

中国 经济观察

2026年二季度



目录



要点综述

2



经济走势

4

- 一季度经济有力起步，供需分化有所改善 5
- 政策靠前发力，固定资产投资止跌回稳 11
- 假期效应提振消费活力，内生复苏动能仍待夯实 23
- 供需格局持续优化，物价温和回升向好 27
- 货币政策协同财政发力，金融稳固支持实体经济 30
- 外贸首季迎双增，结构优化显质效 34
- 中国香港经济强劲扩张 39
- 全球经济动能减弱 43



资本市场

51

- A股市场有所回调，能源与增长主线接棒科技 52
- 债券收益率区间震荡，信用结构持续优化 56
- 人民币汇率逆势升值，双向波动弹性增强 59



附表：主要经济指标

62

要点综述

2026年中国经济在政策靠前发力、外需带动下有力起步。一季度实际GDP同比增长5.0%，较去年四季度加快0.5个百分点，达到年初两会设立区间经济增速目标“4.5%-5%”的上沿。开年经济运行存在两大结构性亮点。一是国内供需格局改善，名义增长迎来修复，一季度名义GDP增速由去年四季度的3.8%上行至4.9%，GDP平减指数于12个季度以来首次接近零增长。名义增长的快速修复，一方面得益于重点行业产能治理与“内卷式”竞争综合整治持续显效。另一方面，在中东冲突影响下，国际油价上行助推我国物价温和回升。二是国内新旧动能切换加速。房地产投资持续缩量，同期新兴与未来产业加速发展，一季度高技术产业投资与生产增速均超出全行业水平，人工智能、航空航天、生物医药等领域表现亮眼。

一季度我国经济起步有力，主要经济指标好于预期，但地缘政治波动给我国后续经济发展带来不确定性。4月政治局会议明确要增强信心，以更大力度和更实举措抓好经济工作，系统应对外部冲击挑战。下一阶段，政府将用足用好年初存量政策，保证政策实施的精准有效，在持续扩大内需、优化供给的同时，更好统筹发展与安全，支持全年经济高质量发展。

产出方面，一季度工业生产保持较高景气，规模以上工业增加值增速达6.1%，较去年全年的5.9%进一步上行。四点原因支撑年初工业生产走强，一是出口旺盛带动相关产品如集成电路生产节奏加快。二是国内新质生产力加速培育，高技术产业产值增速保持高位，达12.5%。三是受春节长假效应影响，当期销售表现较好的粮油食品、服装鞋帽产品生产走强。四是中东冲突使得国内油气生产节奏加快。下一阶段工业生产有望延续高景气。一是短期出口韧性犹存，中东冲突推升供应链风险，海外企业当前出现预防性囤货行为，4月美国制造业PMI初值进一步上升至54.0，创2022年5月以来新高，全球需求仍然偏强。二是4月政治局会议强调加快建设现代化产业体系，新兴产业与未来产业有望迎来加速布局，高技术产业生产活动或将延续高位。三是为保障国内能源安全，政府后续将推进新型能源体系建设，相关产业后续存在扩产空间。

消费方面，一季度社会消费品零售总额同比增长2.4%，增速较上季度加快0.8个百分点。在各地政府发放春节消费券、举办文旅消费活动、实施新一轮以旧换新补贴等促消费举措共同拉动下，一季度商品和服务消费均有所回暖。其中，服务零售额同比增长5.5%，高于商品零售额3.3个百分点，继续充当拉动消费复苏的重要力量。但也要看到，当前居民就业收入预期依然偏弱，消费倾向下行趋势尚未根本性扭转，消费内生复苏动能仍需进一步夯实。展望下一阶段，相关促消费政策有望持续优化加码，深化以旧换新政策效能、壮大服务消费规模，为消费平稳运行形成有力托底。随着城乡居民增收计划与《加快培育服务消费新增长点工作方案》深入推进，叠加个人消费贷款贴息等财政金融政策组合拳的协同发力，通过稳就业、强保障提振居民收入预期，通过优供给、降门槛充分释放消费潜力，全方位打通消费堵点，推动消费市场稳步复苏向好。

投资方面，一季度固定资产投资增速达1.7%，高于去年四季度的-12.8%，也高于去年全年的-3.8%。伴随财政政策靠前发力，一季度重大建设项目密集开工，企业设备购置器具投资节奏加快，基建与制造业投资增速分别上行至8.9%、4.1%，分别较去年全年加快8.3、3.5个百分点，带动总体投资增速止跌回稳，成为开年经济修复的主导因素。展望下一阶段，投资增速将维持韧性。首先，二季度中央政府将加快债券发行与预算内资金拨付，推动条件成熟重大工程项目开工，着力稳定基建投资。其次，伴随超长期国债发行以及新型政策性金融工具有序投放，二季度制造业投资也将获得支撑。第三，虽然一季度房地产投资增速仍为负增长，但伴随地方政府将持续压降土地供应规模、主动回收房企闲置土地，房地产去库进程则有望加快，而伴随着库存压力的缓释，房企投资意愿也将迎来改善。

出口方面，一季度全球制造业景气度保持高位，我国出口表现强劲，增速达14.7%，较2025年同期大幅提高8.9个百分点。贸易伙伴方面，凭借完备的产业配套，中国持续在为各国产业发展提供稳定可靠的生产供给，一季度对新兴市场与传统贸易伙伴出口增速同步走强。产品方面，得益于全球人工智能产业链高景气拉动，集成电路出口同比增长77.5%，拉动出口达3.7个百分点。而在全球能源转型诉求下，“新三样”产品出口表现同样出色，拉动出口增长2.5个百分点。展望下一阶段，在全球AI投资需求与能源转型诉求推动下，我国凭借全产业链优势，出口表现将保持一定韧性。但当前外部环境依然复杂严峻，若中东冲突局势超预期发展，能源价格长时间保持在较高位置，将抑制全球经济增长，并对后续我国出口表现造成一定扰动。

财政政策方面，一季度公共财政收入达6.1万亿元，增速由去年全年的-1.1%转正至2.4%，收入进度达27.9%，快于过去两年同期水平。开年财政收入实现较快增长，主要受益于经济基本面改善、资本市场表现活跃度提升以及境外投资收益等规范征收政策加速落地等共同拉动。一季度全国公共财政支出7.5万亿元，增速较去年全年的1.0%上行至2.6%，且支出进度达24.9%，为近5年最快，财政靠前发力特征明显，有效支持开年投资企稳以及消费修复。从结构上看，当前政府支出重心仍在民生领域，一季度民生领域支出同比增长6.2%，较去年全年的4.5%进一步上行，且高于年初设定的全年预算目标增速5.6%。展望下一阶段，财政支出将保持较快节奏，7,550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债将于6月底前基本下达完毕，同期8,000亿政策性金融工具也将有序投放，支撑二季度基建、制造业投资保持延续一季度修复趋势。

货币政策方面，2026年开年，央行即落地“降息+增量+扩容”组合拳，结构性工具利率全面下调25个基点，支农支小、科技创新与技术改造再贷款额度分别增加5,000亿元和4,000亿元，并新设1万亿元民营企业再贷款，合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具，同步拓展碳减排、服务消费与养老再贷款工具覆盖范围。上述措施在落实金融“五篇大文章”与支持服务业高质量发展方面已经取得显著成效，重点领域信贷投放保持较快增长。展望下一阶段，2026年央行货币政策委员会第一季度例会强调要“用好各类结构性货币政策工具”，并新增“优化工具管理”的表述，表明今年结构性工具可能继续扩容。不过，若后续内需修复不及预期、物价持续低迷，全面降准降息亦存在窗口，当前人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，叠加银行净息差筑底企稳，政策利率与存款准备金率调整的政策弹性依然充足。

国际方面，4月IMF发布最新一期《世界经济展望》报告，将2026年全球经济增长预期从1月的3.3%下调至3.1%。预期下调主要源于中东冲突引发的大宗商品价格上行推升通胀预期，同时扰动贸易与供应链，叠加金融条件边际收紧，对全球需求形成压制。短期内，冲突的持续时间与范围是核心变量。若扰动于2026年中期消退，经济将温和增长。但从中期视角看，全球经济前景面临显著的下行风险。若冲突及高油价持续更长时间，2026年全球经济增速可能降至2.5%，通胀率升至5.4%；在严重不利情景下，增速或降至2%左右，通胀率接近6%，全球经济或将濒临衰退。此外，贸易限制措施可能进一步抑制产出，而多数经济体高企的公共债务水平在金融条件趋紧时也将构成压力。但从结构上看，全球经济仍具一定缓冲：技术投资周期尚未逆转，部分大型经济体仍具内生需求支撑。若地缘冲突缓解、能源价格回落，叠加金融条件边际改善，全球经济仍有望回归温和增长轨道。

经济走势

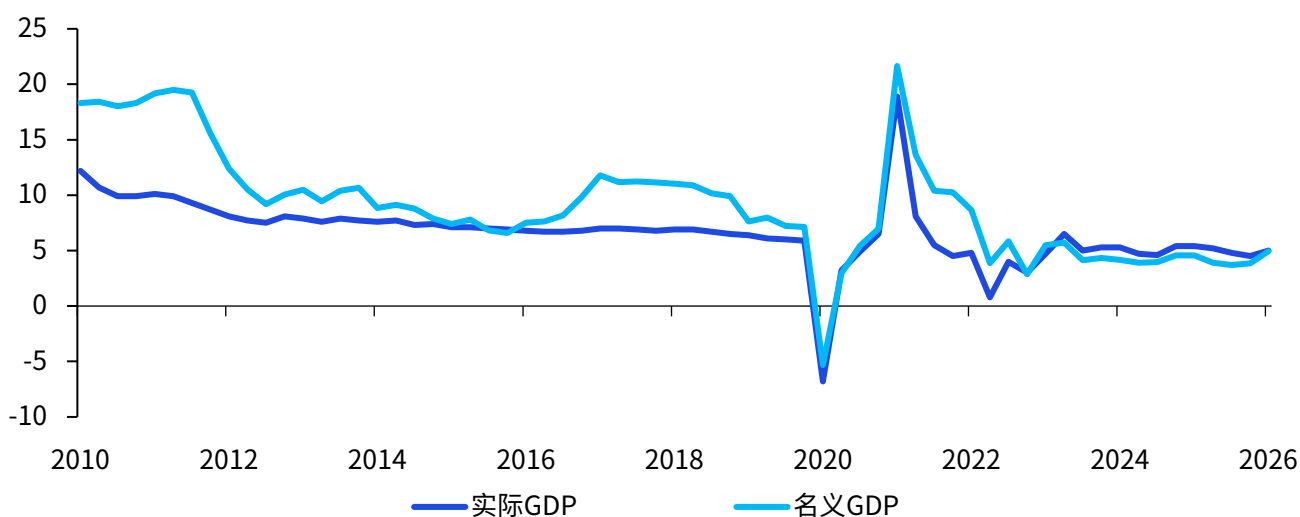


一季度经济有力起步， 供需分化有所改善

一季度我国经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.0%，较去年四季度加快0.5个百分点，达到年初两会设立区间经济增速目标“4.5%-5%”的上沿，在去年同期高基数下实现较快增长，超出市场预期。两点因素支撑年初经济修复，一是外需在科技变革和能源安全背景下继续保持强劲；二是国内政策靠前发力，推动国内需求企稳，固定资产投资由降转增，服务消费较快增长。

一季度经济运行有两大结构性亮点。一是国内供需格局改善，名义增长迎来修复。一季度名义GDP增速由去年四季度的3.8%上行至4.9%，GDP平减指数于12个季度以来首次接近零增长（图1）。名义增长的快速修复，一方面得益于重点行业产能治理与“内卷式”竞争综合整治持续显效，光伏、煤炭等关键行业供需分化格局改善。另一方面，在中东冲突影响下，国际油价上行助推我国物价温和回升，3月PPI同比时隔41个月后转正。名义增长的改善对后续居民收入、企业利润、财政收入修复形成支撑。二是国内新旧动能切换加速。房地产投资持续缩量，但对经济拖累影响持续减弱，同期新兴与未来产业加速发展，一季度高技术产业投资与生产增速均超出全行业水平，人工智能、航空航天、生物医药等领域表现亮眼。总体来看，一季度经济增长兼具“质”与“量”，供需分化格局改善，经济新动能加速培育，为全年经济高质量发展打下坚实基础。

图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

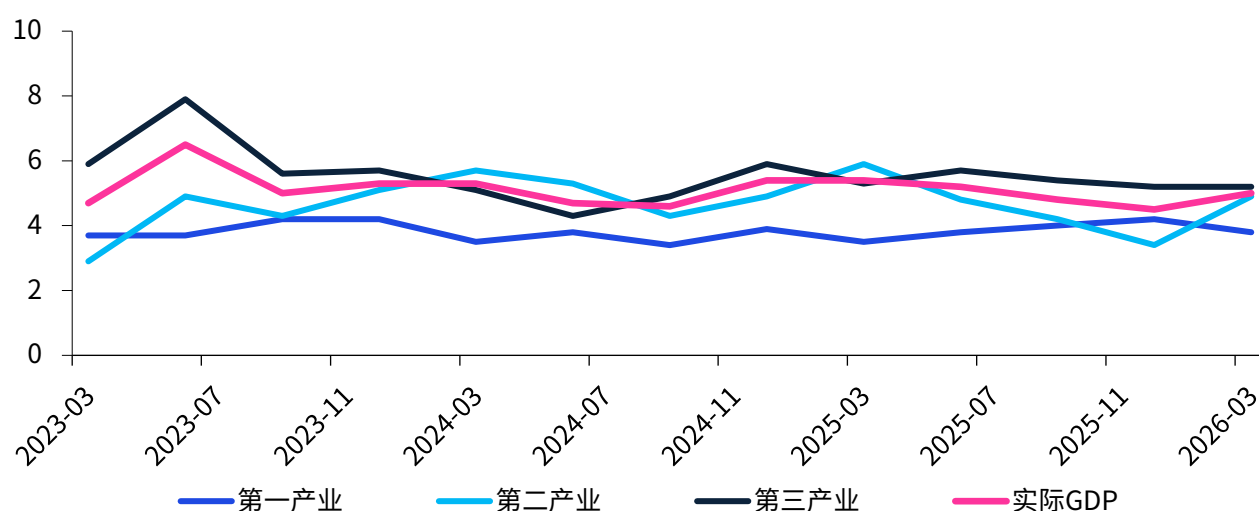
需要注意的是，下一阶段经济增长存在运行仍存隐忧。一是若中东冲突局势升级，能源价格可能超预期上行，拖累全球经济增长，届时我国出口可能放缓，输入性通胀压力上行，推升经济下行压力。二是内需修复前景也存在诸多不确定性。当前国内青年人失业率仍然偏高，居民收入预期偏弱，对未来消费改善形成掣肘。另外，地缘扰动下企业经营环境不确定较高，未来投资决策也将趋向谨慎。

一季度我国经济起步有力，主要经济指标好于预期，但地缘政治波动给我国后续经济发展带来不确定性。4月政治局会议明确要增强信心，以更大力度和更实举措抓好经济工作，系统应对外部冲击挑战。下一阶段，政府将用足用好年初存量政策，保证政策实施的精准有效，在持续扩大内需，优化供给的同时，更好统筹发展与安全。

扩内需方面，投资仍然是主要抓手，二季度政府债券发行或保持较快节奏，各项预算资金将加快拨付使用，推动条件成熟的重大工程项目开工。消费方面则将深入实施服务业扩能提质行动，发挥服务消费带动作用。同时强化就业优先导向，进一步稳定居民就业与消费预期。优化供给方面，将持续加强科技创新，加快新兴产业发展，同步加快实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态。统筹发展与安全方面，政策将着力提高能源资源安全保障水平，加快构建新型能源体系。同时努力稳定房地产市场，稳定和增强资本市场信心，持续化解重点领域风险。

分产业观察，一季度我国三次产业增速分别达3.8%、4.9%、5.2%，相较去年四季度，第一产业增速回落0.4个百分点，第二产业生产增速上行1.5个百分点，工业与建筑业表现分化，规模以上工业增加值一季度增速达6.1%，较上年四季度加快1.1个百分点。建筑业产值仍然受地产投资拖累，一季度同比增速达-3.8%，较去年四季度的-2.5%进一步走弱。第三产业增速则与去年四季度持平达5.2%（图2）。

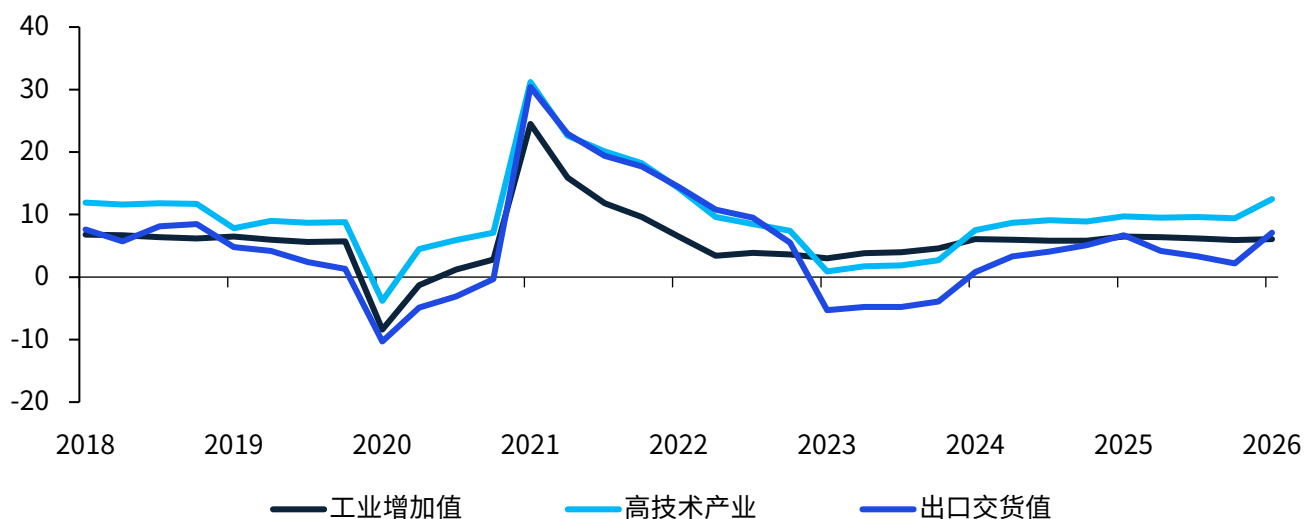
图2 三次产业增加值，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

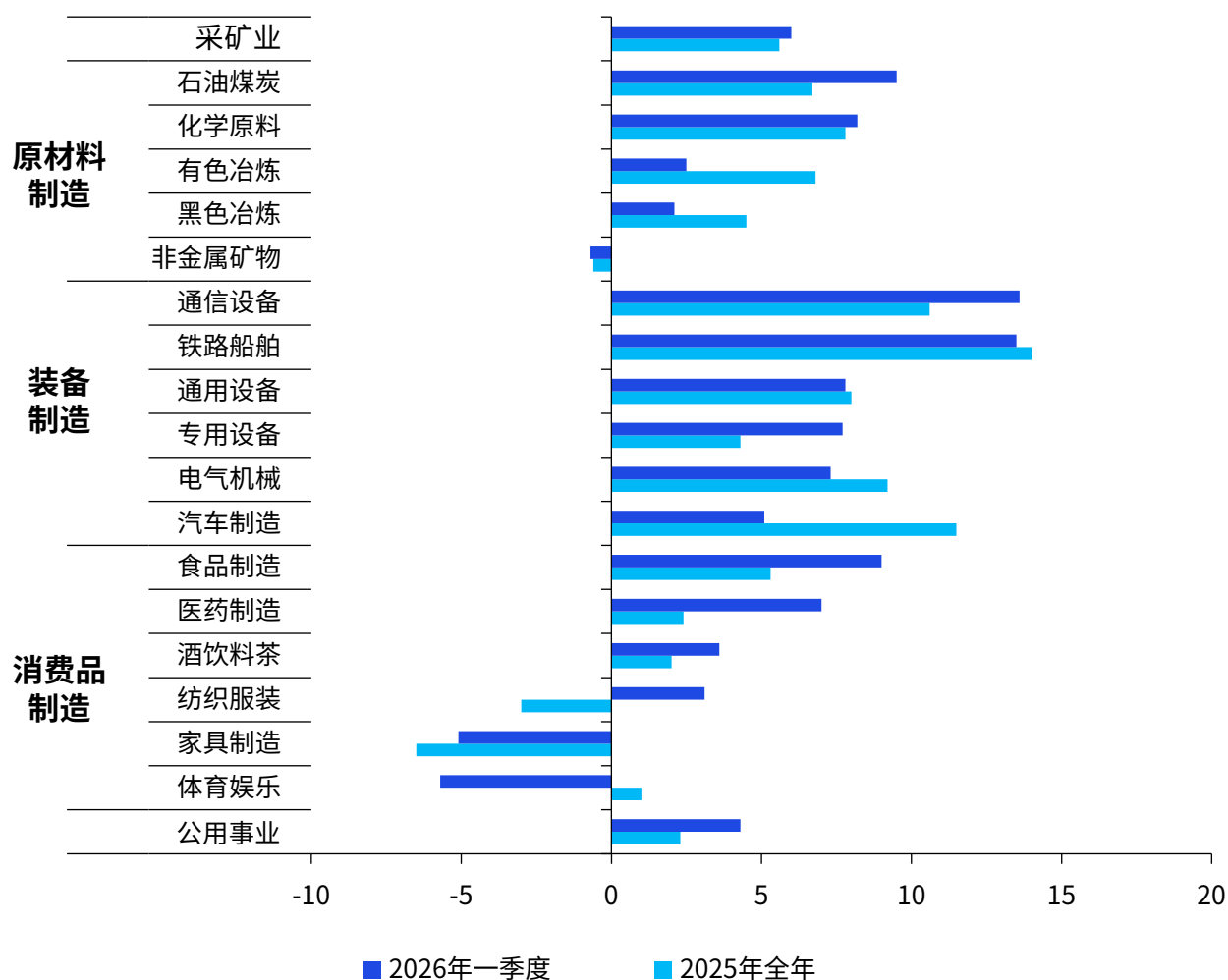
一季度工业生产走强得益于四点原因。一是外需超预期走强，规模以上工业企业出口交货值同比由去年四季度的-1.1%上行至7.1%。旺盛的出口需求对年初集成电路、手机、船舶、汽车生产表现形成支撑。二是国内新质生产力加速培育，人工智能、航空航天、生物医药产业表现亮眼，高技术产业一季度增加值同比达12.5%，拉动规模以上工业增长2个百分点（图3）。电子设备制造、运输设备制造、医药制造业一季度增加值增速分别达13.6%、13.5%、7.0%，拉动同期工业产值增速上行1个百分点，较去年全年多增0.3个百分点。第三，在春节长假效应带动下，一季度粮油食品、服装消费表现亮眼，带动食品饮料、纺织服装相关产业拉动工业增加值增速0.6个百分点，较去年全年多增0.25个百分点。最后，3月中东冲突对国内油气、化工产品供应带来扰动，同期国内油气煤炭、化学原料生产节奏提速，拉动总体产值增速1.2个百分点，较去年全年多增0.2个百分点（图4）。需要注意的是，虽然一季度工业生产有多项积极因素支持，但“反内卷”重点行业生产延续克制，电气机械、黑色金属冶炼、汽车制造增加值同比均较去年全年放缓，行业供需分化格局持续改善。

图3 规模以上高技术产业、出口交货值增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图4 分行业规模以上工业企业增加值增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

一季度服务业表现总体稳健，产值增速与去年四季度持平。生产性服务业中，金融、信息技术服务业扩张加快。一季度国内资本市场活跃，沪深主板A股成交额同比达69%，A股IPO募资规模同比达57%，推动一季度金融业产值增速由四季度的3.3%上行至6.5%，为2026年一季度以来最高值。另外，开年以来人工智能商业化规模化应用取得阶段性突破，一季度我国日均词元调用量已突破140万亿，较2025年末增长超40%，推动信息技术服务业产值增速保持高位达10.6%。居民生活服务业扩张节奏偏缓，批发零售、交通运输、住宿餐饮产值增速均低于GDP总体增速，也低于去年同期水平，显示当前优质服务供给水平仍然偏低，对居民服务消费需求改善形成制约。

总体而言，一季度我国工业生产节奏加快，服务业增速保持稳健，经济新动能加速培育。下一阶段，工业生产有望延续高景气，一是短期出口韧性仍存，中东冲突推升供应链风险，海外企业当前出现预防性囤货行为，4月美国制造业PMI初值进一步上升至54.0，创2022年5月以来新高，全球需求仍然偏强。二是下阶段政策持续布局新兴产业，高技术产业生产活动或将延续高位。三是为应对地缘冲突的不确定性，保障国内能源安全，政府后续将加快推进新型能源体系建设，相关产业后续存在扩产空间。与此同时，服务业产业也有望在下一阶段得到扩张。4月21日国务院印发《推进服务业扩能提质的意见》（下称《意见》）（表1），明确到2030年，服务业总规模将从现在的80万亿元，迈上100万亿元台阶。发展方向上，《意见》明确推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，促进生活性服务业高品质多样化便利化发展，未来科技、物流、金融等生产性服务业，以及家政、养老托育等居民生活性服务业有望得到更多针对性财政金融政策支持。

表1 《国务院关于推进服务业扩能提质的意见》包含重点发展服务业行业

到2030年，服务业高质量发展取得明显进展，服务业总规模迈上100万亿元台阶	
全链条补强生产性服务业薄弱环节	
科技服务	研发设计
	知识产权
	科技成果转化
	检验检测认证
现代物流服务	货物运输
	仓储
	批发
软件信息服务	软件
	信息传输
	数据和信息技术
金融服务	银行、证券和保险
	融资租赁
节能环保服务	节能降碳
	环境治理
	回收利用
商务服务	法律和咨询
	人力资源管理

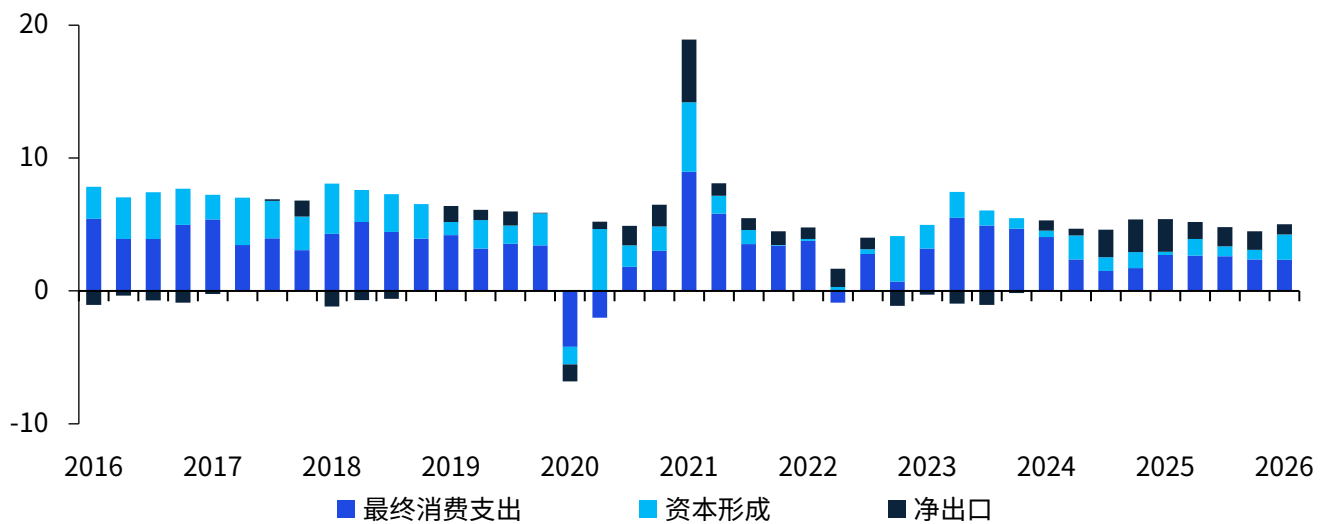
续：表1 《国务院关于推进服务业扩能提质的意见》包含重点发展服务业行业

提升生活性服务业重点领域发展能级	
居民服务	社区家政
	零售
养老托育服务	养老
	托育托幼
健康服务	医疗卫生
	预防保健
文旅体服务	文化和旅游
	体育健身
	住宿餐饮

资料来源：《国务院关于推进服务业扩能提质的意见》，毕马威分析

从需求视角来看，一季度最终消费支出拉动GDP增长2.4个百分点，对GDP同比贡献率达46.7%，仍是经济增长最大拉动项。一季度国内消费在春节长假效应及文旅消费政策推动下温和修复，但由于今年“以旧换新”政策力度较去年退坡，消费对经济的带动作用低于去年同期以及四季度水平。资本形成拉动一季度GDP增长1.9个百分点，对GDP同比贡献率达38.0%，显著高于去年同期的4.7%以及四季度的16%。开年财政政策靠前发力，大型项目集中开工，叠加新质生产力产业快速发展，一季度基建投资、制造业投资增速止跌回稳，是开年经济快速修复的主要拉力。净出口拉动一季度GDP增长0.8个百分点，对GDP同比贡献率达15.3%，低于去年同期的45.2%，也低于去年四季度的31.1%。虽然一季度出口表现强劲，但同期进口同比也上行至22.7%，显著高于去年四季度的2.9%，进出口同步走强，一季度贸易顺差实际与去年同期持平，净出口对开年经济拉动作用有限（图5）。

图5 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点

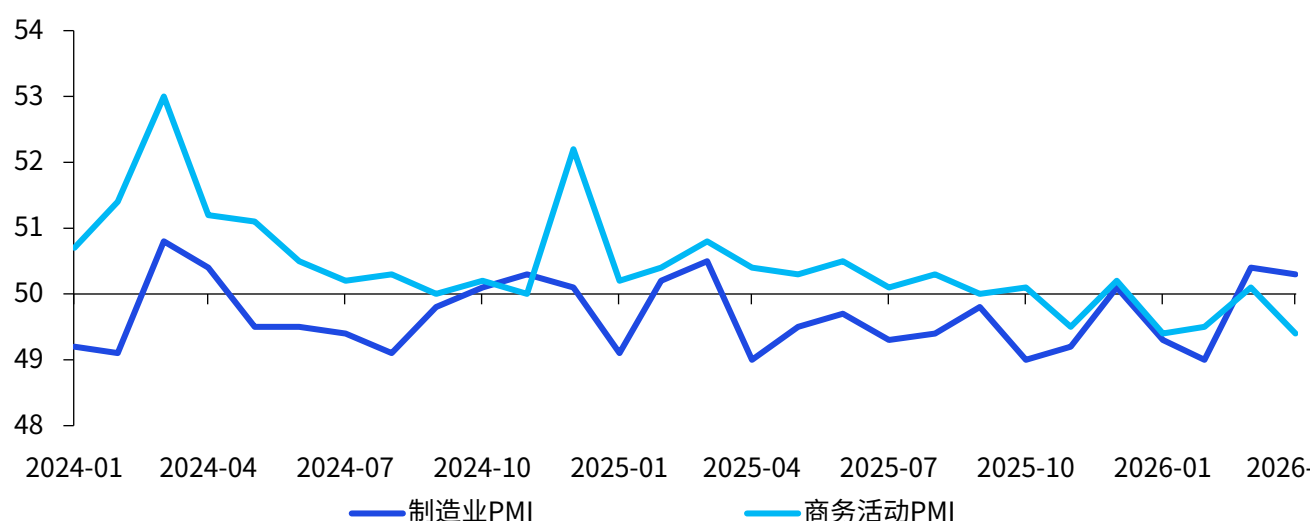


数据来源：Wind，毕马威分析

从经济景气指标观察，二季度初经济表现维持韧性。4月制造业PMI达50.3%，保持在荣枯线以上，虽然较前值走弱0.1个百分点，但显著高于历史同期水平（图6）。从分项指标观察，4月外需保持强劲，内需相对偏弱，4月出口新订单指数环比上升1.2个百分点达50.3%，时隔近两年重返荣枯线以上，环比强于历史同期水平。而新订单指数达50.6%，虽然处于扩张区间，但环比回落1个百分点，显示内需仍然偏弱。外需走强带动国内生产表现，企业补库意愿回升。4月生产指数环比上升0.1个百分点达51.5%。原材料库存与产成品库存指数达49.3%、47.5%，较上月上行1.6与0.8个百分点。价格方面，中东冲突对我国物价扰动延续，4月原材料购进价格与出厂价格但仍然保持在较高位置，分别达63.7%，54.5%，环比回落幅度明显低于历史水平，显示中东冲突对国内物价扰动仍然存在，且原材料价格与出厂价格指数差距在4月走扩，企业成本上行压力加大。但受益于一季度利润修复以及超预期走强外需，企业生产经营活动预期指数逆势上行至54.4%，较上月环比上升1.1个百分点，明显高于历史同期环比。总结来看，当前中东冲突对海外经济的冲击短期存在明显缓冲，我国外需仍有一定支撑，但还需跟踪战局和海峡封锁情况，关注潜在的供应链风险。此外，输入性通胀对成本和利润分配可能会有扰动，但对通胀从较低读数区间明显抬升也有积极意义。

4月非制造业商务活动指数达49.4%，环比下降0.7个百分点，建筑业与服务业商务活动指数均降至荣枯线以下。其中建筑业PMI环比下降1.3个百分点至48%，弱于历史同期表现。结构上，房地产与基建表现持续分化，其中房屋建筑业指数仍在50%以下，而土木工程建筑业指出达52%以上，但较前值回落3个百分点，二季度投资修复进程仍有待巩固。服务业PMI环比下降0.6个百分点达49.6%，降至荣枯线以下水平，环比表现弱于季节性。4月居民商品、生活服务消费需求延续低迷，批发零售、居民服务行业景气指数较前值走弱。节假日相关行业景气度则仍然偏高，受清明假期影响，住宿业和文体娱乐业指数均升至55%以上，餐饮业、铁路、道路与航空运输业景气度均有不同程度提升。新兴产业景气度同样保持高位，电信广播电视和卫星传输服务业维持55%以上，互联网及软件信息技术服务业商务活动指数连续2个月环比上升，升至54%以上。总结来看，4月制造业景气度延续高位，政府短期稳增长诉求持续偏弱，涵盖居民消费、基建相关行业的非制造业景气度较3月回落。其中居民商品、生活服务消费情绪低迷，拖累总体服务行业景气度，而地产持续去库存、地方政府支出节奏放缓使得建筑业景气度较3月回落。下一阶段，为应对外需不确定性，4月政治局会议已针对稳定投资、扩消费做出增量政策安排，预计二季度后续月份，非制造业景气度将迎来阶段性企稳。

图6 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



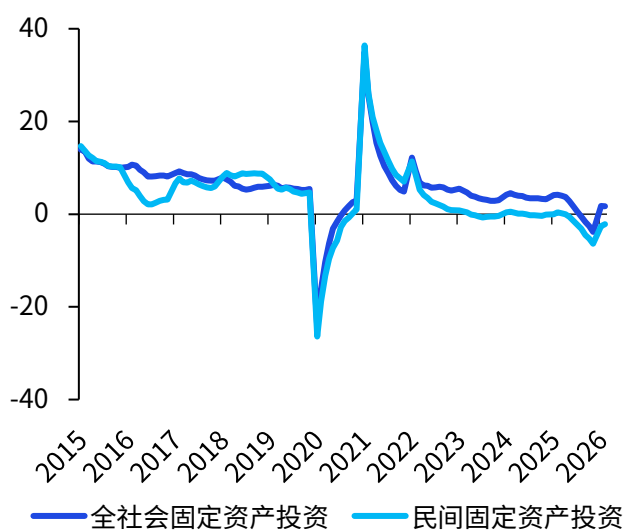
数据来源：Wind，毕马威分析

政策靠前发力， 固定资产投资止跌回稳

一季度固定资产投资增速达1.7%，高于去年四季度的-12.8%，也高于去年全年的-3.8%。开年投资增速由负转正，成为经济修复主导因素（图7）。

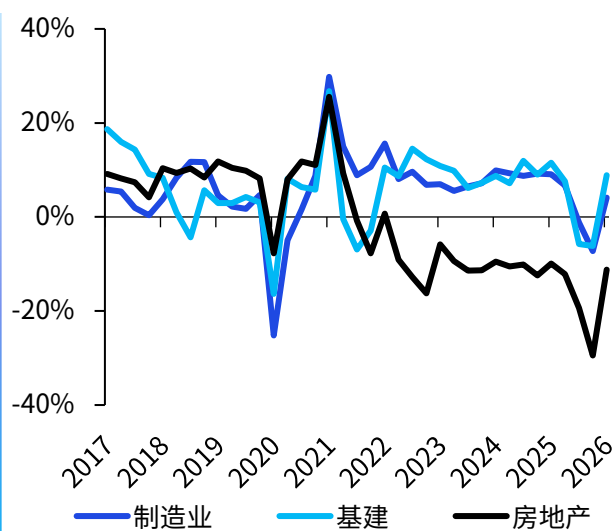
一季度投资表现呈现出三点结构特征。一是基建投资改善幅度最大。一季度基建投资增速由四季度的-6.2%上行至8.9%，高于同期制造业的4.1%，也高于房地产投资的-11.2%，是一季度投资增速最大拉动项。二是新兴产业投资动能较强。一季度高技术产业投资增长7.4%，高于总体投资增速，且在人工智能应用规模化发展背景下，高技术服务业投资由去年全年的3.5%上行至12.3%。三是民间投资意愿仍然偏弱。一季度民间投资同比达-2.2%，明显低于中央企业投资增速23.5%。当前民营房地产企业融资渠道不畅，对民营整体投资水平形成较强拖累。同时，民营企业参与重大建设项目与新兴产业意愿仍然偏弱，代表国央企的大型企业制造业PMI指数始终强于代表民营企业的小型制造业PMI表现（图8）。

图7 固定资产投资增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门增速，当季同比，%

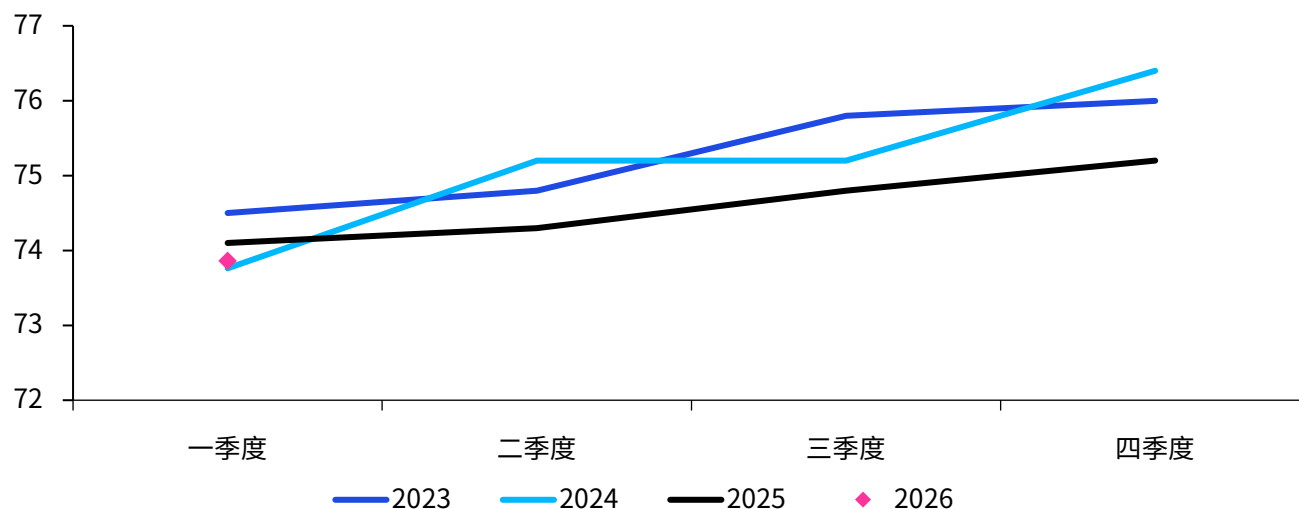


数据来源：Wind，毕马威分析

设备更新叠加新兴产业扩容，制造业投资温和修复

2026年一季度，制造业投资同比达4.1%，增速较去年四季度回升11个百分点。开年制造业投资改善主要受益于设备更新政策与新兴产业加速扩张。但由于一季度国内产能利用率依旧偏低，“反内卷”政策背景下，企业对扩大产能持谨慎态度，制约本轮企业投资回升幅度（图9）。

图9 制造业产能利用率，当季值，%

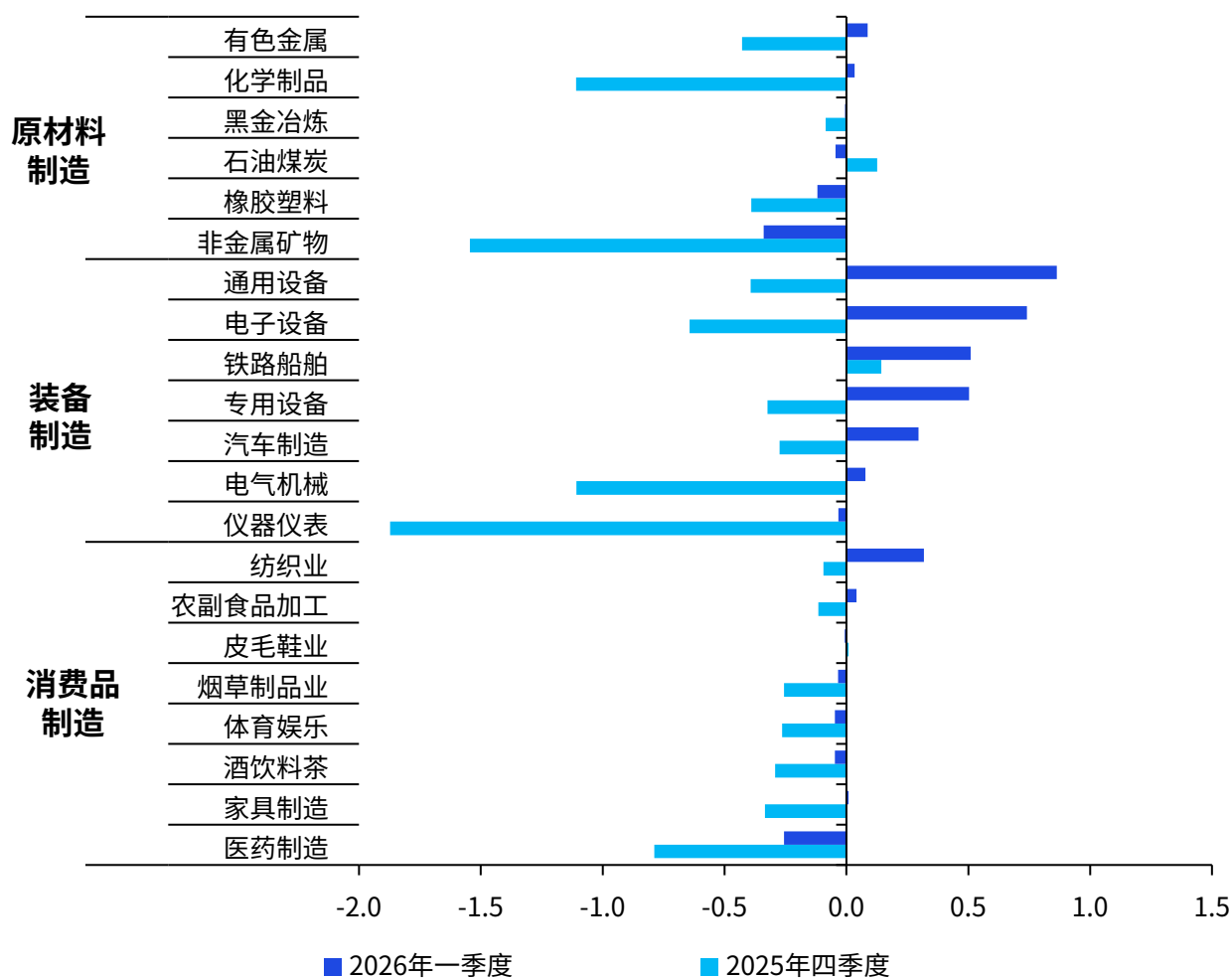


数据来源：Wind，毕马威分析

四方面原因支持一季度制造业投资修复。一是今年设备更新资金在1月提前下达，时间早于去年，支撑一季度设备工器具购置投资增长13.9%，增速较去年四季度回升6.6个百分点，同期通用设备、专用设备投资改善，拉动制造业投资增速0.8个百分点，较去年四季度提高3.1个百分点（图10）。二是在去年末5,000亿政策性金融工具投放支撑下，开年各地区因地制宜发展新质生产力，推动新动能相关投资实现较快增长。一季度高技术制造业投资增速达5.2%，高于总体水平，其中电气机械、电子设备、运输设备投资拉动总体增速1.1个百分点，较去年四季度回升3.5个百分点。三是春节长假效应影响下，一季度食品制造、纺织服装产销旺盛，投资同样迎来修复，拉动一季度增速0.8个百分点，较去年多增1.8个百分点。四是年初上游行业利润改善，驱动投资修复。举例来说，有色金属、化学原料行业受益于涨价因素，今年前两月利润增速分别高达99.9%、35.9%，一季度投资增速同步上行至3.7%，0.4%，合计拉动制造业投资0.1个百分点，较2025年四季度提升1.7个百分点。总结来看，上述因素支撑下，一季度制造业上、中、下游投资热度均有改善。中游装备制造业、下游消费品制造业分别拉动制造业整体投资增长2.8个百分点和0.3个百分点（图11），拉动效应较去年四季度分别提升8.3个百分点和3.7个百分点。上游原材料制造业尽管仍对整体投资形成一定拖累，但在拖累程度较上季度收窄3个百分点。

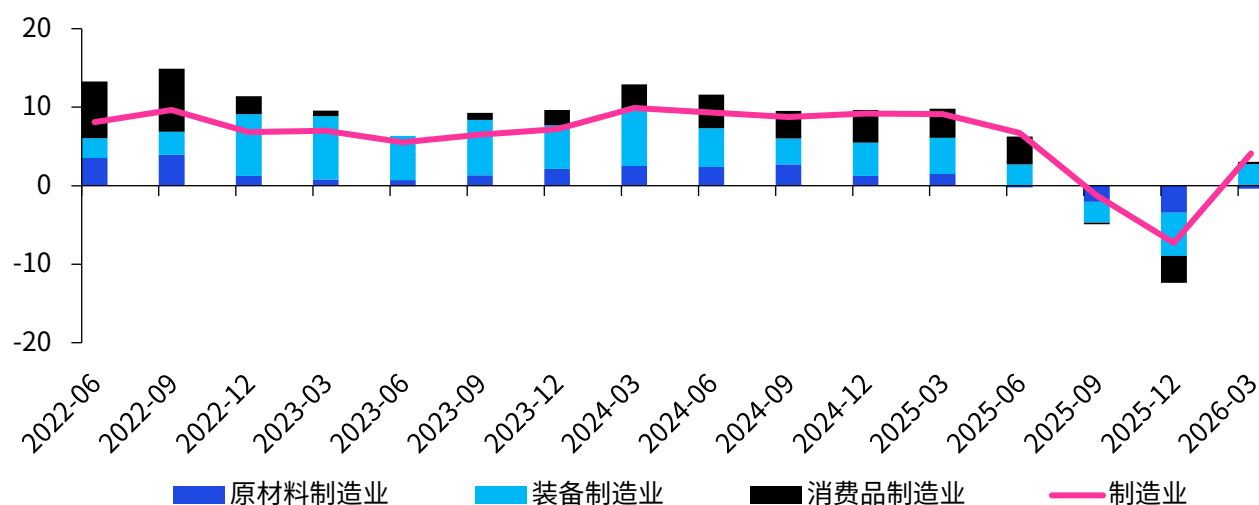
展望下一阶段，伴随设备更新政策持续推进，新兴产业加速布局，制造业投资有望保持韧性。一方面，超长期特别国债已于四月正式启动发行，第二批设备更新超长期特别国债资金有望加快下达，叠加“人工智能+”行动的深入推进，传统产业智能设备采购需求将维持高位。另一方面，下阶段政府将持续发展新兴产业，高技术产业投资仍是制造业投资的重要拉力。同时政策还将聚焦数字经济、人工智能、商业航天等高成长性领域，推出一系列促进民间投资的政策和改革举措，民间资本将成为制造业企稳注入新动能。但需同步关注后续制造业超预期走弱的三点风险，一是部分行业如消费品制造业、汽车制造业未来面临上游原材料涨价、下游需求收缩的风险，投资动能可能较一季度回落。另外，中东局势持续紧张，高技术产业可能面临关键环节供应链中断风险，抑制企业新增投资规模。最后，4月政治局会议延续去年中央经济工作会议表述，提出要“深入整治‘内卷式’竞争”，与内卷相关制造业投资上行幅度仍然存在上限。

图10 细分行行业对制造业投资增速拉动，当季值，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

图11 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点



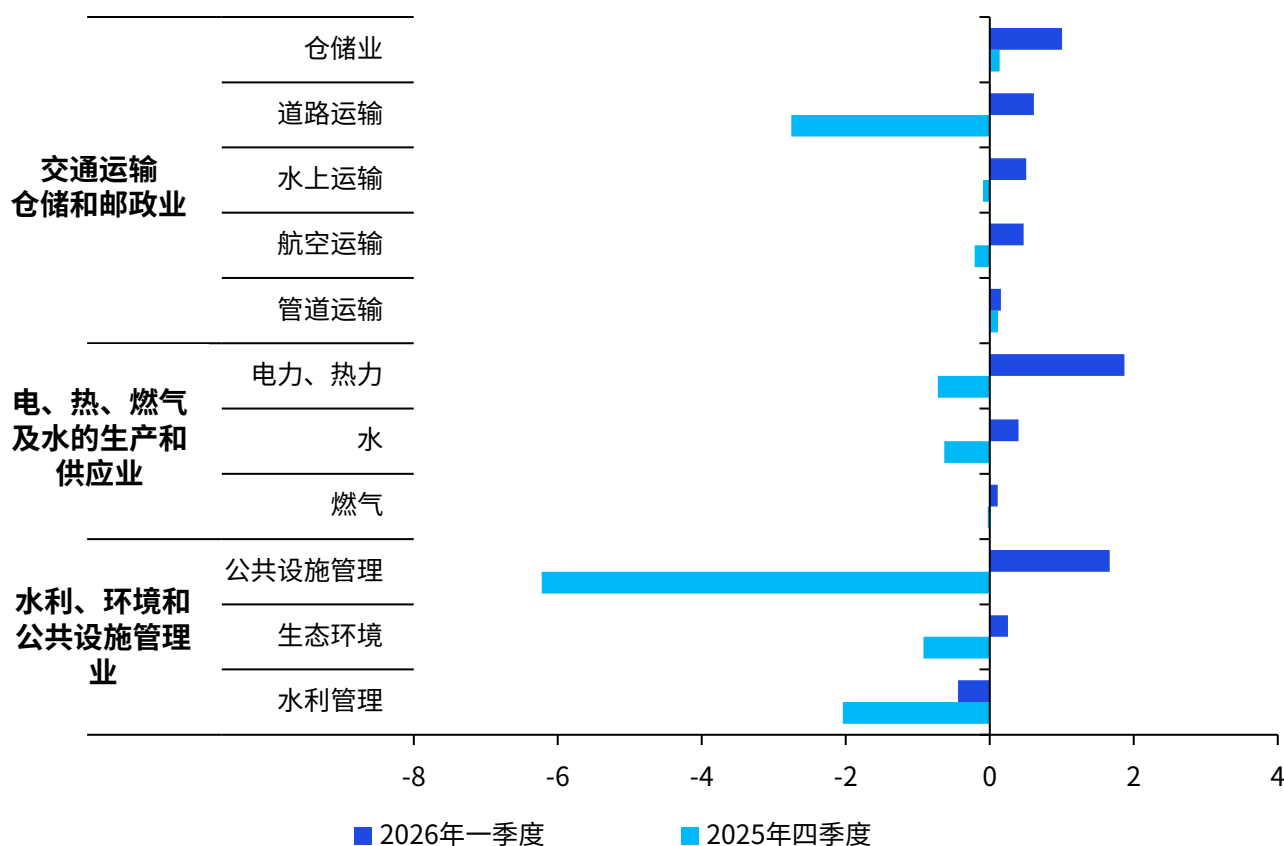
数据来源：Wind，毕马威分析

“十五五”重大项目集中开工，基建投资增速大幅回升

2026年一季度基建投资同比达8.9%，较去年四季度的-6.3%大幅回升，略低于去年同期的11.5%。一季度“十五五”重大工程加快开工建设，成为推动投资止跌回稳的重要因素。

从项目层面来看，年初“十五五”重大项目集中开工，中央主导的铁路、能源项目一季度投资增速较快，推动交通运输投资增速由去年四季度的-8.4%上行至16.3%，拉动本期基建投资增速5.4个百分点。能源项目所在电力、热力燃气及水的生产和供应业投资也在一季度转正，增速由去年四季度的-4.7%上行至9.0%，拉动基建投资增速2.4个百分点。而地方主导的水利、环境公共设施项目增速也实现转正，由去年四季度的-23.7%上行至3.6%，带动一季度基建投资增速1.4个百分点（图12）。

图12 分行业对基建投资的拉动，当季值，百分点

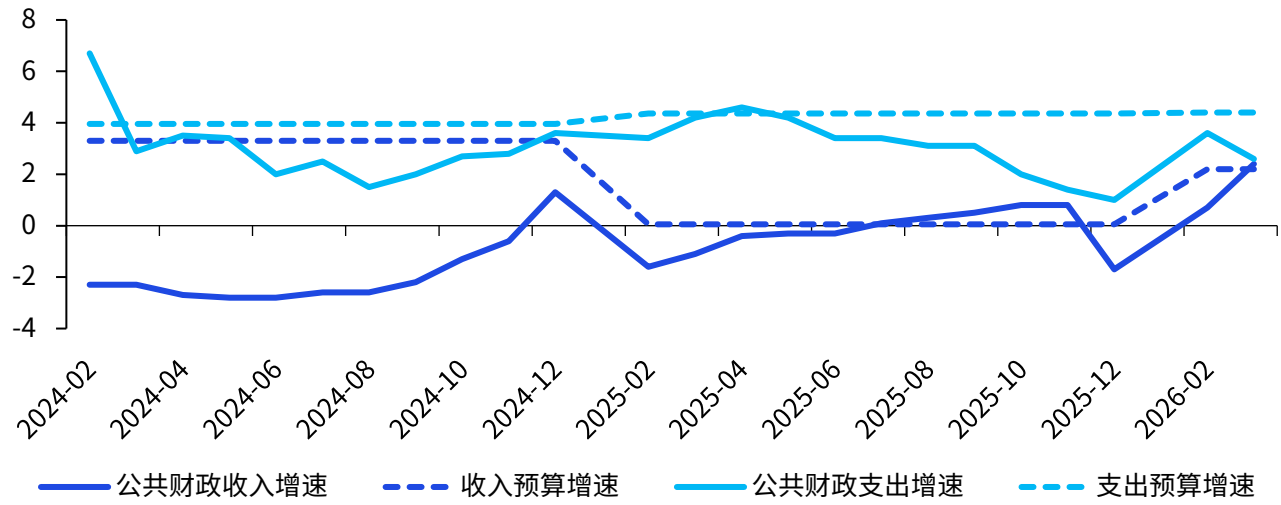


数据来源：Wind，毕马威分析

从资金层面观察，一季度公共财政收入达6.1万亿元，增速由去年全年的-1.1%转正至2.4%，收入进度达27.9%，快于过去两年同期水平。开年财政收入实现较快增长，一则受益于经济基本面改善，反映企业生产热度的增值税一季度比增速达4.9%，拉动收入上行2.1个百分点。二是同期境外投资收益等规范征收政策加速落地，个人所得税同比增长10.5%，拉动收入上行1个百分点。三是开年进口需求强劲、新能源车购税优惠退坡、资本市场表现活跃度提升，进口相关税收、车购税、印花税增速明显改善，三者合计拉动收入增速1.9个百分点。四是一季度地方政府多渠道盘活存量资产，国有资产有偿使用收入增速达7.5%，使得非税收入在较高基数下实现平稳增长，增速达2.9%，拉动收入增速0.6个百分点。

一季度全国公共财政支出7.5万亿元，增速较去年全年的1.0%上行至2.6%，且支出进度达24.9%，为近5年最快。从结构上看，当前政府支出重心仍在民生领域，一季度民生领域支出同比达6.2%，较去年全年的4.5%进一步上行，且高于年初设定的全年预算目标增速5.6%。其中，一季度政府集中发放育儿补贴、加大对基本医疗保险基金的补助，推动卫生健康支出增长12.1%。与其形成对应的是，基建领域支出规模较去年少增248亿元，同比下降1.7%，低于年初预算水平2.6%，当前地方政府投资情绪仍然偏弱（图13）。

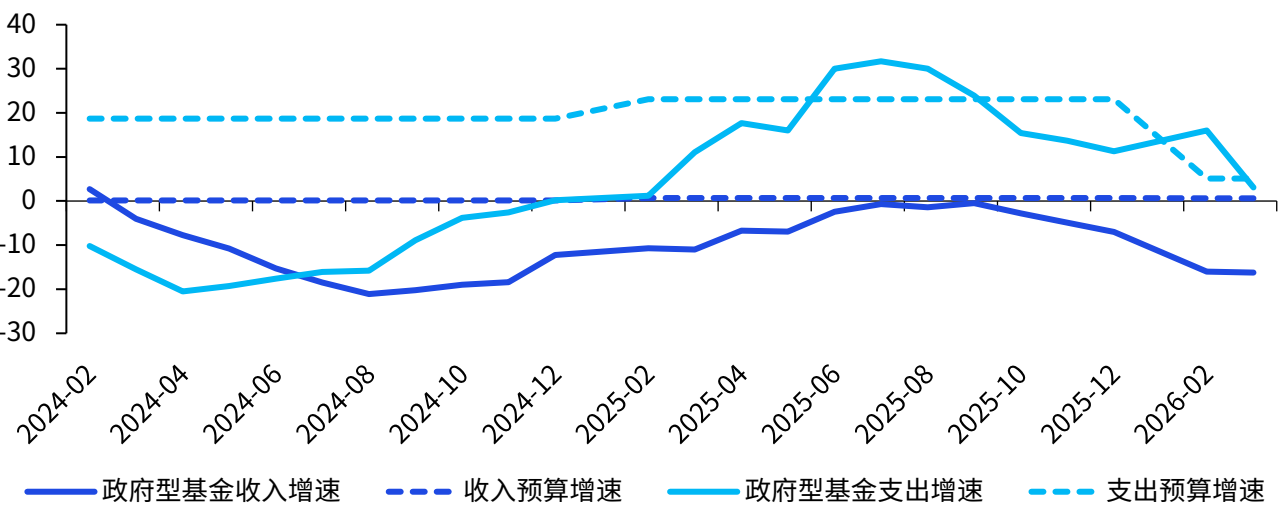
图13 公共财政收入与支出增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

政府性基金方面，一季度政府性基金收入同比下降16.2%，降幅较去年全年的-7.1%进一步走扩，收入节奏显著慢于去年同期，主要是开年以来政府进一步收紧土地供给，一季度土地使用权出让收入同比下降24.4%，拖累总体收入表现。债务发行方面，一季度地方政府专项债发行规模达到1.15万亿元，发行规模较去年同期小幅上行2,000亿元。结合政府性基金收入与债务收入，一季度政府性基金支出增速达3.1%，低于去年同期增速11.1%（图14），受益于专项债用于建设项目占比提升，政府性基金支出用于基建项目资金较去年多增484亿元。

图14 政府性基金收入与支出增速，累计同比，%

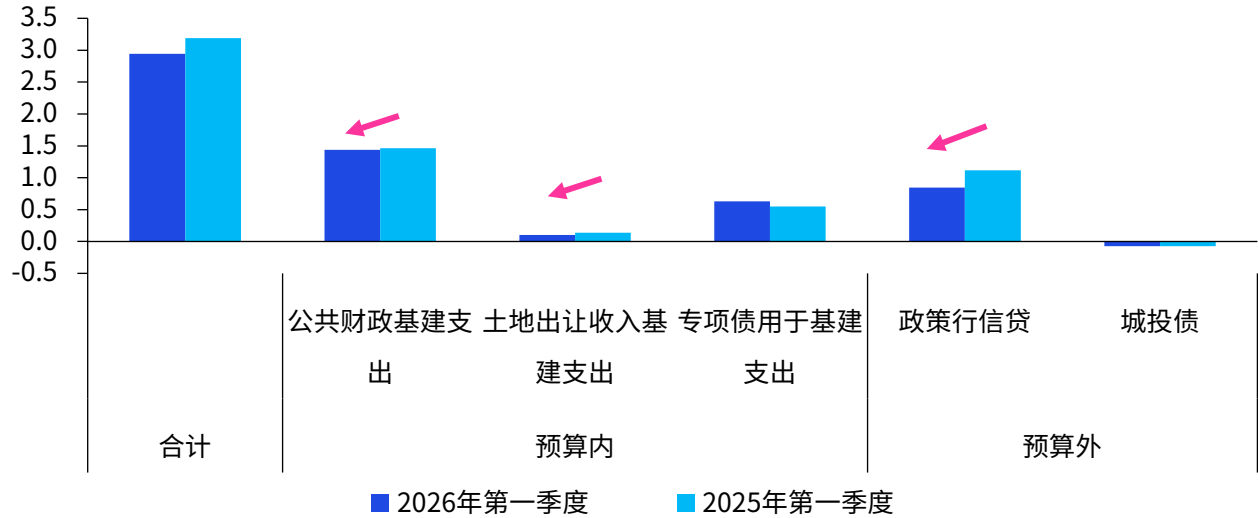


数据来源：Wind，毕马威分析

综合公共财政与政府性基金观察，一季度政府广义支出进度达22.7%，为2019年以来最快水平，财政明显靠前发力。但考虑到今年广义支出预算规模偏低，政府支出节奏加快但形成增量支出有限，一季度政府广义支出增速仅达2.7%，低于去年同期增速5.6%。与此同时，公共财政支出仍向民生领域倾斜，一季度支持基建的预算内资金规模仅达2.2万亿元，仅较去年多增236亿元。另外，今年政策行信贷、城投债融资规模也处于偏低水平，两项资金合计较2025年同期少增0.3万亿元。汇总预算内与预算外，一季度基建投资仅获得2.9万亿元财政资金支持，低于去年同期的3.2万亿元，同比下降7.7%。

总结来看，年初财政靠前发力并非同期基建投资走强的主导原因。基建投资表现的改善有另外两点因素支撑。一是源于去年末政府设立5,000亿元新型政策性金融工具。该工具所形成的储备项目在今年一季度集中开工，形成实物工作量并带动基建投资。二是一季度重大项目融资渠道更加多元，对财政资金依赖度降低。以铁路项目为例，一季度铁路建设资金不仅来源于财政，还依靠项目央企通过大规模发债、铁路发展基金、PPP与银团贷款融资支持。可以看到，今年预算内资金规模有限，而民营企业投资意愿不足，央企自筹资金或成为下一阶段基建投资资金来源的重要补充（图15）。

图15 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

下一阶段，基建投资增速有望维持韧性。参照历史经验，在一季度基建投资“开门红”后，伴随项目集中开工潮褪去，政府债券发行节奏回归正常，二季度基建投资增速将趋缓。但由于今年制造业投资、居民消费需求回升前景仍存不确定性，短期基建投资仍然是稳定内需，稳定社会投资预期的关键力量。我们认为，下一阶段政策将继续着手稳定基建投资。

政策或将从三方面发力：一是中央政府将加快推进“十五五”重大项目开工。2026年是“十五五”规划的首年，当前项目储备较为充裕，4月政治局会议明确后续将继续推动条件成熟的重大工程项目开工，水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网将是后续重点建设领域。资金层面，今年7,550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债将于6月底前基本下达完毕，明显快于去年同期，同期8,000亿政策性金融工具也将有序投放，而前文所述央企也有望积极承担举债责任，配合项目开工建设。

二是给予地方政府更大投资权限。受限于严格的隐性债务监管，近年地方政府项目投资动能不足，2025年新增专项债中，用于化解隐性债务、清偿欠款的专项债规模占比超过30%，挤占建设项目投资空间。今年一季度，为配合重大项目开工，化债用专项债发行占比降至14%。4月17日，发改委提出要进一步提高地方政府专项债券中用于项目建设的比重，在这一政策指引下，地方政府短期将优先发行项目建设用专项债，稳定地方投资支出规模。除此之外，4月24日，财政部与发改委扩大地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围，在2024年底首批10个试点省份的基础上，将河北省、江西省、湖北省、重庆市纳入试点范围。由于“自审自发”试点地区的专项债项目报经省级政府审核批准后不再报国家发改委、财政部审核，本轮试点扩围后，未来专项债发行使用节奏有望加快，助力稳定短期投资。

三是持续激活民间投资动能。由于今年财政预算资金总体偏紧，政策将进一步完善民营企业参与重大项目建设长效机制，支持民营企业参与交通、能源、水利等重点领域项目，保证下半年基建投资延续平稳。

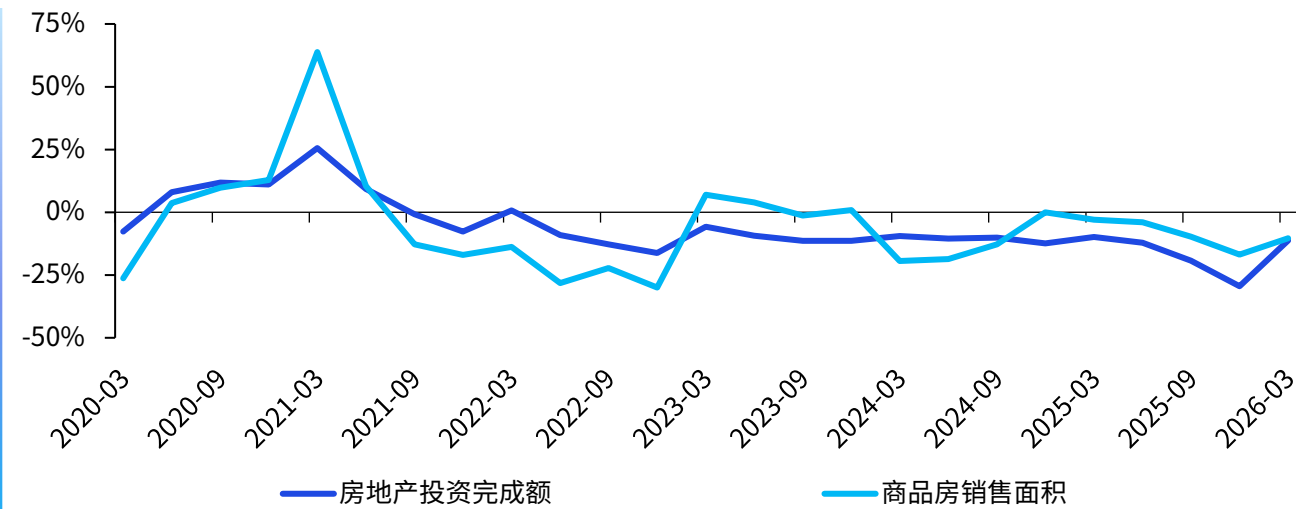


房地产去库存取得新进展，核心城市楼市结构性企稳

2026年一季度房地产投资增速达-11.2%，降幅较去年四季度的-29.5%大幅收窄，但仍略低于去年一季度的-9.9%。今年一季度是2022年6月以来，房地产投资连续第16个季度负增长。在新旧动能加速转换的背景下，我国经济增长对房地产投资的依赖程度持续降低，当前房地产投资占总投资比重为13.2%，较2021年的历史同期最高值24.4%下行近10个百分点。可以看到，房地产正逐步从国民经济支柱产业转变为民生保障产业。

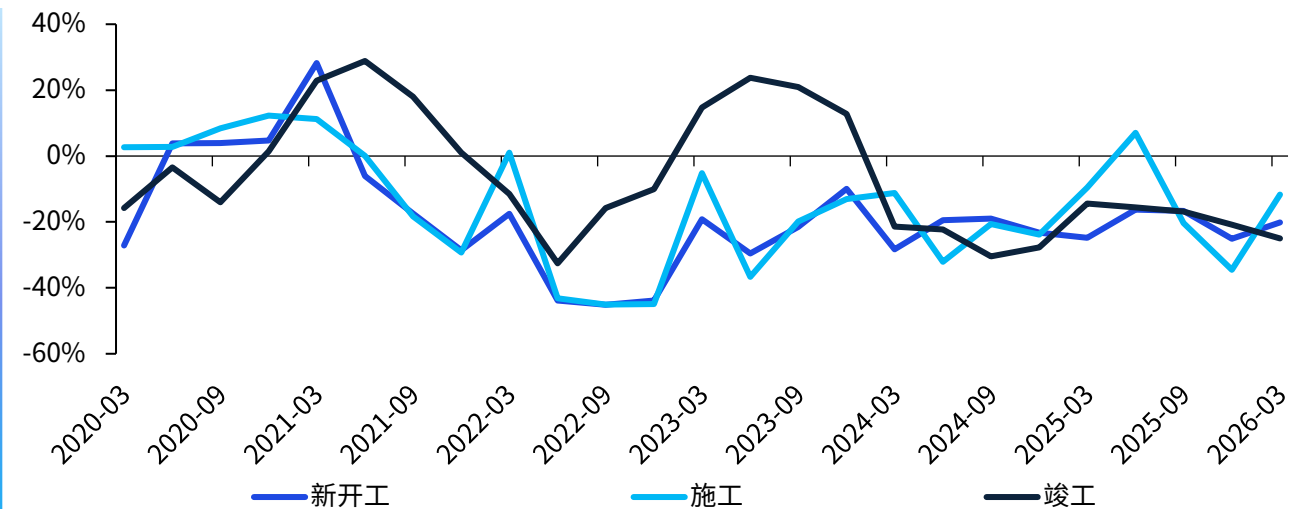
从趋势来看，一季度房地产投资增速降幅收窄，主要受益于需求端的改善。一季度商品房销售面积同比下降10.4%，较去年四季度的-16.9%上行6.5个百分点（图16），受需求带动，一季度房地产新开工、施工节奏加快，其中新开工面积、施工面积降幅由前值-25%、-34%收窄至-20%、-12%（图17）。

图16 商品房销售面积、开发投资完成额，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

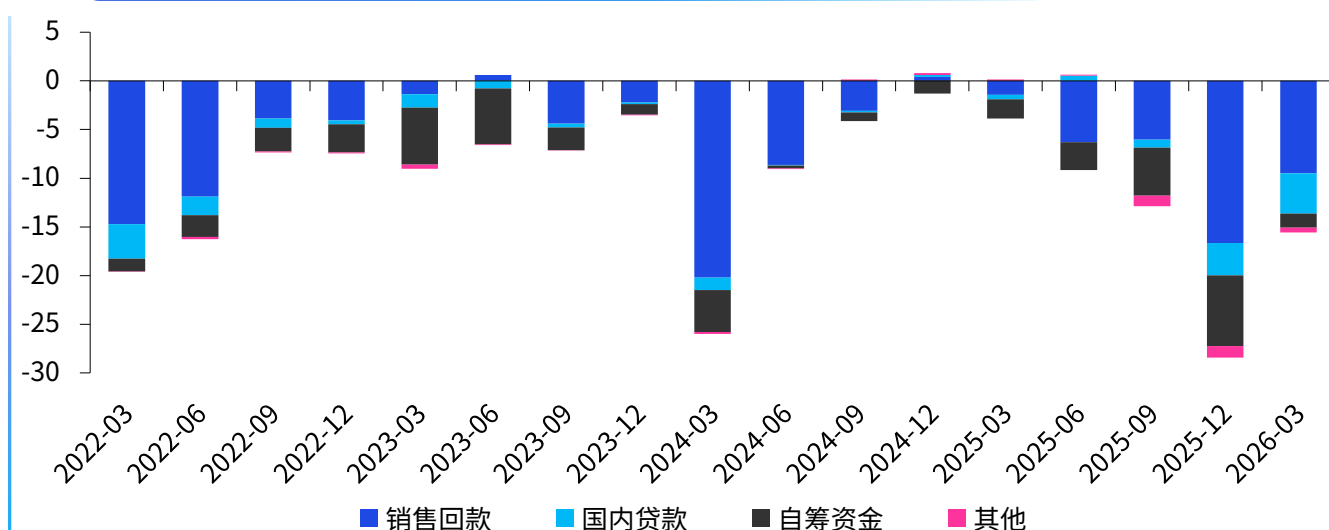
图17 分阶段房地产开发投资，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从资金来源来看，一季度房企到位资金同比大幅下降17.3%，虽较去年四季度的-27.6%边际改善，但仍处于较低水平。其中，销售回款同比由去年四季度的-31.9%上行至-24.7%，对总体资金的拖累由去年四季度的-16.7个百分点上行至-9.5个百分点，与年初新房销售改善同步。但需要注意的是，销售回款中，定金及预收款降幅收窄至-20.1%，但个人按揭贷款同比进一步探底至-34.6%，显示当前居民加杠杆购房意愿仍然偏弱，与一季度居民中长期贷款增量偏弱的现实相印证。银行贷款表现仍然偏弱，一季度同比达-23.0%，较去年四季度的-25.3%改善幅度有限，银行对房企的信贷支持力度仍然有限。自筹资金同比达-5.0%，较去年四季度的-22.4%大幅回升，拖累总体资金增速1.5个百分点，较前值明显收窄。一季度房企债券融资净融资规模仍低于去年同期水平，本次自筹资金回升可能与年初地方扩大土地收储规模有关，一季度土地储备专项债发行量同比多0.2万亿，或充实部分房企自有资金（图18）。

图18 房地产开发投资资金来源，当季同比，%

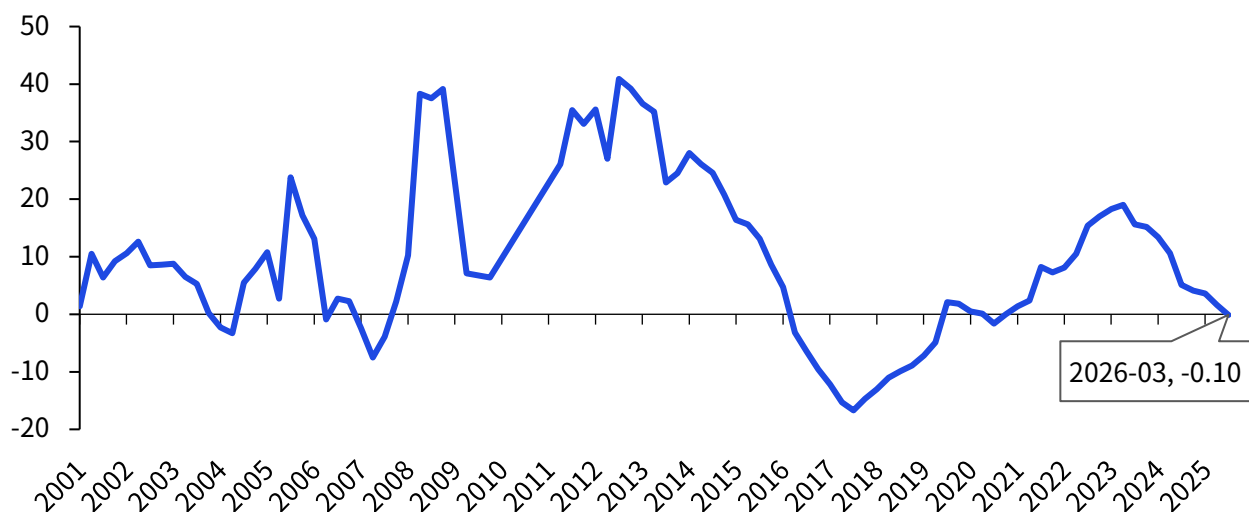


数据来源：Wind，毕马威分析

虽然年初新房市场景气度仍然偏低，地产行业总体仍处于调整缩量阶段，但有两积极信号值得关注。一是房地产去库存进程取得积极进展。2021年商品房需求在保交楼问题出现后深度走弱，房企新开工面积增速同步回落。但由于当时房企广义库存¹较高，大量前期购入土地在同期大量竣工，使得2021至2023年间房企狭义库存被动上行，2023年末商品房待售面积为2020年末的135%，多增1.7亿平方米。2024年以后，房企广义库存回落，商品房竣工面积增速逐步转负，且彼时商品房销售趋于稳定，商品房待售面积增速也在2024年后持续下行。截止今年3月末，待售面积同比增速降至负值，代表过去一年地产新增供给已经小于地产购置需求，房企当前进入到主动去库状态（图19）。

¹ 房地产企业库存包括：1、已拿地但未开工闲置土地；2、已开工未竣工在建项目；3、已建成待售商品房。三项合计为房企广义库存，其中已建成待售商品房为狭义库存。

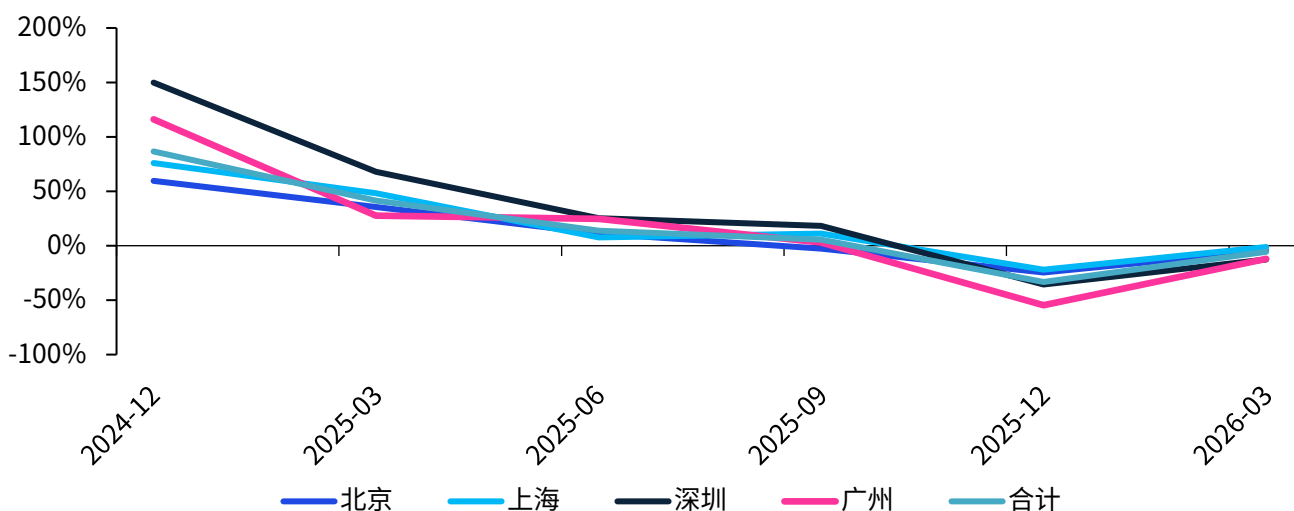
图19 商品房待售面积，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

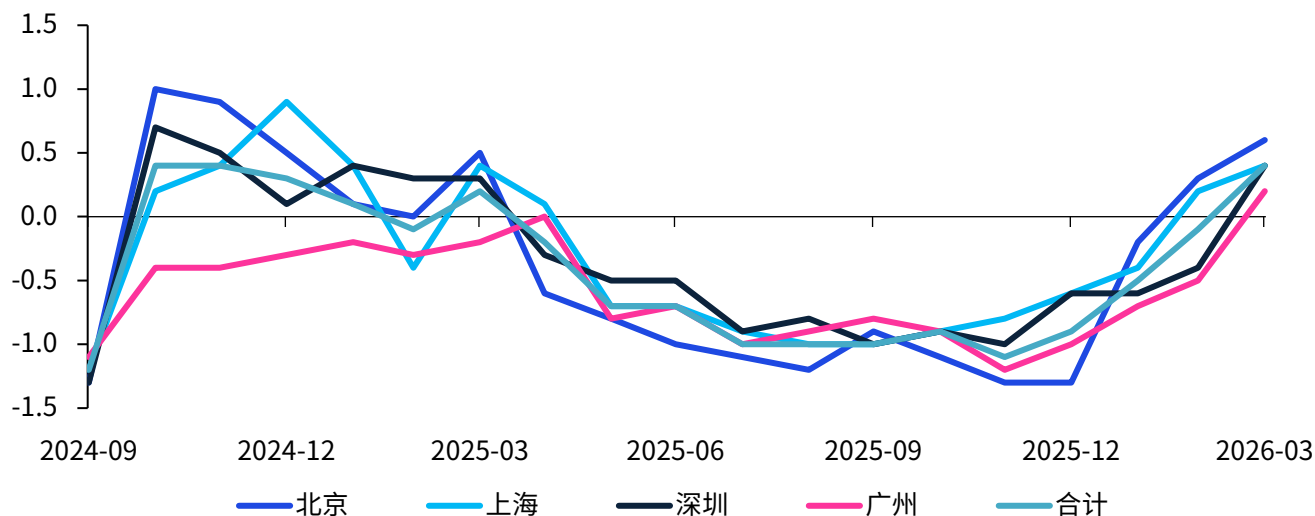
二是核心城市二手房量价齐升。去年底至今年初，核心城市持续优化购房政策，如去年12月北京放宽非京籍家庭购房条件、今年2月上海发布“新七条”政策。在增量政策支持下，一季度北京、上海、广州、深圳二手房成交量合计同比下降5.7%，较去年四季度的-33.3%大幅改善。其中3月上海二手房成交面积同比已经转正回升至3.2%，北京二手房成交面积则与去年基本持平（图20）。从成交价观察，今年一季度一线城市二手房住宅成交价格环比降幅持续收窄，且在3月转正为0.4%，北京、上海、广州、深圳实现全线上涨。高能级城市二手房市场回暖，也带动新房市场价格止跌，3月一线城市新房房价环比由2月的0%回升至0.2%（图21）。

图20 一线城市二手房成交面积增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

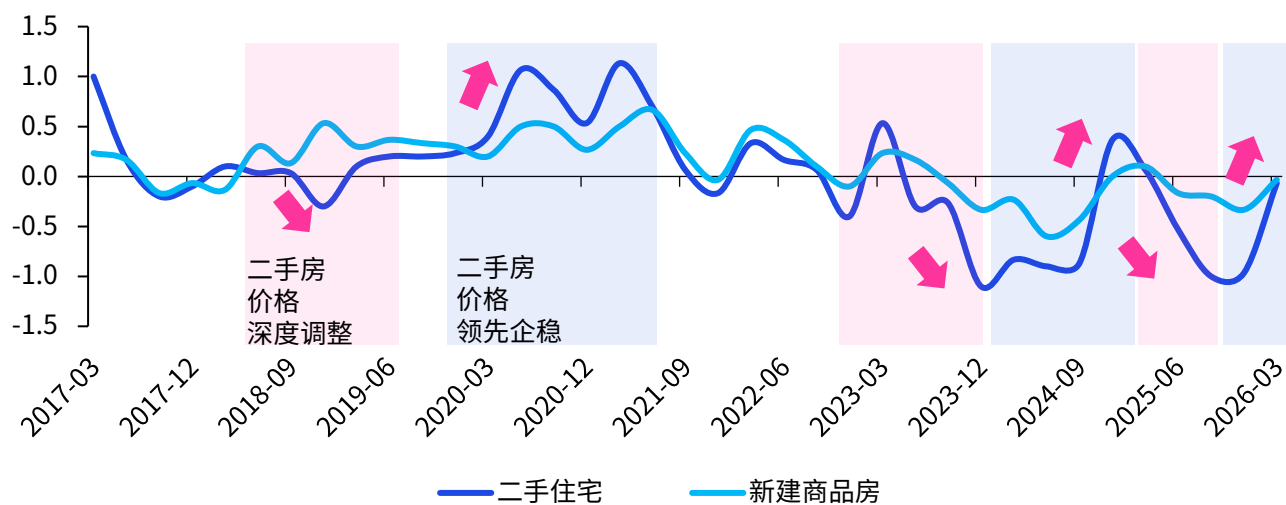
图21 一线城市二手房价格指数环比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

根据历史经验，在市场下行期，二手房价格受市场供求关系影响更为直接，价格调整幅度往往超过新房市场。而在市场复苏阶段，高能级城市二手房凭借低价以及区位优势，较新房更具性价比，因此其价格的企稳也往往领先于新房市场（图22）。若今年年初高能级城市二手房量价表现延续高景气，并持续传导至新房市场以及其他核心城市，本轮房价下行周期有望在今年实现筑底。

图22 一线城市新房与二手房房屋价格指数环比，当季均值，%



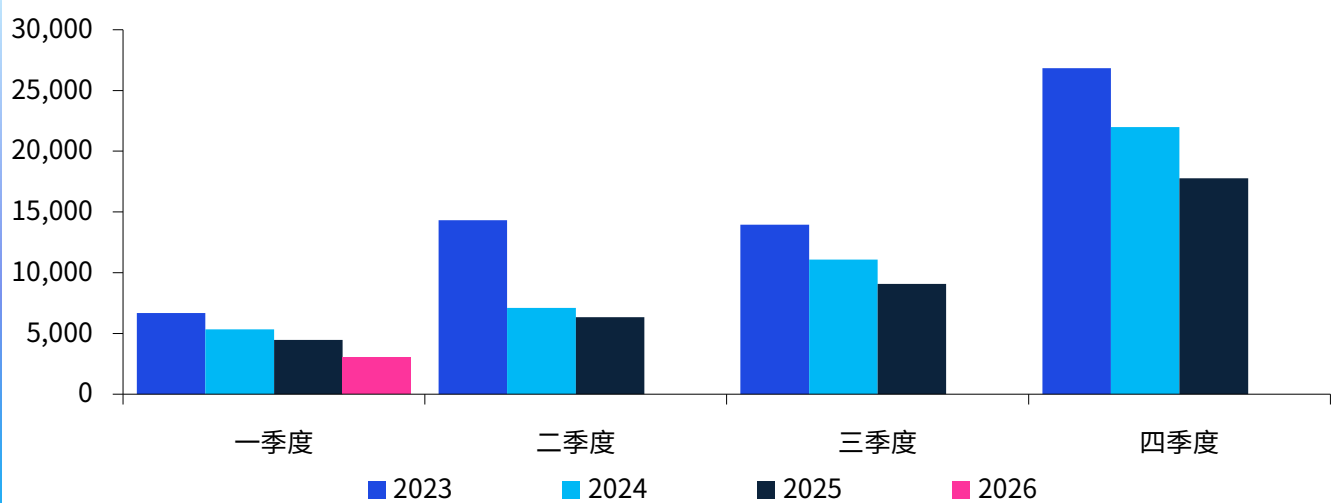
数据来源：Wind，毕马威分析

需要注意的是，当前二手房量价修复的持续性仍有待观察。一方面，虽然开年一线城市二手房房价企稳回升，但同期住房租金收入改善幅度有限，二手房租金回报率在年初边际回落。若这一趋势延续，伴随住房持有收益率的降低，二手房市场将迎来新的供给压力。另一方面，当前居民就业与收入预期偏弱，按揭购房意愿不足，或将制约本轮二手房房价回升幅度。综合来看，本轮二手房持续修复的基础关键是经济基本面的持续修复，这决定了未来房屋租金以及居民收入表现。

展望下一阶段，4月的中央政治局会议指出要努力稳定房地产市场。在需求端，预计稳定二手房房价将是政策的重要抓手。4月30日，广州、深圳发布楼市新政，进一步放宽购房限制，提高公积金贷款额度提振需求，二季度后续月份其他核心城市或继续通过房贷贴息、提高公积金贷款额度等方式提振需求。另外，今年2月起，上海、宁波、绍兴、天津陆续出台存量老旧房收储政策。从当前地方政府实践来看，本轮存量房收储主要选择在核心城区，且价格设定上传递出“政策托底”信号，如宁波2月末宣布以5%加价收购符合条件的二手房用于以旧换新。若后续更多城市跟进存量房收储政策，并以“政策托底”价格收储，或将较大程度稳定二手房市场房价波动。

在供给端，伴随着地方政府持续压降土地供应规模、主动回收房企闲置土地，未来新房供给将保持低位，房地产去库存进程则有望进一步加快（图23）。而伴随着库存压力的缓释，房企投资意愿也将迎来改善。从中长期来看，今年3月，自然资源部印发《关于进一步做好自然资源要素保障的通知》，明确各省（区、市）年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积。该《通知》从行政制度层面明确了房地产市场将从增量扩张时代进入存量盘活时代。未来地产投资项目或更多集中在城中村改造、老旧工业区改造、老旧商业街区改造等城市更新领域。在这一背景下，预计房地产企业亦将加速从传统开发商向城市综合服务商转型。

图23 100大中城市住宅类用地成交规划建筑面积，万平方米

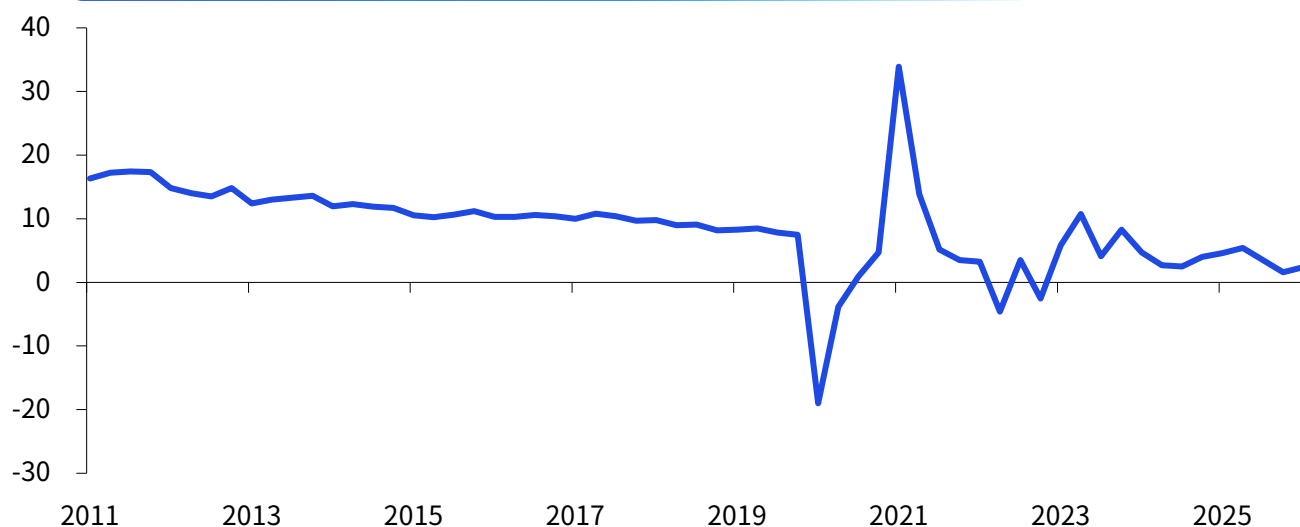


数据来源：Wind，毕马威分析

假期效应提振消费活力， 内生复苏动能仍待夯实

2026年一季度，社会消费品零售总额接近13万亿元，同比增长2.4%，增速较上季度加快0.8个百分点（图24）。在复杂外部环境的承压背景下，社零数据实现稳步回升，主要得益于假期效应显著提升消费活力。一季度在各地政府发放春节消费券、举办文旅消费活动、实施新一轮以旧换新补贴等促消费举措共同拉动下，商品和服务消费均有所回暖。但也要看到，当前居民就业收入预期依然偏弱，消费倾向下行趋势尚未根本性扭转，年内消费复苏的持续性和力度仍面临不确定性，内生增长动能需进一步夯实。

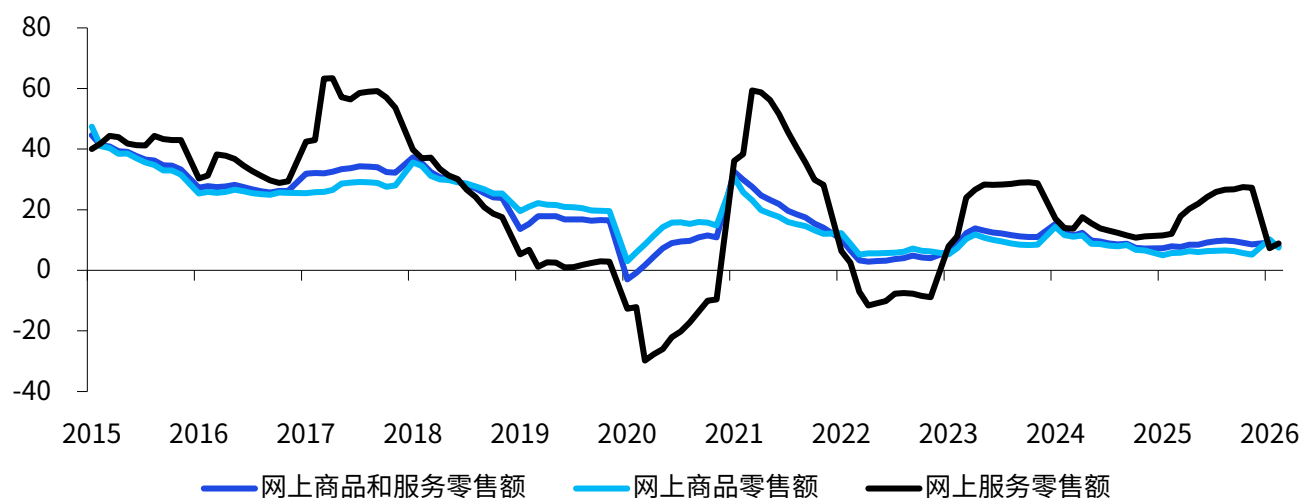
图24 社会消费品零售总额，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

“十五五”规划《纲要》明确提出“深入实施提振消费专项行动”“适应不同群体消费需求扩大优质供给”。2026年以来，我国不断落实各项促消费提振举措，积极培育多元消费增长点，推动消费结构持续优化升级。从消费渠道来看，线上场景拓展成效显著，持续释放增长潜力。一季度网上商品和服务零售额同比增长8.0%。其中，网上服务零售额增长8.8%，高出整体服务零售额增速3.3个百分点（图25）。当前网上服务已深度渗透文旅、本地生活、康养家政等多个领域，一季度线上预定的旅游和餐饮销售额分别增长33.4%和21.6%。与此同时，传统零售也在加快数字化转型步伐，直播电商依托技术赋能实现供需高效对接，一季度零售额突破5,000亿元。一季度网上商品零售额同比上涨7.5%，占社零总额比重为24.8%，较去年同期提升0.8个百分点。最后，数字智能消费成为新的增长亮点。伴随人工智能等数字技术不断向终端消费领域渗透，数字与信息类消费热度持续攀升，通讯信息相关消费零售额增速超10%，推动消费结构向智能化、品质化方向持续迈进。展望未来，随着各类促消费政策效应不断累积释放，国内消费市场将进一步提质扩容，实现规模与质量同步提升的发展新格局。

图25 网上商品和服务零售额，累计同比，%

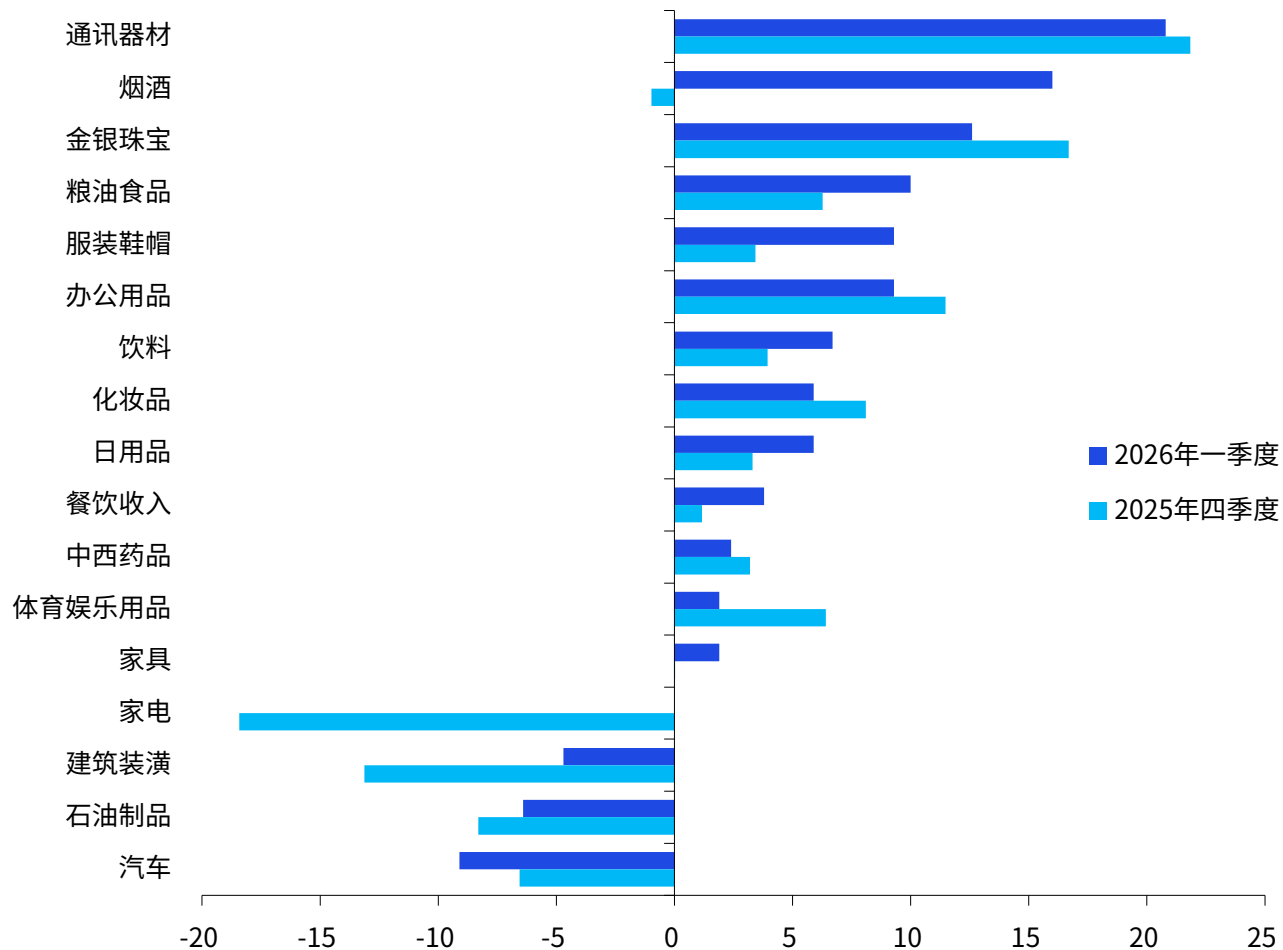


数据来源：Wind，毕马威分析

服务消费成为一季度增长的突出亮点。随着加快培育服务消费新增长点工作方案落地实施，一季度，服务零售额同比增长5.5%，比商品零售额高3.3个百分点。由于春节消费热度延续至节后，假日经济效应持续释放，居民出行需求显著回升，有效激发消费活力。其中餐饮市场稳步复苏，一季度限额以上餐饮收入达4,229亿元，同比增长4.2%。服务消费快速增长体现出，一方面，伴随着居民收入水平不断提升，消费结构加速迭代，居民消费偏好逐步从实物商品向高品质服务消费倾斜，符合国内消费转型升级的整体趋势。另一方面，随着促进服务消费发展的体制机制不断完善，各类具有地方特色的文体赛事、休闲服务供给持续扩容，有效激发了被压抑的消费潜力，迎来新一轮服务消费热潮。

商品消费则呈现结构性分化态势。一方面市场复苏态势稳步显现，一季度商品零售额同比增长2.2%，高于去年四季度0.7个百分点。基本生活物资与中高端升级消费需求同步升温，粮油食品、通讯器材、文化办公用品销售表现亮眼，一季度合计拉动限额以上商品零售2个百分点。与此同时，绿色消费发展势头迅猛，3月新能源车国内零售渗透率高达51.5%，节能低碳类产品市场规模快速扩张，成为商品消费中新的增长亮点。但另一方面，消费品以旧换新的拉动效应正在逐步减弱。考虑到耐用消费品的换新周期较长，前期补贴已经集中释放甚至提前透支了部分需求，今年国家以旧换新补贴规模由去年的3,000亿元下调至2,500亿元，政策对社会消费品零售的拉动力有所回落。一季度，限额以上汽车、家电、通讯器材、办公用品、家具五大类商品零售额同比转负至-4.4%，对商品零售的拉动作用明显收窄至-1.7%。其中，随着报废置换补贴标准大幅下调、申领门槛同步收紧，乘用车终端市场明显承压。一季度汽车零售额同比下滑9.1%，下拉限额以上商品零售增速2.8个百分点，成为压制当前商品消费回暖的主要因素（图26）。

图26 限额以上消费品零售额增速，当季同比，%



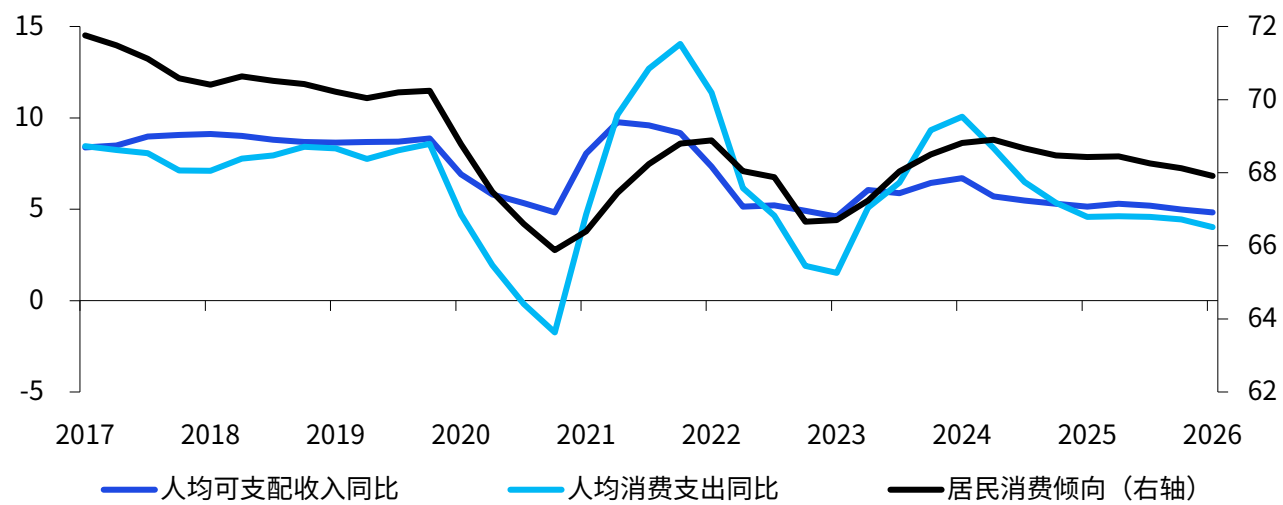
数据来源：Wind，毕马威分析

需要注意的是，当前居民收入与消费支出增速有所放缓，或将制约消费市场的进一步回暖（图27）。一季度，全国居民人均可支配收入12,782元，名义同比增长4.9%，扣除价格因素后实际增速降至4.0%，创下近三年低位。与此同时，就业市场承压特征持续显现，全国失业率上行至5.4%，创下13个月新高，就业领域结构性矛盾愈发突出（图28）。其中，外来农业户籍人口失业率同比上升1.3个百分点至5.7%，25—29岁非在校劳动力失业率同比抬升0.8个百分点至7.7%，青年群体就业压力亟待纾解。受收入增长放缓与就业压力上行的双重影响，一季度居民消费倾向降至62.2%，低于去年同期0.8个百分点；居民人均消费支出7,955元，名义同比增长3.6%，实际增长2.6%，均为2023年以来的最低值。针对当前就业短板，近期发改委出台《关于统筹城乡就业政策体系的意见》，将进一步破除城乡就业壁垒，健全同工同酬与就业权益保障机制，完善农民工工资支付规范、扩大工伤保险覆盖范围，全方位稳住就业基本盘。

总体来看，国内消费市场保持温和扩容态势，消费结构加速转型升级，重心由传统商品消费不断向服务消费倾斜，体验式消费、绿色智能消费与银发康养消费等赛道具备长期发展潜力。进入二季度，假期带来的短期消费拉动效应逐步消退，消费回升动能将更多取决于居民就业收入预期改善与消费意愿提振。然而，当前居民资产负债表仍处于调整修复阶段，预防性储蓄倾向依然较强，消费复苏的内生动力仍需持续夯实。

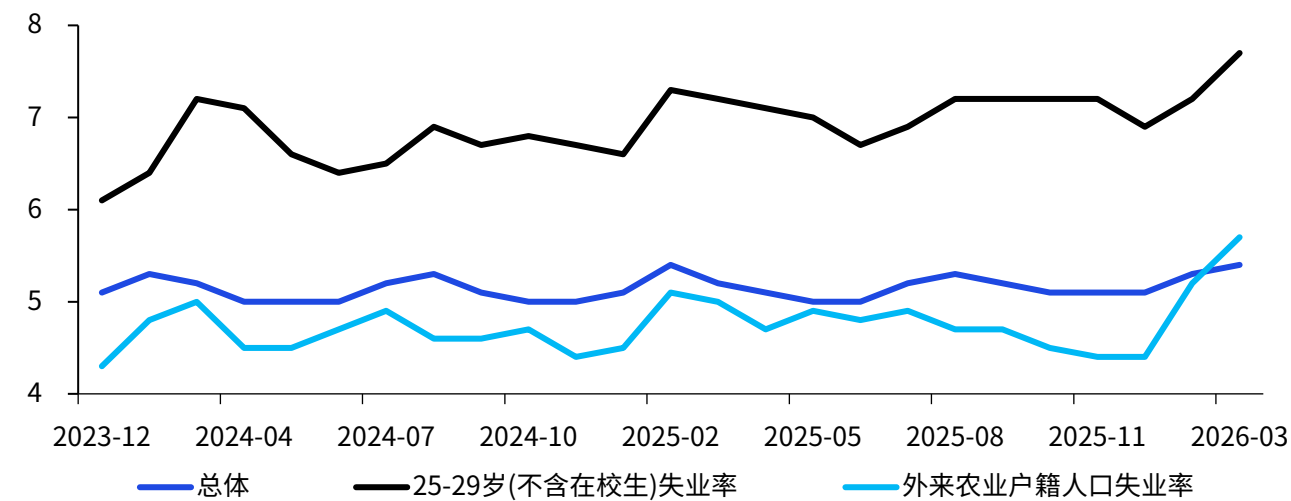
在此背景下，4月中共中央政治局会议将“深入挖掘内需潜力”摆在突出位置，强调要扩大优质商品和服务供给，推动消费升级，并重点部署深入实施服务业扩能提质行动。值得注意的是，服务业扩能提质不仅是激发消费活力的重要引擎，也是缓解结构性就业压力的有效路径。下一阶段，相关促消费政策有望持续优化加码，深化以旧换新政策效能、壮大服务消费规模，为消费平稳运行形成有力托底。随着城乡居民增收计划与《加快培育服务消费新增长点工作方案》的深入实施，叠加个人消费贷款贴息等财政金融政策组合拳的协同发力，通过稳就业、强保障提振居民收入预期，通过优供给、降门槛充分释放消费潜力，全方位打通消费堵点，推动消费市场稳步复苏向好。

图27 居民收支增速和消费倾向，4季度移动平均，%



注：居民消费倾向=当季居民人均消费性支出/人均可支配收入
数据来源：Wind，毕马威分析

图28 城镇调查失业率，%

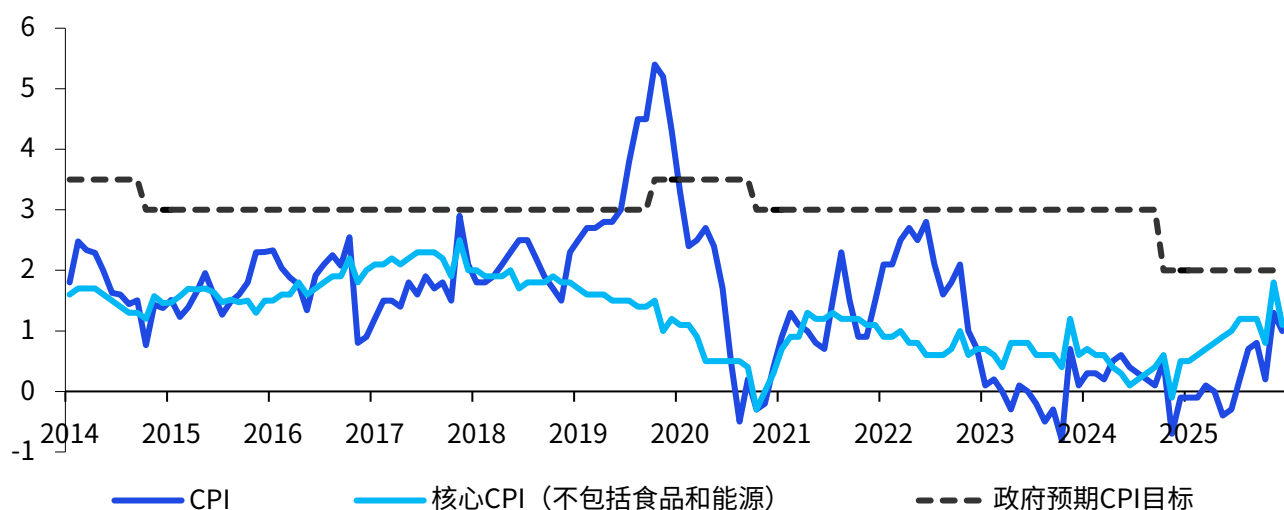


数据来源：Wind，毕马威分析

供需格局持续优化， 物价温和回升向好

2026年一季度CPI累计同比上涨0.9%，涨幅较2025年全年明显扩大，物价运行呈现温和回升、结构改善的积极态势。受国际大宗商品价格波动上行、春节错月带动消费集中释放、国内供需关系持续优化等多重因素共同作用，一季度物价摆脱此前低位运行区间，回升动能更趋多元。核心CPI延续修复态势，一季度累计同比上涨1.2%，服务消费与工业消费品价格稳步回暖，内生需求修复与外部输入性因素共同支撑核心通胀中枢上移。单月来看，受春节后需求季节性回落影响，3月CPI同比上涨1.0%，较2月高点有所回调，但仍保持稳步回升格局；扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.1%，继续稳定在1%以上区间（图29）。

图29 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



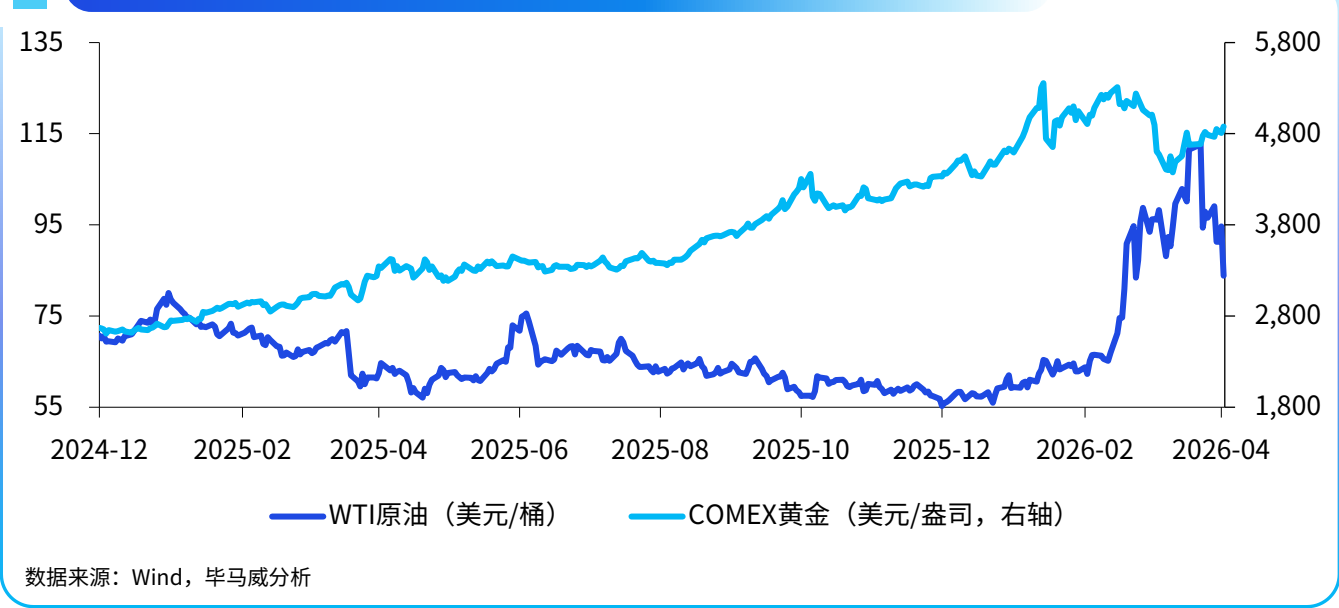
数据来源：Wind，毕马威分析

中东冲突引发的国际原油价格波动上行对3月CPI及PPI运行均产生关键影响（图30）。能源方面，受国际油价上行传导，3月国内汽油价格同比增速由降转升，上涨3.8%，拉动CPI同比增长长约0.11个百分点。食品价格同比上涨0.3%，涨幅较上月回落1.4个百分点，主要受到节后需求回落及气温回升供给增加的共同影响。主要食品中，鲜菜、鲜果及水产品价格分别同比上涨4.9%、4.0%、3.7%，涨幅分别较上月回落6.0、1.9、2.4个百分点；而猪肉与鸡蛋价格分别同比下跌11.5%和3.3%，两者合计拖累CPI同比约0.23个百分点。

3月核心CPI同比涨幅回落0.7个百分点至1.1%，主要与国际金价高位回调和服务类价格节后回落有关。首先，随着油价飙升点燃全球再通胀预期，市场普遍担忧美联储等主要经济体央行将被迫维持高利率甚至重启加息，导致美债收益率大幅上行。美元走强对以美元计价的黄金价格形成压制，COMEX黄金期货价格3月跌超11%，带动国内黄金饰品价格在环比连续上涨8个月后首次下降3.9%，同比涨幅回落10.8个百分点至65.8%。其次，春节效应消退后，居民出行、旅游、餐饮、娱乐等服务类价格季节性回落，服务价格同比涨幅回落0.8个百分点至0.8%，对CPI同比

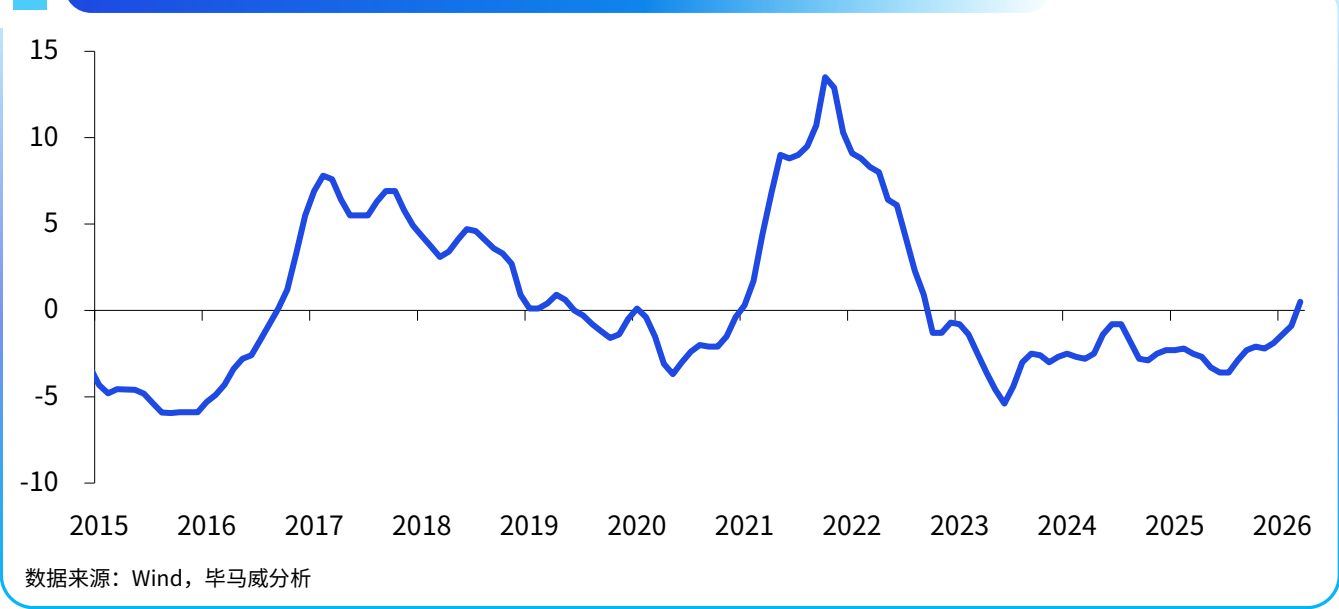
的拉动收窄0.18个百分点至0.36%。此外，通信工具价格同比上涨2.6%，涨幅较上月扩大0.7个百分点，受到成本端上游存储芯片价格上涨，以及需求端以旧换新政策补贴提振的共同作用。而其他消费品中，衣着、家用器具价格同比均有所回落，小汽车同比继续负增，反映当前国内消费复苏力度和内生性通胀动力仍偏温和。

图30 国际原油和黄金期货价格走势



2026年一季度PPI同比下降0.6%，降幅较2025年全年收窄2.0个百分点。单月来看，受国际大宗商品价格传导、国内宏观政策持续显效以及新动能快速增长等因素共同推动，PPI同比降幅延续收窄态势，前两个月分别收窄至-1.4%和-0.9%。至3月份，随着国际输入性因素影响进一步加深，PPI同比结束连续41个月的下跌趋势，转为上涨0.5%（图31）。

图31 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



具体来看，国内供需关系的改善以及国际原油价格动荡对生产领域价格逐步回升起到关键作用。

从国内基本面来看，行业“反内卷”治理成效持续释放，多个细分领域供需错配局面得到缓解，产品价格底部企稳、回升态势凸显。3月光伏设备与锂离子电池制造相关产品价格同比分别上涨5.2%、2.5%。而煤炭开采洗选行业价格3月同比虽仍下行2.2%，但相较2025年全年，降幅大幅收窄9.3个百分点。年初以来财政靠前发力拉动基建投资大幅回升，黑色金属冶炼及压延加工价格连续三个月环比走升，3月当月环比涨幅达0.3%。部分重点产业在产能优化调整的同时，更迎来了需求端的强劲复苏。“人工智能+”产业生态的高速扩张成为价格回升的新引擎，算力产业链需求迎来爆发式增长，直接拉动3月计算机、通信和其他电子设备制造业价格同比增长0.4%，结束了此前连续35个月的同比负增长；光纤、外存储设备及部件、电子专用材料等高科技制造价格同步显著上涨，3月同比分别达76.1%、21.1%、18.7%。此外，双碳与绿色转型进程不断深化，生物质燃料加工、废弃资源综合利用业价格同比分别上涨6.1%、0.9%。

从国际传导视角来看，3月国际原油价格快速拉升，带动国内石油开采行业价格当月同比告别此前连续19个月的跌势、转正至5.2%；并随着产业链向下传导至石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业，同比降幅分别收窄7.5、3.4、3.7、0.8个百分点。其次，国际有色金属价格整体维持高位运行，带动国内有色金属矿采选、有色金属冶炼及压延加工价格同步走强，3月同比涨幅分别达到36.4%、22.4%的历史高位。

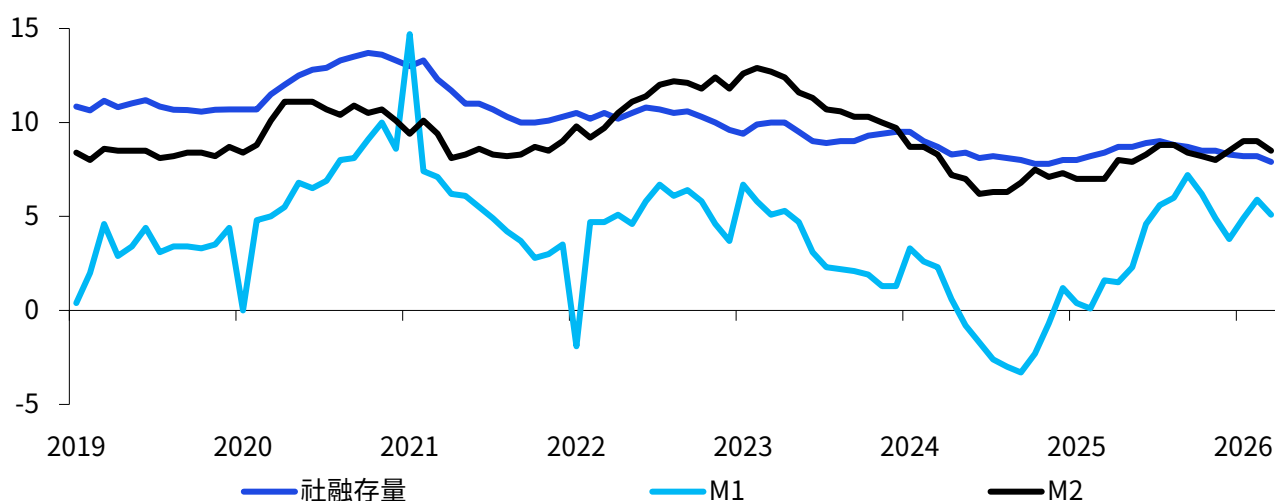
当前全球物价运行最关键的外部变量依旧集中于中东冲突走向。虽然相关地区现阶段冲突态势有所缓和，但各方核心分歧尚未得到根本解决，地区整体局势仍不稳定，外部风险因素没有完全消除。中东地区在全球能源供应和国际航运通道体系中占据重要位置，区域局势持续波动，对国际能源供给形成持续影响，国际原油价格整体保持较高运行水平，价格上行压力始终存在。同时，地缘环境变化带来的能源价格变动也将持续通过外贸渠道传导至国内工业生产领域，对工业出厂价格稳步回升形成外部支撑。现阶段国内市场需求恢复总体保持平稳，企业生产经营竞争格局相对稳定，上游原材料价格变动能够快速反映到工业生产环节，但向下游消费市场传导速度相对较慢，行业经营表现呈现明显结构性差异。根据我们测算，若扣除输入性因素对国内石油相关产业价格的影响，3月PPI同比实际仅为-0.1%，仍处于负增长区间，低于公布值0.6个百分点；而扣除能源输入性影响后的CPI同比实际为0.6%，低于公布值0.4个百分点。上游能源及原材料相关行业受益于价格回升，经营状况持续改善；中下游加工制造企业受原材料成本上升、终端需求恢复偏弱双重影响，经营压力仍然较大。以服装产业链为例，3月上游化学纤维制造业营业利润累计同比增长42.6%，较1-2月显著提升42.1个百分点；但下游纺织服装业营业利润累计同比下降13.5%，降幅较1-2月扩大12.8个百分点。总体来看，当前工业品价格回升主要受外部环境和成本因素带动，内需拉动作用相对有限，物价后续走势仍需结合外部环境变化与国内经济恢复情况持续跟踪观察。

货币政策协同财政发力， 金融稳固支持实体经济

2026年一季度，在财政政策前置发力与货币政策协同配合的双重支撑下，金融总量保持合理稳健增长。社会融资规模累计新增14.8万亿元，处于历史同期较高水平、仅次于去年，高基数下同比少增3,545亿元。3月末社融存量同比增长7.9%，较去年末回落0.4个百分点。货币供给方面，M2同比增长8.5%，与去年末持平；而M1增速较去年末上行1.3个百分点至5.1%，与M2增速差收窄至3.4个百分点，反映企业经营活跃度与资金周转效率有所改善，实体经济流动性环境持续优化（图32）。

今年《政府工作报告》强调把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，同时明确今年经济增长目标为4.5%-5%，居民消费价格涨幅目标2%左右。总体来看，一季度社融存量和M2增速高于6.5%-7%的名义GDP增速目标，保持约1-2个百分点的合理溢价，既支持经济稳定增长和物价合理回升，又避免“大水漫灌”造成资金空转和经济“脱实向虚”，充分体现了适度宽松的货币政策取向。

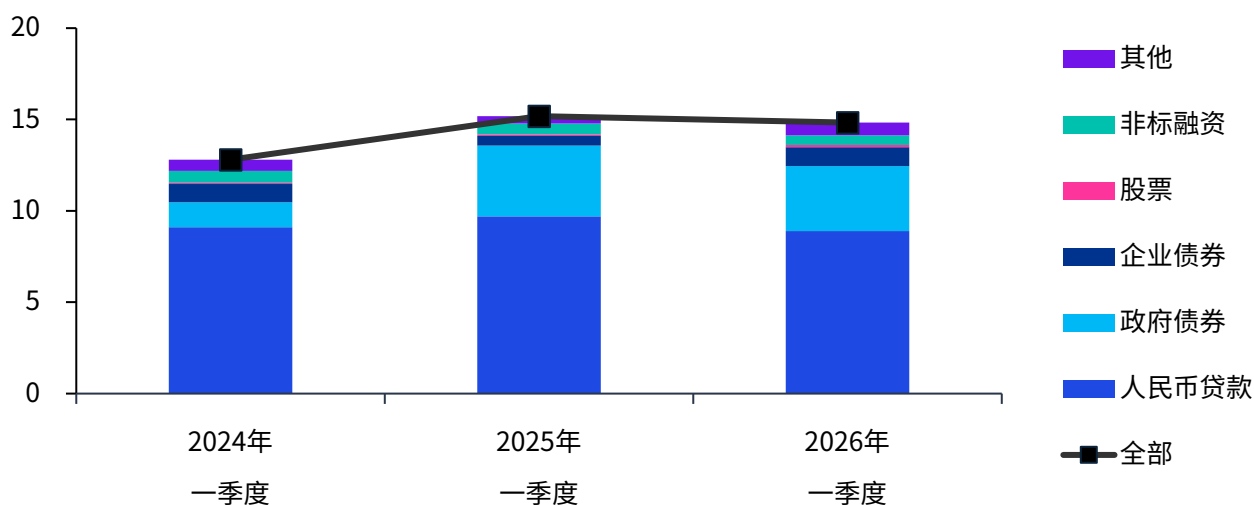
图32 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，一季度延续了财政政策前置发力的特征，政府债券依然是社融增长的重要支撑力量。作为“十五五”规划开局之年，年初以来政府债券保持较快发行节奏，适配“两新”政策、“两重”项目的推进需求，一季度政府债券净融资新增3.5万亿元。一季度社融口径下人民币贷款新增8.9万亿元，同比少增7,960亿元，占社融增量比重较去年同期下降3.8个百分点至60.0%，一方面反映实体经济信贷需求疲弱的局面尚未根本性扭转，另一方面也与多渠道融资结构进一步丰富有关，直接融资对信贷形成一定替代效应。低利率环境下债券融资成本较低，叠加科创债等创新品种发行机制持续优化、科技创新与民营企业债券风险分担工具落地见效，企业债券净融资延续去年以来的回暖态势，一季度新增1.0万亿元，同比多增5,214亿元，占社融增量比重较去年同期提升3.6个百分点至7.1%。此外，表外三项非标融资新增5,272亿元，主要为未贴现银行承兑汇票，新增5,796亿元，处于历史较高水平，同比多增497亿元，或指向企业间贸易往来活跃度有所提升，供应链资金周转及信用支付需求增加（图33）。

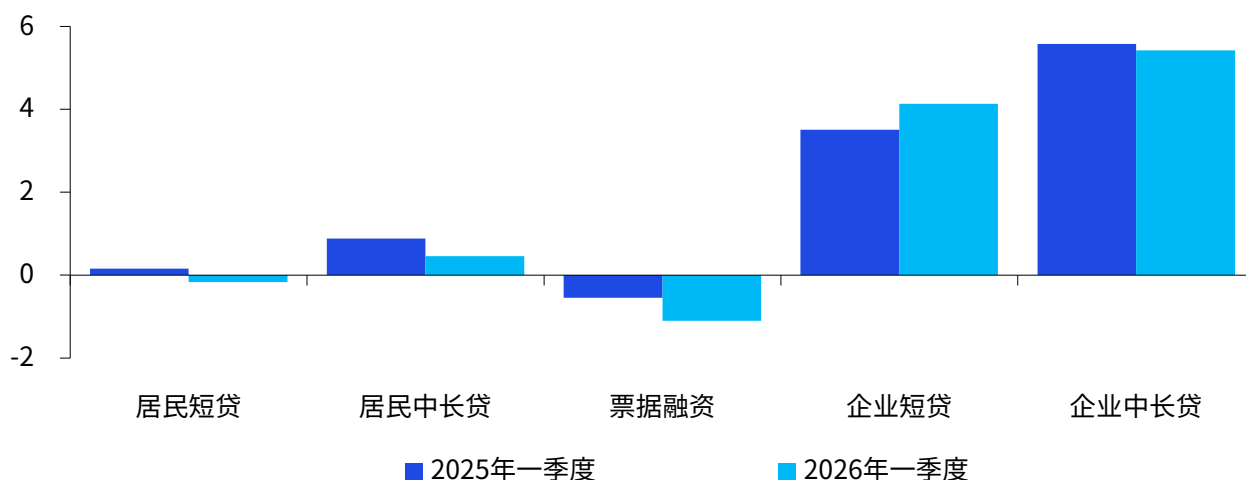
图33 新增社会融资规模结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

结合信贷投放结构来看，企业部门融资需求有所改善，而居民部门仍在“去杠杆”（图34）。一季度企业部门新增贷款9.6万亿元，同比多增4,600亿元，连续四个季度同比多增。其中，企业短贷新增4.1万亿元，同比多增6,200亿元，主要得益于当前出口韧性支撑下企业补充流动资金、支付日常运营费用等周转性需求持续释放；此外，今年中央财政专门安排1,000亿元，推出财政金融协同促内需一揽子政策，包括中小微企业贷款贴息、服务业经营主体贷款贴息政策、设备更新贷款贴息、民间投资专项担保计划等，与支农支小再贷款、科技创新与技术改造再贷款、民营企业再贷款等结构性货币政策工具形成合力，对企业短期融资需求形成正向激励。根据财政部初步匡算，千亿级的财政资金，可以支持惠及万亿级信贷，实现“四两拨千斤”的效果²。在企业整体信贷表现较好以及监管引导信贷均衡投放的情况下，银行通过票据冲量的动机明显下降，一季度票据融资减少1.1万亿元，同比多减5,558亿元。

图34 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

² 《十四届全国人大四次会议经济主题记者会》，新华网，2026年3月，
<http://www.xinhuanet.com/politics/20260306/81996586d4ac4e4faf95d0431089db68/c.html>

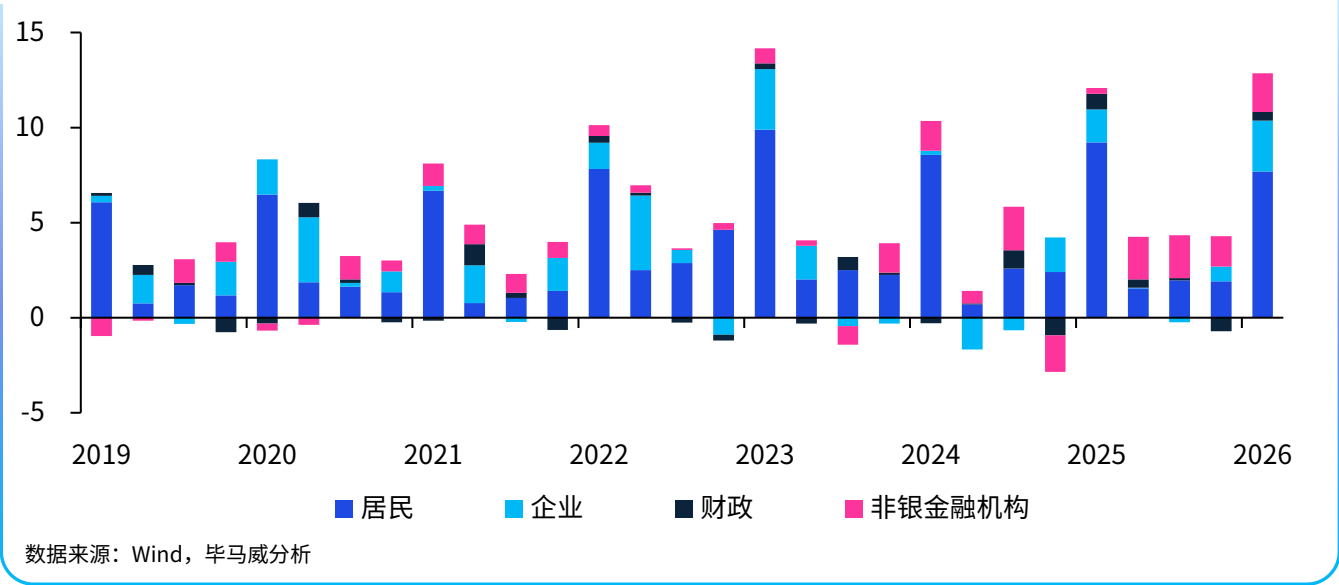
一季度企业中长贷新增5.4万亿元，虽然同比少增1,600亿元，但处于历史同期偏高水平，“十五”开局之年重大工程项目加速落地对配套融资需求形成有效提振。与此同时，企业中长期贷款占各项新增人民币贷款的比重为63%，为近两年最高，指向信贷结构更优、增长质量更高，资金更多流向了能够创造长期价值的领域。央行数据显示，今年以来科技、绿色、普惠、养老、数字等领域贷款保持两位数增长；3月末，普惠小微贷款余额同比增长10.3%，不含房地产业的服务业中长期贷款余额同比增长9.9%；均显著高于同期各项人民币贷款余额增速5.7%³。值得注意的是，当前海外地缘风险高企，而国内需求修复基础尚不牢固，上游成本冲击、下游需求波动以及供应链不稳定等多重挑战叠加，或将削弱企业对未来盈利稳定性的预期，进而抑制其长期融资意愿，导致资本开支决策更趋审慎。

一季度居民部门贷款仅新增2,967亿元，同比少增7,468亿元，反映消费复苏内生动能依然不足。其中，居民短贷减少1,640亿元，连续四个季度负增，是除2020年以外唯一一次春节消费季新增贷款为负，且比2020年同期更低，同比少增3,243亿元；居民中长贷新增4,607亿元，刷新2013年以来同期新低，同比少增4,225亿元。受补贴效果退坡、房价持续下跌、就业和收入预期不稳等因素共同拖累，居民对于大宗消费、超前消费的态度偏谨慎，甚至在加速偿还消费类债务。

存款方面，一季度人民币存款新增13.7万亿元，同比多增7,400亿元。其中，居民存款新增7.7万亿元，为2022年以来新低，同比少增1.5万亿元，一是与居民收入增速放缓有关。一季度居民人均可支配收入名义同比增长4.9%，低于去年同期水平5.5%，扣除价格因素实际增速仅为4.0%，较去年同期明显下行1.6个百分点。二是存款利率持续下行与高息定存集中到期背景下，居民储蓄存款“搬家”至保险、理财、基金、股票等金融资产，通过非银金融机构转化为非银存款。一季度非银存款新增2.0万亿元，同比多增1.7万亿元。

一季度企业存款新增2.7万亿元，同比多增9,400亿元，或得益于政府债券融资资金通过财政支出持续向企业端传导，项目支付、账款清偿等举措持续改善企业现金流。一季度财政存款增加4,606亿元，同比少增3,584亿元，扣除当期新增政府债券净融资后，财政存款减少3.1万亿元，同比多减282亿元，与去年同期基本持平，表明今年财政支出节奏依然靠前，从而对企业存款形成支撑（图35）。

图35 金融机构新增人民币存款结构，当季值，万亿元

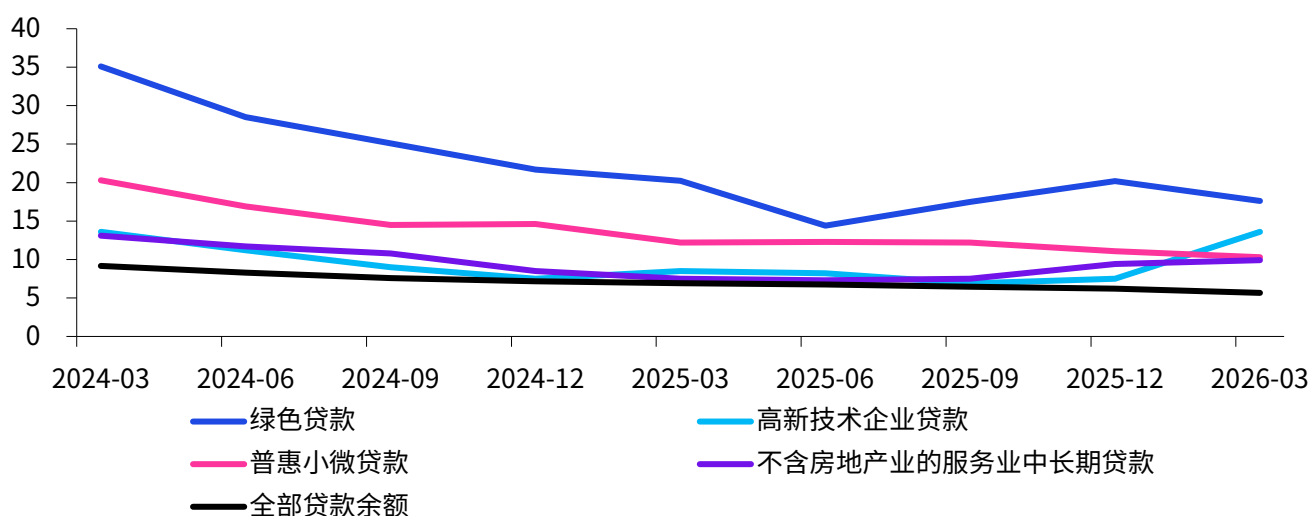


³ 《新华鲜报 | 社融增量近15万亿元 金融靠前发力稳增长》，新华社，2026年4月，<http://www.xinhuanet.com/20260413/25ef8e530b00454ca619e0bf2cb48e10/c.html>

货币政策操作上，一季度央行继续实施适度宽松的货币政策，强化逆周期和跨周期调节，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，为经济持续向好向优创造适宜的货币金融环境。价格型工具方面，一季度尚未触发全面降息，央行更多通过结构性降息、优化利率自律机制、引导LPR报价稳定等方式降低实体经济融资成本，社会综合融资成本继续处于历史低位水平。3月企业新发放贷款加权平均利率约为3.1%，比上年同期低约25个基点。数量型工具方面，一季度央行灵活运用国债买卖、买断式逆回购及MLF加量续作等工具组合，对短中长期流动性实施精准调节，有效保障了政府债券大规模发行的资金需求，同时稳定银行体系流动性合理充裕，提升银行信贷投放能力。

结构性工具方面，一季度央行操作重心向精准滴灌进一步倾斜，与1,000亿元财政金融促内需专项资金形成深度协同，引导金融资源向民营经济、科创和绿色领域集中。2026年开年，央行即落地“降息+增量+扩容”组合拳，结构性工具利率全面下调25个基点，支农支小、科技创新与技术改造再贷款额度分别增加5,000亿元和4,000亿元，并新设1万亿元民营企业再贷款，合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具，同步拓展碳减排、服务消费与养老再贷款工具覆盖范围。上述措施在落实金融“五篇大文章”与支持服务业高质量发展方面已经取得显著成效。截至一季度末，绿色贷款（17.6%）、高新技术企业贷款（13.6%）、普惠小微贷款（10.3%）、不含房地产业的服务业中长期贷款（9.9%）等领域余额增速均明显高于同期各项贷款余额整体增速5.7%（图36）。当前绿色贷款和高新技术企业贷款余额分别占全部贷款余额的16.9%和7.4%，较去年末分别提升0.7和0.6个百分点，均创历史新高。预计未来货币政策的精准滴灌效应将进一步凸显，重点领域信贷投放将保持较快增长，信贷结构优化特征有望持续强化。

图36 重点领域金融机构贷款余额增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

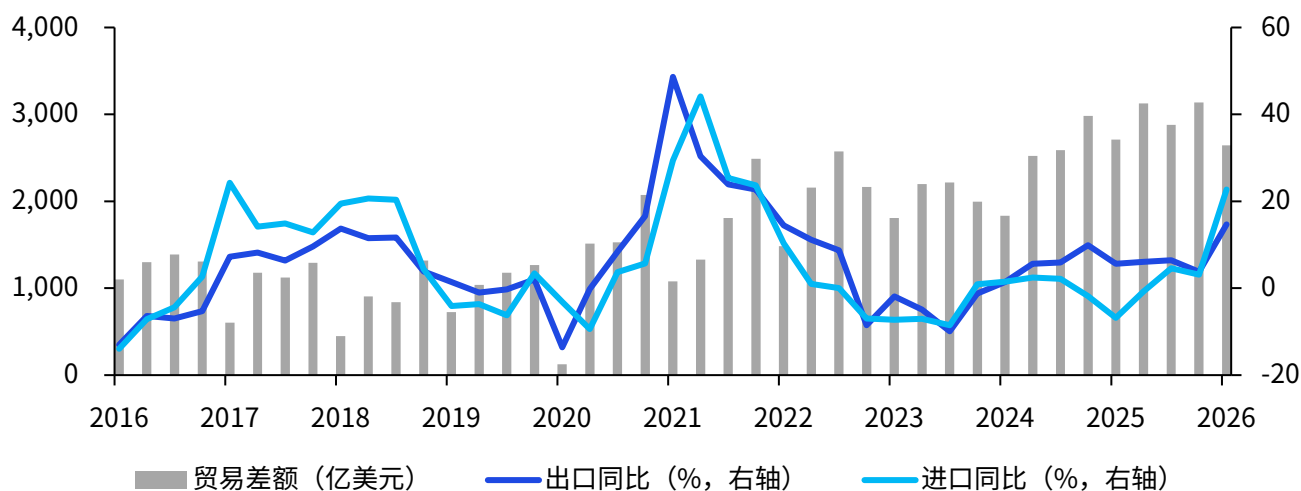
展望下一阶段，从外部环境看，地缘政治冲突持续加剧可能推高能源和大宗商品价格，增加输入性通胀风险；主要经济体货币政策调整存在不确定性，可能对我国出口和资本流动产生冲击。从国内经济看，供强需弱的格局尚未根本改变，消费和投资的恢复基础仍不牢固，房地产市场仍在筑底过程中。这要求货币政策继续延续适度宽松的总体取向，兼顾稳增长、稳预期、促转型、防风险等多重目标，政策工具运用将更加注重灵活高效和结构性发力，持续深化与财政政策的协同配合。基准情形下，结构性货币政策工具的存在降低了总量政策发力的必要性。2026年央行货币政策委员会第一季度例会强调要“用好各类结构性货币政策工具”，并新增“优化工具管理”的表述，表明今年结构性工具可能继续扩容，并通过定向降息实现对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的精准滴灌。不过，若后续内需修复不及预期、物价持续低迷，全面降准降息亦存在窗口，当前人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，叠加银行净息差筑底企稳，政策利率与存款准备金率调整的政策弹性依然充足。

外贸首季迎双增， 结构优化显质效

2026年一季度，我国出口（以美元计价，下同）起势有力，当季同比达14.7%，较2025年四季度大幅提高10.9个百分点，且高于2025年同期8.9个百分点（图37）。由于近期美国对外政策重心由对外经贸关税施压转向南美、中东等地缘政治博弈，间接缓释了中美双边经贸对抗强度，这在一定程度上为中国外贸企业出口赢得缓冲窗口期。单月来看，3月受春节错位影响，出口增速较2月单月的39.6%大幅回落至2.5%，但当月外需失速更多是从年初高位恢复常态，年内来看我国出口形势依旧保持乐观。

一季度我国进口在低基数效应下同比上升22.7%，显著高于去年同期29.7个百分点。同时一季度贸易顺差2,643.3亿美元，较2025年同期下降6.7亿美元。结合一季度出口增长情况来看，顺差收窄主因是进口更强，这也反映了当期内需的复苏迹象，带动整体外贸结构向均衡方向发展。单月来看，节后复工、补库存和生产修复等因素共同推动3月进口同比增速较上月提升13.9个百分点至27.8%，环比增速更是从上月的-10.8%大幅转正至29.1%。

图37 进出口活动，当季值



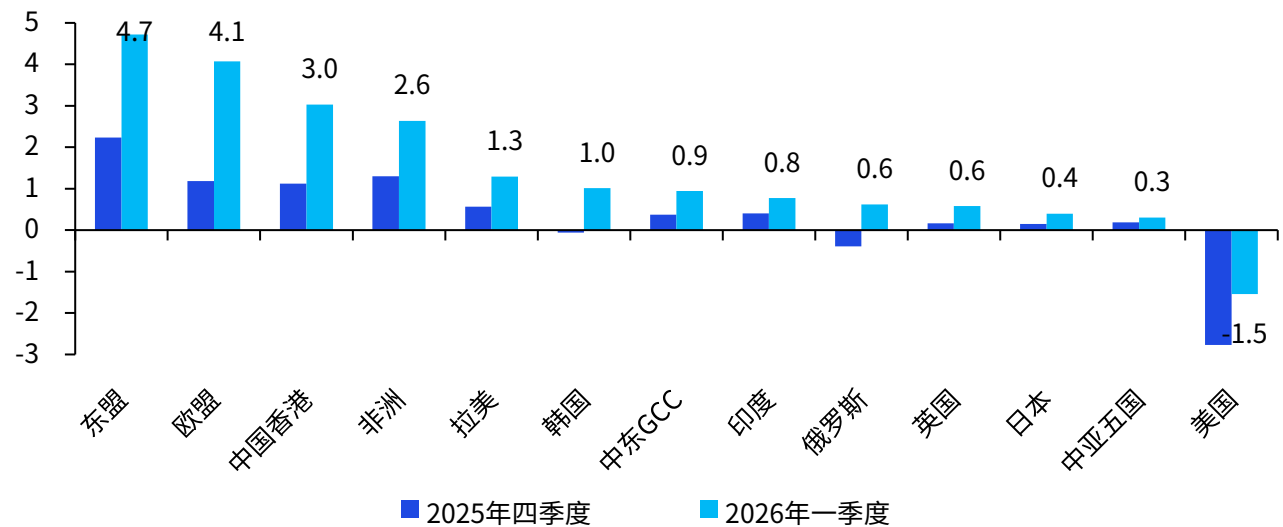
数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，2026年一季度，我国外贸伙伴结构优化升级成效凸显，开年以来多国政要密集访华营造了积极向好的双边及多边外交环境，为我国持续深耕共建“一带一路”市场、拓展东盟及新兴经济体等非美贸易版图筑牢基础，实现外贸发展质效双升（图38）。一季度中国对非洲、拉丁美洲、中东、印度、中亚五国等新兴市场出口合计拉动总出口同比增长7.6个百分点，较2025年四季度提高4.8个百分点。与此同时，中国与东盟跨境物流效能不断提升、产业联系愈发紧密，一季度我国对东盟出口同比增长20.5%，拉动总出口4.7个百分点。中国香港继续充分发挥贸易中转站作用，一季度拉动总出口3.0个百分点。中国对俄罗斯出口从2025年四季度的拖累0.4个百分点回正

至2026年一季度的0.6个百分点。同时，外需回暖叠加AI需求上行也为出口增长提供了源源不断的动力，凭借完备的产业配套，中国持续在为各国产业发展提供稳定可靠的生产供给。一季度我国对欧盟、韩国、英国、日本等传统贸易伙伴出口较2025年四季度有较大幅度增长，合计拉动出口达6.1个百分点，其中对欧盟出口同比增长达21.1%，拉动出口4.1个百分点。

在中美双方近一年来持续稳定的经贸磋商下，一季度对美出口同比增速下降16.3%，拖累整体出口增速1.5个百分点，较2025年四季度明显收窄1.3个百分点。展望未来，尽管传统劳动密集型产品对美出口仍面临供应链重构与订单转移的长期压力，但我国在部分高端制造及绿色产品领域的产业链优势依然显著。同时，美国在AI基础设施和数据中心建设、以及部分制造业回流过程中的投资需求，仍将为中国相关的中间品、资本品及部分终端产品出口提供结构性机会。伴随美国总统特朗普访华日期临近，在中美双方持续推动经贸关系正常化、关税政策趋于稳定的积极态势下，叠加美国市场需求回暖与我国产业链供应链优势的协同发力，二季度对美出口有望进一步实现规模修复与结构优化，为全年外贸稳质增效注入确定性支撑。

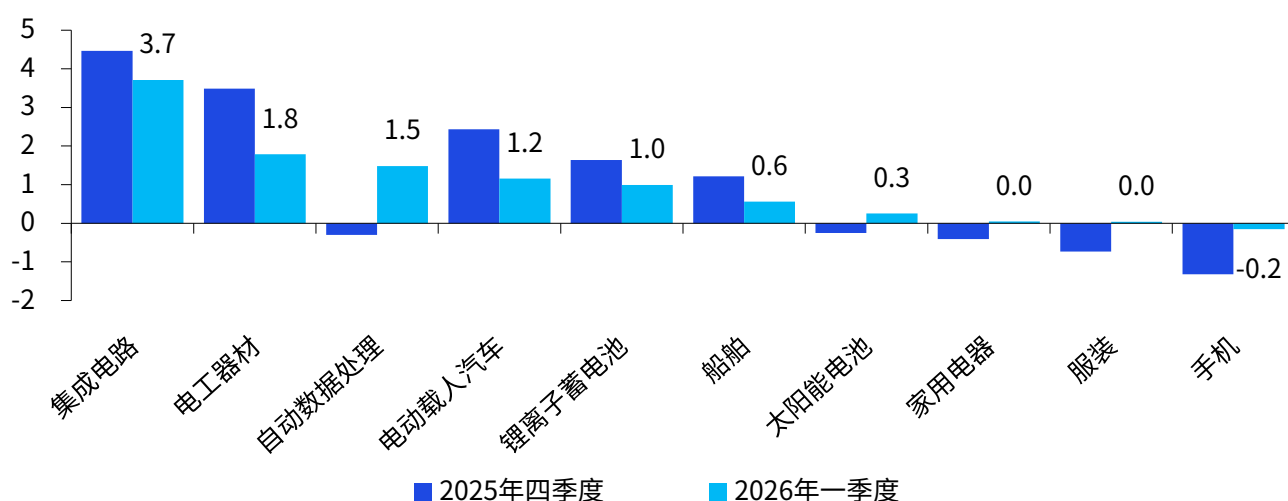
图38 主要经济体对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

从出口主要商品来看，一季度机电产品出口延续上行，同比增长21.4%，拉动总出口12.8个百分点。其中，得益于全球人工智能产业链高景气拉动，集成电路出口同比增长77.5%，拉动出口达3.7个百分点，自动数据处理设备及其零部件拉动出口1.5个百分点。随着AI算力需求爆发驱动全球电力投资进入新一轮上行周期，叠加中东冲突下，全球能源安全与绿色转型诉求形成共振，带动我国电工器材及新能源产品出口火热。一季度电工器材出口同比增长33.2%，拉动出口1.8个百分点。“新三样”产品出口表现同样出色，其中一季度电动载人汽车拉动出口1.2个百分点，锂离子蓄电池拉动1.0个百分点，而在2025年出口市场表现不佳的太阳能电池也有所改善，拉动出口从2025年四季度的-0.3个百分点回升至0.3个百分点。高端制造方面，波罗的海国际航运公会（BIMCO）数据显示，一季度全球造船业手持订单创17年新高，中国占有其中70%的订单。船舶的外需状况同样反映在出口增量上：一季度船舶出口同比48.7%，拉动出口0.6个百分点。一季度消费电子和传统品类出口受外需回暖有所增长，家用电器、服装、手机出口拉动分别较2025年四季度改善0.4、0.7、1.1个百分点（图39）。

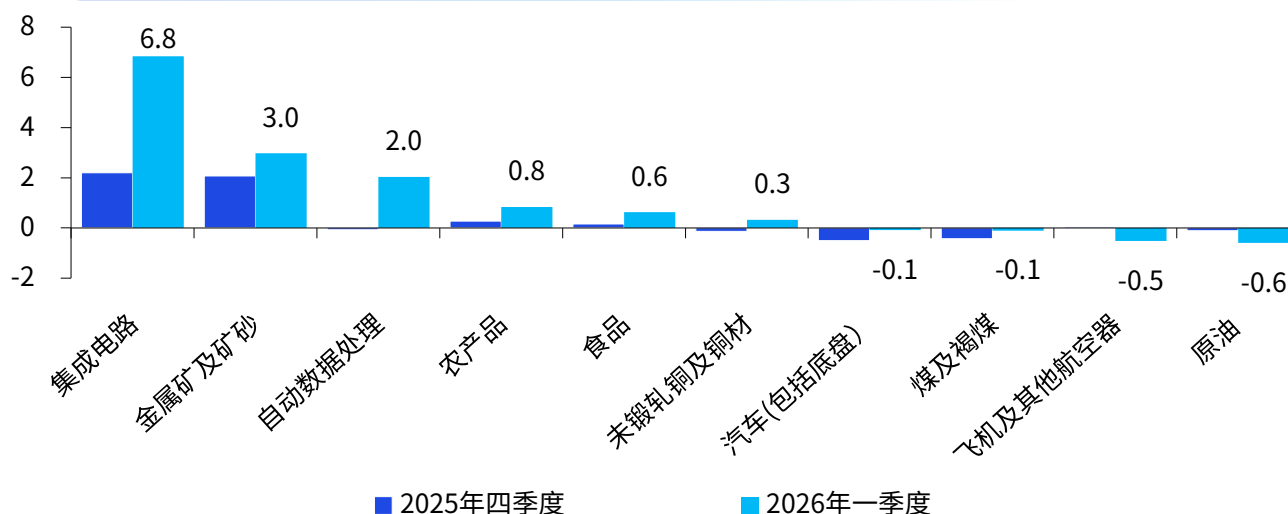
图39 主要类别商品对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

进口方面，伴随年初《政府工作报告》提出的“科技强国建设战略部署”“持续推进‘人工智能+’行动”等创新驱动发展战略，以及美方松绑芯片禁令等背景因素，一季度我国集成电路进口同比增长45%，拉动总进口达6.8个百分点。同时，自动数据处理设备及其零部件对进口拉动较2025年四季度提高2.1个百分点至2.0个百分点。此外，节后企业复工复产修复力度增强，引导工业原材料及部分能源材料进口需求走强，金属矿及矿砂进口同比增长28.3%，拉动进口3.0个百分点；未锻轧铜及铜材拉动进口0.3个百分点；煤及褐煤进口拖累收窄至-0.1个百分点。原油进口方面一定程度上受霍尔木兹海峡航运受阻影响，进口拖累从2025年四季度的-0.1个百分点扩大至-0.6个百分点。农产品及食品方面进口伴随和东盟、非洲等地区的关税合作、物流措施以及国内需求改善等因素叠加，增长表现良好，分别拉动进口0.8和0.6个百分点。

图40 主要类别商品对进口同比的拉动，百分点

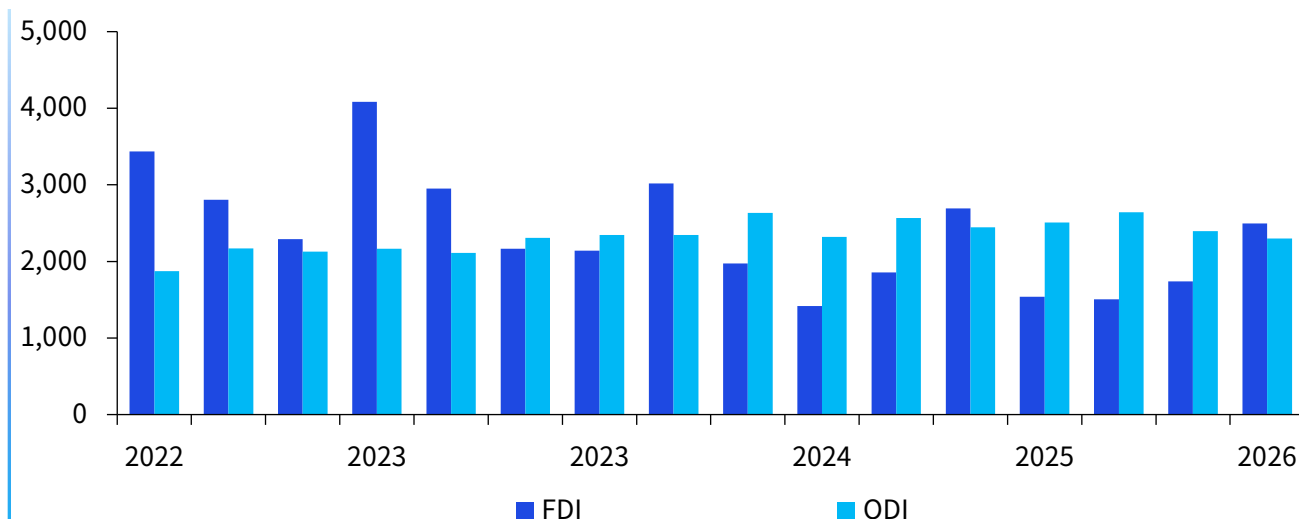


数据来源：Wind，毕马威分析

2026年4月，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》报告，将2026年全球经济增长预期从1月的3.3%下调至3.1%。报告指出全球经济在贸易壁垒高企、金融环境波动的背景下，再度遭遇中东冲突这一重大外部冲击，增长动能被显著削弱，通胀压力重新抬头，世界经济复苏进程面临脱轨风险。展望后续，全球经济将在战争扰动、政策调整、技术变革三重因素交织中前行。对我国而言，当前外部环境更趋复杂，中东冲突推升输入性通胀与供应链波动风险，全球需求放缓叠加贸易不确定性，对外贸形成双重压力。但我国外贸凭借多元化市场布局、优质产品升级、进口稳步回升、市场主体活跃等优势，具备较强抗冲击能力。在霍尔木兹海峡通行变数较大的背景下，部分国家石油能源供给在短期内难以解决，国际新能源升级节奏提速，二季度“新三样”出口预计将继续保持增长趋势。与此同时，在运输扰动等压力下，我国消费品出口或将继续保持韧性。从企业运营角度来看，短期需紧盯大宗商品价格、汇率波动与跨境资金流动，长期应持续深化结构性改革，强化产业链韧性，以内部确定性对冲外部不确定性。

2026年一季度，我国实际使用外资金额为2,496亿元人民币，同比下降7.3%，较2025年同期降幅收窄3.5个百分点（图41），新设立外商投资企业数量近1.4万家，同比增长11%，表明外商投资信心正在企稳回升。新设企业数量的逆势增长，意味着外资对华投资的“意愿度”依然强劲，外资结构正从单纯的“规模扩张”向“提质增效”转变，显示出外资企业在华布局正步入一个更加注重长期深耕与高质量发展的调整期。实际使用外资金额降幅收窄更是释放了积极信号，预示着外资下滑趋势得到有效遏制，中国经济韧性与超大规模市场优势依然是全球资本无法忽视的“压舱石”。2026年4月，中国美国商会发布的《2026年度美国企业在中国白皮书》指出，美国企业愈发看重中美双边关系的重要性。根据商会的调查，83%的企业认为积极的中美关系对在华经营至关重要，这一比例在技术与研发行业达86%；79%的企业对2026年中美关系持积极/中性态度，较2025年年度上涨30个百分点。

图41 当季实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），亿元人民币



资料来源：Wind，毕马威分析

从行业分布上看，一季度我国服务业实际使用外资1,746亿元人民币，占比约70%；高技术产业实际使用外资1,027.3亿元人民币，占比达41.2%，较去年同期占比提升12个百分点。整体来看，我国吸收外资的结构正在发生深刻的优化与升级，呈现出鲜明的“高精尖”特征。这一数据有力地证明了外资流向正加速从传统的劳动密集型产业向高技术、高附加值领域集聚。这既得益于中国创新驱动发展战略下，新质生产力的蓬勃发展为外资提供了广阔的合作空间；也反映出中国完备的产业体系、丰富的人才储备以及日益开放的服务业市场正在形成强大的“磁场效应”。中国德国商会发布的《中国德国商会创新调查报告2026——汽车行业篇》显示，过去两年，在中国开展既面向本土又面向全球市场研发的德国汽车企业比例从12%升至33%，几乎增长了三倍。在中国开展研发与创新业务的德国汽车企业总体比例提高了4个百分点，达到73%。可以看到，中国市场正随着竞争压力与创新需求的不断提高而成为国际企业重要的试验场。外资企业在中国的发展战略正一步步从“世界工厂”调整为全球产业链中的“创新策源地”和核心消费市场。

2026年一季度，我国全行业对外直接投资3,094.5亿元人民币，同比增长5.4%，较去年同期提高近160亿元。我国对全球140个国家和地区的4111家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资2,328.6亿元人民币，下降9.1%。同时，一季度我国对外承包工程业务完成营业额2,593.5亿元人民币，增长5.7%；新签合同额3,853亿元人民币，下降8.5%，反映了我国对外投资合作同样从规模扩张转向结构优化与质量提升的关键阶段。全行业投资与工程营业额的稳步增长，反映出中国企业全球化布局的韧性与持续深化国际产能合作的坚定步伐；新签合同额的短期回调，一方面源于全球地缘政治紧张、贸易壁垒上升等外部挑战；另一方面也表明企业在复杂环境下对大型项目决策更趋审慎，更加注重风险管控与长期效益，体现了从“走出去”到“走进去”和“走上去”的战略成熟转变。

一季度中国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资612.7亿元人民币，同比下降3.7%；承包工程完成营业额2,186.9亿元人民币，增长10.7%；新签合同额3,485.1亿元人民币，同比增长2.4%。虽然一季度直接投资出现短期波动，但更多是与部分项目周期调整及前期高基数有关。而承包工程营业额的两位数高增长和新签合同额的稳中有升，则凸显了基础设施“硬联通”依然是共建“一带一路”的压舱石。当前，中外合作正从资本驱动更多地向工程技术服务和产业链协同驱动转型，中国企业在工程组织、技术标准输出和综合配套能力上的比较优势持续释放，推动共建“一带一路”迈向以项目落地和效益产出为导向的高质量发展新阶段。

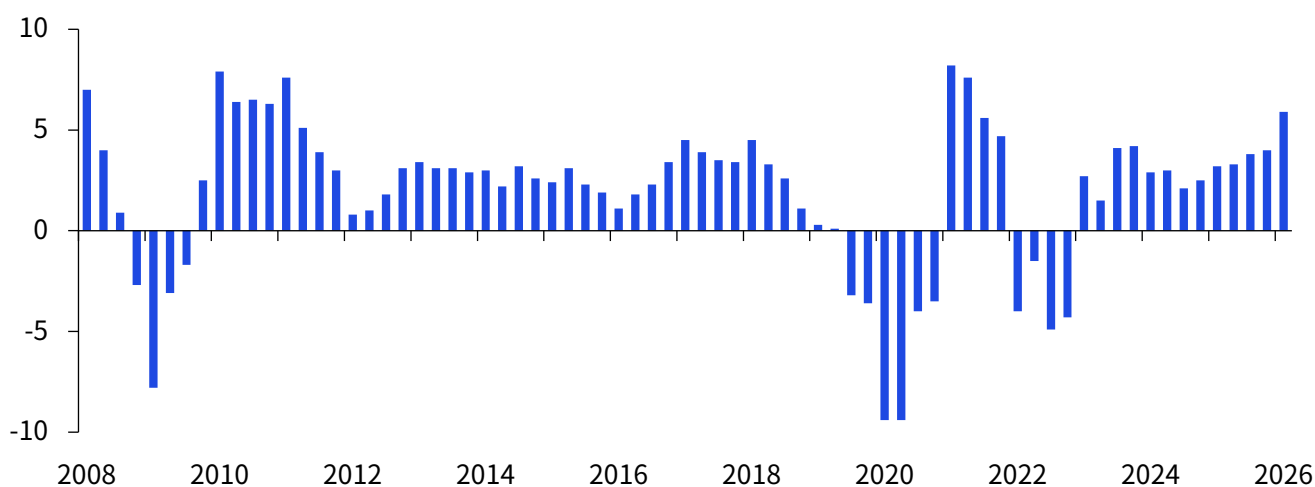


中国香港经济强劲扩张

2026年一季度，中国香港经济增长动能增强，呈现出口引领、消费复苏、投资活跃的扩张态势。一季度GDP同比增长5.9%，较2025四季度进一步提升1.9个百分点，显示经济复苏基础持续巩固（图42）。外部需求方面，出口表现突出，对经济增长贡献显著。一季度货物出口同比增长23.8%，较去年四季度的15.4%进一步加快8.4个百分点。这一强劲表现主要受益于两大因素：一是全球对人工智能相关电子产品的强劲需求带动相关货品出口大幅增长；二是在区域供应链深度重塑的背景下，中国香港对东盟和内地的出口增长强劲，显示区域贸易协同效应显著。服务输出一季度同比增长3.5%，虽略低于去年四季度的4.7%，但仍保持稳健增长。一方面得益于访港旅游业的持续畅旺，一季度访港旅客达1,431万人次，同比增长17.0%（图43）；另一方面，跨境金融活动活跃也为金融服务输出提供了支撑。

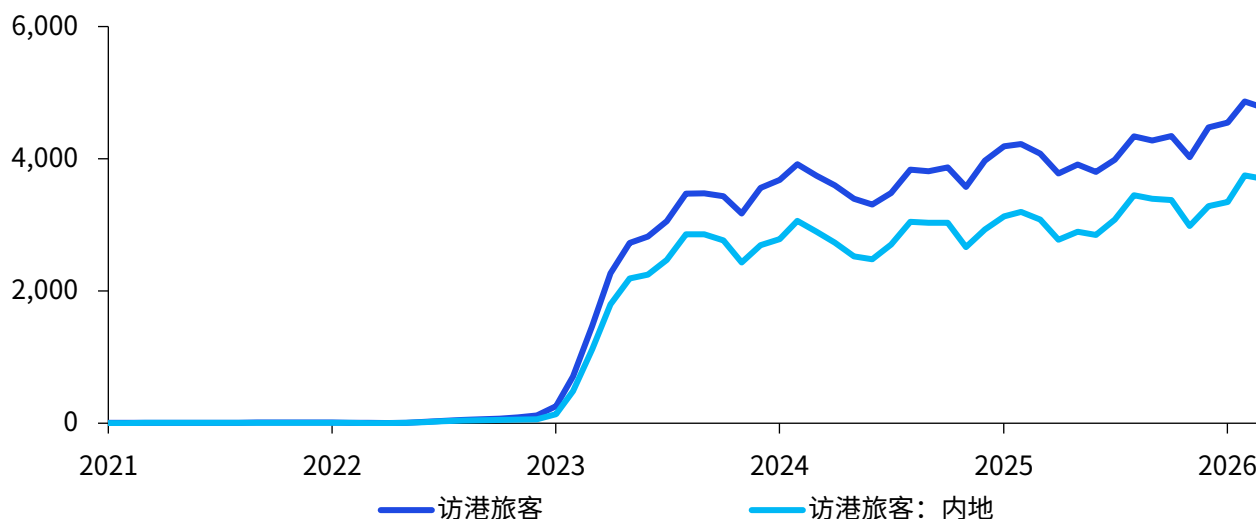
内部需求方面，消费和投资加速回暖。私人消费开支一季度增长5.0%，较去年四季度提升2.5个百分点，显示本地消费市场进一步改善。消费增强主要受益于经济增长提振消费信心，叠加楼市回暖及资本市场活跃带动的财富效应令消费气氛好转。投资表现更为强劲，本地固定资本形成总额同比大幅上升17.7%，较去年四季度的11.7%显著加速6个百分点。投资增长加快主要反映企业信心改善及外部资金流入，包括中东资本寻求“安全港”以及家族办公室和实体投资增加。政府消费开支也有所回温，同比增速较去年四季度的1.5%上升至2.9%。总体来看，2026年一季度中国香港经济在出口、消费和投资三大引擎的共同驱动下，实现了2021年下半年以来最强劲的季度增长，显示经济复苏基础持续巩固，增长动力更为均衡和强劲。

图42 中国香港GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图43 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

展望下阶段，中国香港经济有望保持良好增势。支撑因素方面，一是全球对人工智能相关电子产品的强劲需求，将为中国香港的出口表现提供持续支撑；二是内生增长动能持续修复，本地消费和投资信心同步改善；三是访港旅游及跨境金融活动活跃，将继续带动服务输出。然而，风险因素也需关注，中东地区持续的紧张局势及美联储降息预期推迟可能对外贸和金融市场造成扰动，进而对经济前景构成下行风险。香港特区政府表示已采取针对性措施，确保能源供应稳定以减轻对相关行业的影响。

2026年一季度，中国香港就业市场延续了去年四季度的企稳态势，但结构性压力仍存。经季节性调整的失业率由2025年四季度的3.8%降至3.7%，就业不足率同样下降0.1个百分点至1.6%。反映出在经济持续增长的支持下，劳动力市场保持基本稳定。从行业层面看，改善态势呈现分化。制造业和零售、住宿及膳食服务业的失业率下降最为显著，分别较去年四季度下降0.4和0.3个百分点，至3.1%和4.9%。这主要得益于本地消费的持续改善及访港旅游业的稳步复苏，带动了相关行业的用工需求。然而，仅从失业率下降反映就业市场改善的基础并不牢固。一季度总就业人数与失业人数同步回落，这意味着失业率的回落，部分原因是一些劳动者退出劳动力市场，而非就业岗位的显著增加，劳动力市场的整体吸纳能力依然有限。总体而言，中国香港就业市场正处于一个缓慢修复与结构调整并行的阶段，全面复苏仍有赖于经济动能的进一步增强和产业结构升级的深化。展望下阶段，中国香港经济温和增长、消费需求改善及企业信心逐步修复，预计将继续为就业市场提供支撑。

对外贸易方面，在全球人工智能相关电子产品需求旺盛的推动下，2026年一季度中国香港地区出口货值延续强劲增长态势，同比增长31.3%至约1,977.6亿美元，增速较2025年四季度进一步加快10.5个百分点，显示外部需求持续回暖。分经济体来看，2026年一季度中国香港对多数主要经济体的出口实现显著增长。其中，对马来西亚（82.3%）、新加坡（70.3%）、中国台湾（55.7%）、美国（46.7%）和内地（34.1%）的出口货值同比增幅尤为突出，反映出中国香港与亚洲及北美市场的贸易往来更加活跃，区域贸易枢纽功能进一步增强。从主要出口商品来看，技术密集型产品继续引领增长。电动机械、仪器和用具及零件同比增长39.4%；通讯、录音及音响设备和仪器同比增长63.0%；非铁金属出口额也录得167.4%的显著升幅。这些数据表明中国香港出口结构持续向高附加值、高科技含量产品优化升级。展望未来，中东冲突导致的国际能源价格急升，可能对全球经济短期前景构成下行风险，并干扰全球贸易与供应链稳定。然而，全球对人工智能相关电子产品的需求预计将保持韧性，这将继续为中国香港的商品出口表现提供有力支撑。

资本市场方面，香港交易所2026年一季度实现强势开局，共有40宗IPO，较去年同期增长135%。一季度募资总额达1,099亿港元，同比增长488%，位列全球IPO市场榜首⁴。这一强劲表现主要由数宗超大型新经济IPO及A+H股双重上市所驱动。首先，市场流动性及估值修复，新经济公司成为市场主力。包括特专科技公司（18C章节）及未盈利生物科技公司（18A章节）在内的新经济公司共完成27宗IPO，上市募资额达738亿港元，推动了市场行业结构向新经济转型。其次，A+H上市机制是重要驱动力。一季度共有15宗A+H上市，募资总额约669亿港元，占香港市场总募资额比重约61%，反映出互联互通机制持续为香港市场注入强大活力。与此同时，中国香港作为国际资本“安全港”的吸引力在2026年一季度显著增强。受地缘局势等因素驱动，中东资金呈现加速流入趋势。香港地区首季吸引的外来投资项目中，中东资金成为主力⁵，相关家族办公室设立咨询量也大幅增加。这不仅是短期避险，更是全球资本基于中国香港的稳定性和联通优势，进行长期战略性再配置的体现。

展望下季度，香港地区资本市场的活跃度有望延续。这一预期主要依托三重因素：首先，A+H上市机制日趋成熟，为内地龙头企业提供了高效的跨境融资通道；其次，特专科技公司上市规则的深化落实，将持续吸引硬科技企业聚集；最后，尽管面临地缘政治等外部不确定性，但在科技投资浪潮及避险需求的推动下，全球资金对亚洲资产的配置需求仍将为香港市场提供流动性支撑。整体来看，香港地区资本市场正从传统的金融中心向全球新经济融资枢纽加速转型，朝着更活跃、更多元、更高质量的方向发展。



⁴ 《香港交易所每月市场概况》，香港交易所，
https://www.hkex.com.hk/market-data/statistics/consolidated-reports/hkex-monthly-market-highlights?sc_lang=zh-hk

⁵ 《香港首季吸逾200个外来投资，中东资金成主力》，香港新闻社，2026年4月，
<https://www.hkong.cn/2026/0424/61398.shtml>

2026年一季度，粤港澳大湾区的合作在“十五五”规划开局之年全面提速，呈现出经贸深度融合、制度型开放迈出关键步伐的特点。在贸易融合层面，大湾区内部经济联系空前紧密，根据海关总署广东分署统计，一季度大湾区内地九市进出口总值达2.5万亿元人民币，同比增长19.7%，创历史同期新高。其中，中国香港超越东盟，首次成为大湾区内地九市的第一大贸易伙伴，双边进出口额达3,772.2亿元，同比大幅增长44.4%，占比提升至15.4%，标志着中国香港作为内地与国际市场“超级联系人”的地位更加稳固。在产业协同方面，中国香港公布了新一批22家重点引进企业名单，涵盖低空经济、新能源材料及跨境金融基建等前沿领域，旨在推动国际创新资源与大湾区完善产业链深度结合，共同培育新质生产力⁶。

金融互联互通方面，一季度实现了从“管道式”连通到“制度型”开放的升级。跨境金融创新试点取得实质性落地，其中依托“南沙金融30条”成功完成了首笔外币资产跨境转让业务。未来金融市场互联互通将持续扩容深化，中国香港财政司司长陈茂波在发表新年度财政预算案时明确，将研究并落实在港推出国债期货，推动房地产投资信托基金（REITs）及人民币交易柜台纳入互联互通，并优化“债券通”⁷。此外，支持离岸人民币业务发展的措施持续加码，人民币业务资金安排的总额度倍增至2,000亿元人民币⁸。一季度广东省跨境人民币结算量同比增长12%⁹，为人民币国际化和更高水平开放提供了坚实基础。

在基建与民生领域，“硬联通”效能持续释放，港珠澳大桥客流车流创大桥开通以来新高¹⁰，广深港高铁实现“公交化”运营，有效提升要素流动效率。同时“软联通”不断深化，“大湾区跨境直通救护车试行计划”正式实施双向转运，中国香港长者享受“广东院舍照顾服务计划”的范围进一步扩大，民生领域的规则衔接与福祉融合取得切实进展。

展望未来，中国香港与大湾区的合作预计将沿三条路径深化：一是产业链深度融合。在现有贸易往来的坚实基础上，合作将向构建现代化产业体系聚焦，推动中国香港引进的重点企业与大湾区内地强大的产业链体系对接，在低空经济、人工智能等新质生产力领域实现研发、制造与市场的深度协同。二是已明确的金融开放措施将迎来集中兑现，包括国债期货、跨境资金池以及“债券通”南向通的启动。三是“软联通”将进入深水区，在跨境基建高效运营的同时，合作重心将转向破解深层次制度壁垒。尽管外部环境存在不确定性，但一季度展现的深度融合态势表明，中国香港正通过更紧密地嵌入国家发展大局，巩固和提升其国际金融、贸易与创新枢纽地位。

⁶ 《引进重点企业办公室公布新一批22家重点企业》，香港特别行政区政府，2026年4月，<https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202604/20/P2026042000650.htm>

⁷ 《二零二六至二七财政年度政府财政预算案》，香港财政司司长陈茂波，2026年2月，https://www.budget.gov.hk/2026/sim/pdf/c_budget_speech_2026-27.pdf

⁸ 《金管局人民币业务资金安排总额度倍增至2,000亿元人民币》，香港金管局，2026年1月，https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2026/01/20260126-3/

⁹ 《广东省政府新闻办举行新闻发布会 介绍2026年一季度广东省金融运行有关情况》，中国人民银行广东分行，2026年4月，<https://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129136/2026042317371366550/index.html>

¹⁰ 《港珠澳大桥第一季度客流车流创新高》，香港中联办，2026年4月，<http://www.locpg.gov.cn/20260402/dfbfb05f0e2649218e055623b37c9798/c.html>

全球经济动能减弱

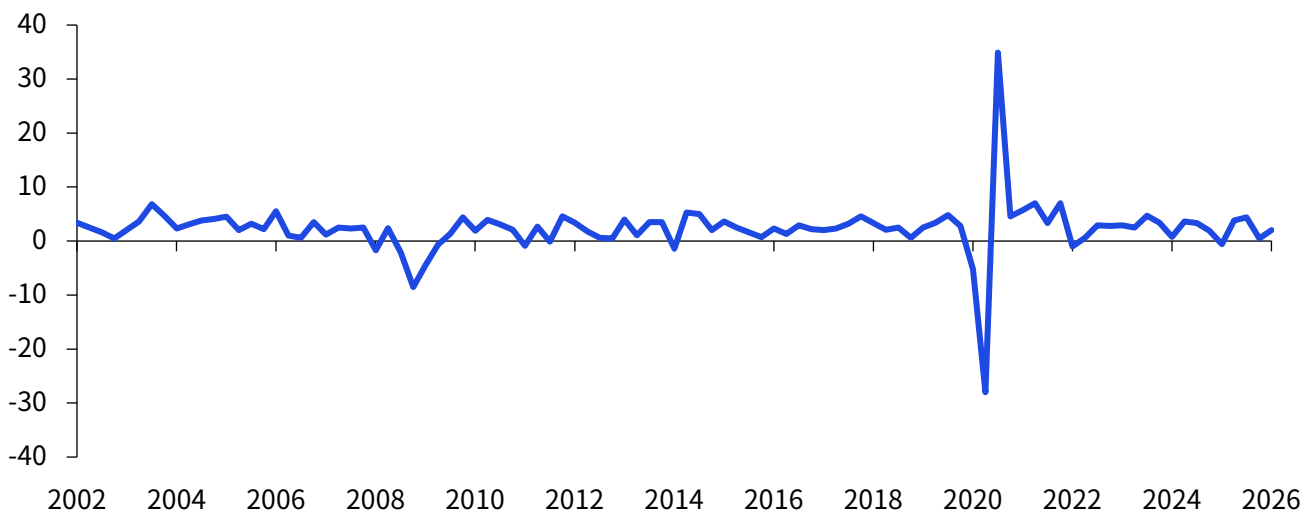
国际方面，4月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，在全球地缘政治冲突加剧、能源市场面临显著扰动的背景下，世界经济运行承压，增长预期有所下调。IMF将2026年全球经济增速预期调整为3.1%，较2026年1月的预测下调0.2个百分点，并低于疫情前3.7%的长期平均水平（2000-19）。预期下调主要源于中东冲突引发的大宗商品价格上行推升通胀预期，同时扰动贸易与供应链，叠加金融条件边际收紧，对全球需求形成压制。IMF指出，若不考虑此次冲突冲击，全球增长原本有望被上调至3.4%，说明本轮下修主要由外生冲击而非内生动能恶化所驱动。发达经济体方面，IMF预计其2026年增速为1.8%，与1月预测一致。表明发达经济体整体表现相对稳定，但内部结构出现分化。一方面，美国经济仍具一定韧性，但在财政支持边际减弱、消费逐步回归常态以及高利率滞后效应逐步显现的背景下，2026年增长预期被下调0.1个百分点至2.3%；另一方面，欧元区受制于能源冲击影响、制造业竞争力承压以及技术投资受益有限，增长仍处低位，增长预期被下调0.2个百分点至1.1%。整体来看，发达经济体维持稳定但缺乏新增动能。新兴市场与发展中经济体方面，IMF将2026年增速预测由1月的4.2%下调至3.9%。其背后原因在于：一是能源与食品价格上涨对进口依赖型经济体形成更大冲击；二是全球不确定性上升导致资本流动波动加剧，部分经济体面临汇率与融资压力；三是地缘冲突对贸易和旅游等外需形成直接拖累。低收入及能源净进口经济体受到的冲击更为显著。因此，相较1月金融条件改善支撑增长的判断，4月新兴市场对外部冲击的脆弱性上升。通胀方面，全球通胀面临上行压力。在冲突持续时间较短的情境下，IMF预计全球总体通胀率将于2026年升至4.4%，较2025年的4.1%上升0.3个百分点。

总体来看，全球经济在战争阴影下增长动能减弱。短期内，冲突的持续时间与范围是核心变量。若扰动于2026年中期消退，经济将温和增长。但从中期视角看，全球经济前景面临显著的下行风险。若冲突及高油价持续更长时间，2026年全球经济增速可能降至2.5%，通胀率升至5.4%；在严重不利情景下，增速或降至2%左右，通胀率接近6%，全球经济或将濒临衰退。此外，贸易限制措施可能进一步抑制产出，而多数经济体高企的公共债务水平在金融条件趋紧时也将构成压力。但从结构上看，全球经济仍具一定缓冲：技术投资周期尚未逆转，部分大型经济体仍具内生需求支撑。若地缘冲突缓解、能源价格回落，叠加金融条件边际改善，全球经济仍有望回归温和增长轨道。

美国

2026年一季度美国实际GDP季调环比折年率为2.0%，由2025年四季度的0.5%提升1.5个百分点（图44）。一季度GDP的增长主要由私人投资及政府支出所拉动，但消费动能有所放缓。从分项来看，私人投资对GDP的拉动上升1.1个百分点至1.5%。政府支出对GDP的拉动上升1.7个百分点至1.0%。然而，个人消费支出对GDP的拉动下降0.2个百分点至1.1%。出口增长但不足以抵消进口大幅上升，贸易逆差走扩，净出口对GDP形成-1.3%的负向拖累。

图44 美国实际GDP，季调环比折年率，%



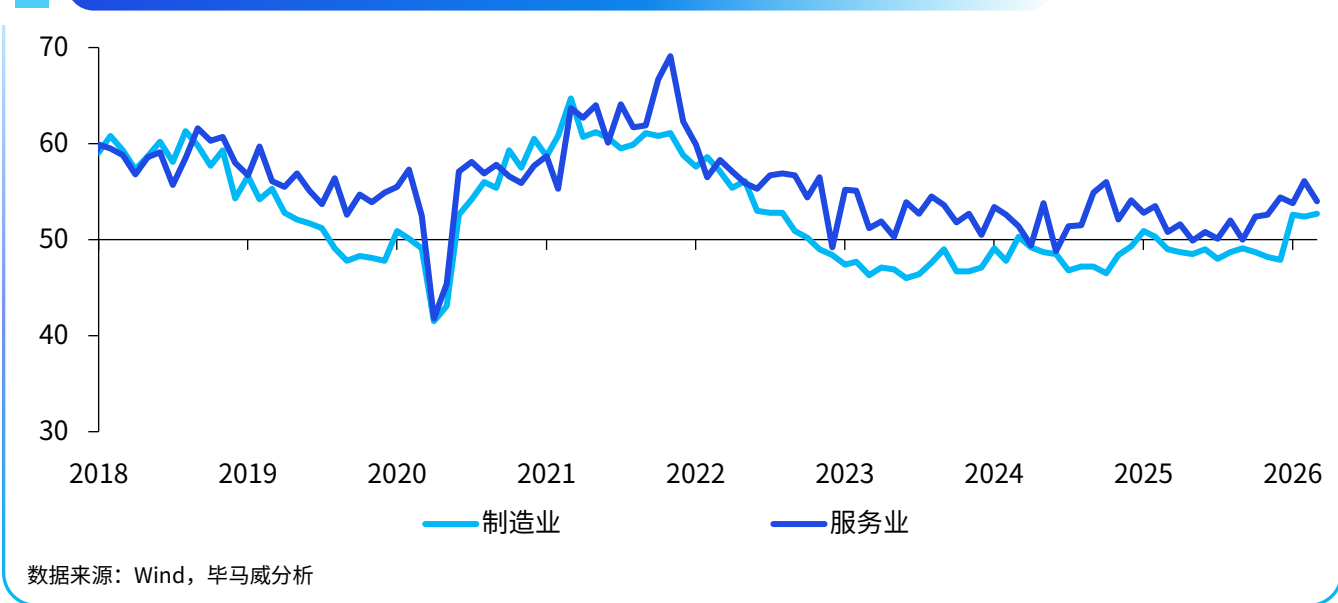
数据来源：Wind，毕马威分析

一季度消费者支出季调环比折年率为1.6%，较去年四季度的1.9%下降0.3个百分点。消费结构呈现明显分化，反映出在高利率环境与通胀压力仍存的背景下，居民消费行为趋于谨慎，以刚性支出为主。从分项看，服务消费保持一定韧性，主要由住房、医疗保健等刚性需求驱动，而娱乐、食品服务及住宿等可选服务消费则形成一定拖累。商品消费有所收缩，增速较去年四季度的0.3%下降0.4个百分点至-0.1%，主要受实际购买力约束及价格因素影响。耐用品及非耐用品同步承压。耐用品消费增速由四季度的0.1%下降至0.0%，主要由休闲娱乐用具所拖累，而汽车及零部件则由四季度的负值转正，体现出必要消费支撑而可选消费走弱的现象。非耐用品消费增速由四季度的0.4%下降0.6个百分点至-0.2%，汽油能源支出上升对其他消费形成挤压，食品、服饰均有所下降。整体来看，消费并未明显走弱，但结构已转向刚性支撑，反映出居民在不确定环境下趋于防御性消费。密歇根大学发布的消费者调查报告显示，2026年4月消费者信心指数为49.8，较2025年年末下滑且仍处于历史低位区间，体现出消费者对经济前景的态度依然谨慎。

一季度美国私人投资环比折年率由四季度的2.3%上升6.4个百分点至8.7%，是本轮GDP改善的核心驱动力，主要由高科技投资所拉动。首先，设备投资大幅增长，增速由四季度的4.3%大幅上升至17.2%，信息处理设备单项拉动GDP 0.83个百分点，显示企业投资正加速向数字化和算力基础设施集中。其次，知识产权产品投资增速由四季度的5.4%上升至13.0%，软件投资为主要支撑，反映企业在维持长期技术投入方面仍具较强意愿。然而，与高科技投资形成对比的是，传统领域投资仍然偏弱。房地产投资继续负增长，由四季度的-1.7%进一步走扩至-8.0%，高利率环境持续抑制房地产需求，成为投资端的重要拖累项。此外，建筑业亦延续下行趋势，体现出企业在实体扩张方面仍保持谨慎态度。整体而言，一季度美国私人投资呈现出总量强劲、结构分化的特征：一方面，以人工智能和

数字基础设施为代表的高科技投资显著扩张，成为拉动经济增长的核心力量；另一方面，传统制造业、房地产及非科技领域投资仍然疲弱，反映出企业整体投资意愿仍受利率水平及需求不确定性的制约。综合来看，美国一季度对私人国内购买者的实际最终销售额（Final sales to private domestic purchasers），即消费者支出和私人固定投资总额之和，增长2.5%，较四季度增长0.1个百分点，反映内需仍具一定韧性。3月制造业PMI录得52.7%，较上月上升0.3个百分点，连续第三个月扩张，表明企业对短期经济前景的预期正在改善（图45）。

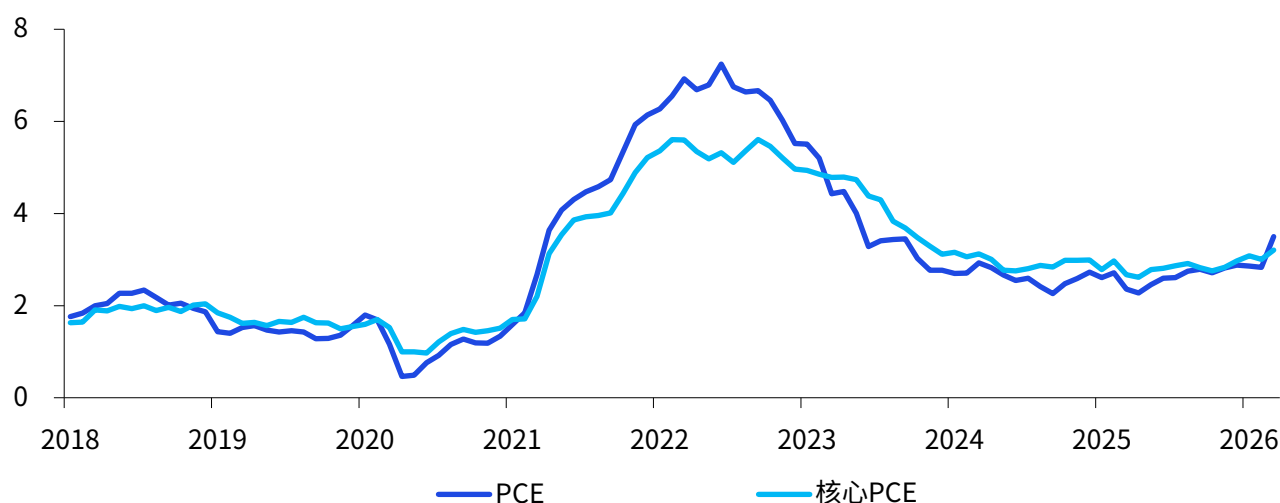
图45 美国ISM制造业和服务业PMI



通胀方面，一季度美国通胀升温。3月PCE同比增长3.5%，较2月上升0.7个百分点，其核心驱动来自能源价格冲击，而非需求过热（图46）。分项来看，3月能源价格环比由0.6%大幅上涨至10.9%，其中汽油价格单月上涨21.2%，较前值大幅提升20.4个百分点，创1967年有记录以来最高增速，成为推动通胀反弹的主要因素。能源价格的剧烈波动主要源于地缘政治冲突对原油供给的冲击。核心通胀走势相对平稳，剔除食品和能源的核心PCE同比增长3.2%，较2月小幅上行0.2个百分点。需要注意的是，服务价格仍然保持粘性，尤其住房相关分项，使通胀下行路径存在约束。根据密歇根大学调查，2026年4月，消费者对一年期和五年期的通胀预期分别录得4.7%和3.5%，较12月分别上升0.5个百分点和0.3个百分点，显示家庭部门对未来价格水平的担忧显著升温。

在此基础上，叠加“特朗普2.0”政策框架，通胀压力可能从短期的外生冲击进一步转向中期的结构性上行。具体来看，关税上调将直接推升进口商品价格，并通过供应链传导抬升生产成本；移民政策收紧可能加剧劳动力供给约束，强化当前服务价格的粘性。同时，财政与产业政策对需求的刺激可能在供给受限背景下放大通胀压力。多重因素叠加下，通胀驱动机制可能由当前的能源主导，逐步转向成本推动及供需结构错配并存，使通胀回归目标水平的过程更加缓慢且不确定性上升。

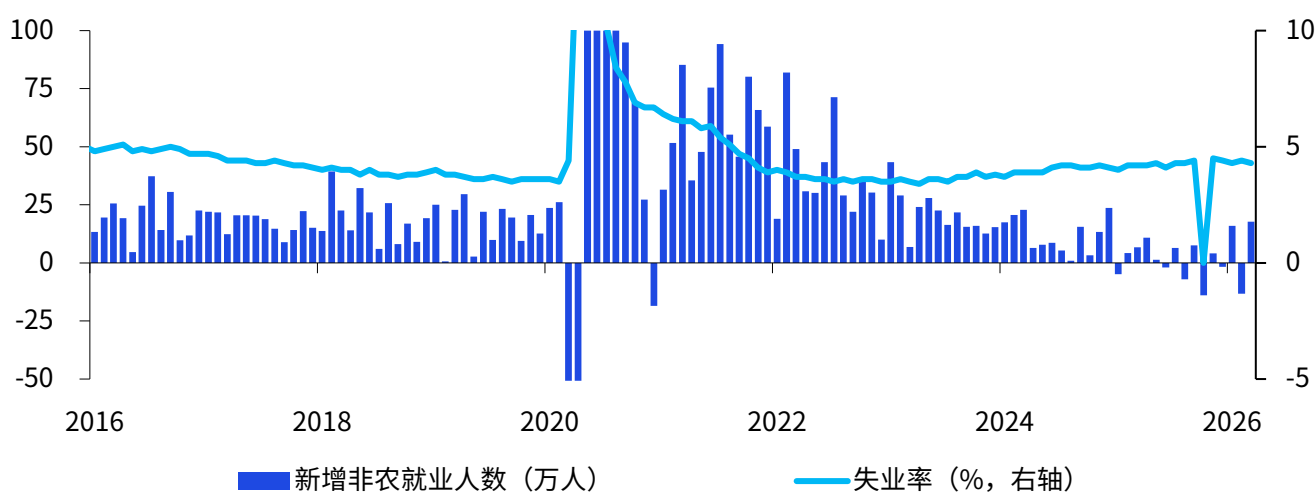
图46 美国个人消费支出价格指数（PCE），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

就业方面，2026年一季度美国劳动力市场呈现先降后升、均值偏低的特征。从结构上看，就业波动部分源于一次性因素与周期性因素叠加：2月就业下滑主要受医疗行业罢工及天气扰动影响，而3月则出现反弹，新增17.8万人，远高于市场预期的6.5万人，主因一次性因素消退后的技术性修复。从季度整体来看，一季度非农就业三个月平均新增约7.2万人，较2025年同期水平（17.4万人）明显回落，与2024年全年约22万人的月均水平（22万人）相比，仅为其三分之一左右，就业增长的中枢明显低于此前水平，反映出企业招聘意愿趋于谨慎。在高利率环境持续的背景下，企业更倾向于通过控制招聘而非裁员来调整用工规模，形成低招聘、低裁员的格局。失业率方面，3月小幅回落至4.3%。但需要注意的是，失业率的改善并未完全对应就业需求的增强，更多源于3月劳动参与率有所回落，意味着部分失业率下降来自劳动力退出市场，而非新增岗位增加。与此同时，薪资增速仍具一定粘性。尽管就业增长放缓，3月平均时薪同比仍维持在3.5%，持续高于2%的通胀目标，反映出劳动力供给收缩对薪资形成支撑。就业放缓本应为货币政策提供更多宽松空间，但由于失业率仍处低位且薪资增长具有粘性，美联储在短期内仍可能维持观望立场（图47）。

图47 美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，当前美联储面临通胀粘性仍存与劳动力市场边际降温并存的复杂环境。一方面，受能源价格冲击影响，通胀回落进程出现反复，且持续高于美联储2%的长期目标。另一方面，一季度劳动力市场虽然有所走弱，但尚未出现明显恶化。在此背景下，美联储内部对政策路径的分歧有所加大。一类观点认为，通胀尚未稳定回归目标，且预期通胀上行可能强化价格粘性，应继续维持当前利率水平以巩固通胀回落趋势；另一类观点则关注就业与增长放缓风险，认为若劳动力市场持续降温、需求进一步走弱，应逐步开启降息以防止经济下行压力累积。从政策操作来看，美联储在4月的FOMC会议上决定将当前联邦基金利率目标区间维持在3.50%–3.75%，处于限制性水平。在通胀路径不确定性上升、就业尚未明显恶化的情况下，未来短期内政策更可能保持观望，以等待更多关于通胀持续性与经济韧性的证据。需要注意的是，随着美联储现任主席任期临近结束，以及候选主席潜在的政策立场变化预期，市场对未来货币政策路径的不确定性或将进一步上升，这在一定程度上强化了美联储当前“谨慎行事”的倾向，以维护政策的连续性与独立性。展望未来，美国经济仍具韧性，但增长将维持温和水平。在通胀回落偏慢、政策仍偏紧以及就业边际降温的共同约束下，经济难以形成明显上行动能，但短期亦不具备快速下行风险。

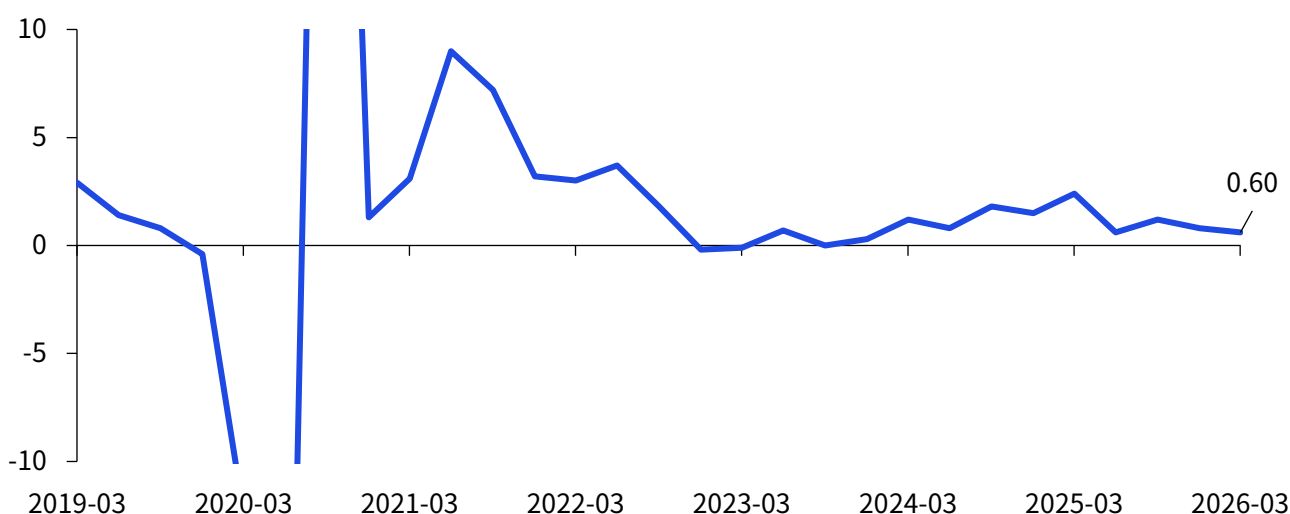


欧元区

欧元区一季度GDP环比折年率增长0.6%，低于去年四季度的0.8%，也低于市场预期。分国别来看，德国经济在财政扩张支撑下表现维持韧性，法国受内需拖累增长陷入停滞，而爱尔兰经济在跨国企业投资收缩影响超预期走弱，是一季度欧元区增长不及预期的主要原因。

需要注意的是，一季度数据仅覆盖中东冲突爆发后的第一个月，尚未显现本轮冲突对经济的全部影响。从近期数据观察，受能源供给冲击影响，4月欧元区通胀上行压力显现，经济增长出现放缓迹象，若冲突持续时间超出预期，欧央行或为应对“第二轮效应”¹¹在年内转向加息，将进一步抑制欧元区经济增长前景（图48）。

图48 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%

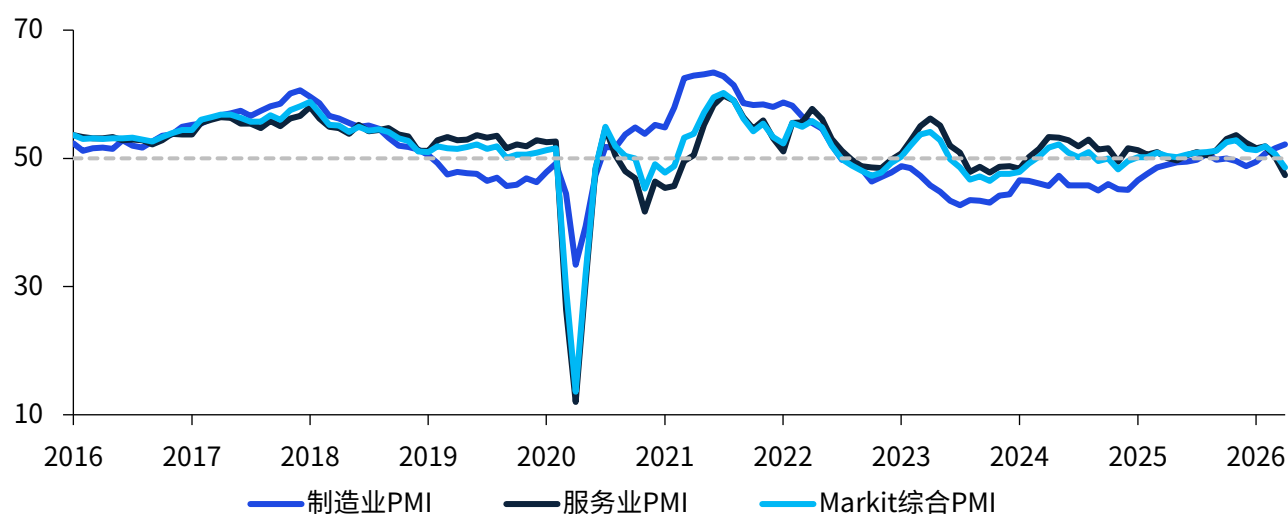


数据来源：Wind，毕马威分析

从景气度指标观察，欧元区未来经济增长基础较为脆弱，4月欧元区综合PMI由3月的50.7%大幅降至48.6%，结束了自2025年初以来的经济扩张周期，同样低于市场预期。制造业与服务业出现明显分化，制造业PMI升至52.2%，创下自2022年5月以来的近四年新高，且连续第三个月位于扩张区间。其中新订单、生产指数分别上行至51.5%，52.3%，供需活动同步走强，主要是中东冲突推升能源和原材料成本后，企业出于对供应链中断和未来价格上涨的担忧，出现大范围防御性囤货行为。但这种提前透支未来需求的行为，使得本期采购量指数上行，而企业信心指数降至17个月低点，为后续增长埋下隐忧。服务业PMI则从50.2%大幅降低至47.4%，是拖累综合指数跌入收缩区间的主要原因，主要是中东冲突加深居民就业、收入前景担忧，4月消费者信心指数已降至2022年末以来最低水平，居民服务消费需求大幅走弱（图49）。

¹¹ 指初始价格冲击（如能源价格上涨）通过工资-价格螺旋或其他渠道传导至更广泛的经济领域，导致持续性通胀的现象。

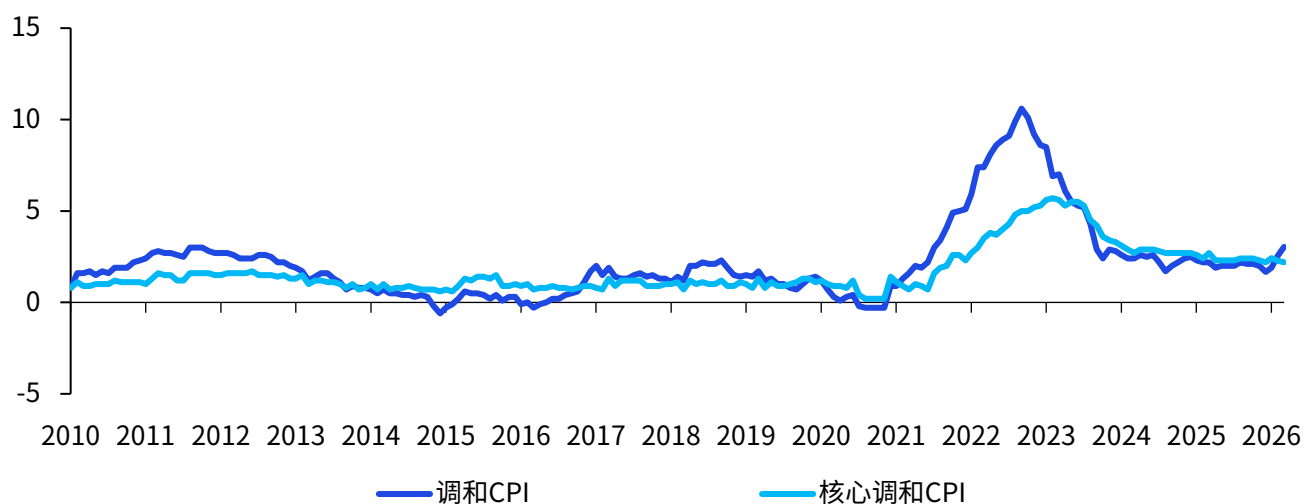
图49 欧元区采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，4月欧元区调和CPI同比达3.0%，高于3月份的2.6%，创下2023年9月以来的最快增速，连续第二个月高于欧央行2.0%的通胀目标。能源价格是推动通胀上升的主要因素，4月同比涨幅预计达10.9%，明显高于3月份的5.1%。剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为2.2%，较前值回落0.1个百分点，其中服务与工业价格表现分化，服务价格同比达3.0%，较前值回落0.2个百分点，反映当前居民疲弱的消费需求，而非能源工业品价格达0.8%，较前值上行0.3个百分点，反映当期企业恐慌性囤货行为。展望下一阶段，若中东冲突持续时间超预期，初始的能源价格上涨可能通过工资-价格螺旋或其他渠道传导至更广泛的经济领域，欧元区可能将面临持续时间更长的通胀压力（图50）。

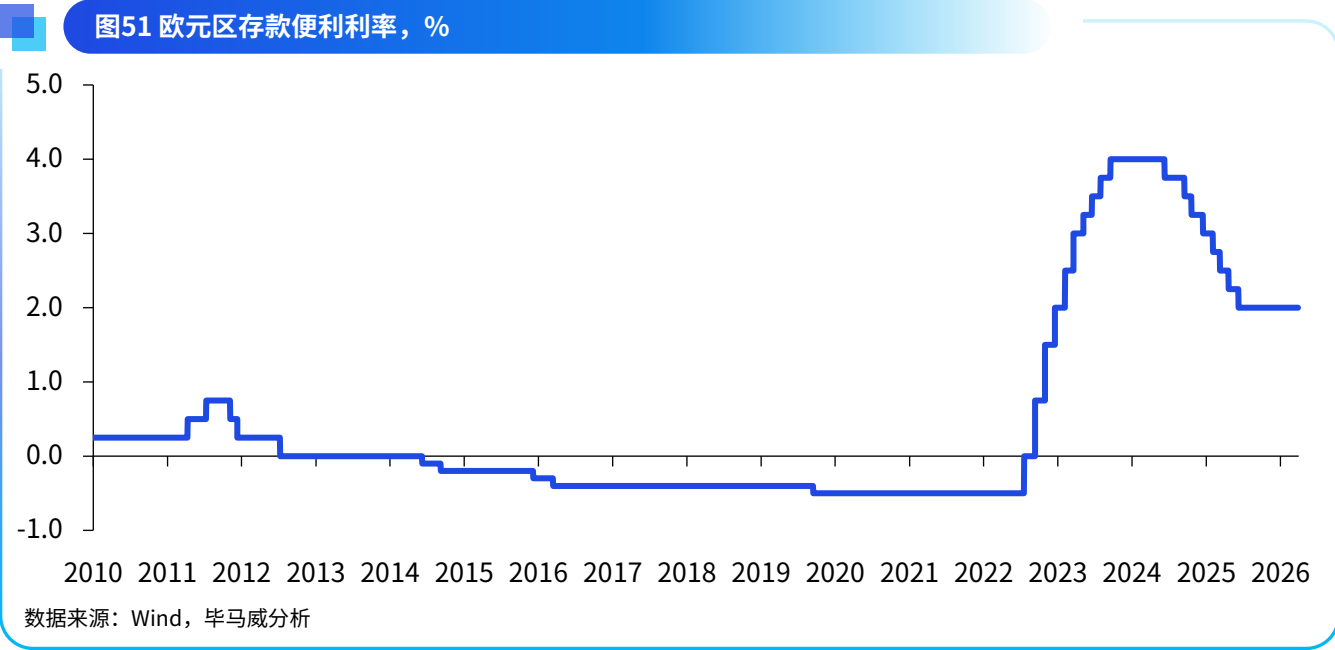
图50 欧元区调和CPI与核心调和CPI，同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，由于经济增长基础脆弱，尽管面对通胀上行压力，4月欧央行维持欧元区三大关键利率不变，这是欧洲央行自去年7月以来连续第七次维持利率不变，符合市场预期（图51）。展望下一阶段，6月欧央行加息概率上升，虽然欧央行在公报中仍然坚持将采取数据依赖和逐次会议的方式来决定适当的货币政策立场，但欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上明确，本次理事会不仅一致同意维持利率，也对可能加息进行了深入而全面的讨论，释放了较强的紧缩政策信号。另外，拉加德明确本次暂不加息的原因是尚未看到通胀的“第二轮效应”。若要避免形成二次通胀，则需中东冲突在短期迅速缓和，能源价格明显回落。但截至5月上旬，霍尔木兹海峡尚未实质性开放，布伦特原油价格仍然超过100美元/桶，这进一步推升6月欧央行加息概率，制约后续欧元区经济修复空间。

图51 欧元区存款便利利率，%



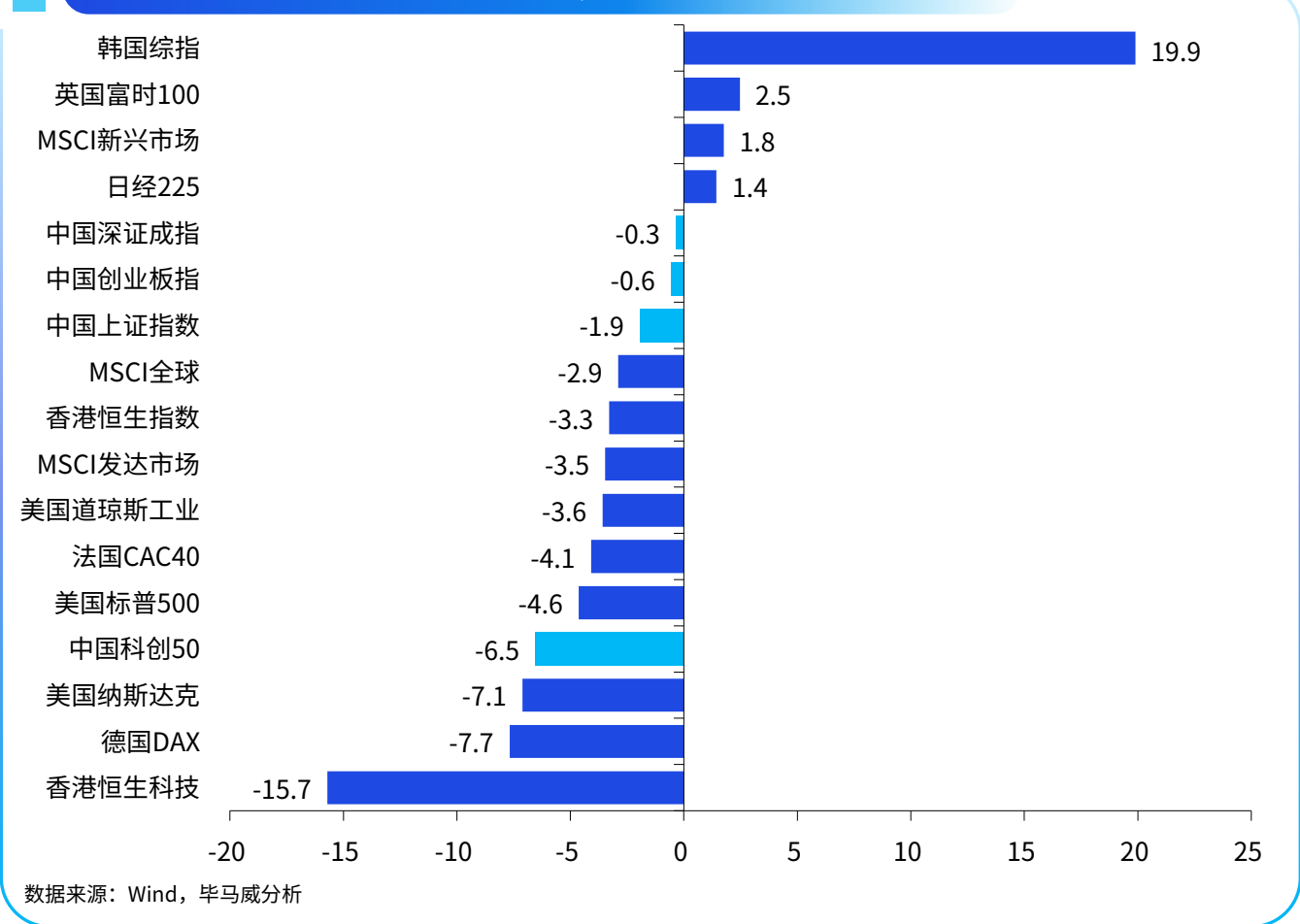
资本市场

A股市场有所回调， 能源与增长主线接棒科技

经历了2025年由人工智能浪潮驱动的全球科技股价值重估与罕见的主要股市普涨格局之后，2026年一季度，全球资本市场在复杂多变的宏观环境中，进入了风险偏好重估与资产定价再平衡的新阶段。首先，尽管AI技术长期发展前景依然广阔，但市场开始重新审视AI投资的回报周期和商业化落地速度，高估值科技股面临显著的获利了结压力。其次，中东地缘政治风险的骤然升级引发全球资金避险情绪高涨，国际油价短期内大幅上涨推升全球再通胀预期，导致美债收益率高位震荡。由于科技成长股的估值高度依赖未来现金流的折现，而地缘政治不确定性以及美联储“更高更久”的利率政策预期均会明显提高估值模型中的折现率，从而压制科技股估值水平。此外，中东地区是全球重要的能源和航运枢纽，冲突持续升级可能导致科技产业链所需的氦气等关键原材料供应中断，从基本面层面削弱科技行业的生产稳定性和盈利预期，进而加剧科技股在全球范围内普遍承压，美股三大指数均遭遇明显回调。

然而，与美股科技股以软件和互联网服务为主不同，韩国股市的科技权重高度集中于半导体、电子等出口导向型高科技硬件制造产业，特别是在高端存储芯片领域占据全球领先地位，直接受益于AI基础设施投资带来的需求爆发，韩国综指以19.9%的涨幅遥遥领先其它主要市场。A股受全球市场环境传导也开启了震荡调整，但凭借国内经济温和复苏的底部支撑与新能源等产业链的全球竞争优势，在全球主要股指中显示出相对韧性（图52）。

图52 2026年一季度全球主要股市指数涨幅，%

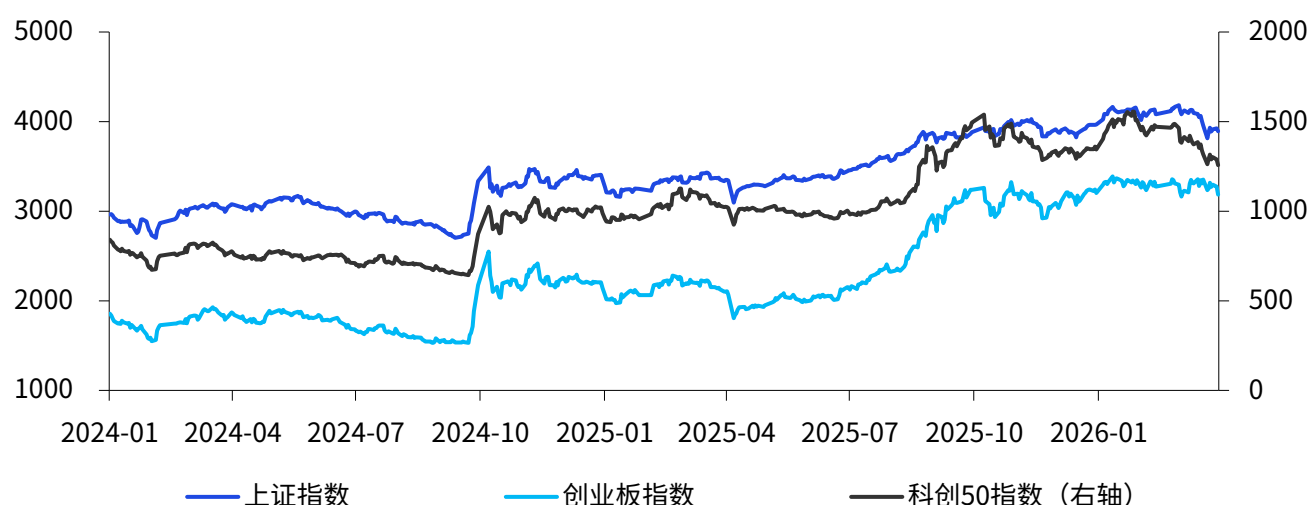


© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

截至一季度末，A股主要指数中，上证指数收于3891.9，较去年末下跌1.9%；深证成指收于13478.1，仅较去年末微跌0.3%，表现出较强韧性。这种分化主要源于指数权重结构的差异。上证指数中金融、消费等行业权重较大，一季度两者领跌其他行业，对上证指数形成了显著拖累。首先，银行、保险、券商等金融机构的盈利水平与经济景气度、利率环境、信贷需求等宏观变量高度正相关，因市场担忧全球不确定性将传导至国内经济与通胀环境，并影响借贷和投资活动，从而压制了对金融行业未来资产质量与盈利增长预期的估值定价，导致一季度综合金融、非银行金融行业指数分别大幅下跌15.8%、14.8%。其次，尽管一季度国内经济基本面保持稳健，但市场对后续终端消费复苏的节奏和力度仍存在分歧，微观层面居民收入预期和消费意愿尚待修复，一季度消费者服务、商贸零售行业指数分别下跌12.8%、9.9%。

而深证成指中新能源、先进制造等成长股占比更高，受益于全球能源安全和能源转型主线驱动下的新能源产业链高景气，叠加国内经济起步有力、政策加速布局新兴产业，业绩增长预期较为确定，资金配置意愿更高，为深证成指提供了有力支撑。同样地，创业板指一季度下跌0.6%，跌幅相对有限，而作为“硬科技”代表的科创50指数在一季度重挫6.5%。这是源于科创50指数成分股高度集中于计算机、电子等科技硬件领域，这些恰恰是一季度全球科技股调整过程中估值修正压力最大的方向。而创业板指成分更为多元，涵盖新能源、生物医药、高端制造等多个领域，单一赛道的冲击也被其他行业的稳定性所对冲（图53）。

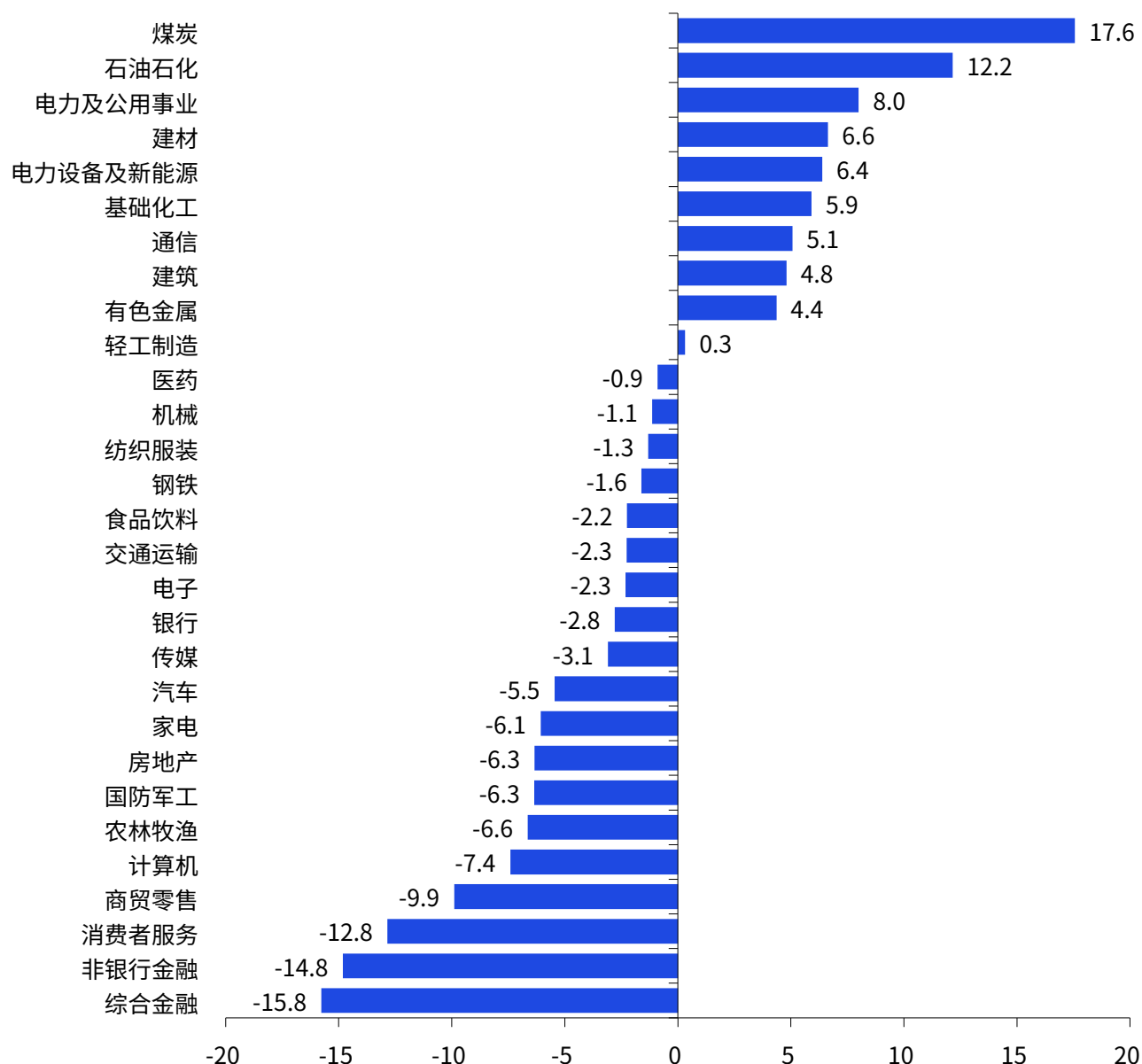
图53 A股主要指数走势，点



数据来源：Wind，毕马威分析

从行业指数来看，一季度领涨行业主要集中在上游能源资源和周期性行业，其中涨幅前五的行业中有四个都是能源相关行业，分别为煤炭（17.6%）、石油石化（12.2%）、电力及公用事业（8.0%）、电力设备及新能源（6.4%），驱动因素来自于全球再通胀交易与国内稳增长政策共振。一方面，在地缘政治不确定性加剧的环境下，拥有自主可控能源供应能力的企业具有极高的战略价值。煤炭作为中国最丰富的化石能源资源，其“压舱石”地位在外部冲击下被重新定价。石油石化行业则受到油价上涨和国内能源安全保障政策的双重驱动。另一方面，国内在“十五五”规划开局之年，财政政策前置发力，新型基础设施、绿色制造体系等重大项目的开工直接拉动了对上游原材料和中游设备的需求。此外，煤炭、建材等行业整治“内卷式”竞争持续推进，落后产能加速出清，供需格局优化的预期推动这些行业估值迎来较大修复。此外，全球AI基础设施建设快速扩张，对新能源及上游有色金属产业链形成超预期的增量需求。也使得通信行业成为科技相关板块中唯一上涨的细分领域（图54）。

图54 2026年一季度A股中信行业指数涨跌幅，%



数据来源：Wind，毕马威分析

IPO方面，一季度A股新增上市企业30家，较去年同期增加3家；首发募资规模达到258.8亿元，同比增长57.1%，单个IPO项目平均募资规模从6.1亿元提升至8.6亿元，融资能力明显增强。从上市数量看，北交所通过政策赋能与审核提速，为“专精特新”企业或创新型中小企业提供了高效的融资渠道，一季度累计上市16家企业，占A股市场IPO总量的53.3%，较2025年同期增加13家，成为一季度IPO发行的主力军。从募资规模看，科创板6家上市企业募资金额89.2亿元，占A股总募资额的34.5%，硬科技企业的募资优势凸显。此外，随着市场化、常态化退市机制的持续深化与完善，一季度A股市场共有4家企业平稳退市。监管层始终秉持“应退尽退”原则，在畅通退出渠道的同时，进一步强化退市过程中的投资者权益保护措施，有助于优化资源配置，构建健康良性的市场生态，从而稳定和增强资本市场信心。

资金与流动性方面，一季度A股总成交额达144.6万亿元，同比增长66.3%，日均成交额约2.6万亿元，同比增长69.0%。截至一季度末，融资融券余额约2.6万亿元，较去年末增长2.7%，同比增长36.0%。截至2026年一季度末，北向资金持仓总规模约2.58万亿元，较2025年四季度末的2.59万亿元略微下滑，行业层面，电力设备、通信、基础化工等行业获青睐，持股市值分别增长624亿元、318亿元、93亿元，而非银金融、汽车、银行、医药生物、电子、家用电器、有色金属等7个行业持股市值减少均超100亿元，反映出外资对中国经济“供强需弱”格局的判断。

展望二季度，预计A股市场指数层面大概率维持震荡格局，同时结构性行情特征延续，仍将围绕能源安全、经济增长、人工智能三大主线展开，且各主线的演绎节奏和内部结构都将发生变化，市场将从一季度的剧烈切换逐步走向更为均衡的配置格局。

对于能源安全主线，全球地缘政治走向仍是核心变量，其变化将直接影响传统能源板块的供给端预期与价格弹性。同时，能源安全的逻辑边界有望进一步拓宽，从上游资源向中下游的电力、电网及新能源运营等环节延伸，产业链纵向的传导效应将成为影响板块内部结构分化的重要因素。

对于经济增长主线，关键在于从“政策托底”到“内生复苏”的接力能否实现。更值得关注的是民间投资与居民消费的复苏斜率，前者取决于财政、金融、产业等政策协同效能与外需不确定性扰动之间的博弈，后者则聚焦居民就业状况与收入预期改善的实质性进展。

对于人工智能主线，随着科技企业年报和一季报基本披露完毕，市场对科技行业基本面有了更清晰的认知，资金配置逻辑将转向基于细分领域景气度与业绩兑现能力的精细化定价。具体来看，上游基础设施层的订单可见性是衡量AI投资浪潮下景气度的关键锚点；中游大模型与平台层的竞争格局正在激烈演化中，技术迭代速度与商业化进程将是决定估值方向的核心变量；下游应用层的表现则取决于在具体行业场景中的渗透节奏及实际价值创造能力的验证情况。此外，科创板和创业板的制度改革红利将在中长期持续释放，并购重组新规的落地也将加速AI产业内的资源整合，进而重塑产业竞争格局。



债券收益率区间震荡， 信用结构持续优化

2026年一季度，债券市场规模稳步增长。利率债方面，作为“十五五”规划开局之年，财政政策靠前发力的特征明显，一季度国债、地方政府债发行规模分别达3.6、3.1万亿元，均创历史同期新高，同比分别增长9.5%、9.4%；由于到期偿还规模高企，国债、地方政府债净融资额分别为1.1、2.4万亿元，不及去年一季度的1.5、2.6万亿元，但仍处于历史同期次高。

信用债方面，企业融资需求回暖，叠加低利率环境降低债券融资成本，一季度公司类信用债¹²发行规模达3.9万亿元，同比增长11.6%，净融资额达1.2万亿元，同比增长221.6%。其中，在中央坚决遏制新增地方隐性债务、加速城投平台转型出清的政策导向下，城投债净融资维持低位。产业债发行规模2.6万亿元，同比增长10.8%，净融资额达1.0万亿元，同比增长96.1%，其中科创债发行规模和净融资额分别达5,616.8亿元、3,916.6亿元，同比分别增长144.9%、113.4%，成为产业债增长的重要细分领域。

一季度金融类信用债¹³发行规模9.1万亿元，同比下降18.3%，净融资额为-1.3万亿元，主要由于同业存单发行大幅缩量。一季度同业存单发行6.7万亿元，同比下降19.4%，一方面，央行公开市场操作使得银行间流动性处于合理充裕状态，银行对通过高息发行同业存单来揽储的依赖度降低；另一方面，在防范资金空转的监管导向下，银行适度压缩同业负债规模，优化负债结构，减少资金在金融体系内的循环，引导资金更多流向实体经济。

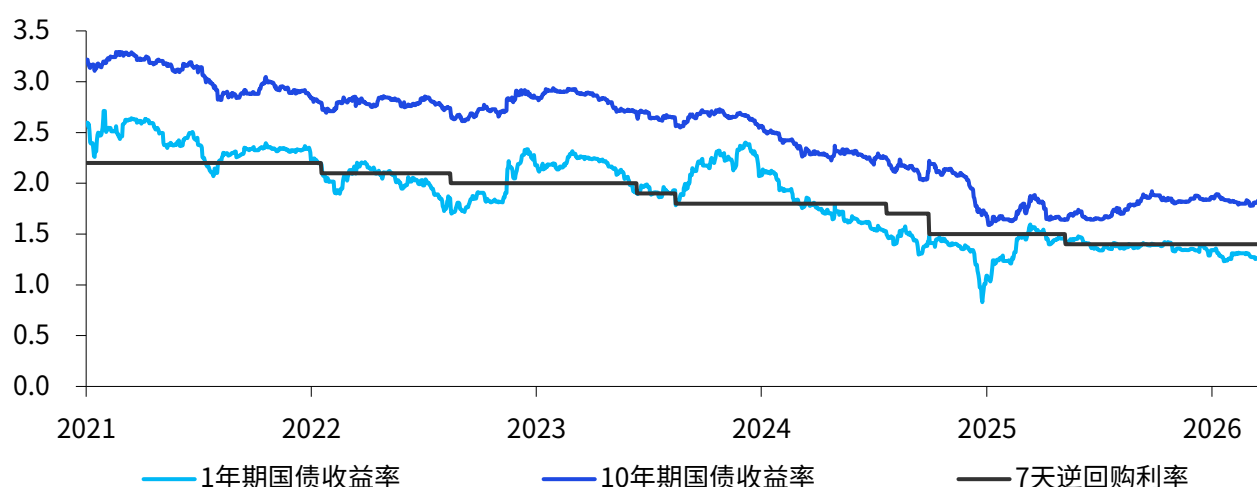
2026年一季度，在流动性充裕与通胀预期升温的博弈下，国债收益率曲线陡峭化程度显著加深。短端利率对货币政策敏感度极高，尽管一季度央行政策利率维持稳定，但操作更趋精准灵活，通过逆回购、MLF等工具维持流动性合理充裕，带动利率下行。与此同时，从需求端来看，当前市场面临典型的“资产荒”，在存款利率持续下调、理财产品打破刚兑且波动加大的环境下，银行理财、保险资金等主流机构手中大量到期资金面临再投资压力，在负债成本相对刚性（如保单承诺收益或理财业绩基准）的情况下，国债凭借票息收入稳定、资本利得风险可控，以及相比其他信用资产具有更高的流动性和更低的违约风险，成为机构的重要配置选择，从而对利率下行形成一定驱动。在资金面持续宽松及市场配置需求的共同支撑下，一季度末1年期国债收益率收于1.21%，较去年末下行13个基点（图55）。

¹² 公司类信用债=公司债（包括政府支持机构债券）+债务融资工具

¹³ 金融类信用债=金融机构债券+同业存单+资产支持证券

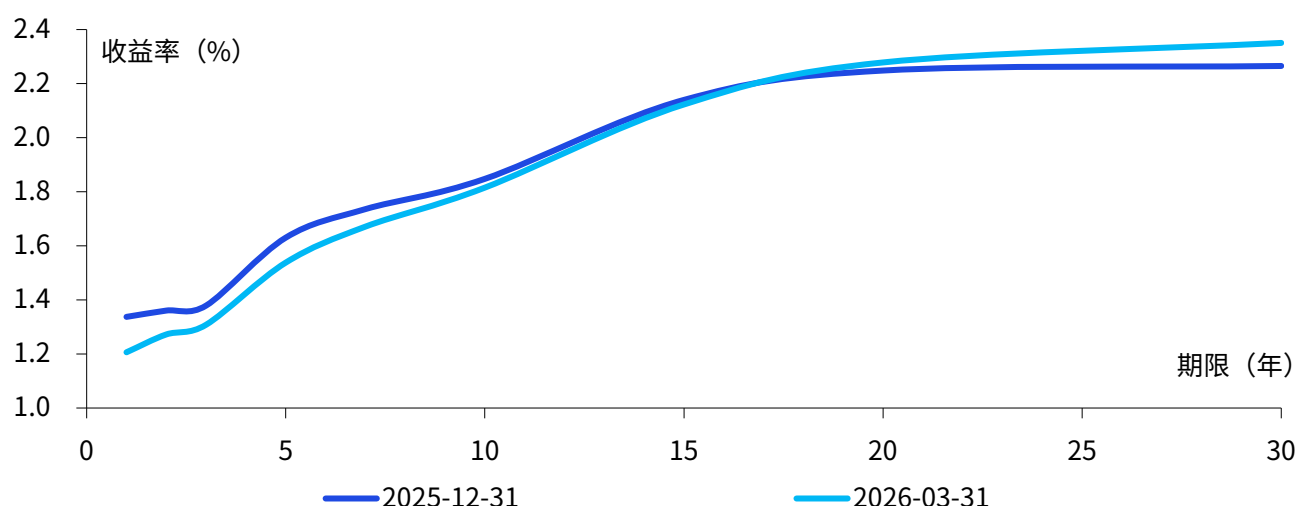
相比之下，长端利率受供给放量、经济基本面温和复苏以及输入性通胀预期升温等多重因素影响，下行受限。2026年政府债券发行节奏明显前置，一季度大量长端国债和地方债集中供给，与此同时，国内经济“开门红”叠加3月地缘政治冲突引发的输入性通胀担忧，使得市场对货币政策宽松预期有所弱化，共同对长端利率形成上行压力。此外，市场机构出于对长期利率上行的担忧，更倾向于配置短久期品种，规避长期利率波动风险。上述因素综合作用下，一季度10年期国债收益维持1.8%-1.9%的窄幅区间内震荡，季末收于1.82%，较去年末下行2个基点。一季度末，10年期与1年期国债收益率差较去年末走扩10个基点至0.61%，曲线形态进一步陡峭化（图56）。

图55 国债收益率和政策利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

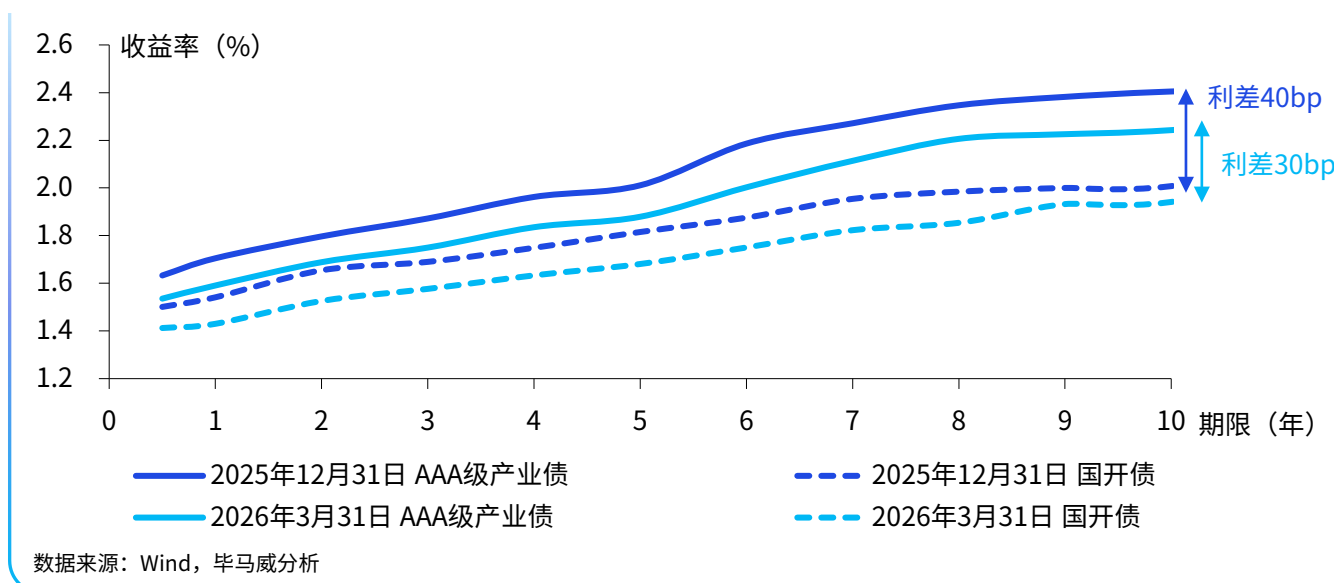
图56 国债收益率曲线，%



数据来源：Wind，毕马威分析

在国债收益率曲线整体下移的带动下，一季度信用债利率同步走低。值得一提的是，长端信用利差明显收敛，以同期限AAA级产业债与国开债收益率之差为代表，截至一季度末，10年期信用利差从去年末的40个基点被进一步压缩至30个基点，处于历史低位，本质上源于信用结构持续优化与优质资产供给扩容（图57）。随着宏观基本面企稳及化债政策深化实施，央企与核心地方国企的资产负债表持续修复，高评级、现金流稳健的优质产业债供给显著扩容。与此同时，大量具备高评级资质的央国企及行业龙头，借助科技金融与绿色金融的政策红利，密集发行科创债、绿色债等创新品种，丰富了优质资产供给，并进一步更吸引了科创及ESG主题的长期资金入市。在利率下行和“资产荒”的背景下，机构投资者对这些优质资产的批量配置需求激增，使得AAA级产业债信用风险的定价趋近于利率债。

图57 AAA级产业债与国开债收益率曲线，%



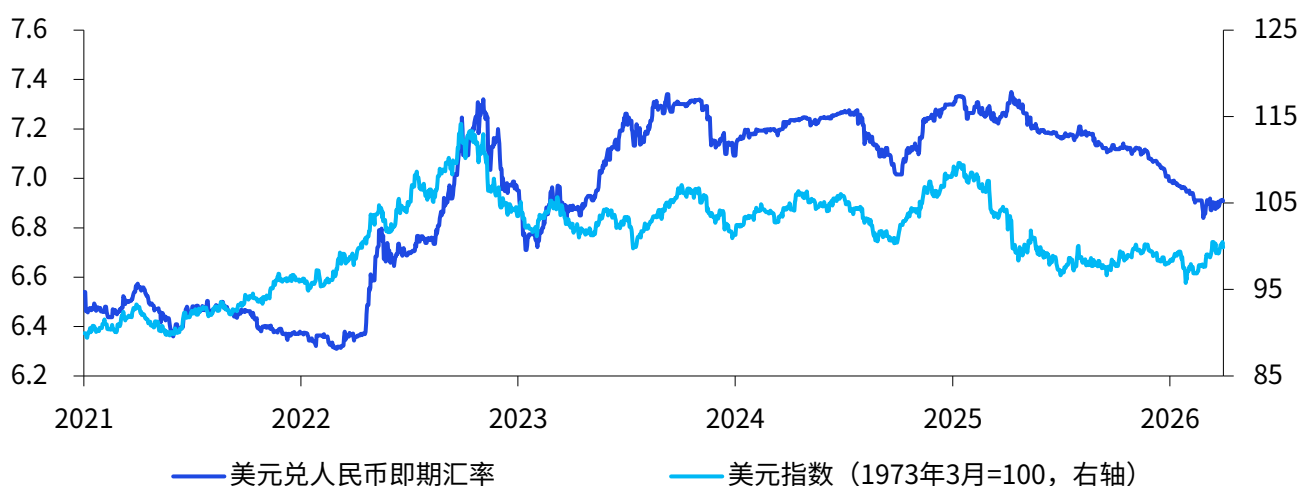
展望二季度，预计债券市场将延续利率区间震荡、信用持续优化的运行特征。利率债方面，地方政府专项债发行节奏有望继续前置并放量，叠加特别国债的常态化发行，利率债供给压力显著攀升；在机构主体刚性配债需求的支撑下，供需或维持紧平衡，使得国债收益率保持低位震荡。同时也要看到，当前输入性通胀预期对债市的影响加深。若中东冲突持续升级导致大宗商品价格超预期上涨，可能制约货币宽松空间，从而导致收益率中枢抬升及曲线陡峭化；反之，若地缘风险逐步缓释、输入性通胀快速消化，而核心通胀因内需弱复苏维持温和态势，则收益率曲线将在低位维持平坦化震荡。信用债方面，供给端科创债、绿色债等政策鼓励品种将继续扩容，成为优质资产的主要增量来源，而弱资质城投及低评级产业债受融资端监管收紧影响；需求端“资产荒”逻辑仍将驱动资金向高评级核心资产集中，从而推动信用利差维持在历史低位。

人民币汇率逆势升值， 双向波动弹性增强

2026年一季度，美元指数呈现“先抑后扬”的走势。年初市场普遍预期美联储将在2026年上半年实施25-50个基点的降息，以应对通胀趋缓及就业数据疲软，截至1月末，美元指数较去年末下降1.2%至97.1。随着1月末特朗普宣布提名凯文·沃什出任下一任美联储主席，市场围绕其“降息与缩表并行”的政策主张展开重新定价。尽管沃什倾向于在合适条件下降低政策利率，但其强调缩减资产负债表规模的立场与近年来扩表为主的货币政策环境存在明显差异，引发市场对政策连续性的担忧。与此同时，美国制造业PMI重回扩张区间并创2022年8月以来新高，强化了美国经济韧性的判断，美元指数2月末小幅回升至97.6。2月28日，美国和以色列对伊朗发动联合军事行动，中东地缘局势骤然紧张，原油价格快速上涨。全球避险情绪与再通胀担忧共同驱动下，美元指数明显反弹。截至一季度末，美元指数收于99.9，较2025年末上行1.6%（图58）。

在美元指数震荡走强的背景下，人民币对美元即期汇率逆势升值1.2%至6.91，在全球主要货币中表现突出。具体来看，一季度人民币汇率走势可分为“先升值、后平稳”的两个阶段。前两个月，人民币对美元持续快速升值，2月末收于6.86，较2025年末升值1.9%，3月以来，人民币转为宽幅波动，3月末收于6.91，较2月末走跌0.8%，相比全球主要货币展现出较强的抗跌性。人民币对一篮子货币表现强势，截至一季度末，CFETS人民币汇率指数收于100.87，较2025年末上升2.94%（图59）。出口高增、岁末年初季节性集中结汇与国内经济“开门红”等是一季度人民币偏强运行的核心支撑。

图58 美元指数和人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

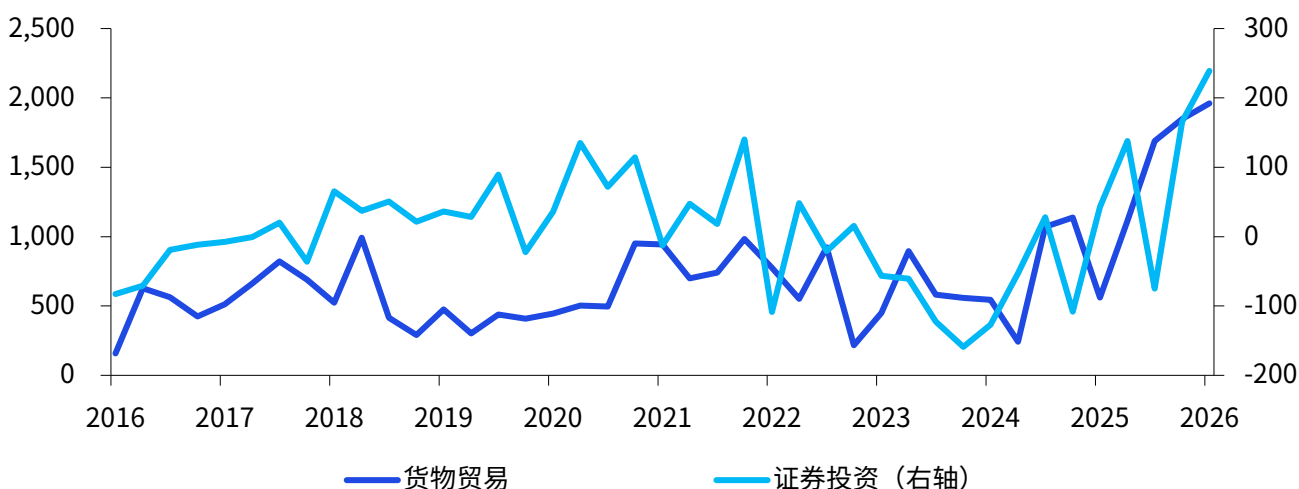
图59 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

首先，一季度我国以美元计出口金额同比增长14.7%，显著超出市场预期，叠加国内经济数据稳中向好，一季度实际GDP同比增长5.0%，达到年初两会设立区间经济增速目标“4.5%-5%”的上沿，在去年同期高基数下实现较快增长，市场对中国经济复苏的信心增强。其次，岁末年初是外贸企业集中结汇的时期，2025年创纪录的贸易顺差带来巨大的结售汇差额，同时海外资金持续增持人民币资产，推动人民币需求上升。2026年一季度，我国银行代客结售汇差额达1,743.3亿美元，从结构拆解来看，货物贸易仍是最大贡献项，一季度我国货物贸易银行代客结售汇差额达1,960.4亿美元，创历史单季新高，环比增长6.0%，同比增长249.0%。证券投资为结售汇顺差第二大贡献项，一季度达238.9亿美元，同样创历史单季新高，环比2025年四季度增长43.8%，反映出人民币资产的对外吸引力正在逐步提升（图60）。

图60 银行代客结售汇差额，当季值，亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段，中东局势已成为扰动外汇市场的关键变量。一方面，地缘风险激增推动全球资金回流美元这一传统避险资产，叠加美国经济韧性与核心通胀粘性较强削弱了美联储降息预期，美债收益率与美元指数维持高位，对非美货币形成被动挤压。但另一方面，人民币具备独特的基本面支撑。我国能源消费结构中煤炭占比超50%，且供给高度自主可控，加之油气进口来源多元化，使得中东冲突对国内宏观经济的负面冲击远小于其他主要经济体。因此，人民币面临的阶段性贬值压力主要源于美元避险溢价与再通胀预期带来的“相对强弱”变化，属外部输入型扰动，而非国内基本面的实质性恶化。

基于上述“内稳外压”的格局，预计二季度人民币汇率将告别前期的单边升值走势，呈现区间震荡特征，双向波动弹性可能显著增强。随着一季度季节性结汇高峰消退，外汇市场供需格局将趋于平衡，推动汇率快速上行的短期动能将有所消退。同时，在美联储降息路径反复摇摆的背景下，中美利差倒挂局面难以迅速扭转，美元兑人民币汇率中枢或随美元指数高位震荡而阶段性抬升。不过，地缘冲突的深化可能通过重塑全球能源与金融格局，为人民币汇率提供坚实的底部支撑。首先，地缘冲突抬升了全球能源安全溢价，促使各国加速能源转型，中国在新能源产业链的全球领先地位将转化为更强的出口竞争力和贸易顺差支撑。其次，石油美元体系信用的边际松动及全球资产配置多元化需求，正在逐步提升人民币在计价、支付、投融资、储备等方面的国际货币功能，转化为对人民币资产的增量配置需求。预计二季度，人民币汇率将在内外因素交织下寻求新的动态平衡。在此过程中，央行将继续灵活运用逆周期调节工具，坚决防范汇率单边超调风险，引导市场预期，确保人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。



附表：主要经济指标

			2024	2025	2025			2026		
	指标	单位	年度	年度	10月	11月	12月	1月	2月	3月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	134.8	140.2	38.8			33.4		
	实际国内生产总值	同比，%	5.0	5.0	4.5			5.0		
	规模以上工业增加值	同比，%	5.8	5.9	4.9	4.8	5.2	6.3	6.3	5.7
	工业企业利润总额	累计同比，%	-3.3	0.6	1.9	0.1	0.6	/	15.2	15.5
	社会消费品零售总额	同比，%	3.5	3.7	2.9	1.3	0.9	/	2.8	1.7
	固定资产投资完成额	累计同比，%	3.2	-3.8	-1.7	-2.6	-3.8	/	1.8	1.7
	房屋新开工面积	累计同比，%	-23.0	-20.4	-19.8	-20.5	-20.4	/	-23.1	-20.3
	商品房销售面积	累计同比，%	-12.9	-8.7	-6.8	-7.8	-8.7	/	-13.5	-10.4
	商品房待售面积	累计同比，%	10.6	1.6	3.3	2.6	1.6	/	0.1	-0.1
	中国制造业采购经理指数	指数	49.8	49.6	49.0	49.2	50.1	49.3	49.0	50.4
对外贸易 及投资	出口金额	同比，%	5.8	5.5	-1.3	5.8	6.5	10.0	39.6	2.5
	进口金额	同比，%	1.0	0.1	1.4	2.0	5.7	25.7	13.9	27.8
	贸易差额	十亿美元	992.6	1185.1	88.9	111.1	113.7	122.4	90.8	51.1
	实际使用外资金额（非金融类）	人民币同比，%	-27.1	-9.5	-8.4	26.1	-28.8	-5.7	-5.7	-10.1
	对外直接投资（非金融类）	人民币同比，%	11.7	1.6	19.0	-21.5	-12.3	-13.4	-7.9	-5.3
金融市场	人民币即期汇率（期末值）	美元/人民币	7.30	6.99	7.11	7.08	6.99	6.95	6.86	6.91
	人民币实际有效汇率指数	指数	92.4	88.6	88.0	88.8	89.4	90.0	90.3	91.3
	上证综合指数（期末值）	指数	3352	3969	3955	3889	3969	4118	4163	3892
	货币供应量（M2）	同比，%	7.3	8.5	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5
	社会融资规模存量	同比，%	8.0	8.3	8.5	8.5	8.3	8.2	8.2	7.9
	新增社会融资规模	万亿元	32.3	35.6	0.8	2.5	2.2	7.2	2.4	5.2
	新增人民币贷款	万亿元	18.1	16.3	0.2	0.4	0.9	4.7	0.9	3.0
	DR007	%	1.81	1.63	1.46	1.47	1.49	1.51	1.49	1.44
价格	居民消费价格指数	同比，%	0.2	0.0	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	197.8	197.4	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5
	原油	美元/桶	75.8	64.8	60.0	59.5	57.9	60.2	64.5	91.0
	螺纹钢	元/吨	3801	3446	3336	3330	3361	3366	3346	3363
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-4.5	-3.8	-2.6	-2.8	-3.0	-3.3	-3.5	-3.6

数据来源：Wind，毕马威分析

联系人



江立勤

客户与业务发展主管合伙人

毕马威中国

☎ +86 (10) 85087077

✉ michael.jiang@kpmg.com



蔡伟

经济研究院院长

毕马威中国研究院

☎ +86 (21) 22123687

✉ gary.cai@kpmg.com

研究团队

毕马威中国研究院

曾远、丁宇佳、周恺悦、龙妞、陈志滨、金灿



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://kpmg.com/cn/zh/about/office-locations.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

刊物编号：1776045158989

二零二六年五月印刷