



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:原磊

国内宏观经济

杨耀武

2026 年 9 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

中国宏观经济与 A 股上市公司业绩研究

——能源与科技双重冲击下的宏观研判与资本市场改革路径¹

摘 要

2026 年初以来，全球宏观经济运行面临能源供给与科技需求双重冲击，两者交织叠加，既相互强化，又互为制约。在此背景下，全球主要经济体货币政策被迫重新校准，其传导效应可能深刻影响中国汇率与货币政策取向。上半年，面对外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面，中国经济展现出较强韧性，运行总体平稳；预计经济全年可以实现 4.6% 左右的增长，PPI 全年涨幅可能在 2.4% 左右、CPI 全年涨幅可能在 0.8% 左右，提升下游行业需求是扩大更多行业盈利空间的关键。从上市公司业绩与宏观经济走势看，在 A 股上市公司近 70% 为制造业公司的情况下，2025 年下半年开始，随着中国 PPI 同比跌幅收窄并逐步转正，A 股上市公司业绩表现逐步由弱于名义 GDP 增长转为强于 GDP 增长，这种状况在 2026 年上半年表现得更为明显。2025 年，中国 A 股上市公司总体创值能力较 2024 年下降近 20 个基点；营业利润率略有提高，但总资产周转率下降明显，成为压低上市公司总体创值能力的主要因素；上市公司总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）也延续下降态势。分产业看，受猪肉价格回落影响，第一产业上市公司资产收益率由升转降，第二、第三产业资产收益率延续下降态势。物价的涨跌变化固然与 A 股上市公司盈利水平之间有非常密切的关系，但中长期来看，包容更多战略性新兴产业和代表未来发展方向的创新型公司并加快传统产业公司改造升级是提升公司盈利水平的关键。从研发投入看，如果以近三年研发强度达到或超过 5% 为标准，那么“新经济”类型公司数量占全部 A 股上市公司数量的 30% 左右，但由于体量相对较小且处于成长阶段，“新经济”类型公司的营业总收入

¹ 报告作者：杨耀武，中国社会科学院国家金融与发展实验室金融与发展研究中心。

占比 2023 年为 9.0%，2024 年增长至 9.6%，2025 年进一步增长至 10.2%，
“新经济”类型公司利润占比 2023 年为 6.9%，2024 年下降至 6.3%，2025
年由降转升达到 7.0%。如果以近三年研发强度达到或超过 8%为标准，那
么“新经济”类型公司数量占比下降至略超 15%，营业总收入占比 2023、
2024、2025 年分别为 2.9%、3.0%、3.3%，利润占比分别为 2.6%、2.0%、
2.7%。因此，现阶段我国“新经济”仍处于较快增长阶段，但总量仍然较
小，防止传统动能下降过快以及加快新动能成长仍是当前的重要任务。未
来，应持续深化资本市场投融资综合改革，健全资本市场服务实体经济长
效机制，精准赋能新经济培育壮大、传统产业迭代升级、上市公司价值提
质增效，充分发挥多层次资本市场枢纽功能，助力中国经济实现质的有效
提升和量的合理增长。

目 录

一、能源与科技双重冲击驱动货币政策重新校准	1
（一）国际地缘政治冲突持续，国际能源价格在高位震荡	1
（二）全球技术周期上行，带动相关领域需求和投资大幅增长..	1
（三）在通胀上行的背景下，发达经济体货币政策出现明显调整	2
二、2026 年中国宏观经济展望	3
（一）2026 年下半年经济的可能走势	4
（二）A 股上市公司业绩与宏观经济走势	6
三、中国 A 股上市公司业绩表现	10
（一）A 股上市公司价值来源与价值创造	10
（二）不同行业上市公司利润增长变动情况	15
（三）A 股上市公司的创新转型之路	17
四、深化资本市场改革赋能新经济成长与传统产业升级	18

一、能源与科技双重冲击驱动货币政策重新校准

2026 年初以来，全球宏观经济运行面临两股交织叠加力量的深刻影响：一方面是地缘政治冲突持续升级推动国际能源价格高位运行，通胀压力卷土重来；另一方面是人工智能技术突破引领全球科技周期强劲上行，对投资、贸易及利率中枢产生影响。双重冲击并行，既通过能源成本抬高与 AI 投资扩张共同推升物价与长端利率而相互强化，又因高利率环境对科技投资的可持续性构成潜在约束而互为制约。在此背景下，全球主要经济体货币政策被迫重新校准，其传导效应可能深刻影响中国汇率与货币政策取向。

（一）国际地缘政治冲突持续，国际能源价格在高位震荡

在经历 2025 年国际原油价格震荡下行后，2026 年国际地缘政治风险急剧升温，成为主导国际能源市场走势的核心变量。中东地区冲突持续升级，特别是霍尔木兹海峡这一全球最重要的石油运输咽喉要道通行受限，直接引发市场对石油供应中断的恐慌性预期。受此影响，2026 年 4 月上旬，英国布伦特原油与美国西德克萨斯中质原油（WTI）价格均攀升至年初以来的高点，较 2025 年末分别提高 129.9%和 96.7%。此后，随着美国与伊朗达成临时性谅解备忘录以及部分商业与战略性库存释放，市场紧张情绪有所缓解，价格自高点适度回落。然而，截至 7 月末，布伦特原油与 WTI 原油价格分别较 2025 年末高出 53.6%和 47.5%，仍处于历史相对高位。目前来看，国际地缘政治冲突仍在持续，尚未出现清晰的解决路径，国际能源价格可能将在高位波动一段时间。这对能源出口国和进口国会产生不同的影响，非冲突地区的能源出口国由于贸易条件改善将从中获益，而依赖能源进口的国家经济增长将受到抑制。国际通胀形势也因能源价格上涨而改变。2026 年 6 月，美国个人消费支出（PCE）物价指数同比上涨 3.7%，涨幅较 2025 年 12 月提高 0.8 个百分点，欧盟调和消费者物价指数（HICP）同比上涨 3.0%，涨幅较 2025 年 12 月提高 0.7 个百分点。

（二）全球技术周期上行，带动相关领域需求和投资大幅增长

人工智能（AI）技术的突破性进展及其在各行业的快速渗透，正在引领一轮强劲的全球技术上行周期。这一周期不仅体现在对 AI 模型和算法本身的投资激增，更通过产业链传导，显著拉动了上游硬件、半导体及关键矿产资源的需求。具体而言，AI 数据中心的加速部署和对高性能计算芯片的旺盛需求，直接推动

了全球芯片制造业的产能扩张与资本开支提升，同时也带动了铜、铝、稀土等有色金属的市场繁荣。全球半导体设备出货额在 2026 年上半年创下历史新高。在此背景下，深度嵌入全球科技价值链的经济体，如：中国台湾地区、韩国、马来西亚以及泰国成为本轮周期的显著受益者。尽管受到国际能源价格提高的影响，2026 年第一、二季度韩国经济增速分别达到 3.8%、3.7%，明显高于近年来的同期水平。值得关注的是，AI 相关需求的大幅增长正在对宏观经济变量产生深远影响。一方面，芯片制造、数据中心建设及配套电力设施所引发的投资热潮，直接增加了对工业原材料和电力能源的消耗，使得全球核心商品通胀回落步伐慢于早前预期。另一方面，为支撑 AI 基础设施的大规模建设，一些国家大量发行中长期债券以筹措资金，这推高了全球长期利率，使得长端利率中枢相较 2025 年末有显著抬升。

（三）在通胀上行的背景下，发达经济体货币政策出现明显调整

在能源供给侧冲击与科技需求侧扩张的双重作用下，2026 年全球主要经济体的货币政策走向呈现出显著的收紧态势，中国货币政策调整的外部环境的复杂性增加。国际能源价格高位运行直接扭转了此前全球通胀持续下行的趋势，迫使此前抱有宽松预期的发达经济体央行转向。欧洲央行于 6 月率先加息 25 个基点，并计划在 9 月进一步加息；日本央行亦在 6 月将政策利率上调至 1%，为 31 年来最高水平，市场普遍预期其 9 月将继续加息；美联储虽在 6 月维持利率不变，但释放了明确的鹰派信号，降息预期全面消散，市场甚至开始定价 9 月加息的可能性。发达经济体货币政策转向，会通过利率平价、资本流动和汇率渠道对中国经济产生显著的外溢效应。就人民币汇率而言，尽管外部收紧通常对新兴市场货币构成压力，但 2026 年初以来人民币对美元汇率却呈现升值态势，截至 6 月末较 2025 年末升值约 3%。这主要得益于两方面因素：一是全球 AI 资本开支高景气带动中国机电产品、集成电路等出口超预期增长，贸易顺差维持高位，为企业结汇提供了充足支撑；二是中东地缘冲突升级后，人民币在一定程度上显现出避险属性，CFETS 人民币汇率指数持续运行在 100 以上。不过，若未来美联储加息预期进一步强化导致美元阶段性走强，或中美经贸关系出现反复，人民币仍可能面临双向波动压力。发达国家货币政策转向一定程度上也制约了中国货币政策操作空间。目前，中国仍坚持适度宽松的货币政策取向，但面临保持内外平衡的

复杂考量。一方面，国内经济增长仍需巩固、物价水平仍待修复，货币政策不具备收紧的基础；另一方面，外部利率上升加剧了中美利差倒挂压力，对资本流动和汇率稳定形成挑战。

二、2026 年中国宏观经济展望

2026 年上半年，面对外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面，中国经济展现出较强韧性，运行总体平稳。上半年，国内生产总值（GDP）同比增长 4.7%，增速较 2025 年同期放缓 0.6 个百分点；分季度来看，一季度，中国 GDP 同比增长 5.0%，二季度 GDP 同比增长 4.3%，增速较前值下降 0.7 个百分点。从生产端看，中国第一产业增加值同比增长 3.7%，增速与 2025 年同期持平；第二产业增加值同比增长 3.9%，较 2025 年同期放缓 1.4 个百分点；其中，制造业增加值同比增长 5.5%，较 2025 年同期放缓 1.1 个百分点，建筑业增加值同比下降 4.0%，较 2025 年同期放缓 4.7 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.2%，较 2025 年同期放缓 0.3 个百分点。上半年，中国城镇调查失业率月均为 5.2%，与 2025 年同期持平；其中，不含在校生的 30—59 岁劳动力失业率与 2025 年同期基本持平，而含在校生的 16—24 岁和 25—29 岁劳动力失业率较 2025 年同期均有所增加；物价方面，PPI 同比上涨 1.5%，2025 年同期为下降 2.8%；CPI 同比上涨 1.0%，2025 年同期为下跌 0.1%，但翘尾因素贡献了 CPI 同比增速变动的近 3/4。

2026 年上半年，中国经济实际增速低于上年同期，但由于物价增速转正，经济名义增速明显高于上年同期。上半年，中国名义 GDP 同比增速为 5.4%，较实际增速高出 0.7 个百分点。这主要是受到二季度 CPI 同比和 PPI 同比均较快上涨的影响，带动 GDP 平减指数在经历连续 12 个季度负增长后首次转正。PPI 同比增速由负转正除受翘尾因素变动以外，主要受到国际地缘政治冲突带动国际能源价格快速上涨以及全球技术周期上行带动有色金属价格上涨的影响，国内定价的煤炭、黑色金属价格上涨也有贡献，但相对较小。CPI 同比增速提升主要是受到翘尾因素和能源价格上涨影响。从国内货币政策调整节奏看，2026 年上半年，中国 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）维持不变；中国社会融资规模增量累计为 20.84 万亿元，比 2025 年同期少 2.02 万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 10.76 万亿元，同比少增 1.98 万亿元；6 月末，广义货币（M2）供应量同比增长 8.0%，增速较 2025 年同期下降 0.3 个百分点；狭义货币

(M1) 供应量同比增加 4.0%，比 2025 年同期下降 0.6 个百分点。

(一) 2026 年下半年经济的可能走势

1. 预计下半年中国经济可以实现 4.6% 左右的增长

2026 年，一些影响中国经济的结构性、周期性问题仍在发挥作用，如：人口结构转变、房地产长周期下行、国民收入分配差距较大等；同时，存量政策促进增长的效应减弱，进入前期政策的消化期；此外，中国经济也面临一些新情况，如：国际地缘政治冲突加剧、由 AI 技术发展所带来的全球技术周期上行等。上半年，受居民消费率走低以及 2025 年同期“以旧换新”政策带动汽车、家电等耐用消费品高基数零售额的影响，中国社会消费品零售总额同比增长 1.3%，增速较 2025 年同期下降 3.7 个百分点；其中，因汽车、家电类零售额增速下降合计压低社会消费品零售总额增速 2.6 个百分点，可解释社会消费品零售总额增速下降的 70%。但随着经济发展，居民服务消费较快增长，上半年中国服务零售额同比增长 5.3%，增速与 2025 年同期持平。受前期基数大幅抬升和财政支出进度阶段性放缓等因素影响，上半年中国制造业投资和基建投资均转为负增长；在房地产市场仍较疲弱背景下，房地产投资降幅继续扩大。在全球技术周期上行带动下，上半年中国货物贸易出口额较快增长，同时进口额也实现了较快增长，货物贸易顺差与 2025 年同期基本持平。从三大需求对经济增长的拉动作用来看，上半年，最终消费拉动 GDP 增长 2.2 个百分点，较 2025 年同期下降 0.5 个百分点，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，较 2025 年提高 0.9 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.8 个百分点，较 2025 年同期下降 1.0 个百分点。

展望下半年，前期“以旧换新”政策已大幅抬升一些耐用消费品的销售额基数，降价和消费补贴推动耐用消费品增长可能会透支未来的消费，叠加房产价值缩水对居民消费的影响，预计全年社会消费品零售总额同比增速可能降至 1.0% 以下。固定资产投资方面，往年较高的制造业固定资产投资增长需要一段时间加以消化，预期全年制造业固定资产投资将出现负增长；房地产投资跌幅可能进一步扩大；加快财政支出进度以及加大与保民生、增后劲密切相关的“六张网”建设等重点领域投资有望促进基建投资企稳回升，成为稳增长的重要支点。从外贸情况看，受全球技术周期上行带动，叠加中国出口的全球布局更为均衡合理，下半年货物出口有望保持较快增长势头，叠加服务贸易逆差收窄，外贸净出口仍是

中国经济增长的重要拉动力量。综合消费、固定资产投资以及出口增长可能面临的情况，我们预计第三、四季度中国 GDP 同比增速可能均在 4.6%左右，全年可能实现 4.6%左右增长。

世界银行 2026 年 6 月份发布的《全球经济展望》报告预测，2026 年中国经济可以实现 4.2%的增长，较 1 月份的预测调降了 0.2 个百分点；而国际货币基金组织（IMF）2026 年 7 月发布的《世界经济展望》报告预测，2026 年中国经济可以实现 4.6%的增长，较 4 月份的预测值上调 0.2 个百分点。

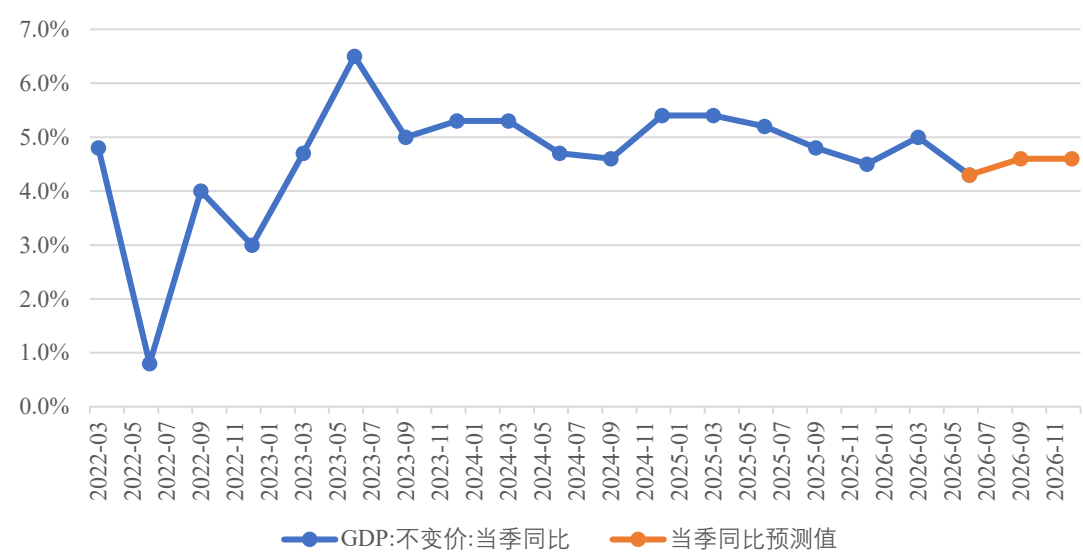


图 1 2012 年以来中国 GDP 当季同比增速及 2026 年第三、四季度预测值

数据来源：国家统计局，2026 年第三、四季度增速为我们的预测值。

2. PPI 全年涨幅可能在 2.4%左右、CPI 全年涨幅可能在 0.8%左右，如果下游需求没有明显改善，单纯调整上游产能会压缩部门行业的盈利空间

2026 年上半年，中国 PPI 同比上涨 1.5%，2025 年同期为下跌 2.8%，扭转了 2022 年四季度以来持续下跌的局面；其中，翘尾因素变动贡献了 PPI 同比增速变动的 1/4，新涨价因素贡献了 3/4。环比来看，上半年，中国 PPI 连续 5 个月上涨，仅 1 个月下降，月均涨幅达 0.6 个百分点；PPI 环比较快上涨，一方面与国际地缘政治冲突加剧造成能源价格上行以及 AI 相关产业发展带动铜、铝等有色金属价格上涨有关；另一方面也受到国内部分行业产能调整的影响。下半年，翘尾因素变动将更有利于 PPI 同比读数的抬升，但 PPI 环比涨幅可能趋缓，同比涨幅可能维持在 3%左右，预计全年涨幅可能在 2.4%左右。

2026 年上半年，全国规模以上工业企业营业利润由 2025 年同期的下降 1.8%

转为上涨 18.7%。分行业看，采矿业营业利润同比增长 33.5%，制造业营业利润同比增长 20.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比下降 4.2%。在采矿业内部，不管是煤炭、黑色金属还是石油和天然气、有色金属甚至非金属矿的营业利润均实现了较快增长；而制造业内部分化则比较明显，农副食品加工业因产品价格走低营业利润下降，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业，在上游产品价格上涨但下游需求未见明显改善的情况下，利润呈现负增长，有色金属冶炼和压延加工业，在下游需求明显提升的情况下，虽然上游产品价格大幅上涨，营业利润仍实现了大幅增长。因此，如果下游需求没有明显改善，单纯调整上游产能会压缩部门行业的盈利空间。

消费物价方面，2026 年上半年中国 CPI 同比上涨 1.0%，2025 年同期为下跌 0.1%，但翘尾因素变动贡献了 CPI 同比增速变动的近 3/4；分项来看，食品烟酒类月均环比下降 0.3%，成为拖累 CPI 上涨的重要因素，受能源价格上涨影响，交通和通信类月均环比上涨 0.8%；剔除食品和能源的核心 CPI 月均环比仅上涨 0.1%，略低于 2025 年同期的平均水平。展望下半年，一方面国内消费需求相对不足的矛盾仍然存在，叠加能源价格继续较快上行的可能性下降，另一方面翘尾因素的拉动作用将较上半年有所减弱，预计全年 CPI 可能同比上涨 0.8%左右。

（二）A 股上市公司业绩与宏观经济走势

1. A 股上市公司经营业绩与名义 GDP 增速保持大体一致，但同步性延续减弱态势

目前，中国 A 股上市公司已逾 5500 家，近年来一批新兴产业公司陆续在科创板、创业板、北交所上市，上市公司经营业绩对国民经济运行状况的代表性和影响力进一步增强，真正成为国民经济的“晴雨表”。在受疫情影响的三年中，中国全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与名义 GDP 累计同比走势高度一致。疫情防控平稳转段后，A 股上市公司总体业绩表现与名义 GDP 走势仍保持基本一致，但一致性较之前有所下降，这种状况到 2026 年一季度仍在延续。主要表现为，2025 年上半年之前上市公司总体经营业绩表现弱于名义 GDP 走势，之后上市公司总体经营业绩表现强于名义 GDP 走势。造成这种偏差的原因可能是，目前 A 股上市公司中制造业占比近七成，疫情平稳转段后，中国服务业逐步修复，而制造业企业经营业绩则明显弱于受疫情影响时期，加工业 PPI

同比持续下降，从而造成上市公司业绩表现弱于整体经济；2025 年下半年开始，PPI 同比跌幅收窄并逐步转正且增幅明显高于 GDP 平减指数的增长幅度（图 2、图 3）。

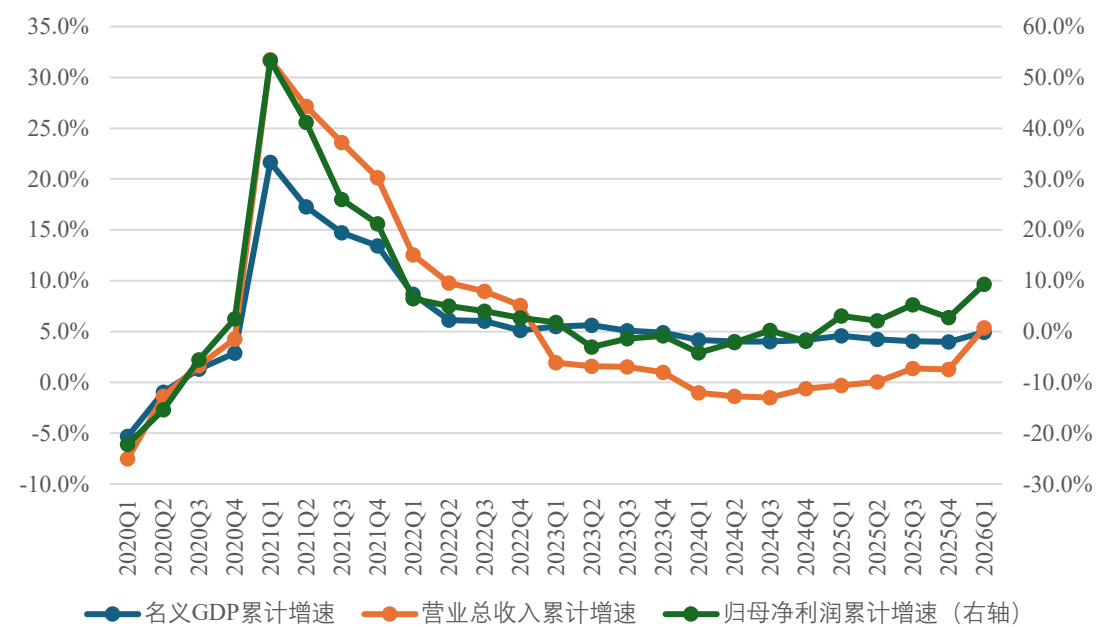


图 2 2020 年一季度以来 A 股上市公司经营业绩与名义 GDP 季度累计同比增速

数据来源：国家统计局，Wind 资讯金融终端，经笔者计算得到。

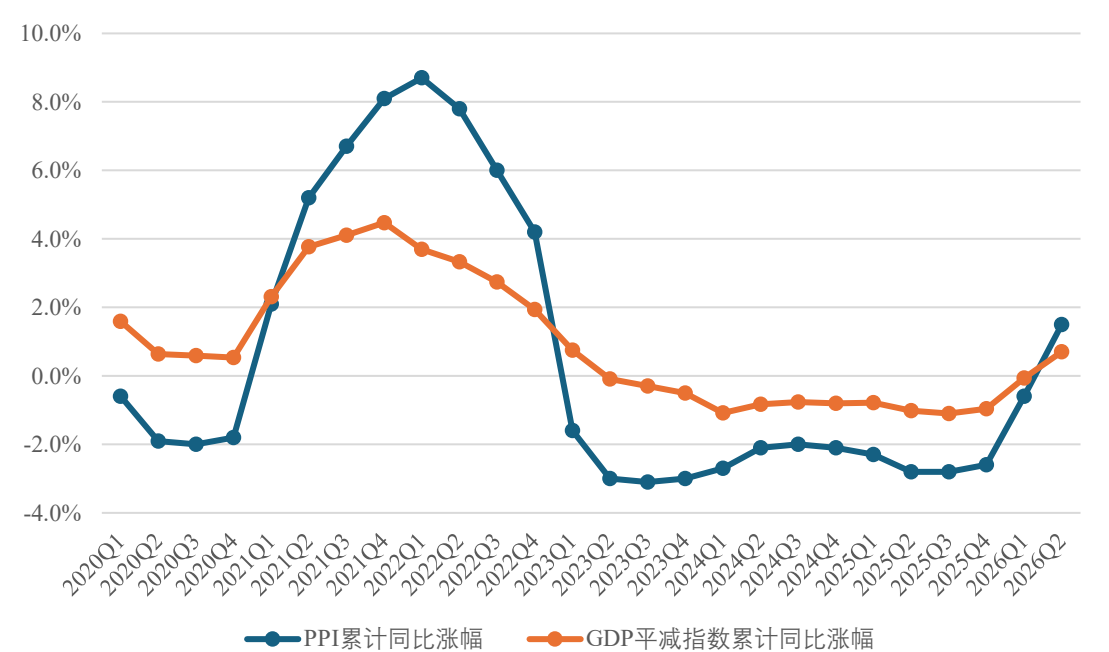


图 3 2020 年一季度以来 PPI 季度累计同比涨幅与 GDP 平减指数累计同比涨幅

数据来源：国家统计局，Wind 资讯金融终端，经笔者计算得到。

2. 受 PPI 不同分项的变动差异影响，工业上中游公司利润较快增长，但需关注对下游行业利润的影响

2025 年，中国 PPI 环比 7 个月下降、2 个月持平，后 3 个月转为上升，月均降幅为 0.14 个百分点，较 2024 年扩大 0.17 个百分点；其中，采掘业生产资料 PPI、原材料生产资料 PPI、加工业生产资料 PPI 环比月均降幅分别为 0.4、0.2、0.1 个百分点，生活资料 PPI 月均降幅也为 0.1 个百分点。受翘尾因素影响的共同作用，PPI 同比跌幅较 2024 年扩大 0.4 个百分点；其中，采掘业 PPI 跌幅大于原材料 PPI，而原材料 PPI 跌幅又大于加工业 PPI 和生活资料 PPI。2026 年上半年，中国 PPI 环比月均涨幅为 0.62 个百分点，PPI 同比上涨 1.5%；其中，上游采掘业生产资料 PPI 同比涨幅最大，中游原材料和加工业 PPI 涨幅居中，而下游生活资料 PPI 同比仍为下降（见图 4）。受上游采掘业 PPI、中游原材料和加工业 PPI 以及下游生活资料 PPI 不同的变化趋势影响，2025 年，上游行业上市公司利润跌幅较大，在上游采矿业价格下降的情况下，中游行业获得了较大的利润增长，而下游行业由于需求没有明显改善、议价能力较差，利润出现下降；2026 年一季度，随着上游采掘业 PPI 同比由降转升且涨幅较大，行业上市公司利润较快增长，同时原材料行业利润也实现了快速增长，而中游工业品行业除去计算机类上市公司后，利润增速较小，下游生活资料行业上市公司利润仍为下降（见表 1）。需要关注的是，近几年上游行业利润波动较大，但自 2020 年以来，利润年均增速在两位数以上，大幅高于中下游行业。下半年，受国际大宗商品价格可能仍处在相对高位，采掘业和原材料 PPI 同比可能仍将保持较大增幅，在内需相对偏弱的情况下，加工制造业 PPI 涨幅可能下降，生活资料 PPI 可能延续下降态势。在此背景下，产业链上中下游公司利润增长的差异可能仍将较为明显。

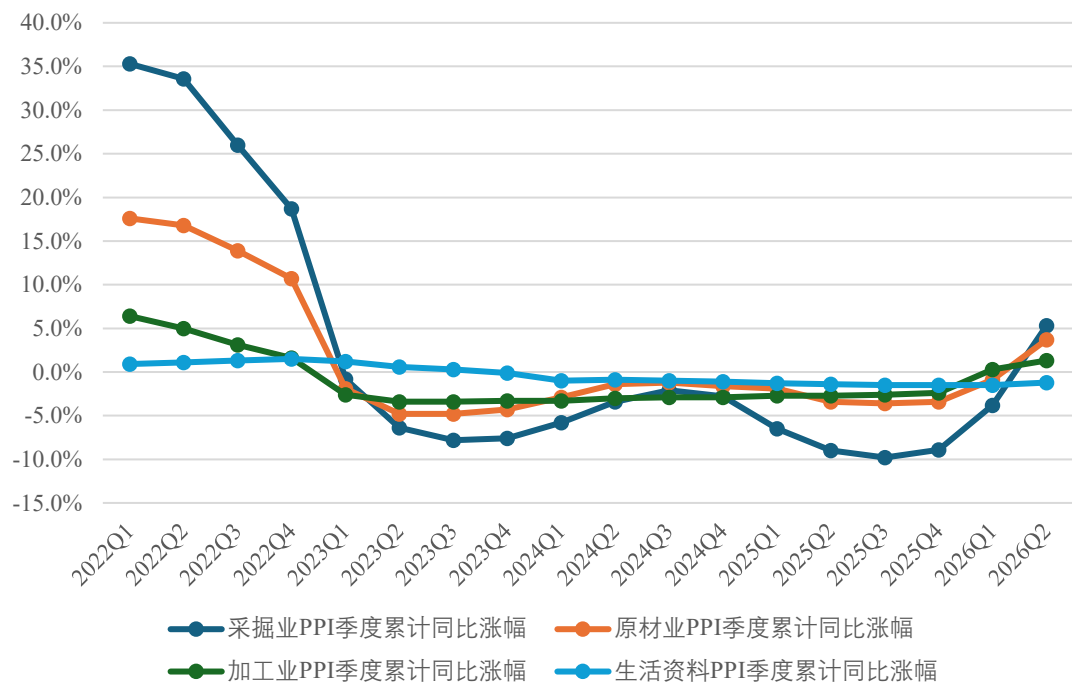


图 4 PPI 不同分项增幅变动情况

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

表 1 工业行业 A 股上市公司上、中、下游利润增长情况

单位：%

时间段	2024 年一 季度	2024 年上 半年	2024 年前三 季度	2024 年全 年	2025 年一 季度	2025 年上 半年	2025 年前三 季度	2025 年全 年	2026 年一 季度
上游采矿业									
营收增幅	2.0	1.1	-2.0	-2.0	-6.2	-7.5	-5.9	-4.7	2.1
利润增幅	-6.1	1.4	-0.2	-0.8	-6.2	-11.6	-8.9	-7.6	17.4
中游原材料									
营收增幅	-2.3	-0.7	-1.6	-0.5	-0.8	-1.6	0.3	2.6	13.8
利润增幅	-31.4	-15.2	-27.3	-29.8	29.0	10.4	29.3	39.1	67.7
中游工业品^a									
营收增幅	2.0	2.3	2.5	3.5	10.1	9.8	10.6	10.6	16.7
利润增幅	-9.7	-13.2	-13.1	-15.1	14.2	14.7	19.9	21.6	39.1
中游工业品^b									
营收增幅	-2.0	-2.0	-2.2	-1.0	5.9	5.2	6.0	5.6	11.7
利润增幅	-16.9	-20.6	-20.6	-24.7	10.9	11.2	14.9	15.3	8.6
下游行业									
营收增幅	3.3	1.3	0.2	1.2	-0.8	1.2	1.5	1.0	1.3
利润增幅	9.9	9.3	3.7	1.3	-3.1	-4.9	-5.2	-8.8	-6.6

数据来源：Wind 资讯金融终端，经笔者测算。

注：中游工业品 a 和中游工业品 b 的区别是，a 包含了计算机类上市公司，而 b 剔除了计算机类上市公司。

三、中国 A 股上市公司业绩表现

（一）A 股上市公司价值来源与价值创造

以上市公司净资产收益率（ROE）为核心，利用各主要财务指标之间的内在关系，可以对企业财务状况和盈利能力进行综合评价。中国 A 股上市公司受到资本市场制度不完善、宏观政策调整等因素影响，企业期间费用波动和税费调整成为影响企业净利润的重要因素。2025 年，中国经济结构向疫情前修复的动能消退，叠加存量政策增长效果逐步减弱，季度增速逐步有所回落。为有效提振社会信心，推动主要经济指标回升向好，2025 年 12 月召开的中央经济工作会议指出，2026 年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。在此背景下，利用杜邦分析框架对资产收益率进行分解，还原公司息税前利润，可以综合分析外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面下企业市场创造能力的变化，以及公司融资成本和税负对企业价值创造能力的影响。具体公式如下：

$$ROE = \left(\frac{EBIT}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{总资产}} \right) \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \times (1 - \text{税率})$$

上式中，营运利润率中息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量，营运利润率和传统杜邦分析中销售净利润的区别主要在于财务费用和所得税。利息支出与总资产之比可以从一定程度上反映公司的利息负担，但现实中通常用负债或有息负债来代替总资产，这样可以更为准确地反映上市公司的实际融资成本。

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得很明显，特别是金融与非金融上市公司，直接分析可能难以反映实体经济运行情况。为降低行业间差异的影响，本文使用申万证券行业分类标准将上市公司房地产、银行和非银金融上市公司去除，并删除 ST、ST*类股票，具体结果如表 2 所示。从中可以看出，在中国工业产能利用率较上年进一步下降，PPI 同比负增长、CPI 低位运行背景下，2025 年 A 股非金融上市公司市场创值能力继续走低；实际税率提高对 A 股非金融上市公司总资产收益率（ROA）具有一定的抑制作用，但融资成本下降对冲了实际税

率提高的部分影响。

表 2 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2016	0.0635	0.0523	0.0271	0.0223	0.0699	0.6340	0.0089	2.3395	0.2350
2017	0.0790	0.0666	0.0345	0.0290	0.0767	0.6902	0.0093	2.2939	0.2109
2018	0.0737	0.0622	0.0320	0.0270	0.0715	0.7190	0.0093	2.3023	0.2395
2019	0.0682	0.0576	0.0295	0.0249	0.0674	0.7075	0.0091	2.3132	0.2367
2020	0.0655	0.0496	0.0288	0.0218	0.0686	0.6582	0.0081	2.2732	0.2223
2021	0.0830	0.0708	0.0366	0.0312	0.0736	0.7219	0.0068	2.2692	0.2110
2022	0.0809	0.0721	0.0363	0.0323	0.0720	0.7074	0.0051	2.2317	0.2094
2023	0.0741	0.0648	0.0331	0.0290	0.0691	0.6738	0.0049	2.2385	0.2060
2024	0.0667	0.0590	0.0295	0.0261	0.0670	0.6382	0.0049	2.2577	0.2198
2025	0.0638	0.0559	0.0280	0.0246	0.0672	0.6072	0.0047	2.2772	0.2243

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

根据 ROE 分解公式，可以看出 2025 年 A 股非金融上市公司的总体市场创值能力（营运利润率×总资产周转率）较 2024 年下降 20 个基点；其中，营运利润率略有提高，但总资产周转率下降比较明显，成为压低上市公司总体创值能力的主要因素。上市公司资产周转率下降可能主要有以下三方面原因：一是在经历了两年的疫后修复期后，经济结构性修复的动能弱化，导致服务业增速放缓。二是虽然 2025 年下半年 PPI 环比逐步企稳回升，但由于上半年环比持续下降，叠加翘尾因素影响加大，2025 年全年 PPI 同比下降 2.6%；在国内消费需求增长相对缓慢的情况下，CPI 同比仅上涨 0.1%。这直接通过价格因素影响上市公司营收增长速度，从而压降资产周转率。三是总资产周转率近四年持续下降，反映出企业库存出清缓慢、固定资产利用率未得到明显改善。

为方便考察不同类型上市公司的业绩表现，在此将 2025 年的上市公司按产业分为三类，第一类为农、林、牧、渔业上市公司（不包括农、林、牧、渔服务业），第二类包含采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业上市公司，第三类为第一类和第二类以外行业的上市公司。可以发现，受生猪出栏头数小幅提高但价格下降明显等因素影响，第一类 A 股上市公司 2025 年的总资产周转率有所提升，但营运利润率大幅下降，市场创值能力较 2024 年下降近 170 个 BP（见表 3）；第二类 A 股上市公司 2025 年营运利润率小幅提升但总

资产周转率下降，公司创值能力较 2024 年下降近 16 个 BP（见表 4）；第三类 A 股上市公司 2025 年营运利润率和总资产周转率均有所下降，导致创值能力较 2024 年下降近 32 个 BP（见表 5）。因此，虽然第二产业依然主导着 A 股上市公司总体的市场盈利状况，但 2025 年第三产业疫后向上修复动能减弱以及猪肉价格下降造成第一产业盈利水平下降也对 A 股上市公司总体盈利水平形成了一定的下拉作用。

表 3 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含农、林、牧、渔业公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.1724	0.1620	0.1016	0.0956	0.1615	0.6983	0.0091	1.6957	0.0190
2020	0.1986	0.1929	0.1081	0.1051	0.1836	0.6391	0.0075	1.8364	0.0151
2021	-0.1485	-0.1526	-0.0596	-0.0612	-0.0793	0.5747	0.0126	2.4933	—
2022	0.0234	0.0209	0.0098	0.0088	0.0409	0.6475	0.0158	2.3786	0.0803
2023	-0.0174	-0.0884	-0.0071	-0.0362	0.0121	0.6729	0.0143	2.4391	—
2024	0.1334	0.1244	0.0583	0.0543	0.0903	0.8135	0.0139	2.2895	0.0228
2025	0.0923	0.0838	0.0421	0.0382	0.0628	0.8992	0.0113	2.1942	0.0688

注 1：2021 年、2023 年因税前利润（EBT）均为负，因此没有报告实际税率。

注 2：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 4 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，包含采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0735	0.0636	0.0315	0.0273	0.0716	0.6947	0.0086	2.3286	0.2324
2020	0.0748	0.0585	0.0328	0.0256	0.0770	0.6478	0.0082	2.2843	0.2129
2021	0.0919	0.0800	0.0401	0.0350	0.0804	0.7102	0.0066	2.2896	0.2047
2022	0.0910	0.0817	0.0397	0.0356	0.0760	0.7089	0.0047	2.2921	0.1927
2023	0.0784	0.0700	0.0340	0.0303	0.0708	0.6683	0.0047	2.3076	0.2031
2024	0.0693	0.0619	0.0297	0.0265	0.0675	0.6297	0.0047	2.3361	0.2152
2025	0.0669	0.0585	0.0284	0.0248	0.0689	0.5940	0.046	2.3558	0.2186

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 5 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，不包含第一及第二类公司）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0654	0.0530	0.0327	0.0265	0.0737	0.7089	0.0082	2.0010	0.2566
2020	0.0446	0.0318	0.0219	0.0156	0.0547	0.6674	0.0061	2.0352	0.2787
2021	0.0712	0.0572	0.0350	0.0281	0.0700	0.7317	0.0059	2.0328	0.2263
2022	0.0504	0.0419	0.0248	0.0206	0.0579	0.7112	0.0063	2.0307	0.2884
2023	0.0588	0.0477	0.0293	0.0238	0.0625	0.6909	0.0056	2.0071	0.2207
2024	0.0553	0.0466	0.0280	0.0236	0.0643	0.6691	0.0056	1.9703	0.2505
2025	0.0513	0.0454	0.0259	0.0229	0.0605	0.6584	0.0049	1.9799	0.2575

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

如果将第二类公司中的采矿业、制造业上市公司单独考察，以观察工业上下游公司的业绩表现，可以发现，2025 年采矿业上市公司的市场创值能力较 2024 年下降 94BP，制造业上市公司市场创值能力较 2024 年提高 17BP（见表 6、表 7）。值得注意的是，采矿业市场创值能力下降主要受国际能源价格有所回调以及前几年基数处于高位的影响，2025 年采矿业市场创值能力仍大幅高于新冠疫情暴发之前的水平；而制造业则受 AI 发展所带来的全球技术周期的影响，剔除计算机、通信和其他电子设备制造业后制造业上市公司总体市场创值能力仅提高了 3 个 BP。在考虑工业企业利润时，PPI 各分项的同比增速可用于判断行业景气程度，而衡量公司市场创值能力的变化则需关注环比变动趋势。若以 2020 年 1 月为基期（2020 年 1 月=100），观察 PPI 各分项环比累计变动情况可以发现，2025 年初以来，采掘业 PPI 回落比较明显，而加工业 PPI 则保持相对稳定，造成采掘业与加工业 PPI 定基指数之差明显收窄，但采掘业 PPI 定基指数始终高于 2020 年 1 月水平（见图 5）。在这种背景下，2025 年中国 A 股采矿业上市公司创值能力虽较 2024 年回落，但仍大幅高于制造业上市公司。2026 年上半年，随着采掘业 PPI 环比提升明显快于加工业，两者 PPI 定基指数之差重新扩大，预计采矿业 A 股上市公司的市场创值能力又将较制造业上市公司有更大幅度的提升。

表 6 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含采矿业）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0667	0.0646	0.0344	0.0333	0.0641	0.9172	0.0093	1.9375	0.3043
2020	0.0442	0.0257	0.0230	0.0133	0.0557	0.7507	0.0086	1.9233	0.3082
2021	0.0982	0.0981	0.0510	0.0509	0.0841	0.9212	0.0069	1.9249	0.2765
2022	0.1342	0.1334	0.0718	0.0714	0.0991	1.0247	0.0064	1.8689	0.2460
2023	0.1132	0.1177	0.0614	0.0639	0.0942	0.9381	0.0058	1.8418	0.2558
2024	0.1053	0.1050	0.0586	0.0585	0.0950	0.8849	0.0051	1.7958	0.2571
2025	0.0920	0.0902	0.0513	0.0503	0.0936	0.7980	0.0050	1.7923	0.2644

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

表 7 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票，仅包含制造业）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运 利润率	总资产 周转率	财务 费用比	权益 乘数	实际 税率
2019	0.0782	0.0647	0.0371	0.0307	0.0748	0.7183	0.0070	2.1050	0.2050
2020	0.0873	0.0689	0.0425	0.0335	0.0864	0.6875	0.0072	2.0549	0.1870
2021	0.1045	0.0884	0.0513	0.0434	0.0907	0.7408	0.0052	2.0399	0.1734
2022	0.0902	0.0782	0.0441	0.0382	0.0759	0.7158	0.0021	2.0473	0.1571
2023	0.0732	0.0615	0.0357	0.0300	0.0669	0.6814	0.0025	2.0518	0.1740
2024	0.0625	0.0528	0.0302	0.0255	0.0609	0.6606	0.0031	2.0718	0.1878
2025	0.0653	0.0543	0.0314	0.0261	0.0641	0.6545	0.0033	2.0808	0.1893

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

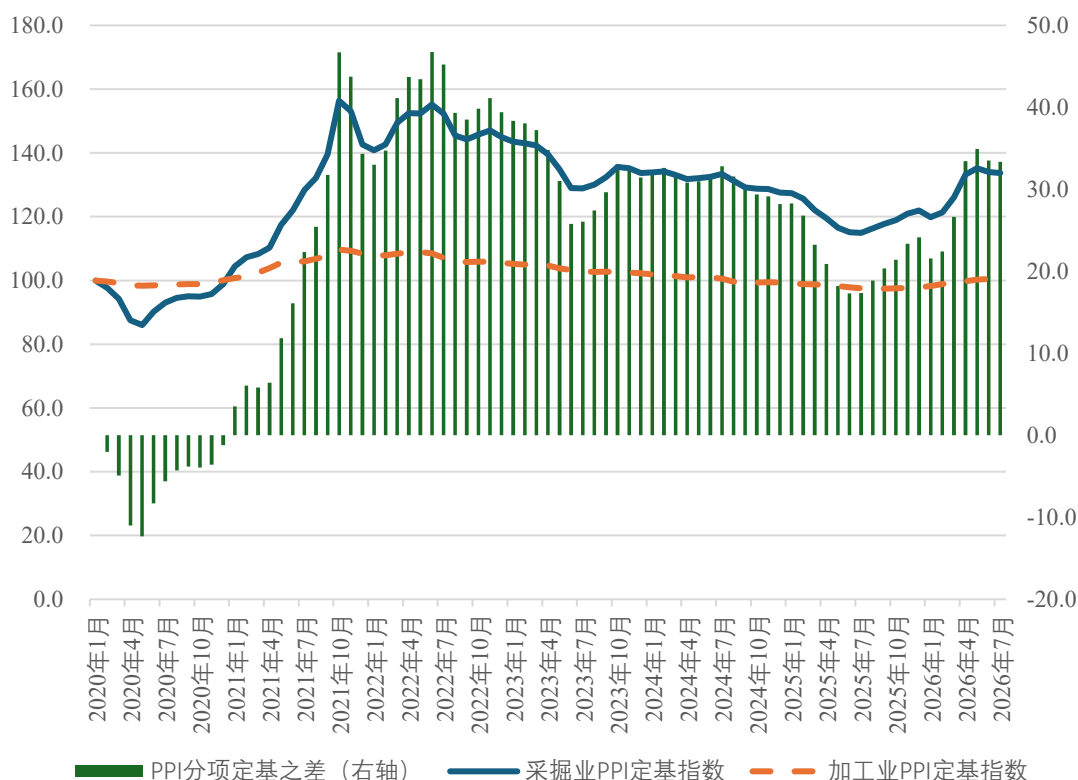


图5 2020年1月至2026年6月PPI分项定基指数变动情况

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

2025年，为推动经济回升向好，中国政府提出实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。从A股非金融上市公司财务成本和实际税率看，2025年A股非金融上市公司财务费用比2024年下降2个BP，实际税率则较2024年上升了45个BP。如果A股非金融上市公司财务费用比维持在2024年水平并保持其它条件不变，那么2025年总资产收益率（ROA）会比实际值低1个BP；如果实际税率维持在2024年水平并保持其它条件不变，那么2025年中国上市公司ROA会比实际值高出2个BP。

（二）不同行业上市公司利润增长变动情况

2025年，中国经济结构恢复所带来的向上动能消退。一些前两年利润修复较快的服务类行业，如社会服务业、交通运输业、商贸零售业利润下降。农林牧渔业因猪肉价格由升转降，利润也出现下降；受产能调整等影响，钢铁行业由亏损转为盈利，但盈利水平较2023年仍有较大幅度下降；电子行业、计算机行业受AI产业周期影响，利润较快增长；以国际定价为主的有色金属行业，因需求增加价格上行，利润也呈现较快增长；以国内定价为主的煤炭行业，因价格下降，

利润继续保持较大幅度负增长；受房地产长周期下行影响，建筑材料行业、建筑装饰行业利润下降比较明显。2026 年一季度，电子行业、有色金属行业、计算机行业利润增速较 2025 年呈现加速提升态势；在猪肉价格继续下行的情况下，农林牧渔业利润降幅较 2025 年明显扩大；建筑材料行业、建筑装饰行业利润延续较快下降态势（见图 6）。

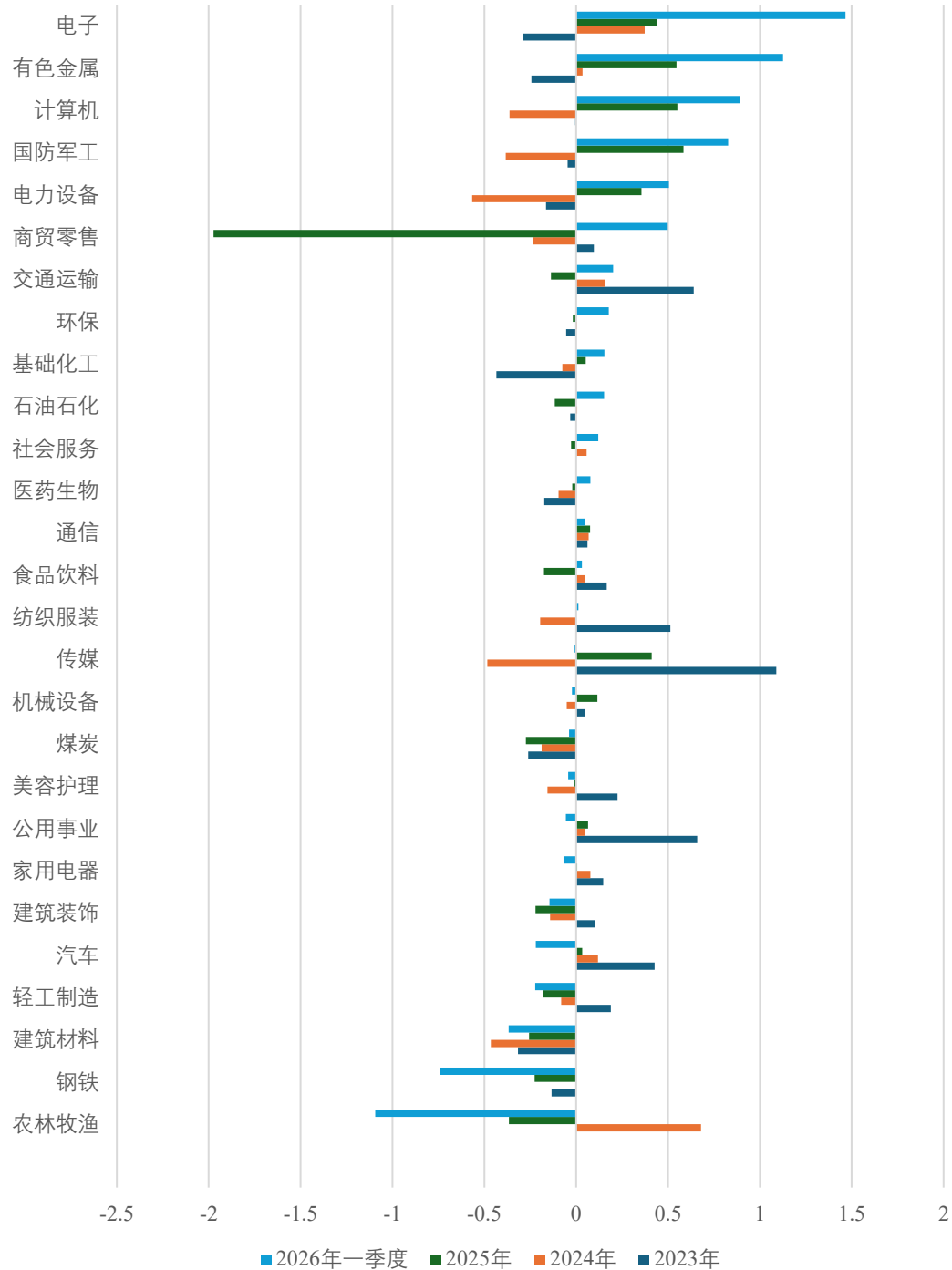


图 6 A 股上市公司 2023 年至 2026 年一季度各行业利润增长变动情况

注：受猪肉价格波动影响，2023 年农林牧渔利润为负，2024 年转正，2024 年利润增速为 2023 年和 2024 年两年的复合平均增速，钢铁行业利润 2024 年转负，2025 年转正，2025 年利润增速为 2024 年和 2025 年两年的复合平均增速。

这些行业利润增长变动在公司股价中也有所反映。从各行业具有代表性的股价指数看，社会服务业、交通运输业、商贸零售业对应的申万指数，2025 年初至 2026 年 6 月末分别下降 9.5%、13.6%、23.6%，同期沪深 300 指数上涨 26.5%；电子、有色金属对应的申万指数，2025 年初至 2026 年 6 月末则分别上涨了 175.5%、94.3%。

（三）A 股上市公司的创新转型之路

中国 A 股上市公司不仅包括传统产业公司，近年来，一批战略性新兴产业公司和代表未来发展方向的创新型公司也陆续登陆 A 股市场，在数字化、绿色化、智能化转型推动下，一些传统产业公司也在寻求新突破。

高研发投入是保持和提高公司 and 产品竞争力、实现上市公司高质量发展的必由之路。根据 A 股上市公司年报披露的数据，在受疫情影响的 2020—2022 年，所有行业的研发投入均保持了正增长，且有相当多的行业研发投入增速高于疫情之前。2023 年，除传媒和轻工制造外，其他行业上市公司研发支出仍保持正增长；其中，国防军工、汽车、农林牧渔业上市公司研发支出增速高于 2020—2022 年。2024 年、2025 年，A 股上市公司研发支出总额分别增长 6.1%、7.3%。从研发支出与营业总收入之比表示的研发强度来看，持续较高的研发强度是创新型公司的重要标志。疫情暴发后的 2020—2022 年，除商贸零售、农林牧渔行业上市公司外，其他行业上市公司研发强度均有所提升；其中，一些行业研发强度年均提升幅度也高于疫情之前。在此，我们将近三年（2023—2025 年）研发强度持续高于一定标准的公司归为“新经济”类型公司，以考察这些公司营收和利润占比变动情况。如果以近三年研发强度达到或超过 5% 为标准，那么“新经济”类型公司数量占比略超 30%，但由于体量相对较小且处于成长阶段，“新经济”类型公司的营业总收入占比 2023 年为 9.0%，2024 年增长至 9.6%，2025 年进一步增长至 10.2%，“新经济”类型公司利润占比 2023 年为 6.9%，2024 年下降至 6.3%，2025 年由降转升达到 7.0%。如果以近三年研发强度达到或超过 8% 为标准，那么“新经济”类型公司数量占比下降至略超 15%，营业总收入占比 2023、2024、2025 年分别为 2.9%、3.0%、3.3%，利润占比分别为 2.6%、2.0%、2.7%。因此，

现阶段我国“新经济”处于较快增长阶段，但总体量仍然较小，防止传统动能下降过快以及加快新动能成长仍是当前的重要任务。

四、深化资本市场改革赋能新经济成长与传统产业升级

从市场创值能力来看，近年来中国 A 股上市公司总体出现持续下降态势，特别是第二产业上市公司市场创值能力，2021 年以来连续 4 年下降且下降幅度较为明显；第三产业上市公司市场创值能力，2023 年以来也连续 2 年下降。在第二产业上市公司数量占比接近 3/4 的情况下，其对 A 股上市公司总体资产收益率带来了显著的下行压力。实际上，PPI 的涨跌变化与 A 股上市公司盈利水平之间有着非常密切的关系。2026 年上半年，随着 PPI 环比较快上涨，特别是采掘业 PPI 涨幅高于原材料 PPI，而原材料 PPI 涨幅又高于加工业 PPI，预计 A 股上市公司总体市场创值能力将由降转升，但上游行业的市场创值能力提升幅度会大于下游行业；下半年，虽然国际地缘政治冲突仍未见明显缓和的迹象，但国际能源价格继续较快上行的可能性较小，PPI 环比总体可能出现转平或略有下降的局面，A 股上市公司总体创值能力可能有所下降，但 2026 全年创值能力可能较 2025 年有所回升。中长期来看，加速新动能成长和推动传统产业升级改造，是提升 A 股上市公司总体质量和市场创值能力的关键。

2025 年，中国证监会深化投融资综合改革，推出科创板改革“1+6”政策举措，启用创业板第三套标准，持续深化资本市场投融资综合改革，提高资本市场制度包容性、适应性和吸引力、竞争力。2026 年，中国证监会将继续深化改革提升制度包容性、适应性，落实落细投融资综合改革各项措施，更好发挥资本市场功能。作为现代金融体系的重要组成部分，资本市场在经济、金融运行中发挥着越来越重要的作用，未来应持续深化资本市场投融资综合改革，健全资本市场服务实体经济长效机制，精准赋能新经济培育壮大、传统产业迭代升级、上市公司价值提质增效，充分发挥多层次资本市场枢纽功能，助力中国经济实现质的有效提升和量的合理增长。

一是深化资本市场制度改革创新，精准赋能新经济健康成长。以提升资本市场制度包容性、适应性、竞争力为核心，聚焦新产业、新业态、新模式发展需求，持续优化资本市场创新生态，为新经济成长壮大注入动能。包括持续落地科创板“1+6”改革、创业板差异化发展改革举措，适配科创企业研发周期长、轻资产、

高成长的发展特征，畅通硬科技、数字经济、人工智能、高端制造等新经济领域企业上市融资渠道，提升资本市场对新质生产力的培育赋能能力。健全新经济企业全生命周期融资服务体系，优化 IPO、再融资、债券发行、期货期权风险管理联动机制，针对性推出适配科技创新、数字产业发展的金融产品，拓宽新经济企业直接融资渠道，降低科创企业融资成本。完善中长期资金入市配套机制，引导社保基金、保险资金、公募基金等长期资本加大对新经济领域布局力度，为新经济产业持续创新、迭代发展提供稳定资金支撑。

二是发挥多层次资本市场枢纽作用，加速传统经济转型升级迭代。立足实体经济转型升级核心需求，依托资本市场资源配置、产业整合、价值重塑功能，推动传统产业提质增效、绿色转型、创新赋能，实现传统经济与新经济深度融合、协同发展。健全传统产业并购重组市场化机制，支持传统行业上市公司通过并购重组引入新技术、新产能、新模式，推动传统制造业、实体经济龙头企业延链补链强链，加速产业结构优化升级。深化债券市场提质扩容，大力发展绿色债券、产业升级专项债券，稳步推进商业不动产 REITs 试点落地，聚焦传统产业绿色改造、节能降碳、智能化升级、数字化转型等重点领域，精准输送中长期资本，破解传统产业转型升级资金瓶颈。依托期货期权市场功能，丰富风险管理工具，加强期现联动监管，助力传统实体企业对冲原材料价格、市场波动风险，稳定生产经营预期，夯实产业升级发展基础。

三是健全提质增效机制，全面提升上市公司价值创造能力。坚持上市公司高质量发展核心导向，以规范治理、提质增信、价值创造为抓手，构建全链条、常态化上市公司培育监管体系。夯实上市公司治理根基，全面落实新修订的《上市公司治理准则》，强化对控股股东、实际控制人、董监高的行为监管约束，健全权责清晰、运作规范、制衡有效的公司治理体系，从源头提升上市公司发展质效。完善上市公司价值回报机制，持续优化现金分红、股份回购、股权激励、员工持股等制度安排，引导上市公司树立长期经营理念、强化价值创造意识，切实提升投资者回报水平，增强市场投资信心。激发上市公司创新发展活力，分类施策推动上市公司分层提质，支持优质上市公司依托资本市场开展技术创新、产业整合、业态升级，鼓励上市公司聚焦主业、深耕实业、迭代发展，持续提升核心竞争力、市场盈利能力和长期价值创造能力。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。