



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰
张旸

2026 年 2 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。

旧动能企稳，新动能崛起

——2025 年宏观形势分析与 2026 年展望

摘要

2025 年，面对外部环境的严峻挑战，中国经济延续复苏态势，物价水平温和回升、企业预期持续改善、出口表现超预期。然而，房地产市场仍处于深度调整阶段，不仅抑制了居民房贷需求、削弱消费信心，也拖累了整体投资增长。尽管如此，从以下方面来看，经济结构中的积极因素正在积聚。

首先，我国居民实际消费水平并不如名义数据所显示的那般低迷。若以实际消费量衡量，我国在食品、家电、电动车等多个领域已达到甚至超过部分发达国家。这一现象的背后，是国内强大的供给能力压低了商品与服务价格，居民得以在较低支出下实现较高的实际消费物量。当前，消费潜力依然可观，但要真正提振消费，关键在于深层次的财政体制改革，推动公共支出从“投资于物”转向“投资于人”。

其次，在国内投资领域，已形成“高端制造业+生产者服务业”的新增长格局。对比日本和美国在房地产泡沫后的复苏路径可见，日本陷入长期停滞的主要原因，是未能及时培育新支柱产业，导致投资持续萎缩。美国虽通过服务业转型实现复苏，但埋下制造业空心化的隐患。相比之下，我国投资增速虽然放缓，但是在稳住制造业基本盘的同时，推动产业结构深度调整，已经有效弥补了房地产市场收缩导致的动能缺口。

新旧动能转换正在产业层面持续深化。基于对申万一级及二级行业的分析，包含电子、汽车、电力设备、国防军工等行业在

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室
副主任

● 张旸

国家金融与发展实验室
特聘研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

全球数字资产

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

保险业运行

机构投资者的资产管理

内的高端制造业板块，在资产规模、负债规模、营业收入、就业吸纳等方面的占比持续提升。行业景气度分布同样印证了这一趋势，高景气区间由高端制造相关行业主导，而房地产和部分传统行业则面临低景气压力。这些中观层面的变化，深刻反映出了我国经济的结构性变迁。

2026 年经济将呈现旧动能企稳、新动能崛起的趋势。传统产业在国内外政策及环境改善背景下呈现企稳复苏信号。周期性板块有望在新一轮投资周期及全球电气化自动化智能化趋势下回暖。战略性新兴产业逐步走向成熟并进入大规模推广阶段。综合来看，新动能已经有资格担纲推动中国经济持续向好的重任，我们有充分理由保持更加乐观的态度。

目 录

一、2025 年宏观形势概览	1
(一) 三大积极信号	1
(二) 仍存三大挑战	4
二、简议消费问题	6
三、未来投资怎么看?	9
四、从产业视角看中国经济的结构性变迁	12
五、结论：2026 年应该更加乐观	14

一、2025 年宏观形势概览

2025 年，面对中美关税战反复、地缘政治风险深化等外部严峻形势，我国经济顶住压力持续复苏，全年 GDP 增速收官于 5%。从物价指标、企业部门预期和出口表现等方面来看，均呈现出积极改善的信号。然而，房地产市场下行对居民房贷需求、消费预期和整体投资的拖累依然明显。

（一）三大积极信号

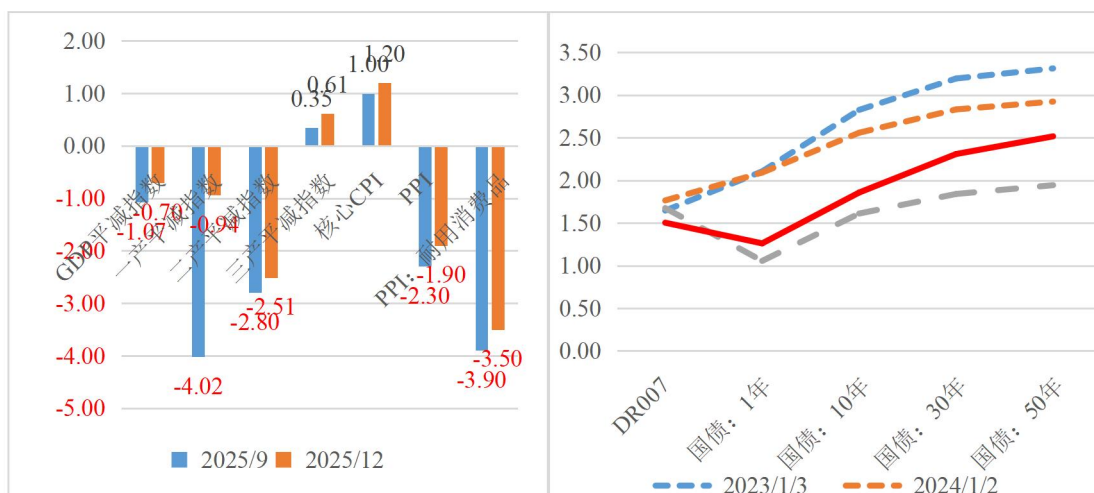


图 1 主要物价指标 (%)

图 2 国债收益率曲线 (%)

积极信号之一是各项物价指标边际改善，收益率曲线呈现上移与陡峭化趋势。CPI、PPI 和 GDP 平减指数是衡量通胀水平的三大关键指标，截至 2025 年末（图 1），核心 CPI 已经连续 4 个月维持在 1% 以上（通常低于 1% 被视为通缩区间），PPI 降幅连续两个季度收窄至 -1.9%，GDP 平减指数也整体回升，其中第一、第二产业降幅收窄，第三产业涨幅扩大。反映通胀预期的国债收益率曲线变化尤为明显（图 2），2025 年 1 月初，各期限国债收益率较 2023 年、2024 年同期大幅下滑，而到 2026 年 1 月，收益率曲线整体上移，尤其长端上升更为显著，曲线形态趋于陡峭，说明市场对未来通胀预期抬升。

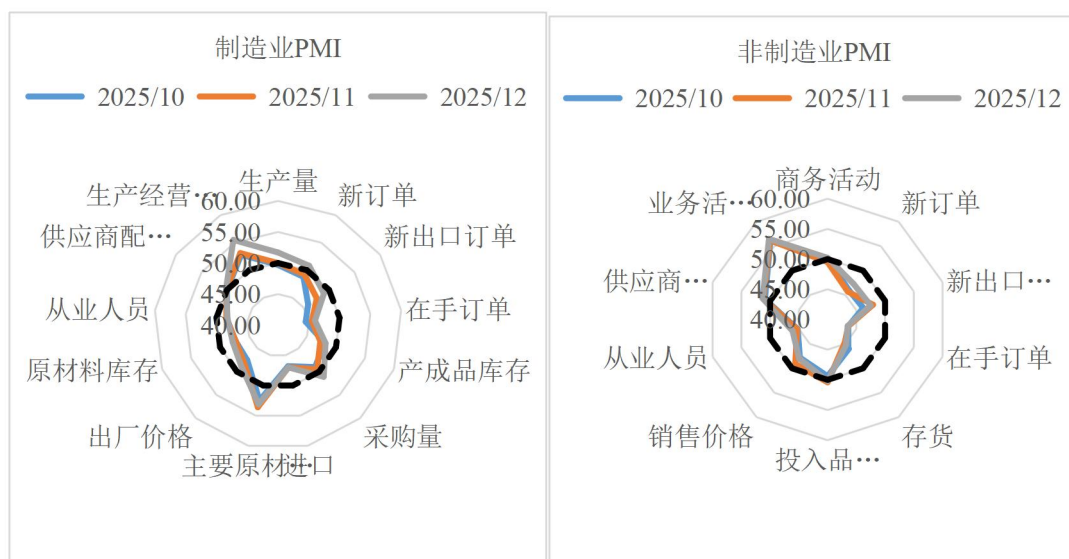


图3 制造业及非制造业 PMI

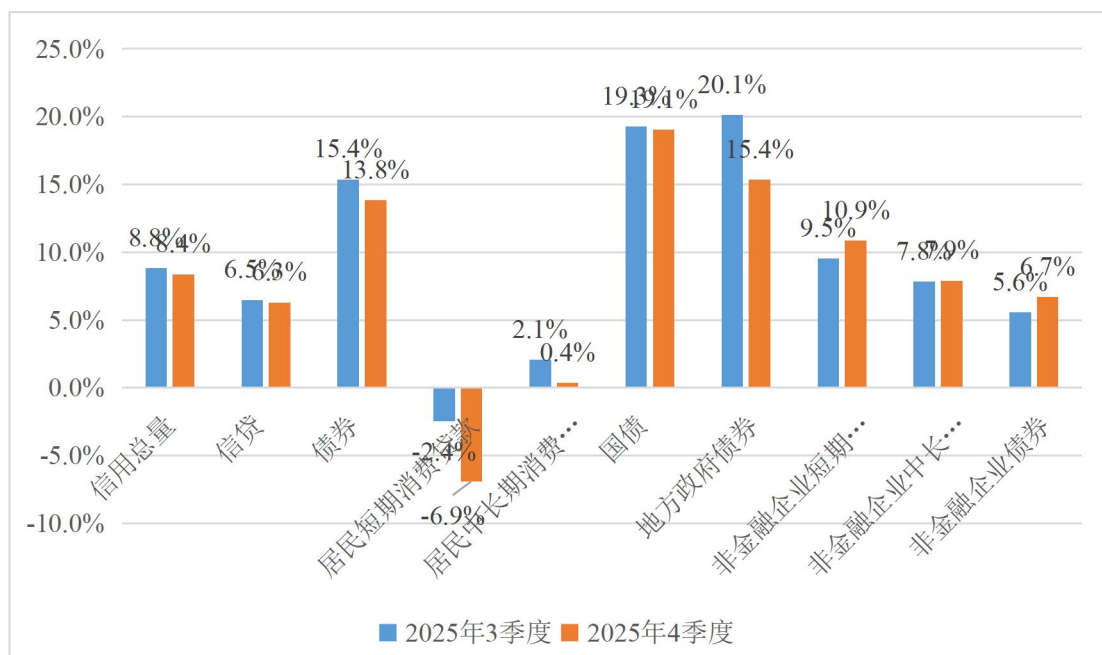


图4 2025年Q3和Q4信用总量增速对比(%)

积极信号之二是企业部门预期持续改善。2025年10至12月，制造业PMI分项中，生产和订单逐月改善，生产经营活动预期保持在50以上高位（图3）。与此同时，非制造业的商务活动PMI重回荣枯线以上，业务活动预期同样保持在50以上的较高水平，反映出企业信心整体回暖。非金融部门信用总量分析进一步印证了该趋势（图4），相比2025年三季度，四季度非金融企业短期贷款及债券融资增速明显提升。

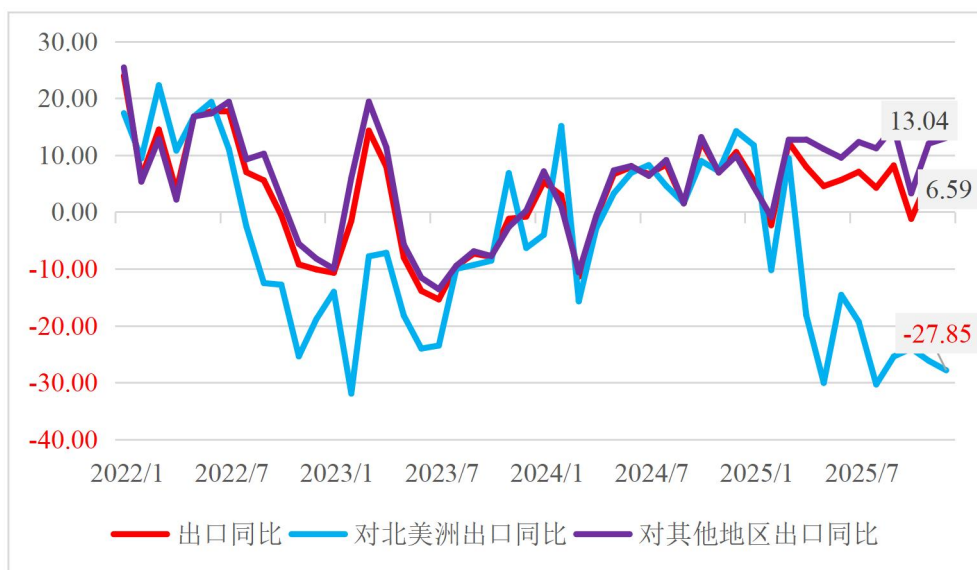


图 5 2022-2025 年海关统计出口同比增长率 (%)

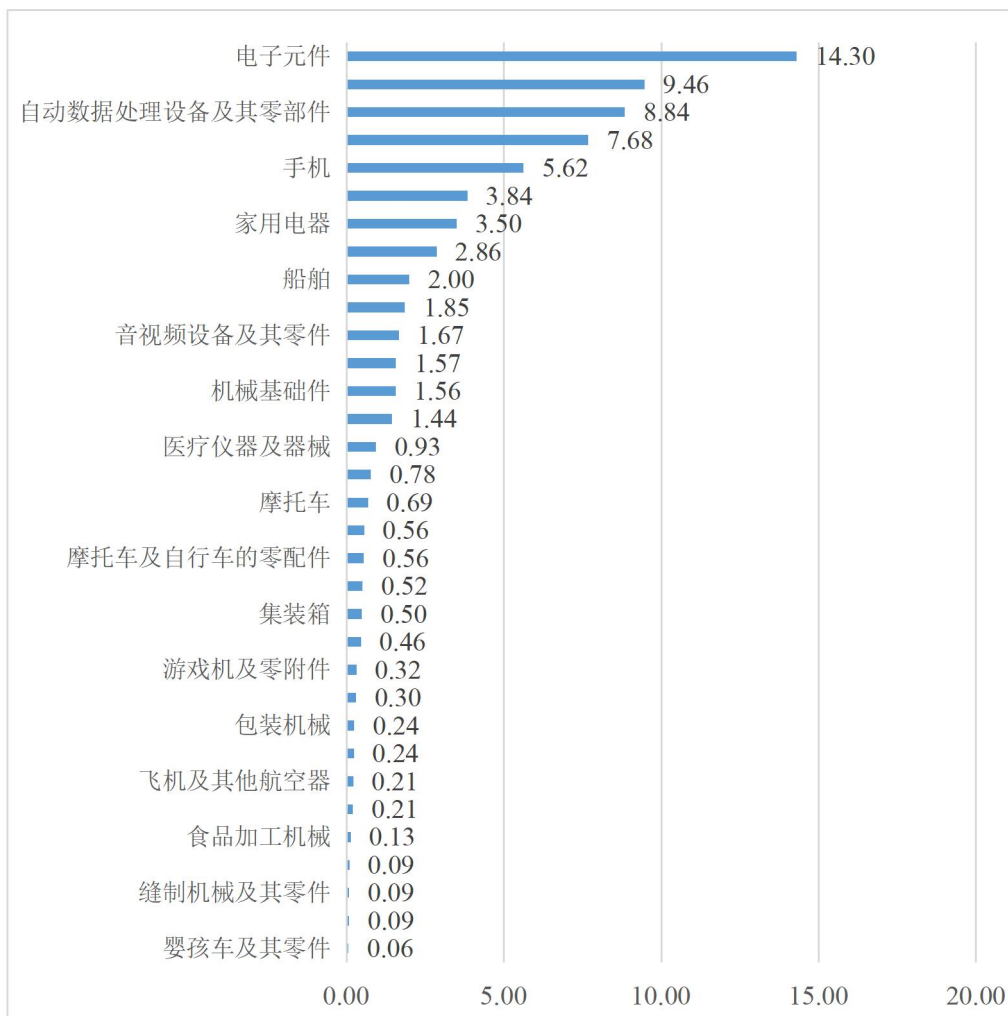


图 6 2025 年机电产品出口结构 (%)

积极信号之三是贸易目的地转向与产业升级趋势共同推动出口强劲增长。

受到中美贸易摩擦不确定性的影响，从宏观产业安全政策到微观企业避险行为均作出了适应性调整，2025 年 4 月份起（图 5），我国对北美洲出口大幅收缩，而对其他地区的出口快速增长，从而支撑我国整体出口保持较高增速。从出口产品结构来看，机电产品占比始终保持 60%以上，其中近半数为电子元件、电工器材、自动数据处理设备、汽车、手机等产品（图 6），这与我们计算得到的国内行业景气度高度一致（将在第四章详细阐述），反映出产业升级趋势对出口带动效应显著。

（二）仍存三大挑战

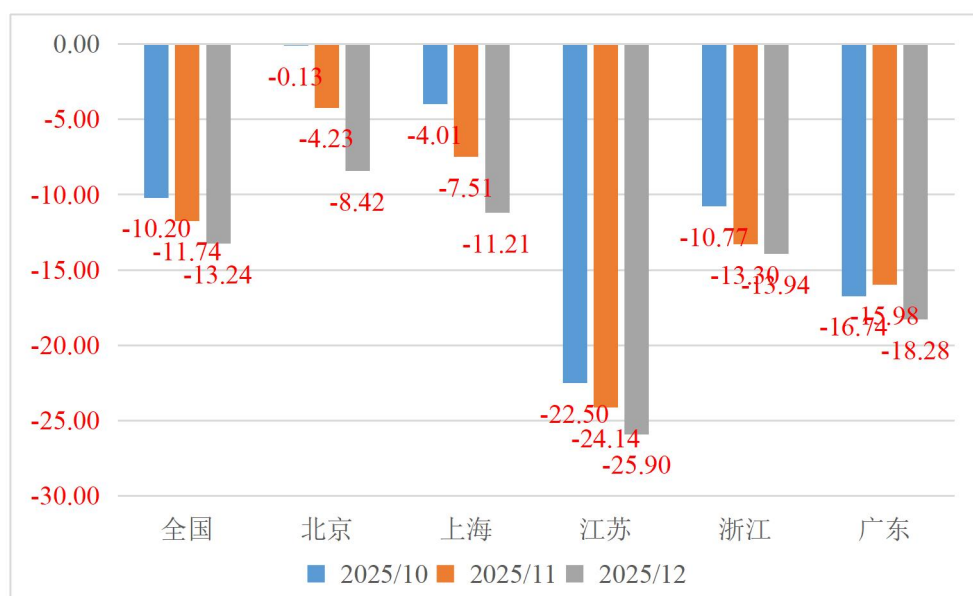


图 7 房地产销售额同比 (%)

挑战之一是房地产继续走弱，居民房贷增长接近停滞。2025 年第四季度，无论是北上广等一线城市，还是江苏、浙江等长三角发达地区，房地产销售额同比跌幅均有不同程度的扩大（图 7）。在此背景下，与房地产密切相关的居民中长期贷款增速仅有 0.4%（图 4）。近期政策层面释放积极信号，2026 年 1 月中央刊物《求是》刊发《改善和稳定房地产市场预期》一文，强调房地产业是居民财富的重要来源。随后有报道称房地产“三道红线”政策趋于缓和，由此推动 A 股、港股房地产板块同步回暖。需要注意的是，房地产市场能否实现企稳回升，仍有赖于后续增量实质措施落地。

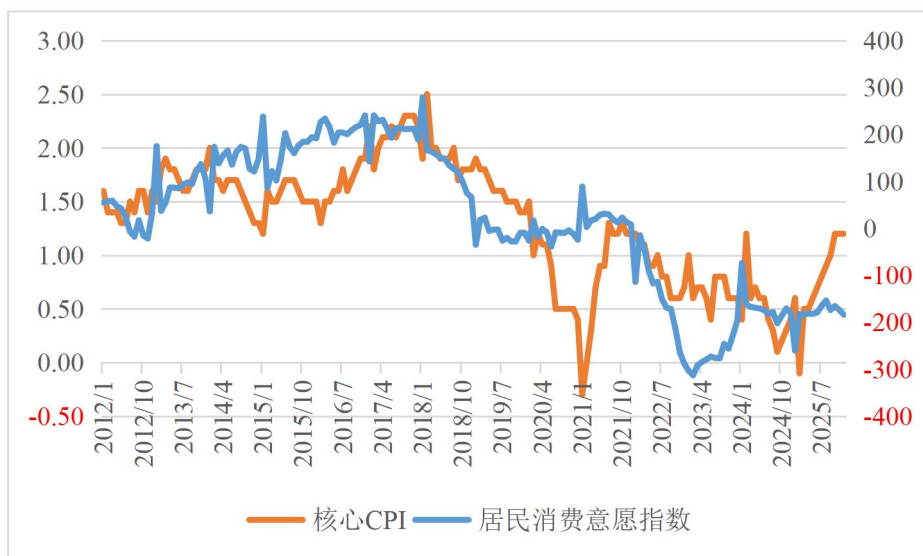


图 8 核心 CPI（左轴）与居民消费意愿指数（右轴）

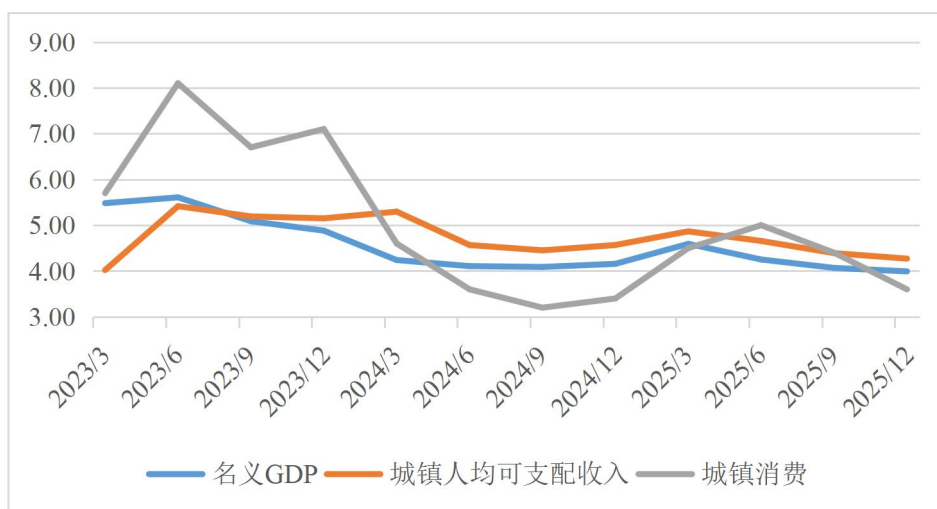


图 9 名义 GDP、城镇收入与消费的累计同比（%）

挑战之二是居民预期依旧低迷。尽管衡量消费物价水平的核心 CPI 已经连续 4 个月高于 1%，但是居民消费意愿指数仍徘徊于低位，两者形成强烈反差（图 8），信贷数据中 2025 年四季度居民短期消费贷款增速更是从 -2.4% 下降至 -6.9%（图 4）。理论上，2023 年下半年以来，居民人均可支配收入增速持续高于 GDP 增速（图 9），说明当前“消费不足”的现象并非源于缺乏消费能力，而是受制于更深层次的结构性因素。

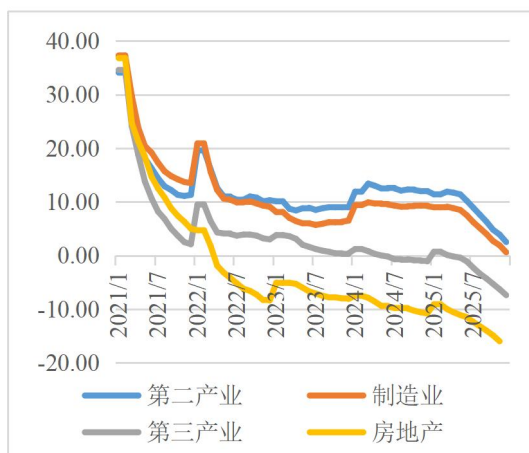


图 10 投资同比增速 (%)

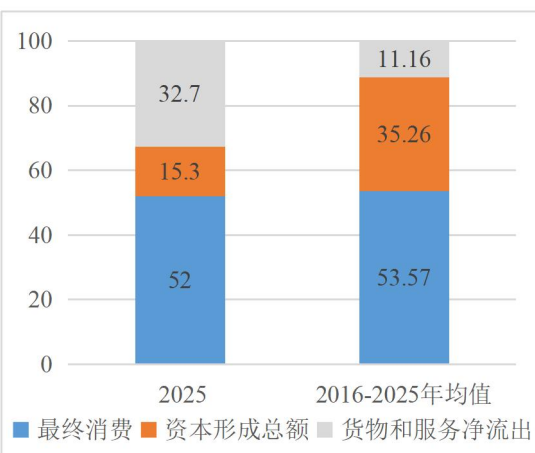


图 11 “三驾马车”对 GDP 贡献 (%)

挑战之三是投资增速在房地产拖累下大幅下滑。当前，第二、第三产业投资同比增速均降至 2021 年以来的最低水平（图 10），其中房地产投资已连续四年萎缩，并带动第三产业投资于 2025 年 4 月份转入负增长。从总需求结构看，“三驾马车”对经济增长的贡献也发生显著变化（图 11），与过去十年均值相比，资本形成总额对经济增长的贡献占比下降至不足过去均值的一半，而净出口占比则增长近两倍。

二、简议消费问题

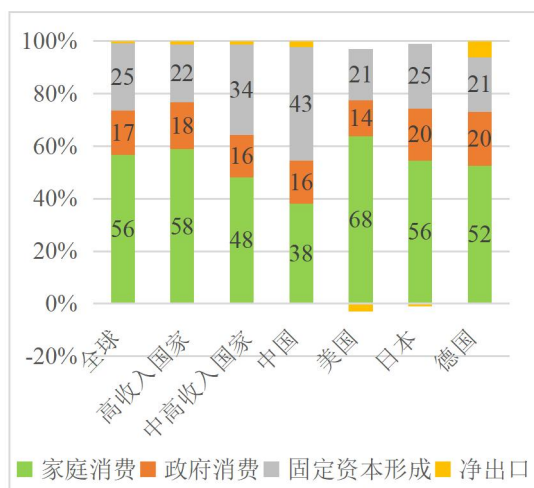


图 12 2012-2022 年 GDP 需求结构 (%)

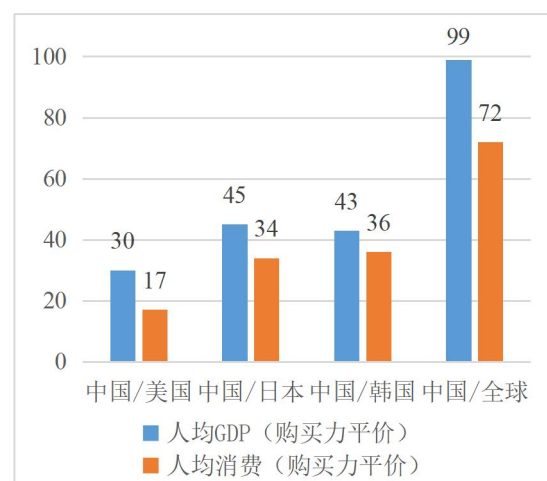


图 13 2024 年人均 GDP、人均消费比较 (%)

长期以来，国际上以名义消费支出来衡量一国居民的消费水平，由此认为我国居民消费能力偏低。2012 - 2022 年，我国家庭消费占 GDP 比重为 38%（图

12)，不仅低于美国、日本、德国等高收入国家，也低于全球平均水平。以购买力平价计算（图 13），2024 年我国人均 GDP 基本达到全球平均水平，但人均消费仅为全球平均的 72%。与美国、日本、韩国等发达国家相比，我国人均 GDP 和人均消费的差距则更为明显。

然而，若从实际消费物量来衡量，我国消费水平早已在多个领域达到全球平均水平，甚至超过部分发达国家。数据显示，早在 2004 年，中国在食品、空调、电动车等主要消费品的量上便已显著高于部分发达国家（表 1）。与此同时，中国人均门诊次数、住院床位数均高于美国和 OECD 国家均值（图 14），预期教育年限则与其他发达国家相近，表明我国公共服务消费并不薄弱。

表 1 按实物衡量的部分消费比较（%，2004 年）

		中国/美国	中国/日本	中国/韩国	中国/全球
食品	卡路里（大卡/天）	89	129	100	117
	蛋白质（克/天）	106	137	117	142
	蔬菜（克/天）	324	354	180	277
机电产品	手机（部/千人）	51	92	74	128
	电视机（台/千人）	23	49	45	93
	空调（台/千人）	122	40	54	214
	电冰箱（台/千人）	88	73	77	152
	汽车（台/千人）	48	62	71	221
	电动汽车（台/千人）	166	875	268	372

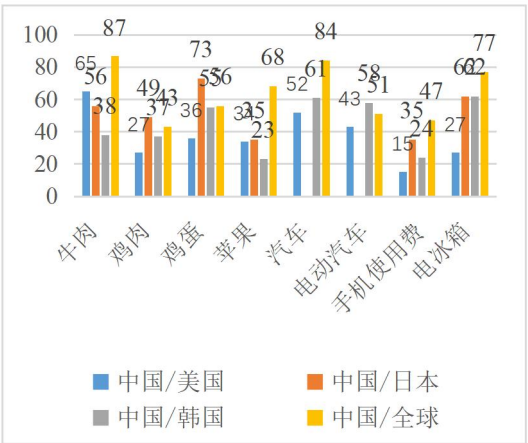
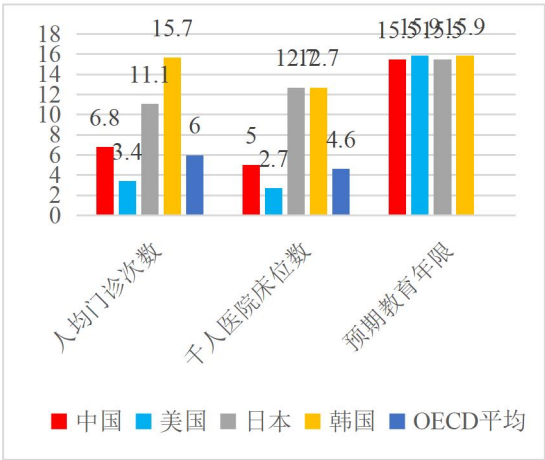


图 14 部分服务消费比较（2004 年）

图 15 部分消费品价格比较（%，2004 年）

需要指出的是，这些高物量消费的背后，是显著低于国际水平的商品与服务价格（图 15）——中国食品价格约为美日韩的 30%-70%，手机、汽车、家电等耐用品价格约为美日韩的 20%-60%。因此，名义消费支出“偏低”，并不意味着我国居民消费能力弱，而是我国强大的供给能力，使居民能够以更低的价格实现更高水平的实际消费。

我国居民消费不仅具备动力，更蕴藏着可观的潜力。主要体现在三个方面：其一，城镇化进程仍在推进。与 OECD 国家相比，我国的城市化水平仍相对较低，随着城镇化深入推进，将持续释放与城市生活相关的消费需求；其二，可选消费存在供给短板。在教育、文娱、健康等可选消费领域，供给不足仍制约着需求释放。例如，我国人均校外教育支出为 140 美元/年，远低于韩国人均 4000 美元的水平。体验型消费（如“苏超”等体育赛事）仍处于发展初期，市场增长前景广阔；其三，疫情后消费场景恢复仍不充分。文旅、影院、航空等线下场景服务消费尚未完全回归至往年常态水平，其恢复性增长仍将为消费提供持续支撑。

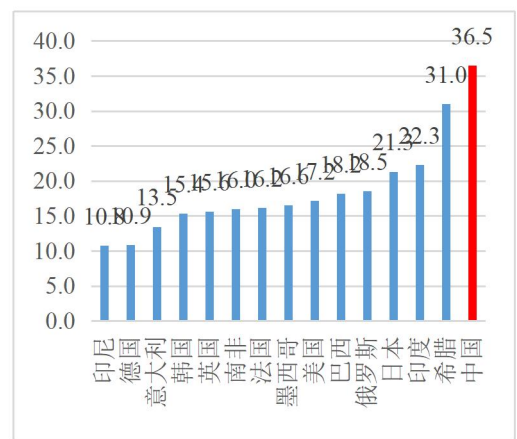


图 16 2012-2020 年政府投资/全部投资 (%)

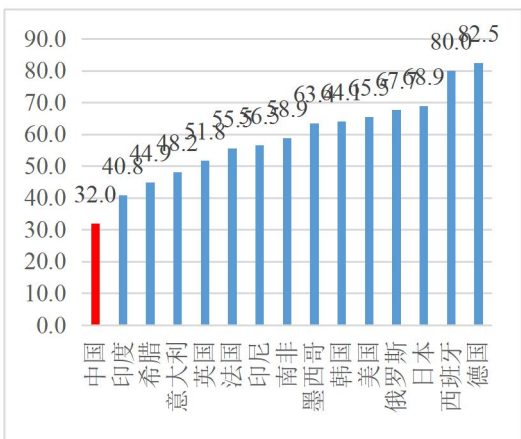


图 17 2012-2020 年社会福利支出/财政支出 (%)

提振居民消费，还有赖于深层次的财政体制改革，推动公共支出从“投资于物”转向“投资于人”。过去，在规模导向的经济发展模式下，财政支出长期侧重基础设施投资（图 16），而社会福利性支出占比偏低，甚至低于部分欠发达国家（图 17）。目前这一格局正在发生调整，2025 年“投资于人”首次被写入《政府工作报告》，“十五五”规划《建议》进一步提出要“坚持投资于物与投资于人紧密结合”，将更多财政资源投向人力资本积累和公共服务支出。这一投资导向

的调整，将夯实居民消费能力与信心的长期基础，为消费复苏提供可持续的制度性支撑。

三、未来投资怎么看？

日本与美国是两个曾陷入长期停滞但后续走向截然不同的典型案例。日本在上世纪九十年代股市与房地产泡沫破裂后，陷入长达约三十年的经济停滞；而美国在经历 2008 年次贷危机全面爆发、多家大型金融机构破产后，约五年时间便实现经济基本修复。如图 18 所示，日美两国名义 GDP 差距不断扩大，以 1995 年为基期（=100，下同），截至 2024 年，美国名义 GDP 增幅已达 376，而日本为 73——也就是说，在将近 30 年时间里，日本名义 GDP 萎缩了 27%。

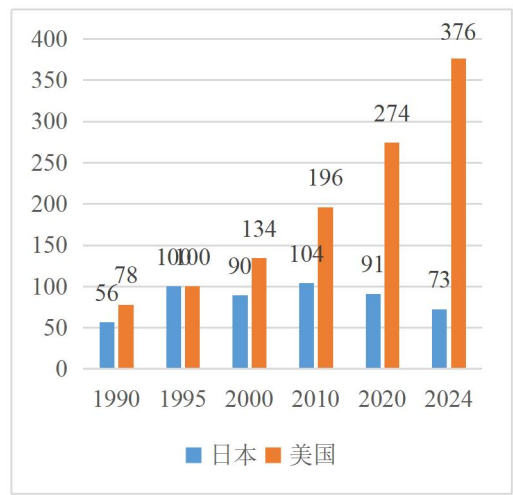


图 18 日本与美国的名义 GDP (1995 年=100)

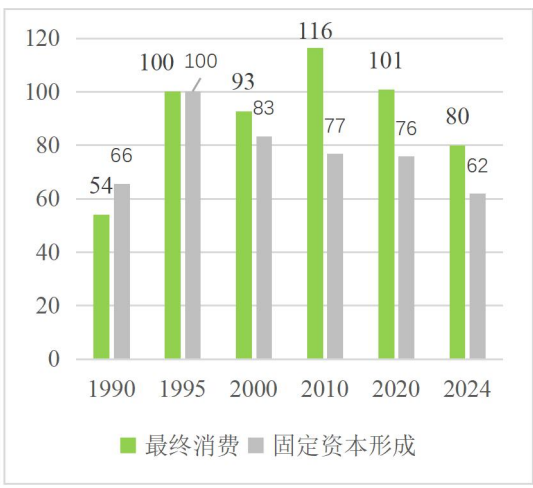


图 19 日本的消费与投资需求 (1995 年=100)

围绕日本长期停滞的原因，社会各界已从宏观政策失误、结构性改革滞后、金融体系僵化、人口规模萎缩等多重视角展开深入分析。无论长期停滞的机制如何，最直观的一个观察就是，投资持续下滑是导致日本经济需求萎缩、进而陷入长期停滞的关键因素。数据显示（图 19），日本的固定资产形成额自泡沫破裂后持续下滑，2024 年仅为 1995 年水平的 62%。相比之下，消费保持相对稳定，降幅远小于投资。这一判断在产业层面得到进一步印证。

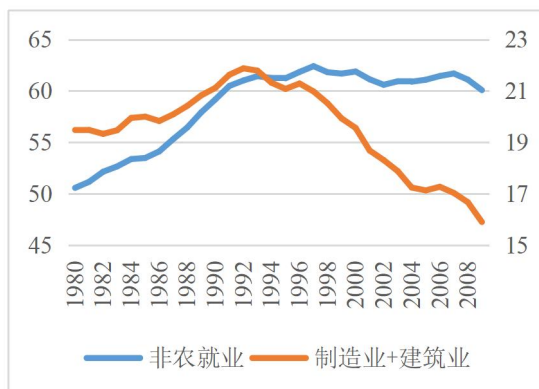
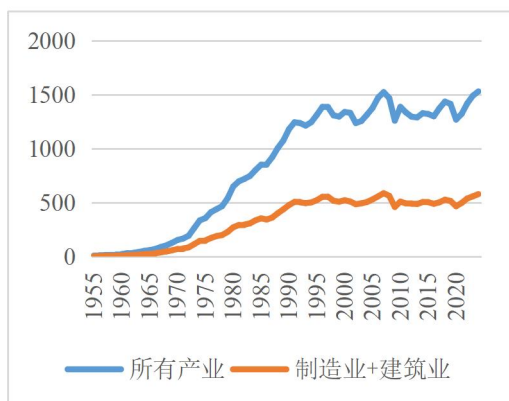


图 20 日本非农产业销售额（万亿日元） 图 21 日本非农就业（百万，“制造业+建筑业”为右轴）

就日本而言，在房地产泡沫危机后，与房地产相关的建筑业以及日本经济深度依赖的制造业陷入衰退，行业销售额停滞，就业人数大幅流失（图 20、图 21）。与此同时，在建筑业和制造业之外的其他产业并未崛起，进而使得日本整体非农部门的销售额与就业也陷入长期停滞。

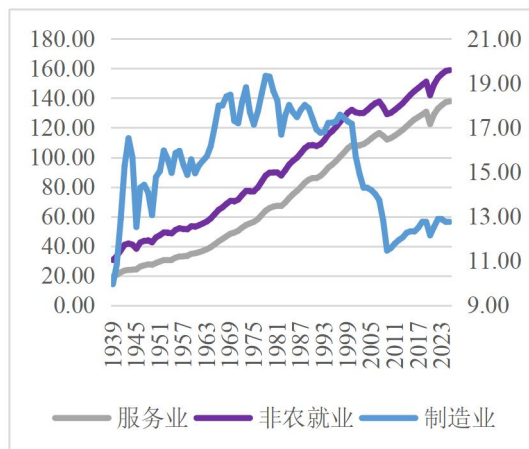
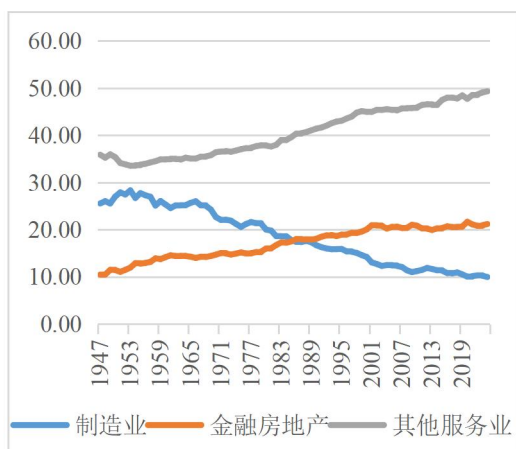


图 22 美国各产业增加值占比（%） 图 23 美国非农就业人数（百万，制造业右轴）

相比之下，在全球金融危机之后，美国服务业快速承接了制造业收缩带来的结构性调整压力。数据显示（图 22、图 23），服务业增加值占 GDP 比重稳步提升，大量劳动力从制造业转向服务业领域。当然，这一转型并非没有代价。过度依赖服务业、制造业持续外迁，使美国面临“制造业空心化”风险，尤其在“中国冲击”效应显现后，本土产业安全问题日益突出。

同样是投资增速放缓,为什么中国经济仍能保持增长? 答案并不仅在于外需的支撑,更关键的是产业已经发生了结构性变迁。



图 24 2021 年和 2025 年固定资产投资结构 (%)

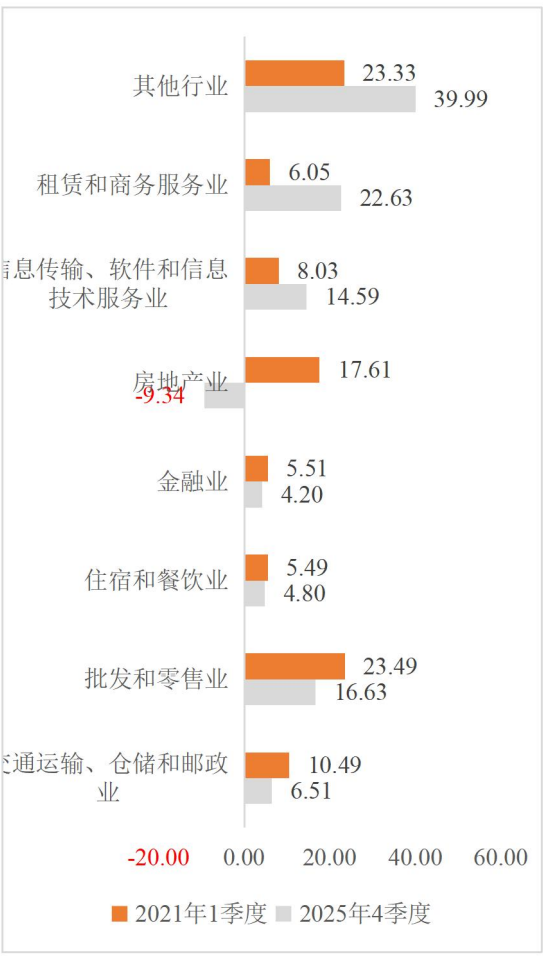


图 25 各行业对第三产业增长的贡献 (%)

从固定资产投资结构看（图 24），与 2021 年相比，房地产占比下降 10.5 个百分点，而制造业占比提升近 5 个百分点，包括信息技术、科学研究、租赁商务等行业在内的生产者服务业的占比也显著提升。由于房地产归属于第三产业，从第三产业增加值结构看（图 25），房地产贡献占比大幅下降约 27 个百分点，租赁商务、信息技术等生产者服务业贡献显著上升。

简而言之，中国经济保持增长的秘诀，核心在于形成了“高端制造业+生产者服务业”的新增长格局，重资本的高端制造业和轻资本的生产者服务业分别在投资端和增加值端弥补了房地产下滑产生的缺口。

四、从产业视角看中国经济的结构性变迁

基于上市公司数据，我们系统梳理了 31 个申万一级行业的经营特征，并将行业划分为五个板块：一是传统板块，覆盖传统制造、传统服务、必选消费、基础设施等领域，具体包括纺织服饰、商贸零售、交通运输等 12 个行业；二是周期性板块，涵盖有色金属、煤炭、石油石化、钢铁等 4 个行业；三是高端制造板块，包含电子、汽车、电力设备、国防军工等 10 个行业；四是房地产板块，包括房地产、建筑装饰、建筑材料等 4 个行业；五是金融板块，包括银行和非银金融业。

从资产、负债、营收、就业等多维结构来看，高端制造业加速崛起，逐步填补房地产退潮留下的动能缺口，这与前文宏观层面的增长动能转换判断是一致的。具体来看（图 26-图 29），2020 年后，房地产板块进入深度调整，各项占比持续收缩；与此同时，高端制造板块展现出强劲的接续能力，各项占比稳步提升。不过，截至 2025 年，其负债占比仍低于房地产板块，表明融资需求尚未完全释放——这也是当前“资产荒”现象的主要原因之一；传统板块受到 2017 年以来中美经贸摩擦、资管新规、房地产调控等一系列内外因素冲击，各项占比稳中趋降；周期性板块因“投资驱动”模式弱化，资产、负债和就业占比持续下滑，但营收占比相对平稳，体现出一定的周期韧性；金融板块虽在资产与负债端大幅扩张，但是受到低利率环境及“资产荒”影响，其营收和就业占比持续走低。

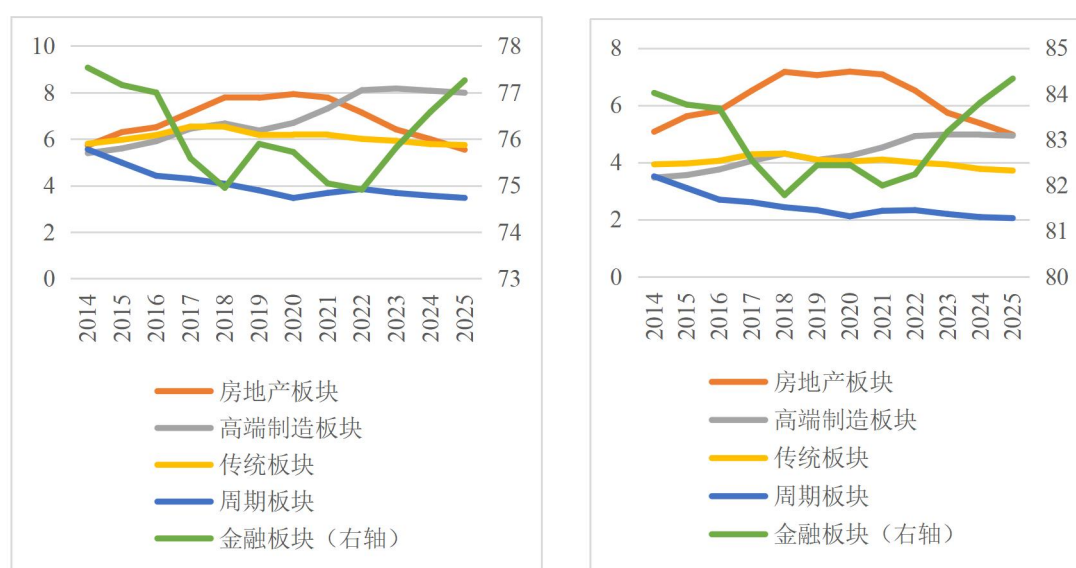


图 26 各板块资产占比 (%)

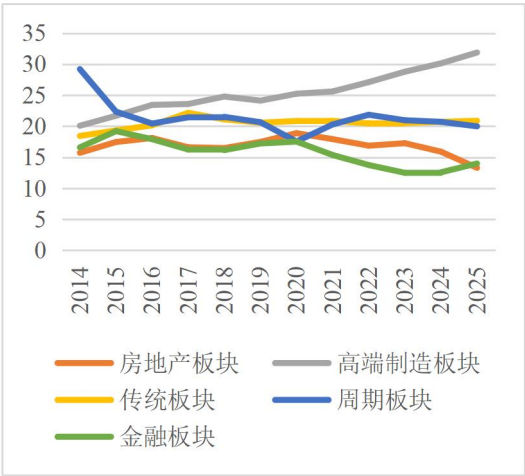


图 27 各板块负债占比 (%)

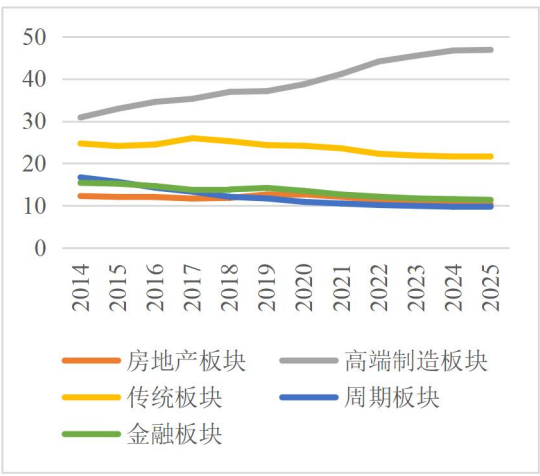


图 28 各板块营收占比 (%)

图 29 各板块员工占比 (%)

我们进一步梳理了 123 个申万二级行业的经营特征，并结合团队构建的行业景气度指数，描绘出当前行业发展的图景。研究发现（表 2），在排名前十的高景气行业中，超过一半由高端制造主导，包括摩托车、白色家电、元件、消费电子、电池等子行业，过去五年营收、就业、负债均实现正增长，扩张动能强劲。此外，部分周期性行业表现亮眼，如贵金属、工业金属等有色金属，受益于全球电气化、自动化、智能化趋势，其营收与负债增速保持正增长（小金属除外）。优质传统消费行业展现韧性，以白酒为代表，盈利质量较高，展现出较强的抗周期属性。相比之下，排名后十的低景气行业主要集中在房地产板块和商贸零售等传统行业板块，普遍面临消费模式变迁、政策约束、产能过剩等结构性压力，过去五年多项经营指标下降。

表 2 部分申万二级行业景气度与经营指标（按景气度由高到低排名）

排序	二级行业	所属一级行业	景气度（近 8 个季度均值）	资产负债率（2025 年，%）	营收平均增速（2021-2025 年，%）	就业平均增速（2021-2025 年，%）	负债平均增速（2021-2025 年，%）	负债规模（亿元，2025 年）
1	贵金属	有色金属	97.74	53.88	18.08	-3.07	12.89	1981
2	摩托车及其他	汽车	93.99	53.36	20.77	4.78	23.42	867
3	白色家电	家用电器	93.92	61.87	9.72	4.30	5.20	8155
4	元件	电子	92.87	43.42	14.31	3.91	12.80	2467
5	消费电子	电子	92.56	58.76	21.78	2.40	21.23	11334

6	汽车零部件II	家用电器	91.50	45.31	6.75	5.80	2.90	735
7	小金属	有色金属	90.12	42.09	-4.03	-0.25	-4.57	1613
8	电池	电力设备	89.18	59.11	26.55	12.67	27.31	15358
9	工业金属	有色金属	88.77	51.41	14.33	5.43	13.30	11528
10	白酒II	食品饮料	87.80	20.22	8.34	3.26	-8.25	1376
.....
114	汽车服务	汽车	17.05	56.78	-20.02	-25.10	-20.99	571
115	普钢	钢铁	16.23	58.94	-4.75	-3.69	2.17	11521
116	房地产服务	房地产	15.64	55.43	11.06	-2.36	-7.98	337
117	照明设备II	家用电器	14.53	35.75	6.48	6.26	6.61	215
118	房地产开发	房地产	13.61	75.08	-16.02	-9.11	-12.65	64659
119	教育	社会服务	12.54	46.16	-23.98	-20.35	-15.12	194
120	渔业	农林牧渔	9.50	58.58	0.26	-4.13	-3.68	129
121	电视广播II	传媒	8.97	40.57	2.06	-1.83	-1.05	822
122	焦炭II	煤炭	8.51	57.38	-17.11	-6.46	1.53	660
123	一般零售	商贸零售	7.44	59.91	-7.20	-9.60	-5.38	5613

注：2025 年度数据为估算。景气度周期为 2023 年第 4 季度至 2025 年第 3 季度。

五、结论：2026 年应该更加乐观

回望过去五年的中国经济，不可谓不难。从中观产业/行业视角来看，无非有三个因素：其一，受到 2017 年以来中美贸易摩擦、疫情多轮爆发、房地产深度调整等一系列内外因素叠加影响，传统产业与房地产业板块失去了动能；其二，传统“投资驱动”模式难以为继，包括煤炭、石油石化、有色金属、钢铁等在内的周期性板块进入低谷；其三，以电子元件、电力设备、新能源车等为代表的战略性新兴产业尚处于发展初期，难以弥补旧动能的缺口。

展望 2026 年，这三个“难点”都在发生变化。

第一，传统产业板块呈现企稳复苏信号。去年下半年以来，物价水平回升、企业预期改善、净出口快速增长等积极信号表明，2026 年国内外政策环境及疫情“疤痕效应”均有望进一步改善，因此，此前受各种内外因素影响较大的传统行业有望进入复苏通道。

第二，周期性板块可能迎来新一轮上行周期。2025 年中央经济工作会议明确将“内需主导”作为首要任务，明确财政政策要保持“更加积极”，要将“投资与物”与“投资于人”紧密结合。作为“十五五”规划开局之年，2026 年有望启动新一轮投资周期，带动周期性板块需求回暖。尤为关键的是在全球电气化、

自动化、智能化趋势的强力带动下，以有色金属为代表的行业已经有了新的成长逻辑，料将保持高景气度。

第三，战略性新兴产业从幼稚逐步走向成熟，部分行业进入大规模推广阶段。无论从宏观层面的投资结构，还是中观层面的产业表现来看，高端制造业都已填补了房地产市场留下的动能缺口。其中多数战略性新兴产业已从技术探索和试点示范，转向技术日臻成熟、市场规模日益扩大的成熟推广阶段。这意味着，新动能已经有资格担纲推动中国经济持续向好的重任。

展望 2026 年，旧动能企稳，新周期开启，新动能崛起，我们有充分理由保持更加乐观的态度。

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。

