%、5.4%和 5.2%，整体仍位于年度调控目标附近，但 3 月上行至 5.4%说明春节后复工、求职集中释放与部分行业岗位调整叠加，使短期失业压力更容易显性化。与 2025 年下半年多数月份 5.1%—5.3%的区间相比，2026 年初的波动更明显，反映经济恢复对就业的吸纳仍偏温和。

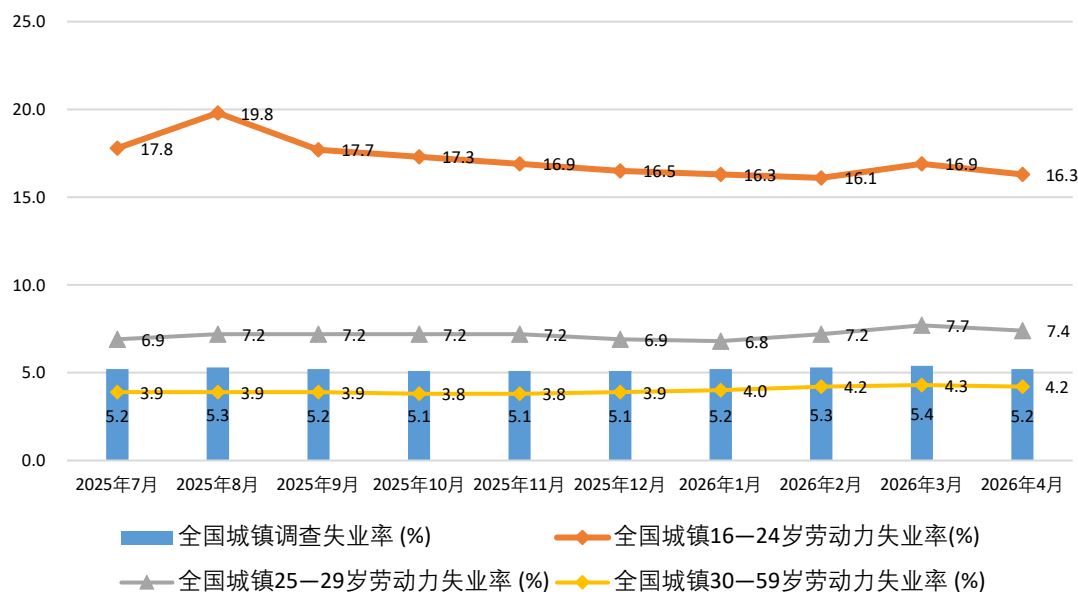


图7 全国城镇调查失业率与分年龄失业率变化趋势  
(数据来源：国家统计局，单位：%)

大城市就业压力并未显著高于全国平均。2026年4月，31个大城市城镇调查失业率为5.2%，与全国总体持平，说明大城市岗位供给仍具有一定韧性。但本地户籍劳动力失业率4月为5.3%，外来户籍劳动力失业率为5.0%，二者差距提示就业压力更多体现在产业调整、年龄结构和技能匹配层面，而非单纯的城乡迁移劳动力吸纳不足。

企业就业人员周平均工作时间维持高位但有所回落。2026年1—4月工作时间分别为48.3、48.1、48.1和48.0小时，低于2025年12月的48.6小时，但仍明显高于法定标准工时。这一组合意味着企业用工强度并未明显下降，但新增岗位扩张并不充分，劳动力市场更像是在“存量岗位高强度运转”与“新增岗位谨慎释放”之间寻找平衡。

## 2.1 就业创造：新增就业延续恢复，再就业托底边际转弱

从就业创造看，截至2026年4月，城镇新增就业累计433万人；其中4月单月新增134万人，同比约增长4.7%。这一数据表明岗位供给仍在释放，政策性稳就业与服务业吸纳能力继续发挥作用。但与2025年全年新增就业1267万人、2025年一季度308万人相比，2026年初的新增就业并未显示出明显加速，更多体现为低斜率修复。

失业人员再就业仍是政策托底的重要抓手。2026 年 1—4 月城镇失业人员再就业 170 万人，4 月单月 47 万人，同比基本持平。相较 2025 年一季度再就业同比两位数增长的改善幅度，2026 年再就业政策的边际拉动有所放缓，说明可被快速吸纳的失业群体减少，剩余失业人员更可能面临技能、年龄、地区和岗位质量约束。

就业困难人员就业是最值得警惕的弱项。2026 年 1—4 月就业困难人员就业 45 万人，4 月单月 11 万人，同比下降约 15.4%。这说明整体失业率平稳并不能完全覆盖结构性困难群体的压力。大龄劳动者、低技能劳动者、长期失业者和家庭照护负担较重者，仍可能在复苏过程中被边缘化。

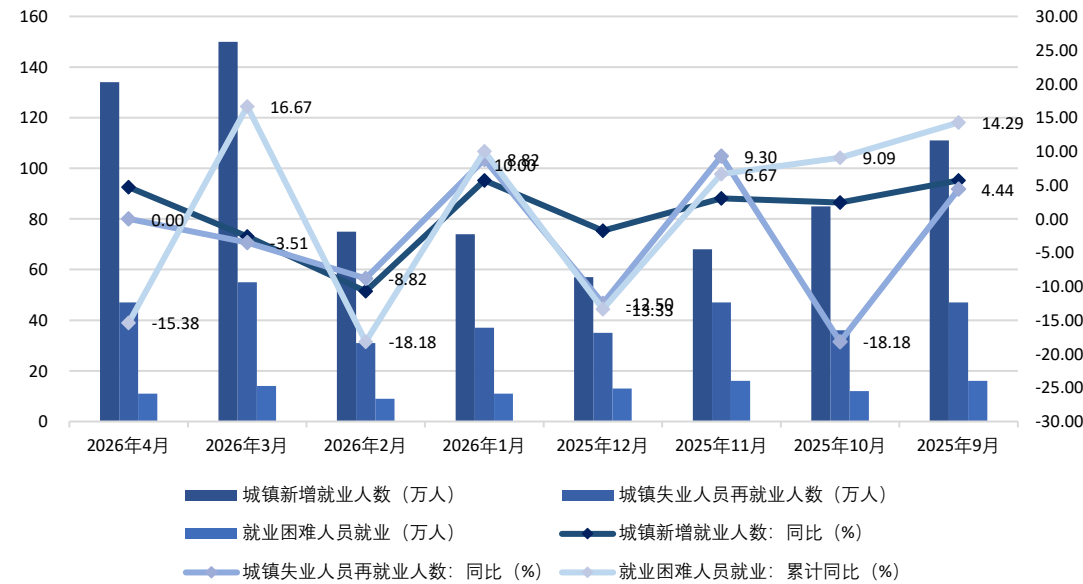


图 8 就业与再就业情况  
(数据来源：人力资源和社会保障部)

## 2.2 结构分化：青年就业压力与中年再就业困境并存

青年就业仍是 2026 年中劳动力市场最鲜明的结构性矛盾。2026 年 1—4 月，16—24 岁劳动力失业率分别为 16.3%、16.1%、16.9%和 16.3%，持续处于高位，距离疫情前常态水平仍有明显差距。随着毕业季临近，青年求职人数集中入市，岗位匹配不足、学历供给与产业需求错配等问题可能进一步放大。

值得注意的是，就业压力正从“入市门槛”向“职业稳定期”延伸。25—29 岁群体失业率由 1 月的 6.8%升至 4 月的 7.4%，较 2025 年 12 月的 6.9%明显

上行。这说明部分青年即便完成初次就业，仍可能面临岗位质量偏低、薪酬成长有限、行业调整带来的跳槽困难等持续性挑战。

与青年群体不同，中年群体的就业压力总体可控，但结构性约束更为刚性。30—59岁群体失业率4月为4.2%，较2025年12月的3.9%小幅上升，边际压力虽存但水平较低。该群体再就业的主要约束集中在技能更新不足、薪酬预期下修及年龄筛选三个方面，且这些约束较青年更难通过短期政策缓解。

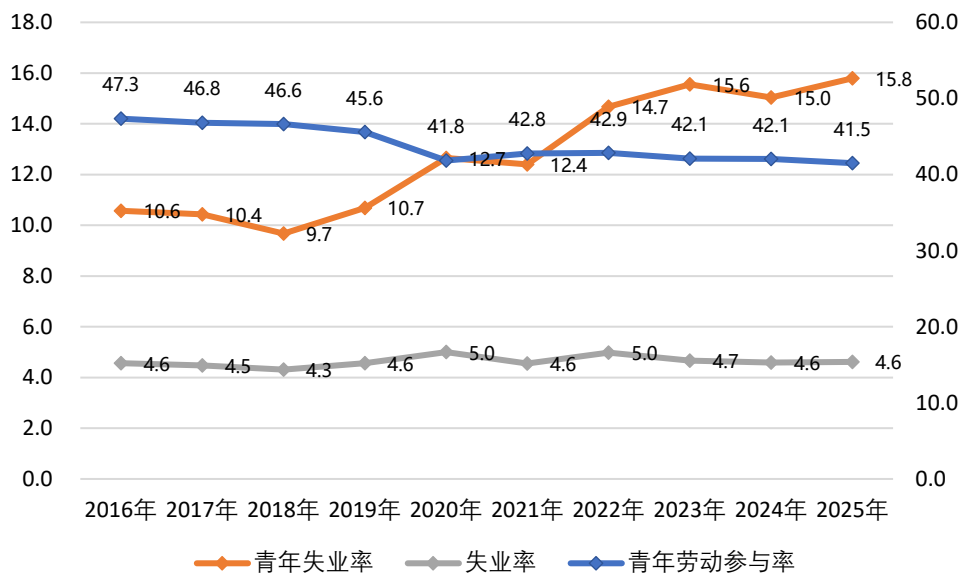


图9 青年失业率与青年劳动参与率  
(数据来源: World Bank Data)

从更长周期看，青年就业压力并非短期波动，而是劳动参与意愿与市场吸纳能力的双重背离。2016-2025年年度数据显示，青年劳动参与率从47.3%降至41.5%（下降约5.8个百分点），同期青年失业率从10.6%升至15.8%（上升约5.2个百分点），而总体失业率仅从4.56%微升至4.62%。分阶段看：2016—2018年青年失业率维持在10%左右，参与率保持在46%以上；2019年后失业率开始抬升，2020年突破12%，2022—2025年进一步升至14%-16%区间，参与率则下探至42%左右并继续走低。参与率下降与失业率上行并存，意味着一部分青年延迟进入市场、继续升学或退出求职，而已入市者面临更强的岗位竞争。

综上，2026年中的青年就业政策需从“扩岗”转向“提效”。重点应放在：产业需求导向的实习实训、职业教育与高校专业结构调整、初次就业岗位质量提

升、青年灵活就业保障及就业服务前置等方面，避免青年就业压力通过收入预期、消费意愿和生育决策向中长期需求端传导。

### 2.3 收入与农民工：收入修复降速，农民工“蓄水池”进入低增阶段

收入修复明显降速，是 2026 年上半年劳动力市场较 2025 年同期最显著的变化。一季度全国居民人均可支配收入 12782 元，名义同比增长 4.0%，低于 2025 年一季度的 5.6%；城镇居民人均可支配收入 16549 元，同比增长 3.2%；农村居民人均可支配收入 7433 元，同比增长 5.4%。农村居民收入增速继续快于城镇居民，但城乡两端同步放缓，显示居民增收基础较 2025 年更为脆弱。

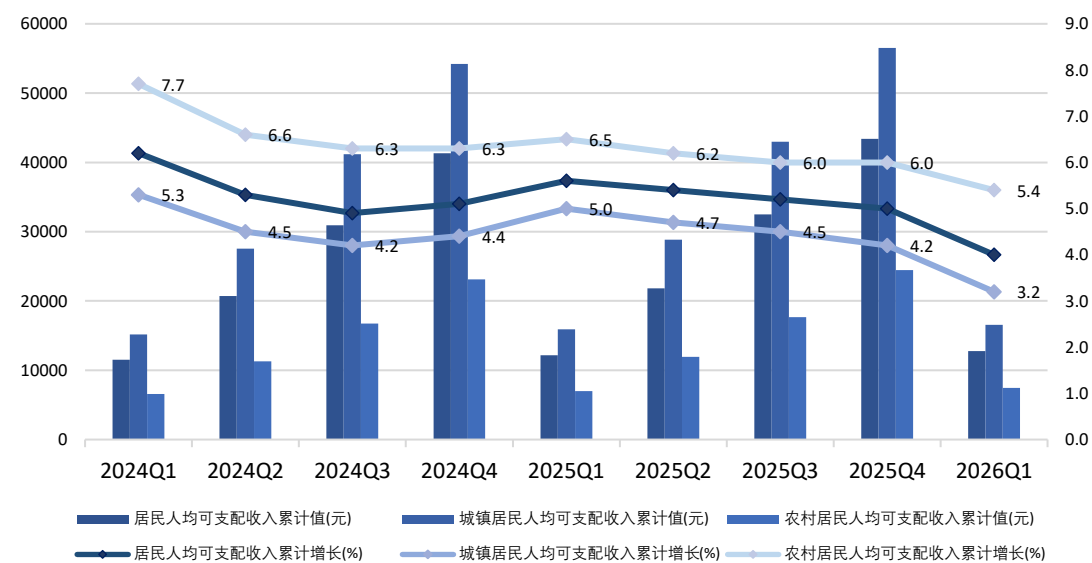


图 10 人均可支配收入变化趋势  
(数据来源：国家统计局)

消费支出增速同步回落。一季度全国居民人均消费支出 7955 元，同比增长 2.6%，低于 2025 年一季度 5.3% 的增速。就业和收入预期偏弱，会通过谨慎消费、耐用品购买推迟和服务消费分层等渠道反向影响岗位创造，形成“就业—收入—消费”的弱循环风险。

农民工群体仍发挥就业缓冲作用，但规模扩张明显趋缓。2026 年一季度农村外出务工劳动力 18838 万人，同比增长 0.2%，增速低于 2025 年一季度 1.1%；月均收入 5172 元，同比增长 3.2%，工资增速较 2025 年四季度 2.3% 有所回升。其含义是，农民工收入仍有韧性，但外出规模接近平台期，未来继续依靠农民工外出务工吸收就业压力的空间可能收窄。

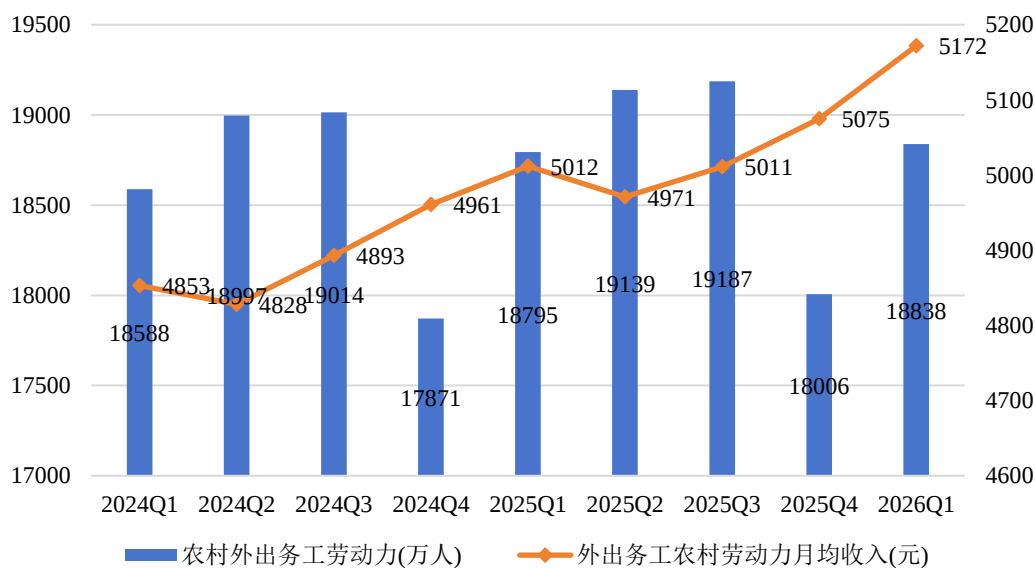


图 11 外出务工农村劳动力及收入情况  
(数据来源：国家统计局)

2026 年初我国劳动力市场呈现出“总量平稳、结构分化、预期偏弱”的阶段性特征：第一，总量平稳线仍然守住，调查失业率没有突破政策目标，新增就业仍在形成；第二，结构压力线更加突出，青年、25—29 岁、中年转岗和就业困难群体承压；第三，收入预期线偏弱，居民收入和消费增速较 2025 年明显回落，对后续就业吸纳形成约束。

政策重点应从“保总量”进一步转向“稳总量、提质量、补结构”。一是继续扩大服务业、先进制造业和数字经济岗位供给，提高岗位稳定性和薪酬成长空间；二是把高校毕业生就业服务前置到毕业前，强化见习、实训、校企联合培养和基层岗位承接；三是加大对就业困难人员和中年转岗群体的职业转换支持，避免其长期退出正规就业；四是完善灵活就业社保、工伤保障和收入监测，降低平台就业和零工就业的不稳定风险；五是通过稳收入、促消费和改善预期，增强就业创造的内生需求基础。

因此，2026 年中的劳动力市场并非单一的疲弱或复苏，而是“政策托底下的结构再分化”。判断后续走势，不能只看城镇调查失业率是否稳定，还要同时跟踪青年失业率、25—29 岁失业率、就业困难人员就业、居民收入增速和农民工外出规模。只有这些结构指标同步改善，劳动力市场才真正从“稳住”转向“修复”。

## 二、内需修复的核心约束：家庭缩表、投资放缓与地产筑底

### （一）消费需求再度走弱，家庭资产负债表调整抑制支出释放

2026 年以来，家庭消费修复再度放缓，但不同消费项目之间呈现出明显分化。社会消费品零售总额当月同比增速由 2 月的 2.8% 降至 4 月的 0.2%，一季度全国居民人均消费支出实际增速由 2025 年同期的 5.3% 降至 2.6%。从社零分项看，汽车、家电、家具和建筑装潢材料等相关商品是主要拖累项，而通讯器材与服务零售仍具韧性。与此同时，家庭部门的流动性偏好依然较强：一季度住户新增人民币存款达 7.68 万亿元，仍处历史高位；住户新增贷款则显著收缩，一季度仅增加 2967 亿元，4 月住户贷款余额同比已转为负增长。对这些变化不宜简单归因于单一因素。2025 年国补和以旧换新政策确实形成了较高的基数，部分耐用品也存在需求前置的可能性，但收入预期、住房财富效应以及家庭资产负债表修复同样发挥着重要作用。

#### 1.1 消费需求再度走弱，收入改善尚未转化为消费

如下图所示，2026 年前 4 个月，社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，由 2 月的 2.8% 降至 3 月的 2.4%，并进一步降至 4 月的 1.9%，明显低于 2025 年同期的 4.7%。其中，4 月社会消费品零售总额当月同比仅增长 0.2%，商品零售同比下降 0.1%，餐饮收入同比增长 2.2%。这表明当前压力首先集中在商品消费领域，而非所有消费场景同步收缩。

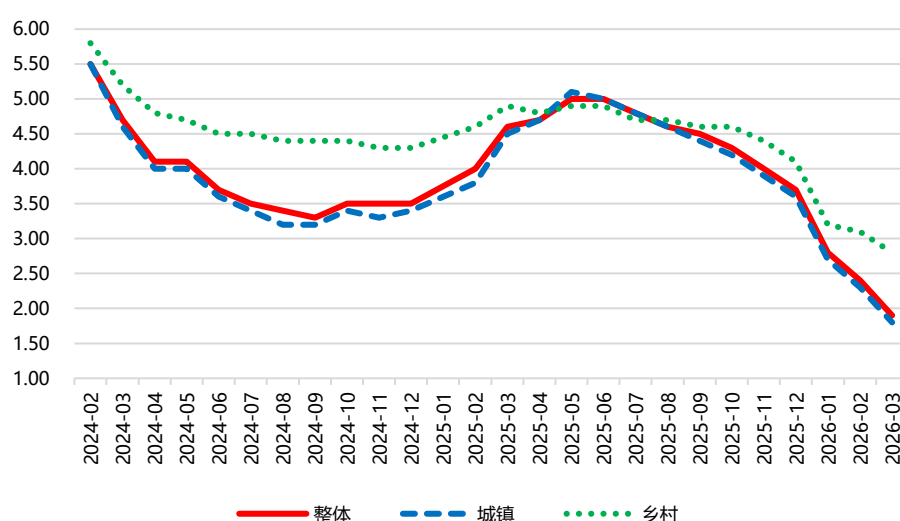


图 12 社会消费品零售总额累计同比增速  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

国补和以旧换新政策所覆盖的商品提供了更细致的证据。如图 13 所示，2025 年政策对部分耐用品消费形成了明显支撑，家用电器和音像器材类累计同比增速在 2025 年 5 月至 7 月一度保持在 30% 左右；但此后持续回落，到 2026 年 4 月降至 -4.0%；汽车类累计同比增速也降至 -10.6%。从 4 月单月看，限额以上单位商品零售额同比下降 4.9%，其中汽车类下降 15.3%；家电类下降 15.1%，石油制品、金银珠宝、建筑装潢材料和家具也形成不同程度的负向贡献。然而，各类商品和服务的走势并不一致。通讯器材类累计同比增速虽较 2025 年年中的高点有所回落，但 2026 年 1-4 月仍达到 17.7%；全国服务零售额增长 5.6%，网上服务零售额增长 8.3%，均明显快于商品零售。由此来看，当前消费走弱确实受到高基数和部分耐用品需求前置的影响，但也不能简单概括为国补政策的统一“反噬”。毕竟商品生命周期、政策覆盖节奏、大额支出信心以及家庭资产负债表状况，都在共同发挥作用。

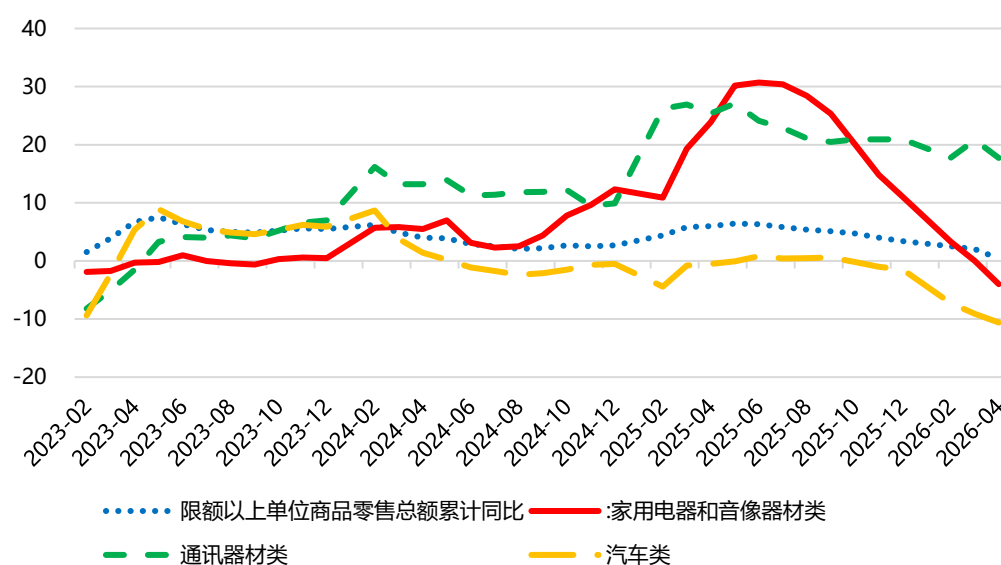


图 13 国补类累计同比增速 (%)  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

分年度月度数据进一步表明，2026 年消费走弱不是单月扰动。如图 14 所示，社零当月同比增速由 2 月的 2.8% 降至 3 月的 1.7%，4 月进一步降至 0.2%；而 2025 年同期分别为 4.0%、5.9% 和 5.1%。4 月城镇社零同比下降 0.1%，乡村同比增长 2.1%。更准确的判断是：商品消费（特别是汽车、家电和住房链品类）进入调整期，而服务消费和部分升级类消费仍有韧性；总量消费偏弱，还叠加了家庭自主性需求不足的因素。

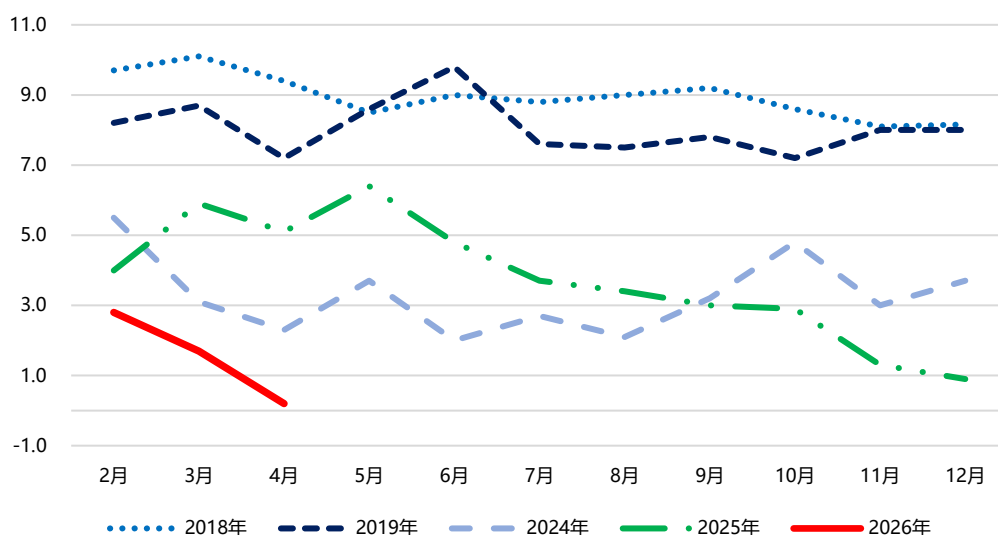


图 14 分年度社会消费品零售总额当月同比增速（%）

（数据来源：Wind、上海财经大学经济学院）

社零指标包含企业和政府部门的部分支出，因此住户调查数据能更直接地反映家庭消费状况。如图 15 所示，根据城乡一体化住户调查，2026 年一季度全国居民人均消费支出实际增长 2.6%，较 2025 年同期的 5.3% 下降 2.7 个百分点；名义增长 3.6%，低于收入名义增速 1.3 个百分点。分项来看，居住支出仅增长 1.0%，教育文化娱乐增长 2.5%，交通通信增长 3.4%，医疗保健下降 0.5%，是相对偏弱的项目；城镇居民居住和医疗保健支出分别下降 0.1% 和 2.3%。从增量贡献看，食品烟酒支出增加 129 元，贡献了全部人均消费增量的约 47%，说明消费增量较多依赖基本生活类支出。其他用品及服务、生活用品及服务仍有韧性，但尚不足以形成广泛而稳定的需求改善。

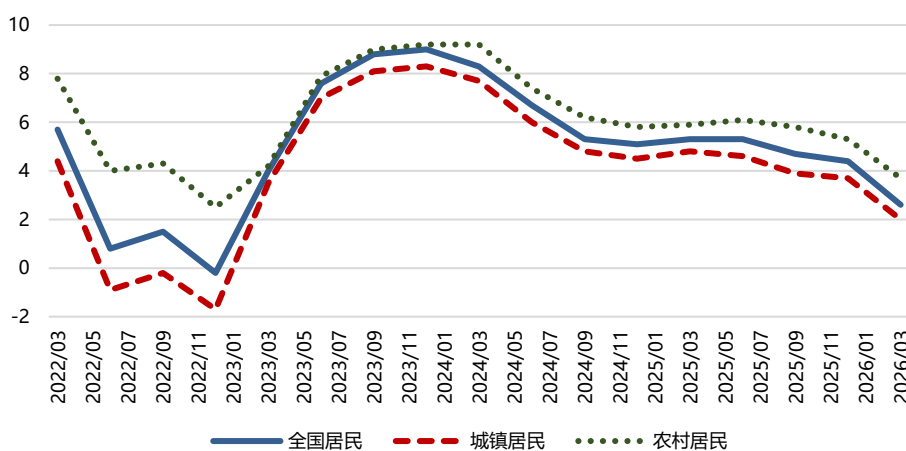


图 15 家庭部门实际消费增速

（数据来源：Wind、上海财经大学经济学院）

与消费相比，居民收入增速虽也有所放缓，但仍高于消费增速。如图 16 所示，2026 年一季度全国居民人均可支配收入实际增长 4.0%，其中城镇居民增长 3.2%，农村居民增长 5.4%；同期全国居民人均消费支出实际增长 2.6%，低于收入增速 1.4 个百分点。名义口径下，全国居民人均可支配收入增长 4.9%，收入中位数增长 5.0%，与名义 GDP 累计同比增速 4.84% 大体相当且略高。收入跑赢消费、甚至略快于 GDP，并不意味着家庭消费必然同步改善。消费决策取决于家庭对长期收入、收入连续性和资产价格的判断，也取决于存量债务压力。只要家庭仍希望提高流动性缓冲并降低债务风险，新增收入就更可能流向储蓄和还贷，而非当期消费。

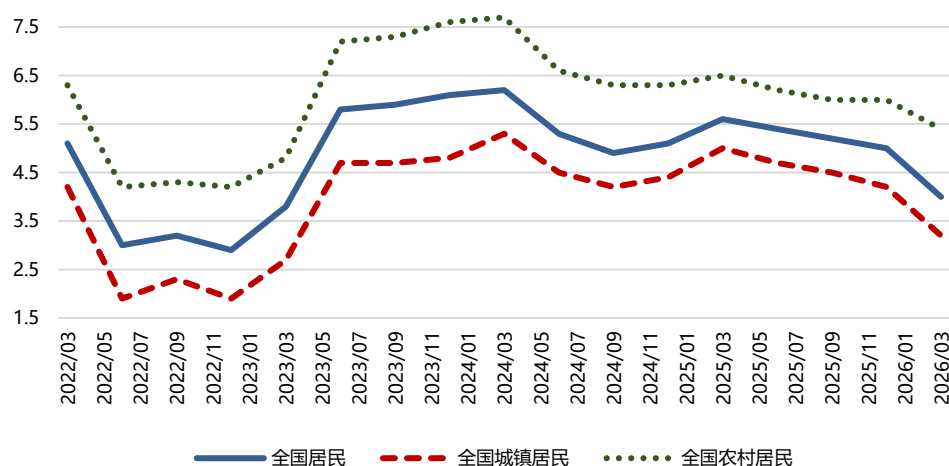


图 16 家庭部门实际收入增速  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

这一区分非常重要。统计意义上的可支配收入是流量指标，而债务余额、住房资产和流动性存款是存量指标。收入增速的温和改善可以缓解家庭压力，但根据预防性储蓄动机理论，只要家庭认为理想的存款缓冲尚未达到、债务敞口仍然偏高，新增收入的边际用途就会优先体现为储蓄和还贷。因此，收入增速高于消费增速并非反常现象，反而与持续缩表的事实相互印证。这一结果也从收入来源得到反映。如图 17 所示，2026 年一季度工资性收入、经营净收入、财产净收入和转移净收入分别增长 4.9%、6.6%、1.6%和 5.1%。经营净收入相对较强，但工资性收入增速放缓，财产净收入延续低位运行。房地产市场调整和资产收益率下降对财产性收入形成约束，也会通过财富效应影响家庭消费意愿。

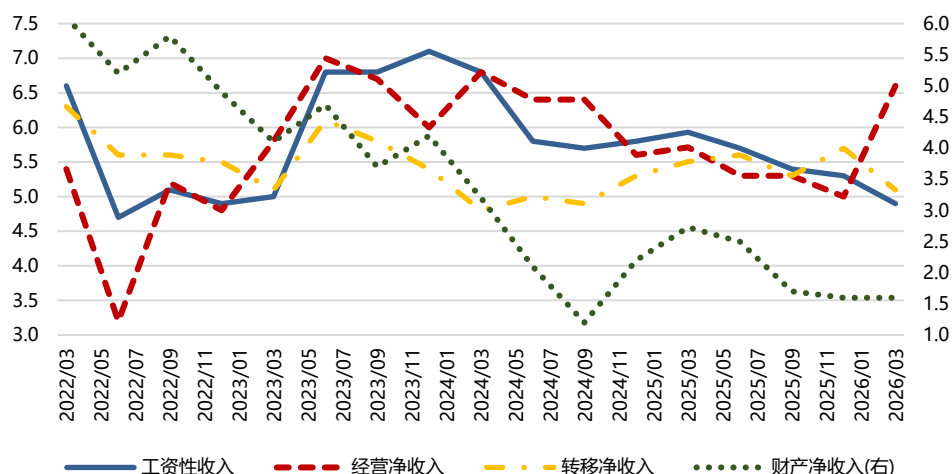


图 17 家庭部门实际收入各分项增速  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

家庭消费偏弱的另一面，是流动性资产持有量仍然较高。如图 18 所示，2026 年一季度住户新增人民币存款 7.68 万亿元，较 2025 年同期的 9.22 万亿元下降 16.7%，但仍接近 2022 年一季度的高位，显著高于疫情前水平。4 月住户存款减少 1.94 万亿元，前 4 个月累计新增存款回落至 5.74 万亿元，较 2025 年同期下降 26.7%。不过，考虑到一季度存款增量仍然较大，且住户贷款同步收缩，目前尚不能据此判断家庭流动性偏好已经发生趋势性逆转。在消费增速放缓、贷款需求走弱的背景下，住户存款仍处高位，更值得关注的是家庭风险偏好尚未明显修复，而非单一季度存款流量的变化。

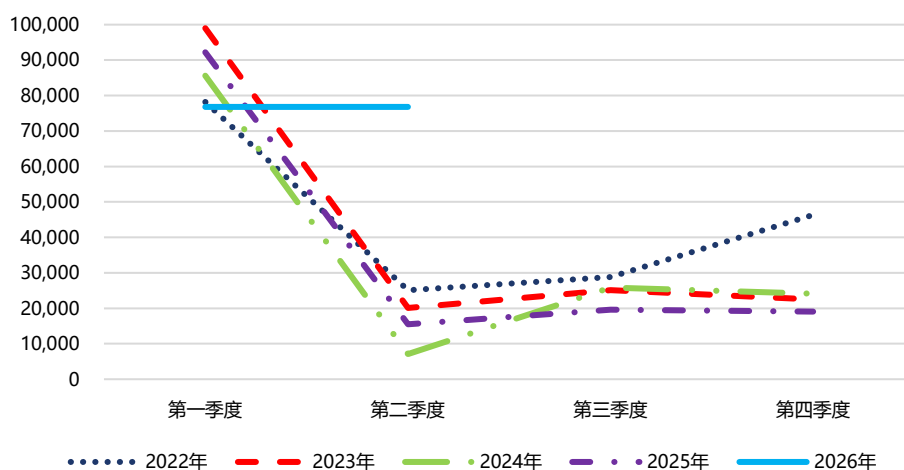


图 18 家庭部门分季度储蓄额  
(数据来源: 中国人民银行、上海财经大学经济学院, 单位: 亿元)

从资产组合角度看，高存款与提前还贷可以同时存在。住房是非流动性资产，存款是应急缓冲，贷款则代表未来必须支付的现金流。当家庭对未来更加谨慎时，一部分家庭会增加存款，另一部分拥有较多流动性资产的家庭则会提前还贷。两类行为看似方向不同，实质上都在提高资产负债表的安全性。

### 1.2 家庭部门缩表由流量减速蔓延至存量收缩

居民中长期贷款是观察家庭住房需求和资产负债表调整的重要指标。如图 19 所示，2021 年以来，住户新增中长期贷款持续处于低位。2026 年前 4 个月，住户新增中长期人民币贷款仅 1199 亿元，较 2025 年同期的 7601 亿元下降 84.2%；其中，4 月净减少 3408 亿元。中长期贷款新增的明显收缩，既反映出住房需求仍然偏弱，也表明提前偿还贷款等存量调整行为仍在持续。

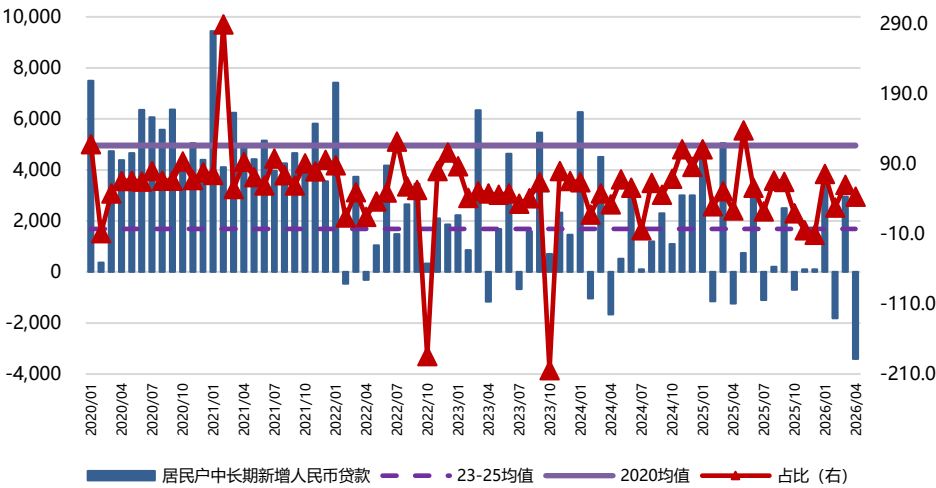


图 19 家庭部门中长期新增人民币贷款  
（数据来源：中国人民银行、上海财经大学经济学院，单位：亿元）

短期贷款同样偏弱。如图 20 所示，2026 年前 4 个月住户新增短期人民币贷款净减少 6102 亿元，净减少规模高于 2025 年同期的 2416 亿元；仅 4 月就净减少 4462 亿元。信用卡数据提供了辅助证据：中国人民银行披露的信用卡和借贷合一卡数量从 2024 年四季度末的 7.27 亿张下降至 2025 年三季度末的 6.89 亿张。但信用卡仅代表短期贷款的一部分，一个可能更严重的问题是，消费和经营融资需求偏弱、银行风险偏好调整以及家庭主动降低债务敞口，在三者共同作用，家庭部分连短期债务都已经不愿意背负。

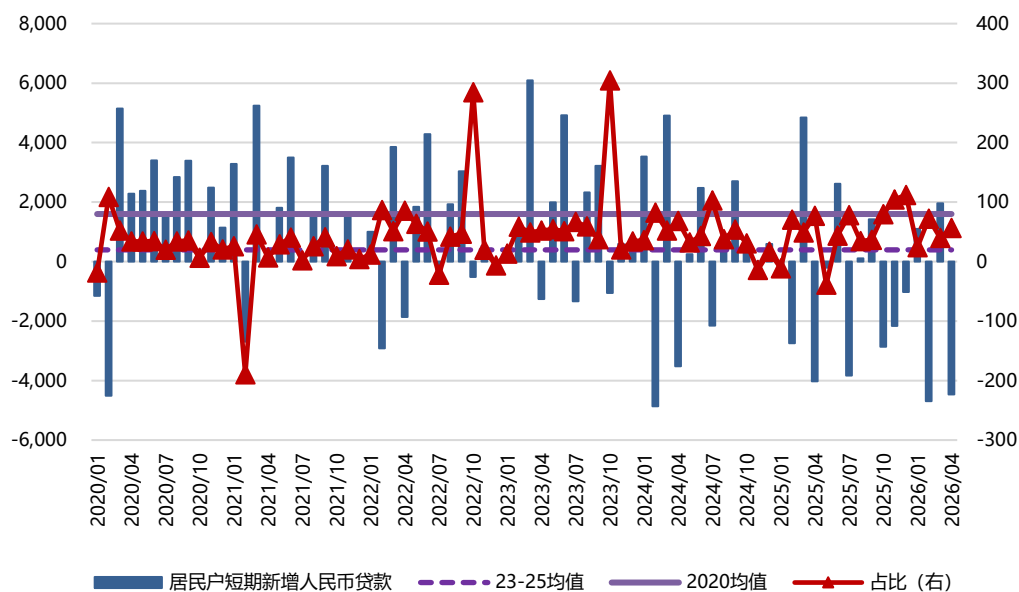


图 20 家庭部门短期新增人民币贷款

（数据来源：中国人民银行、上海财经大学经济学院，单位：亿元）

季度数据使这一变化更加清晰。如图 21 所示，2026 年一季度住户新增人民币贷款为 2967 亿元，较 2025 年同期的 10435 亿元下降 71.6%。其中，短期贷款净减少 1640 亿元，中长期贷款新增 4607 亿元。进入 4 月后，单月住户贷款净减少 7869 亿元，带动前 4 个月住户新增贷款转为净减少约 4902 亿元。家庭加杠杆意愿的下降已非个别月份的波动，而是从 2021 年以来延续性较强的资产负债表调整。

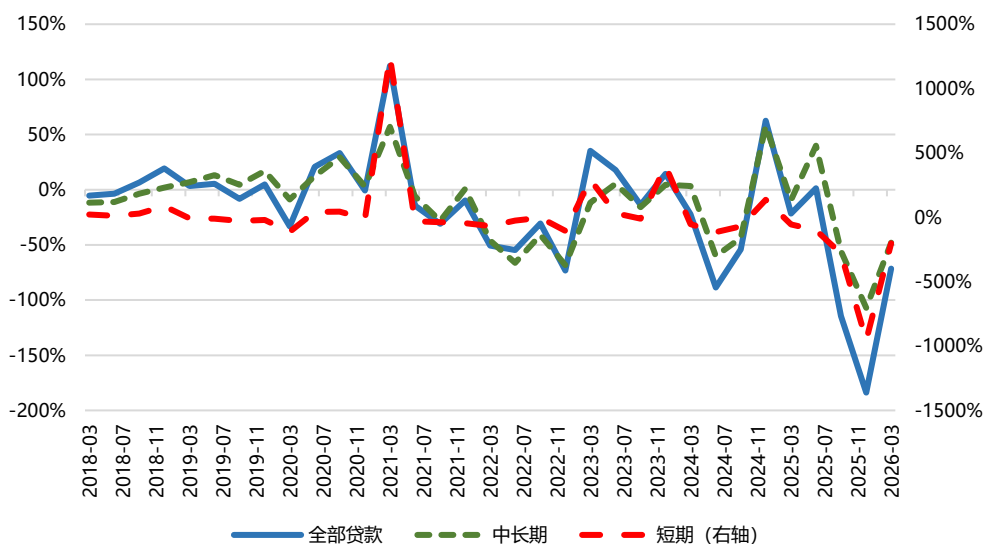


图 21 住户新增人民币贷款季度同比增速

（数据来源：中国人民银行、上海财经大学经济学院，单位：亿元）

新增贷款的收缩已逐渐传导至债务存量。如图 22 所示，2026 年 4 月住户中长期贷款余额约 62.99 万亿元，同比增长 1.0%；短期贷款余额约 19.79 万亿元，同比下降 5.7%。本外币口径下，住户贷款余额约 82.79 万亿元，同比下降约 0.7%。这意味着家庭部门已经从新增贷款放缓阶段进入存量债务收缩阶段，信贷对消费和住房需求的支撑进一步减弱。中心从 2021 年以来就呼吁房地产市场的问题是宏观经济问题的延伸，虽然宏观经济整体具有韧性，但传导到微观个体尚需要传导机制的通畅，这并非一蹴而就的事情。因此，家庭需求侧的改善可能还需时日。

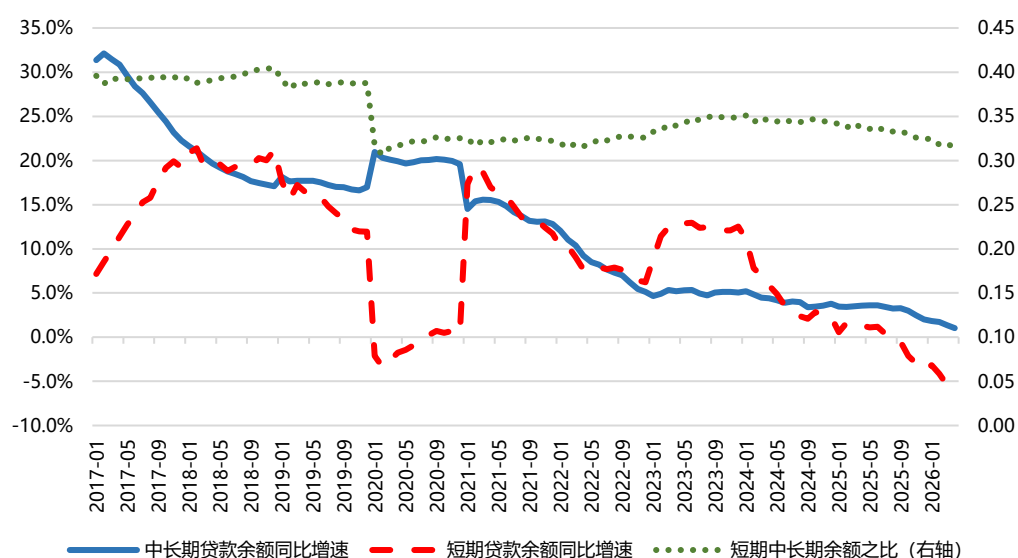


图 22 住户短期及中长期贷款余额同比增速  
(数据来源：中国人民银行、上海财经大学经济学院)

与贷款余额下降相对应的是，住户存款余额仍在增长。2026 年 4 月住户存款余额约 172.78 万亿元，同比增长 7.9%；住户贷存比由 2025 年 4 月的 52.0% 下降至 47.9%。贷款与存款走势的背离将家庭部门持续近 5 年的资产负债表调整体现的淋漓尽致：家庭一方面希望持有更多流动性资产以备不时之需，另一方面希望降低债务敞口和未来偿债压力。这种资产负债表修复虽然有助于降低中长期金融脆弱性，但必然带来总需求的拖累。

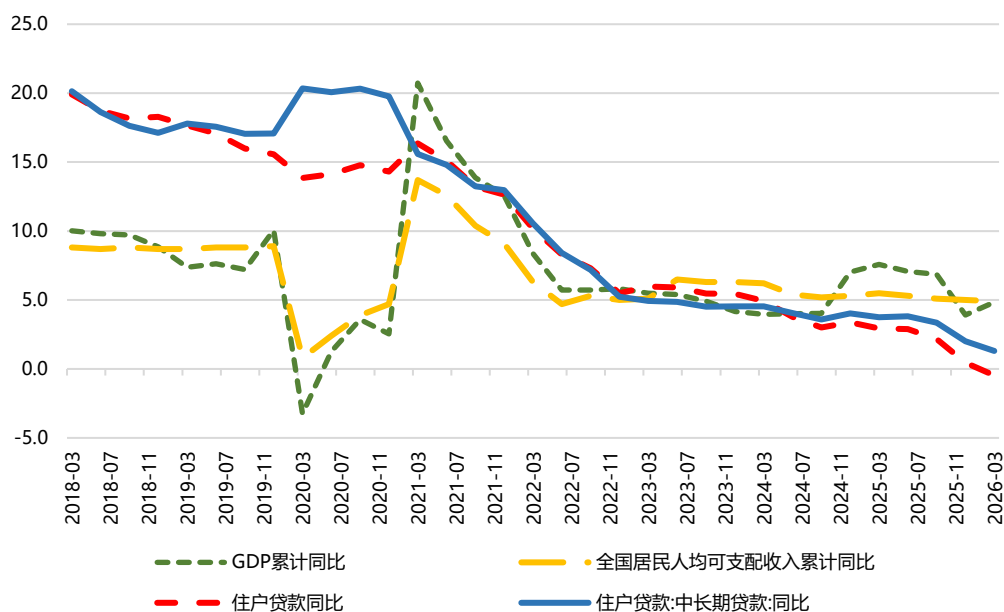


图 23 宏观变量相对增速

（数据来源：国家统计局、中国人民银行、上海财经大学经济学院）

宏观变量的相对增速也印证了这一点。如图 23 所示，2026 年一季度名义 GDP 累计同比增长 5.0%，全国居民人均可支配收入累计同比增长 4.9%，但住户贷款余额同比下降 0.47%；到 4 月，住户贷款余额同比降幅进一步扩大至 0.76%，中长期贷款余额同比增速回落至 0.94%，短期贷款余额同比下降 6.0%。这并不意味着收入数据与消费数据相互矛盾，而是说明家庭在当期收入和存量资产负债表之间做出了新的权衡：相较于扩大支出，更多家庭将降低杠杆和保持现金流安全放在了更优先的位置。

家庭部门缩表还会通过住房销售向房地产企业传导。如图 24 所示，2026 年前 4 个月房地产开发资金来源中，个人按揭贷款累计为 3087 亿元，较 2025 年同期下降 31.7%；定金及预收款累计为 7975 亿元，同比下降 17.6%。居民购房需求偏弱、房价预期和处置价格承压，会通过房企回款、地方财政和银行资产质量形成负反馈。

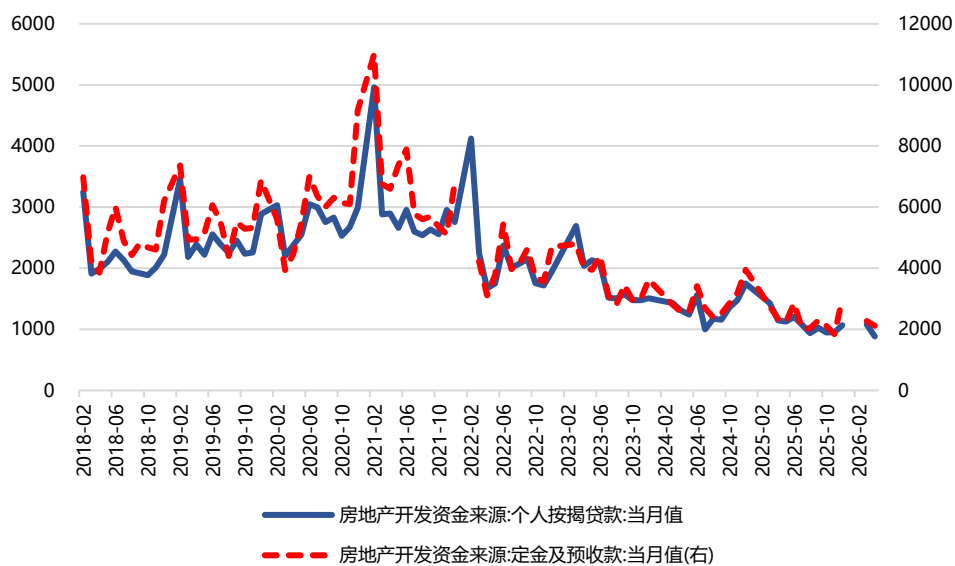


图 24 房地产开发资金来源涉及家庭部门分项  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院, 单位: 亿元)

法拍房虽能直接等同于居民按揭违约,但可作为补充指标佐证房地产市场的低迷表现。据中指法拍数据库(覆盖 355 个城市),2026 年 1—4 月各类法拍房源累计挂牌 27.2 万套,同比增长 0.8%;成交 5.6 万套,增长 8.5%;成交额 784.6 亿元,下降 6.0%;成交均价下降 4.9%。省级原始数据提供了更及时的补充验证。如图 25 所示,2026 年 1—5 月全国法拍房首次挂牌量累计达到 35.66 万套,同比增长 24.9%;其中,住宅首次挂牌量累计为 16.42 万套,同比增长 16.3%。5 月单月,全国法拍房首次挂牌量为 7.81 万套,同比增长 23.5%,其中住宅为 3.62 万套,同比增长 19.7%。法拍房市场呈现出新增处置供给上升、成交价格然承压的组合。这均说明房地产市场的恢复还有待长期观察。

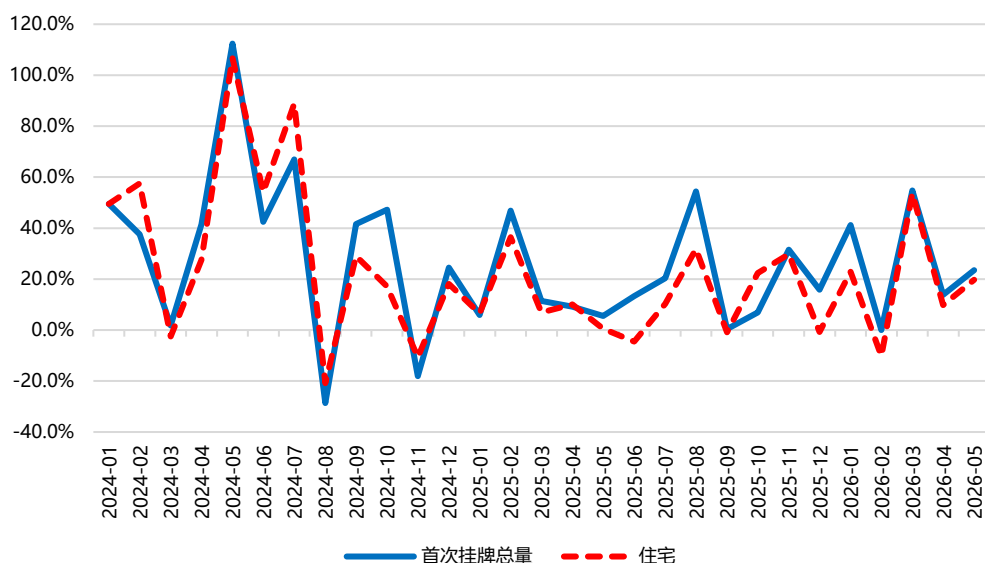


图 25 全国法拍房首次挂牌量同比增速  
(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

需要强调的是，首次挂牌量并不等同于居民住房按揭违约量。法拍房还可能来自经营性贷款、民间借贷、企业担保和其他司法执行案件；不同平台和数据库对撤拍、重复拍卖、跨月在挂房源的处理也存在差异。因此，这一指标更适合作为家庭和经营主体资产负债表压力的高频辅助信号，而非住房按揭不良率的替代指标。不过，在住户中长期贷款、房地产销售回款和房价预期同步偏弱的背景下，首次挂牌量持续上升仍值得关注：如果价格承压导致处置回收率下降，金融机构和债务人的资产负债表修复可能更慢，房地产的负向反馈也更难自然消退。

## (二) 固定资产投资由正转负，制造业、基建与地产投资分化加深

### 2.1 固定资产投资增速累计同比由正转负，结构分化持续凸显

2026 年 1—5 月，全国固定资产投资（不含农户）178512 亿元，累计同比下降 4.1%，如图 26 所示。从年内月度演化看，投资累计增速由 1—2 月的增长 1.8%、1—3 月的增长 1.7%，回落至 1—4 月的下降 1.6%，并在 1-5 月进一步走低至下降 4.1%，5 月环比下降 1.91%；五个月内累计同比读数下行约 6 个百分点，回落幅度显著，表明投资动能在二季度明显转弱。扣除房地产开发投资后，1—5 月固定资产投资同比下降 1.2%，降幅亦较前期有所扩大，显示投资走弱已不再局限于房地产单一链条。

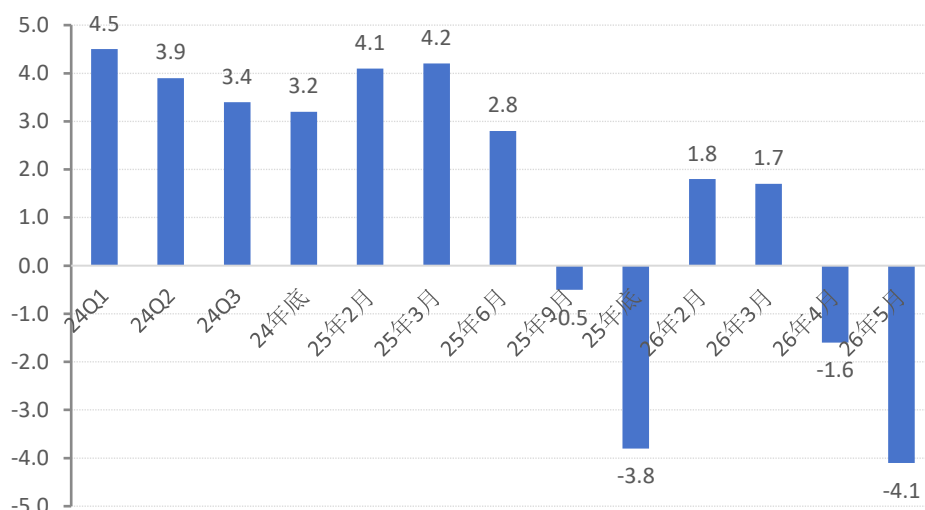


图 26 固定资产投资累计同比增速

（数据来源：国家统计局）

分产业看，投资增长动能呈现明显的结构性分化。第一产业投资 3887 亿元、同比增长 5.9%，主要与高标准农田建设、水利及粮食安全相关项目持续投放有关；第二产业投资 64989 亿元、同比增长 0.1%，其中工业投资增长 0.1%、采矿业增长 6.2%；第三产业投资 109636 亿元、同比下降 6.8%，主要受房地产开发投资下降 16.2%拖累。分地区看，东部、中部、西部、东北地区投资分别同比下降 6.4%、2.9%、6.6%、17.5%，东北地区降幅最深，与其产业结构偏重能源、装备与老工业基地，在设备更新边际放缓和人口外流压力下项目储备趋弱相关；西部地区降幅较大，则与四川、贵州等地化债约束下基建节奏放缓有关。分登记注册类型看，民间投资同比下降 7.1%、外商投资企业下降 4.3%、港澳台投资企业下降 8.7%，国有控股投资下降 0.4%；民间与外资降幅明显大于国有控股，反映民营资本与外资在房地产链与外贸链不确定性下的避险倾向。

从制造业、基础设施、房地产开发三大领域看，如图 27 所示，2026 年 1—5 月制造业投资同比下降 0.4%、基础设施投资（不含电力）增长 0.6%、房地产开发投资下降 16.2%，三者同步走弱，共同压低了固定资产投资整体增速。从年内演变看，三大领域呈现“前高后低”特征：1—2 月制造业投资增长 3.1%、基建增长 11.4%、地产下降 11.1%，在“两新”政策与专项债前置发行支撑下开局平稳；进入二季度后增长动能集中回落，制造业由正转负，基建增速由两位数收敛至近零，地产降幅持续扩大。其中，基建增速的回落主要源于 2025 年同期高

基数（2025 年专项债前置发行、“两重”项目与超长期特别国债集中投放推高基数）以及项目落地与实物工作量形成之间的时滞；制造业的走弱与“两新”补贴基数抬升、民营制造业再投资趋于谨慎相关；地产降幅扩大则源于销售弱势向投资端的传导，以及房企融资收紧、新开工持续低位的累积效应。

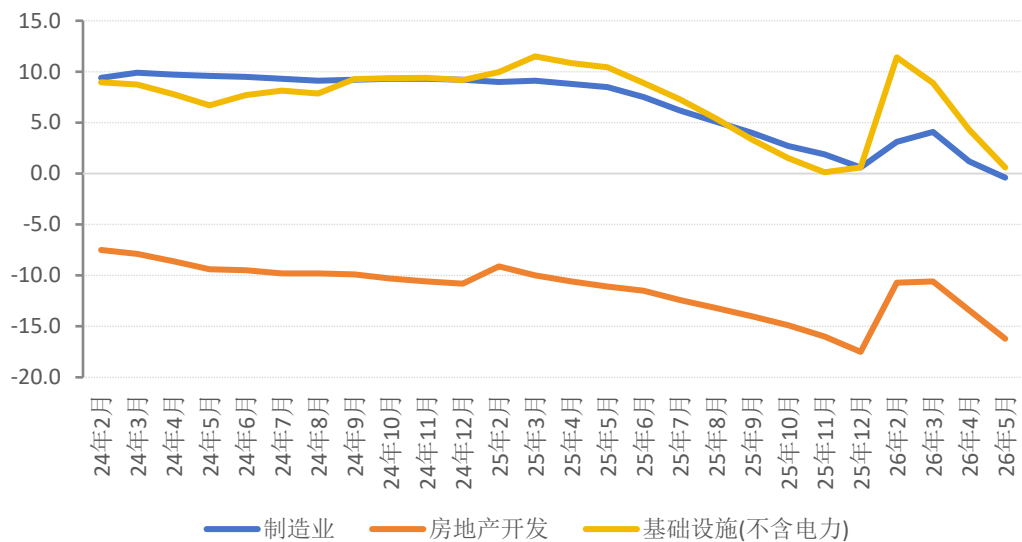


图 27 三大领域固定资产投资累计同比增速  
(数据来源：国家统计局)

### 2.2 制造业投资由正转负，设备更新与高技术制造仍是核心支撑

制造业投资在高基数下由正转负，1-5 月同比下降 0.4%，较 1—4 月的增长 1.2%回落 1.6 个百分点，较 1-3 月的 4.1%回落更为显著。这一走弱大体与三方面因素相关：其一，2025 年同期制造业投资在“两新”补贴密集投放下基数偏高，今年同口径增速被动回落；其二，民间资本投资意愿受企业盈利预期与“反内卷”治理影响仍偏谨慎，1—5 月扣除房地产开发后的固定资产投资同比下降 1.2%，民营制造业再投资活动总体呈观望态势；其三，外部需求不确定性仍在牵制出口导向行业的产能扩张决策，中美经贸摩擦虽阶段性缓和，但关税前景反复对电子信息、家电、新能源汽车等出口依赖度较高行业的资本开支形成抑制。

分行业看，设备更新与产业升级仍是支撑制造业投资的主要力量。1—5 月设备工器具购置投资同比增长 9.3%，拉动全部投资增长 1.4 个百分点，占全部投资比重达 17.5%，较上年同期提高 2.2 个百分点；知识产权产品投资增长 9.3%，占全部投资比重 13.9%、提高 1.7 个百分点，拉动全部投资增长 1.1 个百分点。

与 1—4 月相比，设备工器具购置增速由 11.5% 回落至 9.3%，边际有所放缓，显示大规模设备更新政策的拉动效应在高基数下逐步收敛，但仍处于相对高位，企业以技术改造、绿色化和数字化方式推进产能升级的方向未变。

其中，高技术产业的结构性亮点尤为突出。1—5 月高技术产业投资同比增长 4.5%、拉动全部投资增长 0.4 个百分点，其中高技术制造业增长 3.4%、高技术服务业增长 6.9%，均显著高于制造业整体水平。如图 28 所示，关键细分领域表现尤为强劲：电子电路制造业投资同比增长 50.9%、锂离子电池制造业增长 24.9%、飞机制造业增长 19.7%、信息服务业增长 13.8%、集成电路制造业增长 11.0%、电子专用材料制造业增长 10.5%。这种“尖端制造—信息服务”双轮领跑的格局表明，在政府引导基金、上市公司再融资与专项再贷款的合力支持下，AI 算力、半导体国产化、新能源动力电池、商用大飞机等战略性新兴产业仍处于资本开支扩张期。

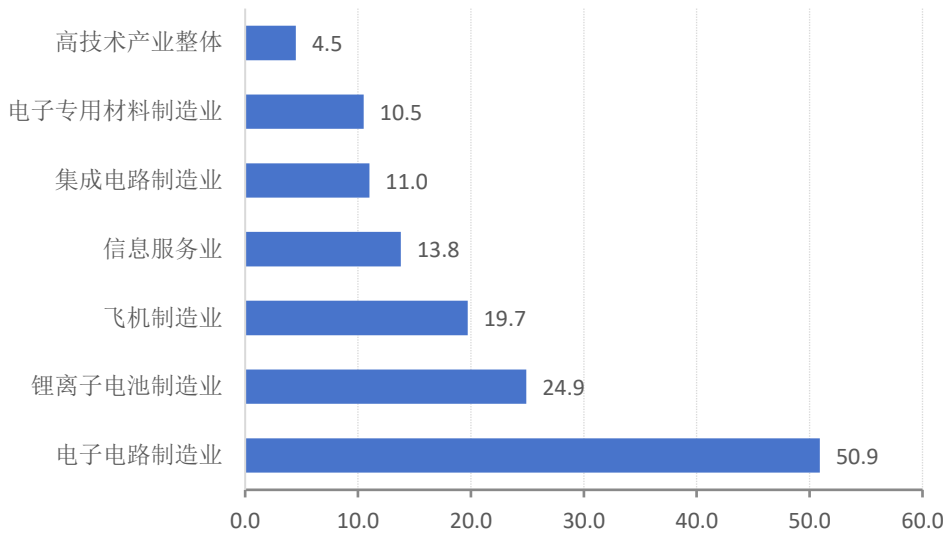


图 28 高技术产业及关键细分领域投资累计同比  
(数据来源：国家统计局)

2.3 基础设施投资增速回落至近零区间，内部结构向战略性新领域倾斜

2026 年 1-5 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.6%，较 1—4 月的 4.3% 进一步回落，增速回归近零区间。这一变化若放在 2025 年同期高基数下观察，其结构性逻辑较为清晰：第一，2025 年 1—5 月基建投资在专项债前置发行、“两重”项目（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）资金集中投放以及超长期特别国债首次发行的叠加推动下保持较高增

速，导致基数显著走高；第二，2026 年新增专项债虽继续前置发行，但项目落地与实物工作量形成之间存在 3—6 个月时滞，5-6 月集中到位的资金尚未充分体现在 1—5 月的累计数据中；第三，化债压力较大的省份（如贵州、云南及部分东北地区）在化债与新增投资之间寻求平衡，对市政、交通等传统基建项目的新开工节奏有所放缓。

分行业看，如图 29 所示，基建内部呈现“传统领域承压、战略性与绿色基础设施领跑”的分化特征。水上运输业投资同比增长 23.3%、航空运输业增长 21.7%，反映长江航运通道、干线机场扩建与低空经济相关基建的持续推进；信息传输业投资增长 30.4%，与算力基础设施、数据中心建设的高景气相关；生态保护和环境治理业增长 3.5%，与“双碳”目标下重点流域生态工程投放有关。相对而言，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比下降 0.1%，由前期正增长转为微降；传统铁路公路与城市市政基础设施在高基数下增速回落更为明显。

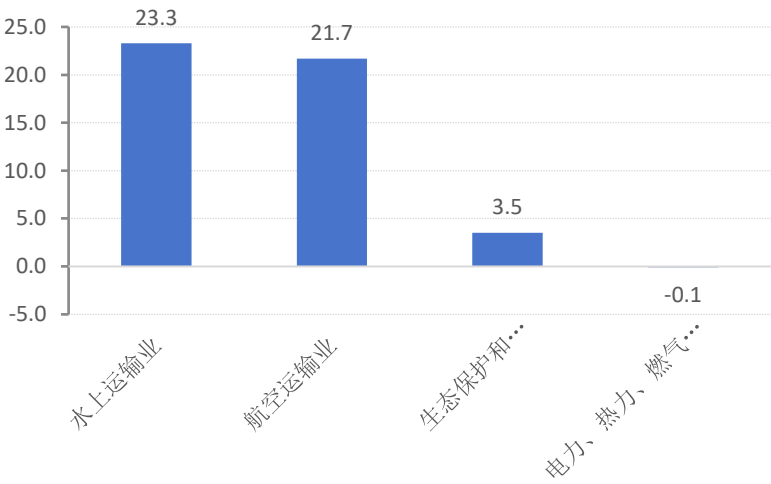


图 29 基础设施分项投资累计同比  
(数据来源：国家统计局)

资金端是判断基建投资走势的关键变量。如图 30 所示，2026 年政府债券发行呈现“专项债前置、超长期特别国债与金融注资特别国债自二季度起集中放量”的节奏特征。其一，新增专项债前置发行：一季度累计发行已超 1.1 万亿元，截至 4 月 23 日约发行 12600 亿元、较 2025 年同期增长约 12%，资金主要投向市政与产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程等领域（截至 5 月末的精确累计发行额以财政部口径为准，建议核实）。其二，超长期特别国债全年额度 1.3 万亿元，4 月 24 日启动首期发行（20 年期 340 亿元、30 年期 850 亿元，

合计 1190 亿元），财政部安排 5—6 月进入发行高峰，上半年计划完成约 5500 亿元，资金重点投向“两重”建设、消费品以旧换新与大规模设备更新。其三，金融机构注资特别国债用于支持国有大型银行补充资本，5 月 22 日（5 年期）与 6 月 12 日（7 年期）先后招标，有望通过银行信贷扩张间接支持基建投融资。其四，5000 亿元地方政府债务结存限额自 5 月起统筹用于化债与扩大有效投资，对地方政府基建项目的现金流压力形成一定缓解。

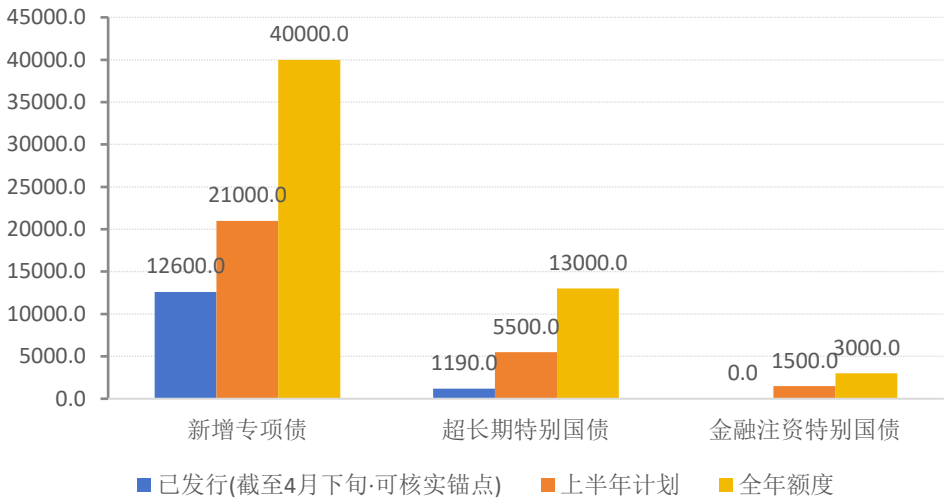


图 30 2026 年政府债券发行进度

（数据来源：财政部；其中“已发行”为截至 4 月下旬的可核实数据，截至 5 月末累计发行额建议以财政部口径核实；单位：亿元）

2.4 房地产价格降幅边际收窄，但开发投资与房企资金仍在筑底

2026 年 1-5 月，全国房地产开发投资 30356 亿元，累计同比下降 16.2%，降幅较 1—4 月扩大 2.5 个百分点；其中住宅投资 23426 亿元、同比下降 15.6%。这一降幅为 2020 年以来同期新低，表明房地产开发投资仍处于筑底过程，调整尚未结束。

从销售端看，如图 31 所示，1—5 月商品房销售面积 31320 万平方米、同比下降 10.8%（其中住宅销售面积下降 12.1%），销售额 29366 亿元、同比下降 13.5%（其中住宅销售额下降 14.1%）。从月度演变看，销售面积同比降幅由 1—4 月的-10.2%小幅扩大至-10.8%，销售额同比降幅则由-14.6%收窄至-13.5%；销售额降幅仍大于销售面积降幅，但两者差距较前期有所收敛，反映前期“以价换量”压力边际缓和，一线及核心二线城市价格相对企稳对销售额形成一定支撑。

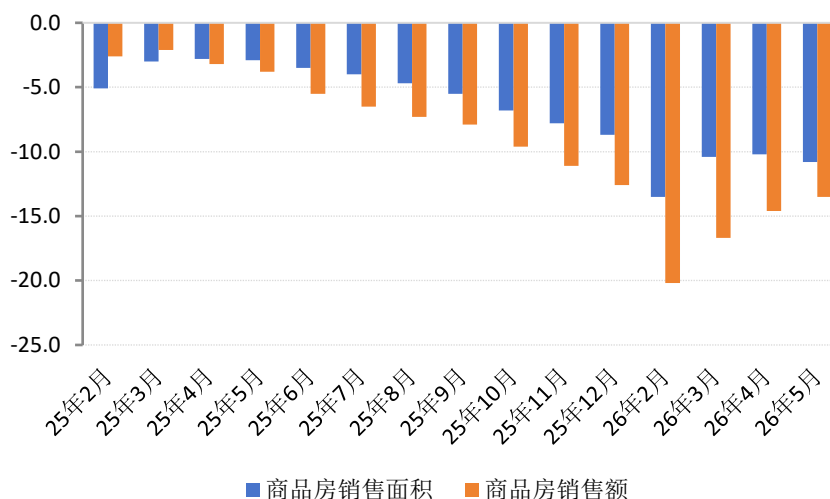


图 31 商品房销售累计同比

（数据来源：国家统计局）

从价格端看，2026 年 5 月 70 个大中城市新建商品住宅价格环比一线上涨 0.2%、二线下降 0.1%、三线下降 0.4%，同比分别下降 1.7%、3.2%、4.2%；二手住宅价格环比一线上涨 0.4%、二线下降 0.2%、三线下降 0.4%，同比分别下降 5.8%、5.7%、6.2%。其中，一线城市新建商品住宅同比降幅较上月收窄 0.4 个百分点、二手住宅收窄 1.0 个百分点，新建与二手住宅价格环比上涨城市分别为 16 个和 10 个。一线城市内部分化明显，新建商品住宅价格同比上海上涨 3.2%、北京下降 2.1%、广州下降 3.3%、深圳下降 4.5%；二手住宅价格同比北京下降 6.5%、上海下降 4.3%、广州下降 7.0%、深圳下降 5.5%。总体看，新建商品住宅价格在核心城市与“好房子”项目带动下趋于温和企稳，二手住宅价格仍有回落空间，但跌幅有望随房贷利率下行与租金收益率支撑而逐步收敛。

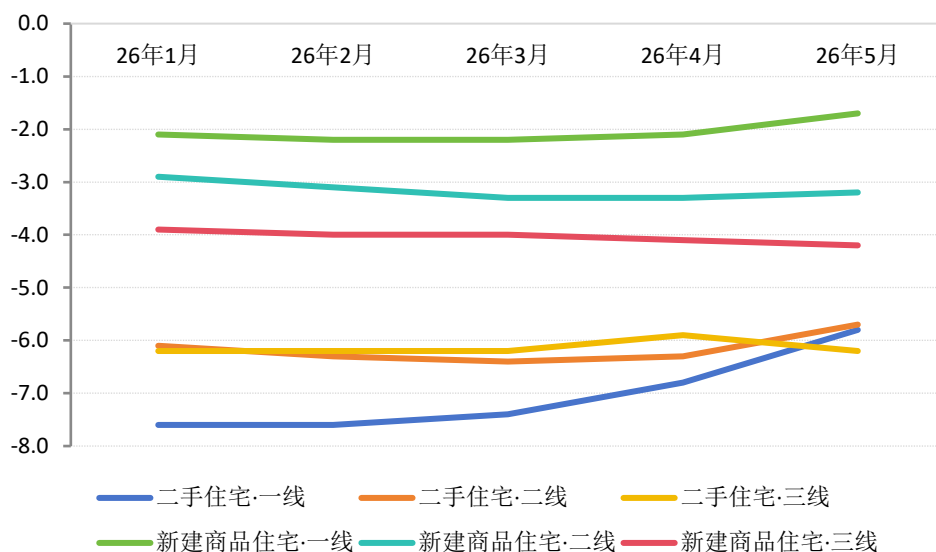


图 32 70 个大中城市房屋销售价格指数

（数据来源：国家统计局）

从供给端看，1—5月房屋新开工面积同比下降 22.6%、竣工面积下降 23.4%、施工面积下降 12.3%；房地产开发企业到位资金 32756 亿元、同比下降 19.0%，其中国内贷款下降 28.7%、自筹资金下降 13.0%、定金及预收款下降 16.1%、个人按揭贷款下降 28.0%。这一结构表明：其一，房企融资仍未走出“信贷收缩、销售回笼放缓、自筹比例被动提升”的负反馈机制；其二，居民端在房贷利率持续走低的背景下表现出“提前还贷、谨慎新增按揭”的倾向。从金融数据看，5月住户贷款整体减少，居民部门资产负债表行为偏向偿债与防御，而 1—5 月住户存款仍保持较快增长，呈现一定的“居民降杠杆、存款定期化”特征（居民信贷月度数据以中国人民银行口径为准，建议核实）。

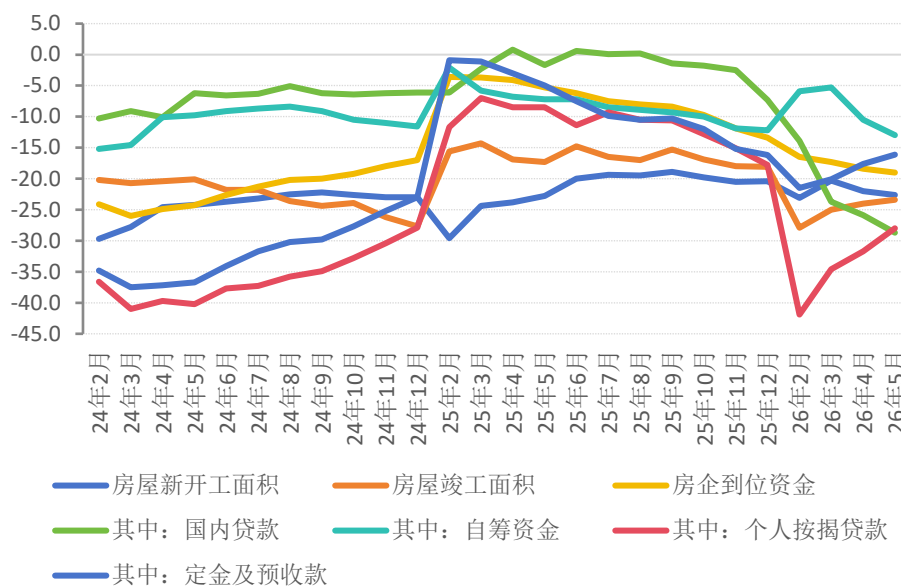


图 33 房地产开发新开工、竣工与房企资金累计同比

（数据来源：国家统计局）

综合来看，2026 年 1—5 月固定资产投资降幅的走阔，是制造业、基础设施与房地产三大领域同步走弱的结果，既包含 2025 年同期高基数的技术性因素，也反映了需求端动能的实质性转弱。外部方面，尽管中美经贸摩擦阶段性缓和，但若下半年关税前景再度反复，出口产业链投资可能进一步承压，并持续影响电子信息、家电、新能源汽车等出口依赖度较高行业的投资决策。地产链方面，当前“量先于价”的修复在一线及核心二线城市初步显现——新房价格同比降幅连续收窄、一线城市环比转涨，但三、四线城市价格仍在调整，二手房“以价换量”尚未根本扭转居民预期；若房贷利率调降幅度有限、城中村改造收储资金到位偏慢，房地产开发投资的筑底周期可能延长，对全年投资增速的拖累短期内难以快速缓解。

为应对“生产稳、出口强、消费转弱、投资走低”的运行格局，宏观政策宜以稳投资为重要抓手，重点关注三个方向：第一，财政接续。建议加快落实“两新”第二批资金（设备更新与消费品以旧换新），力争设备工器具购置投资维持较高增速；推动 5000 亿元地方政府债务结存限额向有效投资倾斜，促进基建实物工作量在下半年集中形成。第二，地产稳定。建议进一步引导存量房贷利率与 LPR 下行，在一线及核心二线城市适度优化限购，扩大“收购存量商品房用作保障房”试点，畅通“销售—价格—投资”的正向循环。第三，预期管理。建议加

强财政、货币与产业政策的协同与沟通，保持政策的连续性与可预期性，稳定市场主体信心，避免预期反复波动。

### （三）房地产市场仍在筑底，销售、价格与资金链尚未形成正反馈

#### 3.1 房地产市场销售降幅扩大

销售方面，由于宏观经济整体上受到有效需求不足等因素的影响，进一步叠加房地产市场自身的问题，使得房地产市场各项指标持续回落，且降幅进一步扩大。

今年前五个月度商品房销售额同比下降 13.5%。从图 34 中可以看出，与去年同期相比，降幅扩大了 9.7 个百分点。从图 34 和图 35 可以看出，分地区来看，我国不同区域楼市呈现出相同的态势。今年以来，无论在销售面积还是销售额上，降幅较去年同期均明显扩大。在销售额方面，前五个月，东中西部和东北地区的累计同比分别为-13.8%、-9.8%、-14.9%以及-22.0%。

在房地产市场供给侧持续数年回调的情况下，去库存压力得以大幅减轻。待售面积作为衡量库存压力的重要指标，从整体上看前五个月同比下降了 0.4%，五年以来首次出现了负增长。同时较去年同期回落近 4.6 个百分点。其中，住宅、办公楼和商业营业用房待售面积分别累计增长 0.8%，1.1%和-5.5%，特别是住宅类的累计同比比去年同期下降了 5.7 个百分点，是缓解库存压力的主要动力之一。同时值得注意的是商业营业房的待售面积增速较去年同期也大幅下降了 6 个百分点，说明商业地产的库存压力也得到了显著缓解。

在新房库存处于得以缓解的情况下，我们继续关注于二手房的供给情况。如图 37 所示，在二手房市场中，前四个月我国各线城市挂牌量显著回调。各线城市在 5 月的挂牌量指数为 44.72，25.22，49.87 和 74.17，较去年同期呈现不同程度的下降。其中，三四线城市的挂牌量增速下滑最为明显。这进一步体现了业主抛售的心态得以缓解。

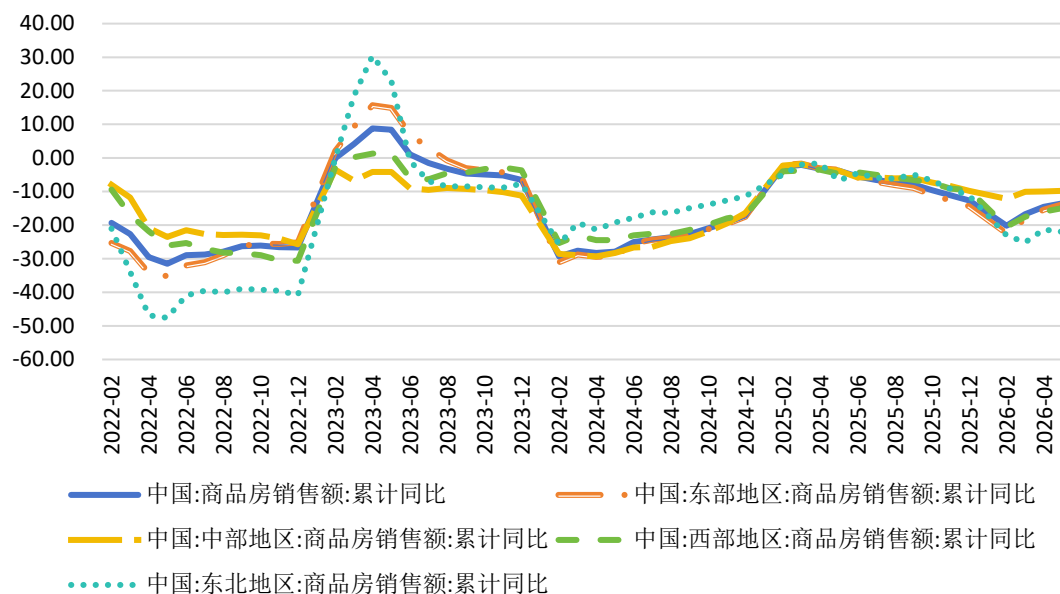


图 34 全国和分地区商品房销售额累计同比增长率  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

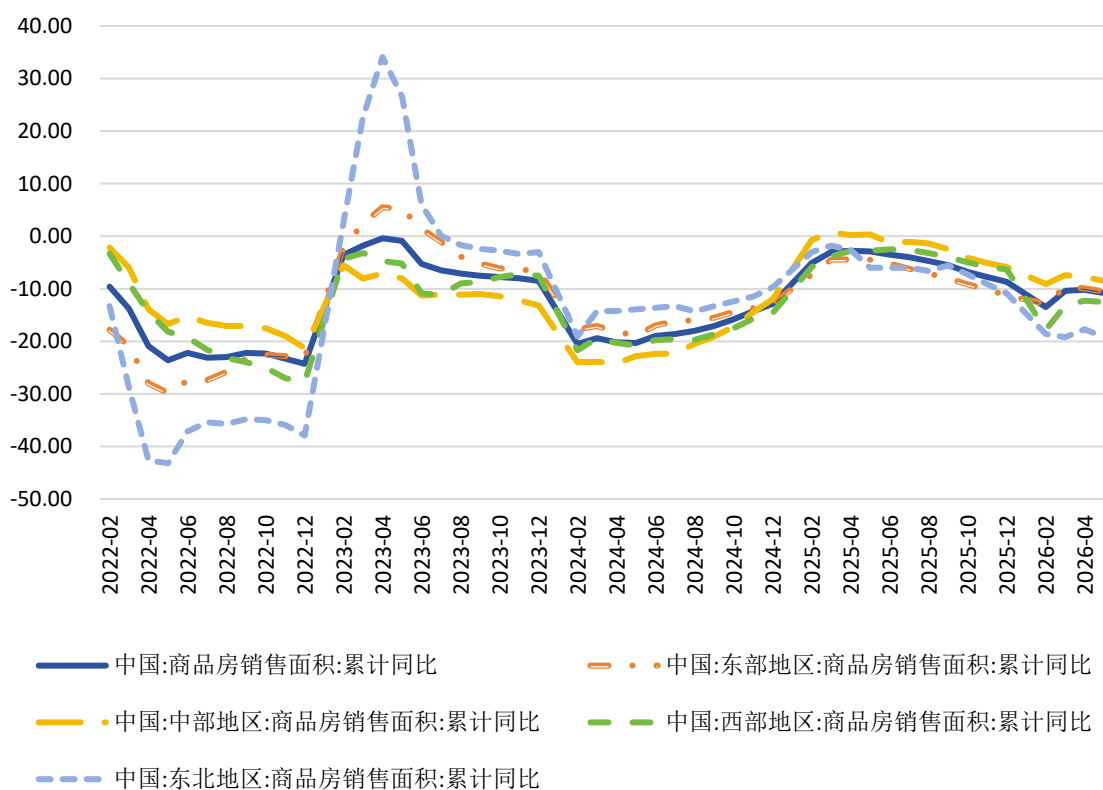


图 35 全国和分地区商品房销售面积累计同比增长率  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

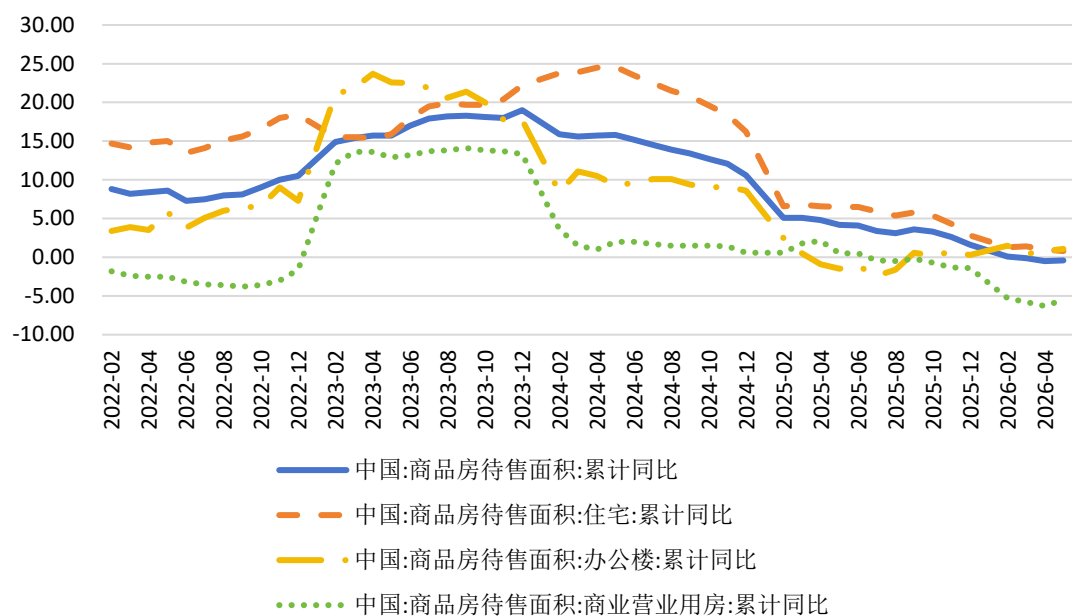


图 36 全国商品房待售面积累计同比增长率  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

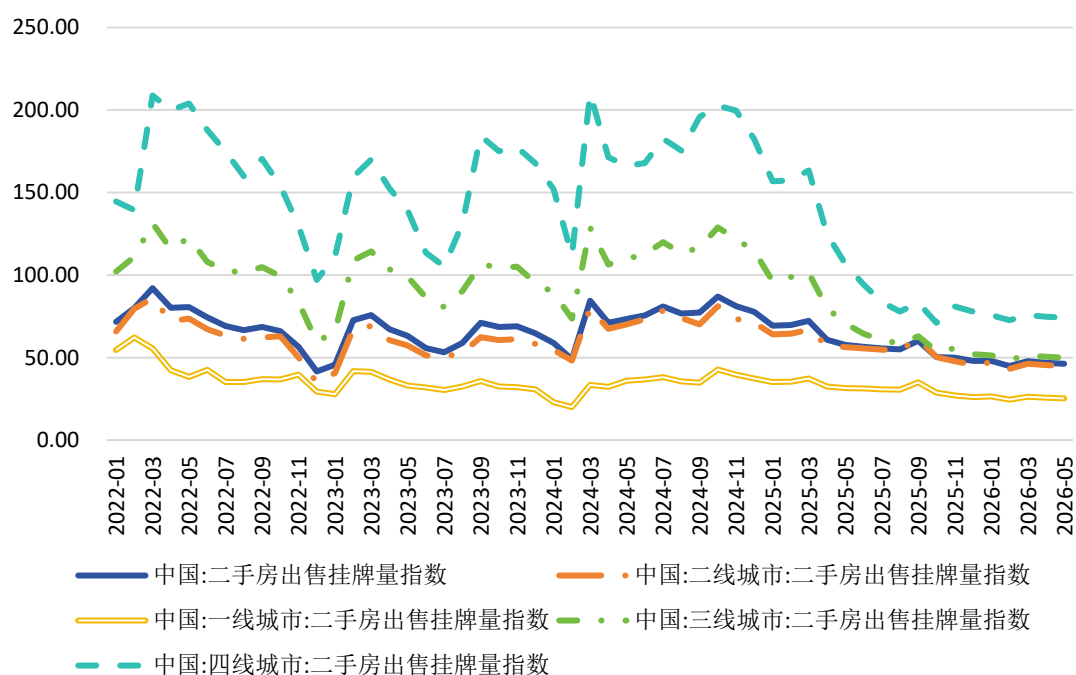


图 37 二手房挂牌量指数  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

### 3.2 房地产价格持续下跌，止跌回稳迹象仍有待观察

从房价数据来看，2026 年前四个月房价总体持续下跌，但跌幅小幅收窄。并且不同于 2022-2023 年房价在各城市之间呈现显著分化现象，自 2024 年以来各

城市房价降幅趋同的态势继续延续。首先，在新房价格方面，70 个大中城市新建住宅价格指数总体下跌，5 月房价指数同比下降 3.6%，较去年同期 4.1% 的降幅有所减少。其中，一线城市房价指数同比降幅与去年同期相同，二线城市降幅从 3.5% 缩小到 3.2%，三线城市从 4.9% 缩小到 4.2%。

其次，二手房价格呈现出与新房类似的动态，虽然仍处于下行阶段，但各城市的降幅趋同较去年同期部分分化。70 个大中城市 5 月二手房价格同比降幅为 5.9%，其中一线城市降幅为 5.8%，较去年同期降幅扩大，说明一线城市二手房价格存在补跌的情况。二线城市降幅为 5.7%，三线城市降幅为 6.2%，均较去年同期小幅减少，表明在价格上出现了止跌回稳的迹象。

伴随着二手房成交价格的持续下滑，二手房房东也继续调低了对于房价的预期。图 40 展示了二手房挂牌价指数。从图中可以看出，截止今年 5 月，二手房挂牌指数为 139，较去年同期下降了约 8%。各线城市同样呈现了类似的降幅，一、二、三、四线城市较去年同期分别下降了 10%、10%、9% 和 5%。

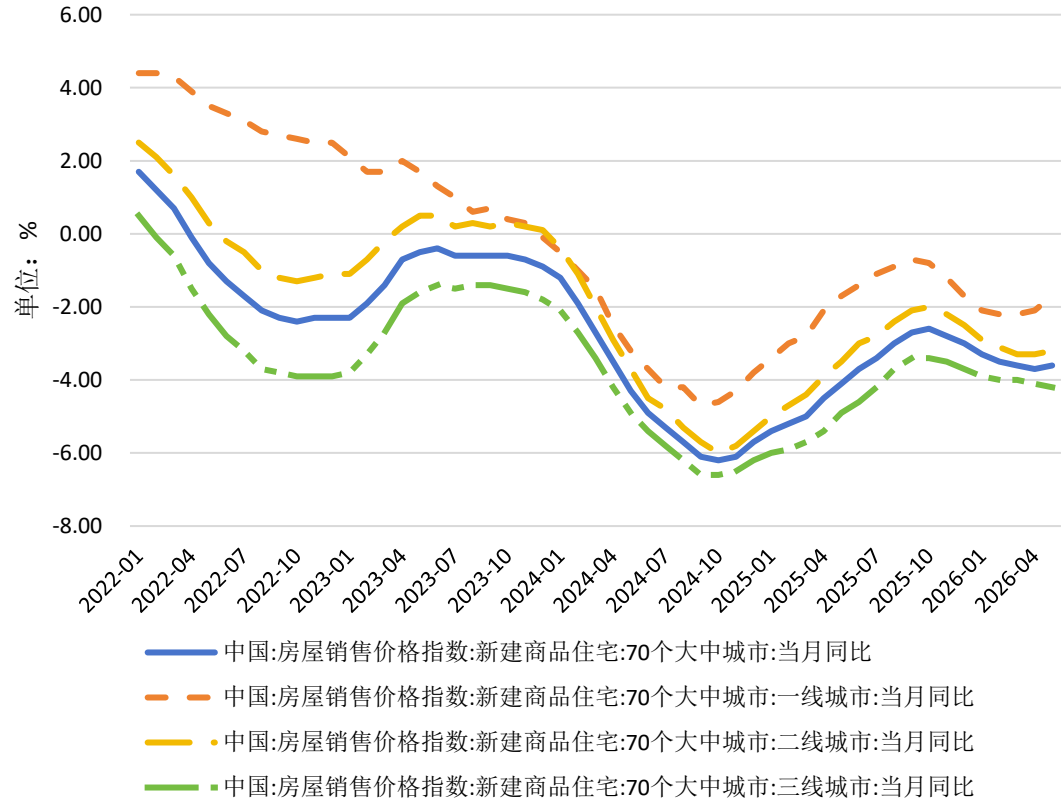


图 38 70 城新建商品住宅价格指数当月同比  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

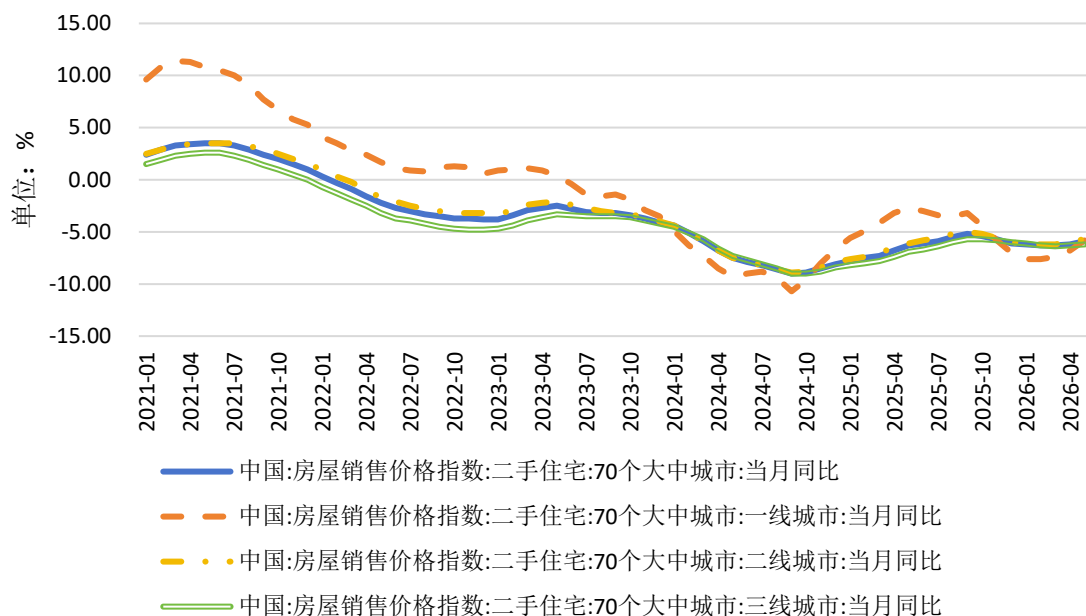


图 39 70 城二手住宅价格指数当月同比增长率  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

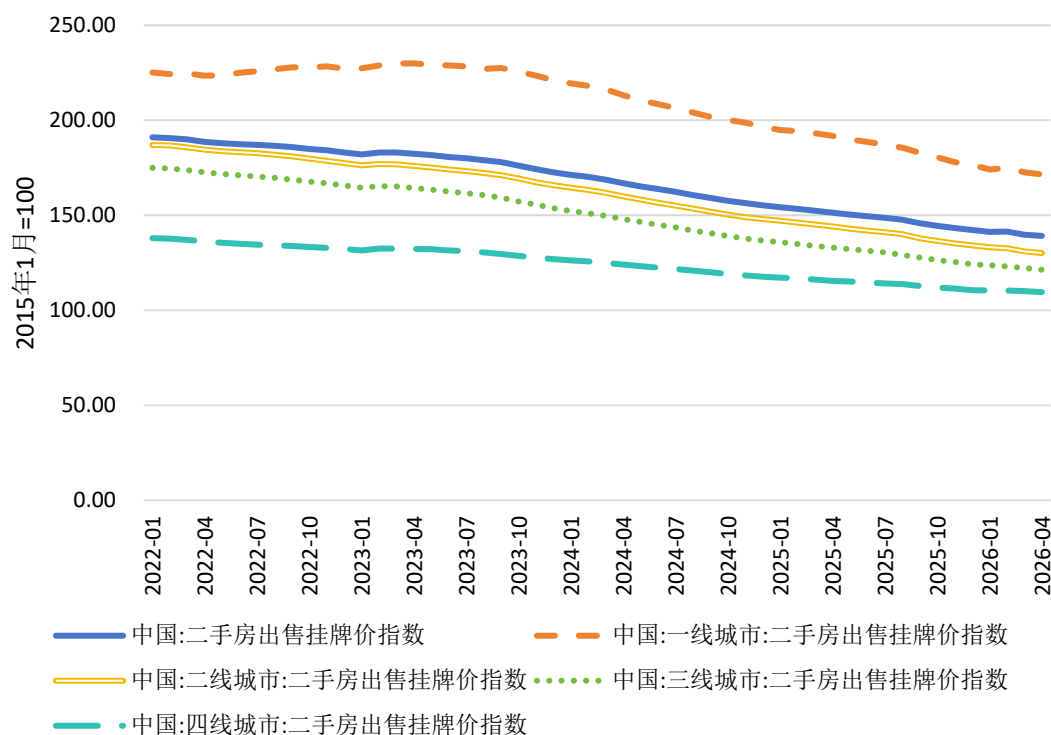


图 40 二手房挂牌价指数  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

在一线城市内部。二手房价格同比增速的显著下滑呈现出趋同的局面。如图 41 所示，截止 2026 年 4 月，北京、上海、广州和深圳二手住宅价格同比增速为 -6.5%、-4.3%、-7.0%和-5.5%，降幅均较去年同期显著扩大。但利好方面是，5 月

的同比增速降幅较年初收窄，同时 2 月以来持续的正环比增速显示出现了可能的止跌回稳迹象，但仍有待观察。

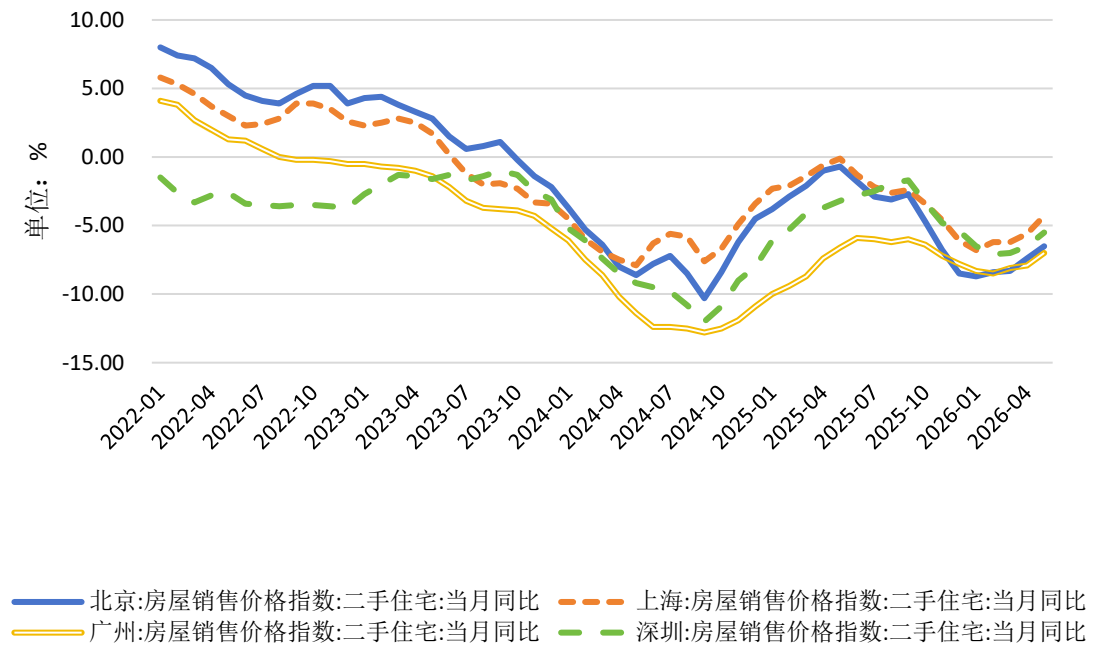


图 41 一线城市二手住宅价格指数当月同比增速  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

### 3.3 房地产企业资金困难，房地产开发投资形势依然严峻

从房地产开发企业的资金到位情况来看，今年前五个月，累计到位的开发资金同比呈现出 19.0% 的下降幅度。这一降幅与去年同期相比，显著扩大了 13.7 个百分点。这一对比数据清晰地表明，房地产开发企业的资金链紧张状况，在去年已经有所缓解的基础上，今年又出现了进一步的恶化趋势。具体从资金来源的结构进行分析，在国内贷款方面，由于商业银行普遍收紧了针对房地产企业的信贷政策，贷款限制更为严格。数据显示，今年 1 至 5 月，房地产企业累计从银行获得的贷款同比大幅减少了 28.7%，这一下降幅度与去年同期相比，急剧扩大了近 27 个百分点，反映出银行信贷渠道的资金供给明显收缩。在自筹资金方面，累计金额同比也下降了 13.0%，其跌幅较去年同期进一步扩大了 5.8 个百分点，显示企业自身融资能力也在减弱。与此同时，由于房地产市场销售状况持续低迷，商品房销售额降幅扩大，导致来源于销售回款等的其他资金累计同比变化转为负增长 19.7%，其下跌幅度较去年同期显著增加了约 14 个百分点，销售端回款不畅加剧了整体资金的紧张局面。

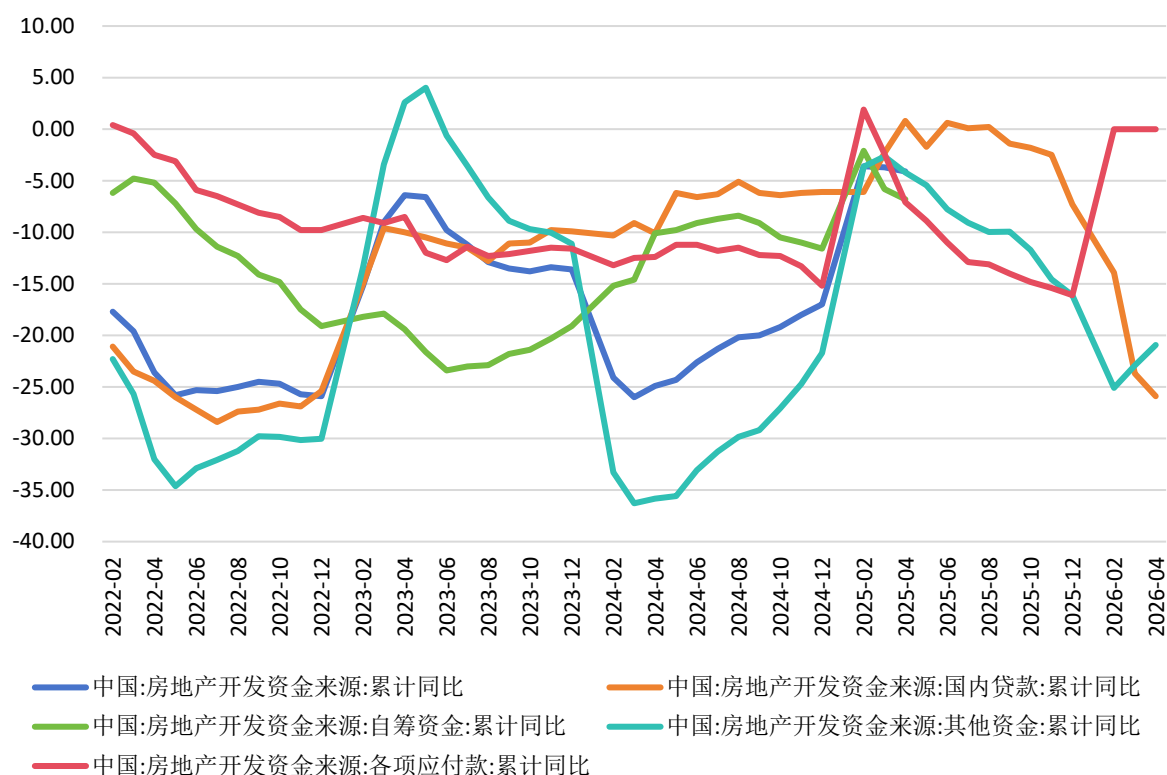
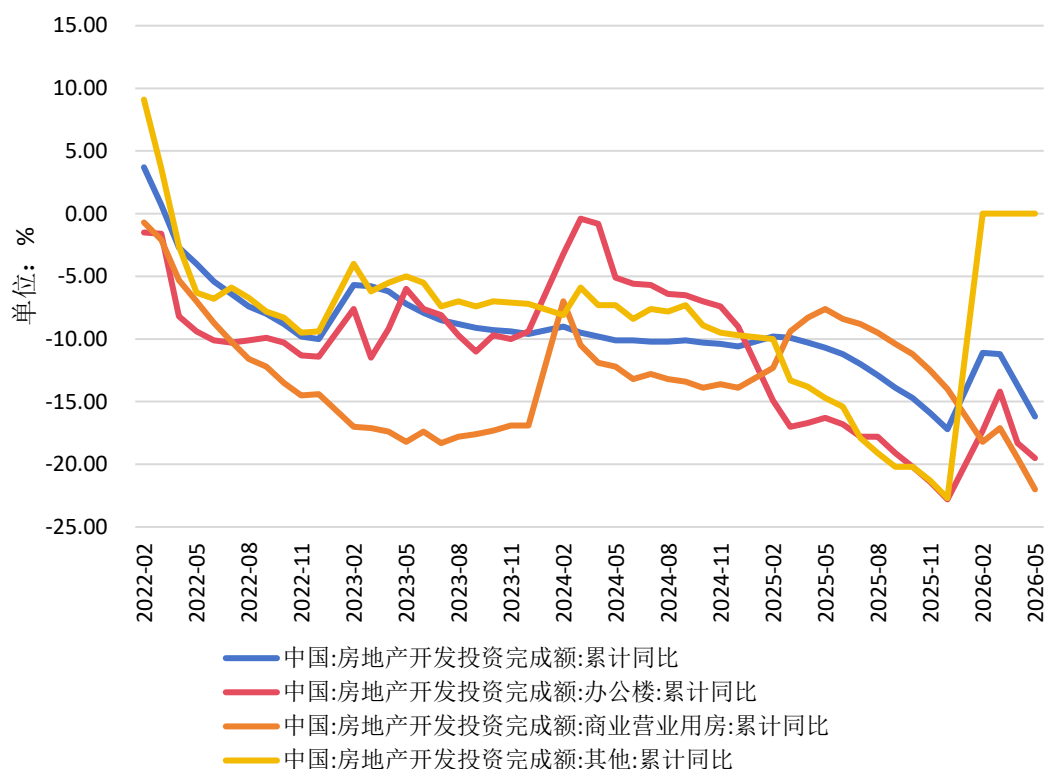


图 42 房地产开发资金来源累计同比  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

一方面, 房地产企业在融资渠道和资金获取方面面临的困境持续加剧, 市场流动性趋紧, 使得企业运营压力显著增大; 另一方面, 由于企业自身财务状况普遍欠佳, 叠加对房地产市场未来走势的悲观预期, 导致投资意愿低迷, 信心明显不足。在这种双重压力下, 房地产开发投资活动依然面临严峻挑战, 整体表现疲软, 进而对宏观经济的复苏进程产生了明显的拖累效应。具体来看, 2025 年 1 月至 5 月期间, 全国房地产开发投资累计金额较去年同期下降了 16.2%, 这一降幅相比去年同期进一步扩大了 5.5 个百分点, 显示出投资下滑趋势仍在延续, 相关详细数据已通过图 43 进行直观展示。



**图 43 房地产开发投资及其构成完成额累计同比**  
 (数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

与房地产开发投资持续低迷的趋势相呼应,开发商启动新项目的动力显著减弱,这直接导致我国房地产市场的新开工状况持续呈现疲软态势。今年1至5月期间,房地产开发企业的房屋施工面积较去年同期下降了22.6%,这一降幅与去年同期的水平基本相当,显示出市场动能的持续性不足。具体来看,住宅类施工面积的下降较为明显,同比降幅达到了23.4%,进一步凸显了住宅市场新开工活动的收缩状态。

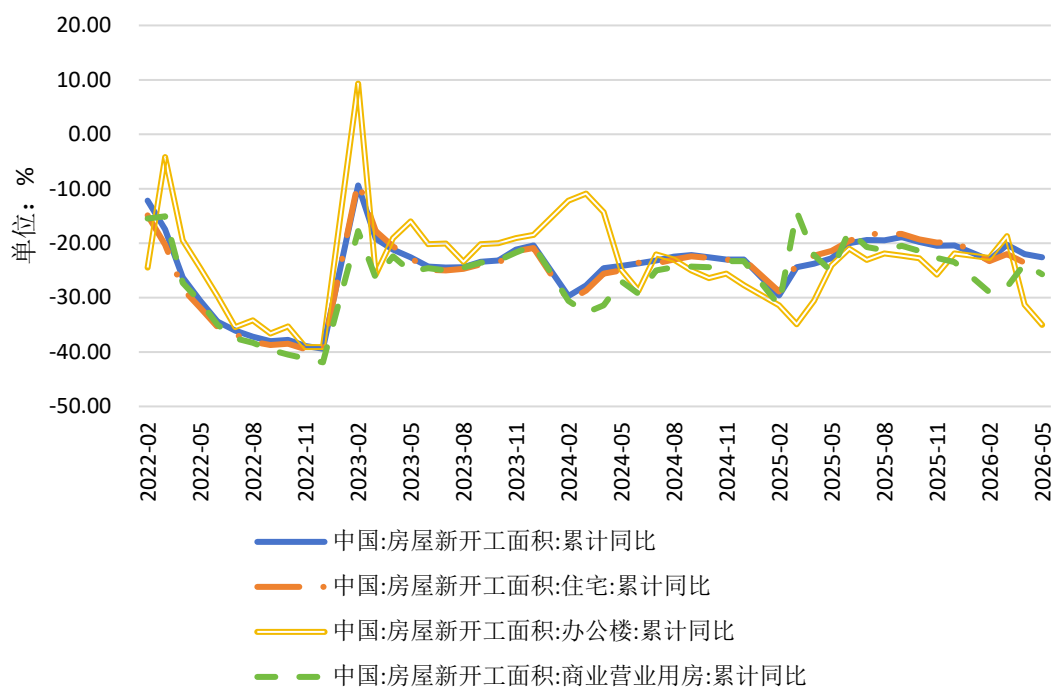


图 44 房地产新开工面积累计同比  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

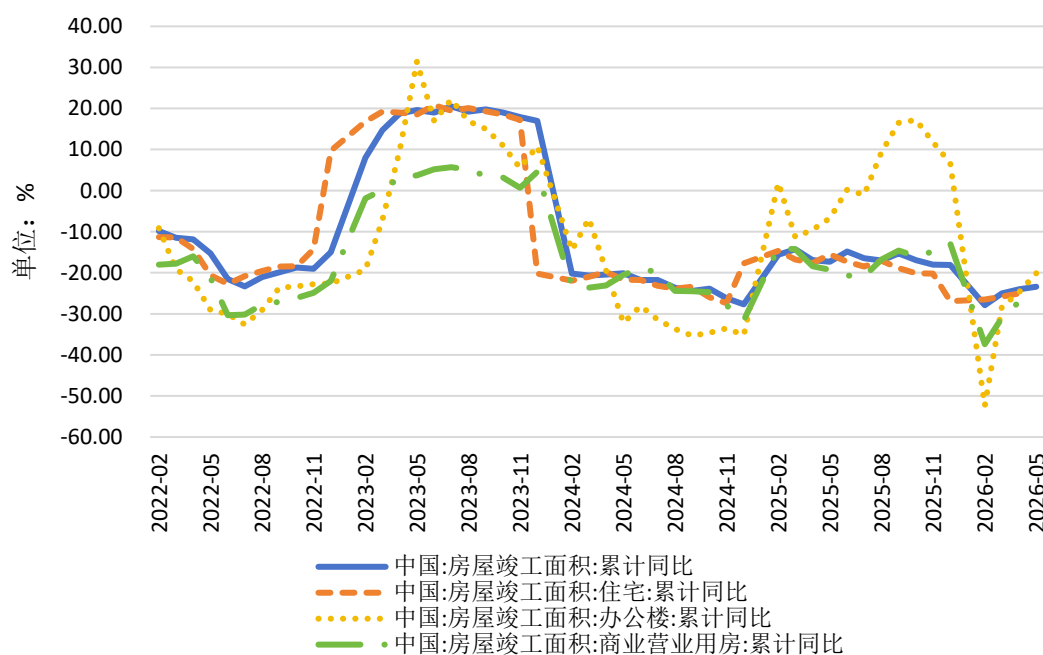


图 45 房屋竣工面积累计同比  
(数据来源: Wind、上海财经大学)

在土地市场方面，今年 1 至 5 月期间，地方政府通过国有土地使用权出让所获得的财政收入累计呈现显著下滑趋势，同比下降幅度达到 28.7%。与去年同期数据相比，这一降幅进一步扩大了约 17 个百分点，显示出土地市场持续低迷的

严峻态势。与此同时，不断下滑的土地财政收入与地方政府仍处于高位的债务压力相互叠加，使得地方财政运行面临更加复杂和困难的局面，给地方政府的日常运转和长期发展带来了更大的挑战与压力。

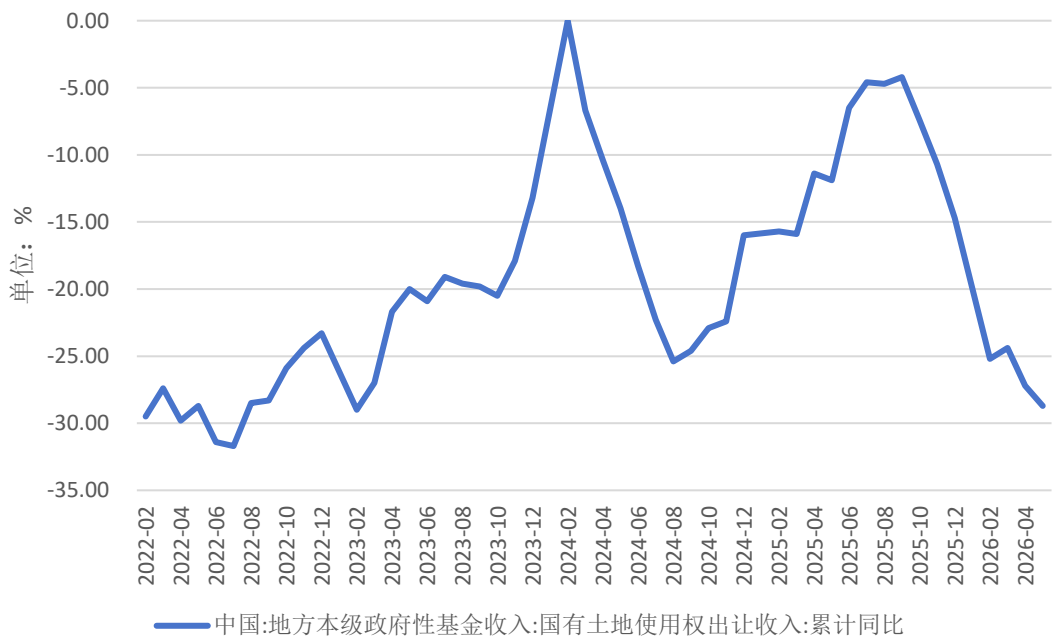


图 46 地方本级政府性基金收入:国有土地使用权出让收入  
(数据来源:国家统计局、上海财经大学)

### 三、外部部门的阶段性支撑：贸易韧性与汇率修复

#### （一）外贸增长超预期，出口结构和贸易伙伴结构继续调整

2026 年 1—5 月，整体进出口增速保持高速增长。其中，较高的价格和国内需求支撑了进口增速，较低的价格等因素强有力促进了出口增速。在这些因素影响下，2026 年 1—5 月，出口增速高于进口增速，贸易顺差略有减少。进出口总额为 29750.8 亿美元，同比增长 19.2%。其中，出口总额为 171339.5 亿美元，同比增长 15.5%；进口总额为 12616.9 亿美元，同比增长 24.5%；顺差为 4517.1 亿美元，比 2025 年同期减少 178.8 亿美元。受到人民币兑美元汇率比去年同期有所升值的影响，以人民币计价的进出口增速略高于以美元计价的进出口增速。2026 年 1—5 月，进出口总额人民币值为 206827.4 亿元，同比增长 15.3%。其中，出口总额为 119136.9 亿元，同比增长 11.8%；进口总额为 87690.5 亿元，同比增长 20.5%；顺差为 31446.4 亿元，比 2025 年同期减少 2301.9 亿元。国际服务贸易保持较高速度增长，其中，国际服务贸易出口增速大幅高于其进口增速，导致

国际服务逆差较去年同期有所减少。国家外汇管理局的统计数据显示，2025 年 1—4 月，服务贸易总额为 3587.6 亿美元，同比增长 8.8%。其中，服务贸易出口总额为 1422.0 亿美元，同比增长 19.2%；服务贸易进口总额为 2165.6 亿美元，同比增长 2.9%；服务贸易逆差为 743.6 亿美元，比 2025 年同期减少 168.4 亿美元。

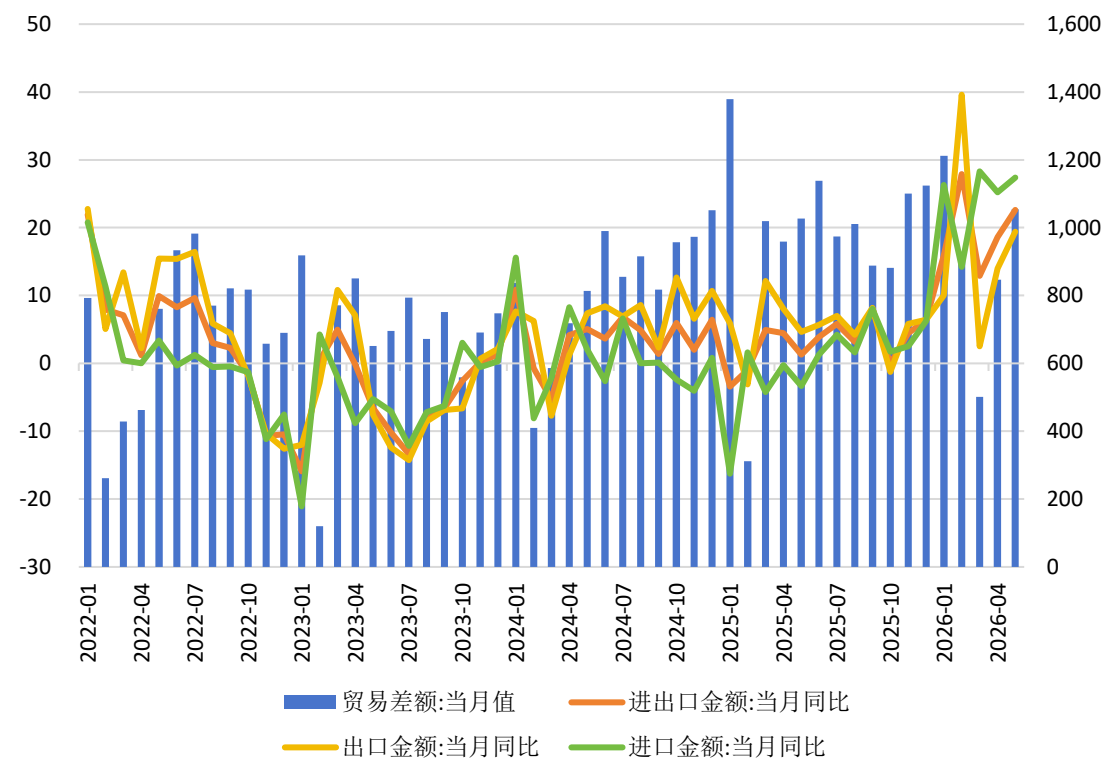


图 47 2022 年以来全国进出口增速及贸易差额变化  
(数据来源：海关总署，单位：%（左）、亿美元（右）)

2024 年 1—5 月，出口延续了 2023 年以来的“以价换量”的特点，表现为：出口价格增速低于出口数量增速。1—5 月，出口价格指数依然保持在 100 附近的低位运行，出口数量指数持续高于 100。尽管出口价格在今年 4、5 月份以来有所上涨，但 1—5 月的出口价格仍维持在 101.5 的较低水平。在较低的价格刺激下，出口数量指数维持在相对较高的水平运行。1—5 月，整体出口数量约为 112.2。出口的“以价换量”反应了全球贸易市场的不景气和中美博弈背景下中国出口产品在国家间的产能错配问题。

分产品来看，随着生产成本和关税等外部贸易成本的不断上升，纺织类产品持续收缩，其出口价格指数和数量指数均维持在低位运行。机电产品占据总出口的分额较大，成为拉动出口增长的主要动力。第十七类车辆、航空器、船舶及运

输设备的价格指数保持稳定增长，数量指数相对更高，是出口的重要增长动力。其中，车辆及其零附件占据第十七类约 75%（根据 2023 年全年数据进行计算），因此，第十七类的数量和价格波动基本能保守地反映出中国汽车行业（尤其是新能源车）的出口波动情况，反应了作为“新三样”之一的新能源车出口正成为中国出口的新动力和新动能。

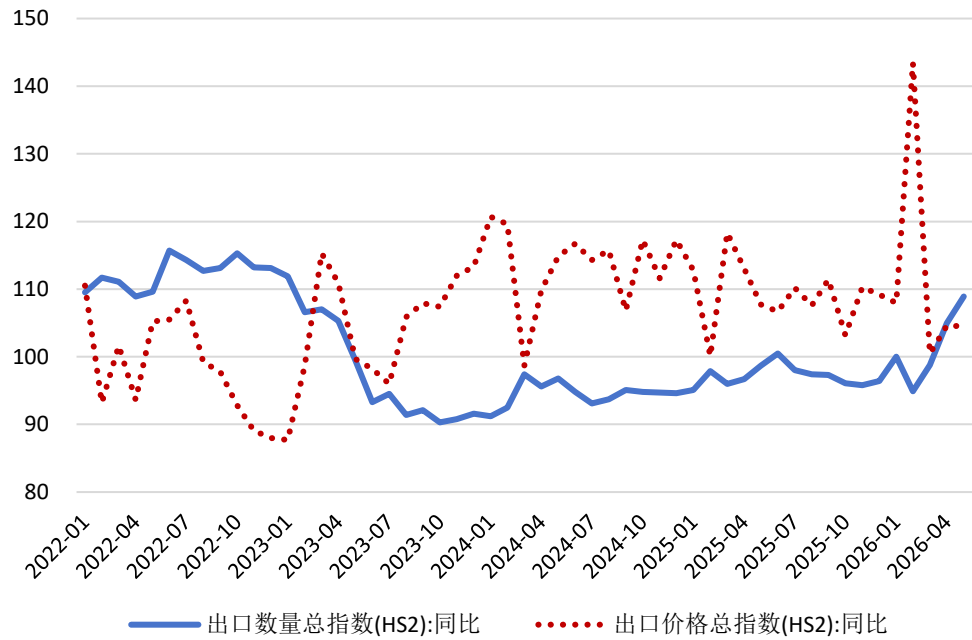


图 48 2022 年以来中国出口价格指数和数量指数走势  
（数据来源：海关总署，上年同月=100）

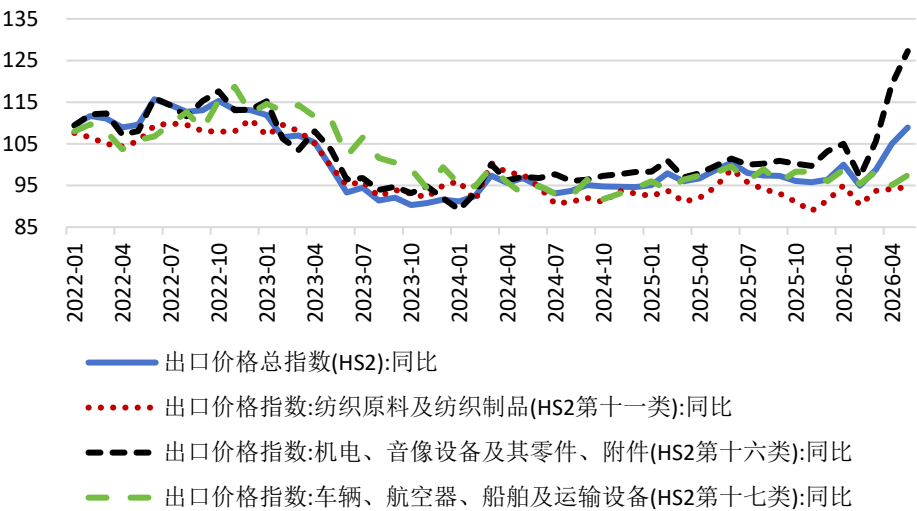


图 49 2022 年以来中国出口价格指数及其主要分项走势  
（数据来源：海关总署，上年同月=100）

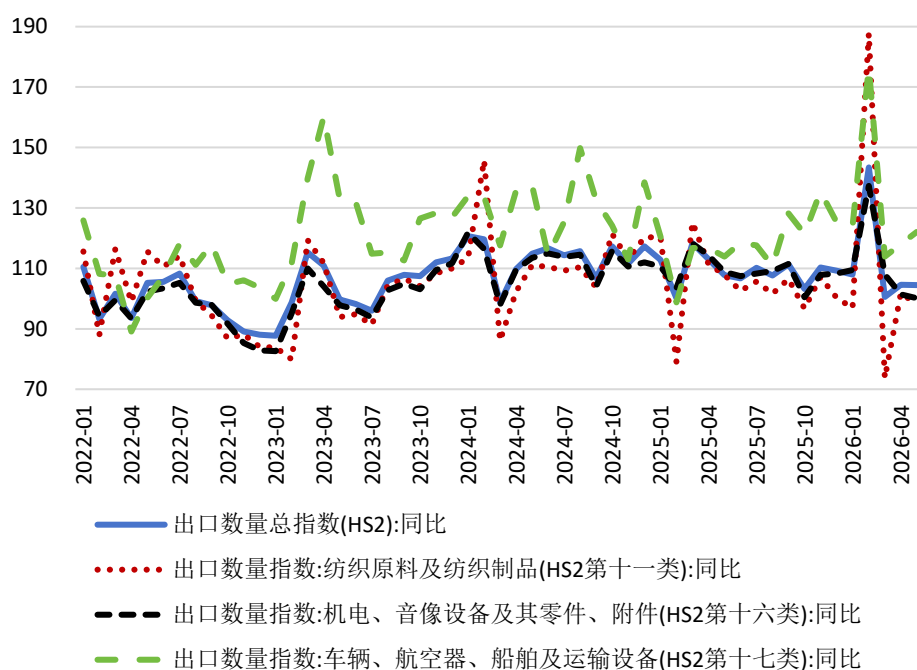


图 50 2022 年以来中国出口数量指数及其主要分项走势  
(数据来源：海关总署，上年同月=100)

2026 年以来，进口价格指数持续上行。这一走势主要源于美以伊战争推升全球通胀压力，以及各国在人工智能领域加速竞争所带来的算力相关产品价格上涨。在不断攀升的进口价格挤压下，进口数量指数有所回落，尤其是 4 月以来的矿产品进口数量已经跌倒 100 以下的收缩区间。但第十六类机电产品的进口数量指数依然高于整体进口数量指数，反映了出口需求的强劲和国内生产需求的韧性。总体来看，2026 年进口的高增速主要由较高的进口价格所驱动，其次是进口需求的拉动。

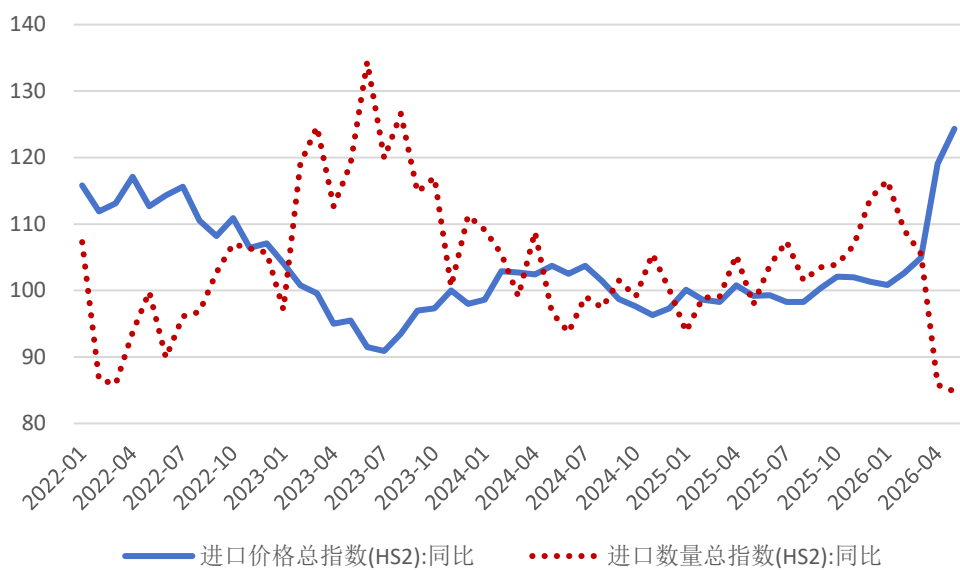


图 51 2022 年以来中国进口价格指数和数量指数走势  
(数据来源：海关总署，上年同月=100)

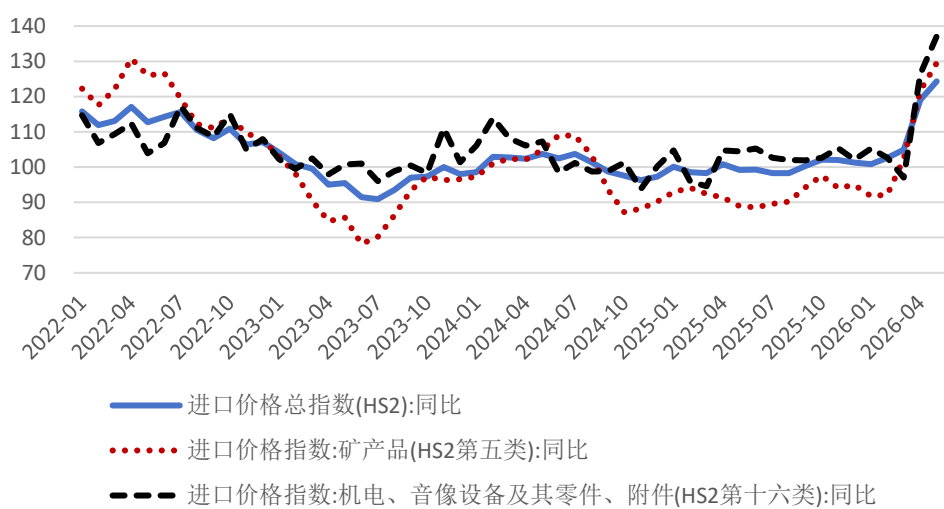


图 52 2022 年以来中国进口价格指数及其主要分项走势  
(数据来源：海关总署，上年同月=100)

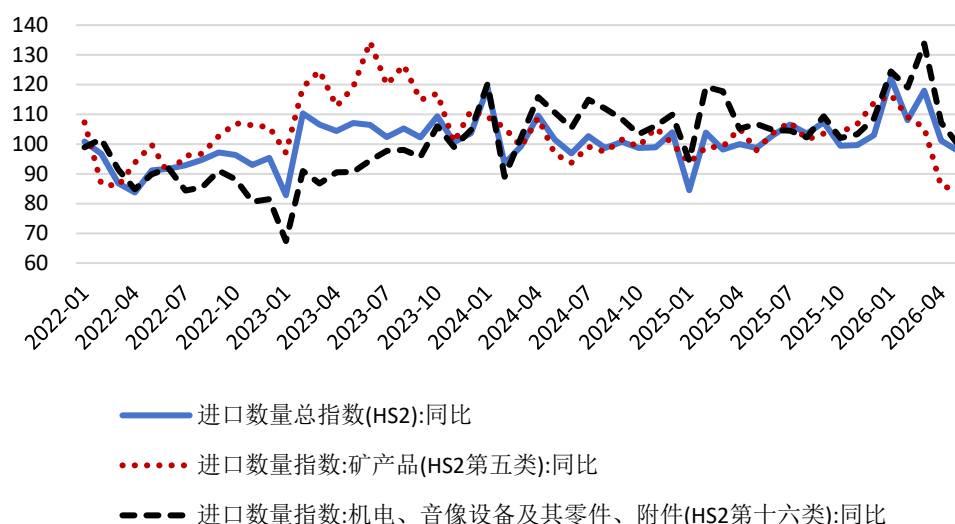


图 53 2022 年以来中国进口数量指数及其主要分项走势  
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

分贸易方式来看, 2020-2023 年, 无论是出口还是进口, 一般贸易增速持续高于加工贸易增速, 经历了四年的大幅调整时期。海关统计数据显示, 加工贸易出口占比从 2011 年的 44%下降至 2023 年的 20.7%, 加工贸易进口占比从 2011 年的 27%下降至 2023 年的 15%。2024 年以来, 加工贸易的结构调整逐渐完成, 一般贸易出口和加工贸易出口增速逐渐趋于一致。对进口而言, 2023 年以来, 加工贸易进口增速持续高于一般贸易进口增速, 反应了国内生产需求相对国外需求的不景气。

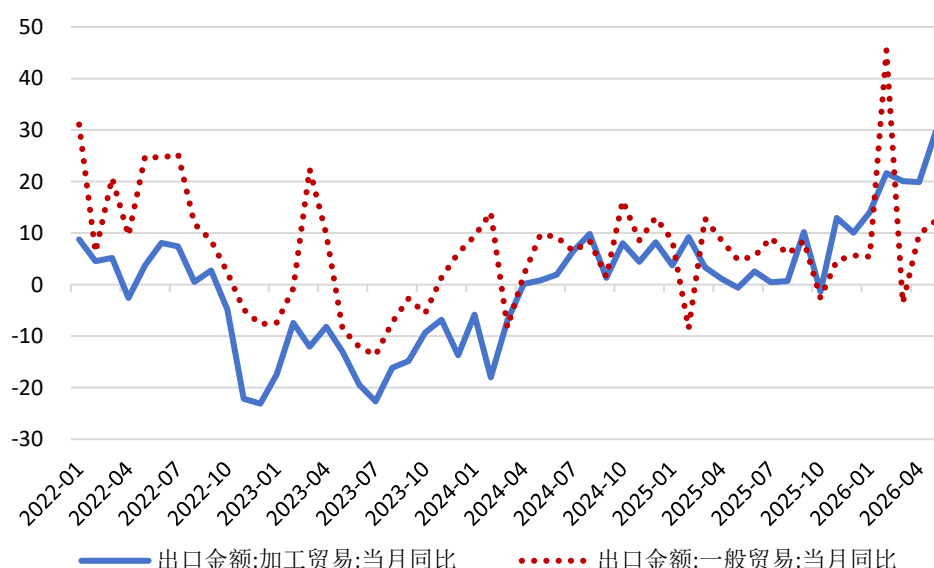


图 54 2022 年以来不同贸易方式出口增速  
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

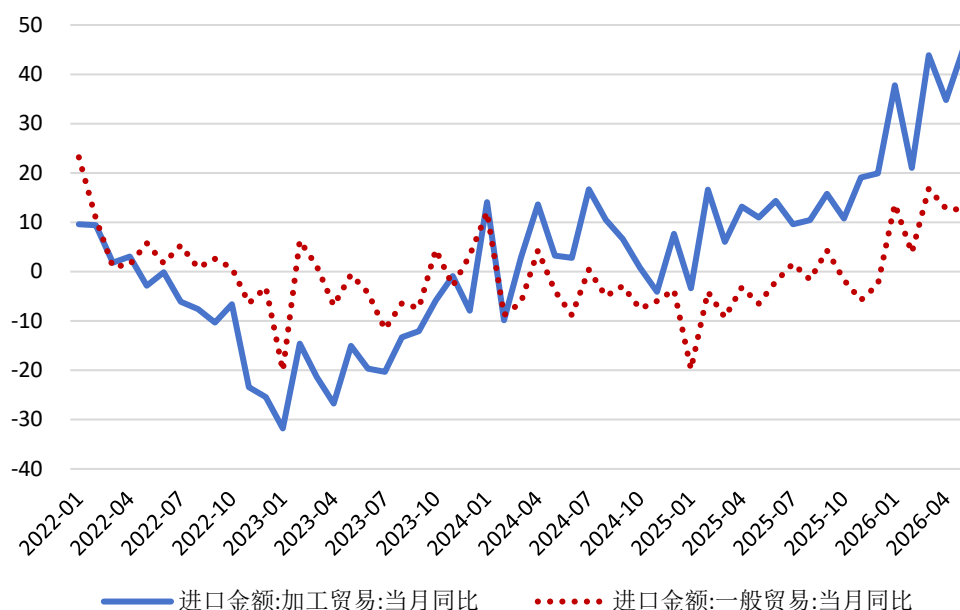


图 55 2022 年以来不同贸易方式进口增速  
(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

分国别来看, 2026 年 1—5 月, 中国对主要出口国和出口地区的出口增速均好于去年全年增速, 反应了出口的全面回暖。受中美较高的双边关税和博弈风险的双重影响, 中国对美出口和从美进口均为负增长, 反映出中美经贸关系的长期脱钩趋势。此外, 中国对欧盟和日本的出口增速相对较低, 而出口动力主要来自东盟、巴西等新兴经济体。这一趋势是后疫情时代, 大国博弈主导全球贸易格局的必然体现。值得注意的是, 尽管出口动力逐渐转向发展中国家, 但是发展中国家的经济波动和金融风险较发达国家更大, 导致中国对发展中国家的出口也面临较大的波动性。进口方面, 受美以伊战争推高全球通胀水平的影响, 除美国以外, 中国从主要进口国和进口地区的进口均大幅增长, 反应了通胀和内需的双重作用, 但需警惕其中蕴含的输入性通胀风险。

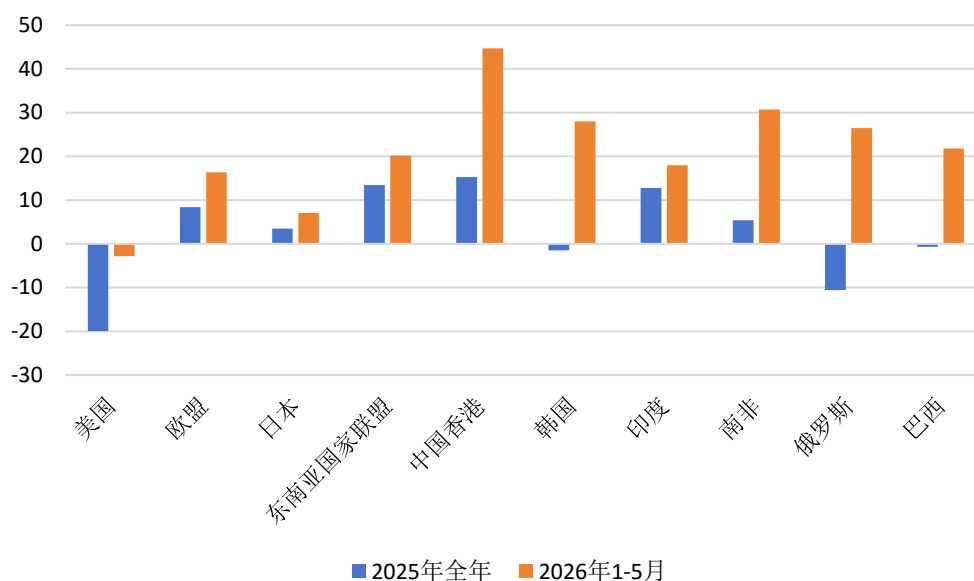


图 56 中国对主要出口国和出口地区的出口增速  
(数据来源: 海关总署, 单位: %)

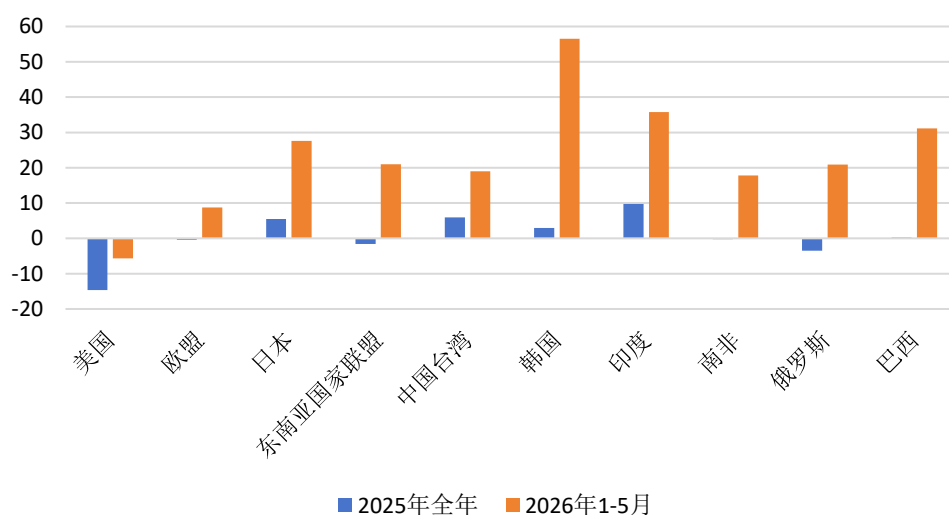


图 57 中国对主要进口国和进口地区的进口增速  
(数据来源: 海关总署, 单位: %)

2026 年 1—4 月, 中国服务贸易高速增长, 且服务贸易出口增速高于其进口增速, 服务贸易逆差较去年同期有所下降。服务贸易逆差的行业来源保持稳定, 主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业。其中, 运输服务逆差持续收窄。2026 年 1—4 月, 服务贸易逆差为 743.6 亿美元, 其中旅行逆差为 601.4 亿美元, 是拉动服务贸易逆差迅速增长的主要来源。而电信、计算机和信息服务、其他商业服务的贸易顺差稳定增长, 体现了中国服务贸易结构的不断优化。

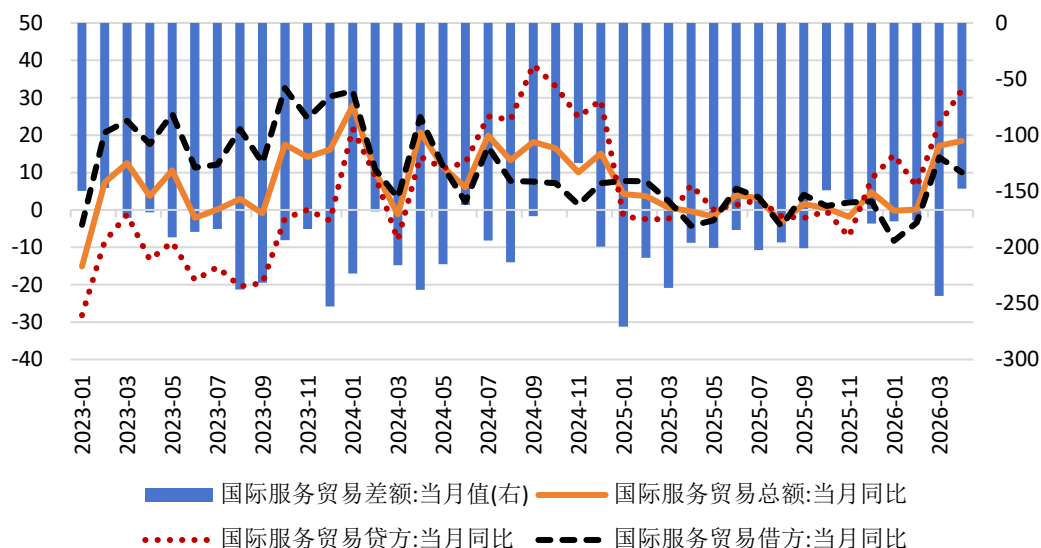


图 58 2023 年以来服务贸易走势  
(数据来源: 国家外汇管理局, 单位: 亿美元 (右)、% (左))

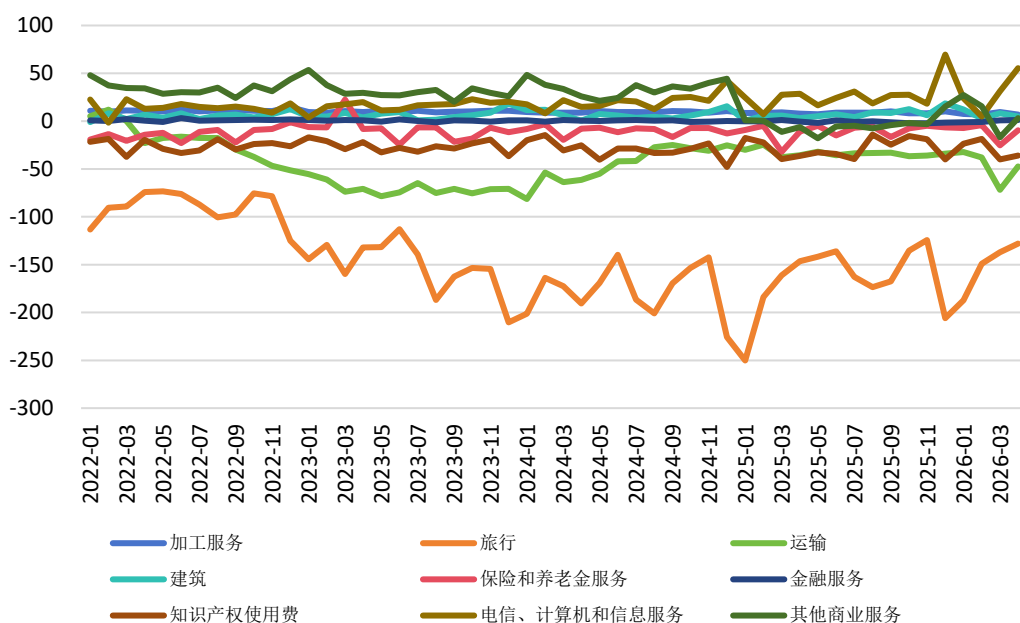


图 59 2022 年以来主要行业服务贸易差额  
(数据来源: 国家外汇管理局, 单位: 亿美元)

## (二) 人民币汇率阶段性升值，外部均衡改善但需防止超调

### 2.1 人民币汇率变动

2026 年以来，人民币汇率呈现出较为明显的阶段性升值特征。与 2025 年末相比，人民币不仅对美元升值，也对欧元、日元、英镑等主要发达经济体货币升值。以中间价口径看，人民币对美元汇率已从年初接近 7 的位置回到 6.8 附近，

对欧元、日元和英镑的升值幅度也较为明显。这说明近期人民币走强并非单纯由美元走弱解释，而是具有一定的一篮子货币升值特征。

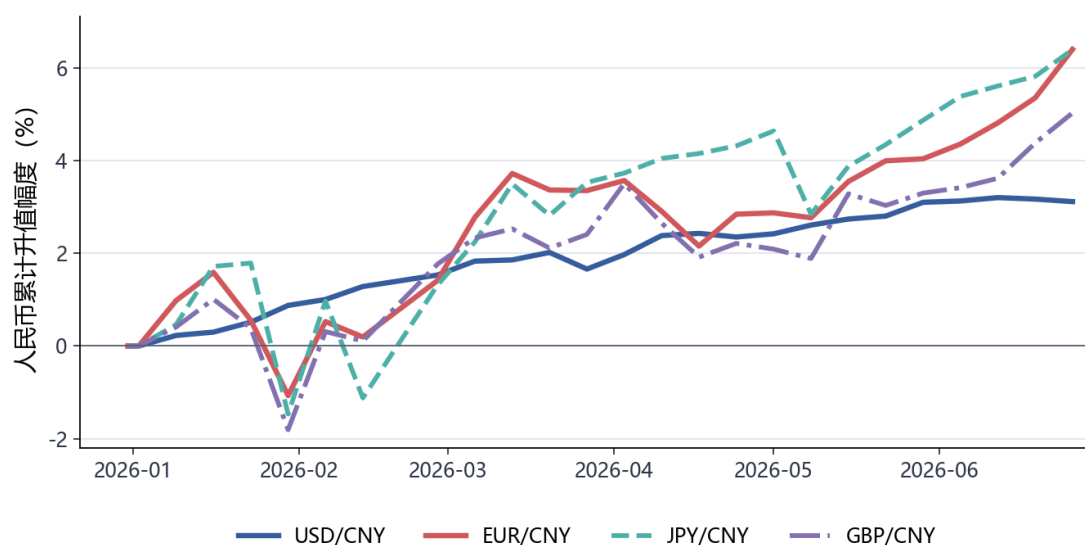


图 60 2026 年至今人民币对主要货币累计升值幅度走势  
(数据来源：国家外汇管理局、中国货币网)

从名义有效汇率看，人民币升值特征更加清楚。中国外汇交易中心公布的 CFETS 人民币汇率指数在 2026 年 3 月末为 100.87，较上年末升值 2.9%；6 月下旬仍维持在 100 以上。这表明，人民币并非只是对美元单一升值，而是对一篮子贸易伙伴货币整体有所走强。换言之，2026 年以来人民币汇率的变化，不应简单概括为“美元兑人民币下行”，而应理解为人民币名义有效汇率的阶段性修复。

国际清算银行的有效汇率数据也支持这一判断。按 BIS 广义名义有效汇率口径，中国指数从 2025 年 12 月的 107.69 升至 2026 年 5 月的 111.83，升幅约 3.8%。名义有效汇率上升意味着人民币相对于主要贸易伙伴货币的综合名义价格上升，也即人民币整体名义升值。因此，从贸易加权汇率看，2026 年以来人民币的升值并不是孤立的双边现象，而是具有更广泛的有效汇率基础。

不过，实际有效汇率的升幅相对温和。BIS 广义实际有效汇率显示，中国指数从 2025 年 12 月的 89.44 升至 2026 年 5 月的 90.86，升幅约 1.6%，明显低于同期名义有效汇率升幅。同时，5 月实际有效汇率低于 4 月水平，说明人民币实际汇率并非持续单边上行。实际有效汇率是在名义有效汇率基础上扣除中国与贸易伙伴之间相对价格变化后的指标，因此更接近衡量国际价格竞争力的汇率变量。

名义有效汇率升幅高于实际有效汇率，说明国内外相对价格因素部分抵消了名义升值对实际竞争力的影响。

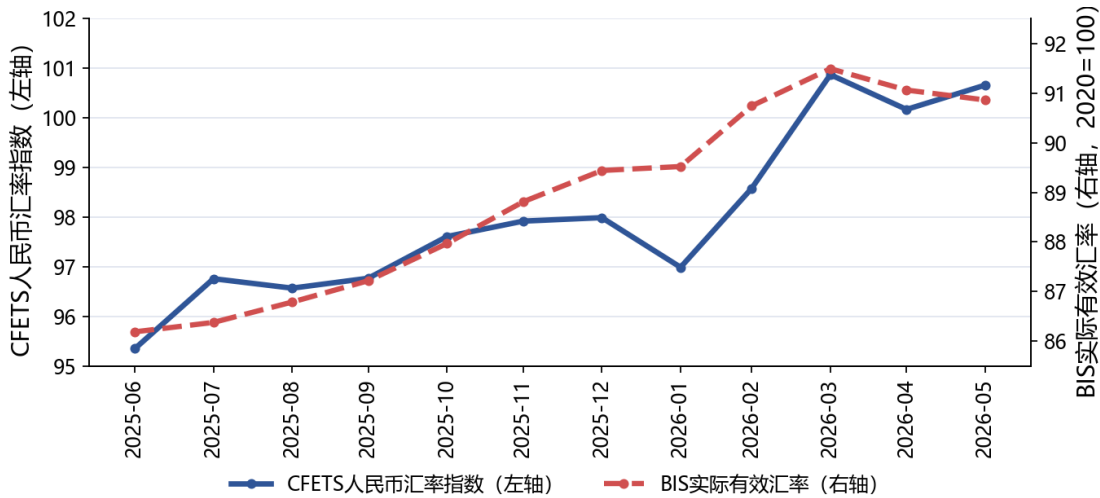


图 61 2025 年以来 CFETS 人民币汇率指数与 BIS 实际有效汇率走势  
(数据来源：中国货币网、BIS)

因此，2026 年以来人民币汇率变动可以概括为三个层次：第一，双边汇率层面，人民币对美元、欧元、日元和英镑等主要发达经济体货币均有升值；第二，名义有效汇率层面，CFETS 和 BIS 口径均显示人民币对一篮子货币整体升值；第三，实际有效汇率层面，人民币也有一定升值，但幅度较名义有效汇率更温和。这意味着当前人民币升值具有基本面和篮子汇率支撑，但还不能简单判断为实际竞争力的大幅快速上升。

总体看，2026 年以来人民币汇率从此前偏弱状态向合理均衡水平修复，汇率弹性增强，双向波动特征仍然存在。人民币名义有效汇率的回升说明外汇市场供求和预期有所改善；但实际有效汇率升幅有限，又表明当前升值对整体出口竞争力的冲击仍相对可控。后续判断人民币汇率走势，不能只盯美元兑人民币点位，还应重点观察 CFETS 人民币汇率指数和 BIS 实际有效汇率是否继续同步上行。

### 2.2 人民币升值多方面原因

人民币升值的第一层原因，是国际收支基本面仍然较强。2026 年一季度，中国经常账户顺差 1843 亿美元，其中货物贸易顺差 2475 亿美元，说明货物贸易仍是外汇供给的主要来源。与 2025 年四季度相比，经常账户顺差虽有所回落，但

初次收入逆差明显收窄，对冲了部分下行压力。虽然服务贸易仍保持逆差，但货物贸易顺差规模较大，足以支撑经常账户整体顺差。从海关口径看，2026 年前 5 个月，货物贸易进出口总值 20.68 万亿元，同比增长 15.3%；出口 11.91 万亿元，增长 11.8%；进口 8.77 万亿元，增长 20.5%。进口增长较快说明国内需求和企业补库有所恢复，但出口仍保持较强韧性，外贸部门继续为外汇市场提供基础性支撑。

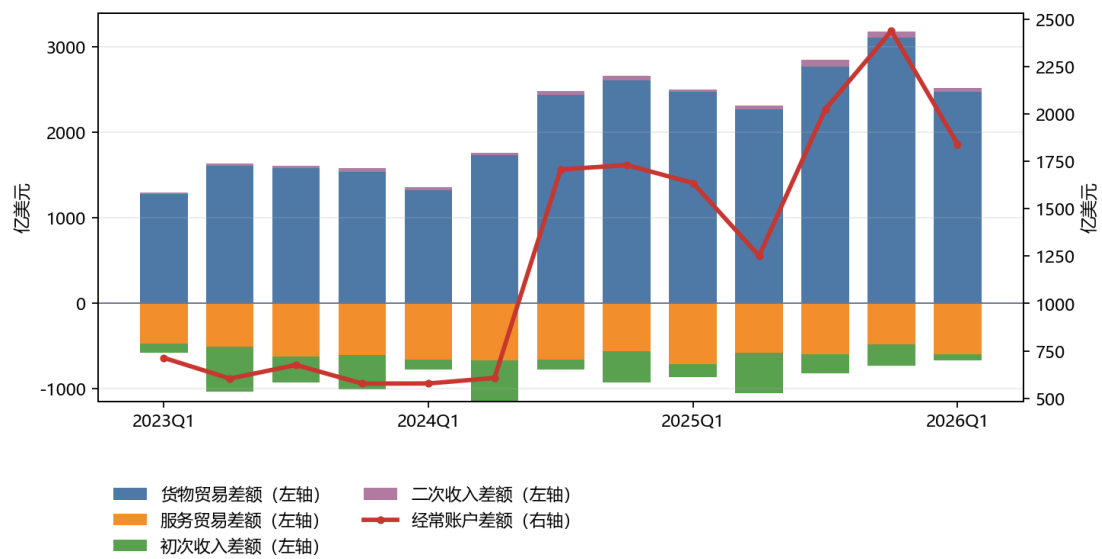


图 62 2023 年以来经常账户差额变化与分解  
(数据来源：国家外汇管理局)

第二层原因，是外汇市场实际供求偏向稳定甚至略偏顺差。2026 年 5 月，银行结汇 2439 亿美元、售汇 2081 亿美元，当月形成约 358 亿美元净结汇；2026 年 1—5 月，银行结售汇累计顺差 2145 亿美元。同期，银行代客涉外收付款累计顺差约 2101 亿美元。月度变化上，3 月跨境资金流动曾受到外部扰动影响，4 月恢复净流入，5 月非银行部门跨境资金净流入仍保持基本稳定。总体来看，近期人民币升值并不只是金融市场情绪改善的结果，而是有企业结汇、货物贸易收款和跨境资金实际收支的支撑。

第三层原因，是中国出口结构和贸易伙伴结构发生变化。当前出口韧性并不完全依赖对美贸易改善。事实上，近期中国对美国贸易并非外贸增长的主要来源，更多支撑来自东盟、欧盟、英国、拉美、非洲等市场，以及机电产品、高技术产品、绿色产品等结构性增长。随着出口产品技术含量提高、产业链配套能力增强，

中国出口对单一汇率价格因素的敏感性有所下降。这使得人民币温和升值并不会立即显著削弱整体出口竞争力，但会首先影响低毛利、低附加值、美元计价且未进行汇率套保的企业。

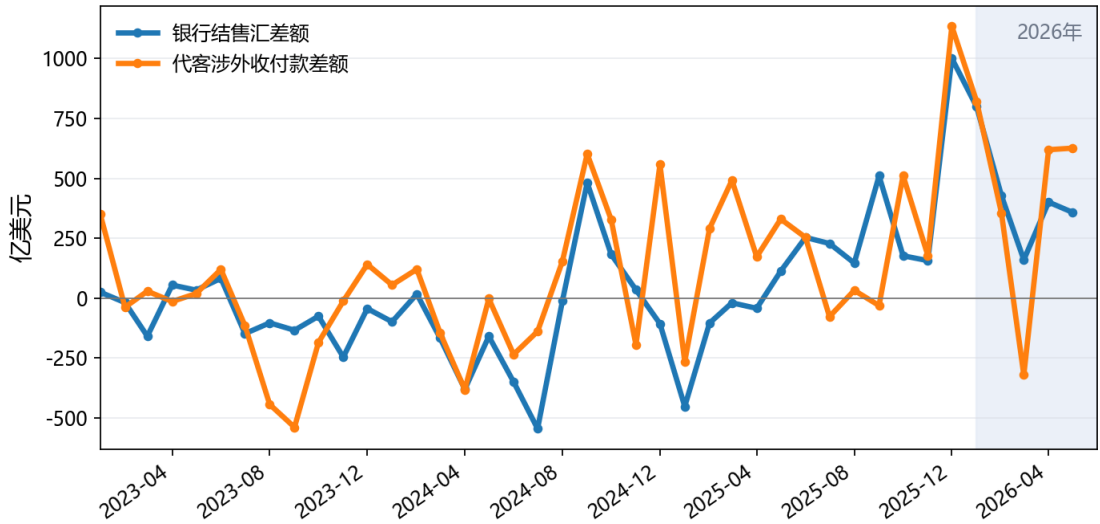


图 63 2023 年以来银行结售汇差额与银行代客涉外收付款差额走势  
(数据来源：国家外汇管理局)

第四层原因，是主要发达经济体货币自身表现并不强。人民币对日元升值较多，既有人民币有效汇率上升的因素，也有日元自身偏弱的因素；对欧元和英镑升值，既反映人民币一篮子汇率修复，也反映欧洲受到石油价格冲击和地缘政治冲突的影响；对美元升值，则主要受到中国外汇供求改善、市场预期趋稳以及美元指数阶段性波动等因素共同影响。因此，近期人民币对主要发达经济体货币同步升值，本质上是“人民币自身有效汇率修复”与“部分发达经济体货币相对偏弱或不强”的共同结果。

资本账户对人民币升值也有一定边际影响，但不宜夸大。国际收支口径显示，2026 年一季度资本和金融账户仍为逆差，说明经常账户顺差并没有全部转化为央行外汇储备或资本净流入，而是被企业、银行和居民部门的对外资产配置部分吸收。与此同时，外汇局数据显示，3 月跨境资金流动短暂承压后，4—5 月重新保持净流入，银行结售汇继续顺差。因此，资本流动对人民币形成一定短期支撑，但不是本轮人民币升值的决定性因素。本轮升值的主导逻辑仍是经常账户顺差、结售汇顺差、市场预期稳定和外部货币环境共同作用。

## 2.3 中国政府的应对

中国政府的应对可以概括为“容忍有序升值，但防止汇率超调”。央行并没有表现出强行压低人民币的政策取向，而是继续强调以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。官方政策目标不是某一个具体点位，而是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。换言之，只要人民币升值是由市场供求、经常账户顺差和预期改善推动，并且没有形成过快单边升值，政策层面大概率会保持较高容忍度。

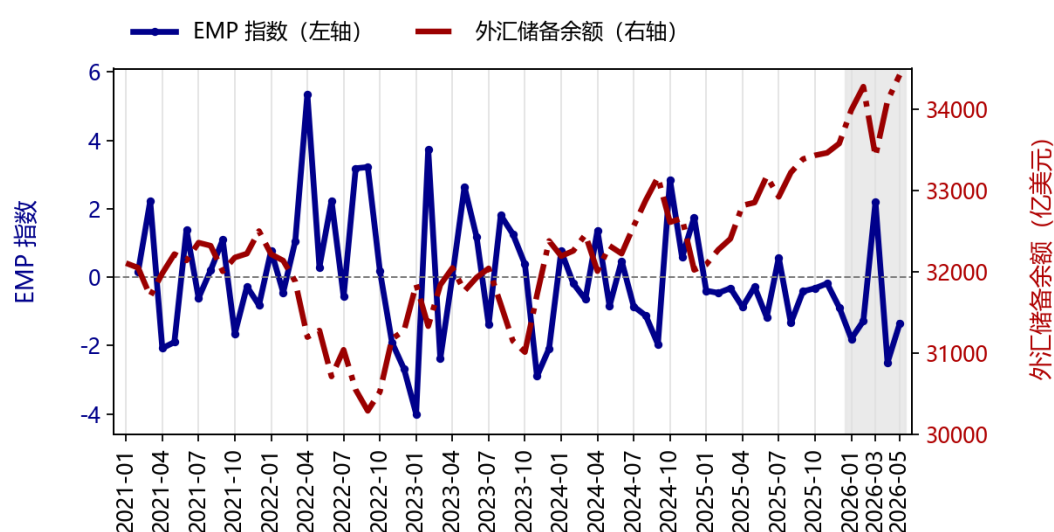


图 64 近五年人民币外汇市场压力指数与外汇储备变化  
(数据来源：中国外汇交易中心、国家外汇管理局)

外汇储备变化也说明，中国当前并未像早年那样通过大规模、持续买汇来主导人民币汇率。近五年中国外汇储备总体处于约 3 万亿至 3.45 万亿美元区间波动，整体保持较高规模和相对稳定性。2024 年末外汇储备为 32024 亿美元，2025 年末为 33579 亿美元，截至 2026 年 5 月末，我国外汇储备规模为 34422 亿美元，较 4 月末上升 317 亿美元，升幅为 0.93%。外汇管理局认为，5 月外汇储备规模上升主要受到美元指数、全球资产价格、汇率折算等因素综合影响。总体看，2026 年以来外汇储备虽有所上升，但不能简单等同于央行主动买汇。若央行为压制人民币升值而进行大规模买汇，通常会看到外汇储备持续、快速、显著累积；目前数据并不支持这种判断。

但外储稳定也不能简单等同于“完全没有管理”。中国仍然实行有管理浮动汇率制度，政策工具包括中间价机制、宏观审慎管理、预期引导、远期售汇风险准备金率、跨境融资宏观审慎参数以及对企业汇率风险管理的引导。2026 年 2 月，央行宣布自 3 月 2 日起将远期售汇业务外汇风险准备金率从 20%下调至 0，既有助于降低企业远期购汇和套保成本，也释放出防止人民币过快升值、促进外汇政策回归中性的信号。这说明政策并非“放任汇率”，而是更强调双向调节和风险中性。

外汇储备余额变化同时受到干预行为和估值效应的影响，单独观察储备难以完整识别市场压力方向。为更全面衡量外汇市场的潜在供求失衡，通过构建人民币外汇市场压力指数（EMP），将汇率变动与储备变动进行标准化组合来刻画在无干预情形下汇率本应发生的调整幅度，其中，EMP 为负表示人民币面临升值压力。2026 年 1—5 月，EMP 指数多数月份处于负值区间，表明外汇市场整体面临升值方向的供求压力。结合同期外汇储备并未出现快速累积这一事实，升值压力主要通过汇率自身调整释放，而非被央行干预所吸收。其中，3 月 EMP 指数短暂升至 2.65，主要源于当月外汇储备受美元指数上涨及全球金融资产价格下跌的估值效应影响而阶段性下降，而非人民币汇率压力方向发生反转。因此，2026 年以来人民币汇率更多体现为市场供求改善背景下的有序升值，外部金融市场变化仅带来短期扰动。

总体看，2026 年以来人民币升值具有较强的基本面基础，但其性质更接近阶段性修复，而非单边升值趋势。未来人民币汇率仍将取决于经常账户顺差能否延续、资本流动是否保持稳定、美元指数的走向如何以及国内经济修复是否更加均衡。政策层面大概率会继续允许人民币在合理区间内双向波动，同时通过宏观审慎和预期管理防止汇率超调。

## 四、宏观政策的空间约束：宽松传导与财政转型

### （一）适度宽松的货币政策基调延续，但宽松信号边际趋弱

当前我国经济运行总体平稳，但有效需求不足、社会预期偏弱等问题仍然存在，居民部门加杠杆意愿持续审慎，企业部门投资扩张动力不强。2026 年以来，中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，社会融资规模和广义货币供应量保持在合理水平，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。金融总量平稳增长，金融市场整体运行平稳。如下图所示，反映货币供给和实体经济融资需求的主要指标的增速基本匹配。具体地，截至 5 月末，M2 余额 353.67 万亿元，同比增长 8.6%；M1 余额 114.89 万亿元，同比增长 5.5%；社会融资规模存量余额 458.81 万亿元，同比增长 7.8%。

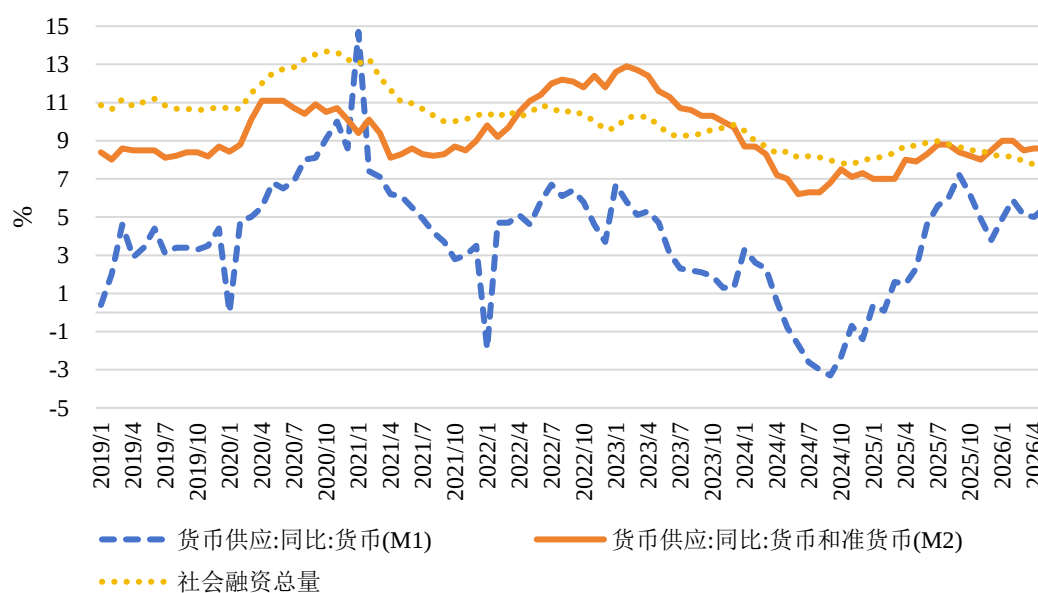


图 65 货币供应和社会融资规模存量增速  
(数据来源：中国人民银行)

虽然 M2 的增速较去年同期水平有所回升，不论是 M1 还是实体经济融资需求均缓慢下降，实体部门的融资需求持续疲弱。更重要的是，从社会融资规模的分项来看，驱动社会融资规模持续回升的主要力量依然是政府债券，如图 66 所示，除政府债务以外的其他项目之和的增速自去年年中以来持续下降，非政府实体经济部门的融资需求持续疲软。具体地，截至 5 月末，政府债券融资

增速为 15.1%，而人民币贷款、企业债券、非金融企业股票融资和表外融资的同比增速分别为 5.5%、8.4%、4.7%和 1%。

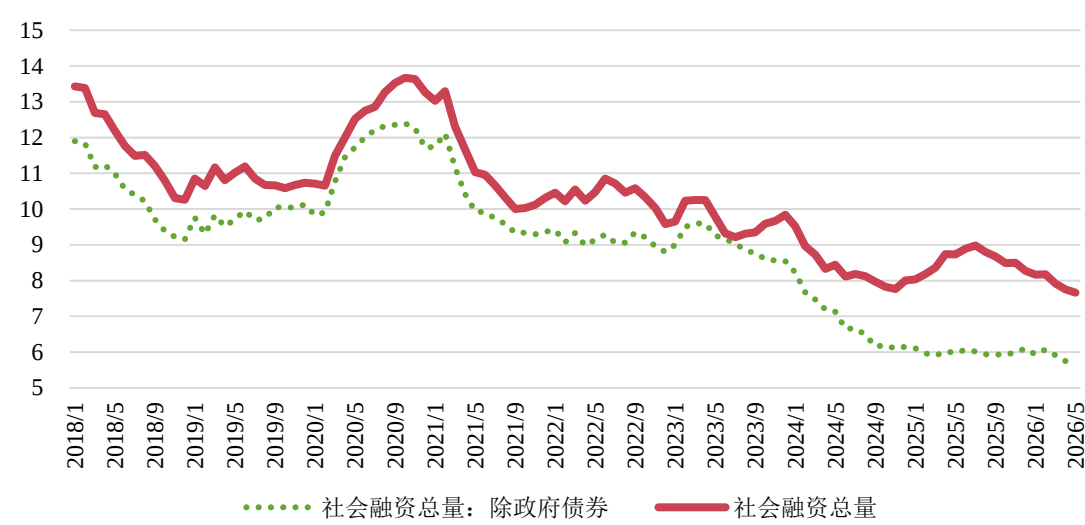


图 66 社会融资规模存量增速  
(数据来源：中国人民银行)

此外，截至 5 月末，社会融资规模累计新增 17.48 万亿元，其中累计新增人民币贷款 9 万亿元，占比前五个月社会融资规模增量的 51.5%，依旧主导了社会融资规模的增加。从贷款期限来看，前 5 个月累计新增中长期贷款 5.05 万亿元，新增短期和票据融资 3.78 万亿元，新增的中长期融资和短期融资之比约为 1.34，在 2023 年以来的最低水平，企业和居民户投资意愿依然低迷。

进一步，从融资主体来看，前 5 个月居民户和非金融企业及机关团体分别累计新增贷款-6314 亿元和 9.63 亿元，居民户累计新增贷款为 2009 年以来同期最低水平，居民部门需求持续低迷。其中，以住房按揭为主的居民户中长期贷款累计新增 628 亿元，而居民户的短期贷款累计减少 6942 亿元。从居民部门的融资目的来看，前 3 个月累计新增消费性和经营性贷款分别为-4887 亿元和 7853 亿元。可见，居民部门不仅投资意愿低迷，消费意愿更是持续走低，这是内需不足在金融数据上的集中体现。而非金融企业及机关团体方面，中长期贷款、短期贷款和票据融资分别累计新增 4.99 万亿元、3.77 万亿元和 6999 亿元，企业部门中长期贷款和短期融资之比仅为 1.12，也为 2023 年以来最低的水平，企业部门的投资意愿和居民部门一样低迷。

存款方面，受非金融企业快速增长的拉动，2026 年前 5 个月累计新增存款 15.77 万亿元，同比增加 7.1%。具体地，居民户、非金融企业以及财政累计新增存款 5.63 万亿元、1.26 万亿元和 1.9 万亿元，分别同比增加-32.2%、17360%和-7.7%。居民存款的同期增速加速下降；企业存款增速受低基数影响大幅回升，与企业中长期贷款意愿持续下降形成鲜明对比，企业端也出现预防性储蓄的倾向。值得注意的是，在家庭收入增速持续下降以及企业经营难度持续加大的背景下，如图 67 所示，非政府部门贷款和存款增速差异持续下降，且下降至 2018 年以来的最低，显示内需持续疲弱的趋势短期内或难以扭转。

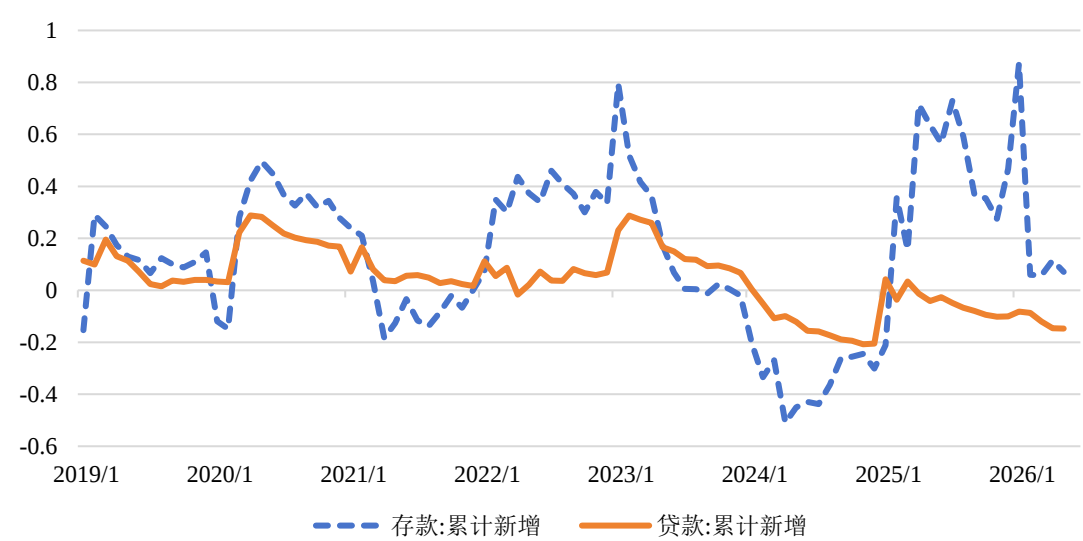


图 67 存、贷款累计新增增速  
(数据来源：中国人民银行)

在流动性投放方面，进入 2026 年，央行货币政策操作方式出现新变化。公开市场 7 天期逆回购操作利率在 5 月从 1.5%下降至 1.4%，政策利率下降 0.1 个百分点；结构性货币政策工具利率亦下降 0.25 个百分点，分专项结构性工具利率和支农支小再贷款利率从 1.5%降至 1.25%、抵押补充贷款利率从 2%降至 1.75%。此外，央行月度国债买卖操作逐步常态化，在补充中长期流动性、平滑政府债发行扰动和稳定收益率曲线方面发挥作用，一定程度上具备替代降准释放长期流动性的效果。

从利率水平来看，如图 68 所示，各类贷款利率均有所下降。截至一季度末，各类贷款的加权平均利率为 3.23%，同比下降 0.21 个百分点，较 2025 年末上升 0.08 个百分点。其中，一般贷款的加权平均利率为 3.54%，同比下降 0.21 个百分

点，较 2025 年末下降 0.01 个百分点；票据融资的加权平均利率为 1.46%，同比下降 0.09 个百分点，较 2025 年末上升 0.32 个百分点；个人住房贷款的加权平均利率为 3.06%，同比下降 0.07 个百分点，较 2025 年末持平。实体部门的融资成本持续下降，特别是更能反应实体部门融资需求的一般贷款利率和个人住房贷款利率均已下降至七年来的最低水平，与存款和贷款增速一致显示出当前非政府实体部门融资需求的持续疲弱且未见触底回升的迹象。

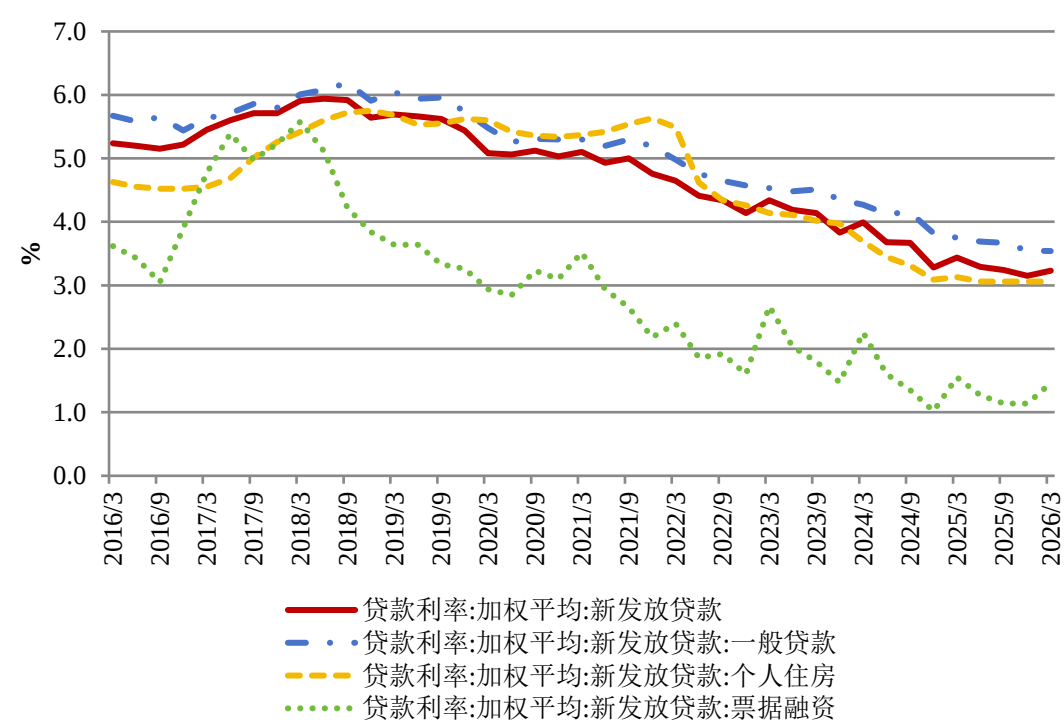


图 68 贷款加权平均利率  
(数据来源：中国人民银行)

2026 年第一季度货币政策执行报告延续“适度宽松”总基调，仍强调保持流动性充裕、社会融资条件相对宽松，并将促进经济稳定增长和物价合理回升置于重要位置。但边际变化在于，一季度报告中“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”的显性表述，在本次报告中调整为“灵活运用多种货币政策工具”，降准降息的文字提示明显弱化。

这一调整并不意味总量宽松退出，而是政策重心从明确释放降准降息预期，转向相机抉择、工具组合和传导效率提升。短期降准降息概率较此前有所下降，政策操作或更依赖公开市场中长期资金投放、结构性工具和利率传导机制优化。

但全年看，宽松取向尚未逆转，若内需修复和物价回升不及预期，或政府债发行、实体融资需求对流动性形成阶段性压力，年内仍有 25—50bp 降准以及 25bp 降息空间，节奏上或更偏小步慢跑、择机落地。

根据当前各主要金融数据，2026 年我国经济回升向好仍面临不小挑战。家庭部门收入增速放缓的问题尚未根本改善，居民储蓄意愿较强而消费意愿偏低，企业效益没有出现全面性改善的迹象，预期的改善仍有待巩固。与此同时，外部冲击影响的不确定性上升，地缘政治冲突持续，全球经济衰退风险上升，国内货币政策面临的约束虽有所缓解但依然存在。

从融资结构看，政府债券仍是社融增长的主要动力，非政府部门有效融资需求持续偏弱。从贷款期限结构看，企业中长期贷款增量低于短期贷款增量，中长期融资与短期融资之比持续处于低位。从居民部门看，住户贷款持续净减少，居民资产负债表处于修复过程中，短期消费贷款和中长期按揭贷款均表现低迷。这些特征表明国内需求不足的核心矛盾尚未扭转。

因此，课题组认为货币政策仍需沿用降准降息等常规工具和多种结构性工具相结合的政策组合，发挥存量政策与增量政策的集成效应，强化逆周期和跨周期调节，为更加积极有为的财政政策提供支持，从而扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。

## （二）地方政府债务压力上升，土地财政向股权财政转型

### 2.1 地方政府财政与债务现状

图 69 呈现了 2021—2026 年中国各省级政府负债率（地方政府债务余额/GDP）的变动状况。从全国层面看，地方政府显性负债率由 2021 年的 33.7%持续攀升至 2025 年逾 46.7%，五年内累计上升 13 个百分点，26 年可能进一步上升至 48%。从结构层面分析，除上海、江苏、广东等少数经济强省外，大部分地区的债务率变动趋势与全国高度一致。值得高度警惕的是，部分省份的负债率已远超国际通行的 60%警戒线标准——天津、青海、贵州、吉林等地的显性负债率均已超过 70%—80%区间，若进一步考虑隐性债务，其实际债务负担更为沉重。

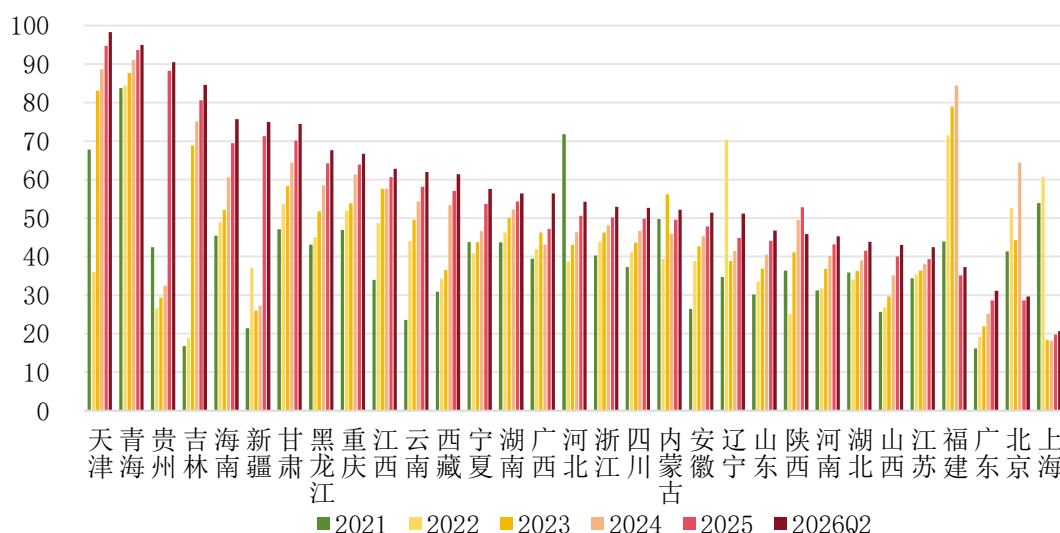


图 69 地方政府负债率（2021—2025）  
（数据来源：Wind，上海财经大学中国宏观经济研究中心，单位：%）

从资产负债表视角审视，高负债本身并不必然构成风险——关键在于负债所形成的资产是否具备足够的流动性与收益能力。然而，地方政府的债务融资主要投向市政道路、管网、环保设施、保障性住房等具有显著正外部性的公共基础设施。依据公共经济学基本原理，此类资产的财务回报率与流动性天然低于竞争性领域的生产性资产。这就导致了一个结构性矛盾：债务端刚性付息与资产端弱现金流的错配。

更严峻的是，基础设施的投资回报率在区域间存在显著的异质性。Alder、Song 和 Zhu（2023）基于微观数据的研究表明，东部沿海地区高速公路的投资回报率显著高于中西部地区，而中西部省份的负债率却系统性高于东部。以 2025 年数据为例，贵州、青海等西部省份的政府负债率已达 70% 以上，但其基础设施的边际回报率远低于长三角、珠三角等经济核心区。“高负债+低资产回报”的双重压力叠加，使中西部地方政府的资产负债表脆弱性尤为突出。

高负债与低资产回报的结构性矛盾，要求地方政府必须具备稳健的财政收入能力以避免流动性危机。然而，受总需求不足和房地产市场持续调整的制约，地方政府的财政收入增长显著低于预期。2025 年全国一般公共预算收入 21.6 万亿元，同比下降 1.7%，其中地方一般公共预算本级收入 12.2 万亿元，同比增长 2.4%。

从图 70 可以看出，作为地方政府最为重要的财政收入来源之一，虽然 2026 年 5 月预算收入增速已经回升到 5.7%，仍显著低于疫情前水平。

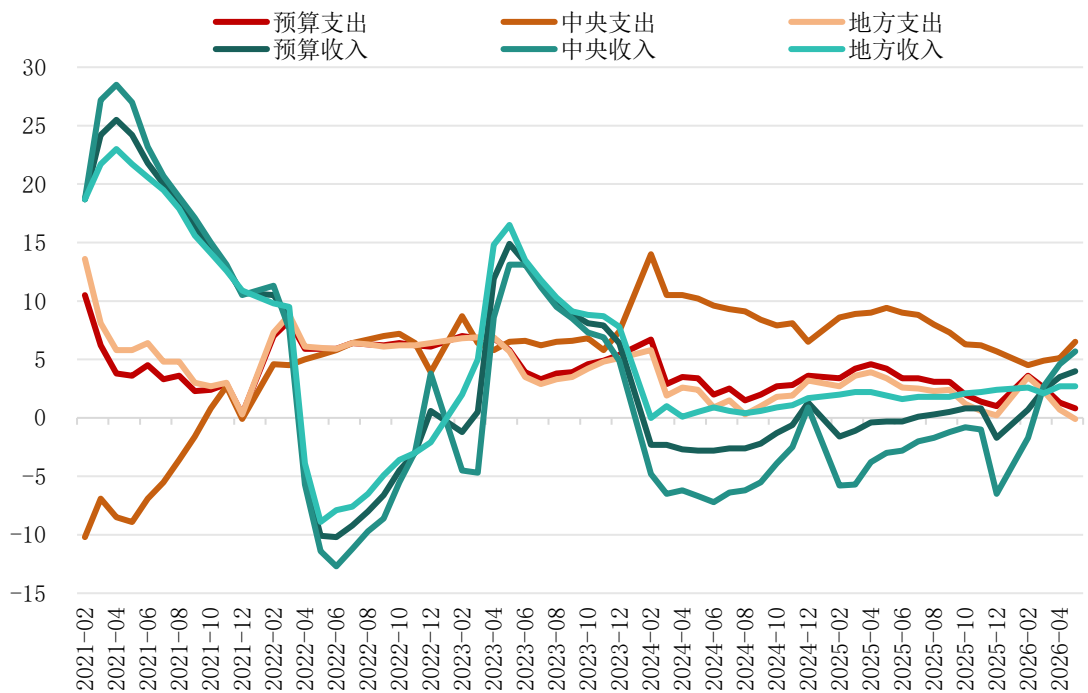


图 70 一般公共预算收支累计同比（2021—2026）  
（数据来源：Wind，上海财经大学中国宏观经济研究中心，单位：%）

与此同时，政府性基金收入持续承压：2025 年地方国有土地使用权出让收入为 4.1 万亿元，比上年下降 14.7%，这是自 2022 年以来连续第四年出现两位数降幅。与 2021 年土地出让收入峰值（8.7 万亿元）相比，2025 年已减少约 4.6 万亿元，累计降幅达 52.3%。受土地转让收入拖累，地方本级政府性基金收入下降 8.2%，全国政府性基金收入下降 7%。2026 年前 5 月，地方政府性基金收入加速下降 23.2%，全国政府性基金收入累计减少 19.2%。预算收入和政府性基金收入的双重缩减致使部分地区地方政府难以支付高额债务利息支出，流动性问题不容忽视。

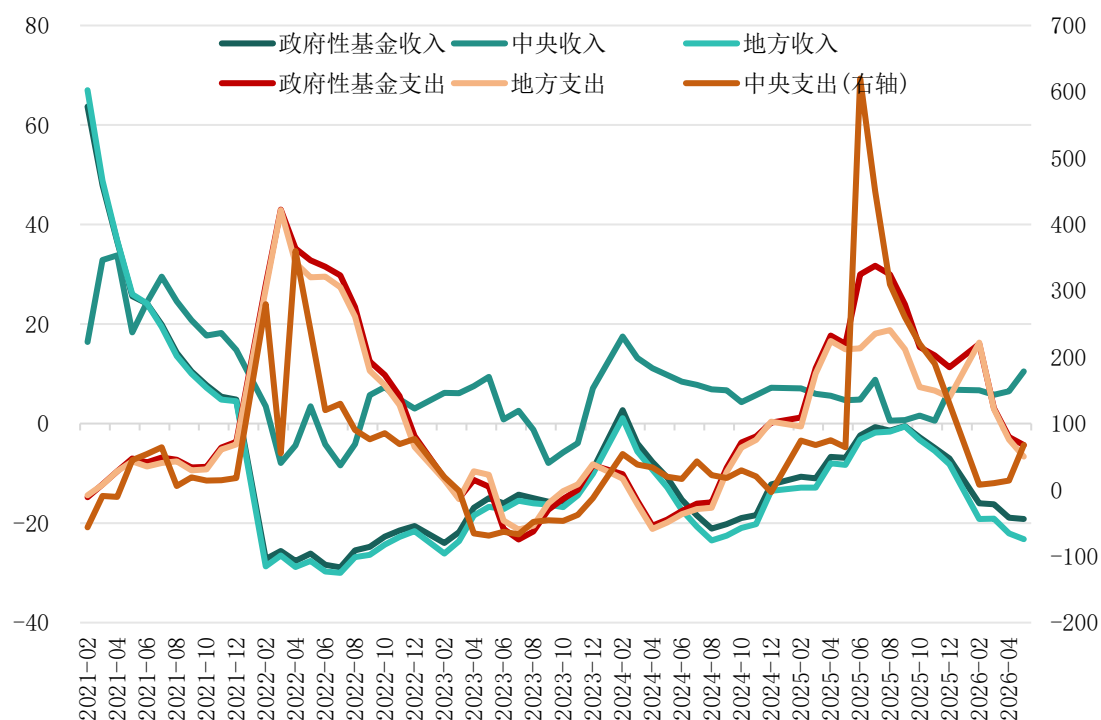


图 71 政府性基金收支累计同比（2021—2025）  
（数据来源：Wind，上海财经大学中国宏观经济研究中心，单位：%）

在总需求不足的情形下，财政收入下降制约了财政政策的发挥空间。图 70 和图 71 呈现了一般公共预算支出与政府性基金支出的状况。2025 年全国一般公共预算支出 28.7 万亿元，同比增长仅 1.0%，其中地方一般公共预算支出 24.4 万亿元，仅增长 0.2%。这一趋势延续到 2026 年 5 月，全国预算支出累计同比增速仅为 0.8%，地方支出更是首次出现 5 年来罕见的负增长。前 5 月，全国性政府性基金支出下降 4.3%，其中地方支出下降 6.6%。基金收支两端下滑主要原因在于房地产市场下行周期下，各地收紧了增量供地。

地方政府在预算收入增长缓慢，基金收入仍呈负增长的背景下，不得不发行更多的政府专项债券以实现融资。图 72 展示了政府债务余额的基本情况：截至 2026 年二季度末，地方政府债务余额达 58.54 万亿元，其中一般债务余额 17.67 万亿元，专项债务余额 40.87 万亿元。一般性债务余额保持相对稳定，但专项债券余额迅速攀升，近上半年就比 2025 年底增加近 10%，预计全年增长将超过 20%，成为地方政府融资的主要渠道。

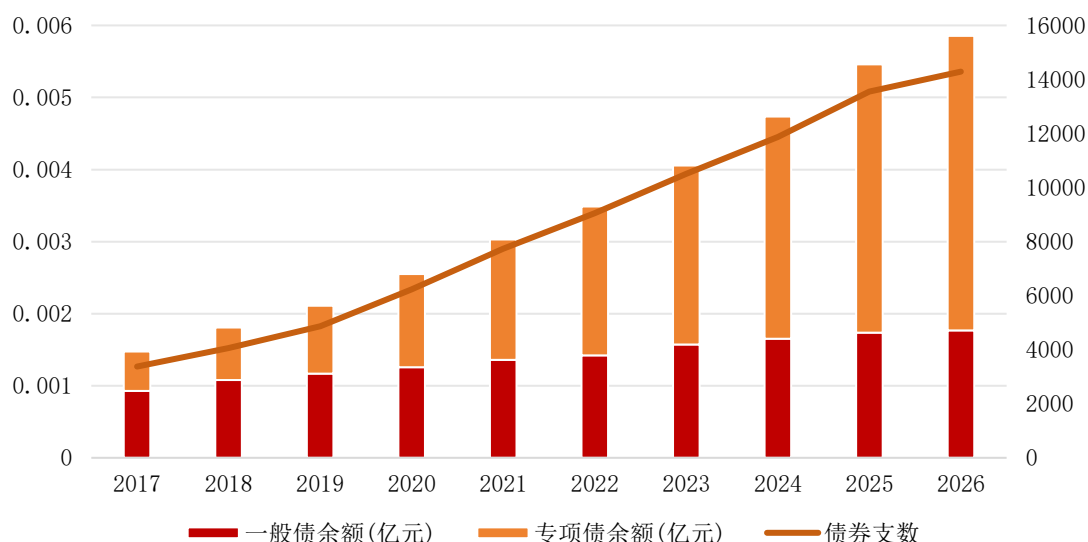


图 72 地方政府债务余额：一般债务与专项债务  
(数据来源: Wind, 上海财经大学中国宏观经济研究中心, 单位: 万亿元)

从宏观视角综合来看，高企的政府债务与持续偏弱的现金流状况相互叠加，导致许多地方政府在日常运转与长期发展之间承受着显著的财政压力，部分市县已出现“三保”（保基本民生、保工资、保运转）困难。尤为值得注意的是，这一问题并非均匀分布，而是呈现出清晰的区域结构性分化。

图 73 展示了“十四五”规划期间各省级行政区的政府负债率与人口净流入率之间的统计关系。散点图的分布趋势表明，两者之间存在稳定的负相关关系：政府负债率较高的地区，往往伴随较低的人口净流入率，甚至出现持续的人口净流出。典型如吉林、黑龙江、天津、青海等地，这些区域不仅显性债务率居高不下，而且对外来人口的吸引力相对薄弱，本地人口特别是年轻劳动力的外流趋势明显。这一关联反映了高债务地区面临增长动力不足及其背后的产业结构失衡、经济活力下降等深层挑战。产业结构单一、经济活力不足既直接削弱了地方政府的税基和偿债能力，也通过人口流失间接压缩了住房需求和土地出让收入空间，从而在“产业—人口—财政”三个维度上形成相互强化的负向循环，使得债务化解的难度远超东部经济发达地区。

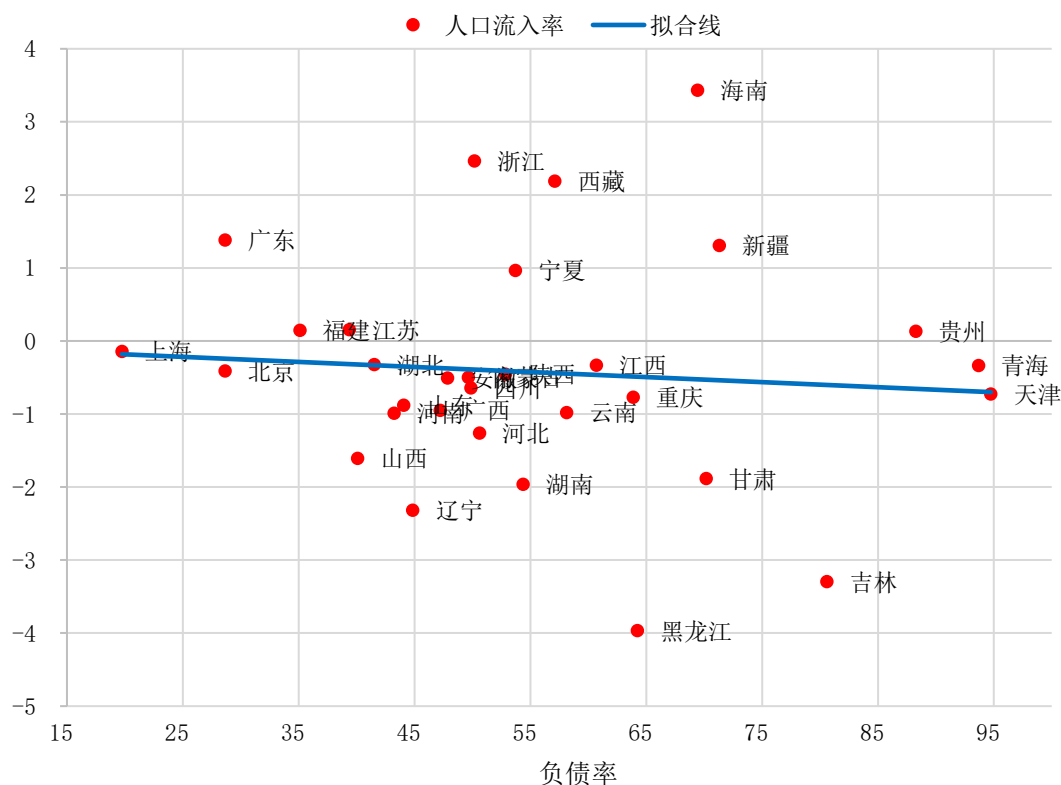


图 73 地方政府负债率与人口流动（2021—2025）  
（数据来源：上海财经大学中国宏观经济研究中心）

在财政预算体系的“四本账”中，除前述已详细分析的一般公共预算和政府性基金预算外，图 74 和图 75 进一步展示了国有资本经营预算和社会保险基金预算的收支状况。

在国有资本经营预算方面，2025 年全国国有资本经营预算收入达 8,546.95 亿元，同比增长 25.8%，为预算的 135.1%。其中，因经报国务院批准，2025 年执行中提高了中央企业国有资本收益收取比例，中央国有资本经营预算收入 3,902.74 亿元，大幅增长 73.3%；地方国有资本经营预算本级收入 4,644.21 亿元，增长 2.3%。支出端，全国国有资本经营预算支出 2,647.31 亿元，下降 15.1%。其中，中央和地方支出分别下降 16.6%和 13.7%，主要是解决历史遗留问题等支出减少。值得关注的是，国有资本经营预算调入一般公共预算资金达 5,741.21 亿元，体现了国有资本收益更多用于保障和改善民生的政策导向。

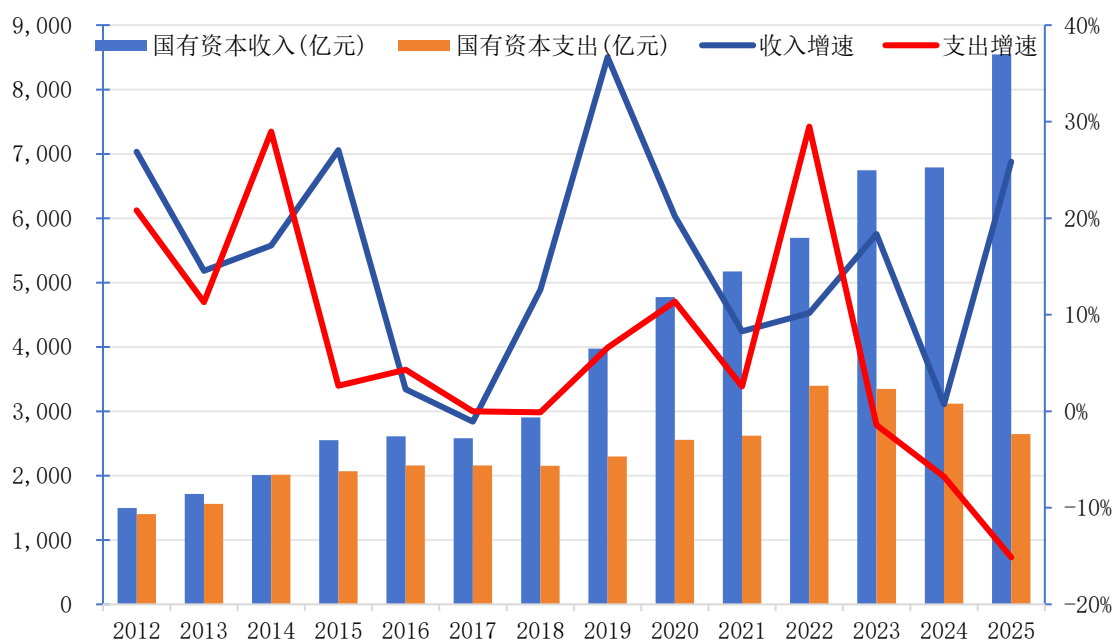


图 74 国有资本经营收支  
（数据来源：Wind，上海财经大学中国宏观经济研究中心，单位：亿元）

社会保险基金预算则呈现出不同的变动逻辑。尽管我国正面临日益显著的人口老龄化挑战，但基于国家保障和改善民生的战略导向，以及扎实推进全体人民共同富裕的长期目标，社保基金的收入和支出规模仍在持续扩大。2025 年全国社会保险基金预算收入 12.6 万亿元，增长 4.9%，为预算的 101.3%；支出 11.1 万亿元，增长 5.4%，完成预算的 98.3%。当年收支结余 1.46 万亿元，年末滚存结余 15.96 万亿元。其中，财政补贴收入 2.9 万亿元，增长 10.8%，主要是各级财政对基本养老保险和城乡居民基本医疗保险的补助增加。党的二十届四中全会明确提出，在“十五五”期间要进一步“加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕”。在这一政策指引下，预计社保领域的财政支出将会进一步提高。更大力度的社会保障和转移支付有助于提升居民的实际可支配收入水平，从而有效激发内需潜力，为经济稳定增长提供重要支撑。然而，也必须警惕人口结构变化对社保基金长期收支平衡所带来的潜在压力，未来需在制度设计和资金运作中加强精算平衡和可持续性管理。

## 2.2 从“土地财政”到“股权财政”转型的逻辑与路径

前文分析表明，在房地产市场供求关系发生根本性转变的时代背景下，地方政府长期依赖的土地出让收入已难以维系其传统增长态势。这不仅是短期周期性

的收入波动，更是一种结构性的、不可逆的趋势转变——2021 年至 2025 年，全国土地出让收入从高峰期的约 8.7 万亿元骤降至不足 4.2 万亿元，连续四年保持两位数降幅。传统“以地生财、以债搞基建”的循环已难以为继。在此背景下，“股权财政”作为一种从“流量型”收入向“存量型”资本收益转型的制度创新方案，正日益从学术讨论走向政策实践，成为“十五五”时期重构地方财政收入体系的重要探索方向。

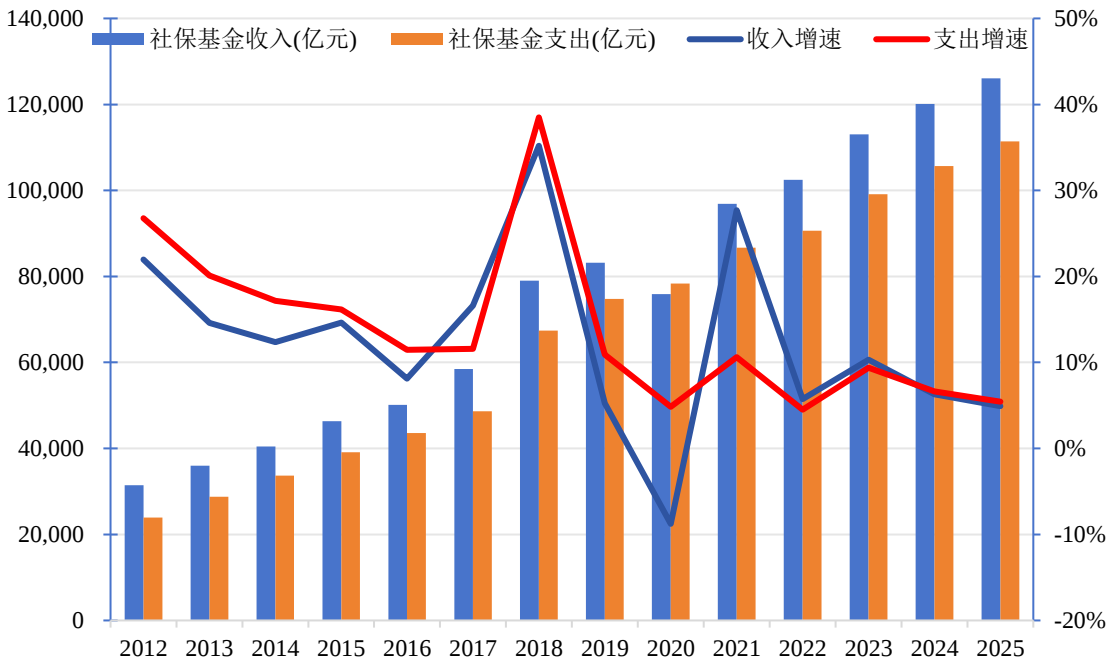


图 75 社会保险基金收支  
(数据来源: Wind, 上海财经大学中国宏观经济研究中心, 单位: 亿元)

2.2.1 转型的内在逻辑

所谓“股权财政”，并非一个严格的法律或会计概念，而是对地方政府从依赖土地出让一次性收入，转向以国有资本运营和产业股权投资获取持续性回报这一模式转型的概括性表述。其核心逻辑可以归纳为三个层面的转换。

其一，收入形态的转换。土地财政的本质是通过出让未来 70 年的土地使用权一次性回收城市基础设施的外部收益，具有短期化、波动大、不可持续的特征。股权财政的本质则是通过持有企业和产业的股权，分享经济增长和企业盈利的长期红利，其收入形态从“一次性流量”转变为“持续性存量收益”，与高质量发展的长期目标更为兼容。

其二，政府角色的转换。在土地财政模式下，地方政府本质上是土地的“一级开发商”，其核心能力在于规划审批和土地收储整理。而在股权财政模式下，地方政府需要转型为产业的“战略投资者”，其核心能力在于产业识别、风险定价和投后管理，这对地方政府的治理能力和专业化水平提出了更高要求。

其三，激励机制的转换。土地财政天然倾向于推动房地产价格和土地价格上升，这与“房住不炒”的民生目标和实体经济发展导向存在内在张力。股权财政则将地方政府的利益与产业成长和企业盈利绑定，引导政府行为从“抬高地价”转向“培育产业”，与中央关于发展新质生产力、建设现代化产业体系战略方向高度一致。

### 2.2.2 政策框架的演进

从“管资产”到“管资本”的国有资本管理体制变革，为股权财政的探索奠定了制度基础。2019年，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，明确国资监管机构由“管企业”向“管资本”转变。2022年，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，为地方政府通过REITs、资产证券化等方式盘活存量基础设施资产提供了政策通道。2024年，国务院进一步出台《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，对政府引导基金的设立、募资、投资、退出全流程进行规范，明确要求“不以营利为目的”但“注重投资回报”，为地方政府开展股权投资的边界和风险控制提供了制度指南。

2025年，国务院发布《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，标志着政府投资基金告别粗放扩张，正式迈入以战略导向和风险防控为核心的高质量发展阶段。这是继2015年财政部《政府投资基金暂行管理办法》之后，首部以“政府投资基金”为主要对象的国家级顶层设计文件，为“十五五”时期股权财政的制度化运作奠定了政策基石。文件首次在国家层面明确政府投资基金的“耐心资本”属性，提出合理确定基金存续期，积极引导全国社会保障基金、保险资金等长期资本出资。

2026年，财政部在全国财政工作会议上明确提出“探索建立地方财政可持续性评估框架”，将国有资本经营收益占一般公共预算收入比重作为衡量财政健康度的参考指标之一。这一政策信号意味着，提升国有资本回报率已从地方的自发探索上升为中央层面的制度性要求。

### 2.2.3 地方实践的三类模式

近年来，一批地方政府在股权财政领域进行了差异化探索，形成了三类具有代表性的实践模式。

#### （1）合肥模式：政府引导基金的“以投带引”

合肥市以产业投资控股集团、兴泰金融控股集团等市级国有资本运营平台为核心，通过“财政出资+国有平台融资+社会资本撬动”的三层资本架构，先后成功投资了京东方（新型显示面板）、长鑫存储（半导体存储器）、蔚来汽车（新能源汽车）等重大项目，形成了“投资一个龙头企业→培育一个产业集群→带动一个产业链”的递进发展路径。仅京东方项目，合肥建投通过股权退出累计实现投资收益超过 150 亿元。更关键的是，这些项目在合肥形成的产业集群贡献了持续增长的税收和就业，其溢出效应远超直接投资回报本身。

合肥模式的核心经验在于三个方面：一是坚持“产业研究先行”，依托专业化的产业研究团队对投资标的进行深度尽调；二是坚持产业链投资逻辑，围绕新型显示、集成电路、新能源汽车等核心产业链进行精准布局，而非零散撒网；三是建立了“投资—退出—再投资”的循环机制，使国有资本在流动中实现保值增值。

#### （2）深圳模式：国资国企的市场化资本运营

深圳的股权财政路径以国资国企的市场化改革为核心驱动力。深圳市投资控股有限公司（深投控）作为市级国有资本投资运营平台，管理资产规模超过万亿元，旗下控股上市公司近 20 家，是全国国有资本投资公司改革的试点标杆。深圳国资通过“直投+基金+上市公司平台”三层架构，在半导体、生物医药、人工智能等战略性新兴产业领域进行了大规模布局。此外，深圳天使母基金作为国内规模最大的天使投资类政府引导基金（首期规模 100 亿元），以“高容忍度、长周期、市场化”为运作原则，为全国政府引导基金的专业化运作提供了范本。

深圳模式的核心特征是“市场化运作、企业化决策”——政府设立战略方向和投资负面清单，但具体投资决策由国有资本运营平台按市场化原则自主作出，最大限度地减少了行政干预对投资效率的损耗。

#### （3）苏州模式：工业园区驱动的产融结合

苏州的股权财政实践以苏州工业园区为核心载体，依托中新苏州工业园区开发集团的跨国合作背景，形成了“园区开发+产业基金+股权投资”三位一体的产融结合模式。苏州工业园区下属的元禾控股是国内最早的市场化运作人民币母基金之一，管理的基金规模超过千亿元，在集成电路、生物医药、高端制造等领域形成了完整的投资生态链。此外，苏州各县区层面也涌现出一批特色化的股权财政创新——如昆山的“产业链图谱招商+股权投资”模式、常熟的“新能源产业基金集群”等。

苏州模式的核心启示在于，股权财政并不必然要求市级政府统一主导，县域经济发达地区同样可以在尊重市场规律的前提下，根据本地产业禀赋进行精准化的股权投资布局。

#### 2.2.4 挑战与展望

股权财政转型仍面临多重挑战。一是同质化竞争风险。部分地方政府仍存在扎堆热门赛道、以基金为招商工具的路径依赖。二是市场化与政策性的平衡。过度追求安全可能削弱风投业高风险高收益的本质属性。三是退出渠道不畅。A股IPO节奏波动、并购市场发育不足，导致大量政府投资基金面临“退出难”。四是专业人才匮乏。股权投资对行业研判、尽职调查、投后管理的要求远高于传统基建融资，地方政府和国资平台普遍面临“懂政府不懂市场”或“懂市场不懂产业”的能力缺口。

“十五五”时期，股权财政的深化有赖于三个关键突破：第一，在国家层面适时制定《政府投资基金条例》，将现有部门规章上升为行政法规，统一监管标准；第二，建立全国性的政府投资基金信息平台 and 绩效评价体系，打破区域壁垒，促进基金跨区整合与份额流转；第三，培育一批具有全球视野和产业链整合能力的国有基金管理团队，实现从“管资产”到“管资本”再到“管产业”的能力跃升。

综合而言，从土地财政到股权财政的转型，本质上是从“要素驱动”到“创新驱动”的发展模式转换在财政领域的映射。这一转型不可能一蹴而就，而是一个需要制度建设、能力培育和市场生态协同演进的长期过程。应尽快出台地方政府股权投资的分类指导政策，明确不同类型地区的准入门槛和风险管控标准，同时加快推进多层次资本市场改革，为国有资本的顺畅退出提供制度化通道。唯有

在制度保障和能力建设两个维度同步推进，股权财政才可能从少数先行者的探索，成长为可复制、可推广的地方财政可持续发展范式。

### 第三章 产业链韧性：在变局中锚定增长动能

在当前全球经济动荡、地缘政治冲突频发以及逆全球化趋势加剧的背景下，一国经济体系抵御外部冲击、维持核心供给并实现结构升级的能力，已成为大国竞争与宏观调控的关切焦点。本章旨在构建一个系统性的中国产业链韧性评估框架，并基于多维高频数据对中国产业链的现状、脆弱点及发展趋势进行全面评估。

#### 一、宏观背景：经济不确定性上升

经济不确定性是宏观经济学与金融学共同关注的核心变量。对于处在结构转型与对外开放深化进程中的中国经济而言，刻画经济不确定性的时序演变，是理解投资波动、信贷配置、资产定价与宏观调控有效性的前提。

从传导机制看，经济不确定性至少通过三条渠道影响实体经济：**一是实物期权渠道**，企业面对不可逆投资时倾向于推迟决策，压低资本开支与雇佣；**二是金融摩擦渠道**，不确定性上升推高风险溢价、收紧信贷供给，并放大银行体系的风险承担与流动性管理压力；**三是预防性储蓄渠道**，居民与企业在前景不明时增加储蓄、抑制消费。这些渠道在以银行主导、地方政府深度参与投资的中国金融体系中可能呈现独特表现，使得准确度量不确定性具有重要的现实意义。

#### （一）经济不确定性水平显著抬升

中国经济不确定性呈现明确的长期上行趋势。中国经济不确定性指数均值由2000—2009年的约63.1上升至2010—2019年的约163.2，再升至2020—2026年的约319.5，后一阶段约为初始阶段的五倍。此外，经济不确定性的阶段性峰值与可识别的重大事件也高度吻合，全球金融危机、2015年股灾与“8·11”汇改、中美贸易战、新冠疫情与新一轮关税等节点，均伴随指数的显著跳升。

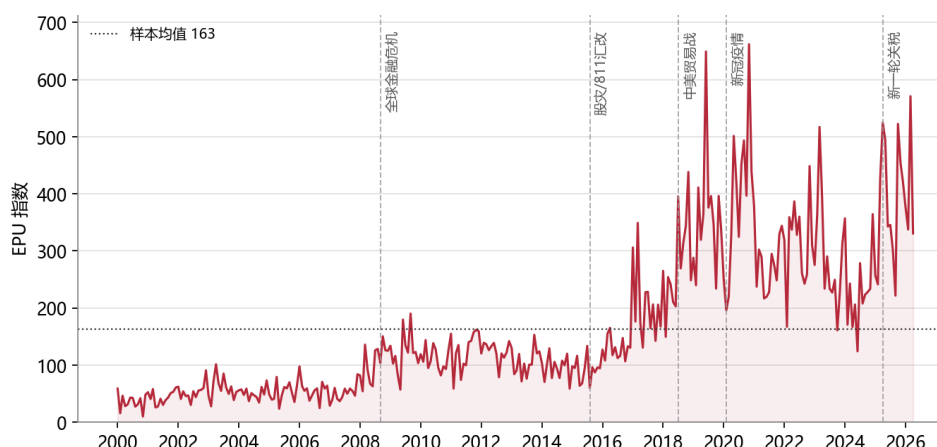


图 76 总量趋势与国际参照：产能利用率中枢走弱

（数据来源：Davis 等（2021），基于《人民日报》、《光明日报》的报纸，通过统计报刊中包含“经济”“政策”“不确定性”三类关键词的文章占比构造而成。<sup>1</sup>）

## （二）与全球不确定性高度联动，并存在本土特征

中国经济不确定性与全球不确定性之间存在高度同步性，且不确定性相对更高。在 2000-01-01 以来的样本中，中国经济政策不确定性指数与全球经济政策不确定性指数的相关系数高达 0.89（N=311），与美国经济政策不确定性指数的相关系数为 0.668（N=316），显示出明显的跨境联动。这种联动在全球金融危机与新冠疫情等共同冲击期尤为紧密。

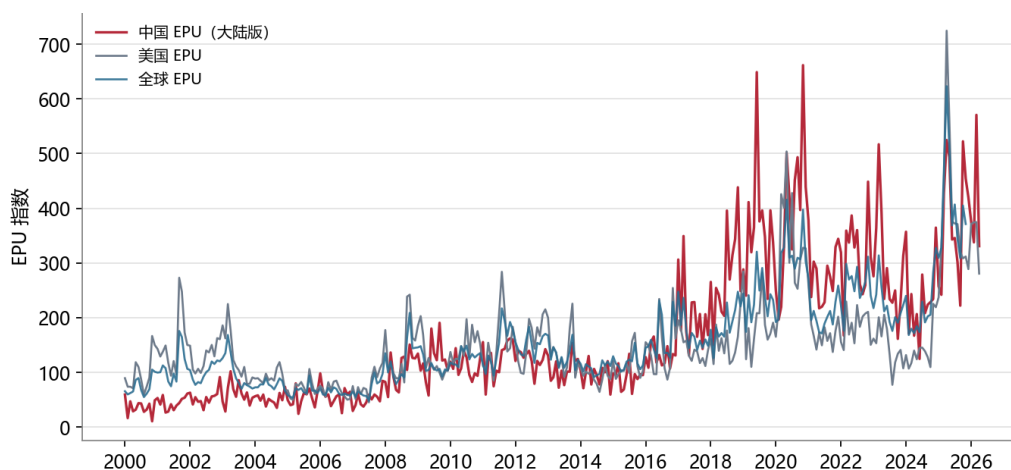


图 77 中国、美国与全球经济政策不确定性对比（月度）

（数据来源：Baker 等（2016）构造<sup>2</sup>）

<sup>1</sup> [https://www.policyuncertainty.com/media/China\\_Mainland\\_Paper\\_EPU.xlsx](https://www.policyuncertainty.com/media/China_Mainland_Paper_EPU.xlsx)

<sup>2</sup> [https://www.policyuncertainty.com/media/China\\_Policy\\_Uncertainty\\_Data.xlsx](https://www.policyuncertainty.com/media/China_Policy_Uncertainty_Data.xlsx)

经济不确定性的持续抬升，正在以日益深刻的方式重塑企业的投资决策逻辑与产能布局策略。从微观机制看，不确定性之所以抑制投资，关键在于投资的不可逆性与等待所蕴含的期权价值。当未来需求、价格与政策走向难以预判时，企业面临的并非简单的“投或不投”，而是“现在投”与“延后投”之间的权衡，推迟决策本身便具有价值，它使企业得以保留观望窗口、规避因误判而产生的沉没成本。因此，不确定性高企往往伴随企业主动推迟扩产、压缩资本开支并抬高投资的触发门槛，更倾向于以存量调整而非增量扩张来应对需求波动。这些审慎行为经由加总效应传导至宏观层面，便可能表现为产能投放节奏的放缓、扩张周期的拉长，以及产能利用率的趋势性变化。

值得注意的是，产能利用率并非单纯的总量指标，而是同时承载着供需两端的信息。它一方面直接刻画现有产能与实际产出之间的匹配程度，是供需关系松紧的即时映照，另一方面，未被充分利用的产能也构成一种“冗余”，这种冗余在常态下或被视为效率损失，但在冲击来临时却可能转化为系统快速响应、灵活调配的缓冲空间。正是这种双重属性，使产能利用率成为观察产业链韧性的一扇独特窗口，它既能反映产业在正常运行中的供需协调状况，也隐含着系统在面对外生冲击时可动员、可调用的回旋余地。

在厘清不确定性这一宏观背景及其对投资与产能行为的传导机制之后，有必要将视角进一步下沉，聚焦于产能利用率自身的演变规律。这既需要考察其时序变化特征，即它在不同经济周期阶段如何起伏、对不确定性冲击的响应是否存在滞后与非对称性，也需要关注其显著的行业差异，即不同产业受技术特性、需求弹性与市场结构的影响，在产能利用与冗余安排上往往呈现出迥异的模式。

## 二、中国产业链现状分析

### （一）产业链、价值链、供应链的关系

产业链、供应链与价值链。三者并非相互替代，而是对同一经济对象，即一个产业的生产组织，从不同剖面进行的刻画，三者的差异集中体现在分析视角、理论源流与关注焦点上。

价值链回答“钱如何分配”。强调价值的创造与攀升，关注一项产品的增加值在不同环节如何分布。典型工具是施振荣提出的“微笑曲线”：研发、设计与

品牌、服务两端附加值高，中间的加工组装环节附加值低。它源自 Porter(1985)的企业价值活动分解，后经 Gereffi 等（2005）扩展为全球价值链（GVC）理论。

供应链回答“货如何流动”。强调产品、信息与资金从供应商到最终客户的流动与协同，关注交付效率、库存管理与运作可靠性，是一个偏企业运营层面的概念，根植于物流与运营管理研究（如 Christopher,1992）。

产业链回答“产业如何环环相扣”。强调一个产业从原材料到终端产品、各产业部门之间基于投入产出关系的技术经济联系，既包含纵向的上中下游链条，也包含横向配套。它是一个更宏观、更结构性的概念，且带有鲜明的中国政策语境（“补链、强链、延链”、链长制等）。

三者的关系并非彼此排斥，而是互补的剖面：产业链是“骨架”，刻画产业结构是否完整；供应链是“血脉”，刻画要素能否顺畅流动；价值链是“价值分布图”，刻画收益如何在链条上分配。

表 3 价值链、供应链和产业链对比

| 对比维度 | 价值链 Value Chain                      | 供应链 Supply Chain           | 产业链 Industrial Chain   |
|------|--------------------------------------|----------------------------|------------------------|
| 核心问题 | 价值如何创造与分配                            | 产品/物料如何流动与交付               | 上下游产业如何技术经济关联          |
| 分析单位 | 价值活动/增加值环节                           | 企业节点构成的网络                  | 产业部门/行业（投入产出）          |
| 理论源流 | Porter (1985)；全球价值链 Gereffi 等 (2005) | 物流与运营管理 Christopher (1992) | 中国产业经济学语境，根植于投入产出与产业组织 |
| 关注焦点 | 附加值、利润分配、微笑曲线、低端锁定                   | 效率、库存、交付、节点协同、抗中断          | 结构完整性、上中下游配套、自主可控      |
| 空间尺度 | 微观—全球                                | 微观—中观                      | 中观—宏观                  |

产业链韧性是指产业链在面临外部冲击时维持关键产品与服务供给、并在中长期通过自主创新实现结构升级的综合能力。产业链“安全”更侧重不被“卡脖子”的底线状态，“竞争力”更侧重成本与效率的相对优势，而“韧性”是一个动态、系统的概念，既包含静态的抵御能力，也包含动态的恢复与升级能力。

本报告聚焦于“产业链韧性”的评估，主要基于以下三点考量：

第一，系统性风险捕捉。供应链韧性往往局限于单一企业的采购或物流防御，而真正的产业链断裂（如芯片断供导致整车停产）是系统性、行业性的。只有在产业链尺度上，才能识别出“全行业共同依赖某单一进口中间品”的结构性脆弱点。

第二，契合国家自主可控战略。产业链研究天然关注链条的完整性与是否存在技术“卡脖子”环节，这直接对应了产业安全与供应链自主可控的底线要求。

第三，政策操作的精准性。产业链是当前中国产业政策和地方招商引资（如“链长制”）的核心操作单元，评估产业链韧性更能直接地对接政策优化需求。

综上所述，供应链韧性关注“流不流得动”，价值链韧性关注“升不升得上去”，而产业链韧性则是一国产业体系抵御外部封锁与中断冲击、实现系统恢复与自主升级的综合测度。

## （二）中国产业链韧性演变特征

近年来，世界经济与地缘政治格局深度调整，全球产业链供应链加速重构。贸易摩擦、技术封锁、关键产品出口管制以及所谓“去风险化”主张，使产业链供应链的安全与稳定上升为各主要经济体的核心关切。对中国而言，作为全球第一制造业大国和全球产业链的关键枢纽，如何在外部冲击之下保持产业链的连续供给、并在受冲击后实现快速恢复与升级，已成为关乎发展全局的重大命题。

首先，当前，我国发展面临复杂严峻的内外环境。从国际看，地缘政治冲突日益加剧，美国视中国为“最大战略竞争对手”，采取各种方式进行打压。从国内看，一些重要产业仍依赖外部技术，产业链稳定性不足，关键环节存在断点、堵点，经济循环还不够畅通。唯有加快提升产业链韧性和竞争力，构建自主可控、以我为主的技术体系和产业生态，才能真正掌握发展主动权。过去的经济循环建立在外国主导的技术体系之上，是一种低水平动态平衡。面向未来，唯有实现产业链供应链的自主可控，建立以我为主导的产业体系和技术基础，才能使国内外需求有效转化为推动国内技术升级和产品迭代的内生动力，进而主动响应并引领全球市场需求，通过创新供给激发新需求，最终形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。

其次，过去这些年来，受综合成本上升等因素影响，中国纺织服装、电子产品组装等部分出口量大的劳动密集型产业或成本敏感型环节，已出现较多向东南亚等地区转移的情况。贸易战、关税战等又进一步加剧了我国境内以美国为重要出口市场的产业链外移和分化。与此同时，一些西方国家以所谓“保护国家安全”为借口“筑墙设垒”，试图和中国“脱钩断链”，这些都会影响中国关键产业链

供应链安全。因此，必须不断推动产业转型升级，向全球价值链高端攀升，筑牢产业链的韧性根基，从而系统增强我国在大国博弈中抵御冲击、驾驭全局的能力。

最后，现代化产业体系应当符合完整性、先进性、安全性三个重要要求。完整性，就是要保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，是衡量产业链关联度和稳定性的重要指标。先进性，就是要高效集聚全球创新要素、自主拓展产业新赛道，体现了一个国家在全球产业竞争中的地位。安全性，就是要实现重要产业链自主可控、确保国民经济循环畅通。我国产业体系部分领域仍存在结构性短板，在一些技术含量高的细分行业还有缺项。建设现代化产业体系，必须增强忧患意识，坚持底线思维，不断提升产业链韧性和竞争力，更好保障经济高质量发展。

## 1. 总体趋势：全行业产业链韧性的月度与季度动态

要判断产业链韧性的强弱与变化方向，首先需要覆盖全部工业行业、频率足够高的总体性指标。本节采用赵宇等（2025）基于在险增长（Growth at Risk, GaR）框架构建的高频产业链韧性指数。该指数以 39 个工业行业的增加值增速为核心变量，通过分位数回归和偏态 t 分布捕捉极端下行风险下的增长偏离程度，得到 2011 年 7 月至 2024 年 6 月的月度韧性序列——数值越高，表示该行业在面对冲击时产出损失越小、韧性越强。以下从月度和季度两个频率展示全部行业的总体走势。

从月度数据看，39 个工业行业产业链韧性呈现“高位运行—两轮冲击—缓慢修复”的演变轨迹。行业平均韧性（蓝色实线）在 2018 年前后处于样本期内相对较高的水平，2020 年初受疫情冲击出现明显下滑，此后随生产恢复一度回升，但 2022 年二季度再次经历较大幅度回落。2024 年以来有所修复，但仍低于 2018 年前后的阶段高位。从行业间的离散程度看，冲击期（2020 年、2022 年）灰色行业细线明显发散，25%—75%分位区间（蓝色阴影）同步拓宽，表明不同行业受到冲击的深度和恢复节奏存在显著差异——部分行业韧性回落更深、恢复更慢。这一“共同波动+异质分化”的双重特征，构成了理解中国产业链韧性整体图景的出发点。



图 78 三十九个工业行业的产业链韧性月度总体趋势（数据来源：赵宇等，2025）

将月度韧性聚合到季度层面后，趋势结构更为清晰。行业季度平均韧性在 2018 年二季度附近相对较高，2022 年二季度附近降至阶段性低点，此后逐步回升。季度平滑后的序列确认了月度数据的基本信息：第一，产业链韧性的变动存在共同的宏观驱动力——两次冲击（2020 年、2022 年）对应着经济系统性的外生扰动；第二，行业间的韧性分化并非随机波动，而是在冲击年份附近系统性扩大，表明不同产业对外生冲击的敏感度和吸收能力存在结构性差异。上述总体趋势提供了一个必要的全行业基准，但掩藏在均值之下的行业分化与空间差异仍需进一步探讨。

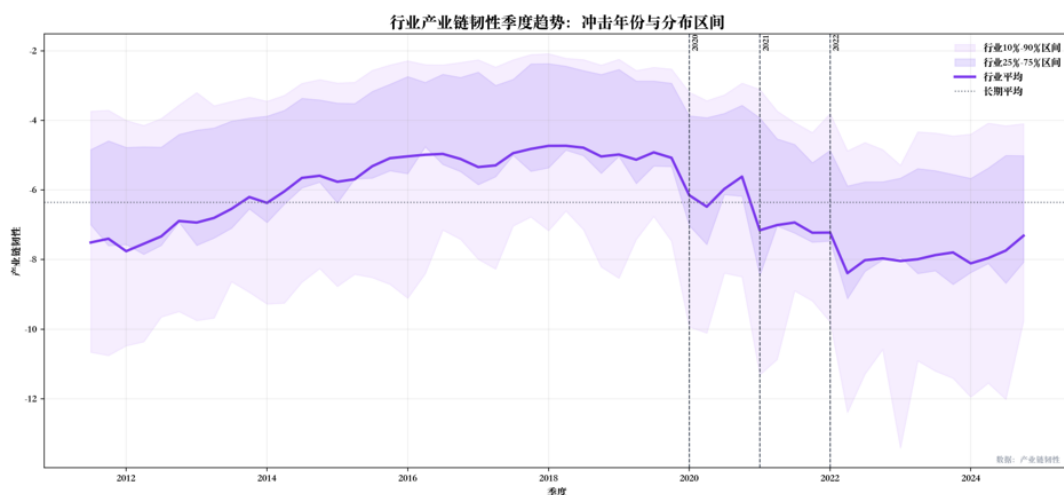


图 79 三十九个工业行业产业链韧性季度总体趋势（数据来源：赵宇等，2025）

全行业总体趋势提供了基本判断，但要看清产业链韧性的结构性特征，仍需从行业和地区两个维度拆解。行业维度继续沿用前文的“在险增长韧性指数”，

按门类和重点行业展开；地区维度则采用指标体系构建法，测算省级和地级市的韧性综合指数，用以考察韧性的空间分布格局。

2. 行业维度：从门类分化到重点产业

整体上看，我国拥有全球最完整、规模最大的工业体系和强大的生产能力、完善的配套能力，不仅为赢得大国博弈提供了战略支撑，也为全球经济的顺畅运行提供了保障。从韧性、安全性和竞争力的维度统筹产业链供应链建设，既是应对当下各种风险挑战的迫切需要，更是面向未来、构筑国家发展新优势的长远之策。从八大产业的横向比较看，中国产业链的韧性呈现清晰的“梯度分布”特征。在能源装备、新能源汽车、动力电池、稀土与关键矿产等领域，中国已确立全球主导地位，部分关键环节的全球占比超过 90%，形成难以替代的规模优势与产业配套能力；在金融领域，体系稳健性与基础设施自主性同步增强；在半导体与人工智能等技术密集型领域，虽然最前沿环节仍存在外部约束，但国产替代与自主创新正在加速推进，韧性快速补强。

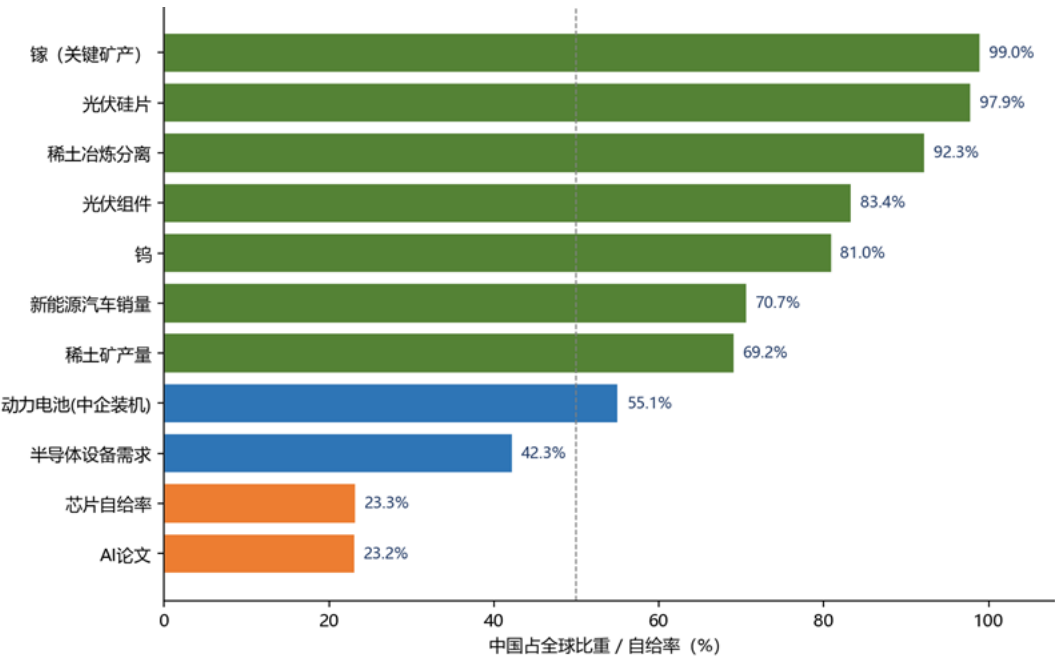


图 80 中国在重点产业链关键环节的全球地位（2023-2024）  
（数据来源：USGS、CPIA、GWEC、中汽协、Stanford HAI 等）

如图 80 所示，镓、光伏硅片、稀土冶炼分离等环节的全球占比逼近或超过 90%，呈现“绝对主导型”韧性；光伏组件、新能源汽车、稀土矿、动力电池等位于 55%—85%区间，呈现“规模主导型”韧性；半导体设备需求、芯片自给率、人工智能论文占比等则处于追赶区间，是国产替代加速、韧性持续补强的重点环

节。总体而言，中国产业链的优势环节多、且多集中于关乎能源安全与绿色转型的战略性领域，这构成了产业链韧性的坚实底盘。更重要的是，中国产业链韧性并非单纯依靠规模堆积，而是日益体现为“规模、自主、创新”三者的协同。在多数优势产业，规模领先的同时，关键环节的国产化率与技术代际同样处于全球前列；而在少数短板产业，规模与创新的积累也正在加速转化为自主可控能力。

从行业门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产供应业三大门类均经历了冲击年份附近的波动和之后的修复，但门类间的韧性水平差异明显。制造业平均韧性总体相对稳健，电力热力燃气及水生产供应业在 2024 年末表现相对较高，而采矿业长期低于其他两个门类。上游资源类行业的产业链韧性压力更为突出，这与采矿业自身受国际大宗商品价格波动、国内资源禀赋约束以及环保政策等多重因素交织影响有关。

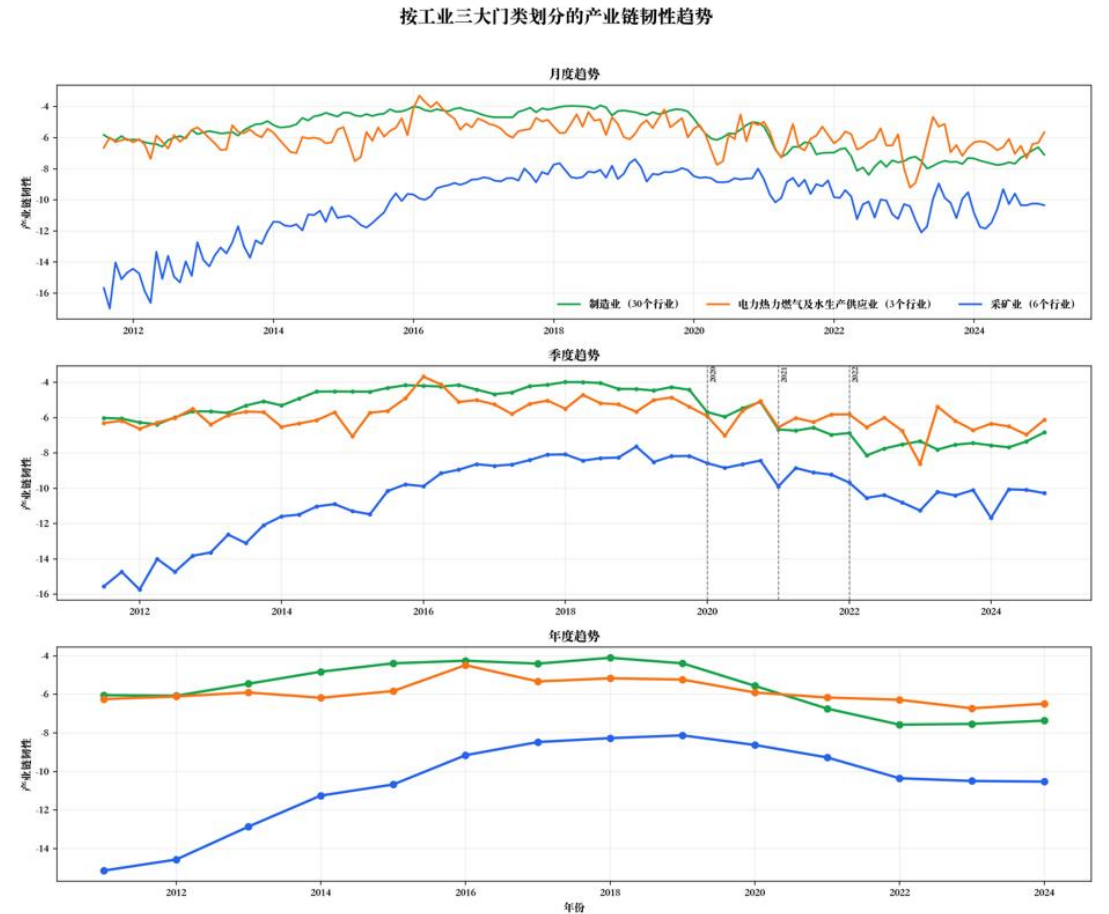


图 81 采矿业、制造业、电力热力燃气三大门类产业链韧性趋势  
(数据来源：赵宇等，2025)

深入到重点行业层面，行业分化的图景更加丰富。图中展示了六个重点行业的季度韧性变化——石油和天然气开采、化学纤维、黑色金属、计算机、汽车制

造、非金属矿物制品。六个行业在冲击年份附近均有不同程度的波动，但波动幅度和恢复路径差异较大：石油和天然气开采与非金属矿物制品在 2024 年末韧性水平相对较高，汽车制造业波动幅度最大且 2024 年末水平偏低，化学纤维和黑色金属体现出较强的周期性。

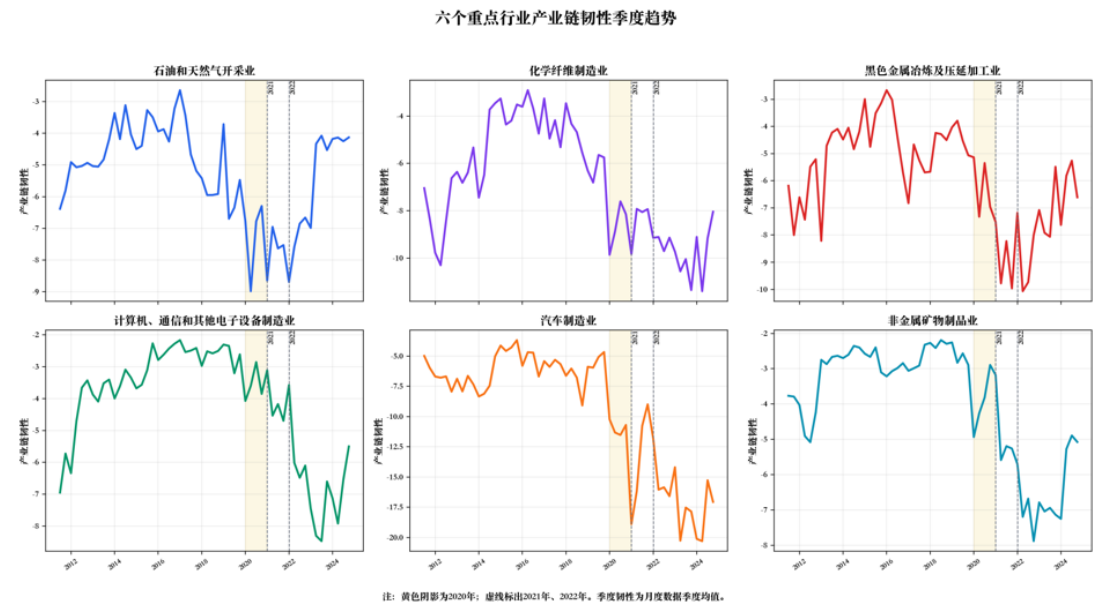
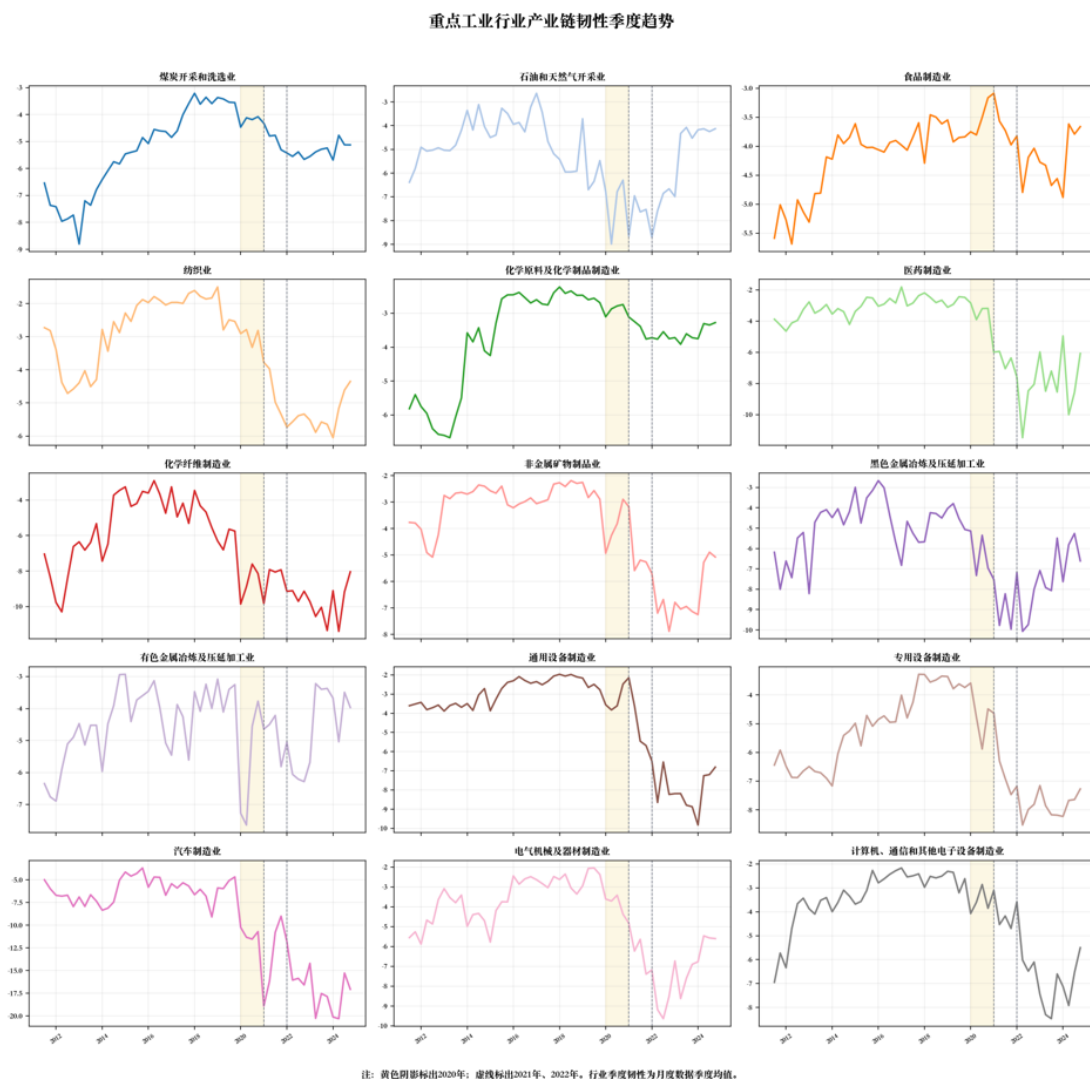


图 82 六个重点行业产业链韧性季度趋势（数据来源：赵宇等，2025）

进一步扩展到 15 个重点工业行业。结果显示，行业韧性并未形成完全同步的单一趋势，而是呈现出资源能源、原材料、装备制造和消费制造等不同板块的差异化变化。2024 年末，化工、食品、有色金属、石油天然气等行业的韧性水平相对靠前，汽车制造、化学纤维、专用设备等行业相对承压。上述行业差异意味着，产业链韧性政策需要行业层面的精准识别——不同行业面临的韧性短板性质不同，“一刀切”式的应对措施难以有效回应差异化的结构性风险。



**图 83 十五个重点工业行业产业链韧性季度趋势**  
(数据来源：赵宇等，2025)

核电是技术密集、产业链条极长的战略性产业，其韧性的核心在于设备与技术的自主可控。经过数十年的引进、消化、吸收与再创新，中国核电已实现从“跟跑”到“并跑、部分领跑”的跨越，形成以自主三代核电“华龙一号”为代表的完整产业链。

从自主可控看，“华龙一号”首堆设备国产化率达到 87%、主设备实现 100% 国产化，批量化建设阶段整体国产化率超过 95%，全产业链已具备 100% 国产化能力；其背后是 5400 余家产业链配套企业、突破 400 余项关键技术的庞大配套体系（数据来源：国务院国资委、中国核能行业协会）。这种全链条的国产化能力，意味着核电装备基本不受外部断供的影响。

从规模看，截至 2024 年末，中国大陆在运核电机组 58 台、装机容量约 6088 万千瓦，在建机组 27 台、装机容量约 3231 万千瓦，在建规模连续多年保持全球第一；若计入核准待建机组，核电总规模约 1.13 亿千瓦，首次跃居世界第一（数据来源：中国核能行业协会）。2024 年核电发电量约 4400 亿千瓦时，约占全国电力的 4.7%，发电量稳居全球前列。

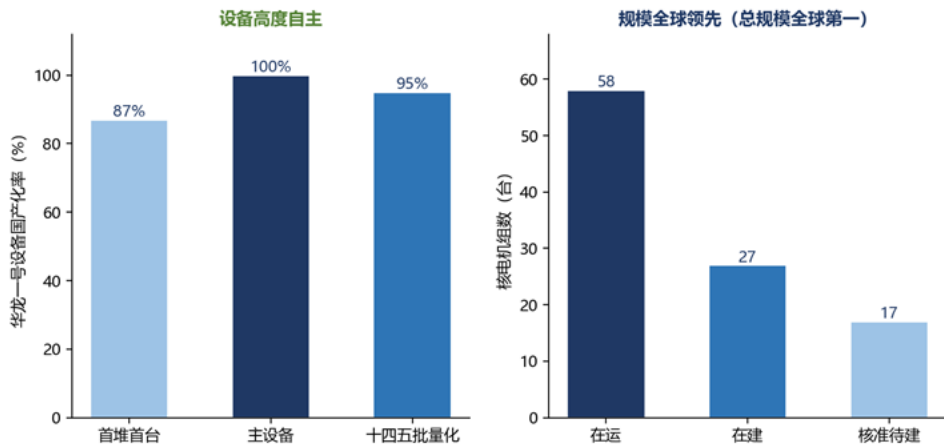


图 84 核电产业链：设备高度自主、规模全球领先  
(数据来源：中国核能行业协会)

从创新与升级看，中国核电的技术代际谱系完整。继“华龙一号”三代机组商运之后，全球首座第四代高温气冷堆核电站（石岛湾）于 2023 年底投入商运，其设备国产化率超过 90%，标志着中国在四代核电领域实现全球引领；钍基熔盐堆等前沿堆型亦在稳步推进（数据来源：新华社、教育部）。

需要客观指出的是，核电产业链最明显的外部暴露在上游天然铀资源。受国内铀矿禀赋限制，天然铀对外依存度较高。不过，这一暴露主要属于资源端而非技术与装备端，且可通过多元化进口、海外权益矿布局、铀资源战略储备以及快堆与乏燃料后处理等闭式燃料循环技术加以对冲。总体而言，核电以“装备与技术的高度自主”构筑了产业链韧性的主体，资源端的补强是其韧性进一步提升的方向。

动力电池是新能源汽车与新型储能的核心，也是中国制造业全球竞争力的集中体现。其韧性呈现典型的“中游强、上游弱”结构特征，这一特征对理解中国产业链韧性的真实面貌尤为重要。从规模与自主看，2024 年中国动力和其他电池累计产量约 1096.8 吉瓦时，同比增长 41%，动力电池装车量约 548.4 吉瓦时；在全球动力电池装机中，宁德时代与比亚迪两家中国企业合计份额超过 55%。

在中游材料环节，国产化程度更为突出：负极材料、电解液、隔膜的中国企业全球出货占比分别约为 95.9%、90%以上和 83%以上，锂电生产设备国产化率超过 90%。

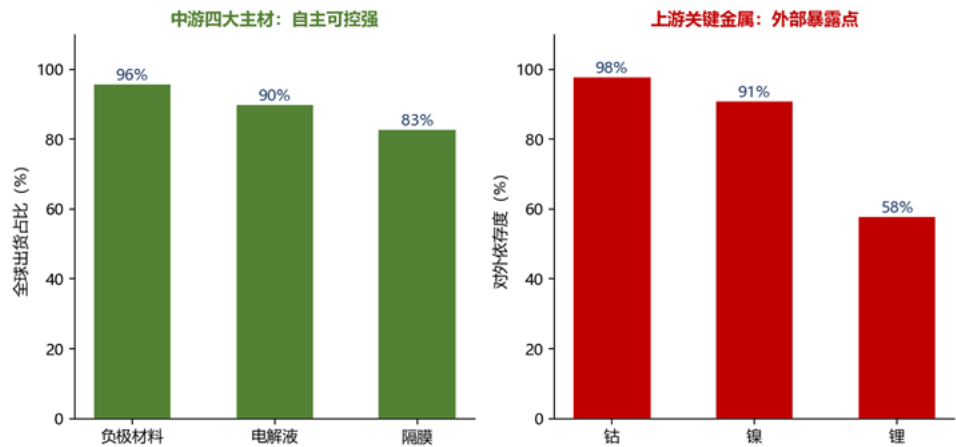
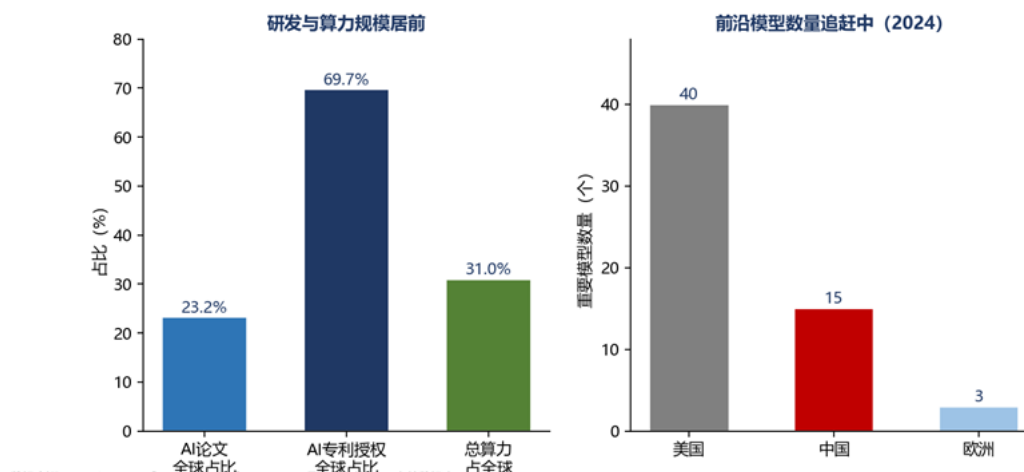


图 85 动力电池产业链：中游自主可控强、上游资源待补强  
(数据来源：EVTank（中游主材）、中国电动汽车百人会（上游资源）)

从外部暴露看，动力电池真正的薄弱环节在上游矿产资源。钴、镍、锂的对外依存度分别约为 98%、91%和 58%，且进口来源相对集中。如图 85 所示，“中游主材近乎完全自主、上游资源高度依赖进口”形成鲜明对比，这是中国动力电池产业链韧性的主要风险点。

从创新与升级看，中国正以技术迭代对冲上游约束。一方面，磷酸铁锂电池装车占比已升至 74.6%，“去钴化”路线既降低成本又减轻对钴资源的依赖；另一方面，中国在固态电池关键技术领域的专利申请占全球约 36.7%，钠离子电池等新体系亦在加速布局。

人工智能是新一轮科技革命的核心领域。中国人工智能产业链在研发产出、应用规模与开源生态等维度已具备较强韧性，在最前沿模型与高端算力芯片环节则处于加速追赶之中。从研发与规模看，根据斯坦福大学《2025 年人工智能指数报告》，2023 年中国人工智能论文数量约占全球 23.2%、被引量约占 22.6%，均居全球第一；人工智能专利授权量约占全球 69.7%。在算力方面，中国总算力规模约 435 EFLOPS，约占全球 31%（数据来源：中国信息通信研究院）。截至 2024 年底，国家网信办累计公示备案的生成式人工智能服务达 302 个（数据来源：国家互联网信息办公室），反映出庞大的应用落地规模。



**图 86 人工智能：规模生态强、前沿持续追赶**  
(数据来源：Stanford HAI 《AI Index 2025》、CAICT)

从开源生态看，中国大模型的开源扩散能力尤为突出。以通义千问（Qwen）为代表的开源模型族累计下载量超过 7 亿次、衍生模型超过 11.3 万个，加之 DeepSeek 等模型的开放许可，使中国开源大模型的全球影响力快速上升。“以开源促扩散、以扩散增韧性”，成为中国人工智能产业链区别于他国的重要特征。

从短板与追赶看，中国在最前沿环节仍有差距，2024 年全球“重要模型”中美国约 40 个、中国约 15 个，高端人工智能芯片进口受到约束。但差距正在收窄——国产人工智能加速芯片（以昇腾为代表）在国内市场份额已升至约 20%并加速适配国产大模型，主流模型在多项基准上与国际领先水平的差距明显缩小。整体看，人工智能产业链以强大的规模生态与开源能力支撑韧性，前沿与算力底座的国产替代是其韧性进一步提升的关键。

金融是产业链运转的血脉，其韧性主要体现为金融体系自身的稳健性与金融基础设施的自主可控。两者共同构成抵御外部金融冲击的能力。从体系稳健性看，2024 年末中国商业银行不良贷款率为 1.50%、资本充足率为 15.74%、核心一级资本充足率为 11.00%、拨备覆盖率为 211.19%，三类指标同时改善且均显著优于监管底线。银行业金融机构本外币资产总额约 444.6 万亿元。充足的资本与拨备缓冲，意味着银行体系对潜在风险具有较强的损失吸收能力。

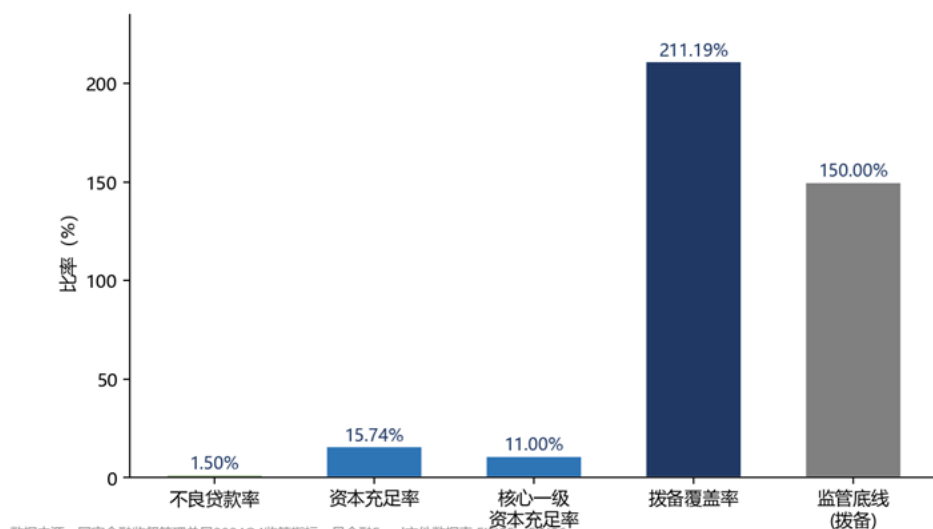


图 87 商业银行稳健性指标（2024 年末）  
（数据来源：国家金融监督管理总局 2024 年四季度监管指标）

从基础设施自主与规模看，人民币跨境支付系统（CIPS）作为人民币跨境清算的核心基础设施，2024 年末直接参与者达 168 家、间接参与者达 1461 家，覆盖 119 个国家和地区；全年处理跨境人民币支付金额约 175.5 万亿元，同比增长约 43%。这一自主可控的清算网络，显著降低了人民币跨境支付对外部系统的依赖。

从创新与国际化看，数字人民币试点持续扩大，截至 2024 年 7 月末累计交易金额约 7.3 万亿元。人民币国际化稳步推进：在国际货币基金组织特别提款权（SDR）篮子中权重为 12.28%，位列第三；在 SWIFT 全球支付中的份额约为 3.5%。需要客观指出，人民币在全球支付与官方储备中的份额仍相对偏低，国际化的“外部影响力”维度尚有较大提升空间——这属于发展中的进取目标，而非体系稳健性的短板。总体而言，中国金融以稳健的银行体系和自主的金融基础设施，为产业链运转提供了坚实的金融韧性。

稀土与关键矿产是现代制造业与国防工业不可或缺的战略资源。中国在这一领域形成了从资源、冶炼到下游应用的全链条主导，构成一种独特的“供给主导型”战略韧性，并日益转化为可观测的反制能力。从规模与自主看，2024 年中国稀土矿产量约占全球 69.2%，稀土储量居世界第一；更关键的是中下游环节中稀土冶炼分离产能约占全球 92.3%、稀土永磁（烧结钕铁硼）产量约占全球 91.6%。在其他关键矿产领域，中国镓的初级产量约占全球 99%、锗约占 83%、钨约占

81%、锑冶炼约占 71%。这种从矿端到冶炼再到下游材料的全链条卡位，赋予中国在全球关键矿产供应中的高度议价能力。

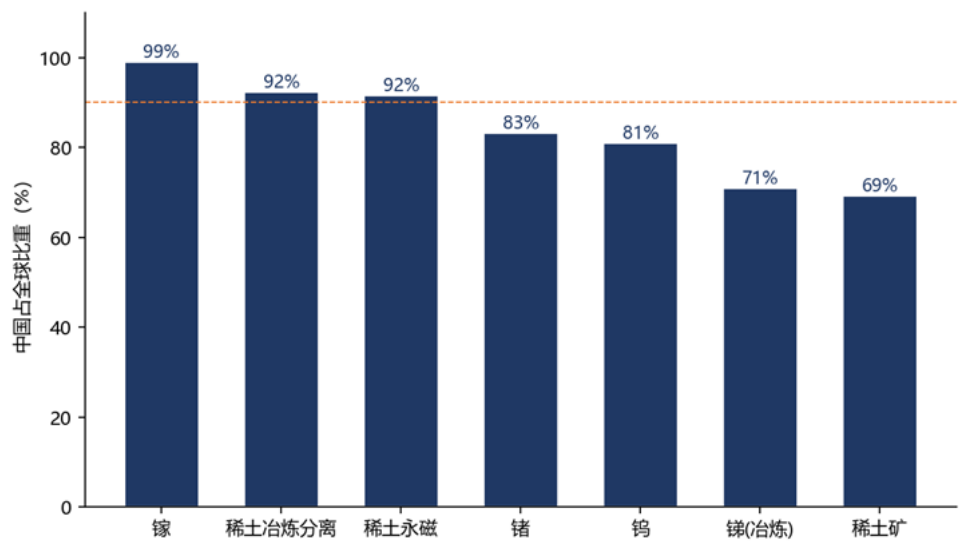


图 88 中国在关键矿产及稀土中下游的全球占比  
(数据来源: USGS (MCS2025))

从制度性反制能力看，2023 年 7 月以来，中国对镓、锆相关物项实施出口管制，随后梯次扩展至锑及超硬材料（2024 年 8 月）、钨铋钼钨钢（2025 年 2 月）、部分中重稀土物项（2025 年 4 月），并进一步对稀土相关技术实施出口管制（2025 年），实现了从“管物项”到“管技术”的升级。管制已产生可观测效果：2024 年镓出口量降至约 156 吨、锆降至约 136 吨，较管制前同期近乎“腰斩”。这表明，稀土与关键矿产领域的产业链优势，已不仅是被动的供给保障，更转化为应对外部打压的主动战略工具，是中国产业链韧性中最具进攻性的一环。

3. 地区维度：省域与地级市的空间格局

上述行业分析揭示了不同产业在韧性水平和风险结构上的显著分化，但韧性的差异不仅存在于产业之间，也深嵌于地理空间之中。东部沿海与中西部内陆在创新能力、产业多样性、配套基础和市场可达性上的差距，可能使同一类产业在不同省份面临截然不同的韧性约束。将分析视角从行业维度延伸至空间维度，有助于更完整地把握中国产业链韧性的结构性特征。基于省级产业链韧性指数可以看出，2010 年以来全国省均韧性持续上升，省域产业链韧性总体增强。但区域分化同样显著：东部韧性水平长期高于全国平均，中西部相对偏低，且 2023 年东部领先优势进一步拉大，这反映出创新能力、产业多样化和产业配套基础的差异，正带来明显的区域韧性差距。

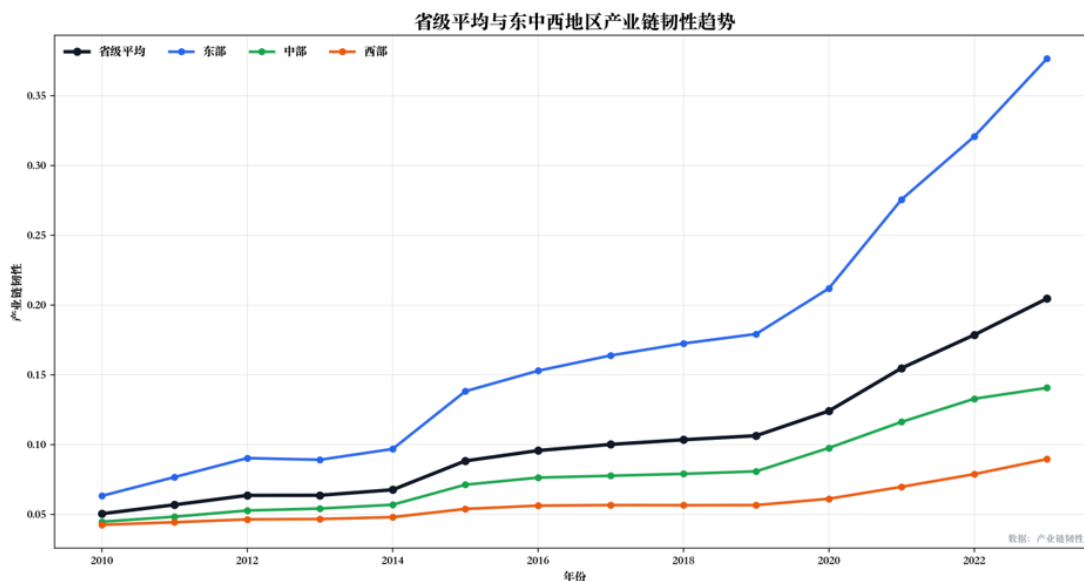


图 89 省级平均与东中西地区产业链韧性趋势（数据来源：卫彦琦，2023）

地级市数据同样呈现出这一空间特征。城市平均韧性在 2005—2021 年间持续上升，此后略有回落但仍远高于早期水平。城市间韧性差距总体稳定，存在头部城市拉动效应，而尾部城市改善偏慢。区域上东部城市平均韧性明显高于中部和西部，中西部之间差距相对较小，说明城市层面的产业链韧性同样呈现东强中西弱的区域格局。

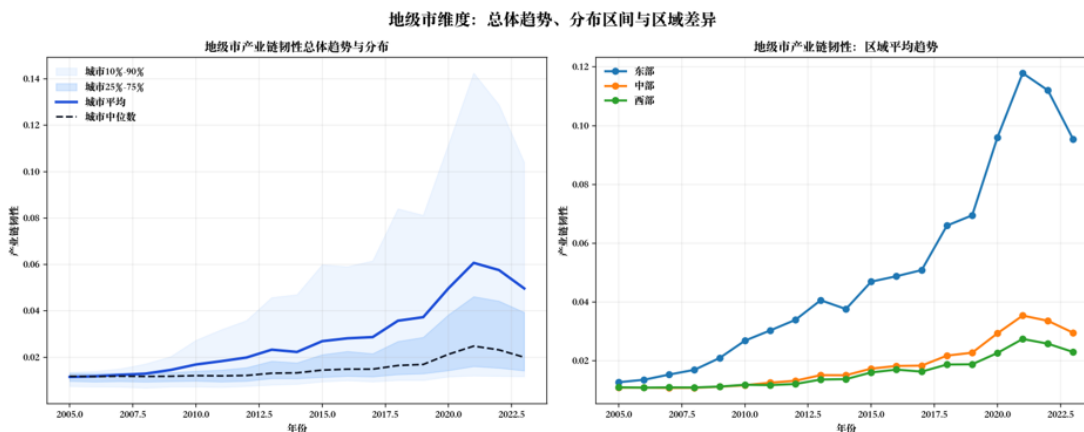


图 90 地级市产业链韧性趋势与区域差异（数据来源：孙红雪、朱金鹤，2023）

### 三、产业链韧性的多维测度

现有产业链韧性测度方法大体可归纳为三类。一是核心变量法，基于供应链集中度、进口依赖度、网络中心度等关键变量刻画韧性特征；二是指标体系构建法，基于抵抗能力、恢复能力、创新能力等维度构建综合评价指标体系；三是

投入产出法，基于投入产出表、多区域投入产出模型及全球价值链数据库分析产业关联结构与风险传导机制。因此，基于这一方法框架，本节将围绕产能利用率、对外依存度、贸易伙伴多样性三个关键维度展开实证量化分析。

（一）维度一：产能利用率与倒 U 型韧性边界

产能利用率反映了一国工业供需的匹配状态与供给弹性。过去，产能利用率低于 80%被静态地定义为产能过剩和效益下滑的表征。然而，若将视野拓宽到中长期演进，适度且先进的产能冗余，其实是一国产业链抵御突发冲击时最直接的缓冲垫。

1. 总量趋势

从时间维度看，中国工业产能利用率在 2017-2019 年处于相对平稳区间，季度均值约 76.6%。2020 年一季度疫情冲击导致利用率跌至 67.3%，此后随着生产恢复和外需修复，2021 年年度均值回升到 77.5%。但 2022 年以后，利用率并没有继续回到更高区间，而是在房地产调整、外需放缓、消费修复偏弱以及部分行业扩产较快的共同作用下逐步下行。2025 年降至 74.4%，2026 年一季度工业整体为 73.6%、制造业为 73.9%，低于 80%参考中枢约 6 个百分点，说明当前韧性更多来自低利用率下的可调用冗余，而不是高景气扩产。

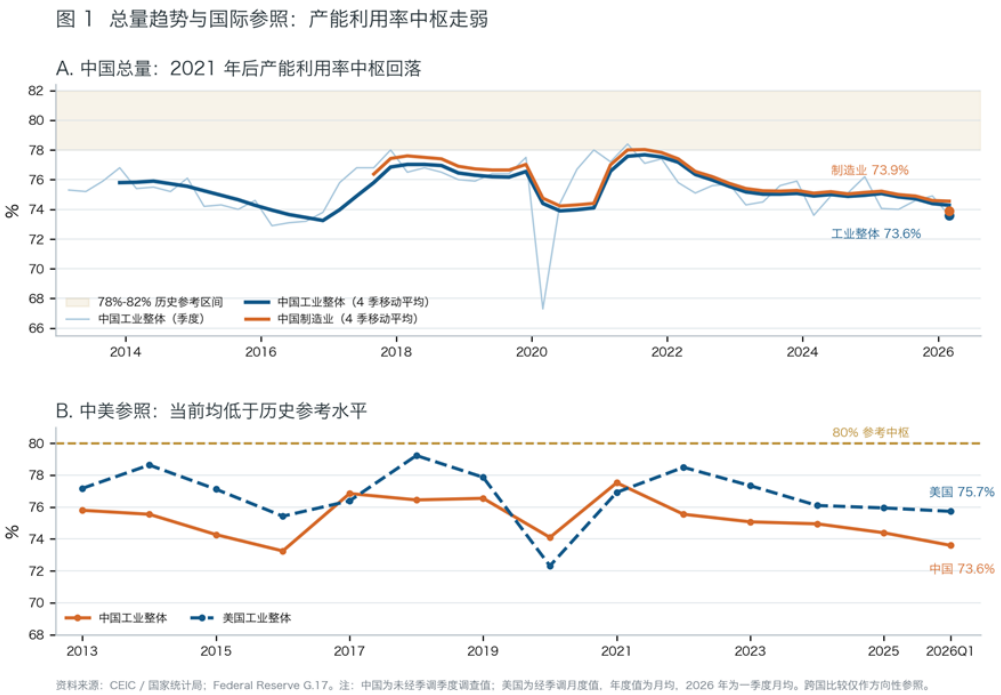


图 91 总量趋势与国际参照：产能利用率中枢走弱（数据来源：CEIC/国家统计局）

这种变化说明，当前中国制造业的供应链韧性不再主要体现为高景气时期的快速扩产，而更多体现为低利用率状态下的可调用冗余。短期看，这种冗余有积极意义：若发生局部供应中断、外部订单回流或突发公共事件，部分行业可以较快提高产出，不必完全依赖新增投资。长期看，若低利用率来自有效需求不足和同质化产能过剩，就会压缩利润率，降低企业研发投入和设备更新，削弱高端化、绿色化和数字化改造能力。因此，评价产业链韧性不能只看“有多少产能”，还要看这些产能是否先进、可盈利、可调度、可持续。

国际比较提供了一个参照。美国工业产能利用率在 2022 年一度升至 78% 以上，2023-2026 年也明显回落，2026 年一季度约为 75.7%。这表明全球制造业周期性疲软并非中国独有。但中国同期工业整体水平低于美国约 2.1 个百分点，且行业差异更显著，说明中国的问题不仅是周期下行，也包括房地产链条收缩、传统行业投资惯性、地方招商竞争和新旧动能转换不完全同步造成的结构性冗余。

## 2. 行业结构性分化

2026 年一季度的行业截面显示，石油天然气和化学纤维处于高利用率区间，非金属矿物、煤炭、汽车和食品制造处于低位。15 个主要细分行业中，只有石油和天然气开采业的产能利用率达到 92.5%，化学纤维制造业达到 84.7%，明显高于 80% 基准。通用设备制造业为 79.0%，黑色金属冶炼和压延加工业为 78.1%，接近但略低于基准。大多数行业处于 70%-78% 之间，说明制造业总体并非全面紧张，而是存在较大可调用空间。

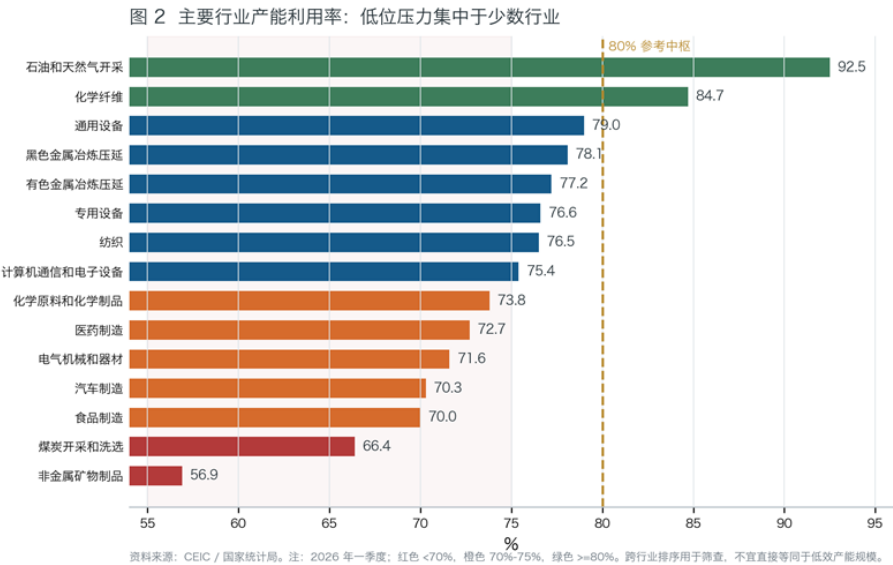


图 92 主要行业产能利用率：低位压力集中于少数行业  
(数据来源：CEIC/国家统计局)

低利用率行业则更值得警惕。非金属矿物制品业为 56.9%，处于严重偏低区间，主要对应水泥、玻璃、建材等房地产相关链条。煤炭开采和洗选业为 66.4%，既受能源结构转型影响，也受需求增速放缓影响。汽车制造业为 70.3%，反映新能源车扩张和传统燃油车产能去化并存，行业内部结构性过剩较明显。食品制造业为 70.0%，说明消费修复对部分终端制造的拉动仍偏弱。低利用率如果持续，会形成价格竞争、利润下滑、资本开支收缩和研发弱化的链式反应。

同时也要看到，高利用率行业不一定没有风险。石油和天然气开采长期维持高位，既体现供给约束，也说明国内资源禀赋限制下的扩产弹性不足。化学纤维利用率较高，反映纺织产业链基础材料供给能力较强，但若外需波动或贸易摩擦加剧，也可能迅速转化为库存和价格压力。计算机、通信和其他电子设备制造业利用率总体位于 74%-80% 区间，判断其在 2023-2025 年出现边际提升，叠加 IO 表显示的高进口暴露和高网络重要性，应视为战略价值高但安全约束也高的行业。

从六个重点行业的产能利用率趋势图来看，行业间走势出现分化。石油天然气和化学纤维处于高位且持续走高，反映供给约束或高景气而非需求端的强劲。汽车和非金属矿物制品则逐步下行，前者受新能源扩张与传统燃油车去化叠加的影响，后者跌幅更深。黑色金属和计算机通信电子居于中间区间波动，整体并没有明显的方向性趋势。

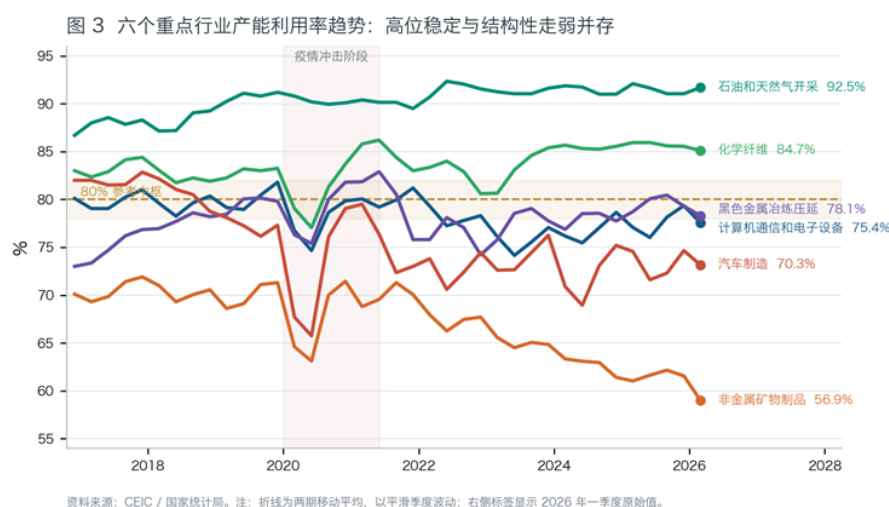


图 93 六个重点行业产能利用率趋势：高位稳定与结构性走弱并存  
(数据来源：CEIC/国家统计局)

### 3. 产能利用率与韧性的“倒 U 型”特征

产业链韧性不仅体现为抵御外部冲击的能力，也反映在价格稳定、盈利能力和创新活力等方面。产能利用率作为连接供需状态与生产组织的重要指标，其变化往往会同时影响价格形成、企业盈利和技术创新，并最终作用于产业链韧性。因此，在考察产能利用率与韧性的关系时，有必要从多个维度观察其对产业运行表现的影响。

行业季度数据表明，产能利用率与 PPI 总体呈正相关关系。产能利用率上升时，供给约束有所增强，价格水平通常随之抬升；产能利用率持续偏低时，供给过剩压力和价格下行压力更为突出。不过，二者关系的斜率相对平缓，说明多数行业的价格调整并未随利用率变化而剧烈波动。这一特征可能反映出样本行业整体仍具有一定供给调整空间。

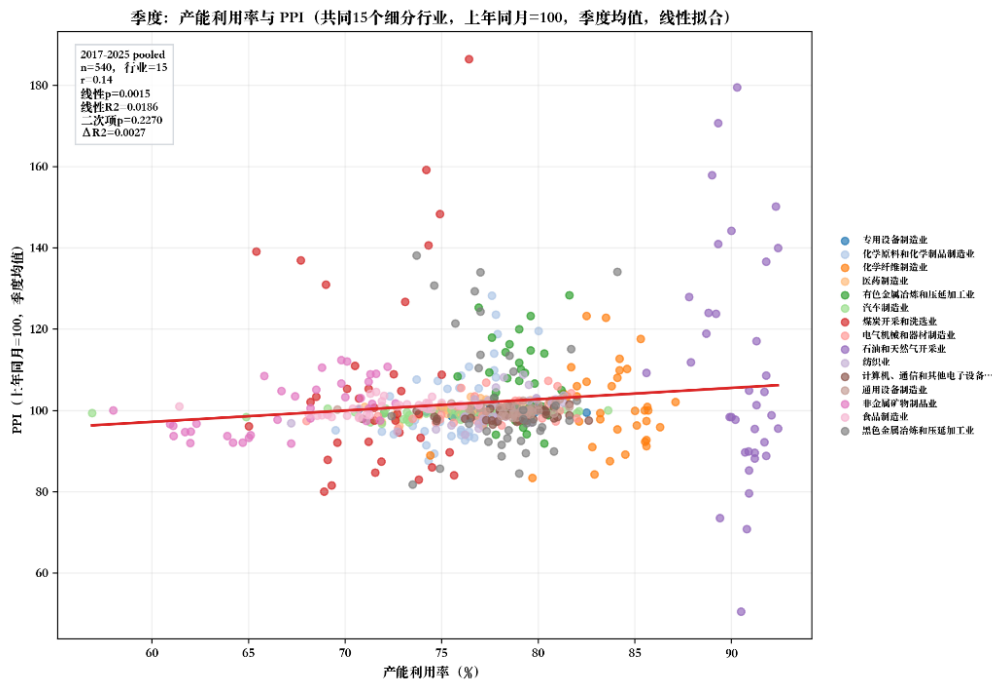


图 94 行业季度产能利用率与 PPI 散点及拟合（数据来源：国家统计局）

价格仅反映了产能利用率影响的其中一个方面。从营业收入、企业利润、创新活动和产业链韧性等维度来看，产能利用率与经济绩效之间的关系呈现出更为复杂的非线性特征。

从经营绩效看，产能利用率与营业收入、利润率之间呈现非线性关系。营业收入受到行业规模、价格周期和需求景气度的共同影响，大行业在样本分布两端

较为集中，会对拟合结果产生一定扰动。利润率指标同样受到少数高利润行业影响，全样本下两侧分布存在一定差异。

在剔除石油和天然气开采业后，利润率与产能利用率之间的倒 U 型关系更加清晰。石油和天然气开采业具有较强资源约束属性，其利润率可能更多受到资源稀缺、价格周期和供给约束影响，而不完全取决于产能利用效率。剔除该类特殊行业后，剩余行业的利润率大体表现为随产能利用率先升后降。该结果表明，产能利用率过低时，资源闲置和需求不足压低盈利能力；产能利用率过高时，成本压力、生产拥挤和调整空间不足也可能削弱利润表现。

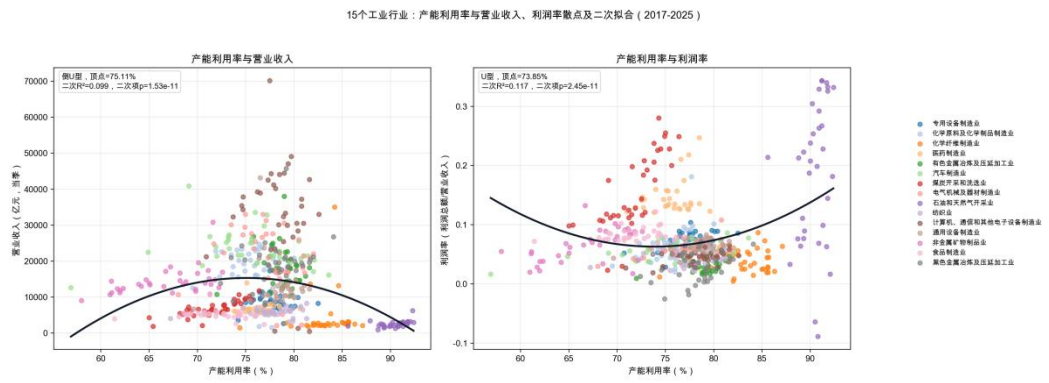


图 95 行业季度产能利用率与营业收入、利润率散点及二次拟合  
(数据来源：国家统计局)

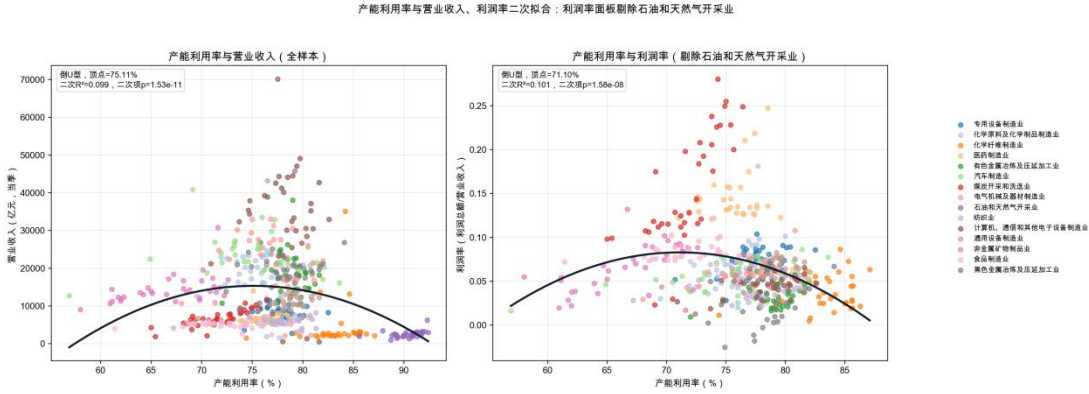


图 96 行业季度产能利用率与营业收入、利润率散点及二次拟合  
(数据来源：国家统计局，剔除石油和天然气开采业)

创新活动与产能利用率之间同样呈现倒 U 型特征。无论采用专利申请量、发明专利申请量还是有效发明专利指标，拟合结果均显示，行业创新活动在中等偏高利用率区间相对更活跃，随后随产能利用率继续上升而回落。

这一结果可能的解释是，产能利用率偏低时，企业订单不足、现金流偏弱，研发投入容易受到压缩；产能利用率持续偏高时，企业往往将资金、设备和管理

资源优先投入现有生产活动，研发、试错和技术调整空间受到挤压。创新既依赖市场需求和利润积累，也需要一定资源余量。此外，样本结果显示，创新活动较活跃的区间大体对应 75%—76% 的产能利用率水平，与产业链韧性指数拟合值较高的区间较为接近。

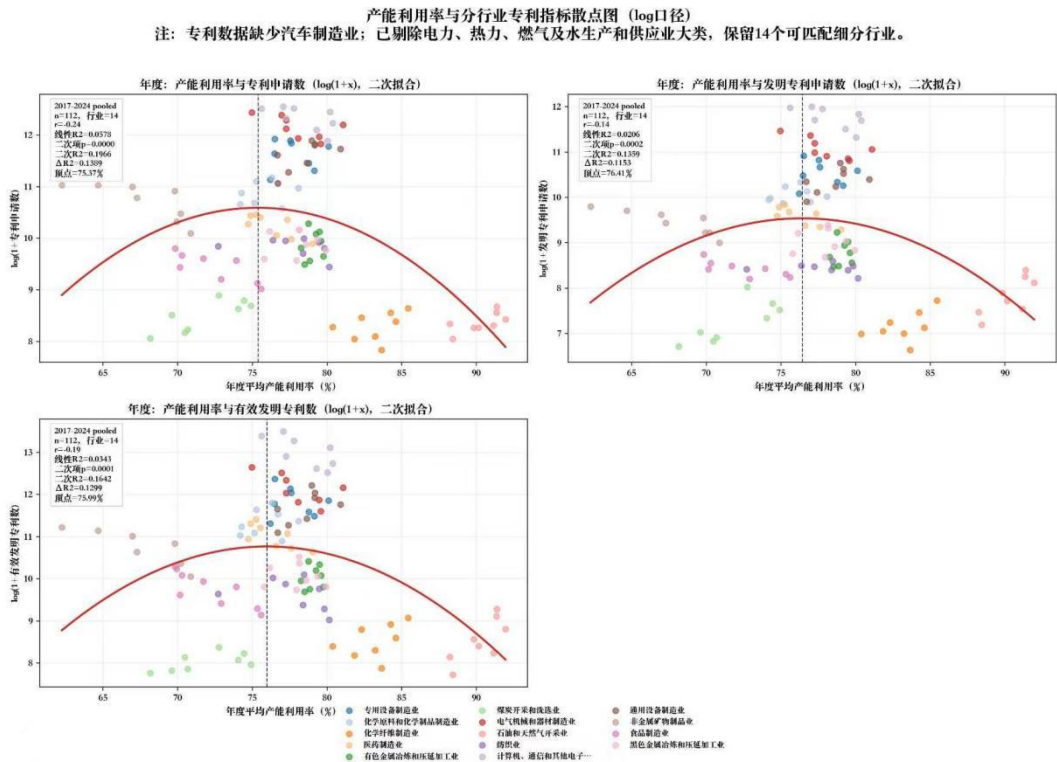


图 97 行业季度产能利用率与专利指标散点及拟合（数据来源：国家统计局）

将行业季度产能利用率与产业链韧性指数进行匹配后可以看到，二者总体呈现先上升后下降的非线性关系。拟合曲线的顶点约位于 76% 附近：当产能利用率低于该水平时，韧性指数总体随利用率上升而提高；超过该水平后，韧性指数随利用率进一步上升而下降。

这一结果说明，产能利用率并非越低越好，也并非越高越好。过低利用率可能反映有效需求不足、结构性过剩和资源配置效率偏低；过高利用率则意味着冗余产能不足，行业在面对需求波动、供应中断和成本冲击时缺少缓冲空间。由此看，中等偏高但未接近满负荷的产能利用状态，更有利于在效率与韧性之间形成平衡。

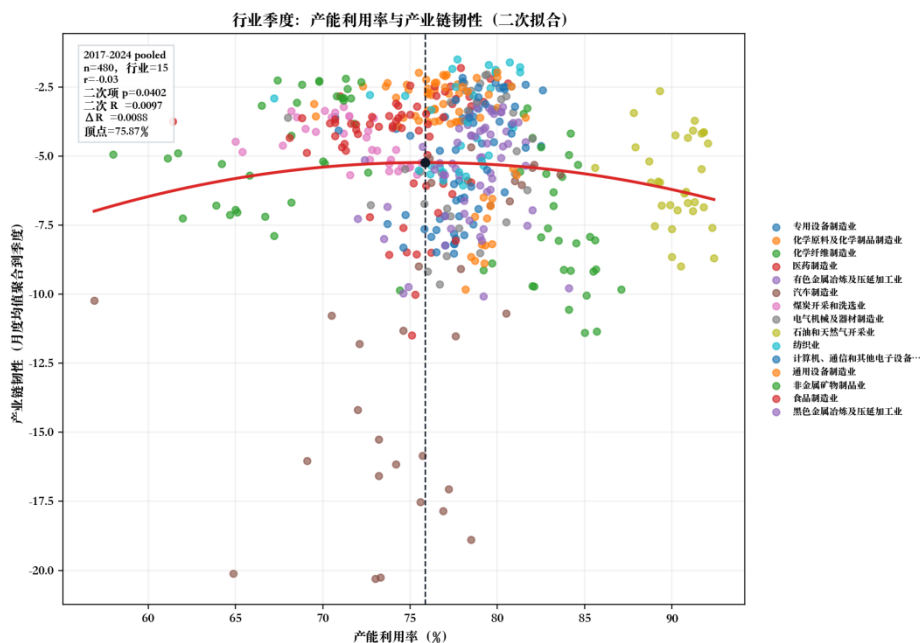


图 98 行业季度产能利用率与产业链韧性散点及拟合  
(数据来源：赵宇等，2025；国家统计局)

#### 4. 冲击下的产业链韧性

从宏观运行角度看，产业链韧性的关键不只在于平稳时期的效率表现，更在于外部冲击发生时的损失幅度、恢复速度和波动程度。为进一步检验适度产能冗余的作用，本文结合三次不同类型冲击进行比较：2020 年疫情冲击主要表现为需求收缩、物流受阻和复工节奏不一致；2021 年能源与大宗商品冲击主要来自供给成本端；2022 年冲击则具有能源价格波动、外需回落和供应链重构叠加的复合特征。后续分析基于 2017—2019 年冲击前数据划分行业状态，倒 U 型顶点约为 73.02%，适度冗余区间约为 70.02%—76.02%。

##### 4.1 2020 年疫情冲击

在 2020 年疫情冲击下，产能利用率过高的行业在面对需求侧冲击时更加脆弱，而适度冗余的行业具有更强的缓冲能力。疫情冲击首先表现为需求的骤然收缩、物流受阻和复工复产节奏不一致——对于冲击前接近满负荷运行的右侧过高组而言，订单骤降和人员到岗延迟直接压缩了产出，而产能已无上调空间，调整代价较大。从韧性指标看，右侧过高组的冲击当年韧性损失和冲击后恢复期的韧性损失均明显高于适度冗余组。利润率数据同样指向这一结论：适度冗余组的利润率从冲击前约 7.17% 上升至 7.89%，右侧过高组则从 6.75% 降至 5.63%。需要

说明的是，左侧过剩组在 2020 年冲击中的行业数量很少，其低利用率更多反映的是需求不足或结构性过剩。

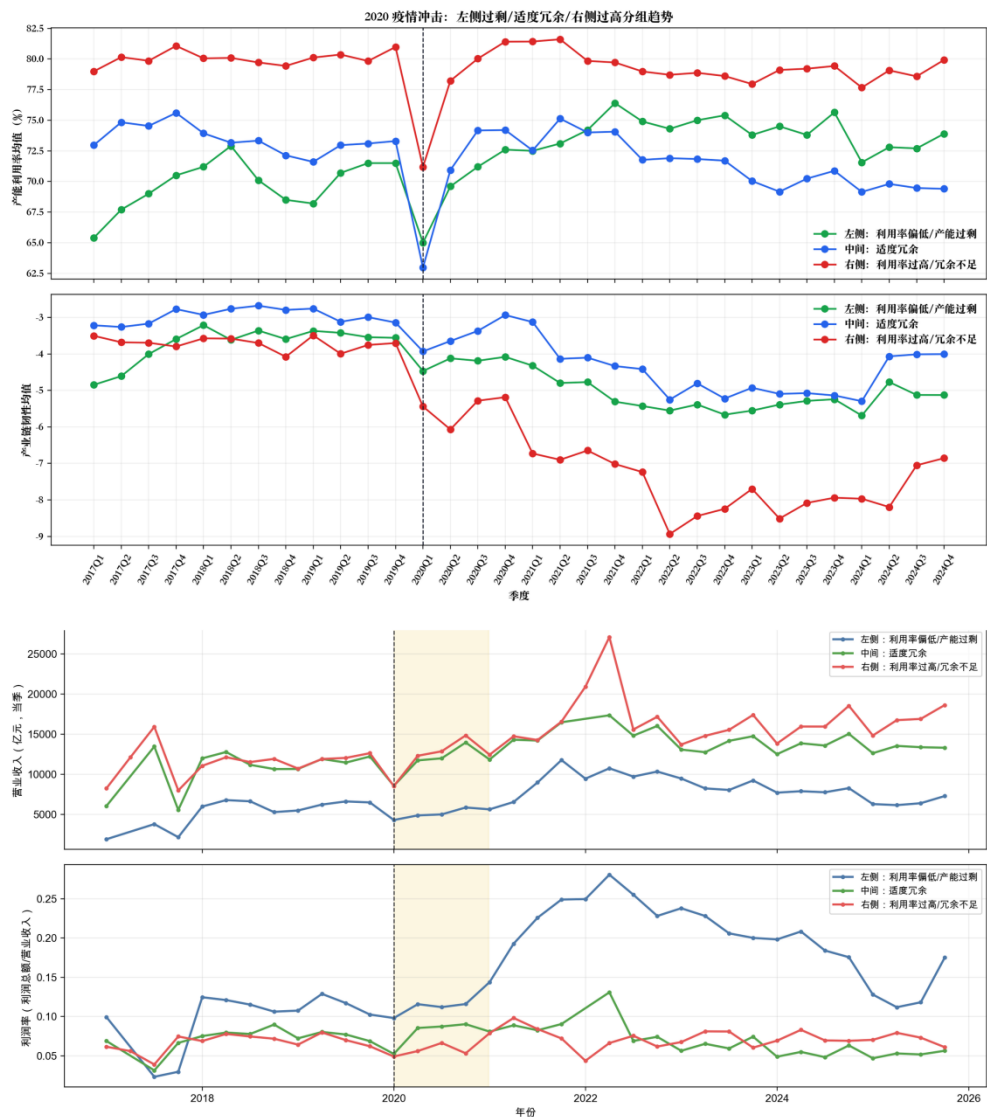


图 99 疫情冲击：产业链韧性、产能利用率、营业收入与利润率趋势  
(数据来源：赵宇等，2025；国家统计局)

4.2 2021 年能源与大宗商品冲击

2021 年能源与大宗商品冲击在韧性维度上支持了适度冗余的价值，但利润率的证据受到供给端价格上涨的干扰。2021 年的冲击性质与 2020 年截然不同：能源价格飙升、大宗商品成本抬升和局部限电限产，使冲击主要来自供给侧而非需求侧。从韧性指标看，适度冗余组的冲击当年和冲击后韧性损失均小于左侧过剩组和右侧过高组，辅助结果也显示后两组相对于适度冗余组显著为负。从利润

率维度看，由于能源和大宗商品价格上涨直接推高了上游资源类行业的盈利，三组的收入和利润率均有所改善，左侧过剩组的利润率提升幅度甚至更大。

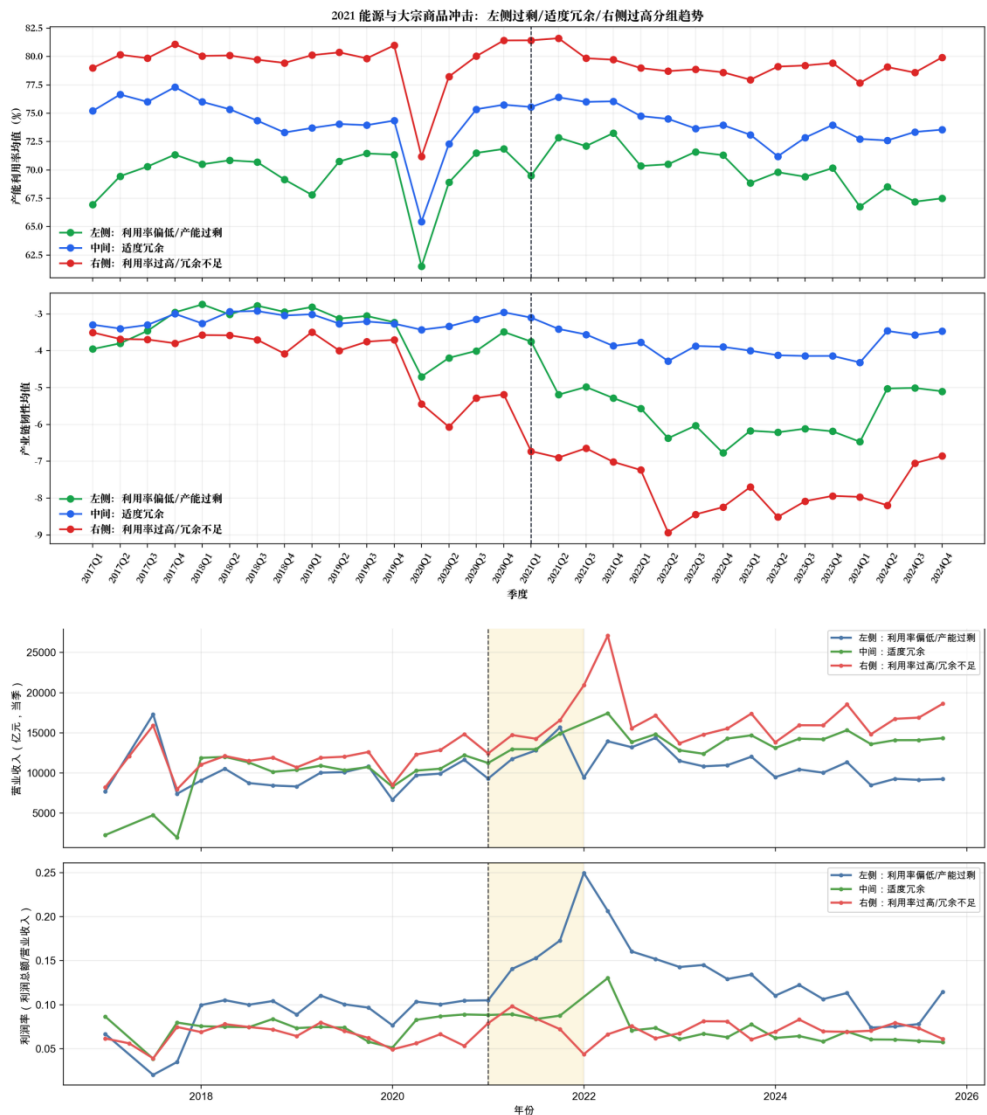


图 100 能源与大宗商品冲击：产业链韧性、产能利用率、营业收入与利润率趋势  
(数据来源：赵宇等，2025；国家统计局)

4.3 2022 年俄乌/能源价格/外需回落冲击

2022 年的复合外部冲击为适度产能冗余的韧性价值提供了最完整的一揽子证据。2022 年的冲击具有明显的复合性质：俄乌冲突引发的能源与原材料价格剧烈波动、全球通胀攀升与外需回落、以及供应链重构加速，使行业同时面对成本上升、需求收缩和供应约束三重压力。在所有三类冲击中，适度冗余组的韧性损失最小、冲击后波动最低；左侧过剩组和右侧过高组的韧性损失均显著更大。从冲击前后的均值来看，适度冗余组的利润率从冲击前（2018-2021 年）9.73%显

著升至 2022 年 15.62%，而右侧过高组由 7.05% 小幅降至 6.72%，左侧过剩组也未出现利润率的大幅跳升。这表明，在复合冲击中，适度冗余的行业既没有低利用率行业的闲置负担拖累利润，也没有高利用率行业的产能瓶颈约束供给弹性——它们更容易在多重压力叠加的环境中维持供给连续性、控制成本并在冲击后迅速稳定利润率。

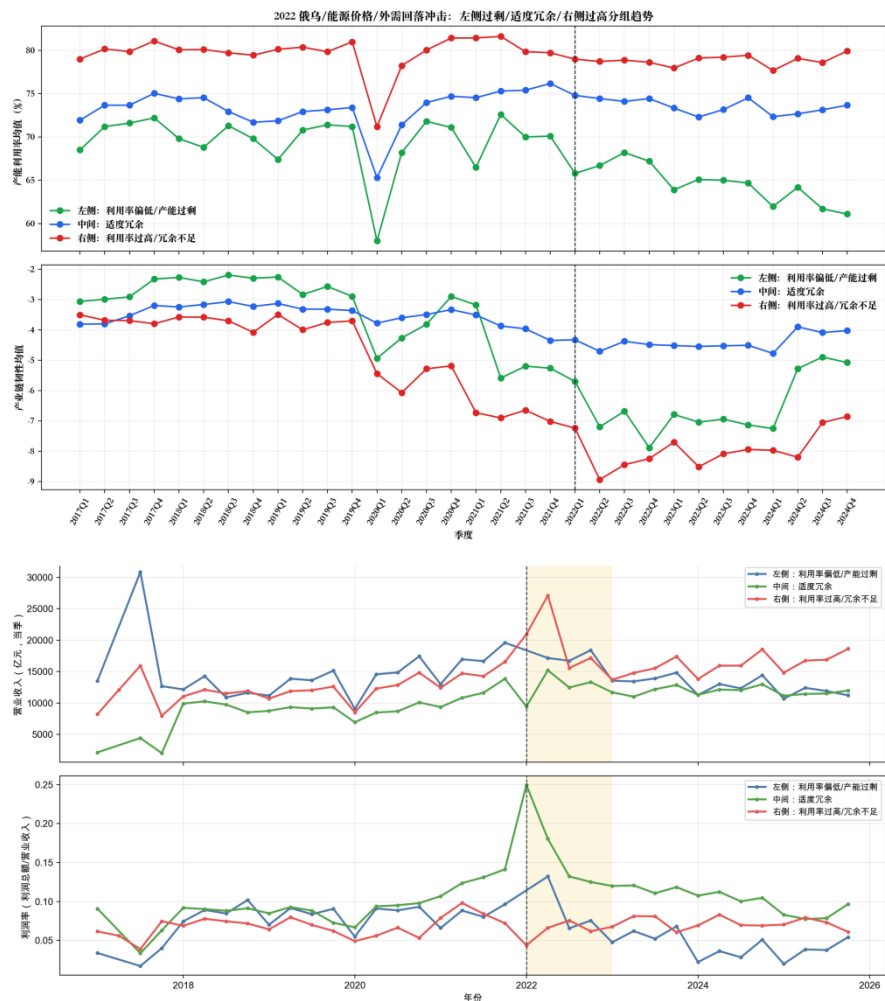


图 101 俄乌/能源价格/外需回落冲击：产业链韧性、产能利用率、营业收入与利润率趋势（数据来源：赵宇等，2025；国家统计局）

将三次冲击放在一起看，适度产能冗余的韧性价值具有较清晰的层次。2020 年疫情冲击主要提供了高利用率行业更易受冲击的证据，说明接近满负荷运行的行业在需求骤降、物流受阻和复工不均衡背景下调整空间有限。2021 年能源与大宗商品冲击在韧性指标上支持适度冗余的判断，但利润率受到上游价格上涨影响，不能简单解释为经营韧性改善。2022 年复合外部冲击则提供了相对完整的经验证据，适度冗余组在韧性损失、利润率变化和冲击后波动方面表现更为稳健。

## （二）维度二：对外依存度与国内自给能力

对外依存度是衡量产业链在进口断供冲击下暴露风险的关键指标。基于非竞争型投入产出表（IO Table）测度，2020 年我国 42 部门中间品自给率在严格口径下表现出较强的国内覆盖能力（图 102）。

### 1. 中间品自给率

42 部门非竞争型 IO 表给出的第一组证据是中间品自给率。严格口径下，自给率定义为使用行业  $i$  在使用产品行业  $j$  作为中间投入时，由国产品满足的比例，即  $Zd[j,i]/(Zd[j,i]+Zm[j,i])$ 。2020 年共有 1661 个非空行业组合，其中 1492 个组合自给率达到 90% 以上，占 89.8%；70%-90% 的组合有 132 个，占 7.9%；50%-70% 的组合有 19 个，占 1.1%；低于 50% 的组合有 18 个，占 1.1%。与 2017 年相比，90% 以上组合占比从 80.9% 提高到 2020 年的 89.8%，说明国内中间品体系在多数环节上具有较强覆盖能力，少数低自给率格点没有扩散成大面积短板。

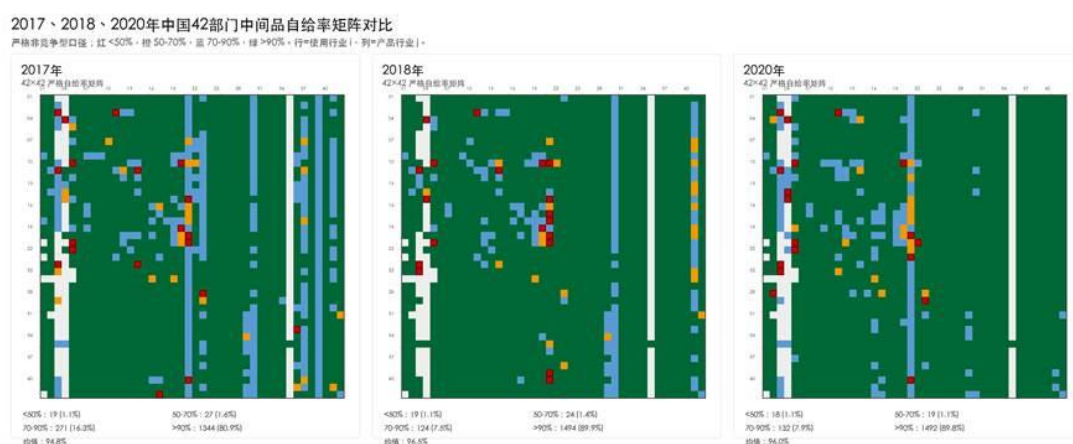


图 102 2017、2018、2020 年 42 部门中间品自给率矩阵对比

（数据来源：国家统计局投入产出表）

但低自给率组合的集中性很强。低自给率组合集中在油气、金属矿、仪器仪表和通信电子相关链条。它们数量不多，但往往连接能源、材料和高端制造，属于产业链安全的重点清单。2020 年低于 50% 的 18 个组合中，石油和天然气开采产品、金属矿采选产品、仪器仪表、通信设备和其他电子设备相关组合反复出现。例如，金属矿采选产品在金属矿采选自身使用中的自给率仅约 11.0%；石油和天然气开采产品用于电力热力生产供应的自给率约 14.6%；石油和天然气开采产品用于石油、炼焦产品和核燃料加工品的自给率约 42.7%；金属矿采选产品用于金属冶炼和压延加工品的自给率约 47.2%；通信设备、计算机和其他电子设备用于

造纸印刷和文教体育用品的自给率约 35.1%；仪器仪表用于通信电子设备的自给率约 39.3%。这些不是孤立的贸易问题，而是能源、金属资源和高端制造基础件的共同约束。

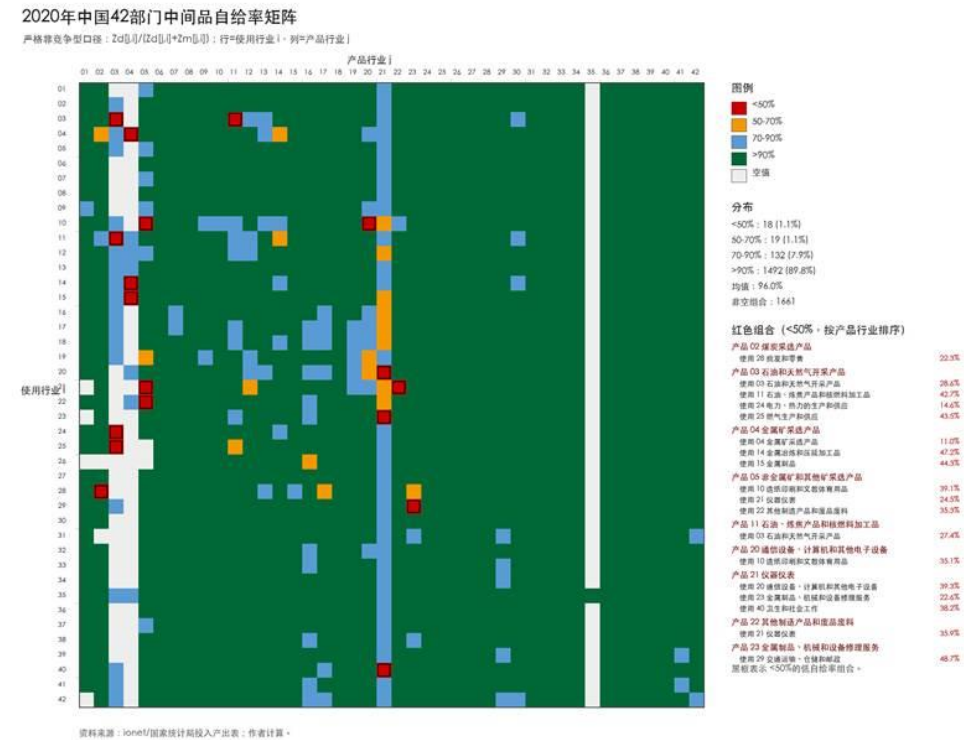


图 103 2020 年 42 部门中间品自给率矩阵及低自给率组合  
(数据来源: 国家统计局投入产出表)

上述数据表明，少数“低自给率”节点虽然数量少，但往往横跨了整个能源、金属矿产与高精尖装备制造，属于产业链安全的“死穴”。

## 2. 生产网络中心性

第二组证据是网络中心性。并非所有的外部进口依赖都具有同等的宏观外溢风险。

利用 2020 年中国非竞争型投入产出网络，计算国产前向联系指数发现，综合重要性最高的部门包括化学产品、金属冶炼和压延加工品、食品和烟草、交通运输仓储邮政、租赁和商务服务。它们构成国内生产网络的基础骨架。国产前向联系指数最高的是化学产品，达到 2.579，金属冶炼和压延加工品为 2.076，批发零售、农林牧渔、交通运输仓储邮政也明显高于平均，说明国内生产网络的基础

骨架主要由基础材料、流通服务和食品农业共同支撑。同时意味着，这些行业作为投入品或基础服务的覆盖面广，一旦出现供给波动，会向多个下游扩散。

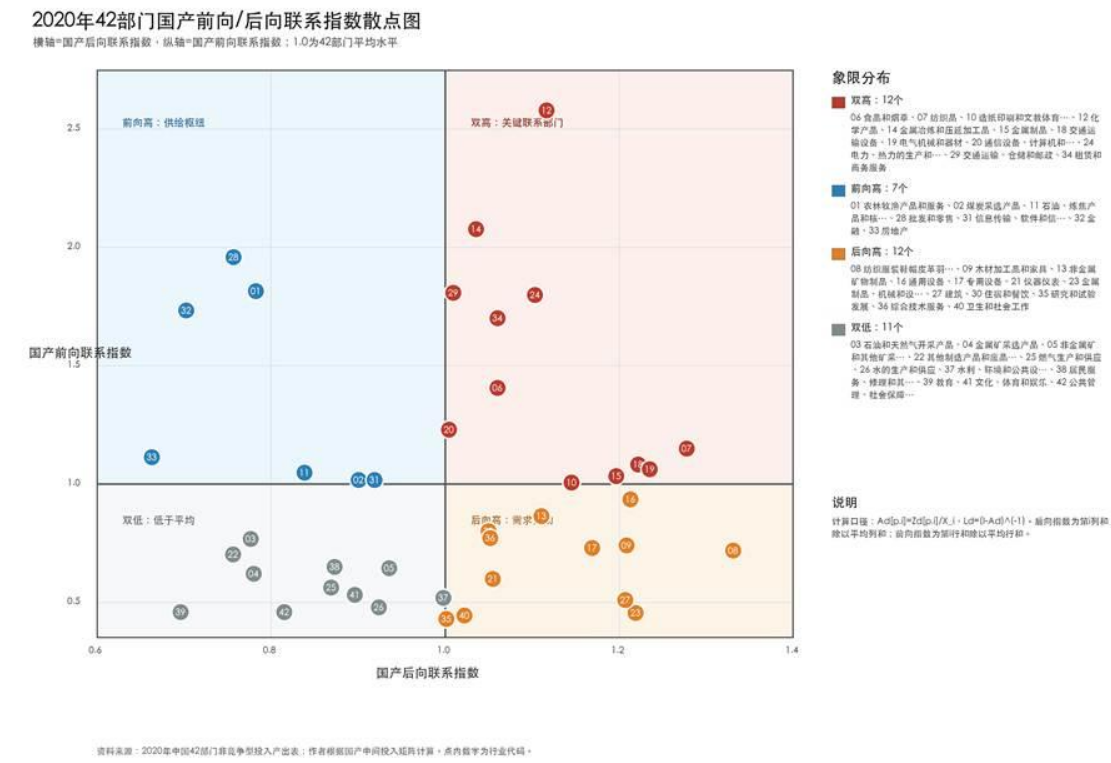


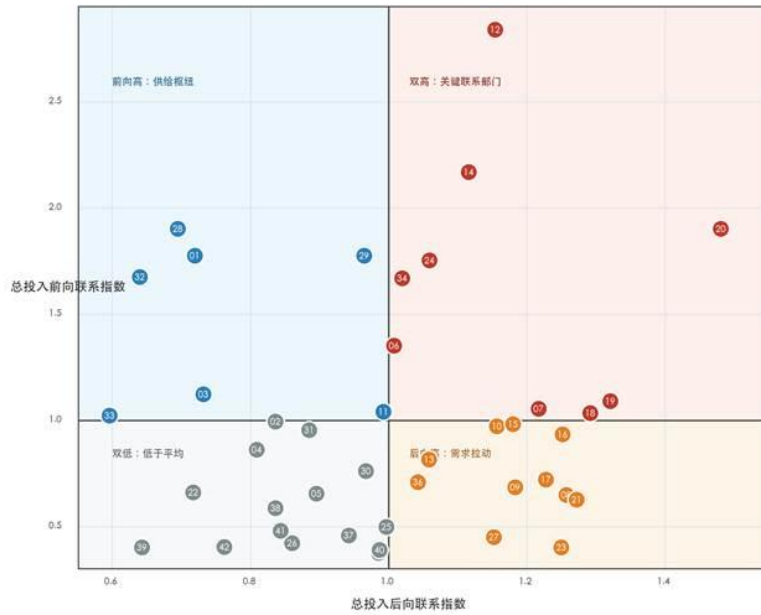
图 104 国产前向/后向联系指数散点图  
(数据来源：2020 年中国 42 部门非竞争投入产出表)

### 3. 进口暴露

第三组证据是进口暴露。产品侧进口依赖度最高的是石油和天然气开采产品，达到 55.1%；金属矿采选产品为 53.7%；通信设备、计算机和其他电子设备为 35.9%；仪器仪表为 28.6%。使用侧进口依赖度最高的是石油、炼焦产品和核燃料加工品，达到 38.2%；通信设备、计算机和其他电子设备为 32.7%；燃气生产和供应为 32.1%；金属矿采选产品为 22.3%；仪器仪表为 18.9%。当进口暴露与网络中心性叠加时，通信设备、计算机和其他电子设备成为进口风险加权中心性最高的部门，其后依次是石油和天然气开采产品、金属矿采选产品、化学产品、仪器仪表和通用设备，是“关键且脆弱”的优先治理对象。

2020年42部门总投入前向/后向联系指数散点图

横轴=总投入后向联系指数，纵轴=总投入前向联系指数；1.0为42部门平均水平



资料来源：2020年中国42部门非竞争投入产出表；作者根据投入产出中间投入矩阵计算，点内数字为行业代码。

#### 象限分布

■ 双高：9个

06 食品和相关产品、07 纺织业、12 化学产品、14 金属冶炼和延加工品、18 交通运输设备、19 电气机械和器材、20 通信设备、计算机和...、24 电力、热力的生产和...、34 租赁和商务服

■ 前向高：7个

01 农林牧渔产品和服务、03 石油和天然气开采产品、11 石油、煤炭产品和...、28 批发和零售、29 交通运输、仓储和邮政、32 金融、33 房地产

■ 后向高：11个

08 纺织业和鞋皮革产品、09 木材加工品和家具、10 造纸和印刷文教体育...、13 非金属矿物制品、15 金属制品、16 通用设备、17 专用设备、21 仪器仪表、23 金属制品、机械和设...、27 建筑、36 综合技术服务

■ 双低：15个

02 煤炭采选产品、04 金属矿采选产品、05 非金属矿和其他矿采...、22 其他制造产品和制品、25 燃气生产和供应、26 水的生产和供应、30 住宿和餐饮、31 信息传输、软件和信...、35 研究和试验发展、37 水利、环境和公共设施、38 居民服务、修理和其...、39 教育、40 卫生和社会工作、41 文化、体育和娱乐、42 公共管理、社会保障...

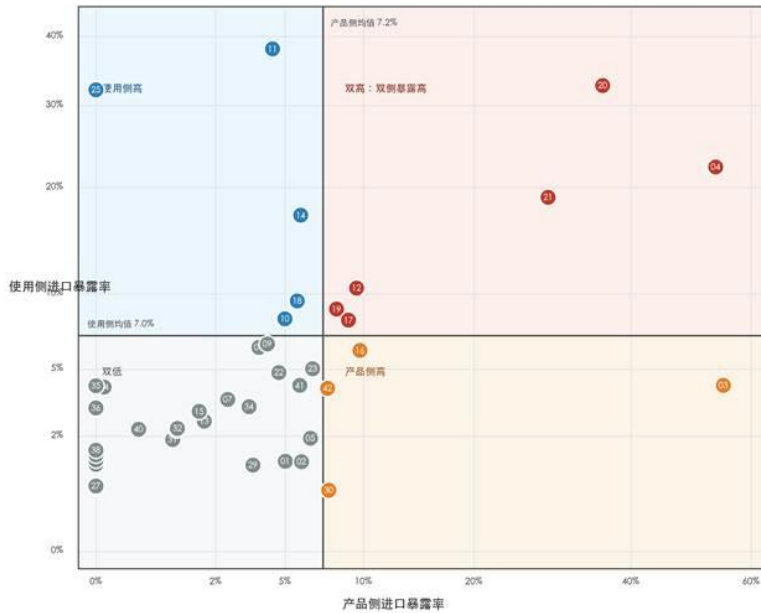
#### 说明

计算口径： $A_{ij} = (Z_{ij}p_i + Z_{ij}p_j) / (X_i + X_j + A_{ij} - 1)$ ，前向指数为前向列除以平均列和；后向指数为后向行除以平均行和。

图 105 总投入前向/后向联系指数散点图  
(数据来源：2020 年中国 42 部门非竞争投入产出表)

2020年42部门中间品进口暴露散点图

横轴=产品侧进口暴露，纵轴=使用侧进口暴露；灰色均值线表示42部门平均水平



资料来源：2020年中国42部门非竞争投入产出表；作者根据进口中间投入Zm和总中间投入Zd+Zm计算，点内数字为行业代码。

#### 象限分布

■ 双高：6个

04 金属矿采选产品、12 化学产品、17 专用设备、19 电气机械和器材、20 通信设备、计算机和...、21 仪器仪表

■ 产品侧高：4个

03 石油和天然气开采产品、16 通用设备、30 住宿和餐饮、42 公共管理、社会保障...

■ 使用侧高：5个

10 造纸和印刷文教体育...、11 石油、煤炭产品和...、14 金属冶炼和压延加工品、18 交通运输设备、25 燃气生产和供应

■ 双低：27个

01 农林牧渔产品和服务、02 煤炭采选产品、05 非金属矿和其他矿采...、06 食品和相关产品、07 纺织业、08 纺织业和鞋皮革产品、09 木材加工品和家具、13 非金属矿物制品、15 金属制品、22 其他制造产品和制品、23 金属制品、机械和设...、24 电力、热力的生产和...、26 水的生产和供应、27 建筑、28 批发和零售、29 交通运输、仓储和邮政、31 信息传输、软件和信...、32 金融、33 房地产、34 租赁和商务服...、35 研究和试验发展、36 综合技术服务、37 水利、环境和公共设施...、38 居民服务、修理和其...、39 教育、40 卫生和社会工作、41 文化、体育和娱乐

#### 说明

产品侧进口暴露： $\text{sum}_i Z_{ij} p_i / \text{sum}_j (Z_{ij} p_i + Z_{ij} p_j)$ ；使用侧进口暴露： $\text{sum}_j Z_{ij} p_j / \text{sum}_i (Z_{ij} p_i + Z_{ij} p_j)$ ，坐标采用平方根归并，仅用于展开暴露区，刻度仍为原始百分比。

#### 产品侧暴露较高行业

03 石油和天然气开...：产品侧55.1%、使用侧4.2%；04 金属矿采选产品、产品侧53.7%、使用侧22.3%；20 通信设备、计算机...：产品侧35.9%、使用侧32.7%；21 仪器仪表：产品侧28.6%、使用侧18.9%；16 通用设备：产品侧9.8%、使用侧6.1%；12 化学产品：产品侧9.5%、使用侧10.5%。

图 106 中间品进口暴露散点图  
(数据来源：2020 年中国 42 部门非竞争投入产出表)

国产联系指数和总投入联系指数的差异也值得关注。按国产中间投入计算，化学产品、金属冶炼、批发零售、农林牧渔和交通运输是典型供给枢纽；按国产加进口的总投入口径计算，通信设备、计算机和其他电子设备的总投入后向联系指数升至 1.481、总投入前向联系指数升至 1.901，进入“双高”区域。这说明电子信息制造的系统重要性有相当一部分通过进口中间品网络体现出来，若只看国产联系，会低估其真实冲击传导能力。

### （三）维度三：贸易伙伴多样性与集中度演变

本节进一步从进出口贸易维度出发，考察一个影响产业链韧性的关键问题：中国的进出口在多大程度上依赖少数国家和少数产品？贸易集中度的高低直接关系到外部冲击的传导路径——如果出口高度集中于少数市场，则单一市场的需求收缩或贸易壁垒可能对国内生产形成系统性冲击；如果进口高度集中于少数品类或少数来源国，则供应中断风险将从贸易端向生产端传导。本节从国家集中度和产品集中度两个层面，运用赫芬达尔-赫希曼指数（HHI）对此进行量化分析。HHI 将每个贸易伙伴（或产品品类）的份额平方后加总，取值在 0 到 1 之间，越接近 1 表示集中度越高、贸易分布越不均匀；越接近 0 表示贸易分布越分散、多元化程度越高。

首先从国家层面看。2000—2022 年间，中国进出口国家 HHI 整体呈温和下降趋势：出口 HHI 从 0.278 降至 0.262（降幅 5.8%），进口 HHI 从 0.269 降至 0.260（降幅 3.3%）。出口 HHI 在全部 23 年中始终高于进口 HHI，表明出口端的国别集中度系统性高于进口端。加入 WTO（2001 年）后降幅最为明显，2008 年全球金融危机期间出现阶段性反弹，近年来趋于平稳。

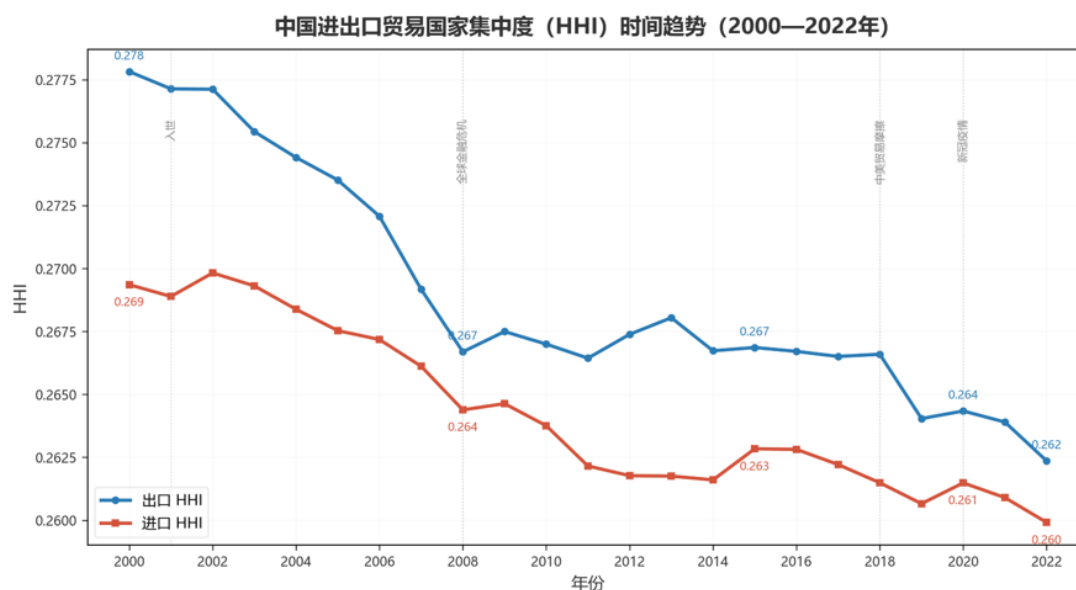


图 107 中国进出口贸易国家集中度时间趋势  
(数据来源：联合国 COMTRADE 数据库)

其次从产品层面看，集中度和多元化两个指标提供了互补的信息。产品集中度指数衡量进出口金额在各产品类别间的分布均匀程度，多元化指数则衡量中国贸易结构与世界平均贸易结构的偏离程度。

从进口端看，进口产品集中度大幅上升，进出口多元化指数基本稳定。进口产品集中度从 1995 年的 0.067 大幅上升至 2024 年的 0.167，升幅接近 150%，2022 年一度达到 0.183 的峰值。与此同时，进口多元化指数基本稳定在 0.39—0.41 区间。两个指标的组合判断是：进口集中度的上升并非中国独有的结构性偏移，而是全球主要经济体在工业化深化过程中共同经历的趋势——对能源、矿产、集成电路等战略性品类的进口依赖普遍加深。从中国自身角度看，进口结构从“广撒网”式的全面引进转向“精准补缺”式的关键品类聚焦，既是产业升级的结果，也意味着少数品类的供应中断风险正成为产业链韧性的薄弱环节。

从出口端看，出口产品集中度呈现先升后降的倒 U 型轨迹：1995 年仅为 0.070，2005 年前后达到峰值 0.110，此后持续回落至 2024 年的 0.084，低于 1995 年水平。出口多元化指数则从 0.477 持续下降至 0.369，降幅达 22.6%，表明中国出口产品组合与世界平均出口结构的偏离显著缩小。这两条曲线的共同走势表明，入世后中国出口经历了一个从“集中突破”到“全面开花”的结构升级过程：入世初期以纺织、电子组装等少数品类为出口主力，集中度阶段性走高；2005 年后，

机械装备、汽车、化工、新能源等新品类相继崛起，出口篮子日趋多元。这一“集中度受控+多元化持续改善”的格局，构成了中国出口端产业链韧性的重要支撑。

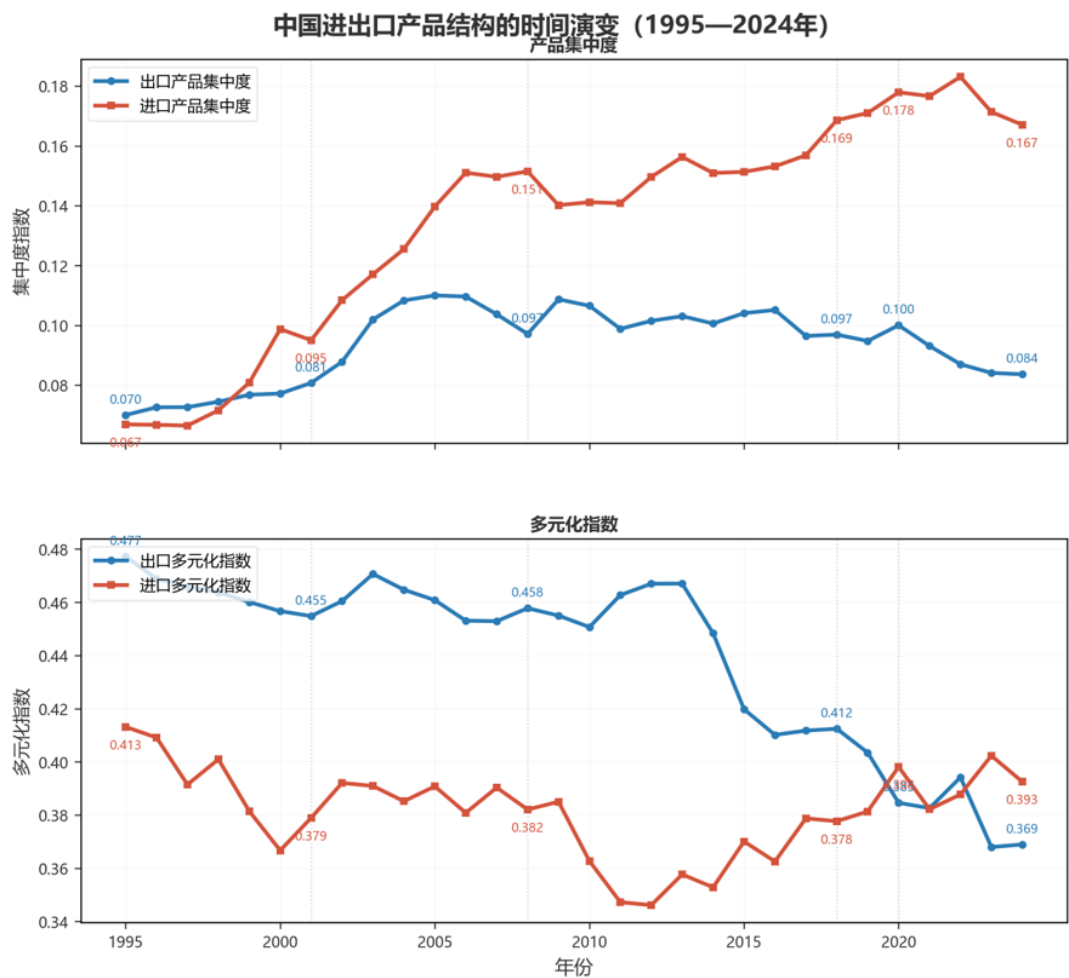


图 108 中国进出口产品结构的时间演变  
(数据来源：联合国 COMTRADE 数据库)

为进一步识别哪些具体产品的国别集中度最高、风险最为突出，利用 OECD 国际商品贸易平衡统计数据，在 29 个 CPA 产品大类的 2 位码层面上计算其进出口的国别集中度，得到 1995—2024 年的全景热力图。结果显示，制造业产品的国别集中度普遍低于资源类产品（农业、采矿），呈现出清晰的“制造分散、资源集中”格局。石油和天然气、煤炭、金属矿石的集中度持续处于高位，其中石油天然气的出口集中度远超进口集中度——出口高度集中于少数东亚经济体，而进口来源相对分散。食品、基本金属、汽车、纺织品等品类集中度长期维持在较低水平，贸易伙伴高度多元化，为产业链韧性提供了重要支撑。

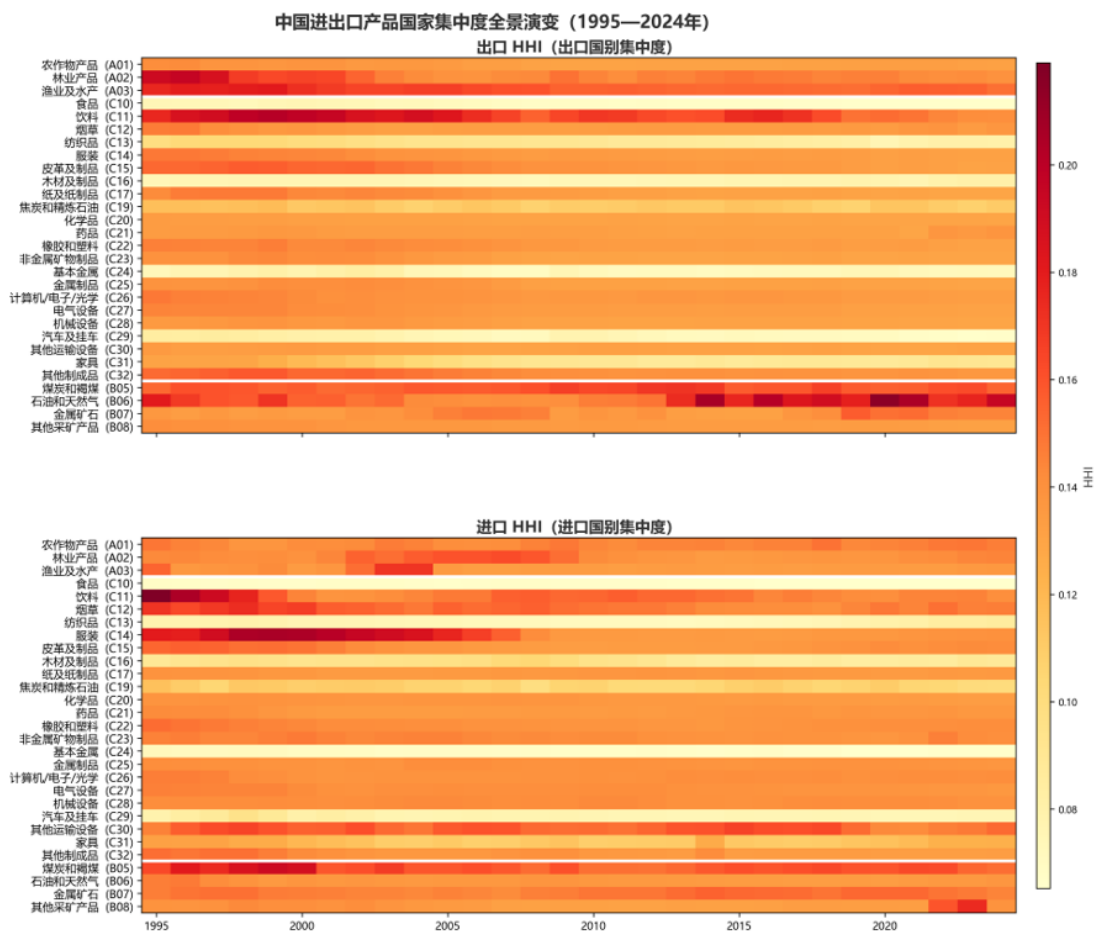


图 109 中国进出口产品国家集中度全景演变（数据来源：OECD BIMTS, CPA 2.1）

从集中度的高低与变化方向来看，三组代表性产品走出了三条不同的韧性演进轨迹。高位风险组（石油天然气、煤炭、金属矿石、渔业水产）集中度持续处于高位，其中石油天然气的上升斜率最为明显。多元化成功组（食品、基本金属、汽车、纺织品）集中度长期在 0.07 附近窄幅波动，贸易伙伴充分多元。集中度改善组（服装、饮料、家具、林业产品）30 年间集中度降幅显著——服装出口集中度从 1995 年约 0.18 降至 2024 年约 0.13，降幅约 28%——体现了出口市场多元化战略在传统制造业中的成效。值得注意的是，资源品类集中度呈上升趋势，制造品类集中度持续下降，反映出不同产业在全球化分工中的不同演进路径。

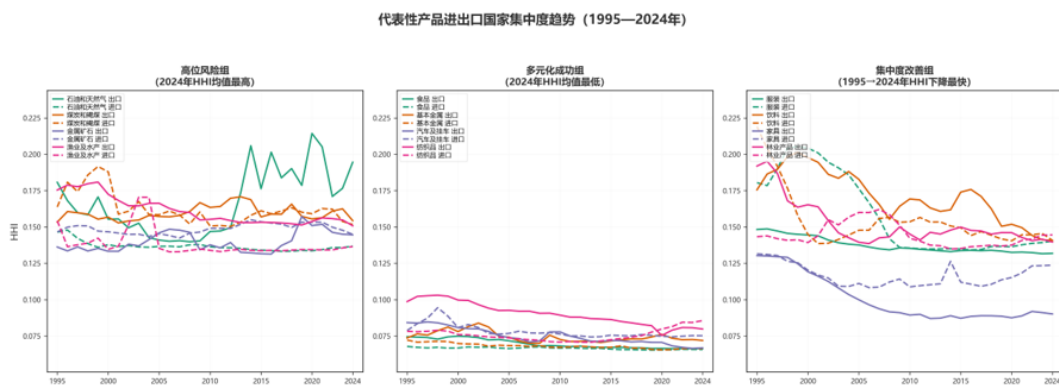


图 110 代表性产品进出口国家集中度趋势（数据来源：OECD BIMTS, CPA 2.1）

## 四、风险识别

基于上述产能利用率、进口暴露度、贸易集中度等多维量化指标，本章对中国产业链面临的潜在风险进行综合识别。研究表明，中国产业链的脆弱性并不体现为大面积的自给率缺漏，而是呈现出高度结构化、节点化与外部化的“非对称风险”。具体而言，可以将面临韧性约束的战略重点部门归纳为四类行业：

### （一）“高中心度、高进口暴露”的战略关键行业

该类别包含通信设备、计算机和其他电子设备、仪器仪表、通用设备、专用设备、电气机械和交通运输设备等高端制造业。

这些行业在国民经济中扮演着技术放大器与资本装备来源的角色（网络中心度高），但其技术结构特征表现为高层级嵌套与高技术复杂度，在底层通用芯片、精密传感器、工业基础软件（如 EDA、CAE）、关键精密基础件及高端基础材料上具有极强的外部进口依赖性。

一旦外部核心技术遭遇“脱钩断链”或出口管制，冲击将迅速沿着装备投资网络、数字基础设施建设、现代能源系统以及国防工业体系大范围扩散，削弱下游产业的技术迭代速率。

对此类行业，政策重点不应是重复建设低水平的终端组装产能，而应聚焦于产业链最底层的“根技术”攻关，通过建立战略性替代渠道与多源供应体系，构筑“规模+技术”的双重自主性。

### （二）“资源约束和进口依赖高”的行业

该类别包括石油和天然气、金属矿采选、石油炼焦和核燃料加工、燃气生产和供应等战略资源与初级原材料加工行业。

此类行业受国内自然资源禀赋的客观限制，产能扩张弹性极其有限。石油和天然气开采的产能利用率长期高达 92.5%，表明国内增产潜力基本见顶；同时，投入产出表显示油气开采产品和金属矿采选产品的产品侧进口暴露度分别高达 55.1%和 53.7%，面临突出的地缘政治与物流通道受阻风险。

大宗商品输入型价格波动或运输通道受阻，会沿着产业链层层向后传递，抬高全社会运行的基础要素成本。

此类行业的韧性构建无法通过简单的国内产能粗放扩张解决，而必须高度依赖构建国家级战略资源储备体系、长期大宗采购协议、海外权益资源的兼并收购、运输大通道的多样化布局，以及下游替代材料（如钠离子电池、低铁冶炼等）的联合攻关。

### （三）“产能过剩但仍具有网络影响”的周期行业

该类别包括非金属矿物制品（水泥、建材）、黑色金属冶炼、煤炭采选以及部分周期性化学制品链条。

在传统房地产市场调整和低碳转型的双重背景下，这些行业面临严重的产能过剩压力。例如，非金属矿物制品业的产能利用率已滑落至 56.9%的严重低位，煤炭开采利用率降至 66.4%。行业的低效率、无差别价格竞争导致利润率持续走低，削弱了企业的资本金积累和研发能力。

若这些行业大面积陷入亏损甚至破产潮，其连锁性金融债务风险以及上游供应商坏账会逆向传染到银行与地方信用体系，影响网络节点的稳定。

应当明确，产能过剩所表现出的“多余”并不能自动转化为防御外部冲击的良性冗余。对于此类落后及同质化产能，政策应当推动落后产能出清、跨区域大企业兼并重组以及面向低碳绿色的工艺升级，通过提高技术与环保准入门槛治理“无效产能”，实现优胜劣汰。

### （四）“国内网络枢纽型基础行业”

该类别主要包括化学产品、金属冶炼和压延加工品、电力热力生产和供应、交通运输仓储邮政、金融与商务服务等。

这些部门处于中国非竞争型投入产出网络的核心枢纽位置。例如，化学产品的前向联系指数高居全国第一（2.579），金属冶炼为 2.076。这些行业自身的外部进口暴露虽然不高，但它们是国民经济流动的“骨骼”与“血液”。

这些中枢节点一旦遭遇剧烈的价格波动（如电价改革滞后、物流运力中断、或信贷条件骤然收紧），其波动成本会被几何级数式地传导、分配至全网所有下游细分行业，大幅抬高社会总交易成本。

政策监管的核心目标是确保其平稳运行。需建立基础原材料的价格风险对冲机制、关键交通枢纽的物流冗余保障，以及面向金融体系的流动性与价格稳定机制，防范枢纽部门的波动外溢引发全生产网络的调整振荡。

为了全面审视上述四类脆弱性行业的风险底数与应对策略，表 4 汇总了其代表性部门、核心量化证据以及针对性的政策调控重点。

表 4 代表性部门、核心量化证据以及针对性的政策调控重点

| 类型         | 重点行业                                 | 主要证据                                                   | 政策重点                               |
|------------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------|
| 战略关键且进口暴露高 | 通信设备、计算机和其他电子设备；仪器仪表；通用设备；专用设备；电气机械。 | 通信电子产品侧进口依赖 35.9%、使用侧 32.7%，进口风险加权中心性第一；仪器仪表产品侧 28.6%。 | 攻关关键零部件、工业软件、核心元器件；建立替代供应商认证和关键库存。 |
| 资源约束和外部依赖高 | 石油和天然气；金属矿采选；石油炼焦；燃气。                | 油气产品侧进口依赖 55.1%，金属矿 53.7%；石油天然气开采利用率 92.5%。            | 战略储备、多元进口、海外权益资源、运输通道安全和替代材料研发。    |
| 低利用率和结构性过剩 | 非金属矿物制品；煤炭；汽车；部分钢铁和建材链条。             | 非金属矿物 56.9%、煤炭 66.4%、汽车 70.3%，显著低于参考区间。                | 落后产能退出、兼并重组、绿色改造、需求转换和地方重复投资约束。    |
| 国内网络枢纽     | 化学产品；金属冶炼；交通运输仓储邮政；批发零售；金融和商务服务。     | 化学产品国产前向联系指数 2.579、总投入前向 2.838；金属冶炼前向联系也显著高于平均。        | 稳定供应、价格监测、物流调度、供应链金融和应急运行机制。       |

## 五. 聚焦产业分析

### （一）能源与 AI 高科技领域的产能过剩与产业链韧性

产能利用率（capacity utilization）是衡量实际产出与潜在生产能力之比的核心指标，也是判断一国产业链供需状态、景气程度与韧性强弱的重要风向标。按国家统计局口径，产能利用率等于企业报告期内的实际产出（工业总产值）与生产能力之比，数据来源于约 11 万家规模以上工业企业的调查（大中型企业全面调查、小微企业抽样调查），故能较为系统地刻画中国工业供给侧的运行状态。

从总量看，2025 年全国规模以上工业产能利用率为 74.4%，一至四季度分别为 74.1%、74.0%、74.6%与 74.9%，呈现“前低后稳、逐季回升”的态势。分门类看（四季度），制造业产能利用率为 75.2%、采矿业为 71.7%、电力热力燃气及水生产和供应业为 74.0%；分主要行业看（三季度），计算机通信和其他电子设备制造业达 79.0%、黑色金属冶炼和压延加工业为 80.1%、有色金属冶炼为 77.8%，处于相对高位，而汽车制造业为 73.3%、煤炭开采为 68.9%、非金属矿物制品业仅为 62.0%，行业间冷热不均的结构性特征十分明显。

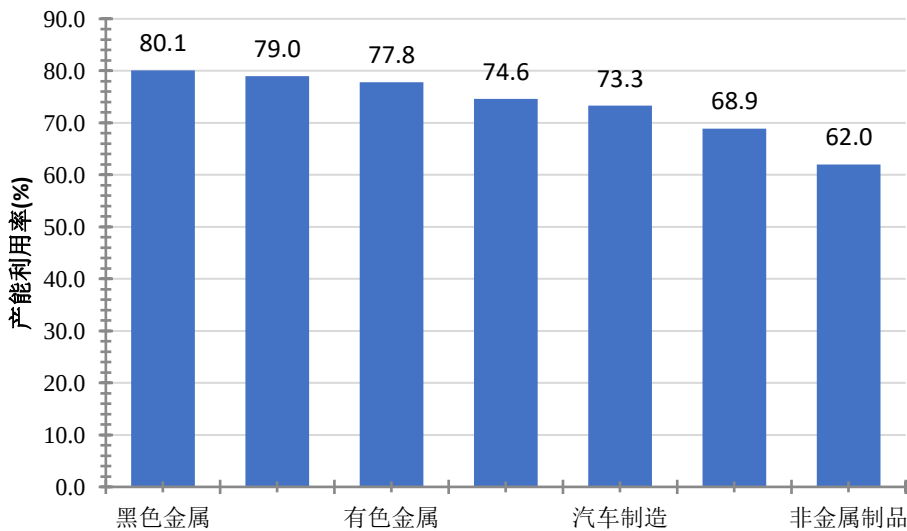


图 111 2025 年中国主要工业行业产能利用率对比（%）

（数据来源：国家统计局）

长期以来，产能利用率低于 80%往往被视为“产能过剩”的信号，而产能过剩又常被简单等同于资源浪费、价格战与效益下滑。然而，若仅从静态、单期的财务视角看待产能，容易忽视其在产业链韧性、成本下降、技术迭代与全球竞争

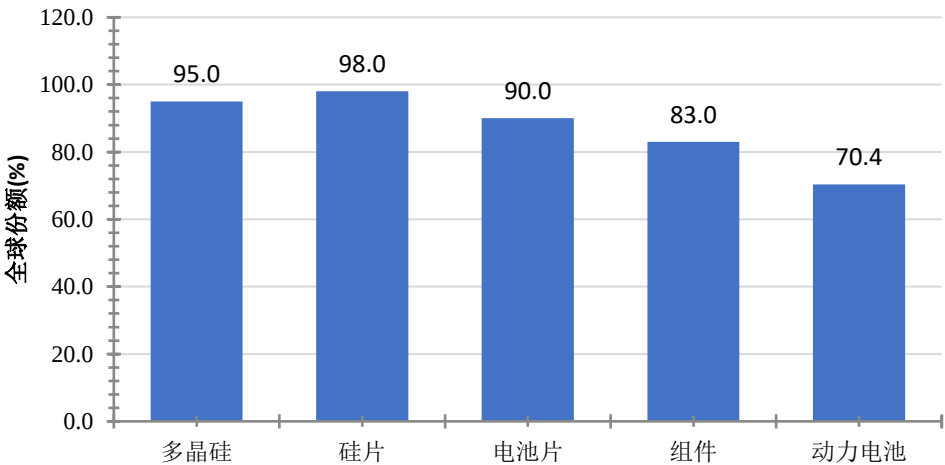
中的战略价值。换言之，产能过剩“好”与“坏”的判断，不应停留于单期利润，而应置于产业链整体与中长期演进的坐标中加以衡量。

基于此，本报告聚焦能源（以新能源制造与上游金属资源为代表）与 AI 高科技两大关键领域，分析中国在这两个领域的“产能过剩”，在相当程度上构成了全球产业链的成本优势、供给韧性与转型加速器。此外，产能过剩并非全是坏处，关键在于区分“良性的、面向未来需求的战略性冗余”与“恶性的、低水平重复的无效产能”。

1. 中国能源与 AI 高科技领域的产能格局

1.1 新能源制造是全球最完整、规模最大的产业体系

中国已建成全球最完整、规模最大的新能源制造体系，并在主要环节占据绝对主导地位。光伏方面，2025 年中国多晶硅、硅片、电池片产能占全球约 90%—95%，其中硅片产能占比高达约 98%、电池片超过 90%、组件产能约占全球 83%；国际能源署（IEA）指出，到 2025 年全球太阳能电池板生产的关键环节几乎完全依赖中国，中国在多晶硅、硅锭、硅片环节的份额接近 95%（图 112）。动力电池方面，据韩国 SNE Research，全球动力电池装车量十强中，中国企业合计市占率由 2022 年的 60.4% 升至 2023 年的 63.5%、2024 年的 67.1%，2025 年进一步提升至 70.4%；其中宁德时代以约 39.2% 的市场份额连续第九年位居全球第一（图 113）。



注：多晶硅取 90%—95% 区间上限；动力电池为十强中中国企业合计全球装车量市占率。

图 112 2025 年中国新能源制造主要环节全球份额（%）  
（数据来源：中国光伏行业协会、中商产业研究院、IEA、SNE Research）

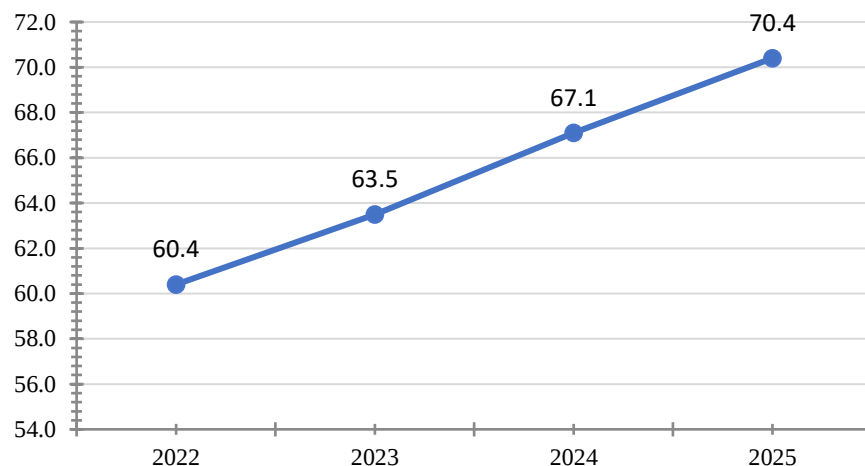
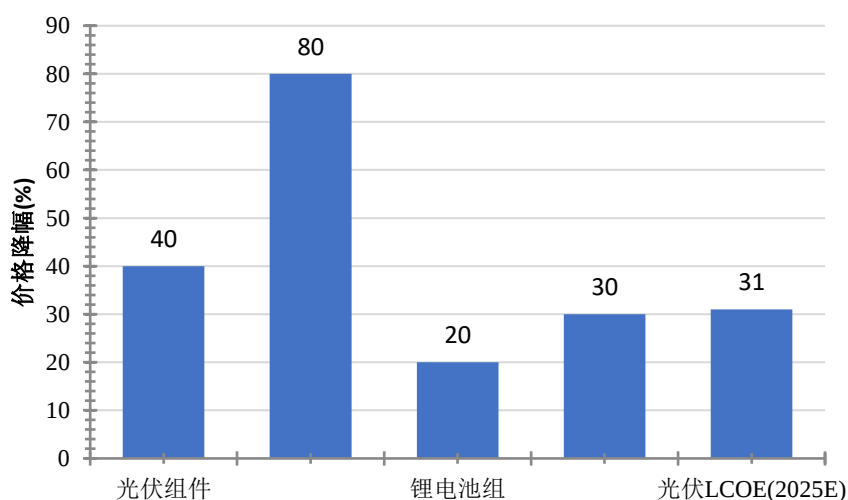


图 113 全球动力电池装车量十强中中国企业合计市占率演进  
(数据来源: SNE Research、中国能源新闻网, 单位: %)

## 1.2 从规模产能到全球能源转型引擎

大规模产能带来的最直接结果,是制造成本与终端价格的快速下降。光伏产业链中,2024 年组件价格全年跌幅超过 40%,多晶硅价格跌幅超过 80% (普华永道);据彭博新能源财经 (BNEF),2024 年锂离子电池组容量加权均价降至 115 美元/kWh,较 2023 年下降约 20%,电芯价格降幅更大,全年下降约 30%至 78 美元/kWh。多家机构预计,2025 年全球光伏发电基准平准化度电成本(LCOE)将较 2024 年再下降约 31% (图 114)。价格的持续下行,使光伏、储能与电动汽车在全球范围内加速实现平价乃至低于化石能源,中国新能源制造由此被广泛视为“全球能源转型的引擎”。



注: 组件、多晶硅降幅为下限; 光伏 LCOE 为 2025 年相对 2024 年的预计降幅。

图 114 2024 年中国新能源关键产品价格降幅 (%)  
(数据来源: 普华永道、彭博新能源财经 (BNEF))

### 1.3 硬件规模与软件迭代的协同发展的 AI 高科技

在 AI 与高端制造领域，中国同样依托庞大的产能与工程化能力快速追赶。计算机、通信和其他电子设备制造业 2025 年三季度产能利用率达 79.0%，在主要行业中处于高位；新能源汽车、智能终端、AI 大模型与机器人等新兴赛道，正以“硬件规模+软件迭代”的方式构建新的产业链韧性。其典型特征是：以规模化硬件出货摊薄研发与算法迭代成本，再以软件与生态反哺硬件溢价，形成“人车家”式的协同闭环。这一模式在下文小米集团案例中将得到充分体现。

### 1.4 中国创新产能的“质”与“量”

产能的竞争力不仅体现于“量”，更体现于创新之“质”。Fang、Gu、Yan 与 Zhu（2026）基于微调 PatentSBERTa 构建的高精度 AI 专利分类器（precision 97.0%、recall 91.3%、F1 94.0%），在美国 1976—2023 年与中国 2010—2023 年的全量授权专利中分别识别出 876,668 项与 651,630 项 AI 专利，为评估中美 AI 创新格局提供了迄今较为可靠的“标尺”。其证据从四个层面印证了本文判断。

其一，数量上的“反超”。按授权年份计，美国 AI 专利数量在 2020 年前后见顶后有所回落，而中国自 2018 年起加速攀升，至 2023 年单年授权量已显著超过美国；与此同时，两国 AI 专利占全部授权专利的比重呈现“强度收敛”，反映研发投入与技术构成的趋同。规模的快速扩张，构成中国 AI 产能竞争力的数量基础。

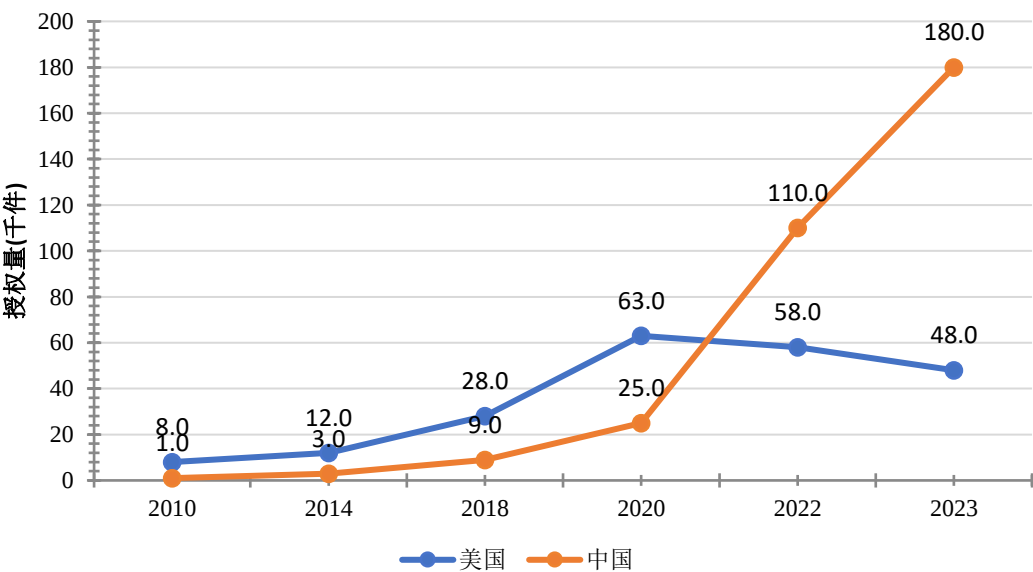
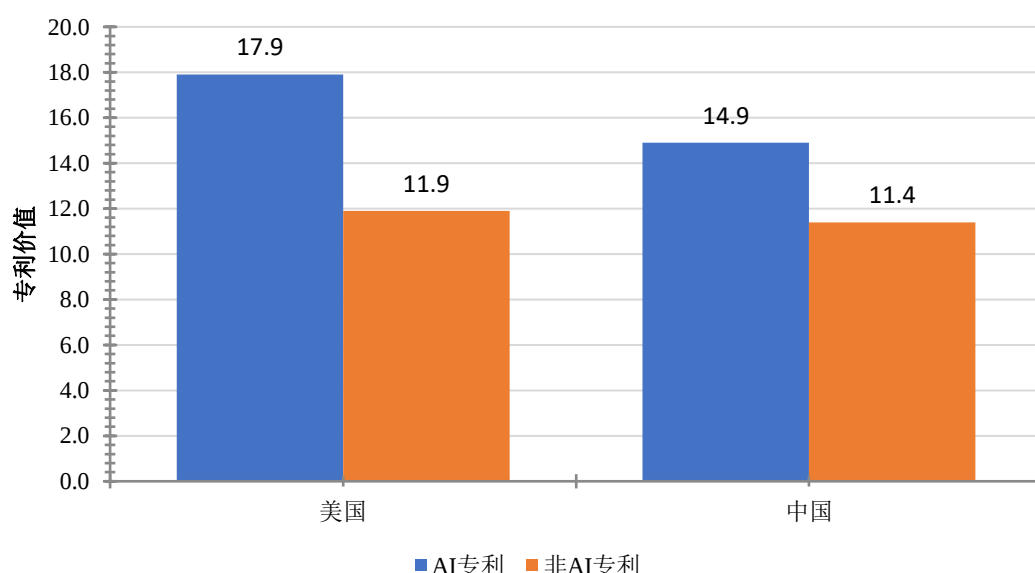


图 115 中美 AI 专利年度授权量演进  
(数据来源: Fang, Gu, Yan & Zhu (2026), 单位: 千件, 约值)

其二，质量上的“价值溢价”。该文沿用 Kogan et al. (2017) 以专利公告前后异常股票收益度量专利价值的方法，发现无论美国还是中国，AI 专利的市场价值都系统性高于非 AI 专利，且该溢价存在于全部子领域；以“全部 AI”口径计，美国 AI 专利价值较非 AI 专利约高 50%、中国约高 31%。这表明中国的 AI “产能”并非低质堆砌，而是承载了可被市场定价的创新价值。



注：美国以 1982 年不变价美元（百万）计、中国以 1990 年不变价人民币（百万）计，两国币种与基年不同，仅作组内（AI 对非 AI）比较，不宜直接跨国比较绝对值。

图 116 AI 专利与非 AI 专利的市场价值对比（约值）  
（数据来源：Fang, Gu, Yan & Zhu (2026)）

其三，结构上的“制度多样性”。创新组织结构差异凸显中国产业链的制度韧性。美国 AI 创新由少数大型跨国科技企业（IBM、微软、谷歌、亚马逊等）在几乎所有子领域主导，呈“在位者稳定领先”；中国则更为多元，腾讯、百度、华为等民营科技企业之外，国有企业（如国家电网）与高校（清华大学、浙江大学、电子科技大学、北京航空航天大学等）在硬件与应用类子领域扮演重要角色（表 5）。知识流动层面，美国高校呈“象牙塔”式自我引用（机构对内引用倾向约 0.90），而中国研究机构与国企同产业界保持密集互引——中国民营企业引用国企与科研机构的合计倾向达 0.533，超过其引用其他民营企业的 0.467，且在 AI 领域民企对国企的引用倾向（0.321）高于非 AI 领域（0.287）。这说明非市场主体在中国 AI 创新中提供了具经济价值的上游知识，构成产业链韧性的制度性来源。

表 5 中美 AI 创新的组织结构差异

| 维度      | 美国                      | 中国                                        |
|---------|-------------------------|-------------------------------------------|
| 主导主体    | 大型跨国科技企业（IBM、微软、谷歌、亚马逊） | 民营科技企业+国企+高校（腾讯、百度、华为、国家电网、清华等）           |
| 集中度     | 在位者稳定领先、子领域高度集中         | 主体多元、地理扩散更快                               |
| 产学关系    | 高校“象牙塔”，对内自引倾向约 0.90    | 产学研密集互引，民企引用国企/科研机构合计达 0.533              |
| AI 上游知识 | 主要源自大型私营在位企业            | 国企与高校提供具经济价值的上游知识（民企引国企 0.321>非 AI 0.287） |

（数据来源：Fang, Gu, Yan & Zhu (2026)）

其四，网络上的“相互依存”而非“脱钩”。跨境引用显示，中国 AI 专利对美国专利的引用强度高于其非 AI 专利，且高于美国 AI 专利对中国专利的引用强度（图 117），表明中国在 AI 前沿知识上对美国的依赖尤为明显，中美技术发展仍呈持续的相互依存。这一结构提示：产业链韧性既来自本土完整产能，也内嵌于全球创新网络之中，单边“脱钩”对双方均有成本。

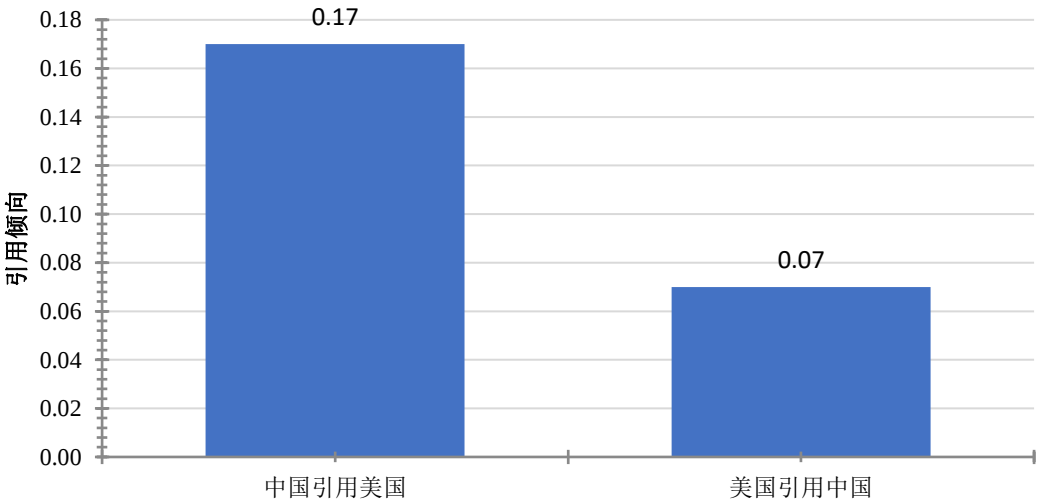


图 117 AI 专利跨境引用倾向对比（约值）

（数据来源：Fang, Gu, Yan & Zhu (2026)）

综合“量的反超、质的溢价、结构的多样与网络的依存”四重证据，中国 AI 领域的规模扩张具有坚实的创新内核，为后文关于“良性能过剩”的论证提供了高科技端的经验支撑。

## 2. 产能过剩的“好处”

产能过剩之所以常被诟病，是因为人们多从单一企业、单一周期的利润表出发。但若把视角放大到产业链整体、全球市场与中长期技术演进，适度且面向未来需求的产能冗余，恰恰是产业链韧性的重要来源。具体可从五个维度理解。

**第一，规模经济与成本坍塌。**产能领先意味着更大的采购议价权、更高的设备利用率与更快的良率爬坡，推动单位成本沿“学习曲线”快速下降。光伏组件、动力电池在十余年间价格下降一个数量级，正是规模经济与产能竞赛共同作用的结果；而成本下降又反过来激活了此前难以承受高价的海量需求，形成需求与产能相互拉动的良性互动。

**第二，供给韧性与战略冗余。**适度过剩的产能，本质上是产业链的“缓冲垫”。当出现自然灾害、地缘冲突或突发需求（如疫情后的储能与新能源汽车爆发）时，冗余产能可迅速顶上，避免“卡脖子”与价格暴涨。2025 年地缘冲突推高海外能源成本，中金公司即指出中国新能源制造作为全球能源转型引擎正获得更广泛关注——这正是冗余产能在供给安全上的价值体现。

**第三，创新加速与技术迭代。**激烈的产能竞争（“内卷”）固然压低短期利润，但也以前所未有的速度倒逼技术升级：光伏电池从 PERC 快速切换到 TOPCon/HJT，动力电池从三元到磷酸铁锂再到固态、钠离子，迭代周期被极度压缩；落后产能被加速淘汰，先进“有效产能”占比不断提升。

**第四，产业集群与配套完整性。**大规模产能催生了从上游材料到下游应用的完整产业集群，使中国具备“全链条自主可控”的能力。这种配套完整性本身就是韧性：任一环节的扰动都能在体系内被快速替代与修复，显著降低断链风险。

**第五，出口竞争力与全球公共品属性。**低成本、高品质的中国新能源产品大规模出口，不仅带来贸易顺差与就业，也为全球（尤其是发展中国家）提供了可负担的清洁能源解决方案，客观上加速了全球碳中和进程，具有一定的“全球公共品”属性。



图 118 良性产能过剩的正反馈机制

（资料来源：上海财经大学中国宏观经济研究中心）

上述五个维度共同构成“投资扩产→规模经济→成本下降→需求扩张→现金流与再投资→技术迭代”的正反馈闭环（图 118）。因此，在判断产能过剩“好坏”时，应区分其是处在“激活需求、压低成本、加速迭代”的良性循环中，还是陷入“无差别价格战、全行业亏损、技术停滞”的恶性内卷中——这正是第二个核心命题的关键。

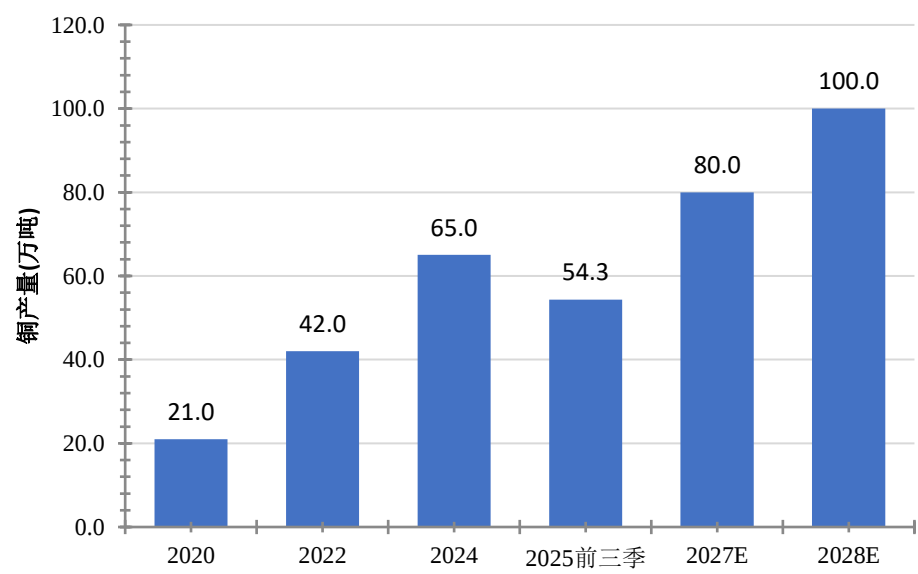
### 3. 案例研究：资源端与高科技端的产能韧性

#### 3.1 洛阳钼业（CMOC）——上游“战略性产能扩张”

与光伏、电池等制造端的“过剩”不同，能源转型的另一端是上游关键金属资源。铜是电气化的“血液”，钴是动力电池的关键材料，二者供给能否跟上，直接决定下游新能源与 AI（数据中心、电力基建）产能能否充分释放。洛阳钼业（CMOC）正是上游资源端“战略性产能扩张”的代表。

得益于刚果（金）TFM、KFM 两座世界级铜钴矿（KFM 为全球最大高品位铜钴矿，TFM 为全球第二大铜钴矿），公司铜产量由 2020 年约 21 万吨增至 2022 年约 42 万吨、2024 年 65.02 万吨，首次跻身全球前十大铜生产商，并成为 2024 年全球铜产能增量最大的公司；2025 年前三季度铜产量 54.34 万吨，同比增长 14.14%，第三季度单季 19.0 万吨创历史新高（图 119）。按公司规划，2027 年 KFM 二期与 TFM 三期投产后铜年产能有望突破 80 万吨，2028 年迈向 100 万吨

量级，较 2024 年实现翻倍。钴方面，公司 2023 年超越嘉能可成为全球第一大钴生产商，2024 年钴产量 5.55 万吨，全球市场份额约 40%。



注：2025 前三季为前三季度累计产量；2027E、2028E 为公司产能规划目标。

图 119 洛阳钼业铜产量增长轨迹（万吨）  
（数据来源：洛阳钼业定期报告及公司公告）

表 6 洛阳钼业关键经营与资源指标

| 指标                | 数值/说明                          |
|-------------------|--------------------------------|
| 铜产量（2024 年）       | 65.02 万吨，首次进入全球前十大铜生产商         |
| 铜产量（2025 年前三季度）   | 54.34 万吨，同比+14.14%             |
| 铜产能规划             | 2027 年突破 80 万吨，2028 年迈向 100 万吨 |
| 钴产量（2024 年）       | 5.55 万吨，全球第一，市占率约 40%          |
| TFM 铜现金成本         | 约 1.2 美元/磅（全球均值约 2.5 美元/磅）     |
| 矿山业务毛利率（2025 前三季） | 53.0%；铜业务毛利率 54.07%            |
| 核心资产              | KFM（全球最大高品位铜钴矿）、TFM（全球第二大）     |

（数据来源：洛阳钼业定期报告、公司公告及券商研报整理）

支撑这一扩张的是显著的成本优势：公司位于刚果（金）的 TFM 矿山铜现金成本低至约 1.2 美元/磅，远低于全球约 2.5 美元/磅的平均水平。这意味着即便在铜价波动中，公司仍具备较强的盈利韧性与逆周期扩产能力。2025 年前三季度，矿山业务毛利率高达 53.0%，铜业务毛利率达 54.07%。高盛曾预测 2025 年全球铜市场存在约 18 万吨供应缺口，在此背景下，洛阳钼业的持续增产使其成

为全球铜市场的“稳定器”——以上游产能的前瞻性扩张，对冲下游电气化需求的爆发，这正是“战略性产能冗余”在资源端的体现。

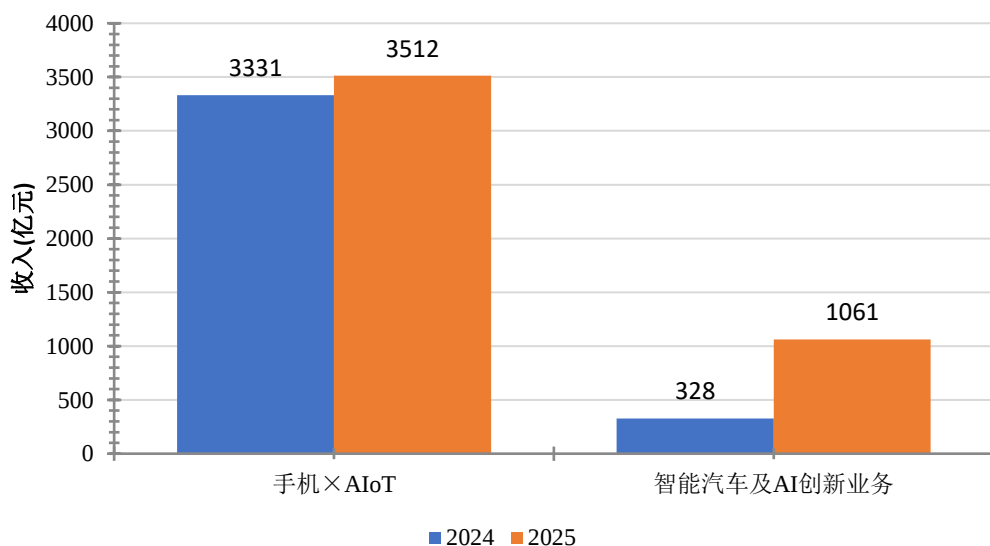


图 120 洛阳钼业战略价值逻辑：上游产能韧性支撑下游  
（资料来源：上海财经大学中国宏观经济研究中心）

风险方面也需正视：2025 年 2 月刚果（金）宣布暂停钴出口、10 月转为配额制，导致公司钴销量同比下降约 36%、库存积压；不过钴价上涨使钴产品毛利率反而提升至 63.5%，部分对冲了销量下滑。同时，公司通过收购巴西、厄瓜多尔金矿构建“铜钴+黄金”组合，增强了跨周期对冲能力。可见，资源端的产能冗余既是韧性来源，也需依托低成本与多元化来抵御外部政策与价格波动。

### 3.2 AI 高科技端：小米集团——“人车家全生态”的产能协同

如果说洛阳钼业代表资源端的产能韧性，小米集团则代表 AI 高科技领域“硬件规模×软件迭代”的产能协同范式。2025 年，小米集团总收入达 4573 亿元，同比增长 25.0%，首次突破 4000 亿元；经调整净利润 392 亿元，同比增长 43.8%，均创历史新高。其中，智能电动汽车及 AI 等创新业务收入首次突破千亿，达 1061 亿元，同比激增 223.8%，占集团总营收 23.2%，并首次实现年度经营收益转正（9 亿元）；手机×AIoT 分部收入 3512 亿元，智能手机出货量连续五年稳居全球前三。



注：2024 年汽车及创新业务收入约 327.5 亿元；2024 年手机×AIoT 分部约 3331 亿元（以总收入约 3658 亿元减创新业务测算）。

图 121 小米集团分部收入结构：2024 vs 2025（亿元）  
(数据来源：小米集团 2024、2025 年度业绩公告)

表 7 小米集团 2025 年关键经营指标

| 指标            | 数值/说明                               |
|---------------|-------------------------------------|
| 总收入           | 4573 亿元，同比+25.0%（首破 4000 亿）         |
| 经调整净利润        | 392 亿元，同比+43.8%                     |
| 智能汽车及 AI 创新业务 | 收入 1061 亿元，同比+223.8%，经营收益转正 9 亿元    |
| 汽车交付量         | 41.1 万辆，同比+200.4%；均价约 25.1 万元       |
| 手机×AIoT 分部    | 收入 3512 亿元；手机出货量连续五年全球前三            |
| 研发投入（2025）    | 331 亿元，同比+37.8%，研发人员约 2.5 万人        |
| 研发规划          | 2021—2025 累计 1055 亿元；未来五年拟投 2000 亿元 |
| AI 布局         | MiMo 系列大模型、XLA 智驾认知大模型、人形机器人        |

（数据来源：小米集团 2025 年度业绩公告、新华网、36 氪等整理）

小米案例最具启发性的，是其将智能手机时代积累的供应链管理、智能制造与规模化能力“迁移”到汽车与 AI 领域，实现产能与技术的复用。汽车业务方面，2025 年全年交付 41.1 万辆，同比增长 200.4%，平均售价约 25.1 万元；凭借规模效应与研发复用，边际成本下降，汽车及创新业务毛利率在四季度达 22.7%，推动业务扭亏为盈。研发方面，2025 年研发投入 331 亿元，同比增长 37.8%，接近全年利润，研发人员达约 2.5 万人；2021—2025 年累计研发投入 1055 亿元，并计划未来五年追加至 2000 亿元。AI 方面，公司发布 MiMo 系列大模型（含万

亿级参数 MiMo-V2-Pro)、面向智驾与机器人的 XLA 认知大模型,人形机器人已进入小米汽车工厂测试。

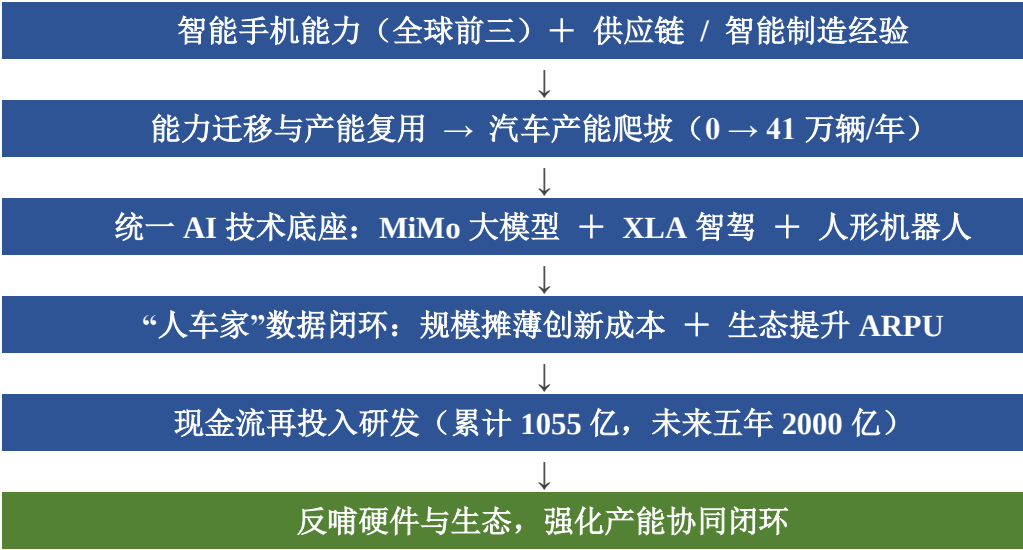


图 122 小米“人车家全生态”产能协同逻辑  
(资料来源: 上海财经大学中国宏观经济研究中心)

小米的“产能”已不止于工厂产线,更是“硬件出货规模×AI/软件迭代速度×生态数据闭环”的综合能力。庞大的硬件保有量为 AI 模型提供训练与落地场景, AI 又反哺硬件体验与 ARPU,形成“人车家”协同闭环。这种以规模摊薄创新成本、以生态提升附加值的模式,正是高科技领域产业链韧性的新形态:单点产能的“冗余”,在生态协同中被转化为系统性的竞争壁垒。

### 3.3 辩证看待产能过剩的风险、边界与“反内卷”

强调产能过剩的正面价值,并不意味着否认其风险。事实上,必须清醒看到产能过剩的另一面,才能准确把握“良性”与“恶性”的边界。

**其一,恶性内卷与全行业亏损。**当扩产脱离真实需求、演变为无差别价格战,将导致全行业亏损、研发投入被挤压。例如截至 2026 年初,光伏硅料产能超 350 万吨而全球需求仅约 120 万吨,硅片、电池片、组件产能均突破 1000GW,供需比超 2:1;龙头企业 TCL 中环连续两年百亿级亏损,新能源光伏业务整体毛利率为负。这说明产能过剩一旦越过临界点,会反噬产业自身健康。

**其二,贸易摩擦与外部约束。**中国新能源产品的低价大规模出口,引发欧美反倾销调查、碳边境调节机制(CBAM)、美国 IRA/FEOC 等贸易与政策壁垒。2025 年欧美对中国光伏组件反倾销调查频次明显增加,倒逼企业出海建厂、重构供应链,增加了合规与布局成本。

其三，供应链过度集中的地缘风险。中国在光伏关键环节份额接近 95%、动力电池超 70%，这种高度集中虽带来效率，却也使全球供应链对单一来源高度依赖。对中国而言是优势，对全球则是需要管理的系统性风险，并可能反过来招致“去风险化”与本地化政策的反制。

其四，资源错配与环境约束。大量老旧、小尺寸、低效率产线若靠补贴或低价勉强维持，不仅浪费资本与土地，还因高能耗、高碳足迹面临环保与绿色贸易壁垒约束，属于典型的“无效产能”。

正因如此，2025 年以来中国明确推动“反内卷”与“有效产能”导向：通过提高技术准入门槛（如部分央企招标将组件转换效率 23.8% 设为门槛）、能效分级、加速淘汰落后产能，引导行业从“规模狂奔”转向“价值优先”。这一转向的本质，正是要保留“良性的战略冗余”、出清“恶性的无效过剩”，使产能优势真正转化为可持续的产业链韧性（图 123）。

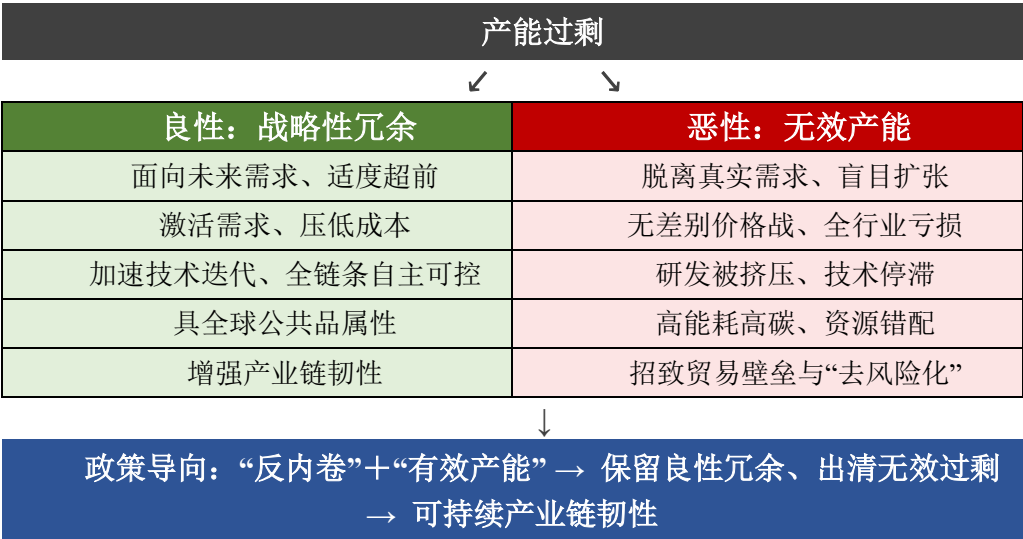


图 123 良性产能与恶性产能的边界及政策导向  
(资料来源：上海财经大学中国宏观经济研究中心)

（二）中国汽车及新能源汽车

中国汽车产业在全球能源危机和环境危机交汇处完成了一次结构性跃迁。2025 年中国汽车产量和销量分别达到 3453.1 万辆和 3440.0 万辆，连续 17 年保持全球第一；新能源汽车产销分别为 1662.6 万辆和 1649.0 万辆，销量占全部汽车销量约 47.9%。如果按乘用车和电动汽车口径观察，IEA 估计中国 2025 年新车电动化占比已在全球领先区间。这个规模并不是单纯的市场扩张，而是能源安全、碳减排、产业链重构和智能化竞争共同作用的结果。

但行业的主要矛盾也变得更尖锐。整车需求仍在增长，出口仍在扩张，动力电池和零部件体系具有全球优势；与此同时，汽车制造业产能利用率从 2018 年的 79.8% 降至 2025 年的 73.2%，2026 年一季度进一步降至约 70.3%，汽车制造业 PPI 在 2024 和 2025 年分别为 -2.3% 和 -2.8%，2026 年 1-4 月累计仍为 -2.3%。财务面板也显示，汽车制造业营业收入利润率从 2020 年的约 6.25% 降至 2025 年的约 4.12%，2026 年 1-4 月进一步降至约 3.38%。这说明中国车企已经从“缺供给、拼规模”进入“供给充足、拼成本、拼技术、拼全球化治理”的阶段。

电动车产业仍是中国制造业中最具全球竞争力和战略意义的部门之一，但行业韧性不能再用产量和销量单独衡量。真正的韧性应来自先进产能、持续研发、健康现金流、绿色电力和可回收电池体系，而不是无限扩张的装配能力。汽车制造业 R&D 经费从 2020 年的 1363.4 亿元增至 2024 年的 2033.6 亿元，说明创新投入仍在上升；但 R&D/利润总额比例也从约 26.8% 升至约 44.0%，说明创新强度提高与利润承压同时存在。政策重点应从刺激销量转向治理过剩、提升质量、打通能源系统、强化关键材料和芯片安全、支持企业海外本地化和标准输出。

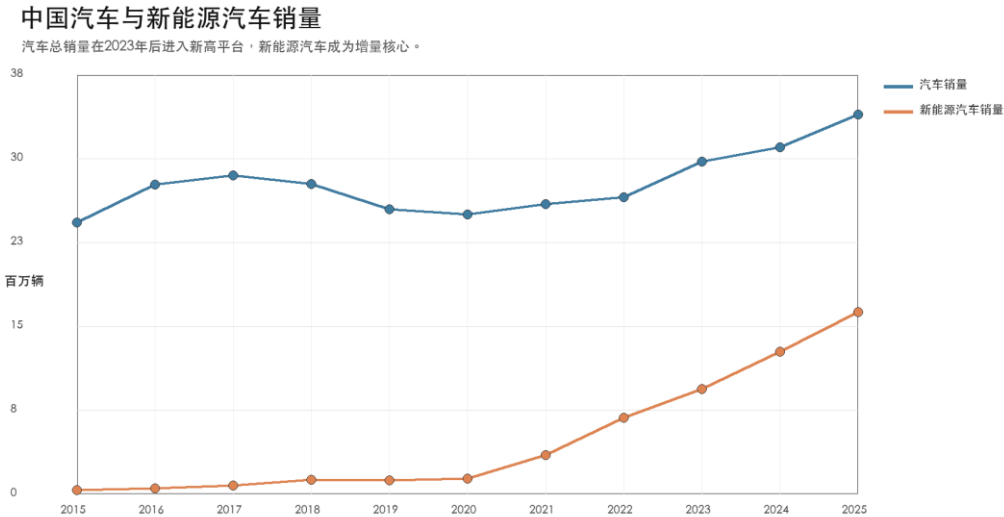
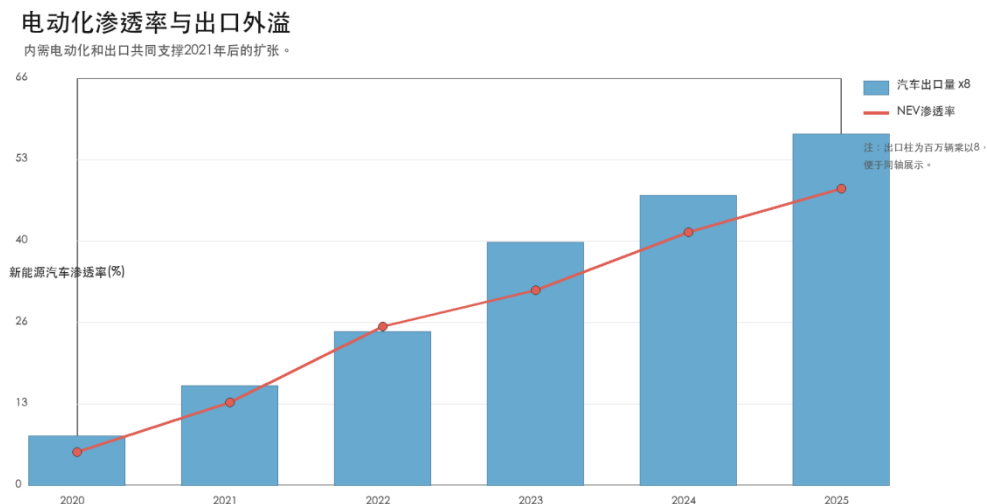


图 124 中国汽车与新能源汽车销量  
(数据来源：中汽协历年数据、国务院英文网/新华社 2025 年统计)



**图 125 新能源汽车渗透率与汽车出口**  
(数据来源：中汽协及新华社转引数据)

## 1. 全球能源与环境危机下的汽车再定位

汽车产业转型首先是能源安全问题。IEA 指出，交通部门仍高度依赖石油产品，运输相关二氧化碳排放规模接近 8 Gt。道路交通排放在 2024 年仍超过 6 Gt CO<sub>2</sub>，其中乘用车和轻型货车占主要部分。对中国而言，汽车电动化既能减少对进口原油和成品油价格波动的暴露，也会把部分能源安全问题转移到电力系统、关键矿产和动力电池供应链。

环境约束同样改变了产业竞争规则。碳排放约束、城市空气质量、欧盟电池法规和碳足迹核算，正在把汽车竞争从单车成本扩展到全生命周期排放、材料来源、回收责任和绿色电力使用。中国电动车的成本优势如果不能和低碳制造、可追溯材料以及合规披露结合，未来会在出口市场面对更高的绿色壁垒。

IEA 2026 版《Global EV Outlook》显示，2025 年全球电动汽车销量超过 2000 万辆，约占全球新车销量的四分之一。全球电动车存量在 2025 年已显著减少石油消费，中国单独的电动车存量对道路交通油品需求也形成了约 1 mb/d 量级的替代。换言之，中国电车产业的全球意义已经超出出口制造业：它正在改变全球边际石油需求和道路交通减排路径。

## 2. 历史演化：从合资制造到电动智能化主导

2015-2020 年，中国汽车总销量大体在 2500 万至 2800 万辆之间波动，新能源汽车仍是政策驱动下的小市场。2021 年以后，电动车进入规模经济阶段，销量

从 2020 年的 136.7 万辆上升到 2025 年的 1649.0 万辆，五年内扩大约 12 倍。同期汽车总销量从 2531.1 万辆上升到 3440.0 万辆，增量主要由新能源车贡献。

这一历史变化背后有三层机制。第一是政策连续性：补贴、双积分、路权、采购、充电基础设施和 2021-2035 年新能源汽车产业发展规划共同塑造了预期。第二是产业链成熟：电池、电机、电控、热管理、轻量化和电子电气架构逐步本土化。第三是商业模式重构：软件、智能驾驶、车机生态、直销和快速迭代把汽车行业从长周期机械制造推向消费电子式竞争。

3. 产能：规模领先，但结构性过剩显性化

从产量看，中国汽车工业的供给能力已达到全球最高水平。2025 年汽车产量 3453.1 万辆，其中新能源汽车产量 1662.6 万辆。总量层面的产能优势带来三个好处：能够支撑国内市场快速电动化，能够通过出口吸收部分产能，能够在外部供应冲击时保持较强供给弹性。

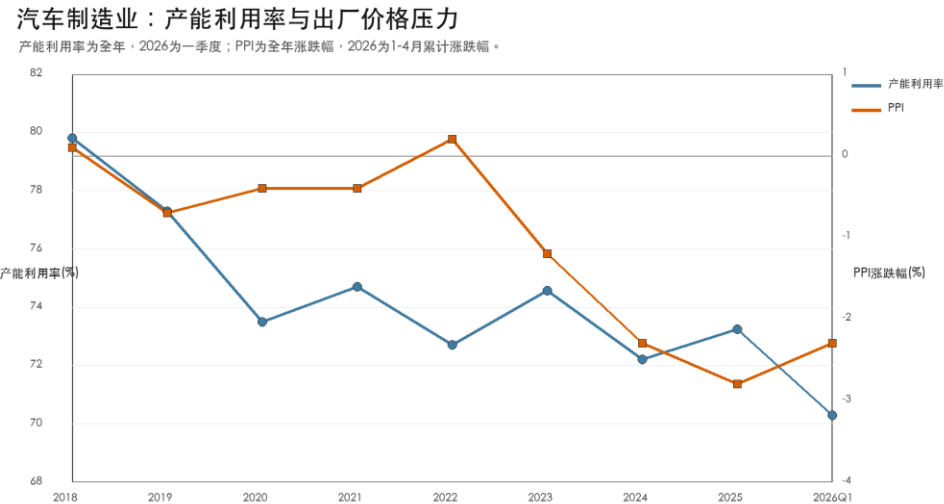


图 126 汽车制造业产能利用率与 PPI  
(数据来源：国家统计局产能利用率和工业生产者价格附件)

但产能利用率显示了另一面。国家统计局口径下，汽车制造业全年产能利用率从 2018 年的 79.8% 降至 2022 年的 72.7%，2023 年短暂回升至约 74.6%，2024 年降至 72.2%，2025 年为 73.2%，2026 年一季度约 70.3%。在总销量创新高的同时，利用率仍偏低，说明行业内部存在燃油车旧产能、新能源车重复布局、地方招商项目和车型平台碎片化并存的结构性矛盾。

价格数据进一步证明了产能压力。汽车制造业 PPI 在 2024 年为-2.3%，2025 年为-2.8%，2026 年 1—4 月累计为-2.3%。这不是传统意义上的需求崩塌，而是高强度竞争和技术降本共同压低出厂价格。短期看，价格下降扩大了电动车普及；长期看，若价格战持续压缩现金流，会影响研发、质量、供应商付款和海外服务网络。

#### **4. 产业链：强项在电池与集成，短板在关键矿产、车规芯片与软件生态**

中国电动车产业链的强项非常清晰：动力电池、LFP 路线、材料配套、整车集成、电子电气架构迭代和大规模制造。IEA 指出，中国在全球电池制造中保持核心地位，LFP 电池在 2025 年全球 EV 电池部署中占比超过 55%。CATL 2025 年营收 4237 亿元、净利润 722 亿元、锂离子电池销量 661 GWh、产能 772 GWh、在建产能 321 GWh，说明中国电池龙头已经从单一动力电池供应商走向储能、换电、回收和零碳制造生态。

但供应链安全并非没有短板。上游锂、镍、钴、石墨和部分铜铝资源具有全球价格周期和地缘政治属性；中游的电池材料虽然产能强，但价格下行会挤压二三线企业；下游智能化环节依赖高算力芯片、传感器、操作系统、仿真工具和数据闭环能力。未来竞争不只是“谁能造更多车”，而是“谁能在安全、低碳、智能和全球合规条件下稳定交付”。

#### **5. R&D：从电动化硬件转向智能化、低碳化和平台化**

R&D 是判断中国电车产业能否穿越产能周期的关键。国家统计局分行业数据表明，汽车制造业 R&D 经费从 2020 年的 1363.4 亿元上升到 2024 年的 2033.6 亿元，增长约 49.2%；R&D 经费投入强度从 2020 年的 1.67% 升至 2024 年的 1.91%。2023 年分行业数据来自第五次全国经济普查公报第六号，口径上仍可用于观察汽车制造业创新投入的连续性。

### 汽车制造业创新指标：R&D投入

2020-2024为官方已发布分行业数据；2025-2026汽车制造业分行业R&D尚未发布。

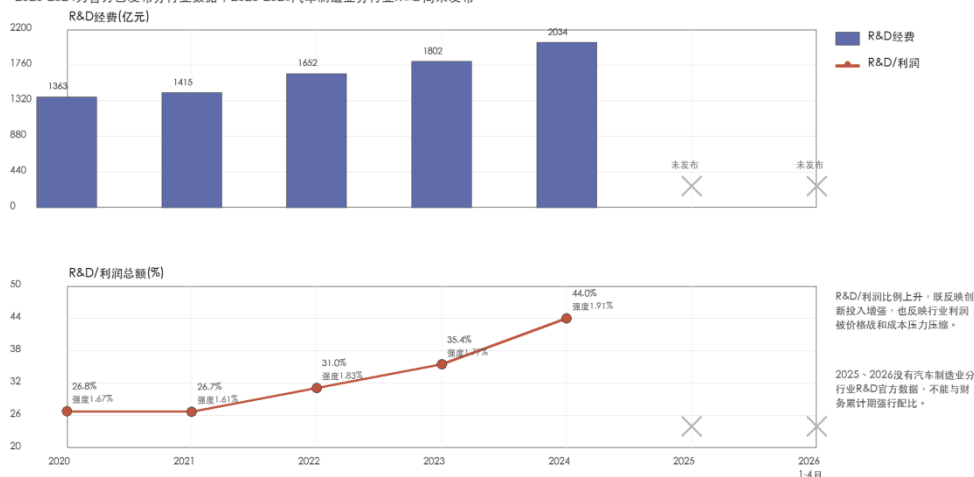


图 127 汽车制造业创新指标  
(数据来源：2020-2024 为官方已发布分行业 R&D 数据)

### 重点企业创新投入：比亚迪与宁德时代

2020-2025为年报/官网披露；2026年度创新指标尚未发布。单位：亿元、%。

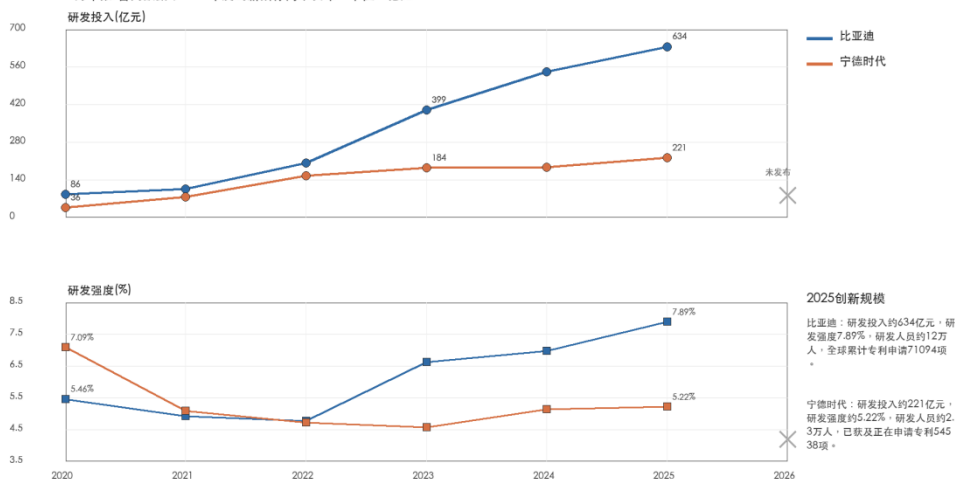


图 128 重点企业创新投入 (数据来源：比亚迪、宁德时代年报及官网披露)

把创新数据与财务数据放在一起看，行业的韧性和压力同时变得更清楚。2020年汽车制造业R&D经费约相当于利润总额的26.8%，2024年上升至约44.0%。这一变化一方面说明行业在价格战中仍保持较强研发投入，另一方面也说明利润池被压缩后，研发、营销、渠道和海外合规支出之间的预算竞争会更激烈。2025和2026年汽车制造业分行业R&D官方数据尚未发布，因此报告不将其与2026年1-4月财务累计数据强行配比。

企业层面能看到更强的创新扩张。比亚迪研发投入从2020年的约85.6亿元升至2025年的约634亿元，研发强度从5.46%升至7.89%；宁德时代研发投入

从 2020 年的约 35.7 亿元升至 2025 年的约 221 亿元，研发强度维持在 5%左右。2025 年比亚迪披露研发人员约 12 万人、全球累计专利申请 71094 项；宁德时代披露研发人员约 2.3 万人、已获及正在申请专利 54538 项。下一阶段 R&D 的重点将从电池能量密度和成本，扩展到高压快充、热管理、车规芯片、域控制器、操作系统、智能驾驶安全、动力电池回收和零碳工厂。

## 6. 财务指标：增长仍在，利润质量承压

2020-2026 年的财务面板更清楚地说明了“规模扩张、利润率下行”的矛盾。汽车制造业营业收入从 2020 年的 81557.7 亿元上升到 2025 年的 111795.6 亿元，五年增加约 37%；但利润总额并没有同步扩张，2020 年为 5093.6 亿元，2025 年为 4610.2 亿元。由此计算的营业收入利润率从 2020 年的约 6.25%降至 2025 年的约 4.12%，2026 年 1-4 月累计口径进一步降至约 3.38%。

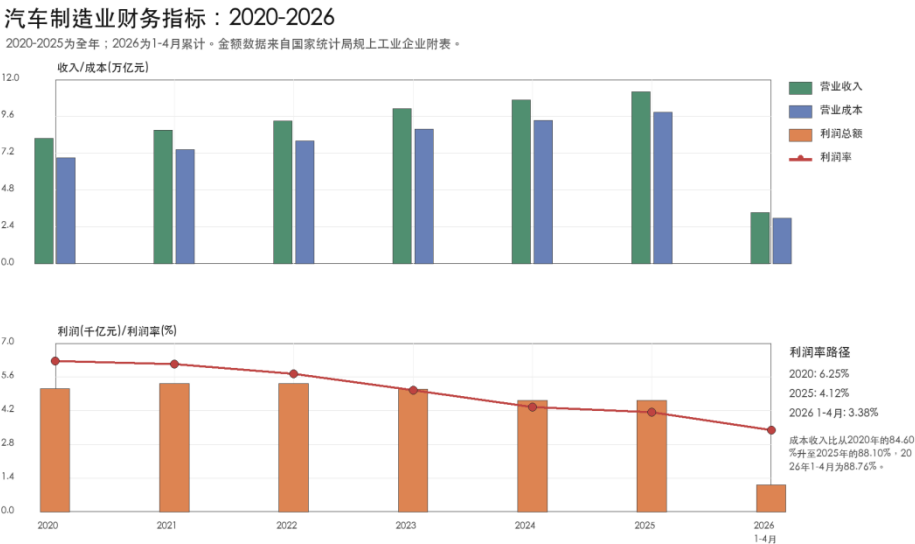


图 129 汽车制造业财务指标。2020-2025 为全年，2026 为 1-4 月累计  
(数据来源：国家统计局工业企业利润表)

成本端的压力同样明显。2020 年汽车制造业营业成本收入比约 84.60%，2025 年升至约 88.10%，2026 年 1—4 月为约 88.76%；2026 年 1—4 月营业收入同比增长 1.1%，营业成本同比增长 2.0%，利润总额同比下降 16.8%。这个利润结构并不意味着行业没有价值，而是意味着价值分布在重组：动力电池龙头和部分整车龙头仍具有较强盈利能力，中低端车型、弱品牌、重复建设产能和供应链二三线企业承压更大。随着出口壁垒提高、海外本地化投入增加、智能驾驶事故责任和售后服务要求上升，行业现金流会比过去更重要。

## 7. 现状判断：四类行业问题需要重点关注

第一，整车重复产能和燃油车旧产能。低利用率并不全部是战略储备，部分是技术路线切换后的沉没产能。应区别先进、可调度、低碳产能与落后、亏损、同质化产能。

第二，动力电池和材料产能周期。电池龙头仍强，但中游材料和二线电池企业面临价格下行、库存和债务压力。需监测扩产项目、库存周转和海外合规成本。

第三，智能化关键环节。车规芯片、传感器、操作系统、高精地图替代、算法安全和数据合规将决定下一阶段价值链位置。

第四，出口与地缘政治。2025 年中国汽车出口约 709.8 万辆，新能源汽车出口约 261.5 万辆。出口规模越大，越需要应对关税、原产地规则、碳足迹、电池法规、本地就业和售后网络。

## 8. 政策建议

建立汽车行业产能利用率、价格、库存、利润率和研发强度的联动预警。对长期低利用率且技术路线落后的产能，减少隐性补贴和地方重复招商。

把政策重心从销量刺激转向质量升级。以安全、能效、碳足迹、电池回收、软件更新和售后服务标准提高行业门槛，避免低价竞争劣化产品质量。

支持关键环节补短板。重点投向车规芯片、操作系统、传感器、功率半导体、工业软件、仿真验证、固态/钠离子电池和电池回收，而不是继续补贴整车简单扩产。

推动绿色电力和汽车产业协同。电动车减排效果取决于电力结构，应鼓励车企和电池企业签订绿电长期协议，建设零碳工厂和可追溯电池供应链。

支持企业全球化从出口转向本地化经营。面对贸易壁垒，龙头车企应建设海外生产、供应商、本地融资、售后和合规团队，政府应通过标准互认和投资保护提供支持。

完善退出和兼并重组机制。对长期亏损、低技术、低安全和低环保水平企业，应通过质量监管、融资约束和市场化并购推动出清，而不是让价格战无限延长。

中国汽车和电车产业已经从追赶型产业变为全球系统性产业。它的战略意义在于：降低石油暴露、参与全球减排、重塑制造业价值链，并带动电池、电子、软件、材料和能源系统升级。但它也正处在新阶段的拐点：总量增长不能掩盖产

能利用率下降、PPI 持续为负和利润率承压。未来最重要的不是继续证明中国能造多少车，而是证明中国能以更高质量、更低碳、更安全、更可持续的方式造车，并在全球市场建立长期可信的产业生态。

## 六、总结

结合上述实证分析、行业透视与微观案例研究，可以对中国当前的产业链韧性与宏观风险演变趋势形成清晰的研判。

### （一） 中国产业链韧性长期增强的四大支柱

总体而言，中国产业链韧性在时间维度上呈现出显著的长期增强态势，其核心支撑来自以下四个基本面：

1. 完备的工业体系与强大的大制造自给率：42 部门非竞争投入产出表显示，国内绝大多数中间品组合的自给率已超过 90%，这构成了一国工业体系抵抗外部单点封锁时的深厚底盘。

2. 出口产品结构的多元化与抗风险能力的提升：出口产品 HHI 指数的持续下降，表明我国出口篮子已由早期的劳动密集型产品全面转向以工程机械、汽车、化工和高端电子为代表的多产业支柱，降低了单一行业遭遇外部阻碍时的宏观震荡。

3. 绿色转型与未来产业的全球主导优势：在新能源、动力电池、光伏、以及稀土关键矿产等战略新兴领域，我国已经确立了无可匹敌的规模、配套与技术迭代优势，构成了独特的“供给主导型”防御与反制韧性。

4. 强大的冲击后修复与自我升级能力：高频行业韧性指数与省域/地市级韧性指标的长期走势，均验证了我国产业链在经历 2020 年与 2022 年严重外部震荡后，能够展现出快速收敛、自我稳定的弹力与升级属性。

### （二） 治理重点的转变：从“总量扩张”转向“结构优化”

然而，必须清醒地认识到，产业链韧性的增强并非无条件的。在外部地缘环境复杂化与大国博弈常态化的长周期内，下一阶段中国产业链韧性建设的核心问题，绝不再是继续粗放地向世界证明“我们有庞大的产能”，而是要厘清“有效冗余”与“无效过剩”的合理边界。真正的安全，绝不是无底线价格内卷堆积出的同质化装配量。

产业链安全的治理逻辑，亟需从总量维度的粗放扩张向结构维度的精准平衡方向转变，具体包括以下四个结构化政策取向：

1. 对高中心度且高进口暴露的战略行业（如电子信息、高端装备）实施“补短板与多源化”策略：引导研发资本向底层芯片、工业软件等短板攻关，并建立弹性的全球多来源替代采购体系。

2. 对资源高度依赖且弹性不足的行业（如油气、金属矿产）实施“多元进口与战略储备”策略：加强国家级储备能力建设，扩大海外权益矿投资与多元物流大通道建设，利用技术研发对冲硬性资源约束。

3. 对低利用率的周期过剩行业（如黑色冶炼、水泥建材、低效燃油车产能）实施“主动出清与重组”策略：通过提升能耗、碳足迹及安全标准，坚决淘汰落后及同质化产能，推动市场化兼并重组。

4. 对网络枢纽型基础部门（如基础化工、金属压延、电力交通、金融服务）实施“价格与流通稳定”策略：防止其自身成本与供给波动沿生产网络产生几何级数的放大效力，降低实体经济运行的总摩擦成本。

### （三）结语：什么是真正的产业链韧性

综上所述，真正的产业链韧性并不是闭关锁国的自我封闭与绝对自给，更不是恶性低价内卷形成的无效产能堆砌。它是且应当是在高水平对外开放条件下，形成核心关键节点自主可控、外部输入渠道多元安全、国内生产网络稳定协调、先进创新产能可随需调度，且在遭受重大冲击之后能迅速恢复并迭代升级的现代化产业体系。