

中国经济金融展望报告

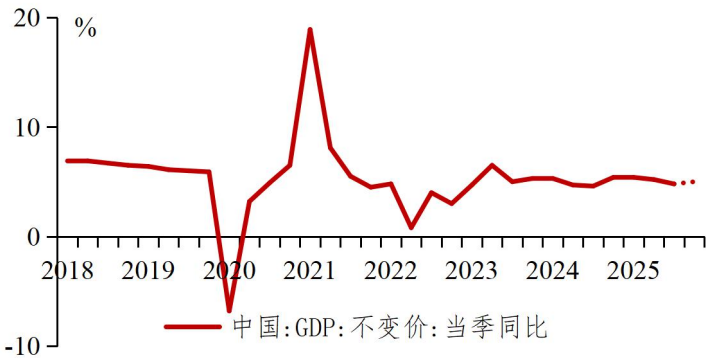
2026 年年报（总第 65 期）

报告日期：2025 年 12 月 02 日

要点

- 2025 年，中国经济总体运行平稳，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，增速高于上年同期和全年。预计全年 GDP 增长 5% 左右，能够实现年初设定的预期增长目标。
- 展望 2026 年，外部不稳定不确定性因素依然较多，但产品国际竞争力提升和多元化市场拓展将继续支撑出口增长。消费将保持平稳增长。政策加力叠加低基数效应推动投资增速回升。供需关系持续改善，物价有望延续企稳回升态势。预计 2026 年 GDP 增长 5% 左右，将实现“十五五”时期良好开局。
- 2026 年预计宏观政策将更加积极有为。财政政策加力提效，投资于物和投资于人相结合。加大对新消费、服务消费的政策支持力度。创新推进高水平对外开放，强化区域多元合作格局。推动科技产业双向赋能，加快完善新质生产力培育体系。

中国经济增速及预测



中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

王家强

成员：李佩珈

梁婧

杨娟

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

刘佩忠

程栖云

王宇嘉

翟颖慧（中银理财）

李逢林（中银理财）

许天衣（中银理财）

张传捷（伦敦分行）

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：zhgjryjshgfry_hq@bank-of-china.com

中国经济总体运行平稳，宏观政策仍需加力提效

——中国银行中国经济金融展望报告（2026年）

2025年，中国经济总体运行平稳，前三季度GDP同比增长5.2%，增速高于上年同期和全年。外部不利影响加深，但出口顶住压力超预期增长，对经济增长的贡献上升。内部新旧动能接续转换，内需总体偏弱，但新消费、新产业亮点频现。为应对外部冲击和内部转型过程中的结构性、阶段性矛盾，宏观政策持续发力、适时加力，“两新”政策成为拉动消费和投资增长的重要支撑，政策和市场共同推动科技创新和产业创新加快融合，规范市场竞争秩序效果显现。预计全年GDP增长5%左右，能够实现年初设定的预期增长目标。

展望2026年，外部不稳定不确定性因素依然较多，但中国产品国际竞争力提升和多元化市场拓展，将继续支撑出口增长。消费将保持平稳增长。政策有望前置发力、更加给力，叠加低基数效应，投资增速将有所回升。新质生产力加快培育，生产端继续维持平稳增长。供需关系持续改善，物价有望延续企稳回升态势。预计2026年GDP增长5%左右。

2026年是“十五五”开局之年，保持经济平稳增长对于稳定就业、化解风险、提振信心，以及实现中长期发展目标都具有重要意义。预计宏观政策将更加给力，有效对冲外部风险，有力提振内部需求，不断增强经济增长内生动力。财政政策加力提效，投资于物和投资于人相结合。加大对新消费、服务消费的政策支持力度。创新推进高水平对外开放，强化区域多元合作格局。推动科技产业双向赋能，加快完善新质生产力培育体系。

一、2025年经济形势回顾与2026年展望

（一）2025年经济形势回顾

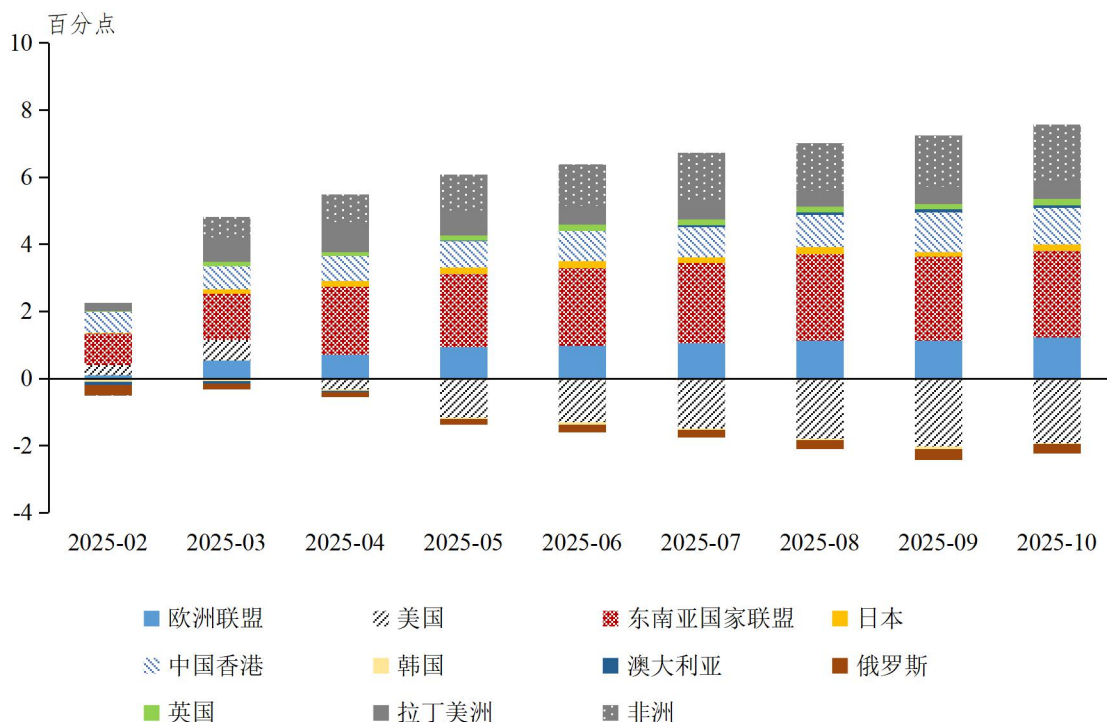
2025年，中国经济总体平稳运行，前三季度GDP同比增长5.2%，增速高

于上年同期（4.8%）和全年（5%）。从外部看，国际环境依然复杂严峻，全球经济增长承压，特朗普 2.0 时期关税政策对全球贸易等造成冲击，外部不利影响有所加深。但凭借产品国际竞争力提升和多元化市场拓展，中国出口表现出较强的韧性和抗风险能力，显著好于市场预期，对经济增长的贡献上升。从内部看，年初以来，宏观政策积极加力提效，以内部增长的确切性应对外部环境的不确定性，一系列存量和增量政策取得了较好效果。如“两新”政策加力扩围，推动消费平稳增长，设备工器具购置投资较快增长；政策和市场共同推动科技创新和产业创新加快融合发展，产业升级态势明显，“杭州六小龙”爆火出圈，有力提振资本市场信心和社会预期，带动中国资本市场尤其是科技股估值提升。但同时也要看到，当前中国经济结构调整仍在稳步推进，新旧动能正在接续转换，内需总体偏弱。分季度看，GDP 增速从一季度的 5.4% 逐步降至二、第三季度的 5.2%、4.8%。为增强经济增长内生动力，宏观政策持续发力、适时加力，包括进一步实施《提振消费专项行动方案》，下达 5000 亿元政策性金融工具全部用于补充项目资本金，在地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元用于补充地方政府综合财力和扩大投资等。一系列政策措施取得较好效果，有效改善供需关系，推动物价回升，预计全年 GDP 同比增长 5% 左右，能够顺利实现年初设定的经济增长目标。

1. 全球经贸环境持续演变，中国出口综合实力全面提升

2025 年以来，全球经贸环境加速变化，保护主义和贸易政策不确定性加剧，但中国出口保持较快增长，成为经济增长的重要支撑。1-10 月份，中国出口金额为 3.08 万亿美元，累计同比增长 5.3%（以美元计价，下同）。出口增速逐季加快，一、二、三季度当季同比增速分别为 5.6%、6.1% 和 6.5%。2025 年前三季度，货物和服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率为 29%，比上年同期高 5.3 个百分点，拉动 GDP 增长 1.5 个百分点。

图 1：中国主要出口目的地对出口的拉动作用



资料来源：根据海关总署统计快讯数据测算

对非美地区出口加速（图 1）。随着基础设施的“硬联通”和产业合作加快，中国与共建“一带一路”国家地区双向投资规模持续扩大¹，带动对相关国家地区出口增速加快。1-10 月，中国对共建“一带一路”国家地区出口累计同比增长 10.5%，占全部出口比重达到 50.4%，比重较 2020 年提高 20 个百分点左右。从主要出口目的地看，非洲作为共建“一带一路”合作重要伙伴，其城市化、工业化进程拉动了机械产品、交通工具以及能源设备产品需求。1-10 月，中国对非洲出口累计同比增长 26.1%，增速较上年同期加快 25.6 个百分点；对非洲机电类产品出口累计同比增长 39.2%，其中通用设备、汽车、船舶等产品出口分别累计同比增长 41.8%、82.2%和 68.2%，“新三样”产品出口累计同比增长 70.9%²。中国与东盟区域一体化进度持续加快，产业链合作带动中间品出口增长。1-10 月，中国对东盟出口累计同比增长 14.3%，增速较上年同期加

¹ 2021 至 2025 年上半年，中国与共建“一带一路”国家地区双向投资规模已超过 2400 亿美元，其中中国对共建国家地区投资超过 1600 亿美元。2025 年 1-10 月，中国对共建“一带一路”沿线国家地区非金融类对外直接投资同比增长 23.7%。

² 各类产品出口增速根据海关总署数据计算得出。

快 3.5 个百分点。其中，中国对越南电信设备、电子元件以及汽车零部件等类型的中间品³出口金额分别累计同比增长 29.7%、48.6%和 24.3%。欧洲经济总体呈现恢复态势，2025 年欧元区制造业 PMI 逐步回升至扩张区间，带动贸易需求增长。1-10 月，中国对欧盟出口累计同比增长 7.5%，增速较上年同期加快 5.6 个百分点。

高关税等因素导致对美出口下降。特朗普 2.0 时期，美国政府频繁调整关税政策，2025 年对华关税税率达到历史较高水平。受此影响，1-10 月，中国对美出口累计同比下降 17.8%。面对美国保护主义和单边主义贸易政策，中国迅速采取了包括加征关税、对等反制以及战略物资出口管制等一系列精准有力的应对措施（表 1），在中美经贸博弈中赢得了战略主动。2025 年 5 月中美日内瓦经贸会谈和 2025 年 7 月斯德哥尔摩经贸会谈后，美国暂停对中国商品加征的 24%对等关税并延长暂缓期，中美经贸摩擦有所缓和。随着关税政策预期逐渐趋稳，9 月、10 月中国对美出口环比增速由负转正（分别为 8.6%和 1.8%）。

表 1：2025 年美国对华经贸措施及中国应对措施

| 时间 | 美国对华关税政策 | 中国应对措施 |
|-----------------|--|---|
| 2025 年 2 月 1 日 | 美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征 10%关税。 | 2 月 4 日，中国宣布对煤炭、液化天然气、原油、农业机械、大排量汽车、皮卡等美国进口商品加征 10%-15%关税，对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。 |
| 2025 年 3 月 3 日 | 美国政府宣布以芬太尼为由对所有中国输美商品进一步加征 10%关税。 | 3 月 4 日，中国宣布对美国进口鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15%关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10%关税。 |
| 2025 年 4 月 2 日 | 美国政府宣布对 100 多个贸易伙伴征收“对等关税”，其中对中国商品额外加征 34%关税。 | 4 月 4 日，中国宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税。 |
| 2025 年 4 月 8 日 | 美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由 34%提高至 84%。 | 4 月 9 日，中国宣布对原产于美国的进口商品加征 84%关税措施。 |
| 2025 年 4 月 9 日 | 美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%。 | 4 月 11 日，中国宣布将对原产于美国的进口商品加征关税税率由 84%提高至 125%，并不再理会美方的关税数字游戏。 |
| 2025 年 5 月 12 日 | 中美双方于 2025 年 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行经贸会谈，并于 5 月 12 日发布《中美日内瓦经 | 中国将对美加征关税税率由 34%调整为 10%，在 90 天内暂停实施 24%的对美加征关税税率。停止实施 4 |

³ 根据《亚洲经济前景及一体化进程》报告中的主要中间产品分类方法归纳整合。

| | | |
|-------------|--|---|
| | 贸会谈联合声明》。美国宣布将对华“对等关税”中的24%的关税在初始的90天内暂停实施，保留加征的剩余10%关税；停止实施2025年4月8日和2025年4月9日宣布的对华加征关税措施。 | 月9日和4月11日宣布的对美加征关税措施。 |
| 2025年8月12日 | 中美双方于2025年7月28至29日在瑞典斯德哥尔摩举行经贸会谈，并于8月12日发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。美国自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，保留10%的“对等关税”。 | 中国自2025年8月12日起在90天内继续暂停实施24%的对美加征关税税率，保留10%的对美加征关税税率。 |
| 2025年10月30日 | 中美双方在吉隆坡经贸磋商就解决各自关切的经贸问题达成联合安排。美方将取消针对中国商品加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的24%对等关税将继续暂停一年；暂停实施其9月29日公布的出口管制50%穿透性规则一年；暂停实施其对中国海事、物流和造船业301调查措施一年。 | 中方将相应调整针对美方的反制措施，同意继续延长部分关税排除措施。中方将暂停实施10月9日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案。美方暂停实施对华海事、物流和造船业相关措施后，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施一年。 |

资料来源：根据公开资料整理

中国产业优势逐步显现，出口产品竞争力持续增强。近年来，中国中高技术产业的全球价值链位置逐步上移，特别是机械设备、电子及光学设备以及运输设备等产业全球价值链前向参与度⁴总体上升（表2），中高端产业向全球价值输出能力不断提升。1-10月，中国机电类产品出口金额累计同比增长7.8%，其中集成电路、汽车和船舶出口金额分别累计同比增长23.7%、13.4%和25%（图2），持续高于出口整体增速。

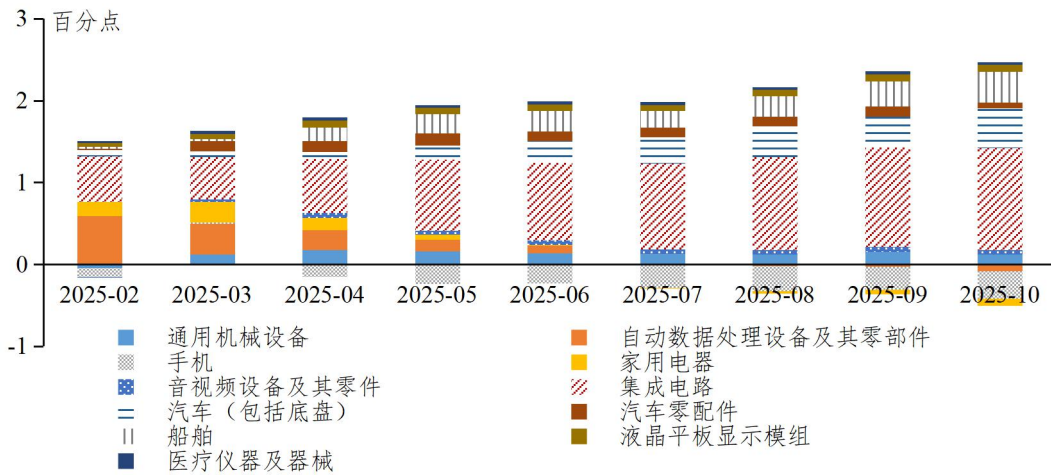
表2：中国中高技术产业全球价值链参与度

| 行业 | 全球价值链参与度 | 2007 | 2011 | 2017 | 2023 |
|-----------|----------|------|------|------|------|
| 未另分类的机械设备 | 全球价值链参与度 | 0.31 | 0.33 | 0.28 | 0.31 |
| | 前向参与度 | 0.09 | 0.13 | 0.14 | 0.12 |
| | 后向参与度 | 0.22 | 0.20 | 0.15 | 0.18 |
| 电子及光学设备 | 全球价值链参与度 | 0.46 | 0.43 | 0.38 | 0.45 |
| | 前向参与度 | 0.11 | 0.15 | 0.16 | 0.17 |
| | 后向参与度 | 0.35 | 0.28 | 0.21 | 0.28 |
| 运输设备 | 全球价值链参与度 | 0.34 | 0.29 | 0.28 | 0.33 |
| | 前向参与度 | 0.12 | 0.10 | 0.15 | 0.16 |
| | 后向参与度 | 0.22 | 0.19 | 0.14 | 0.17 |

资料来源：ADB Global Value Chains Database

⁴ 全球价值链参与度包含两个部分，分别反映经济体在国际生产链中的上游和下游环节。其中，前向全球价值链参与度为国内增加值通过出口（包括货物和服务）输送至第三经济体后再出口的比例，反映了本国产品增加值向外输出能力。

图 2：中国机电类产品对出口的拉动作用

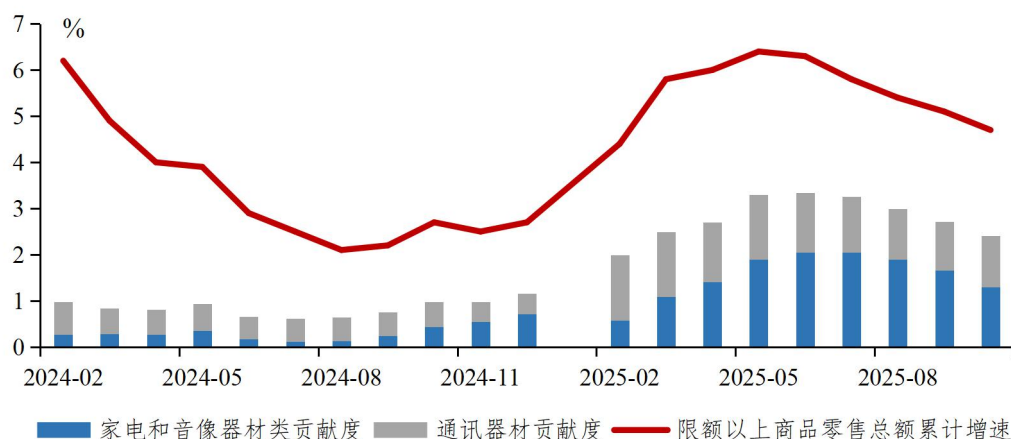


资料来源：根据海关总署统计快讯数据测算

2. 消费整体稳定增长，政策拉动效应明显

2025年1-10月，社会消费品零售总额累计同比增长4.3%，增速较上年同期加快0.8个百分点。前三季度，最终消费支出对GDP的贡献率为53.5%，较上年同期提升2.7个百分点。一是服务消费表现良好。1-10月，服务零售额累计同比增长5.3%，增速较商品零售额（4.4%）快0.9个百分点。其中，旅游、体育、娱乐、健康等服务消费领域表现活跃。根据文化和旅游部数据中心数据，2025年国庆中秋假期全国国内出游8.88亿人次，较2024年国庆假期增加1.23亿人次；国内出游总花费8090.06亿元，较2024年国庆假期增加1081.89亿元。二是政策拉动效应明显。消费品以旧换新政策进一步加力显效，拉动家电、手机等相关商品消费高速增长。1-10月，限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类商品零售额增速分别为20.1%和20.9%（图3）。根据测算，二者共同拉动全部限额以上商品消费增长2个百分点左右。此外，2025年3月份，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《提振消费专项行动方案》，部署了8方面30项重点任务；4月份、9月份，商务部等9部门相继推出《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》《关于扩大服务消费的若干政策》。一系列政策出台落地，为消费增长提供了良好的宏观政策环境。

图 3：家电、通讯器材消费对限额以上商品零售的贡献



资料来源：Wind，根据消费数据测算

新消费蓬勃发展，以谷子经济⁵、新茶饮、演出赛事等为代表的新消费增速较高。一是谷子经济蓬勃发展。2017-2024年，谷子经济市场规模从537亿元迅速扩张至1689亿元，尤其是2024年增速超过40%。2025年上半年，泡泡玛特营业收入为138.8亿元，同比增速达204.4%。这主要受当代年轻消费者的精神消费需求提升、泛二次元用户数量扩大以及国内动漫IP崛起等因素带动，预计2029年谷子经济市场规模有望超过3000亿元（图4）⁶。二是新茶饮市场快速扩容。2020-2024年，现制茶饮市场规模从1448亿元上升至3037亿元，预计2028年可能超过5400亿元⁷。三是演唱会及体育赛事热度高涨。根据中国演出行业协会数据，2024年，中国演出票房收入达到579.54亿元，约为2019年的2.9倍。“村超”“苏超”等体育赛事也引发了广泛关注，带动当地景区、美食等旅游文化相关行业升温。根据江苏省文旅厅数据⁸，截至“苏超”决赛日前，在江苏各主场城市比赛日期间，重点旅游景区累计接待游客2397.3万人，同比增长17.7%，其中外地游客达1370.3万人次，同比增长23.5%。

⁵ 谷子经济是指二次元文化周边经济。“谷子”是英文单词“goods（商品）”的中文音译，泛指由漫画、动画、游戏、小说等领域知识产权（IP）为原型衍生出来的周边商品。

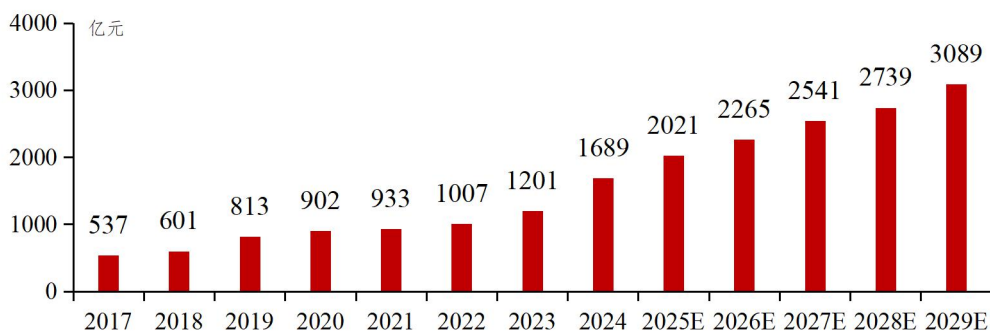
⁶ 数据来自艾媒咨询发布的《2025年中国潮玩行业发展与用户行为调查数据》。

⁷ 数据来自新茶饮产业联盟和灼识咨询联合发布的《新茶饮行业白皮书》。

⁸ 资料来源：2025年11月新华社报道。

https://view.inews.qq.com/k/20251101A03UIG00?web_channel=wap&no-redirect=1&openid=o04IBAJC17ra-nsp5IV-_gzOVPaQ&key=&version=18003f2f&devicetype=iOS18.5&wuid=oDdoCt-RakEVAOjV4AKVpIADrd18

图 4：中国谷子经济市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询

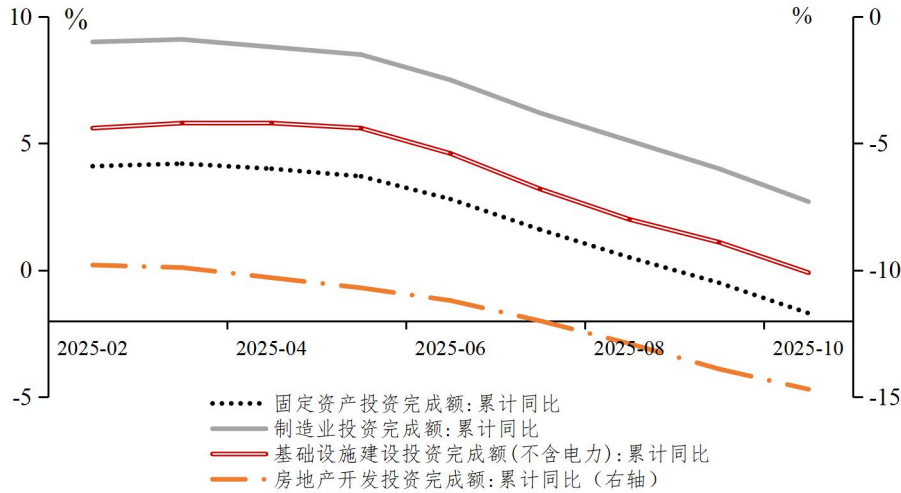
3. 受多重因素制约，投资增速有所放缓

2025年1-10月，固定资产投资（不含农户）累计同比下降1.7%（图5）。具体来看：**第一，制造业投资保持增长。**1-10月，制造业投资累计同比增长2.7%。大规模设备更新政策是投资增长的重要支撑。1-10月，设备工器具购置投资累计同比增长13%，拉动全部投资增长1.9个百分点；占全部投资的比重为17%，比上年同期提高2.2个百分点。**第二，基建投资增速放缓，基建领域民间投资更加活跃。**1-10月，基础设施建设投资（不含电力）累计同比下降0.1%。在投资于物和投资于人相结合的政策导向下，财政加大对消费、民生、科技等重点领域倾斜力度。2025年“两新”政策加力扩围；对3周岁以下婴幼儿每孩每年发放3600元育儿补贴；1-10月，全国一般公共预算支出中社会保障和就业支出、科学技术支出分别累计同比增长9.3%和5.7%⁹，增速分别高于全国一般公共预算支出7.3、3.7个百分点。民间资本对基建投资的拉动作用加大。1-10月，基础设施民间投资累计同比增长4.5%，占全部基础设施投资的比重为22.6%，比上年同期提高1个百分点。**第三，房地产开发投资降幅有所扩大。**1-10月，房地产开发投资同比下降14.7%¹⁰。

⁹ 资料来源：财政部《2025年1-10月财政收支情况》，https://m.mof.gov.cn/czsj/202511/t20251117_3976517.htm。

¹⁰ 数据来源为中国国家统计局。

图 5：固定资产投资增速



资料来源：Wind

4. 工业服务业稳定增长、结构优化，重点行业竞争秩序持续规范

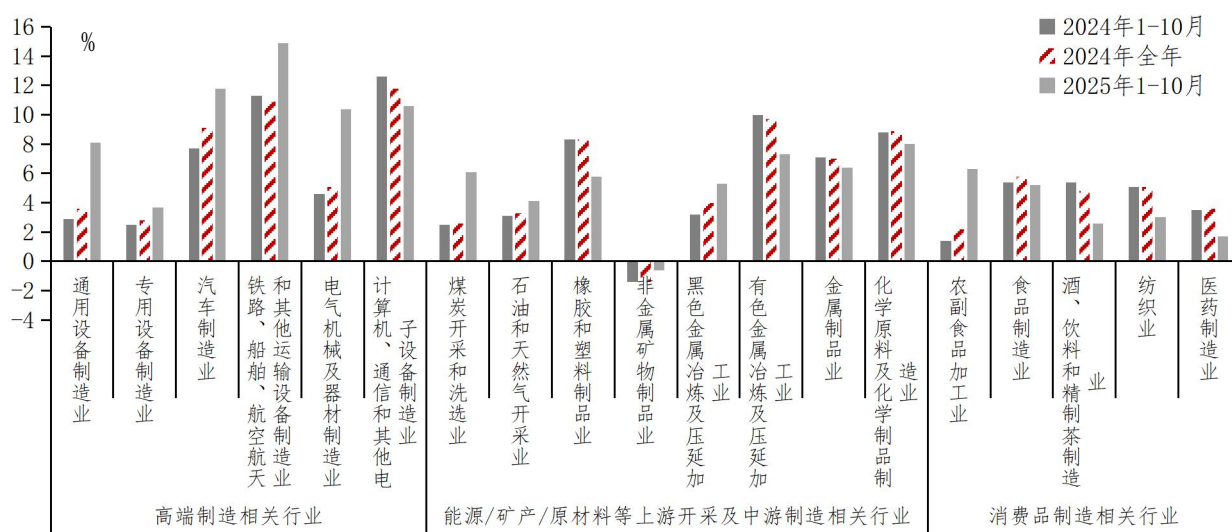
工业方面，2025年以来，工业生产较快增长。1-10月份，规模以上工业增加值累计同比增长6.1%，增速较上年同期、全年均加快0.3个百分点。一是**装备制造业、高技术制造业加速成长**。2025年以来，财政货币政策协同发力支持工业领域新质生产力发展壮大¹¹；《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》¹²明确提出“推进工业全要素智能化发展”；制造业重点产业链高质量发展行动加力实施。在政策引导推动下，现代化产业体系持续完善，叠加内外部相关需求拉动，高端制造相关产业蓬勃发展。2025年1-10月份，高技术工业增加值累计同比增长9.3%，增速较上年同期和全年分别提升0.2、0.4个百分点；电气机械及器材、通用设备、汽车、铁路/船舶/航空航天和其他运输设备业、专用设备等行业增加值分别累计同比增长10.4%、8.1%、11.8%、14.9%、3.7%，增速较上年同期分别加快5.8、5.2、4.1、3.6和1.2个百分点（图6）。**新兴产业在经济结构中的占比持续提升**。2025年1-9月份，医药制造业、通用设备制

¹¹ 据财政部数据，2025年中央本级基础研究预算安排同比增长12.1%，安排中央引导地方科技发展资金60亿元；2025年上半年，财政部下达超长期特别国债资金1734亿元，延长设备更新贷款财政贴息政策实施期限，促进企业购置新设备、应用新技术；据中国人民银行数据，截至2025年9月末，科技贷款新增额占全部贷款新增额比重为30.5%，科技型中小企业本外币贷款余额3.6万亿元，同比增长22.3%。

¹² 2025年8月由国务院印发。

造业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业五个主要战略新兴行业营业收入合计平均约占工业企业全行业的 35.6%，较上年同期提升约 1.4 个百分点；利润合计平均约占工业企业全行业的 35.5%，较上年同期提升约 1.4 个百分点。工业产业结构向智能化、绿色化、融合化方向转型加速，新产品加快涌现。2025 年 1-9 月份，3D 打印设备、工业机器人、新能源汽车产品产量同比分别增长 40.5%、29.8%、29.7%。中游高端制造拉动了对铜、铝、锂、钴等矿产资源以及高性能材料（如特种合金、复合材料）和先进零部件的需求。2025 年 1-10 月份，规模以上有色金属冶炼及压延加工、化学原料及化学制品、金属制品业增加值分别累计同比增长 7.3%、8%和 6.4%，增速快于工业整体水平。

图 6：工业主要行业增加值增速情况

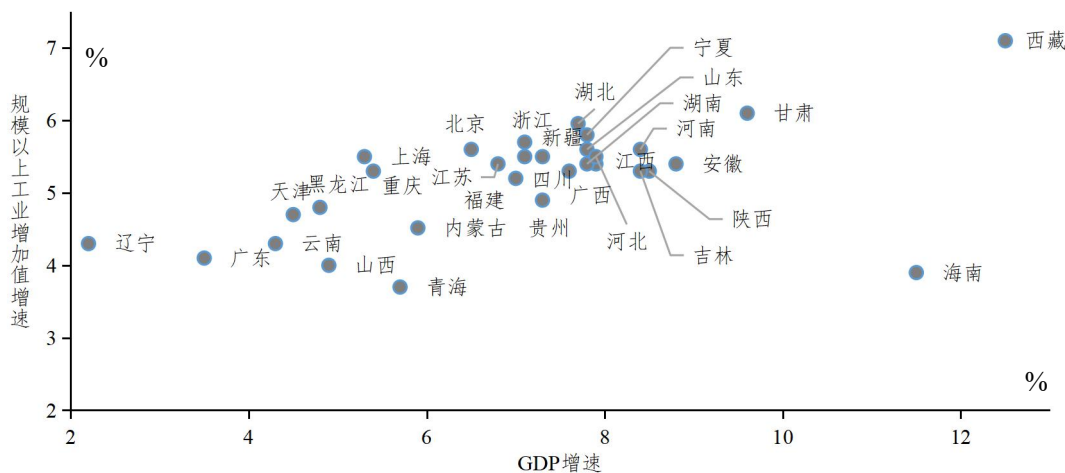


资料来源：Wind

二是区域结构持续优化。2025 年以来，各地结合资源禀赋和产业基础，因地制宜培育新质生产力，部分地区经济增速更快（图 7）。特别是中部地区一些省份依托产业升级强化工业品出口竞争力，经济增长加快。2025 年前三季度，湖北、河南、湖南、安徽、江西五个中部省份的 GDP 增速均高于全国平均水平。其中，湖北、河南进出口总额累计增速分别高达 25.3%、18.7%；湖北电脑

及其零部件、集成电路、锂离子蓄电池分别增长 20.7%、35.2%、117.7%，合计拉动同期出口值增长 4.5 个百分点；河南“新三样”产品出口额累计同比增长 162.4%。

图 7：2025 年前三季度全国各地 GDP 和工业增加值增速



资料来源：Wind

三是规范市场竞争秩序效果显现。2025 年以来相关政策逐步细化，治理框架从中央部署向地方、行业层面延伸，法律法规进一步完善，多个行业通过协会倡议、叫停价格战及联合减产等方式积极响应¹³。伴随供给端产能治理成效显现，工业“生产-销售-价格”的良性循环正在形成。根据 Wind 数据，2025 年前三季度，工业产能利用率为 74.2%，较上半年提升 0.2 个百分点；规上工业企业利润累计同比增长 3.2%，增速较上年同期提高 6.7 个百分点，特别是在高技术制造业利润增速加快、低基数效应等影响下，8 月、9 月份利润当月增速分别高达 20.4% 和 21.6%（图 8）。

¹³ 2025 年《政府工作报告》明确将“综合整治‘内卷式’竞争”纳入到“建设全国统一大市场”框架内（https://www.gov.cn/gongbao/2025/issue_11946/202503/content_7015861.html）；

2025 年 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议具体指出“依法依规治理企业低价无序竞争”

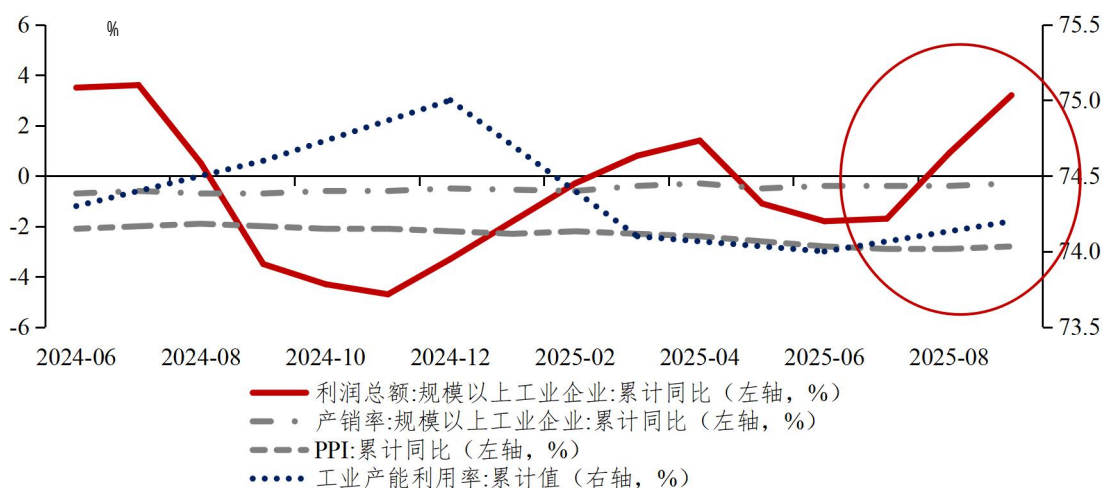
（https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202507/content_7030285.htm）；

2025 年 7 月 30 日中央政治局会议进一步提出“治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，规范地方招商引资”

（https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202507/content_7034454.htm）；

2025 年 6 月 27 日，《中华人民共和国反不正当竞争法》修订通过；2025 年 7 月 24 日，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见建议。此外，新能源汽车、光伏、锂电池等新兴产业，水泥、钢铁、煤炭等传统工业，电商平台、餐饮外卖等新业态，陆续通过协会倡议、联合减产及叫停价格战等方式积极响应。

图 8：三季度供给端产能治理成效有所显现



资料来源：Wind

服务业方面，2025 年 1-10 月，服务业生产指数累计同比增长 5.7%，增速较上年同期、全年分别加快 0.7、0.5 个百分点。服务业对经济增长的贡献提升。前三季度，服务业增加值占国内生产总值比重为 58.4%，比上年同期高 0.8 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 60.7%，拉动 GDP 增长 3.1 个百分点。“人工智能+”政策提振产业升级改造需求，生产性服务业¹⁴新业态新模式加快拓展。2025 年前三季度，信息传输/软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业增加值分别累计同比增长 11.2%和 9.2%，合计拉动经济增长 0.9 个百分点。

5. 物价总体保持低位运行

1-10 月 CPI 累计同比下降 0.1%。核心 CPI 连续多月回升，但猪肉和能源价格拉低 CPI 同比涨幅。一是剔除食品和能源价格的核心 CPI 稳步回升。2025 年 1-10 月核心 CPI 累计同比上涨 0.7%，其中 10 月当月同比涨幅升至 1.2%，涨幅已连续第 6 个月扩大。耐用消费品价格回暖、服务价格平稳上涨是支撑核心 CPI 回升的重要因素。以旧换新、规范市场竞争秩序等政策从供需两端带动

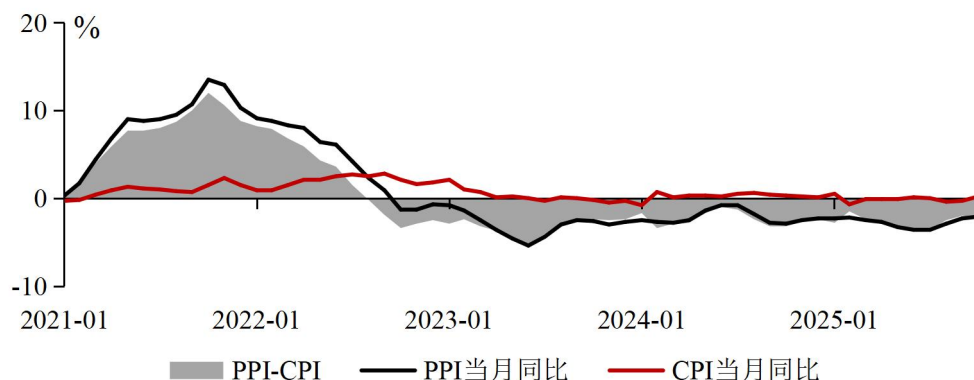
¹⁴ 据国家统计局《生产性服务业统计分类（2019）》，生产性服务业包括为生产活动提供的研发设计与其他技术服务，货物运输、通用航空生产、仓储和邮政快递服务，信息服务，金融服务，节能与环保服务，生产性租赁服务，商务服务，人力资源管理与职业教育培训服务，批发与贸易经纪代理服务，生产性支持服务。

(https://www.stats.gov.cn/sj/tjbz/gjtjbz/202302/t20230213_1902776.html)

核心商品价格改善，2025年10月，扣除能源的工业消费品价格上涨2%，涨幅连续第6个月扩大；1-10月家用器具价格累计同比上涨1.1%，上年同期为累计同比下降1.3%。服务消费“量质齐升”，带动服务价格平稳上涨。一系列围绕“优化服务供给、促进服务消费高质量发展”政策先后出台，服务消费需求稳步释放，服务价格自3月份起逐步回升，1-10月服务价格累计同比上涨0.5%，拉动CPI累计同比上涨约0.18个百分点。二是猪肉和能源价格下降。过去一年能繁母猪存栏量长期处于高位，2024年11月末能繁母猪存栏量达年内峰值4080万头，高出正常保有量的4.6%。2025年6月以来前期压栏生猪集中出栏，猪肉价格由涨转降。2025年1-10月猪肉价格累计同比下降4.3%，下拉CPI累计同比约0.05个百分点，而上年同期为累计同比上涨14.2%。受国际市场油价波动影响，2025年国内成品油价格总体震荡下行。截至11月18日，国内成品油价格先后9次下调，汽油和柴油价格较上年底分别累计下调了620元/吨、595元/吨。1-10月，交通工具用燃料价格累计同比下降7%，上年同期为累计上涨0.4%。

供需改善与产业结构升级等带动PPI同比降幅收窄。1-10月，PPI累计同比下降2.7%，降幅连续3个月收窄，生产资料价格累计同比降幅收窄至3.2%，生活资料累计同比下降1.5%。一是重点行业产能治理显效，部分行业供需结构和市场竞争秩序明显改善，带动上游价格同比降幅收窄。2025年下半年以来，黑色金属矿采选业、石油/煤炭及其他燃料加工业、汽车制造业等行业价格降幅收窄。二是产业结构升级、品质类消费需求释放带动相关领域价格同比上涨。例如，1-10月文教、工美、体育和娱乐用品制造业价格累计同比上涨8.3%，涨幅较上年同期明显扩大了3.5个百分点。三是国际原油价格震荡下行影响国内石油相关行业价格。2025年10月，石油和天然气开采业价格累计同比下降9.7%，上年同期为上涨1.5%。总体而言，下半年以来上游工业价格改善速度明显加快，PPI-CPI“剪刀差”自6月触底（-3.7%）后有所收窄（图9）。

图 9：PPI、CPI 当月同比及剪刀差



资料来源：Wind

（二）2026 年中国经济形势展望

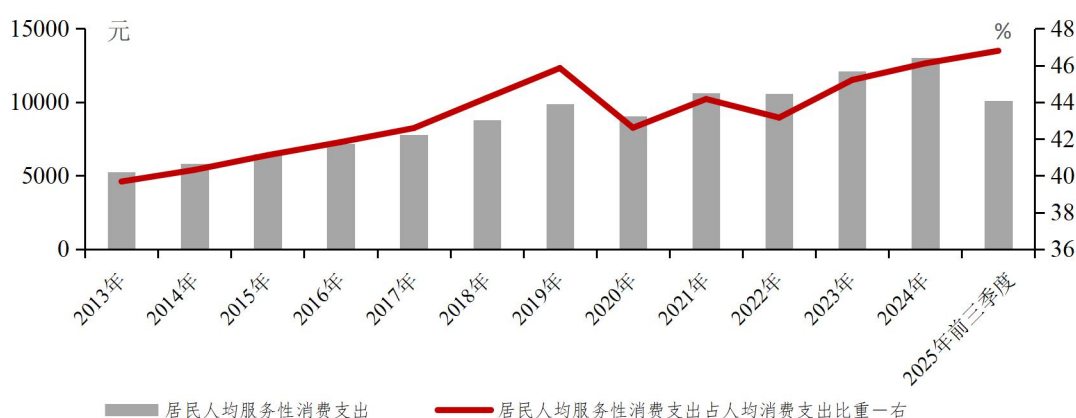
2026 年是“十五五”开局之年，保持经济平稳增长至关重要。在外部不稳定不确定性因素依然较多、国内经济新旧动能转换的背景下，宏观政策仍需加大力度、靠前发力。产品国际竞争力提升和多元化市场拓展将继续支撑出口增长。消费将保持平稳增长。政策加力叠加低基数效应推动投资增速回升。供需关系持续改善，物价有望延续企稳回升态势。预计全年 GDP 增长 5% 左右。

1. 消费将保持平稳增长

二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称“十五五”规划《建议》）将“居民消费率明显提高”纳入“十五五”时期中国经济社会发展的主要目标，预计相关促消费政策还将进一步推出，为消费增长创造更好的宏观政策环境。2026 年消费将保持平稳增长。一是服务消费占居民消费支出的比重有望扩大。随着中国经济的平稳运行以及居民收入的持续增长，居民将更加注重精神需求的满足，服务消费的意愿与能力将进一步增强。近年来，中国服务消费规模整体扩大，占居民消费支出的比重有所提升。2025 年前三季度，中国居民人均服务消费支出约 1 万元，较上年同期提高 4.15%（图 10）；占居民人均消费支出的比重约为 46.8%。

未来中国服务消费占比还有较大提升空间。其中，文化、体育、旅游、医疗、健康、养老等消费领域潜力较大。二是随着“Z世代”的成长，新消费潜力有望进一步释放。“Z世代”通常是指1995年至2009年间出生的人群，规模约为2.8亿人。这类群体成长于物质相对充裕、互联网较为繁荣的时代，往往更倾向于为情绪价值买单、更加注重体验式消费且更具有文化自信。在这一新群体的引领和带动下，预计未来谷子经济、国潮文化等新消费潜力将会进一步释放，成为推动消费增长的新动力。三是资本市场持续向好带来更明显的财富效应。资本市场回暖通过财富效应、信心效应双重机制提振消费。一方面，居民持有的股票、基金等金融资产估值提升，直接带来账面财富的增长；另一方面，资本市场走强有利于增强居民收入预期和消费信心，从而提升消费能力和消费意愿。截至2025年11月24日，上证综指较年初上涨了17.6%。根据《2025胡润百富榜》，2025年中国上榜企业家数量较上年增加31%，上榜企业家总财富较上年增长42%。随着政策支持资本市场持续健康发展的力度进一步加大，预计2026年资本市场将持续向好，带来更大范围的财富效应和更稳定的信心效应。综合预计2026年消费增长4%左右。

图 10：居民人均服务消费支出与占比



资料来源：Wind

2. 政策有望更加给力、前置发力，推动投资增速回升

第一，“十五五”开局之年政策有望更加给力、前置发力，推动基建投资

增速明显加快。一是资金支持力度不断加大。截至 2025 年 10 月底，5000 亿元新型政策性金融工具资金已全部投放完毕，共支持 2300 多个项目，项目总投资约 7 万亿元，重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域¹⁵。未来，相关项目将加快开工建设，部分项目将在 2026 年形成实物工作量，有助于扩大 2026 年有效投资。近期中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元，用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资，其中，新增了 2000 亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设¹⁶。二是“十五五”开局之年，相关基建项目将加快落地和推进。根据“十五五”规划《建议》部署，“十五五”时期政策将继续扩大有效投资，前期已谋划的民生消费、国家重大战略相关领域投资项目将加快推进。当前，不少地方已经超前谋划储备“十五五”项目¹⁷，为 2026 年基建投资前置发力和增速回升奠定良好基础。预计 2026 年基建投资增速将明显加快。

第二，需求平稳增长、“两新”政策加力提效等有利因素推动下，制造业投资将保持较快增长。一是 2026 年内外需求平稳增长及其带来的社会预期改善，有望增强制造业投资增长的内生动力。二是制造业企业利润持续回升将有利于促进投资扩大。2025 年 1-9 月，制造业企业利润累计同比增长 9.9%，增速连续 3 个月加快。三是政策有望持续支持设备投资扩大。2024 年 3 月发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出到 2027 年工业、建筑、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上等目标。为完成这个目标，相关政策有望持续支持设备投资扩大，从而推动制造业投资增长。

第三，政策支持下房地产开发投资降幅可能收窄，行业发展新模式将加快

¹⁵ 资料来源：国家发展和改革委员会 2025 年 10 月新闻发布会，
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/10yxwfbh1/wzsl/202510/t20251031_1401292.html。

¹⁶ 资料来源：2025 年前三季度财政收支情况新闻发布会文字实录，
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202510/t20251017_3974415.htm；国家发改委 10 月新闻发布会文字实录，
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/10yxwfbh1/wzsl/202510/t20251031_1401288.html。

¹⁷ 资料来源：国家发展和改革委员会网站上关于各地方政府提前谋划“十五五”项目的报道，
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/dt/dfdt/202508/t20250813_1399770_ext.html，
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/dt/dfdt/202511/t20251112_1401551.html 等。

建立。2026 年政策有望加大对房地产行业的支持力度。2024 年以来，有关部门出台“四个取消、四个降低、两个增加”的“政策组合拳”，充分释放降息、增贷、减税等政策效应，各地因城施策调整优化房地产政策措施，促进房地产需求回升、供给优化和市场企稳。同时，根据“十五五”规划《建议》部署，政策将加快构建房地产发展新模式，不断优化完善房地产基础制度、供给体系等。总体预计 2026 年房地产开发投资降幅将收窄。

综合来看，在政策更加给力、靠前发力的情况下，叠加低基数效应，预计 2026 年固定资产投资增速将有所回升，增长 3% 左右。

3. 多重利好因素叠加下，出口有望保持平稳增长

第一，对新兴经济体出口空间较大。全球经济增长动能将继续向“全球南方”国家转移，新兴经济体经济增长更快，其进口需求主要来自于自身发展需要，受美国关税政策影响相对较小，将为中国开拓区域经贸合作提供新空间。2025 年 1-10 月中国对“一带一路”沿线国家地区对外承包工程新签合同累计同比增长 17.2%（图 11），新增项目工程投资将继续带动设备类产品出口。从**具体地区看**，一是非洲城市化、工业化发展将继续带动对工程机械、电力设备、汽车船舶、钢材等资本品需求。例如，中国的光伏、太阳能板等绿色产品具有较强的价格优势，迎合了非洲日益增长的清洁能源市场需求。二是**在中国-东盟自贸区 3.0 框架下**，中国与东盟将促进绿色标准对接与合作，推动绿色供应链互联互通，进一步带动新能源汽车、清洁能源等绿色贸易发展，共同探索绿色贸易商机。

第二，对欧盟出口存在机遇。美国对欧盟加征关税税率节节攀升，并在汽车、钢铁、铝等重要产品方面存在贸易摩擦，美欧经贸关系面临调整。在此过程中，中欧双方有望通过对话合作恢复“中欧双边投资协定”谈判，继续加强在高端装备和消费品领域的贸易合作。

第三，对美出口有望企稳。经过中美吉隆坡经贸磋商，美国取消了对中国商品加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，并将对中国商品加征的 24% 对等关税和出口管制 50% 穿透性规则暂停一年。在关税保持相对稳定情况下，中国对美出口同比增速有望在 2026 年二季度前后企稳。同时需关注美国对华部分关键产品加征关税的可能性。综合预计 2026 年出口增长 4% 左右。

图 11：中国对共建“一带一路”国家地区投资增速



资料来源：Wind

4. 新质生产力加快培育，生产端继续维持平稳增长

第一，政策托举巩固工业服务业基本盘。短期来看，2025 年 9 月以来，钢铁、有色、石化、化工、建材等十大行业的新一轮稳增长工作方案陆续发布，对相关行业规模增长和质效提升做出明确部署。这十大行业增加值合计占规模以上工业增加值七成左右¹⁸，相应行业稳定增长和结构优化将为工业发展稳中向好提供重要基础。**长期来看**，“十五五”规划《建议》首次提出“构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，并针对传统产业、新兴产业、未来产业等领域分类部署（表 3），还提出“促进服务业优质高效发展”。这有利于推

¹⁸ 数据来自工信微报《10 个重点行业稳增长方案发布》。

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztzl/cjgyjjpwzz/bmgzqk/202309/t20230918_1360683_ext.html

动工业和服务业形成新的支柱产业，为新质生产力的发展壮大提供强劲动力。

表 3：“十五五”规划《建议》针对现代化产业体系建设进行部署和谋划

| 产业 | 具体表述 | 代表行业 | 发展空间 |
|------|------------|---|-----------------------------|
| 传统产业 | 优化提升传统产业 | 提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力 | 初步估计未来 5 年会新增 10 万亿元左右的市场空间 |
| 新兴产业 | 着力打造新兴支柱产业 | 加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展 | 未来 10 年新增规模相当于再造一个中国高技术产业 |
| 未来产业 | 前瞻布局未来产业 | 推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点 | |

资料来源：“十五五”规划《建议》，中共中央介绍和解读党的二十届四中全会精神新闻发布会

第二，高端科技持续落地、新兴产业加速扩围，激发供给端潜能。从当前科技创新发展脉络和落地进展来看，**2026 年**，人形机器人、固态电池设备等高技术行业应用端将陆续迎来突破。人形机器人方面，2025 年国内部分头部企业已提前达成百台/千台小规模量产，随着技术路线逐渐成熟、应用场景持续拓展，预计 2026 年生产规模将加快扩张。固态电池设备方面，已有多家电池厂宣布建成/即将建成全固态电池中试线，并明确量产计划。同时，电动汽车电池新国标将于 2026 年 7 月 1 日施行，对电池安全性能要求提高，或将推动固态电池产业化加速。服务业方面，人工智能深度融合推动现代服务业向智向新发展。

《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》提出“在软件、信息、金融、商务、法律、交通、物流、商贸等领域，推动新一代智能终端、智能体等广泛应用”。国内政务、教育、文旅、零售、物业、医疗等领域多元化的服务场景，为人工智能深度赋能提供了重要平台。例如，2025 年 11 月，上海市商务委等 5 部门印发《上海市促进餐饮业智能化布局行动计划（2026-2028 年）》，提出“鼓励研发应用 AI 营养配餐顾问”“推广使用智能炒菜机器人、自动米饭生产线等自动化设备”“引入 AI 营养师”等具体落地举措。未来伴随人工智能融入服务业的各个环节，服务业服务效率和质量有望持续提升。综合预计，2026 年工业、服务业分别增长 5.5%、5.2%左右。

5. 供需关系持续优化，物价有望企稳回升

展望 2026 年，CPI 有望实现触底回升。一是猪肉价格降幅趋稳，食品价格的下拉影响有望缓解。当前，生猪行业产能进入深度调整期，生猪产能综合调控机制将进一步健全。在市场自发调节与政策引导的双重作用下，产能去化效果将逐步显现。2025 年 10 月，猪肉价格已初现回暖趋势，当月同比降幅自 2025 年 6 月以来首次出现收窄，食品价格对于 CPI 的下拉影响也有所缓解，10 月食品价格同比下降 2.9%，降幅比上月收窄 1.5 个百分点，对 CPI 的下拉影响减小约 0.29 个百分点。初步预计到 2026 年年中，生猪出栏量或将出现关键拐点，由当前的增长态势转为下降，猪肉市场供需关系改善将逐步带动猪肉价格企稳。二是消费品和服务价格持续改善，有望推动核心 CPI 同比继续回升。扩内需促消费政策和国内市场竞争秩序持续优化有助于推动工业消费品价格温和回升。随着扩大服务消费有关政策措施加快落地，服务消费需求有望进一步释放，支撑服务价格继续回暖，服务价格涨幅可能继续高于商品价格。此外，2026 年上半年翘尾效应逐月抬升，全年平均翘尾因素与新涨价因素将较 2025 年分别提高约 0.85、0.23 个百分点，综合预计 2026 年 CPI 全年涨幅在 1% 左右。

PPI 同比降幅将继续收窄，当月同比有望回正。随着全国统一大市场建设纵深推进，市场竞争秩序持续规范，宏观政策推动产业结构转型升级，相关领域工业品价格降幅有望进一步收窄。但输入性因素将对 PPI 同比回升形成制约。OPEC+ 增产、全球经济增速放缓，国际原油、有色金属等大宗商品价格波动影响国内相关行业产品价格。国际能源署（IEA）预计 2025 年和 2026 年全球石油供应增速将远超需求增速，油价可能进一步下探。结合翘尾因素，预计 PPI 全年涨幅约为 -0.5%，部分时点或可回正。

二、2025 年金融形势回顾与 2026 年展望

2025 年，中国继续实施适度宽松的货币政策，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境；中国金融市场稳健前行，信贷结构持续改善，企业融资成本继续下行，股市创下十年新高，债券发行规模持续增长，人民币汇率稳中有升。

展望 2026 年，中国金融业将围绕“十五五”规划建议要求，继续为中国式现代化建设、新质生产力发展提供更加适配和有利的资金支持，预计主要金融数据将保持稳定增长，科创、绿色、普惠等重点领域信贷投放延续较快增长，利率水平保持合理低位，违约风险趋于收敛，A 股结构性慢牛行情可期，人民币汇率延续温和升值态势。

（一）经济稳中向好提振资金需求意愿，社会融资规模有望保持稳定增长

2025 年中国金融整体维持稳中向好态势，1-10 月社融累计新增 30.9 万亿元，同比多增 3.83 万亿元（图 12），信贷结构有所分化：一是新增信贷同比少增。1-10 月，新增人民币贷款共计 14.52 万亿元，同比少增 1.16 万亿元。与此同时，受地方隐性债务置换工作持续推动等影响，新增企业中长期贷款规模也受到一定影响。1-10 月，新增企业中长期贷款 8.32 万亿元，同比少增 1.51 万亿元。二是政府债券融资大幅多增。1-10 月，政府债券净融资 11.95 万亿元，同比多增 3.72 万亿元，企业债券净融资 1.82 万亿元；同比多增 1316 亿元。受逆周期调节持续发力、地方债务置换提速、专项债试点自审自发、债务风险化解推进等因素综合影响，政府债券融资持续保持较快增长。2025 年 5 月以来，监管部门加快推动科创债发展，带动企业债券净融资同比多增。三是股票融资同比多增。1-10 月，股票融资新增 3863 亿元，同比多增 1875 亿元。股票市场走势持续向好，上证综指于 10 月突破 4000 点，创下近 10 年新高，加之低基数效应，带动股票融资同比多增。四是重点领域和薄弱环节信贷保持较快增长。2025 年三季度末，工业、绿色、普惠、涉农领域信贷余额增速分别为 9.7%、17.5%、12.2%和 6.8%，均高于全部贷款增速（6.6%）。

展望 2026 年，宏观政策将在二十届四中全会总体部署下展开，预计金融体系将围绕国家战略目标提供更为有力支持。一是融资规模继续保持稳定增长。货币政策继续延续适度宽松基调，为经济持续向好提供稳定适宜的货币金融环境，带动货币信贷增速保持在合宜水平。预计工业、制造业等重点领域信贷投

放将保持稳定增长，为巩固经济发展大盘提供坚实支撑。二是重点领域信贷投放延续较快增长。结构性货币政策工具将继续扮演关键角色，发挥资金引流和撬动作用，预计科创、绿色、普惠、养老、消费等重点领域和薄弱环节信贷增速有望保持中高速增长，特别是房地产贷款增速有望企稳回升。三是政府债券发行将保持高位。为确保“十五五”规划顺利开局，预计政府将通过增发国债、特别国债等方式，为跨区域、跨流域重大战略任务提供资金保障，地方政府也将加大债券发行力度确保地方投资和化债等重点任务推进，政府债券发行有望继续创下历史新高。

图 12：新增社会融资规模

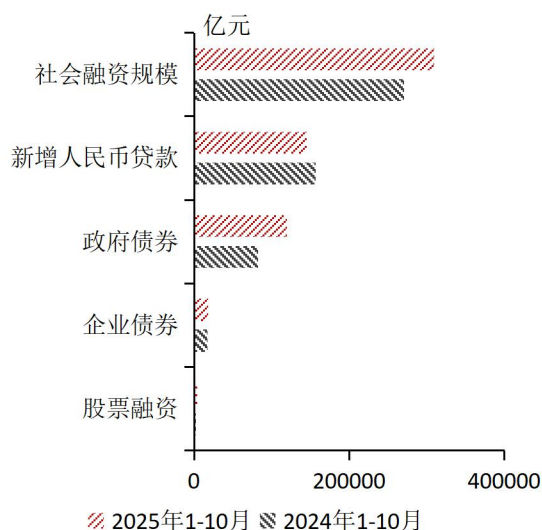
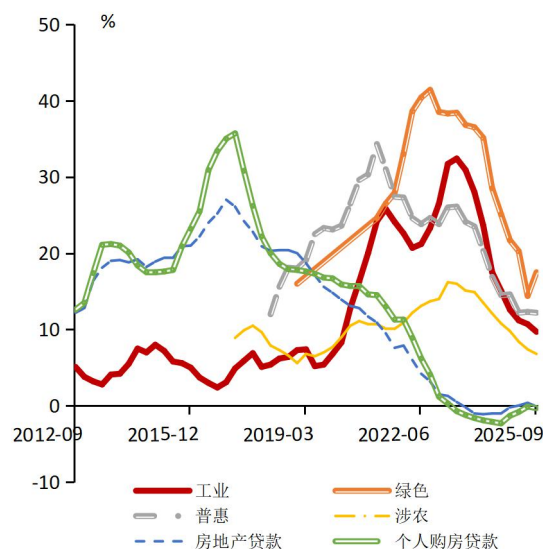


图 13：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind

（二）政策利率下调，利率水平保持合理低位

2025年，中国金融市场利率水平保持低位，为实体经济融资创造适宜环境。一是政策利率降息，流动性维持充裕。一季度货币市场流动性趋紧。二季度后央行加大流动性投放，特别是5月初央行降息降准，7天逆回购政策利率降低10个基点至1.4%，带动货币市场同业拆借加权利率、债券质押式回购加权利率下降，10月分别降至1.39%和1.40%，较1月分别降低47个和76个基点（图14）。二是专项结构性货币政策工具首次降息。2021年以来，人行出台多种专

项结构性货币政策工具，引导商业银行加大力度支持科创、绿色、普惠等重点领域和薄弱环节。但多种专项工具年利率保持为 1.75%。2025 年 5 月，央行首次将各类专项结构性货币政策工具利率降低 25 个基点至 1.5%。三是存款利率持续下行，银行负债成本压力有所缓解。2025 年 5 月国有大行下调人民币存款利率，其中 3 年期、5 年定期存款挂牌利率降幅达 25 个基点。三、四季度多家中小银行宣布下调人民币存款利率，降幅一般不低于 10 个基点。四是企业融资成本继续下行。截至 2025 年 9 月，企业贷款加权平均利率和票据融资加权平均利率分别降至 3.14% 和 1.14%，较上年同期分别降低 37 个和 21 个基点（图 15），进一步降低实体经济融资成本。

预计 2026 年中国整体利率水平仍将保持低位，主要有三方面原因。一是 2026 年是“十五五”开局之年，提振经济仍是头等要务。当前经济复苏基础仍需巩固，外部环境存在不确定性，需继续维持支持性货币政策取向，不排除降息降准的可能性，助推“十五五”经济高质量发展、实现开门红。二是银行净息差收窄压力有所缓解，为保持较低利率水平创造内部条件。2025 年三季度上市银行计息负债成本率同比和环比均有所降低。预计 2026 年银行计息负债成本率有望保持下降趋势，缓解净息差持续收缩压力。三是欧美主要经济体陆续启动降息，中国保持较低利率水平面临适宜的外部环境。2025 年以来，欧央行已降息 4 次，美联储降息两次，预计美联储在 2026 年还将继续降息。综合上述因素，预计 2026 年中国货币市场利率、存款和贷款利率将稳中有降。

图 14：货币市场利率变化

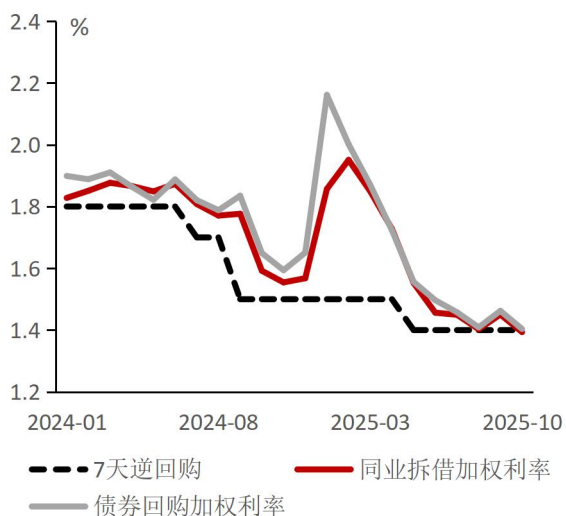
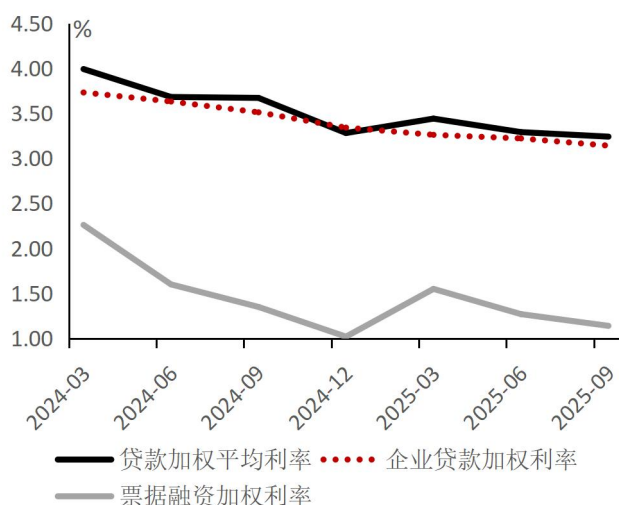


图 15：企业贷款加权平均利率走势



资料来源：Wind

(三) A 股市场表现亮眼，结构性慢牛行情有望延续

2025 年，中国 A 股市场震荡上行，下半年表现尤为亮眼，上证指数于 10 月下旬突破 4000 点，创近十年新高，投资者信心显著回暖。截至 11 月 24 日，上证指数较年初上涨 14.5%，科技板块成为领涨主力（图 16）。这主要得益于以下驱动因素：一是**制度红利持续释放**。“十四五”期间一系列基础性制度改革取得显著成效，特别是 2024 年新“国九条”发布后，资本市场生态持续优化。例如，注册制改革持续推进，科创成长层、并购重组新规助力上市公司质量提升；险资和公募等机构考核期限延长，吸引中长期资金入市。二是**科技突破事件密集催化**。年初，Deepseek-R1 发布，重塑全球人工智能发展格局，推动人工智能相关板块成为全年投资主线，并带动算力、机器人、创新药等新质生产力相关领域企业估值显著提升。三是**流动性环境整体充裕**。美联储开启降息周期，全球资金加大对中国资产配置；增量资金持续入场，投资者新开户数连月上升，机构资金持续流入。

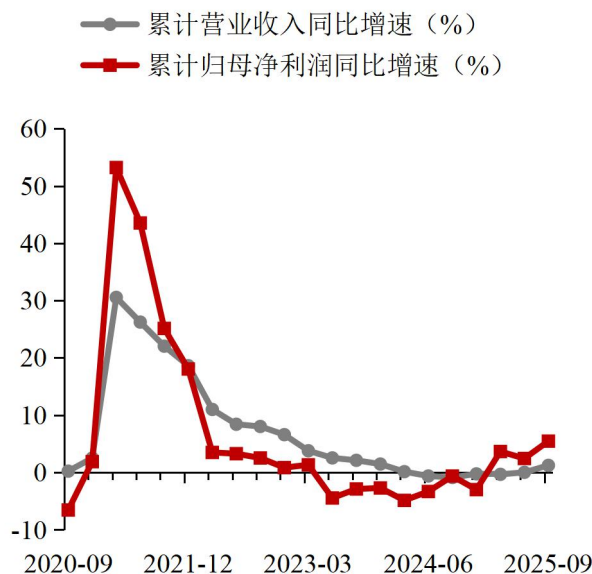
展望 2026 年，在全球资本流动方向重构和国内政策发力共同推动下，A 股有望延续结构性慢牛格局。一是全球降息周期和低利率环境下，A 股仍然具

有较高投资性价比。美元走弱叠加人民币汇率强势，有望驱动全球资金对中国资产持续增配。当前，中国权益资产风险溢价率较高¹⁹且市场波动性较低，股票投资配置性价比仍然较高。根据我们的测算，当前沪深300的股权风险溢价率约为5.2%；“十四五”期间沪指年化波动率约为15.9%，较“十三五”期间降低2.9个百分点。此外，A股估值和两融水平较2015年牛市时均较低，市场交投行为更为理性，股市波动上行的基础较为扎实。截至11月24日，A股整体动态市盈率约为21.3倍（2015年高位时达30倍以上），两融余额占流通市值比例稳定在2.5%左右（2015年高位时占比为4.5%-5%）。二是企业基本面呈现企稳迹象。从宏观数据看，10月PPI同比下降2.1%，降幅持续收窄；环比上涨0.1%，为年内首次上涨，反内卷等产能调控政策带动工业企业盈利修复。从上市公司数据看，全部A股公司2025年前三季度营收和归母净利润分别同比增长1.25%和5.47%，相比上半年（0.03%和2.44%）明显改善（图17）。其中，中游材料和制造板块盈利改善更加明显，钢铁、电力设备、汽车前三季度归母净利润分别同比增长749.59%、19.76%和4.11%，业绩改善幅度靠前。三是“十五五”开局之年政策推出有望进一步改善市场生态，提升市场吸引力。证监会明确指出要提高资本市场制度包容性、适应性，系列改革举措有望逐步推出和落地，如深化创业板改革、推行再融资储架发行、营造“长钱长投”制度环境等，有助于维护市场信心，提升投融资参与吸引力。

¹⁹ 股权风险溢价率是指股票相对于无风险资产的超额收益率，通常使用市盈率倒数与政府债收益率之差衡量，在此计算公式为： $1/\text{沪深300市盈率(TTM)} - 10\text{年期国债收益率}$ 。

图 16：上证指数年内走势

图 17：A 股上市公司营收和净利润增速



资料来源：Wind

（四）债券收益率低位运行，违约风险趋于收敛

2025 年，债券市场运行呈现如下特征：第一，国债收益率双向波动。10 年期国债收益率分别于 1 月 3 日和 9 月 25 日达到最低点 1.59% 与最高点 1.92%，11 月 24 日下行至 1.82%，比上年末上升 14 个基点（图 18）。第二，债券发行规模创近年新高。为有效实施更加积极的财政政策，全年债券市场保持较快的发行节奏。截至 11 月 24 日，债券发行规模共计 80.44 万亿元，同比增长 14.23%。其中，国债、地方政府债、同业存单、金融债、公司债发行额分别同比增长 20.1%、24.92%、10.93%、22.08%、16.17%（图 19）。第三，科创债券、绿色债券市场创新发展。为加大对科技创新、绿色转型等重点领域支持，科创债券、绿色债券市场规则持续创新完善，年内两类债券供需两旺。截至 11 月 24 日，科创债券发行 1.98 万亿元、银行间市场绿色债券发行 2603.92 亿元，分别同比增长 82.59% 和 17.58%。

展望 2026 年，预计债券市场将呈现如下运行特征：一是债券收益率保持低位。为实现稳增长、稳就业、稳预期目标，政府将实施更加积极的宏观政策，

市场流动性将保持合理充裕。近期，中美两国元首会晤就关税政策等达成一致，外部冲击对债券市场的扰动将有所减少。在有利的内外部环境下，债券收益率有望保持低位。二是**债券发行量仍将稳定增长**。为推动地方财政平稳运行，支持重点项目建设资金需求，财政部将提前下达2026年新增地方政府债务限额，预计2026年国债、地方政府债仍将保持较快的发行节奏。为持续加强对国民经济重点领域支持，科创债券、绿色债券、乡村振兴债券的发行规模有望继续增长。受提高商业银行总损失吸收能力、发展壮大民营经济等因素影响，金融债、公司债的发行规模将增长。综上，预计2026年各主要券种发行量将保持增长趋势，债券市场总发行量可能再创新高。三是**债券违约风险趋于收敛**。2025年以来，债券违约风险显著减少，企业预警通数据显示，截至11月24日，债券违约只数和金额分别同比下降39.4%和56.9%。预计2026年，债券违约风险将继续保持收敛态势。

图 18：利率变动

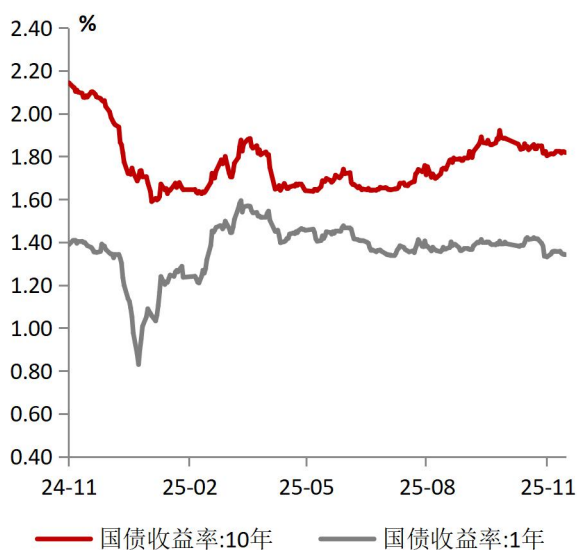
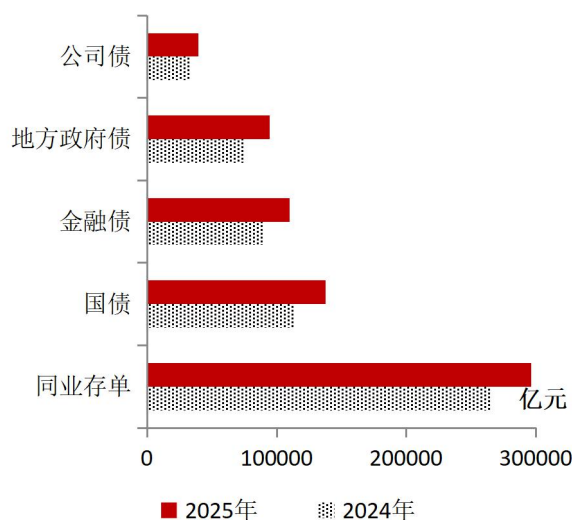


图 19：债券发行规模



资料来源：Wind

(五) 人民币汇率稳中走升，未来将延续温和升值态势

2025年，人民币对美元汇率整体稳中有升，特别是下半年，在美联储连续

降息背景下，人民币对美元汇率升值幅度有所加大。截至11月24日，人民币对美元即期汇率为7.1056，较年初升值2.7%左右（图20）。与此同时，三大人民币汇率指数²⁰全线上涨，反映人民币对非美元货币保持相对强势。截至11月14日，CFETS人民币汇率指数为97.83，BIS货币篮子指数为104.16，SDR货币篮子指数为92.25，较6月末分别上涨2.6%、3.4%、2.3%。

人民币汇率走升受内外因素综合驱动。从外部因素来看，美元指数走势整体偏弱。2025年9月和10月，美联储连续降息两次，分别下调联邦基金利率25个基点至3.75%-4%区间，美元指数下跌至2022年以来新低。截至11月24日，美元指数为100.15点。从内部因素来看，一是中间价稳中有升。下半年人民币中间价连续调升，释放了温和的顺周期推动人民币汇率升值的信号。截至11月24日，人民币对美元中间价为7.0847，已较6月末调升700多个基点。二是银行结售汇顺差持续扩大。2025年以来，中国贸易出口保持较强韧性，经常账户项下外汇持续净流入，市场主体结汇意愿增强，为人民币汇率走升提供真实支撑。前三季度，经常账户项下银行代客结售汇顺差达517.58亿美元，创2014年以来新高（图21）。三是权益市场表现出色，吸引外资流入。11月上证综指重返4000点，创下近10年新高。外资持续加仓A股市场，对人民币汇率走升形成支撑。截至三季度末，境外机构和个人持有境内人民币股票资产规模达3.54万亿元，较年初大幅增长25.2%。

²⁰ 三大人民币汇率指数分别是指CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子计算的人民币汇率指数、参考SDR货币篮子计算的人民币汇率指数。

图 20：人民币汇率与美元指数

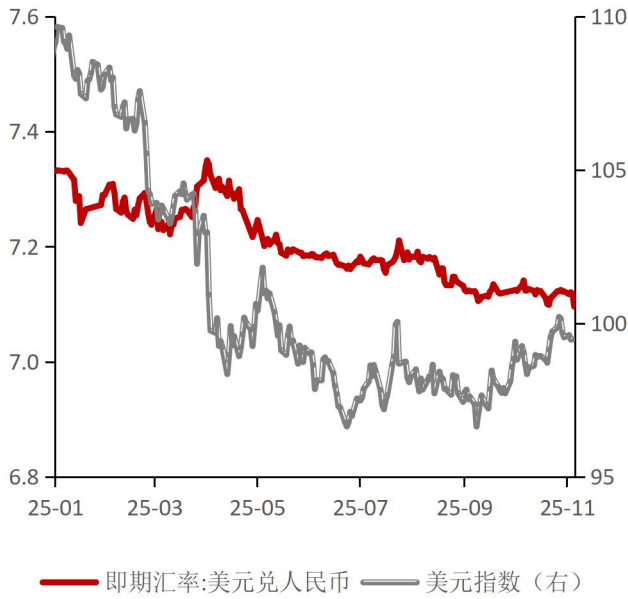
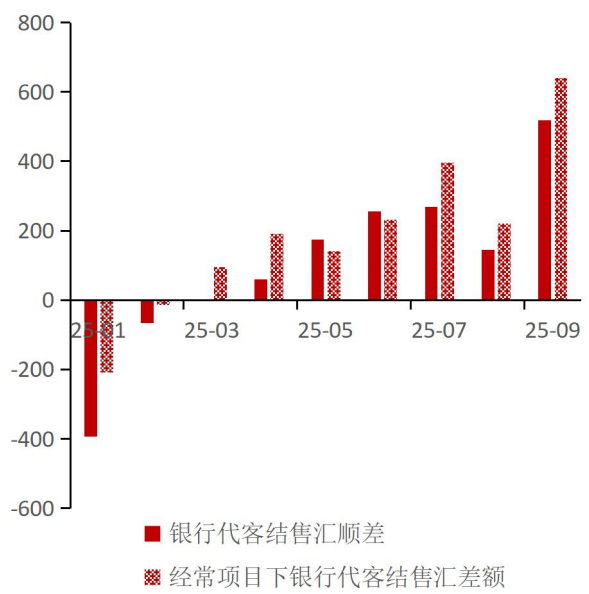


图 21：银行代客结售汇顺差



资料来源：Wind

展望 2026 年，人民币汇率或将在合理区间内继续温和升值。一是美联储降息周期延续。考虑到美国通胀仍高于其 2% 的目标水平，2026 年美联储仍有降息空间，导致美债收益率走低与中美利差收窄，减少资本外流压力。截至 11 月下旬，美国 10 年期国债收益率已跌至 4% 附近，中美利差收窄至 2.3 个百分点。二是外资有望向境内更多流入。10 月，证监会 QFII 制度“优化 11 条”已落地，大幅提高合格境外投资者审批效率，为配置型外资开启“绿色通道”，这将吸引更多外资加仓人民币金融资产。在盈利增长和估值修复的双重驱动下，中国关键股指有持续上涨潜力。三是经济基本面将提供坚实稳定支撑。“十五五”规划蓝图下，2026 年中国经济将延续稳健增长态势，为人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定形成支撑。此外，央行稳汇率政策工具储备充足，使用节奏张弛有度，预计将灵活调整政策力度以缓解汇率单边行情预期。

三、宏观政策取向

2026 年是“十五五”开局之年，保持经济平稳增长对于稳定就业、化解风险、提振信心，以及实现中长期发展目标都具有重要意义。宏观政策需更加给

力，有效对冲外部风险，有力提振内部需求，不断增强经济增长内生动力，确保“十五五”良好开局。

（一）财政政策加力提效，投资于物和投资于人相结合

第一，实施更加积极的财政政策。发挥好超长期特别国债、新增专项债和政策性金融工具等作用，用于支持重大项目、新基建、民生消费等相关领域投资。加快资金拨付使用，靠前推动前期已充分论证的“十五五”时期重大项目落地施工，更好地发挥有效投资对经济增长的支撑作用。

第二，推动更多资金投资于人、服务民生。一是强化就业优先政策。聚焦重点领域、未来产业等急需紧缺的职业工种，支持加大相关技能人才培养力度，引导高校、职业技术学院等根据当前及未来产业发展需求调整专业与课程设置；通过税收优惠等方式，鼓励企业积极吸纳高校毕业生等重点群体。二是继续提高医疗、养老、教育等领域财政支出，加大民生保障力度。加大对公共卫生服务等投入力度，支持各地提高基本医疗卫生服务的公平性和可及性；加大对社区居家养老服务的财政支持力度；逐步扩大免费学前教育范围，规范托育行业标准并加大对托育的财政支持力度。

（二）“双支柱”调控框架协同发力，助力经济稳健运行

一是引导融资规模稳步增长，创造稳定的货币金融环境。通过逆回购、国债买卖等工具维持流动性合理充裕，引导金融机构根据实体经济发展需要提供资金支持，确保新增社融、信贷等规模合理增长，为经济总量稳步扩张创造稳定适宜的货币金融环境。密切跟踪国债、地方政府债券等发行节奏，择时择机加大流动性投放，确保政府债券等顺利发行，配合财政政策持续发力，为基建、消费等重要领域提供资金支持，助力经济发展大盘。

二是持续发挥结构性货币政策工具的资金引流作用。进一步提高科技创新、普惠养老、绿色发展等领域再贷款、再贴现工具的使用效率，根据国家战略支

持方向，合理调整相关政策工具额度及利率水平。探索设立面向未来产业（如人工智能、量子信息、生物制造）的长期、低成本资金支持工具，通过“耐心资本”培育，助力颠覆性技术和前沿产业成长。建立并完善结构性工具“进入—评估—退出”全生命周期管理机制，对支持特定领域的工具，明确阶段性目标、实施期限和退出条件，提高资金使用效率。

三是实现宏观审慎管理体系全面覆盖。拓展监管机构覆盖面，在已有系统重要性金融机构基础上，预计将适时对具有系统重要性影响的非银金融机构进行评估，考虑其纳入宏观审慎监管框架。加强对影子银行、资产管理产品、金融衍生品市场等领域的风险监测与穿透式监管，识别并管理可能引发顺周期波动和风险传染的关键环节。加强对新型风险的前瞻性管理。更多关注并研究数字化转型带来的数据安全风险、算法趋同风险、气候变化可能引发的物理风险和转型风险对金融体系的冲击，前瞻性地储备管理工具和应对预案。

（三）加大对新消费、服务消费的政策支持力度

第一，持续释放新消费潜力。更加重视年轻消费群体在消费理念、消费行为等方面的变化，适应新消费发展趋势，完善商品与服务供给，鼓励并引导企业进行产品创新。加强对文化类、情感类品牌的培育，鼓励企业在IP创作、产品工艺等方面构建核心竞争力，强化相关知识产权保护。积极发挥行业协会作用，制定更高的标准和规范。

第二，继续支持服务消费增长。增加与服务消费直接相关、可以满足未来服务消费需求的基础设施投资，包括养老院建设、托儿所建设等。打造差异化、个性化旅游产品和服务，进一步支持地方举办演唱会、音乐会、文艺演出、体育赛事等活动，简化活动审批流程、加大有条件地区场馆建设。更加重视节假日消费市场的贡献，进一步落实带薪休假制度。

第三，延续并优化以旧换新政策。在延续现行政策的同时，可考虑适当扩

大以旧换新商品补贴范围，重点将家居类商品纳入以旧换新支持范围内，以平滑政策带来的消费增长波动。

（四）创新推进高水平对外开放，强化区域多元合作格局

第一，主动对接国际高标准经贸规则。推动“边境后”²¹经贸规则、规制、标准与国际高标准经贸规则相通相融，营造稳定、透明、可预期的制度环境。加快完善中国在数字贸易、服务贸易、绿色贸易、环境等新兴领域的规则、规制和标准，以区域性经贸合作实现规则锁定、推广和引领。

第二，持续推进跨境服务贸易创新发展。促进服务贸易与货物贸易融合发展，推动生产性服务业进一步嵌入全球产业链，鼓励金融、咨询、设计、会计、法律、供应链等生产性服务贸易发展，助力中国制造业出海。把握服务贸易数字化、智能化发展趋势，积极运用数字技术特别是人工智能技术创新发展服务贸易，培育软件开发、云服务、人工智能、网络安全等信息技术领域服务贸易新动能。

第三，推进区域和双边贸易投资协定进程。在《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等区域自贸协定框架下，创新双边、多边合作机制，与重点区域形成经济产业深度嵌套融合的“利益共同体”。深化落实中国-东盟 3.0 版本自贸协定，聚焦规则与合作领域，完善数字、绿色、供应链等新兴领域的系统性合作框架和机制化安排，持续为区域经济增长注入新动能。

（五）推动科技产业双向赋能，加快完善新质生产力培育体系

第一，持续推动制造业关键领域自立自强。梳理当前和“十五五”时期产业链的核心技术和“卡脖子”环节，灵活采取“揭榜挂帅”“专项合作研发”等主体间创新互动模式，推动关键技术攻关和应用。搭建关键技术信息管理共

²¹ 相对于与市场准入相关的“边境上”措施，“边境后”措施以国内规制为主，更多纳入了包括数据流动、环境、劳工等新规则议题。

享平台，探索底层技术共享机制，建立测试程序、应用信息等数据库，降低企业重复研发、测量和认证成本，推动行业共性技术创新与水平提升。围绕关系国家长远发展的重要领域，完善从短期到中长期的人才引进和培育计划，大力培养基础型、应用型、复合型等不同类型人才。

第二，持续完善适应新型工业化发展需要的现代化产业体系。传统产业方面，更加重视利用数字化、绿色化转型打开增量空间，加快智能技术在传统制造业全行业全链条应用，打造绿色制造体系改造、绿色基础设施、绿色技术应用推广、绿色认证服务等新增长点。**新兴产业方面**，加强战略性新兴产业的顶层设计，建立国内产业政策高级别协调机制，组建重点行业发展委员会，承担细分领域规划、配套政策制定和跨领域政策协调等职能。**未来产业方面**，把握全球科技创新和产业发展趋势，不断扩大培育覆盖面，加大对颠覆性新领域的创新投入。建设未来产业科创企业孵化基地，引导科创企业前瞻谋划新赛道，按产业需求建设一批中试和应用验证平台，为关键核心技术验证提供试用环境。

四、专题研究

专题一：“十五五”人民币国际债券市场发展展望

“十四五”期间，随着人民币国际化进程加快，中国债券市场开放程度不断提高，香港人民币离岸市场中心地位不断加强，熊猫债（境外借款人在中国境内发行的人民币债券）与点心债（在香港上市交易的人民币债券）等人民币国际债券发展规模显著增长，人民币国际投融资地位进一步上升。“十五五”期间，随着中国经济持续稳健发展，建设安全高效的金融基础设施，巩固提升香港国际金融中心地位，实施更加积极的宏观政策，人民币国际债券市场有望迈上新台阶。

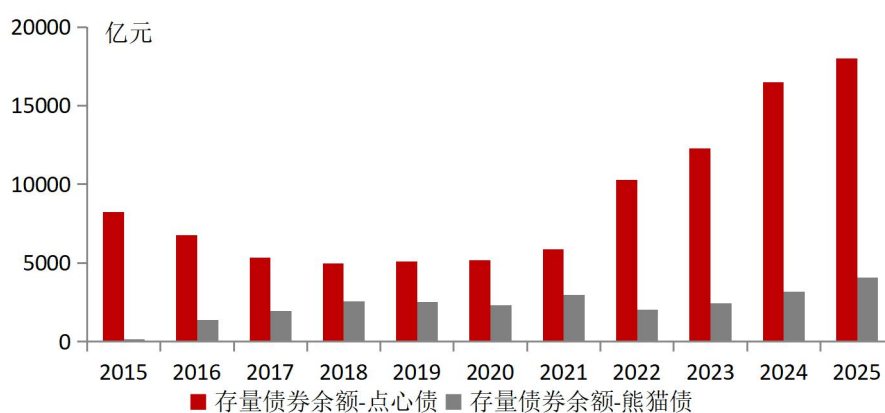
（一）“十四五”人民币国际债券市场发展成就

人民币国际债券包括离岸人民币债券与熊猫债。其中，离岸人民币债券的

交易场所非常广泛，涵盖香港、澳门、新加坡、卢森堡、伦敦等地的结算系统或证券交易所。“十四五”期间，人民币国际债券市场规模显著扩大，发行主体日益多元化，绿色债券等创新型债券品种占比显著提升。

第一，市场规模显著扩大。根据同花顺数据，“十四五”期间，人民币国际债券发行规模超过5万亿元人民币，较“十三五”期间翻了两番多。其中，点心债与熊猫债的发行规模分别约4.3万亿元和0.7万亿元人民币，分别较“十三五”提升311.33%和71.05%。发行节奏加快带动点心债与熊猫债市场规模显著扩大。点心债存量余额分别于2022年和2024年突破1万亿和1.5万亿元人民币，熊猫债存量余额于2025年突破4000亿元人民币。截至2025年11月10日，点心债和熊猫债存量余额分别为17993.46亿元和4060.25亿元，分别较“十三五”末增长246.51%和74.69%（图22）。

图 22：点心债与熊猫债存量规模



注：2025年数据截至2025年11月10日。

资料来源：Wind

第二，市场主体多元化。在发行主体方面，中国香港地区、美国、英国等发行主体占比有所提升（表4）。熊猫债的发行主体所在地域分布也更加广泛，除亚洲、欧洲和北美洲的发行人外，埃及财政部、非洲进出口银行、巴西书赞梭诺等非洲和南美洲的机构也开始发行熊猫债。在投资主体方面，点心债由银

行自营为主的投资者结构转变为多元主体参与的格局，内地券商、基金、保险、理财等非银行金融机构与中东、欧洲主权财富基金和 ESG 机构也积极参与点心债交易；熊猫债投资主体中外资银行与境外机构的持有规模不断扩大。根据 Wind 数据，2025 年 9 月托管在上海清算所的熊猫债规模达 3467.7 亿元，其中外资银行和境外机构的托管规模分别为 225.9 亿元和 592.36 亿元。

第三，绿色债券占比显著提升。“十四五”期间，无论是点心债还是熊猫债，绿色债券发行均取得突破性进展，存量债券中绿色债券占比显著提升。根据 Wind 数据，截至 2025 年 12 月 2 日，存量点心债中绿色债券 118 只，发行总额 1654.6 亿元人民币，分别占同期存量点心债发行数量与发行总额的 4.13% 和 8.99%，分别较“十三五”末提升 3.07% 和 6.94%；存量熊猫债中绿色债券 40 只，发行总额 522 亿元人民币，分别占同期存量熊猫债发行数量与发行总额的 15.5% 和 12.6%，绿色债券的发行总额占比与“十四五”末持平，但发行数量占比较“十三五”末提升 3.61%。

表 4：存量点心债发行人所在国家和地区

| 2020 年 12 月 31 日 | | | | | 2025 年 11 月 10 日 | | | | |
|------------------|----------|-------|-----|-------|------------------|----------|-------|-------|-------|
| 地区 | 存量总额(亿元) | 占比 % | 债券数 | 占比 % | 地区 | 存量总额(亿元) | 占比 % | 债券数 | 占比 % |
| 中国内地 | 2,703 | 52.06 | 116 | 15.41 | 中国内地 | 11,163 | 62.01 | 1,300 | 46.20 |
| 中国香港 | 325 | 6.26 | 98 | 13.01 | 中国香港 | 1,913 | 10.63 | 434 | 15.42 |
| 美国 | 197 | 3.79 | 97 | 12.88 | 美国 | 709 | 3.94 | 233 | 8.28 |
| 阿联酋 | 191 | 3.67 | 66 | 8.76 | 法国 | 573 | 3.18 | 141 | 5.01 |
| 法国 | 168 | 3.24 | 65 | 8.63 | 英国 | 552 | 3.07 | 150 | 5.33 |
| 澳大利亚 | 148 | 2.86 | 62 | 8.23 | 澳大利亚 | 457 | 2.54 | 95 | 3.38 |
| 英国 | 130 | 2.51 | 49 | 6.51 | 新加坡 | 287 | 1.59 | 44 | 1.56 |
| 新加坡 | 129 | 2.49 | 35 | 4.65 | 阿联酋 | 235 | 1.31 | 66 | 2.35 |
| 卡塔尔 | 68 | 1.32 | 10 | 1.33 | 卡塔尔 | 192 | 1.06 | 33 | 1.17 |
| 其他 | 1,132 | 21.80 | 155 | 20.58 | 其他 | 1,920 | 10.67 | 318 | 11.30 |

资料来源：Wind

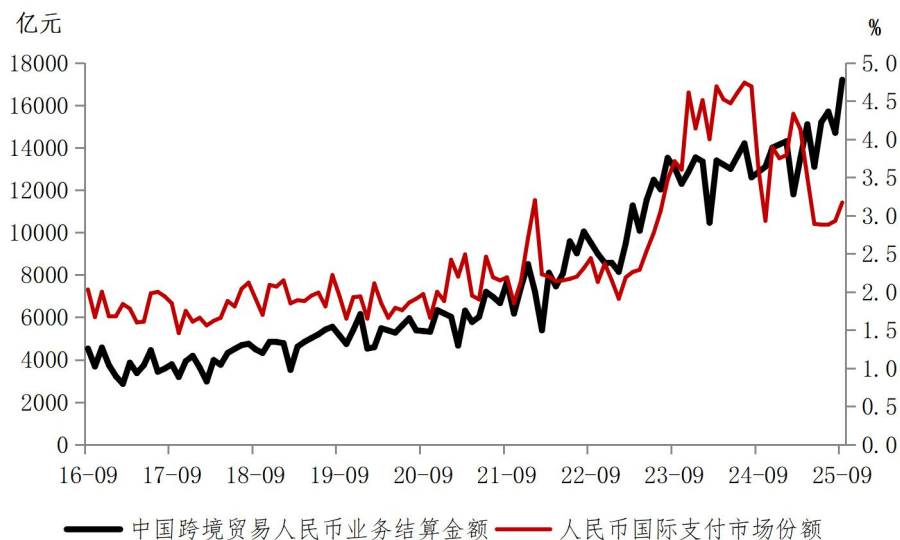
（二）人民币国际债券市场发展动因

“十四五”期间，支持人民币国际债券市场发展的因素是多方面的。

第一，中国经济稳健发展，国际投资者信心增加。点心债与熊猫债的发行主体仍以中国内地企业或其海外子公司以及境外上市的红筹企业为主，但交易主体中国际投资者却越来越多。这说明国际投资者对中国经济基本面、政治稳定性、政府与企业等发行主体的偿债能力和意愿越来越有信心，这也是对中国经济长期稳健发展的正反馈。

第二，中国扩大金融市场高水平对外开放，推进人民币国际化进程。国际市场对人民币资金的需求扩大，对人民币国际债券的发行与投资需求显著增加。一是内地与香港两地金融市场互联互通不断加强。债券北向通与南向通分别于2017年和2019年正式上线，此后，债券通相关制度不断完善，可参与的投资者范围与可投资的债券品种不断扩充。2023年5月，内地与香港利率互换市场互联互通合作（简称“互换通”）正式上线，为境内外投资者开展人民币资产配置提供了便捷、高效的风险管理工具。随着债券通、互换通等互联互通机制的不断完善，境内外投资者投资于点心债与熊猫债等人民币国际债券更加便利，点心债与熊猫债的投资者范围不断扩大。二是人民币国际化进程加快，人民币国际支付市场份额增加。中国持续提升跨境贸易资金结算便利化水平，持续推进跨境投融资便利化，深化对外货币金融合作，人民币境外使用环境持续优化，中国跨境贸易中使用人民币结算的规模持续扩大，国际支付中人民币所占的市场份额也呈上升趋势。根据《2025年第三季度中国货币政策执行报告》，2025年9月末，在中国人民银行与境外货币当局签署的双边本币互换协议下，境外货币当局动用人民币余额793亿元，对促进双边贸易投资发挥了积极作用。2025年9月，人民币在国际支付中所占的市场份额较“十三五”末提升1.3个百分点（图23）。人民币在跨境贸易结算、跨境投融资与国际支付中的使用越来越多，国际市场对人民币资金的需求旺盛，助推人民币国际债券发行需求提升。

图 23：人民币国际支付情况



资料来源：Wind

第三，金融市场基础设施不断完善。人民币国际债券市场的发展离不开人民币国际清算网络与债券市场基础设施的支持。一是人民币清算网络分布更广、效率更高。根据跨境银行间支付清算有限责任公司官网，截至 2025 年 10 月末，人民币跨境支付系统（简称 CIPS 系统）共有直接参与者 187 家，间接参与者 1559 家，分别较“十三五”末增加 143 家和 509 家。当前，CIPS 系统参与者分布在全球 122 个国家和地区，业务可通过 5000 多家法人银行机构覆盖全球 190 个国家和地区。二是债券市场基础设施更加完善。除加强“债券通”“互换通”等互联互通机制外，点心债与熊猫债其他市场基础设施也不断完善。例如，在点心债方面，香港不断强化全球离岸人民币业务枢纽地位，推出人民币贸易融资流动资金安排，推动落实两地快速支付系统（即内地的网上支付跨行清算系统（IBPS））与香港的转数快系统（FPS）的互联。在熊猫债方面，中国银行间市场交易商协会在“十四五”期间发布了系列文件，提高熊猫债发行的便利度和灵活性；中国人民银行、国家外汇管理局发布文件扩大熊猫债募资使用范围。上述政策措施提高了境外机构投资者发行点心债与熊猫债的热情。三是绿色债券市场规则与国际接轨。在点心债方面，2024 年 5 月，香港金融管

理局发布香港可持续金融分类目录，该目录与共通绿色分类目录（Common Ground Taxonomy）、中国内地《绿色债券支持项目目录》及欧盟《可持续金融分类方案》接轨，便利各类市场主体发行人民币绿色债券。在熊猫债方面，2025年2月，中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》，为推动绿色熊猫债发行，允许依据国际绿色产业分类标准认定绿色项目，允许在国际市场上发行过绿色债券且声誉良好的发行主体使用绿色债券框架发行绿色熊猫债。

第四，人民币国际债券融资成本低。“十四五”期间，中国整体处于利率下行期，而美国仍处于利率高位。尽管美国于2024年底进入降息周期，但是中美间利率差仍然较大。根据Wind数据，2025年11月10日，中国3年期国债到期收益率较美国3年期国债收益率低2.12个百分点（图24），相对较低的利率水平使得人民币国际债券具有显著的融资成本优势。

图 24：中美两国利率走势



资料来源：Wind

（三）“十五五”人民币国际债券市场发展展望

“十五五”期间，国内外形势仍然有利于支撑人民币国际债券发展。一是中国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，国际投资者对中国经济的信

心有望进一步强化。二是中国将扩大高水平对外开放，推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，进一步提升国际市场对人民币资金与人民币国际债券的需求。三是中国将建设安全高效的金融基础设施，巩固提升香港国际金融中心地位，熊猫债与点心债市场基础设施将进一步完善。

在上述因素的推动下，“十五五”期间人民币国际债券市场将持续扩容，点心债等离岸人民币债券与熊猫债市场规模还将有所扩大。点心债与熊猫债的市场主体将继续多元化，将有来自于全球更多地区、不同类型的发行人与投资者聚焦点心债与熊猫债市场。此外，随着 2030 年前实现碳达峰目标时点的临近，境内外对人民币绿色债券的融资需求将进一步提升，点心债与熊猫债市场将不断优化绿色债券产品发行机制，绿色债券在点心债与熊猫债的市场占比还将进一步提升。

专题二：当前 AI 产业投资的可持续性分析与政策建议

近期，部分专家和研究机构指出，当前美国人工智能（AI）产业在估值逻辑、资本开支节奏及市场关注度等方面，已呈现出与 20 世纪末至 21 世纪初互联网泡沫时期某些相似的特征，由此引发了对 AI 投资可持续性的广泛讨论。本专题探讨当前 AI 产业投资的可持续性，并提出未来发展人工智能的政策建议。

（一）当前 AI 产业投资的阶段特征

1. 宏观层面：监管放松与货币宽松

在监管政策层面，美国政治生态的变化进一步巩固了 AI 发展的宽松环境，特朗普及其支持者普遍主张对能源、科技、金融等关键行业实施放松监管的政策，并将人工智能视为实现美国制造业“去空心化”和重振全球竞争力的核心工具。

在宏观流动性层面，美联储于 2024 年启动的降息周期通过双重路径为 AI

相关资产估值提供动力。中期维度来看，美国就业市场疲软叠加 AI 投资带来的财富效应，货币政策当局并无动机主动收紧流动性，反而倾向于维持相对友好的金融条件，以促进技术创新和产业升级。

2. 中观层面：规模法则与杰文斯悖论仍将支撑资本支出高增

从技术驱动角度来看，规模法则²²（scaling law）与杰文斯悖论²³仍将支撑算力资本支出维持高景气。根据规模化法则，大模型参数量和训练数据规模的增加可持续提升模型性能，虽然其边际回报存在递减现象，但仍是企业扩大资本开支的主要逻辑。只要公司继续相信，通过持续扩大计算能力就能获得模型性能的改善，这种预期就会为持续的资本支出增长提供动力。数据显示，近 8 年来，前沿模型的综合训练成本（硬件与能源）正以每年 2-3 倍速度增长。

根据杰文斯悖论，技术进步提高资源利用效率反而增加资源需求。当前算力需求的增长与推理计算成本下降之间的差距依然较大，短期内需求增速仍快于推理算力成本下降的速度。模型推理成本下降显著降低了 AI 应用门槛，推动调用数量大幅上升，加速了 AI 应用的普及与繁荣。展望未来，从算力需求增长的理论空间来看，AI 算力持续增长的天花板主要受电力供给、半导体产能扩张、训练数据可用性与集群算力互联效率的限制。Epoch AI 基于算力需求的增长趋势和能源约束进行建模，预测到 2030 年，高端通用模型的训练计算量仍可维持每年 4-5 倍的增速。而从加速算力需求的因素来看，多模态模型研发、私域数据的开发等仍可能加速推动算力需求量的非线性增长。

3. 微观层面：价值链分配与商业化压力

技术能力指数级提升，但商业化收入线性推进，产业发展的良性飞轮还未

²²规模法则（英文名：Scaling Law）：是机器学习领域描述模型性能与模型规模、训练数据集大小及计算资源之间可预测关系的经验性规律，被业界视为大模型预训练的核心原则。

²³杰文斯悖论：指出资源利用效率的提升导致需求急剧上升，核心逻辑可拆解为效率提升降低单位使用成本，刺激需求扩张效应与技术使用规模扩大。

促成健康的产业链价值分配生态。当前以英伟达为代表的 AI 硬件公司掌握了供应链中大部分的价值量，并且下游终端客户还未形成较强的支付能力，庞大的资本开支由中游云计算和互联网公司承担。当会计折旧周期显著长于技术经济寿命时，如果企业在 AI 领域的投入不能尽快商业化，可能导致资产价值高估，未来面临更集中、更大规模的资产减值风险，对企业现金流造成较大压力。

从商业化角度来看，盈利结构与投资回报成为中下游商业化应用的主要矛盾。大幅攀升的资本开支依靠产业链上游芯算（芯片算力）、中游云网（云计算及互联网平台）、下游智联（应用）三者共振的飞轮效应驱动，而中下游商业化节奏明显滞后，短期内 AI 产业的盈利结构存在“强上游、弱下游”的失衡。然而，下游大多数应用仍处于免费体验或低 ARPU²⁴阶段，生态缺乏由终端用户支撑的盈利基础，导致系统脆弱性上升。

（二）本轮 AI 投资可持续性分析

1. AI 存在结构性风险而非系统性泡沫

当下 AI 产业链的核心参与者整体具备更强的现金流和可持续盈利能力，使得行业的资本开支并未呈现出失控式扩张。此外，当前 AI 大模型公司普遍具备强有力的战略资本支持，显著降低了周期性融资中断的风险。展望未来，AI 产业的多项关键变量正出现边际改善，推理成本下降、场景规模化部署、应用场景扩散以及政策和生态完善等，都将共同推动 AI 产业从“叙事驱动”迈入“兑现收益”阶段。一方面，训练与推理成本可预期的下降将为商业模式奠定可持续基础。另一方面，政策环境与生态体系的完善降低了商业化不确定性。在此背景下，市场的主要风险点更可能表现为结构性的估值分化与局部过热，而非全局性的崩盘。

²⁴ 每用户平均收入（英文名：Average Revenue Per User，简称 ARPU），是衡量通信企业营收能力的重要指标，指企业在一定时期内从每个用户获得的平均收入，计算公式为企业总收入除以用户数，单位为元/用户。

2. 与美国 AI 发展路径相比：中国以追求效率为核心

全球人工智能产业的发展正呈现出两条显著分化的战略路径：一条是美国闭源模型厂商主导的“规模竞赛”，另一条是中国开源模型厂商主导的“效率路线”。尽管中国在算力资源和资本开支的规模少于美国，但其模型性能正快速逼近全球顶尖水平，并且其模型调用成本(token 单价)均处于全球最低水平，显示出以更少资本开支获得更高性能模型能力的差异化优势。该路径不仅使中国能够以远低于美国的资本开支实现可比性能，也使商业化更具可持续性。

(三) 政策建议

未来 3-5 年，AI 产业将从“资本驱动期”进入“效率驱动期”，打通从投资到生产率的转化路径，将使得 AI 成为推动中国经济迈上新台阶的通用技术革命。展望未来，中国若能把握机遇，可在新一轮科技革命中发挥中国产业体系完备、市场规模巨大、应用场景丰富等优势，以实际应用加速人工智能技术不断向上生长，形成以创新带应用、以应用促创新的良性循环，从而在大国科技竞争中占据主动地位。

1. 推动治理创新，优化资源配置

一是适应技术变革，推动治理创新。一方面，在能源与算力领域，应建立覆盖全国的数据中心能耗监测体系，将 AI 算力与电力使用纳入国家能源战略，通过能效标准、绿色电力配套和差异化电价，引导产业投资回归理性。另一方面，政策应引导投资向集约化、绿色化、高效化的智算中心倾斜，推动绿色算力试点、强化清洁能源协同机制，避免由能耗约束引发的算力瓶颈和同质化竞争。二是完善行业发展生态，优化资源配置。进一步推动我国自主芯片及软件配套形成良好生态，持续降低模型训练与推理成本、支撑 AI 算力的规模扩张。继续支持国内自研架构的推广和开源架构生态培育，保障产业链供应链完整、安全。

2. 协调资本投入与产业应用，抢占人工智能应用制高点

习近平总书记多次强调因地制宜发展新质生产力，明确提出发展新质生产力“要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”。推动人工智能产业发展，也必须准确把握这一要求，力求取得实效。一是因地制宜探索人工智能发展路径。根据本地的资源禀赋、产业基础、科研条件等，有选择地推动人工智能产业发展，例如东部沿海地区可依托资金和技术优势，重点发展算力基础设施和前沿算法研发；中西部地区则可充分发挥其丰富的应用场景（如现代农业、特色制造业、文化旅游）和数据资源优势，探索 AI 赋能传统产业转型升级的新路径。二是促进“人工智能+”赋能千行百业。避免产业过度聚焦硬件基础设施而忽略应用和人力资源建设，用人工智能技术改造提升传统产业，积极促进产业高端化、智能化、绿色化。系统推进 AI 与经济社会各行业、各领域的深度融合，特别是在制造业、农业、交通、医疗、教育、金融等国计民生重点领域，打造一批可复制、可推广的标杆应用，抢占人工智能应用制高点。

3. 完善金融支持，引导价值投资、长期投资

一是强化金融支持实体经济导向。引导银行信贷、风险投资、资本市场各类金融资源更多流向拥有核心技术、清晰商业模式和真实产业赋能效果的人工智能企业，而非单一的硬件资本开支扩张。尝试探索将 AI 项目的产业化落地指标（如客户收入、效率提升百分比）与融资额度挂钩，从源头上抑制纯粹的估值炒作。二是强化舆论管理与预警机制。客观、理性地宣传 AI 技术的真实进展与局限，防止过度“神话化” AI 概念，营造“慢牛”而非“疯牛”的市场预期。同时，应着手建立一套中国特色的 AI 产业发展预警指标体系，将市值集中度及估值水平、单位人才薪资指数、融资密度（融资额/企业数）等纳入监测范围，识别过热投资与潜在风险。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040