KPMG
毕马威

中国
经济观察

2026年三季度



毕马威 创见不同·智启未来

kpmg.com/cn

2026年8月

目录

要点综述 2

经济走势 4

- 名义回暖与实际承压并存，经济“K型”分化延续 5
- 政策退坡与预期转弱，固定资产投资短期承压 10
- 消费市场承压前行，服务消费与新业态驱动韧性复苏 22
- 物价中枢温和上移，回升基础尚需夯实 27
- 货币政策调控转向精细化，金融稳步换挡提质 30
- 进口增速领跑出口，AI释放贸易红利 35
- 中国香港经济延续扩张 46
- 全球经济增长保持韧性，但分化加剧 49

资本市场 57

- 全球AI科技浪潮共振，A股从分化走向再平衡 58
- 结构性资产荒对冲供给压力，债券收益率震荡下行 62
- 人民币汇率韧性持续凸显，双向波动中温和升值 65

附表：主要经济指标 67

© 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。

要点综述

2026年上半年中国经济实际GDP同比增长4.7%，位于全年“4.5%-5%”的增速目标区间，但二季度增长动能明显放缓，GDP同比增长4.3%，较一季度放缓0.7个百分点，季调环比增速为0.9%，为近十年同期次低值。二季度实际经济增长放缓，主要受两方面因素影响：一是中东冲突导致大宗商品供应链中断，扰动上游企业生产节奏，同时输入性成本压力掣肘下游制造业企业投资意愿。二是扩内需政策力度与效果低于预期，地方偿债压力上行与政府投资审批监管趋严导致财政支出放缓，叠加前期“两新”政策实施使得居民耐用品消费和企业设备投资需求前移，今年同类政策效果有所减弱。实际增速承压的同时，名义经济展现出积极信号。二季度名义GDP增速跃升至5.9%，较一季度上行1个百分点，能源供给冲击与AI需求走强推动工业品价格回升，GDP平减指数时隔12个季度转正。

从结构上看，经济K型分化格局进一步凸显。主要体现在四个层面：一是外需强于内需，AI硬件与新能源产品带动出口持续超预期，而国内投资与消费修复进程偏缓。二是新兴产业好于传统产业，高技术产业投资与生产增速显著高于全行业，房地产与传统制造业仍深度调整。三是服务业韧性优于工业，居民消费结构调整，叠加资本市场活跃，服务业消费与生产表现相对稳健。四是高能级城市与三四线城市房价修复呈分化态势，前者已出现明确企稳信号，后者持续回落。总体而言，中国经济仍处于结构调整的关键期，新兴产业发展较快但体量尚小，不足以对冲传统动能收缩态势，内需不足和房地产低迷仍是主要挑战。7月政治局会议表明，扩大内需将是下半年政府经济工作主线。对于投资，财政将加大支出力度，加快专项债发行节奏，适时投放8,000亿元政策性金融工具，推进“六张网”项目建设，稳定全年投资表现。对于消费，《扩大消费“十五五”规划》明确提出到2030年社会消费品零售总额达到60万亿元左右的目标，意味着年均增速需达到3.7%左右，定量目标指引下，下半年促消费政策有望更务实推进。

产出方面，二季度工业生产节奏放缓，规模以上工业增加值同比由一季度的6.1%降至上半年的5.4%，产能利用率降至历史同期最低值。四点原因影响二季度工业生产表现：一是中东冲突影响下，石化加工相关产业原材料进口量大幅收缩，导致生产受限。二是受山西煤矿整改、税务监管收紧影响，煤炭、铜材生产边际降温。三是房地产市场景气度偏低，非金属矿物制造、家具制造等地产链行业企业生产放缓。四是居民消费需求走弱，下游消费品制造行业生产降温。装备制造业二季度生产逆势走强，其中AI与新能源产品在外需驱动下表现尤为亮眼。展望下一阶段，工业生产节奏有望从底部回升。一是去年下半年基数偏低。二是中东冲突、山西煤矿对供给侧冲击影响消退。三是下半年装备制造业生产将延续强劲，AI硬件产品与电气设备外需或保持高位。

消费方面，上半年社会消费商品和服务零售总额同比增长2.7%，其中服务零售额增长5.3%，与去年同期增速持平，而商品零售额仅增长1.1%，低于去年同期增速4个百分点。商品零售增速放缓，一是去年大规模“以旧换新”政策抬高了同期基数，叠加今年相关补贴政策逐渐退坡，政策红利消退后消费动能有所减弱；二是尽管当前居民就业增收情况有所改善，但预期仍处于历史较低水平，消费信心依然不足，消费支出意愿恢复缓慢。不过，服务消费的持续扩张，在一定程度上对冲了商品消费下行带来的影响，折射出我国居民消费模式正经历从传统商品购买向体验型服务消费转型的深层结构调整。展望下半年，前期高基数影响有望逐渐淡化，同时暑期、中秋国庆相连形成的超长假期、元旦新春消费季将成为促消费的核心窗口。届时以旧换新补贴、消费券、有奖发票、消费信贷支持等政策组合拳将与假日经济深度融合，形成从暑期到年末的持续促消费热度。预计下半年消费市场将呈现温和复苏态势。

投资方面，上半年固定资产投资同比增速仅为-5.7%，降幅较去年全年的-3.8%有所扩大，其中二季度增速-9.7%，较一季度回落约10个百分点。分行业观察，房地产行业持续控增量，投资增速由一季度的-11.2%降至二季度的-23.0%。制造业企业在能源供给冲击、输入性通胀预期下投资放缓，增速由一季度的4.1%降低至-3.8%。而二季度财政支出力度明显回落，基建投资增速由一季度的9.2%降至-8.6%，成为投资下行、内需承压的主要原因。值得注意的是，在出口以及国内AI产业发展驱动下，上半年高技术产业投资增速达4.6%，高出总体投资10.3个百分点。

© 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。

展望下一阶段，制造业投资在外需保持强劲及去年“反内卷”形成较低基数的共同作用下，有望迎来低位企稳。伴随存量财政资金加快投放以及政府项目审批效率提速，基建投资表现将有所修复，成为下半年投资修复的关键支撑。不过，在“控增量，去库存”的政策导向下，下半年政府可能继续控制土地供应，后续房地产投资改善空间有限。

出口方面，上半年我国出口同比增长17.6%，较2025年同期大幅提升11.7个百分点，其中二季度增速20.1%，较一季度进一步加快5.4个百分点，AI算力产业链与新能源产业链构成双引擎支撑。全球算力基建进入爆发期，存储器、服务器、数据处理终端等硬件需求持续攀升，带动二季度集成电路出口同比大增111.3%，拉动总出口3.1个百分点；自动数据处理设备及其零部件出口同比增长55.2%，拉动出口1.5个百分点。中东冲突敲响能源安全警钟，叠加AI算力扩张下能源需求激增，加速主要经济体能源转型步伐，推动我国新能源产品出口继续走强。二季度电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池出口同比分别增长71.3%、32.8%和14.5%，合计拉动总出口1.1个百分点。与此同时，出口结构分化的特征也更加凸显，传统劳动密集型产业面临产业转移与海外竞争挑战，二季度服装等轻工品类出口表现承压。展望下半年，全球人工智能产业扩张与能源转型仍是确定性较强的长期趋势，出口韧性有望延续。

财政政策方面，二季度公共财政收入同比增速达7.3%，较一季度的2.4%进一步加快，收入进度为26.9%，高出2023-2025年平均值1.6个百分点。收入较快增长，一是受益于名义增长修复，企业利润与居民收入改善；二是进口需求强劲、新能源车购税优惠退坡、资本市场活跃度提升，相关环节税种延续强劲表现。然而，受偿债压力上行与政府投资审批监管趋严约束，财政支出节奏明显放缓，二季度公共财政支出同比增速由一季度的2.6%降至0.2%，支出进度仅达22.9%，低于2023-2025年均值0.6个百分点。从结构上看，政府支出重心仍在民生领域，二季度民生领域支出同比增长4.9%，而基建领域支出增速从一季度的-1.7%进一步回落至-9.0%。展望下一阶段，按照年初预算推算，下半年广义财政用于基建投资资金有望达5.3万亿元，高于去年同期0.8万亿元；另有8,000亿元政策性金融工具有待使用，高于去年的5,000亿元。若年内增量资金如期投放并形成实物工作量，全年基建投资增速有望达到7.9%，成为下半年投资修复的关键支撑。此外，作为储备政策，当前可盘活的地方债务结存限额达1.1万亿元，中央可能采取过去两年做法，允许地方政府盘活使用以补充综合财力、化解存量债务。

货币政策方面，二季度央行未在总量或结构上进一步加码宽松，政策重心聚焦于存量落地执行与调控框架精细化完善。6月央行宣布短端利率调控机制的两项重要创新：一是收窄临时隔夜正、逆回购工具利率走廊并消除上下限非对称性，旨在引导短端资金利率更紧密地围绕政策利率运行，降低资金利率的波动性、稳定市场预期，同时强化政策利率的定价锚地位、提升向市场利率的传导效率。二是适时增加公开市场隔夜逆回购操作品种，更好匹配跨月、跨季关键节点银行体系的短期流动性需求。未来随着隔夜逆回购操作的常态化，短端利率调控的精准性、灵活性与可预期性将显著提升。当前金融服务实体经济正在经历从外延式扩张转向内涵式发展的历史性转变。社融信贷增速的趋势性放缓是经济结构转型在金融层面的映射。货币政策需在“稳增长”与“促转型”之间寻求平衡，总量工具保持定力以避免过度刺激和资金空转，结构性工具精准发力以引导金融资源流向新动能领域。展望下半年，随着财政发力节奏切换、外部环境不确定性上升，货币政策灵活调整的空间有望逐步打开，但“精准调控、结构优先”的取向不会轻易改变。

国际方面，7月IMF发布最新一期《世界经济展望》更新报告，将2026年全球经济增长预期从4月的3.1%下调至3.0%。报告指出，在中东冲突持续、能源市场波动加剧以及贸易碎片化风险上升的背景下，全球经济仍面临较大不确定性。但与此同时，人工智能相关技术投资加速及生产率提升预期，为全球增长提供重要支撑，部分抵消了地缘冲突带来的负面影响。通胀方面，IMF预计全球总体通胀率将由2025年的4.1%升至2026年的4.7%，较4月预测上调0.3个百分点。能源价格波动、供应链扰动以及AI投资带来的部分成本压力，使通胀下降趋势暂时停滞。总体来看，2026年全球经济呈现增长韧性仍存，但结构分化加剧的特征。短期内，中东冲突演变、能源价格走势及全球贸易环境仍是影响经济前景的关键变量。中长期来看，全球经济正从过去较广泛的周期性复苏转向由技术投资和产业链优势驱动的结构性增长，贸易碎片化、财政空间收窄以及技术投资回报不确定性仍构成主要风险，但AI产业周期提供新的增长动力。未来全球增长格局或将进一步向技术优势和产业链竞争力较强的经济体倾斜。

© 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。

经济走势

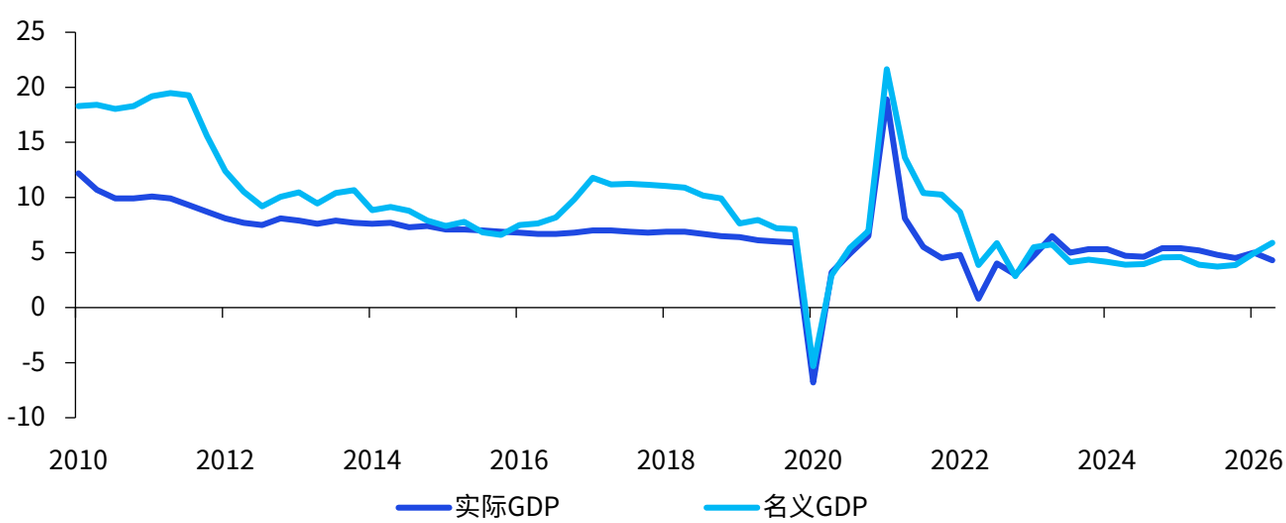


© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

名义回暖与实际承压并存，经济“K型”分化延续

2026年上半年中国经济实际GDP同比增长4.7%，低于去年全年增速0.3个百分点。从趋势上看，二季度GDP同比增长4.3%，较一季度放缓0.7个百分点，季调环比增速为0.9%，处于近十年以来同期次低值，在一季度经济取得开门红后，二季度我国实际经济增长动能明显放缓。实际增速承压的同时，名义经济展现出积极信号。二季度名义GDP增速跃升至5.9%，较一季度的4.9%上行1个百分点，能源供给冲击与AI需求走强带来工业品价格回升，推动GDP平减指数转正（图1）。

图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

二季度实际经济增长放缓，主要受两方面因素影响。一是由于中东冲突导致大宗商品供应链中断、价格上行，扰动我国上游企业生产、投资节奏。与此同时，输入性通胀对企业经营预期形成掣肘。受制于成本压力，二季度下游制造业企业投资同步回落。二是扩内需政策力度与效果低于预期。受偿债压力上行以及政府投资审批监管趋严影响，二季度政府支出力度较一季度明显放缓。此外，由于前两年“两新”政策实施使得居民耐用品消费和企业设备投资需求前移，今年同类政策效果有所减弱。

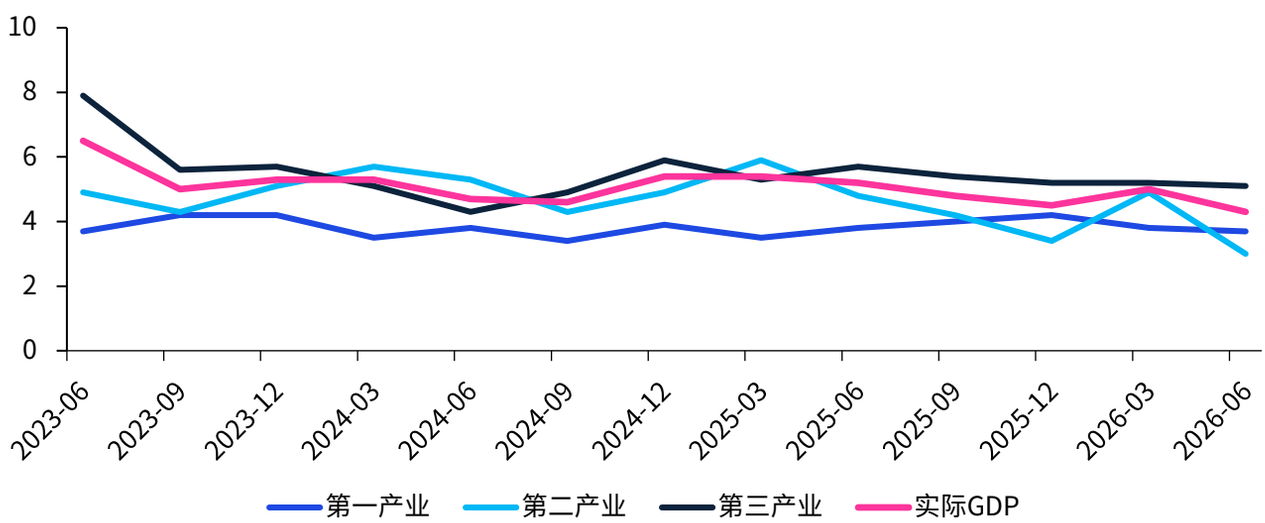
从结构上看，二季度经济K型分化格局再现，主要体现在四个层面。一是外需好于内需，AI与新能源产品带动二季度出口增速走强，出口表现显著优于国内投资与消费。二是新兴产业表现好于传统产业，受出口与AI产业发展带动，二季度我国高技术产业投资、生产强于全行业水平，与深度调整的房地产、传统制造业形成对比。三是服务业表现优于工业，伴随居民消费结构调整，叠加资本市场活跃度改善，二季度居民服务消费强于商品消费，服务业生产较工业更具韧性。四是不同能级城市间房价修复呈分化态势。受益于产业支撑、人口流入及政策优化影响，高能级城市房价已出现明确企稳信号，但三四线城市房价持续回落。

© 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。

总体而言，当前中国经济仍处于结构调整的关键期，新兴产业发展较快但体量尚小，不足以对冲传统动能收缩态势，内需不足和房地产低迷仍是主要挑战。7月政治局会议表明，扩大内需将是下半年政府经济工作主线。对于投资，财政将加大支出力度，加快专项债发行节奏，适时投放8,000亿元政策性金融工具，推进“六张网”项目建设，稳定全年投资表现。对于消费，政府将持续保障民生领域支出、扩大优质生活性服务业供给。7月13日，《扩大消费“十五五”规划》出台，《规划》明确提出到2030年社会消费品零售总额达到60万亿元左右的目标，意味着“十五五”期间年均增速将达到3.7%左右，这一定量目标指引下，下半年政府促消费政策或得到更务实推进。

分产业观察，二季度我国第一产业、第三产业生产表现相对稳定，增加值同比增速分别达3.7%、5.1%，增速均较一季度小幅降低0.1个百分点。第二产业生产表现明显偏弱，增加值同比增速达3.0%，较一季度的4.9%走弱1.9个百分点，为近三年以来季度增速最低值。其中规模以上工业企业增加值同比增速由一季度的6.1%放缓至上半年的5.4%，产能利用率降至历史同期最低值（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

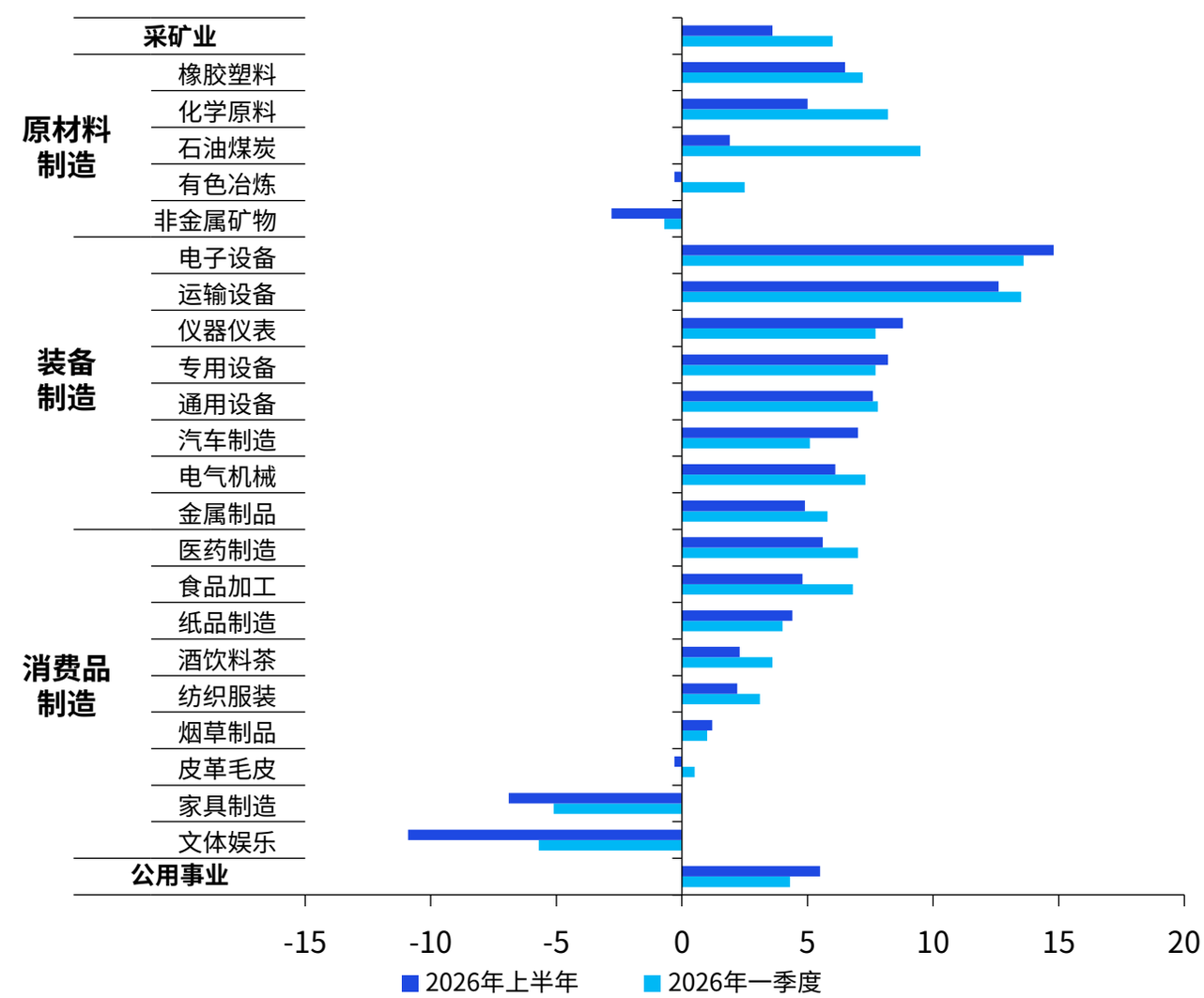
二季度工业生产节奏放缓，受多重因素影响。首先，中东冲突影响下，二季度我国原油、甲醇、丙烷等石油化工原材料进口量大幅收缩，使得石化加工产业生产受限。石油煤炭加工、化学原料制造、橡胶塑料制品增加值同比由一季度的9.5%、8.2%、7.2%分别降至上半年的1.9%、5.0%、6.5%，对整体规模以上工业增加值增速拉动较一季度减少0.46个百分点。其次，受山西煤矿整改、税务监管收紧影响，二季度我国煤炭、铜材生产边际降温，煤炭采选、有色金属冶炼工业增加值同比增速分别由一季度的6.5%、2.5%降至上半年的3.5%、-0.3%，对上半年工业增加值增速拉动较一季度减少0.23个百分点。第三，二季度房地产市场景气度偏低，地产链行业企业生产放缓。非金属矿物制造、家具制造业对整体工业增加值增速拉动较一季度减少0.17个百分点。最后，二季度居民消费需求走弱，下游消费品制造行业生产降温，体育用品、酒水饮料、服装鞋靴对上半年工业增加值增速拉动较一季度减少0.10个百分点（图3）。

© 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。

相较采矿业、原材料以及消费制造业，装备制造业二季度生产表现逆势走强，上半年增加值同比增速达9.3%，高于一季度的8.9%。其中，AI与新能源产品在外需驱动下表现尤为亮眼。对于AI产品，今年美国云厂商AI资本开支上扬，带动我国存储芯片、PCB、光模块等算力硬件产品生产走强，集成电路产量同比增速由一季度的34.3%上行至二季度的34.6%，计算机、通信及电子设备制造业增加值同比由一季度的13.6%进一步上行至上半年的14.8%。对于新能源产品，中东冲突影响下，全球能源安全意识提升，新能源转型节奏加快，二季度“新三样”、新能源拖拉机、低排放船舶出口需求旺盛，支撑二季度汽车、电气机械、专业设备、运输设备生产表现。

相较工业，二季度服务业表现总体稳健，增加值增速与一季度基本持平。生产性服务业中，金融、信息技术服务业生产节奏进一步加快。二季度国内资本市场活跃，沪深主板A股成交额同比由一季度的64%上行至115%，A股IPO募资规模同比由57%上行至114%，推动二季度金融业增加值增速由一季度的6.5%加快上行至6.9%，为2016年以来最高值。另外，二季度以来国内人工智能商业化进程加快，推动信息技术服务业产值增速保持高位达10.8%。居民生活服务业生产持续改善，或受《推进服务业扩能提质的意见》影响，二季度交通运输、住宿餐饮增加值同比分别较一季度上行0.8、1.5个百分点达5.1%、5.8%，与同期偏强的居民服务消费相印证。但是，批发零售、房地产服务业增加值增速则较一季度下行0.8、0.1个百分点，与同期偏弱的居民商品消费、房地产市场表现同步。

图3 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

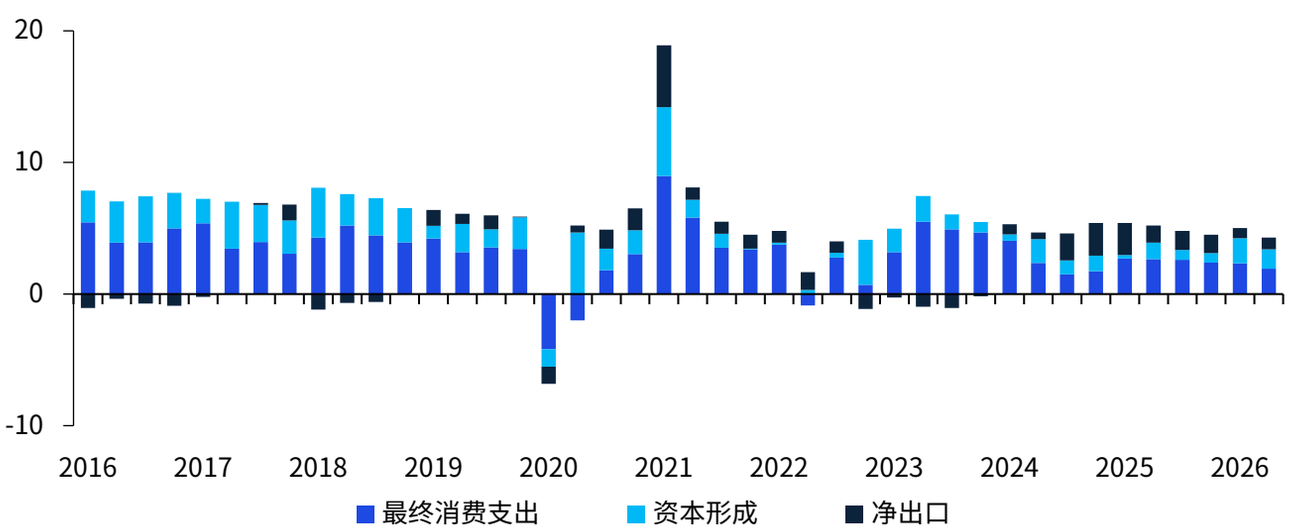
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

展望下一阶段，工业生产节奏有望从底部回升。一是去年下半年基数偏低。二是中东冲突、山西煤矿对供给侧冲击影响消退。三是下半年装备制造业生产将延续强劲，AI产品与电气设备是重要支撑。对于AI产品，前期增量出口订单将持续带动下半年电子产业生产表现。另外，二季度财报公布后，美国主要云厂商进一步上调未来年内资本开支规模，后续AI硬件产品外需或保持高位。对于电气设备，今年5月赤道中东太平洋海温进入厄尔尼诺状态，全球多家气候预测机构研判，本次厄尔尼诺或将助推今年刷新全球最热纪录。极端高温天气下，全球用能用电需求上升，对我国新能源及电气设备生产形成支撑。

服务业方面，下半年表现有望延续韧性。一是伴随国内AI产业发展以及传统产业智能化转型需求，信息技术、商务服务等专业服务供给有望持续扩容。二是7月中旬国务院印发《扩大消费“十五五”规划》，明确要稳步提升服务性消费占居民人均消费支出的比重，下一阶段，政策将着力优化餐饮、养老、托育、文化旅游、健康、体育、教育等生活性服务行业供给，持续激活居民服务消费潜能。

从需求视角来看，二季度外需表现强于内需，净出口对经济拉动作用较一季度回升，而资本形成与消费对经济支撑作用较一季度走弱。具体来看，最终消费支出二季度拉动GDP增长1.9个百分点，低于一季度的2.3%，对GDP同比贡献率为46.0%，较一季度下行0.7个百分点，主要是房地产市场深度调整、耐用品消费需求不足影响二季度居民消费表现。资本形成拉动二季度GDP增长1.5个百分点，同样低于一季度的1.9%，对GDP同比贡献率为36.1%，较一季度下行1.9个百分点。房地产供应持续收紧、政府投资力度大幅收缩，企业投资决策克制共同拉低二季度国内投资表现。净出口拉动二季度GDP增长0.9个百分点，较一季度的0.8%边际回升，对GDP同比贡献率达17.9%，高于一季度的15.3%。二季度出口在AI产品和新能源产品带动下超预期走强，贸易顺差同比由一季度-3.9%转正达1.0%，对经济支撑作用再度显现（图4）。

图4 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

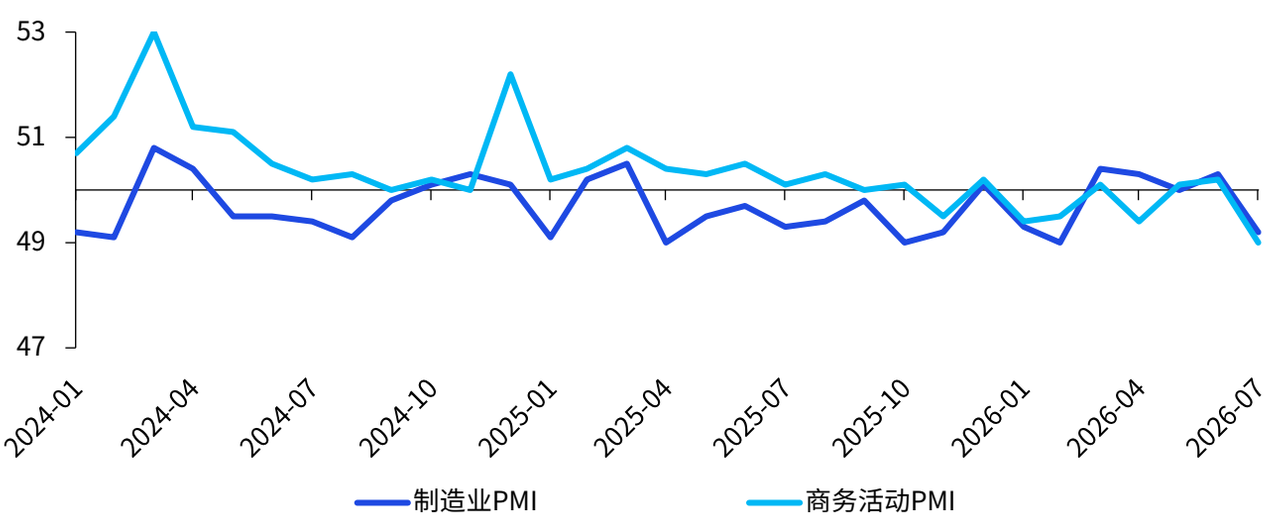
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

从经济景气指标观察，受高温、台风、暴雨洪涝等极端天气影响，7月制造业与服务业双双降温（图5）。制造业PMI降至荣枯线下的49.2%，较上月下降1.1个百分点。从分项指数来看，首先，7月制造业生产与需求均有回落，但生产总体仍强于需求，生产指数下行1.5个百分点至49.9%，新订单指数下行2.7个百分点至48.5%。其次，外需表现仍强于内需。7月新出口订单指数达49.6%，虽然低于前值，但仍高于新订单指数的48.5%。最后，上游成本压力向下游传导仍不畅。尽管受中东冲突暂缓影响，通胀上行风险有所下降，7月价格指数双双回落，但购进价格指数（53.2%）仍处于扩张区间，而出厂价格指数（47.8%）已连续两个月低于荣枯线，表明中下游企业盈利压力仍存。从行业表现来看，消费制造业景气度显著回落，主要是因为消费制造业企业集中分布于沿海地区，台风、暴雨等极端天气对其生产、接单扰动最大。与之相对，新兴产业景气度仍然偏强，7月高技术制造业、装备制造业PMI虽然较上月下降，但仍然达53.3%、51.4%，显示出较强的抗风险能力。

非制造业商务活动指数为49%，较上月下降1.2个百分点。受高温叠加台风、暴雨和洪涝等极端天气的影响，7月建筑业商务活动指数达47%，较上月下降2个百分点，是造成非制造业整体景气下降的主要原因。房屋建筑业、土木工程建筑业景气水平均较上月回落，显示7月基建与房地产投资或仍处于低位。7月服务业商务活动指数达49.3%，较上月下降0.9个百分点。分行业观察，暑期消费带动下，居民远途出行、文化休闲服务消费需求上行，推动航空运输、文化娱乐、住宿业活动指数上行至53%、50%、53%以上水平，但餐饮业活动指数景气度偏低，仍处于50%以下。

总体而言，受极端天气影响，三季度初我国经济动能仍然偏弱，内需仍然承压，外需增长势头走弱，生产活动放缓。但伴随极端天气影响消退，叠加“六张网”“两新”等国内扩内需政策继续落实，企业生产节奏将恢复正常，市场需求有望持续释放。

图5 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

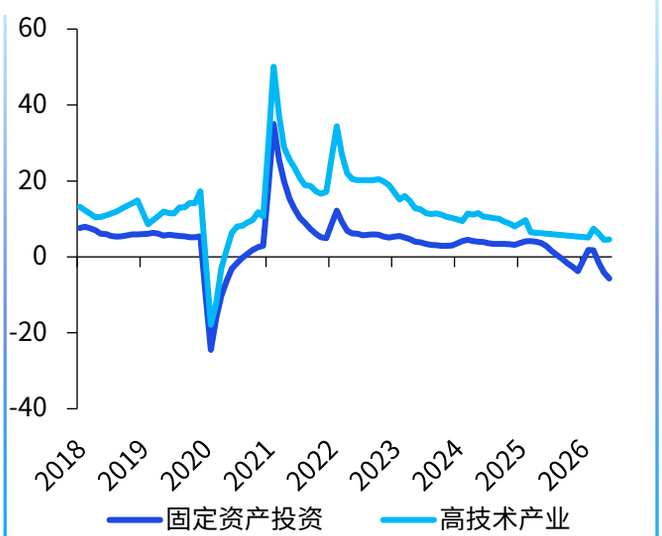
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

政策退坡与预期转弱，固定资产投资短期承压

今年上半年固定资产投资同比增速仅为-5.7%，降幅较去年全年的-3.8%有所扩大，其中二季度投资增速-9.7%，较一季度的1.7%回落约10个百分点（图6）。分行业观察，房地产行业持续控增量，投资增速由一季度的-11.2%降至二季度的-23.0%。制造业企业在能源供给冲击、输入性通胀预期下投资放缓，增速由一季度的4.1%降低至-3.8%。而二季度财政支出力度明显回落，基建投资增速由一季度的9.2%降至-8.6%，成为二季度投资下行、内需承压的主要原因。

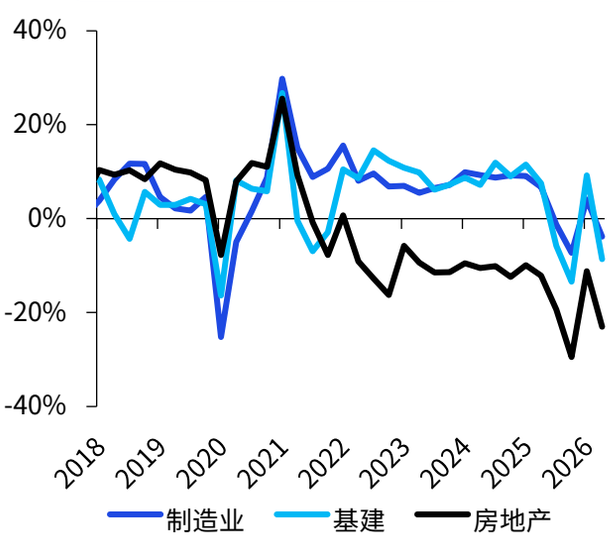
值得注意的是，在出口以及国内AI产业发展驱动下，今年以来高技术产业投资持续强于总体投资水平。上半年高技术产业投资增速达4.6%，高出总体投资10.3个百分点，增速差距较一季度的5.7%进一步扩大。从细分行业来看，上半年我国互联网和相关服务业投资同比增长39.9%，带动AI硬件设备如集成电路制造业、电子专用材料制造业投资分别增长8.8%、10%。与此同时，政府积极配合加快算力网、通信网等数据中心配套基础设施建设，上半年信息传输业投资增长25.6%，光纤制造业投资增长26.5%。虽然高技术产业增速较高，但总体体量有限，形成增量投资难以对冲传统产业投资的收缩（图7）。

图6 固定资产投资增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图7 固定资产投资分部门增速，当季同比，%



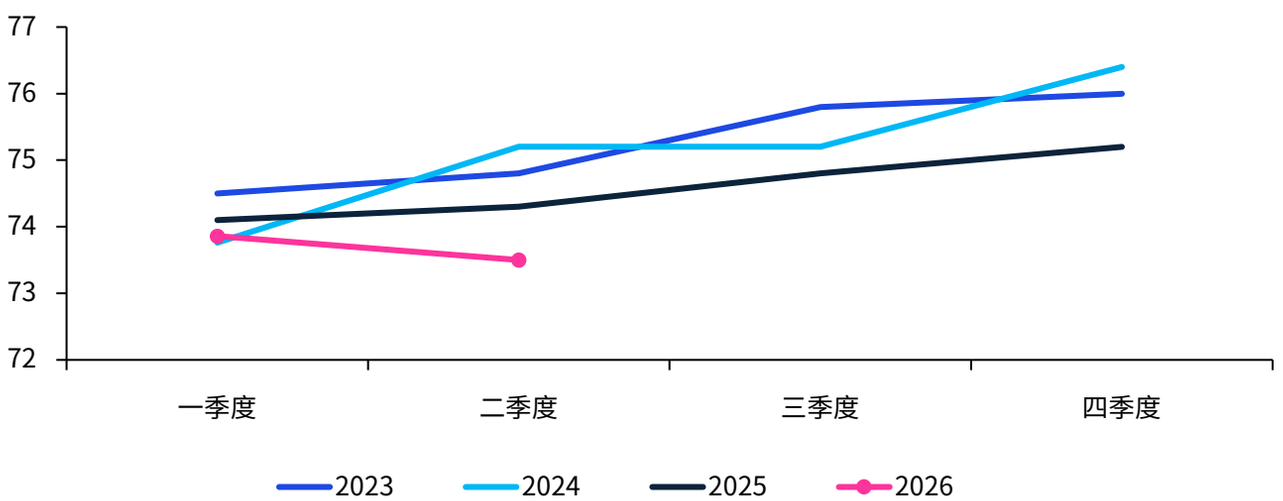
数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

成本上行担忧加重，制造业投资走软

2026年上半年制造业投资累计同比下降1.2%，较去年全年的0.6%下降1.8个百分点。今年上半年制造业产能利用率仍处于历史较低水平（图8），多数行业供需矛盾仍然突出，企业面临较高的库存压力，新增投资意愿总体不足。从趋势上看，二季度制造业投资动能较一季度明显放缓，投资增速由一季度的4.1%降至二季度的-3.8%。在30个制造业细分行业中，仅有5个行业投资增速保持正增长，其余行业投资增速全部为负。究其原因，主要是受中东冲突影响，二季度多数企业不仅面临偏弱的下游需求，还需要应对未来原材料成本上行的风险，主动减少投资成为企业稳定未来的经营现金流的主要策略。

图8 制造业产能利用率，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业大类观察，上游原材料制造业、下游消费品制造业二季度投资增速降幅较大，增速分别由一季度的-1.5%、1.0%降至-10.9%、-8.6%，分别拉低二季度总体制造业投资增速2.8、2.5个百分点。而中游装备制造业降幅相对较小，同比增速一季度的5.2%降至二季度的-2.2%，拉低二季度制造业投资增速1.1个百分点（图9）。

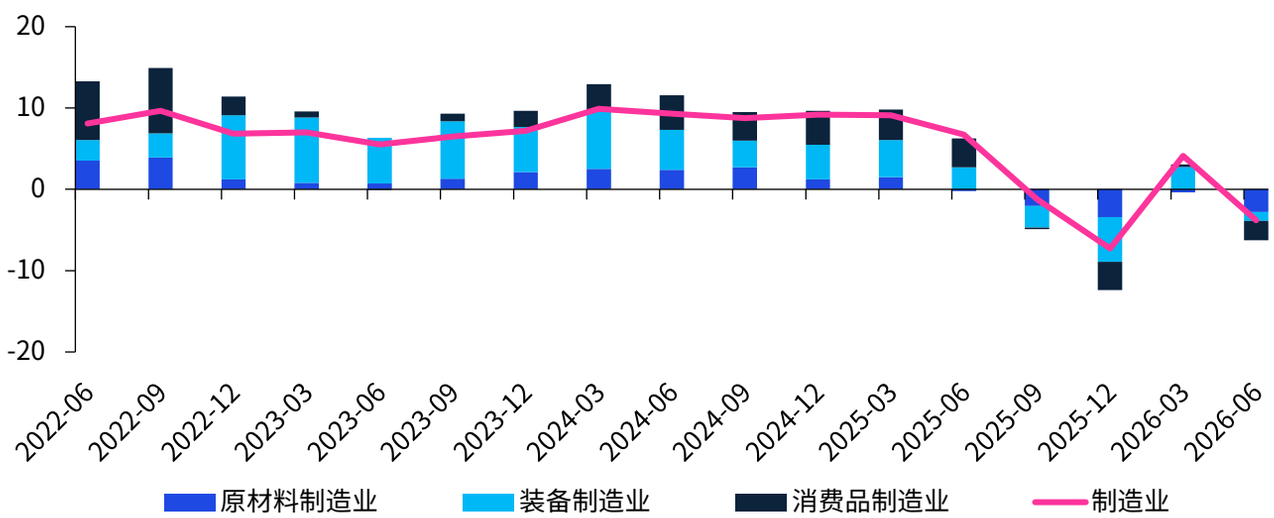
具体来看，上游原材料制造业投资走弱，一是由于中东冲突使得石油化工企业原材料供应紧缺、价格上行，企业利润增速放缓，投资支出也随之下滑，化学原料制造、石油煤炭加工与橡胶塑料制造业合计拉低二季度制造业投资增速1.2个百分点。与此同时，受房地产行业深度调整及基建投资动能减弱的双重压力，二季度水泥、玻璃、钢材等建材需求走弱，非金属矿物投资增速同比下降15.4%，拉低制造业投资1.2个百分点。

下游消费品制造业投资表现同样偏弱，一是因为今年国内居民商品消费需求疲弱，消费品制造业利润已经连续8个月增速为负，企业投资情绪本身较为脆弱。更为重要的是，较多消费品制造业的原材料成本与原油价格高度相关，例如纺织服装行业、化纤制造业、玩具体育用品制造业，本轮油价上行加重上述行业成本上行担忧，企业经营预期转弱，投资节奏应声放缓。

© 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。

中游装备制造业投资表现相对韧性，主要是部分高技术产业受外部需求以及国内新动能培育的需要，投资动能逆势走强。其中AI硬件设备所在的电子设备制造业，船舶、航天器所在的运输设备制造业以及新能源产品所在的电气机械制造业投资表现最为亮眼，三者带动二季度制造业投资增速上行1.3个百分点。值得注意的是，二季度新能源汽车出口需求走强，但汽车制造业投资增速却由一季度的4.8%降至-8.5%，拉低当期制造业投资0.5个百分点，核心原因是二季度国内汽车消费需求大幅走弱，拖累了总体汽车销售表现，抑制了企业投资需求。除汽车制造业外，二季度通用设备与专用设备投资也明显走弱，合计拉低制造业投资增速1.2个百分点，主要是前两年大规模设备更新政策使得企业设备购置需求前移，今年同类政策效果减弱（图10）。

图9 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点

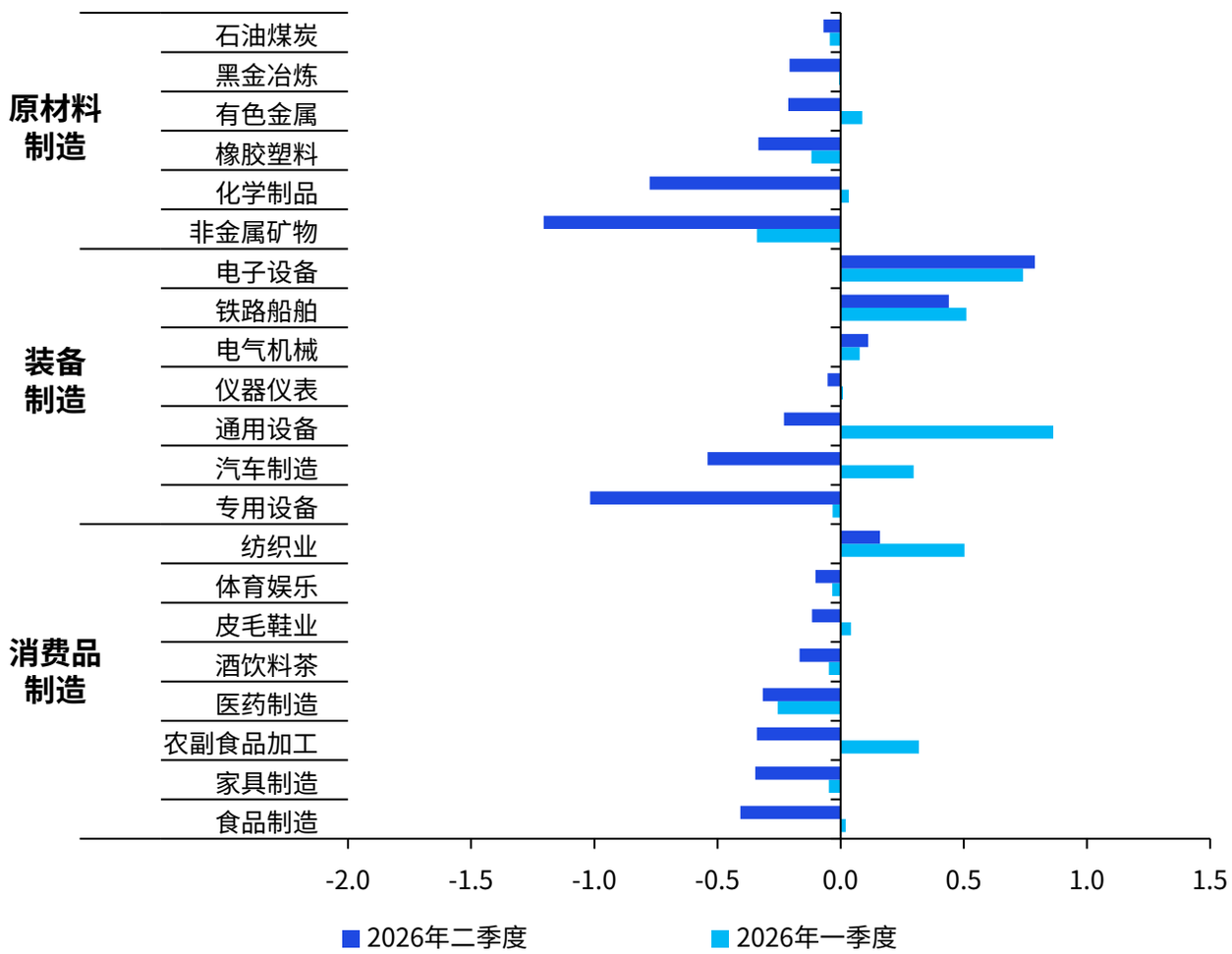


数据来源：Wind，毕马威分析

展望下半年，制造业投资增速有望迎来低位企稳。一方面，去年下半年多数企业受“反内卷”政策影响，投资节奏放缓，形成了较低基数。另一方面，今年下半年外需有望在AI产业发展以及全球能源转型背景下保持强劲，同时国内8,000亿新型政策性金融工具将支撑国内新兴产业规模化、集群化发展，这意味着后续高技术制造业投资增速有望维持在较高水平。需要注意的是，中东冲突带来的物价上行压力当前正沿“原油—化工原料—塑料橡胶/化纤—纺织服装、其他消费制造业”的链条，从上游逐步向中下游传导，6月橡胶塑料、纺织服装业的营业成本增速开始回升（图11）。由于下游制品市场竞争激烈、产品附加值偏低、溢价能力较弱，高成本难以顺畅转嫁，下半年下游企业利润将面临新一轮下行压力，在一定程度上或将制约本轮投资改善的幅度。

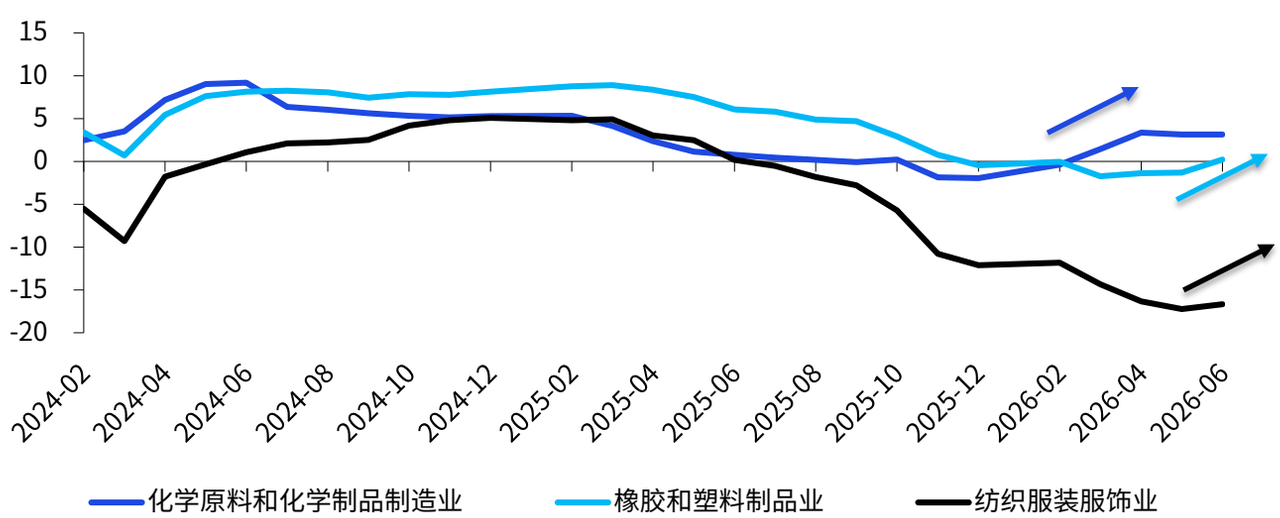
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

图10 细分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 规模以上工业企业营业成本增速，累计同比，%



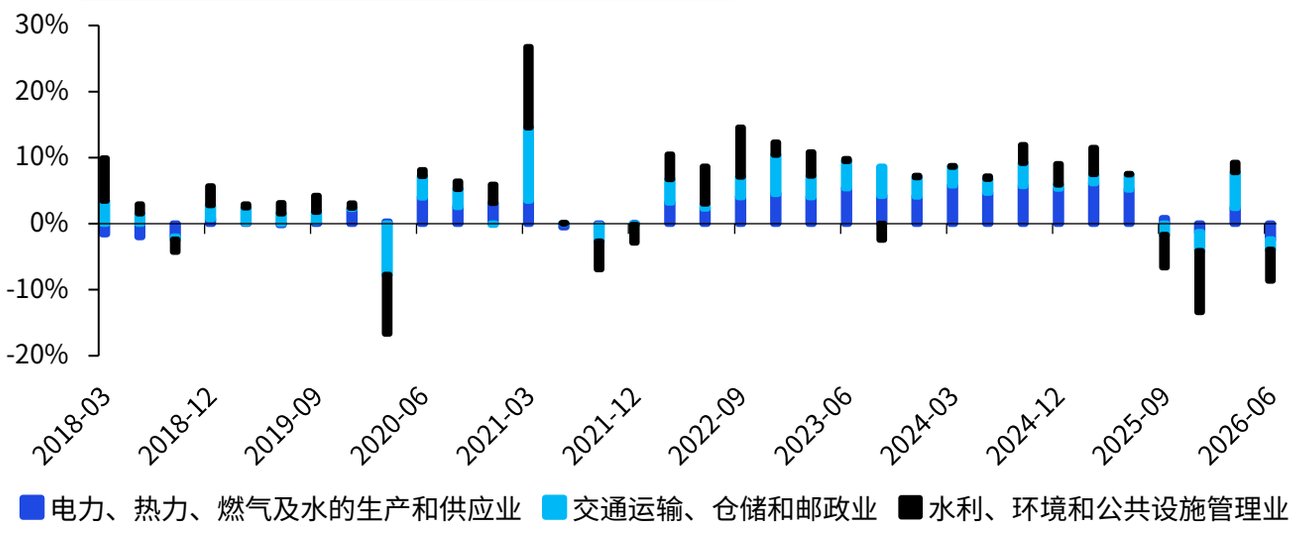
数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

财政支出力度明显回落，基建投资增速再次转负

今年上半年基建投资增速达-2.4%，低于去年全年增速-1.5%。分季度观察，二季度基建投资同比达-8.6%，较一季度的9.2%下行近17个百分点，是二季度投资最大拖累项。分项目层面来看，中央与地方主导基建项目均在二季度走弱，电力生产与供应、交通运输业、水利公共设施管理业投资增速分别降至-8.8%、-4.5%、-12.1%，分别拉低总基建增速2.4、1.5、4.7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



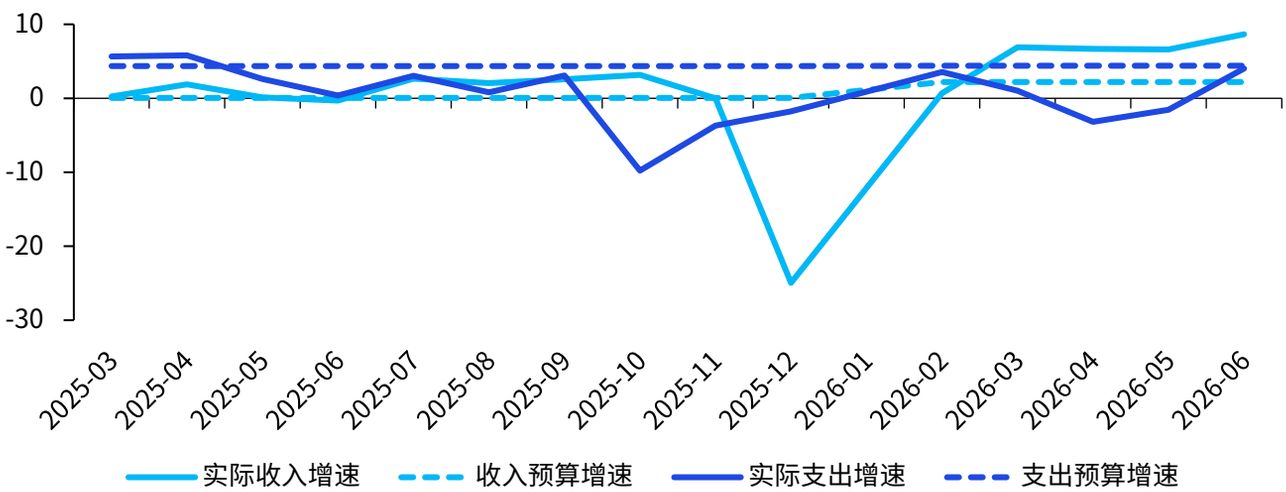
数据来源：Wind，毕马威分析

二季度公共财政收入达5.9万亿元，同比增速达7.3%，较一季度的2.4%进一步加快，收入进度为26.9%，高出2023-2025年平均值1.6个百分点。二季度公共财政收入较快增长，一是受益于名义增长修复，企业利润改善、居民可支配收入增速回升，增值税、企业所得税、个人所得税合计带动收入上行6个百分点。另外，二季度进口需求强劲、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、印花税等细分税种延续一季度强劲表现，三者合计拉动收入增速1.8个百分点。

虽然收入超预期走强，但财政支出节奏明显放缓，是二季度基建投资回落的主要原因。二季度全国公共财政支出6.8万亿元，同比增速由一季度的2.6%降至二季度的0.2%，支出进度仅达22.9%，低于2023-2025年平均值0.6个百分点。从结构上看，政府支出重心仍在民生领域，二季度民生领域支出同比达4.9%，上半年支出增速达5.6%，与年初预算持平。与其形成对应的是，二季度基建领域支出增速仅为-9.0%，较一季度的-1.7%进一步回落，上半年增速达-5.3%，低于年初预算水平2.6%（图13）。

© 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。

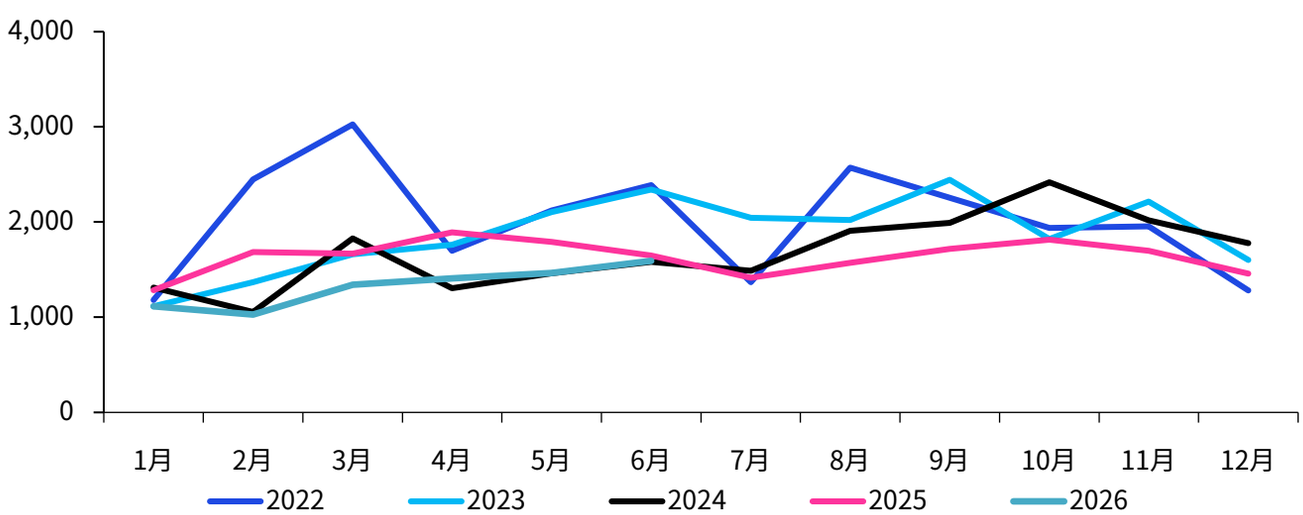
图13 公共财政收入与支出增速，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

政府性基金方面，二季度政府性基金收入同比下降26.5%，降幅较一季度的-16.2%进一步走扩，主要是今年政府持续压降土地供应量，土地市场量缩价减（图14），导致二季度土地使用权出让收入同比下降38%。与此同时，二季度地方政府项目用专项债发行节奏放缓，发行进度仅为18%，低于去年同期进度的24%，绝对规模仅为0.6万亿元，较去年少增0.2万亿元。伴随土地出让收入与债务发行节奏同步放缓，二季度政府性基金支出增速下降至-30.9%，较一季度的3.1%明显回落（图15）。

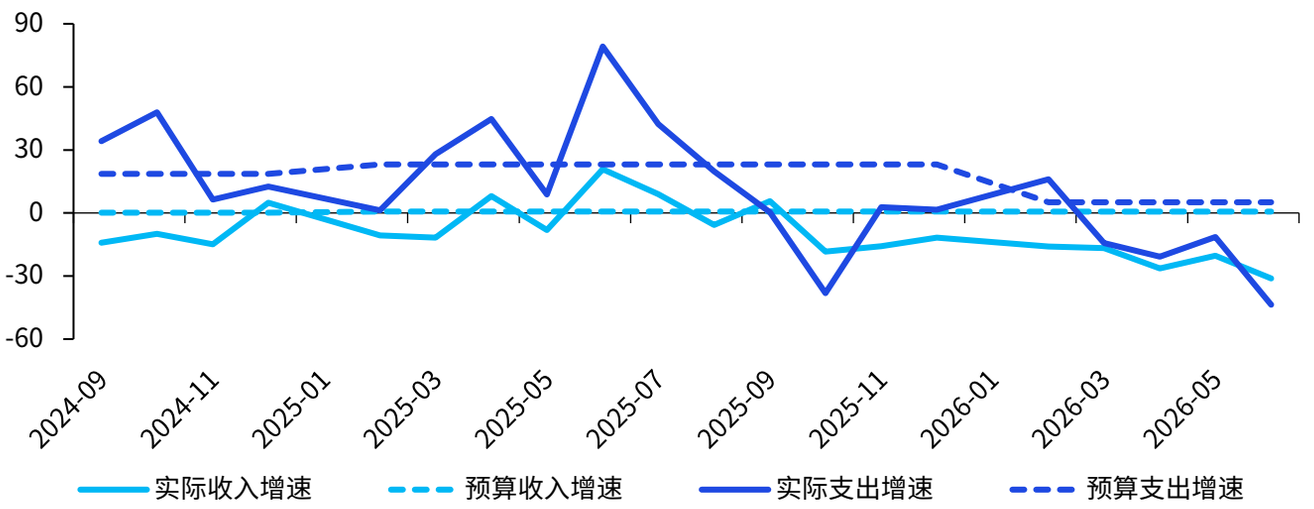
图14 100大中城市土地挂牌均价，元/平方米



数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

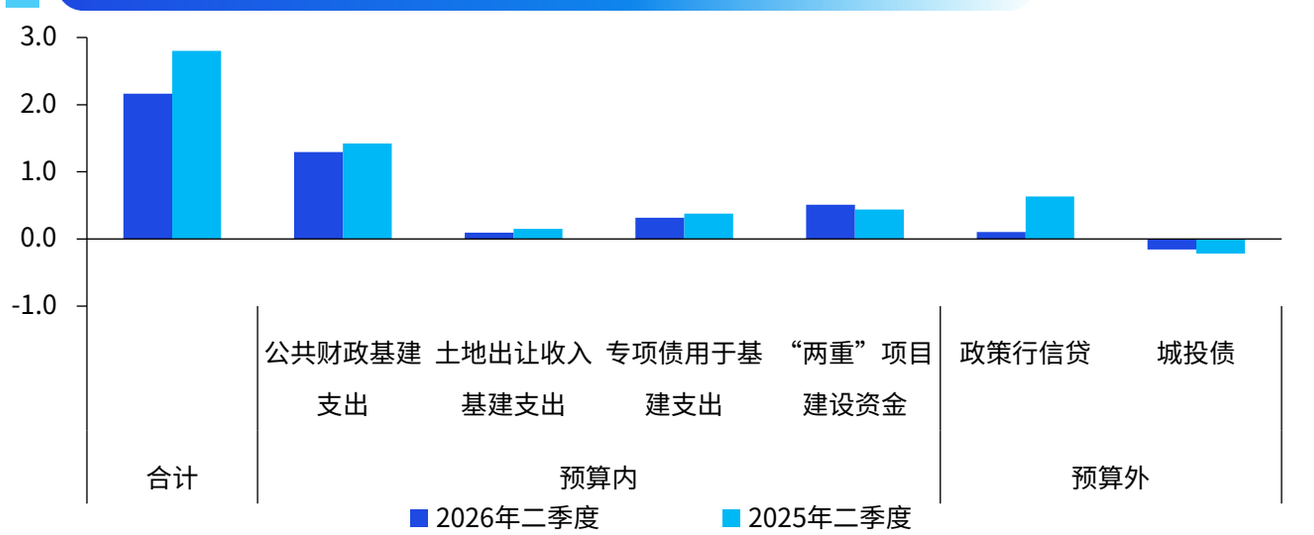
图15 政府性基金收入与支出增速，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

综合公共财政与政府性基金，二季度政府广义支出增速由一季度的2.7%降至二季度的-8.4%。由于财政力度退坡，且支出重心持续向民生领域偏倚，根据测算，二季度支持基建的预算内资金规模仅为2.2万亿元，较去年同期少增约0.2万亿元。另外，今年二季度政策行信贷、城投债融资规模显著低于季节性水平，两项资金合计较去年同期少增0.5万亿元。汇总预算内与预算外，二季度基建投资仅获得2.2万亿元财政资金支持，低于去年同期的2.8万亿元，同比下降22.8%（图16）。

图16 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

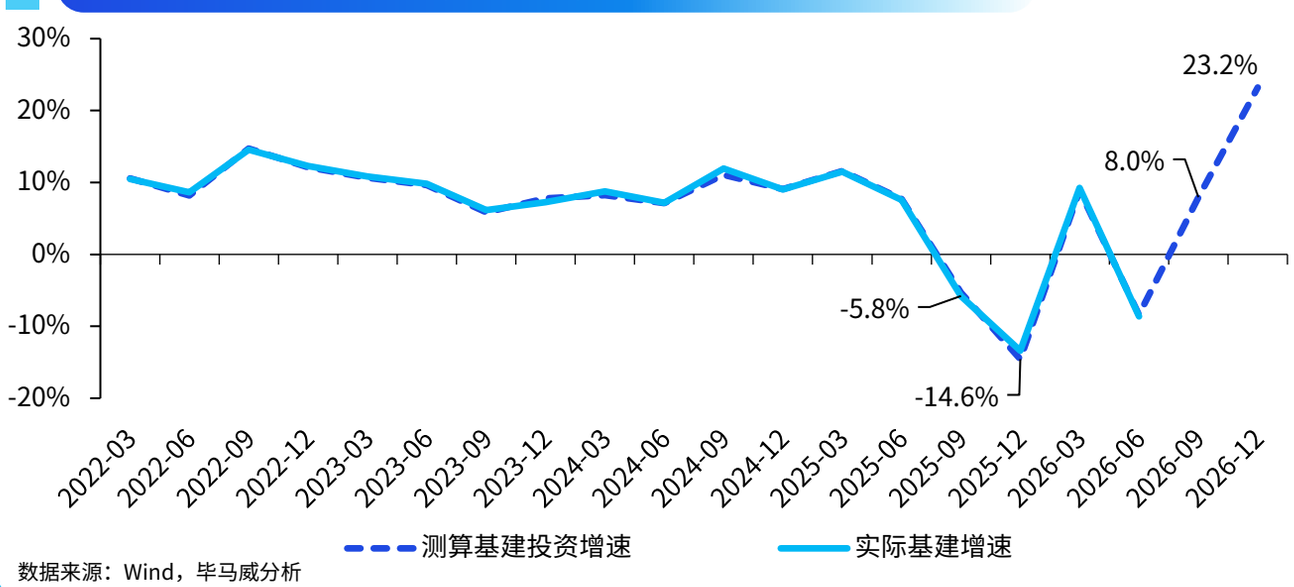
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

二季度财政扩张节奏放缓主要受两方面因素影响。一是今年4月国务院印发《国务院办公厅关于深化投资审批制度改革的意见》（下称《意见》），《意见》指出，由政府采取直接投资、资本金注入方式和实质性承担偿还责任的项目，需要严格执行投资项目审批管理，并且首次明确“实行政府投资项目决策终身负责制，对违规决策造成重大损失、恶劣影响的领导人员和直接责任人员要严肃追究责任”。在这一背景下，二季度地方政府对项目审核态度更加谨慎，在一定程度上影响了公共财政资金的使用进度与项目用专项债的发行节奏。与此同时，今年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，二季度地方政府化债用专项债的发行节奏也受到波及，地方短期偿债压力上行，政府投资支出意愿走弱。

二是近年很多地方政府积极使用政府产业投资基金展开新质生产力的投资培育，导致一些地方以政府信用背书吸引外部资金参与本土产业投资，在一定程度上或将新增地方政府隐性债务的风险。为规范这一行为，6月初国务院下发《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》国办函〔2026〕54号，首次提出“严控新设政府投资基金，县区原则上不得新设”，旨在规范地方吸引外部资金增扩产业投资行为，也在影响了二季度政府投资规模。

展望下一阶段，基建投资表现将有所修复，主要受两方面因素支撑。一是政府项目投资资金充裕。按照年初财政预算推算，今年下半年广义财政用于基建投资资金有望达5.3万亿元，高于去年同期0.8万亿元。另外，下半年还有8,000亿元政策性金融工具有待使用，高于去年的5,000亿元。若上述增量资金能够在下半年如期投放，并形成实物工作量，全年基建投资增速或将达到7.9%，成为下半年投资修复的关键支撑（图17）。与此同时，作为储备政策，当前可盘活的地方债务结存限额达1.1万亿元。下半年中央可能采取过去两年的做法，允许地方政府盘活债务结存限额，用于补充地方综合财力、化解存量债务。二是政府项目审批效率有望提速。二季度以来，各类重大项目专项规划陆续出台，包括《城市更新“十五五”规划》《新型能源体系建设“十五五”规划》《“人工智能+信息通信”创新发展实施意见（2026—2028年）》《关于推动工业互联网高质量发展的实施意见》，在更为细致的项目规划下，地方政府项目投资决策更加有据可依，审批效率有望较二季度边际提升。

图17 基建投资测算与实际增速，季度同比，%



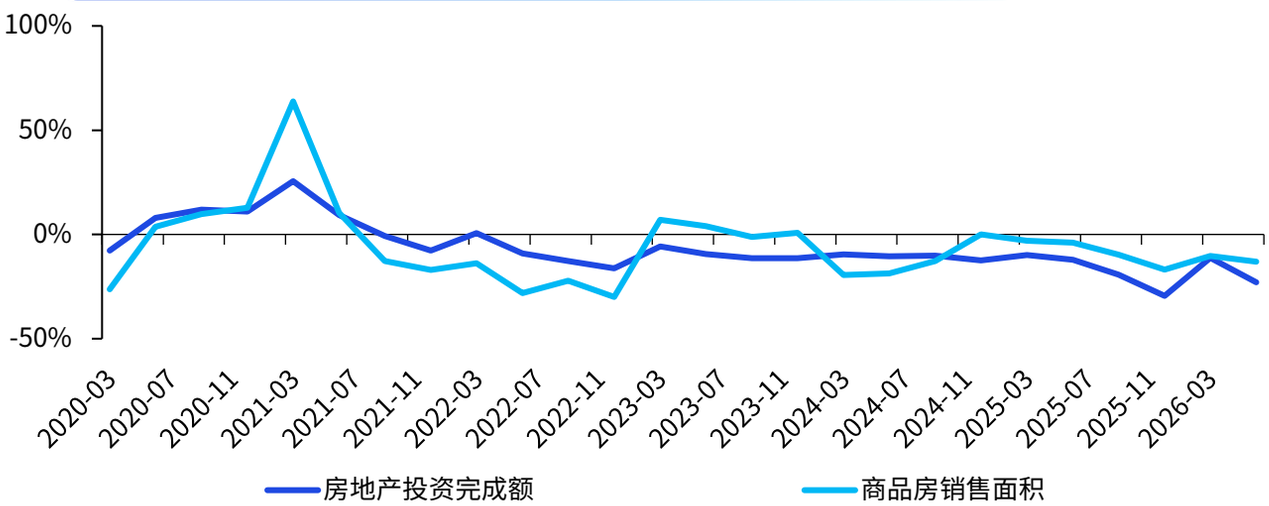
数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

新房供给持续缩量，房价表现“K型”修复

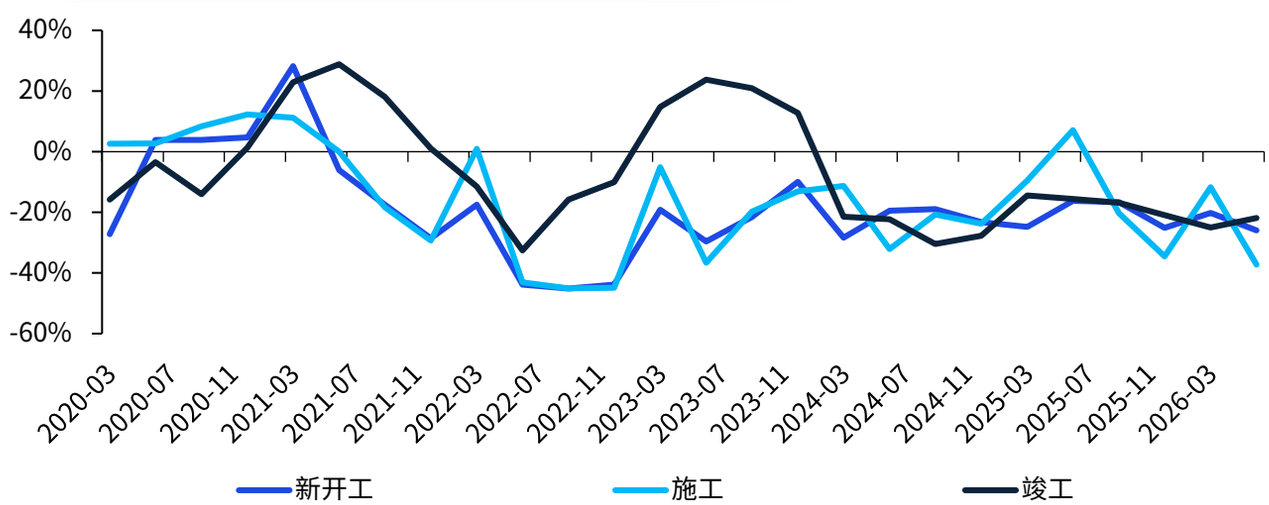
上半年房地产投资同比增速为-18.4%，降幅较去年全年的-17.4%进一步扩大。分季度观察，二季度房地产投资增速为-23.0%，较一季度的-11.2%降低11.8个百分点，拉低总投资增速2.5个百分点。二季度房地产投资降幅扩大，一是在“控增量、去库存”的政策指引下，今年以来地方政府持续缩减土地供给，压制本期房企新开工规模。二是在“控增量”政策指引下，房地产企业更加讲求“以销定产”，而二季度新房销售表现走弱，商品房销售面积增速由一季度的-10.4%降至-13.0%（图18），房企投资动能不足，新开工面积增速由一季度的-20.2%降至二季度的-25.9%（图19）。

图18 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19 分阶段房地产开发投资，当季同比，%

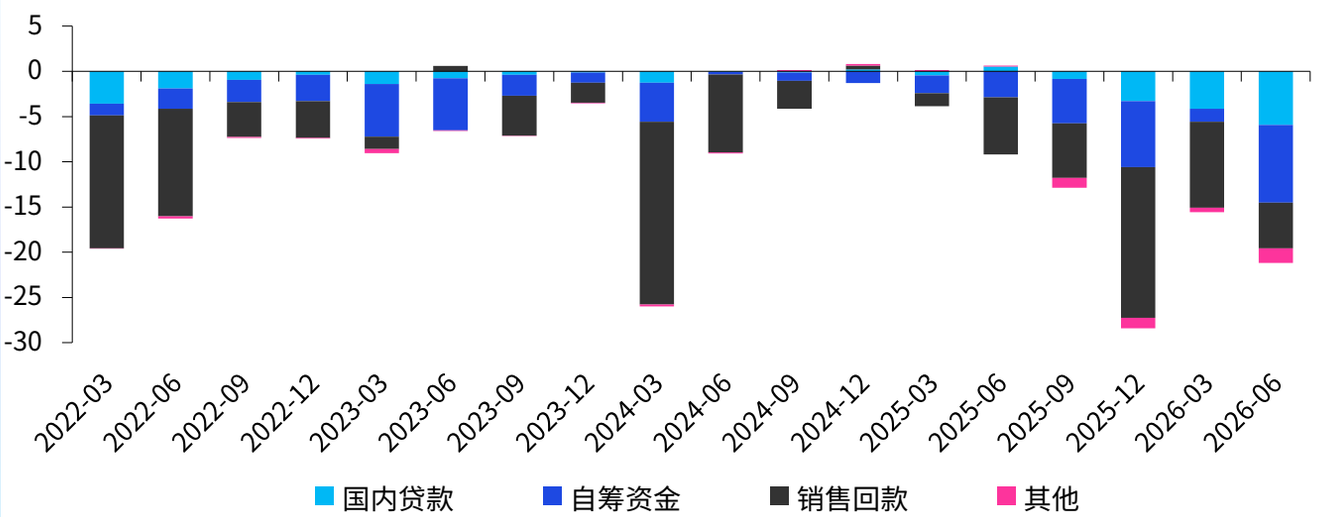


数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

从资金来源来看，二季度房企到位资金同比大幅下降22.6%，较一季度的-17.3%降低5.3个百分点，房企融资规模仍处于历史较低水平。其中，销售回款同比由一季度的-24.7%上行至-12.8%，对总体资金的拖累有所收窄，主要与高能级城市房地产市场量价齐升有关。而银行贷款表现大幅走弱，二季度同比下降39.6%，较一季度的-23%进一步下探。房企自筹资金同比下降25.6%，较一季度的-5%大幅回落，拖累总体资金增速8.5个百分点，较前值的-1.5%大幅走扩，反映出二季度房企债券净融资规模仍大幅低于去年同期水平。需要注意的是，今年上半年房地产融资环境总体宽松，客观上为房企债务续接、合理融资需求提供稳定流动性环境。但是当前房企信贷、自筹资金增速的大幅回落，更多与房企自身预期偏弱有关，房地产企业正在主动由开发建设向代建、租赁、运营等多元化转型，加杠杆意愿不足（图20）。

图20 房地产开发投资资金来源，当季拉动，百分点



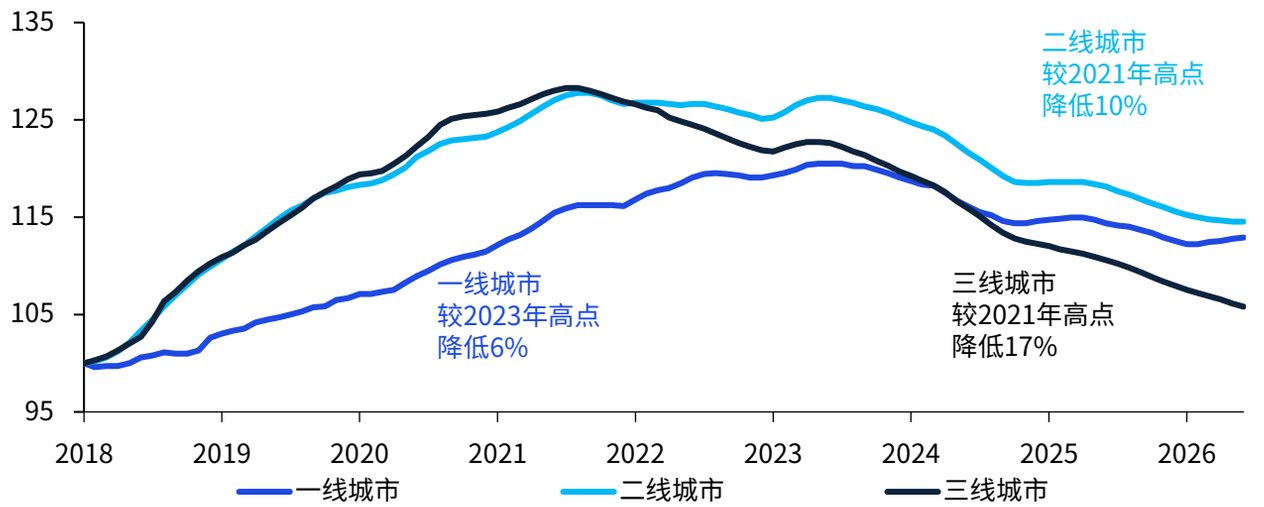
数据来源：Wind，毕马威分析

从销售端来看，伴随新房供给持续缩量，叠加去库存效果持续兑现，年初以来高能级城市房价率先企稳，但低能级城市房价延续回落，房地产市场呈现明显的K型修复特征。其中，高能级城市受益于产业聚集、人口流入与政策优化，新房与二手房市场均呈现“量价齐升”的回暖迹象。成交量方面，一线城市新房、二手房成交面积同比分别由一季度的-17.8%、-5.7%回升至二季度的8.3%、10.7%。而价格方面，今年一线城市新房与二手房价格环比先后于2月、3月转正，此后便延续环比正增长的态势（图21、图22）。

与一线城市形成对比，低能级城市由于缺乏新兴产业和增量人口支撑，今年以来商品房、二手房销售表现仍然偏弱，30大中城市中，二、三线城市商品房销售面积二季度同比增速仍然为-5.6%、-6.8%。另外由于新房库存偏高，核心二线城市商品房去化周期在6月仍然超过30个月，使得低能级城市房价环比跌幅虽然有所收敛，但仍处于负增区间，市场持续依靠降价促销维持流动性。

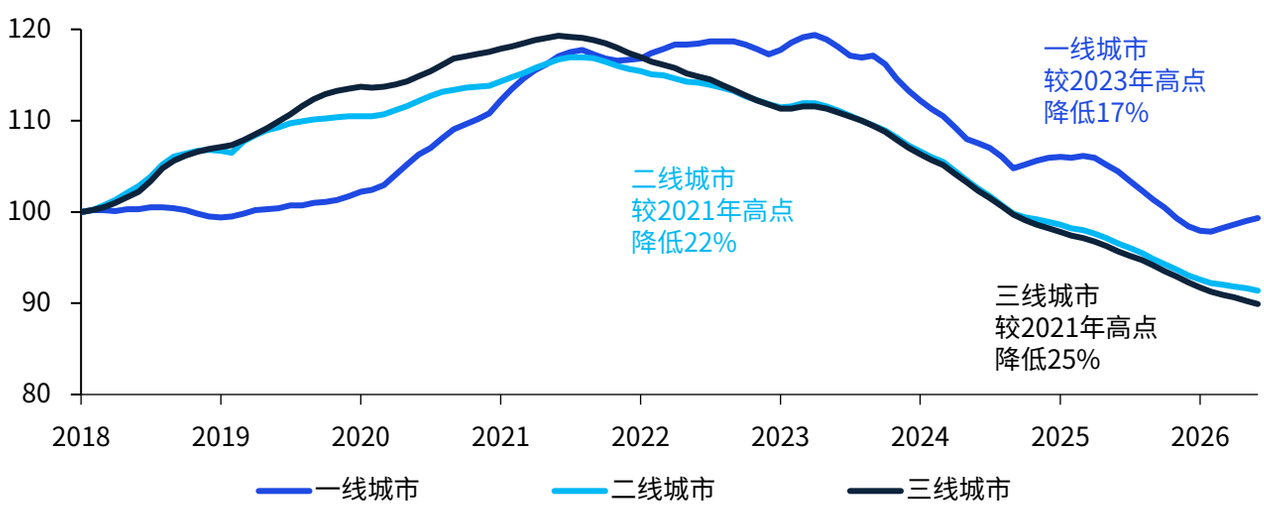
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

图21 70大中城市新房房价指数，2018=100



数据来源：Wind，毕马威分析

图22 70大中城市二手房房价指数，2018=100



数据来源：Wind，毕马威分析

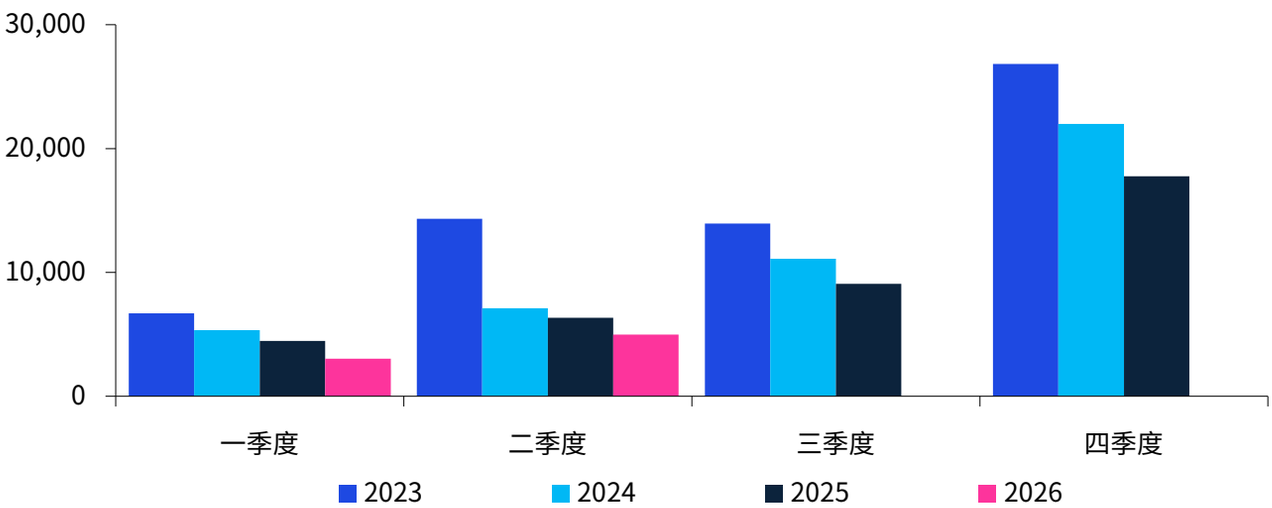
展望下一阶段，在“控增量，去库存”的政策导向下，下半年政府将继续控制土地供应，后续房地产投资改善空间有限（图23）。

对于房价而言，高能级城市房价改善具备持续性，我们看到，当前一线城市二手房市场量价齐升，但挂牌量指数自4月以来持续回落，显示当前二手房持有者心态从“降价促销”转向“惜售观望”，未来房价持续上行的市场预期正在形成。根据历史经验，高能级城市房价企稳有助于改善社会预期，进而带动全国房价修复。但当前低能级城市库存压力较大，且新兴产业发展节奏偏慢，本轮房价企稳或需要更长时间，下半年不同能级城市房价或仍然呈现“K型”分化走势。值得注意的是，6月18日《求是》刊发文章提出“加快修复居民资产负债表”，首次将“稳定房地产”与“资产价格下跌对消费信心的负向螺旋”绑定，伴随稳内需成为下半年经济的核心议题，房价稳定的重要性也在同步上升。若下半年房价修复若出现波动，地方政府将相机加码需求端政策。

© 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。

中长期而言，“十五五”期间政府将持续推进城市更新项目投资。伴随城市建设进入存量时代，未来城市更新项目将逐步替代房地产项目，成为拉动总体投资的新引擎。今年二季度以来城市更新政策陆续印发，5月《城市更新“十五五”规划》正式印发、中央财政支持城市更新行动名单落地，6月城市更新统计调查制度出台、四部委联合解读配套政策，为未来城市更新项目加速实施提供了坚实的政策与资金保障。而未来房地产企业也能够通过深度参与城市更新项目建设，向代建、租赁、运营等多元化转持续转型。具体而言，房企可重点把握以下三类城市更新项目，一是参与配售型保障房、租赁住房代建工程，二是推进“好房子”建设，引领住房品质全面升级，三是参与老旧商业街区、生活街区盘活改造与项目运营。

图23 100大中城市季度成交土地规划面积，平方米



数据来源：Wind，毕马威分析

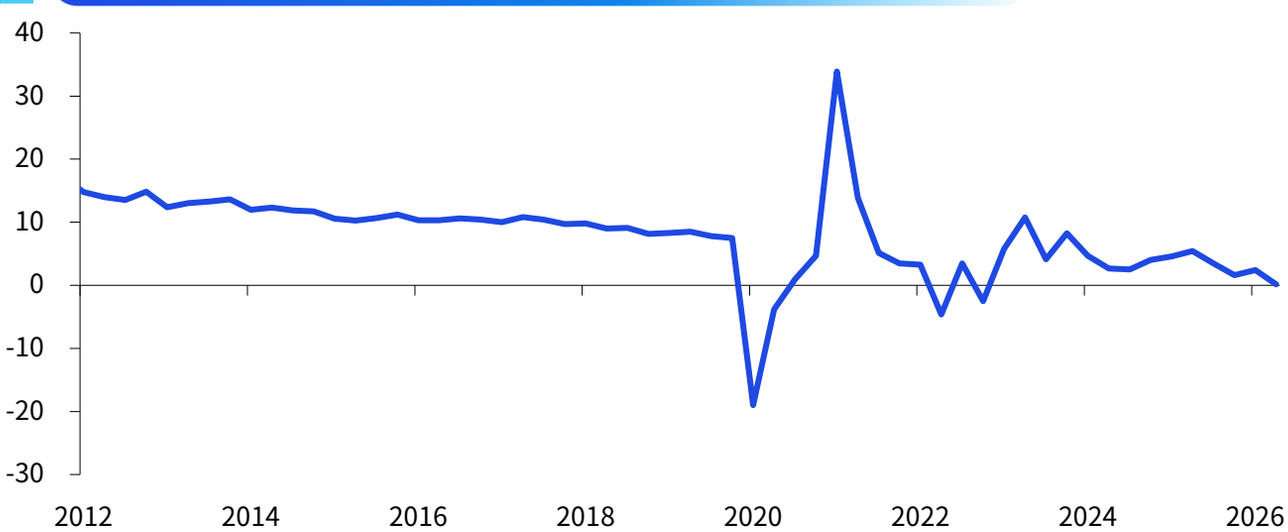


© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

消费市场承压前行，服务消费与新业态驱动韧性复苏

2026年上半年，社会消费品零售总额（简称“社零”）同比增长1.3%，相较于去年同期下降3.7个百分点。二季度，社零总额为12.1万亿元，同比增长仅0.2%（图24），增速较一季度下降2.2个百分点。社零数据增速放缓，一是受去年大规模“以旧换新”政策影响，抬高了同期基数，同时，2026年以来相关补贴政策逐渐退坡，政策红利消退后消费动能有所减弱；二是尽管当前居民就业增收情况有所改善，但预期仍处于历史较低水平，消费信心依然不足，消费支出意愿恢复缓慢。此外，国家统计局于6月首次发布“社会消费商品和服务零售总额”指标，涵盖商品消费与服务消费。上半年社会消费商品和服务零售总额同比增长2.7%，其中服务零售额增长5.3%，保持着去年同期水平，商品零售额增长1.1%，增速相比去年同期下降4个百分点，商品消费动能逐渐走弱，服务消费则保持韧性，持续活跃。服务消费的持续扩张，在一定程度上对冲了商品消费下行带来的影响，折射出我国居民消费模式正经历从传统商品购买向体验型服务消费转型的深层结构调整。尽管消费市场整体承压，但其规模仍在持续扩张，随着前期高基数影响的逐渐淡化，预计下半年消费市场将呈现温和复苏态势。

图24 社会消费品零售总额，当季同比，%



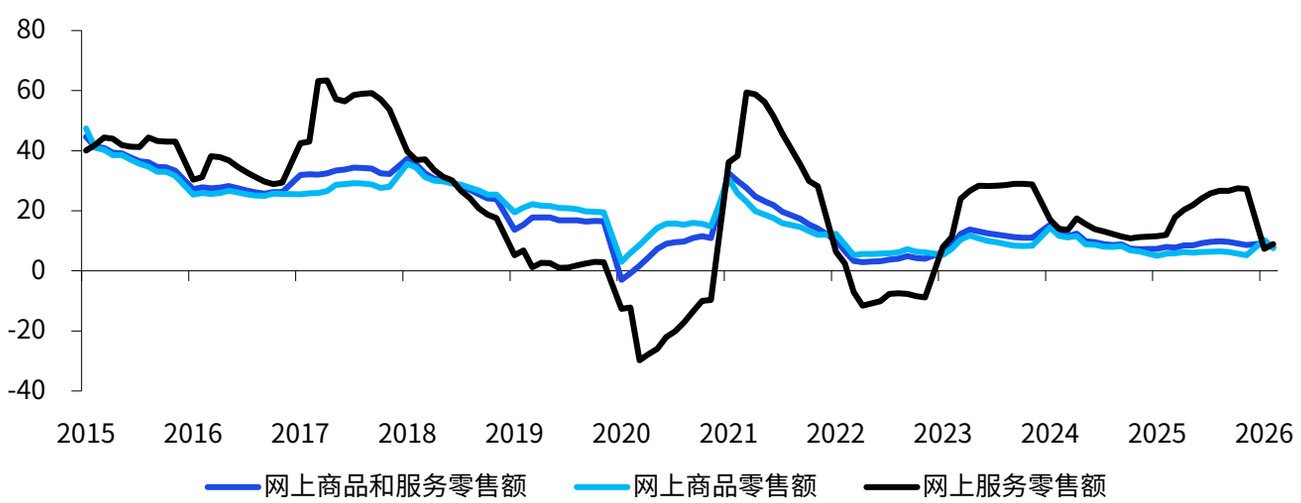
数据来源：Wind，毕马威分析

当前消费市场正经历从“流量驱动”向“价值驱动”的深刻变革，零售企业通过大数据精准营销、智能仓储物流、沉浸式购物体验及线上线下融合发展等创新手段，正持续提升消费市场的质量效益和可持续发展能力。从消费渠道来看，线上消费场景持续拓宽，数字经济对消费市场的结构起着支撑性作用，展现出强劲的发展动能。上半年网上商品和服务零售额同比增长5.2%（图25），增速虽较一季度末有所回落，但显著高于社会消费品零售总额整体增速。其中网上服务零售额成为增长引擎，得益于文旅体娱场景的深度线上化，叠加假期带动线上购票线下体验模式

© 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。

激增，旅游产品、体育赛事门票成为高弹性增长点，上半年网上服务零售额同比增长6.0%。此外，随着AI技术的快速发展，虚拟试衣、远程医疗、在线教育等新业态不断涌现，正在打破传统服务消费的时空边界，进一步丰富居民的消费体验。网上商品零售额同比增长4.8%，其中吃、穿、用类分别增长16.8%、6.2%与1.3%，呈必选强、可选弱的梯度增长特征。与此同时，网上零售新业态与新模式发展向好，其中，直播电商零售额在上半年突破万亿大关，增长6.5%，同期即时零售交易额则实现超20%的增速，“30分钟万物到家”正在重塑居民的消费习惯。值得关注的是，传统零售渠道的数字化转型成效显著，线上业务持续拓展，限额以上超市企业通过全渠道运营能力持续增强，上半年零售额同比增长3.8%，较1-5月加快0.2个百分点，仓储会员店、无人值守商店等新业态零售额同比增幅均突破25%，集合式商业综合体与购物中心零售额增速持续提速。

图25 网上商品和服务零售额，累计同比，%



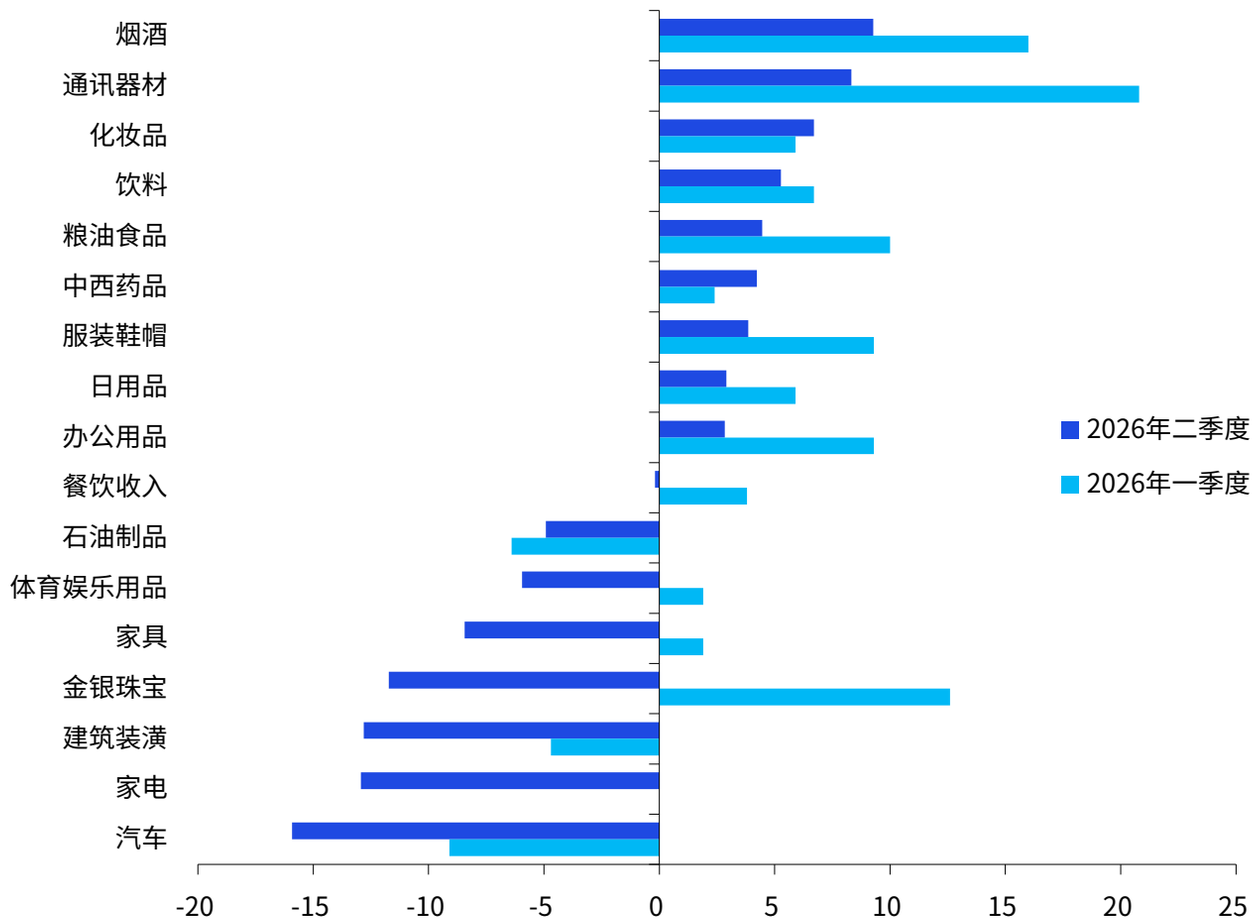
数据来源：Wind，毕马威分析

服务消费在上半年增势良好，已成为拉动消费增长的关键驱动力。上半年服务零售额增长5.3%，较商品零售额高出4.2个百分点。从细分市场来看，受“五一”假期及多地中小学春假叠加效应推动，居民出行意愿显著增强，带动文旅消费市场持续升温，上半年旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额分别增长11.3%和10.4%。服务消费支出占比也在提升，上半年居民人均服务性消费支出占居民消费支出的比重较去年同期提升0.2个百分点至45.7%，消费重心已有向服务性消费转移的趋势。

商品消费整体则呈现两极分化的“K”字型结构特征。上半年商品零售额仅增长1.1%，低于去年同期4个百分点，二季度限额以上商品零售对社零的当季拉动已转至-3.7%。从具体品类看，二季度刚需类商品稳定增长，服装类商品以9.4%的增速领跑，烟酒、通讯器材分别增长9.3%与8.3%。而大宗耐用型商品持续低迷，增速大幅下降，二季度汽车类同比下降15.9%，对当季社零的拉动作用低至-3.9%，家电、建筑装潢类分别下降12.9%和12.8%（图26）。增速的明显回落，一方面是受去年基数较高的影响。另一方面，因为耐用消费品的使用周期较长，置换需求已被提前集中释放，叠加政策补贴力度收窄，存量需求已相对有限。

© 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。

图26 限额以上消费品零售额增速，当季同比，%

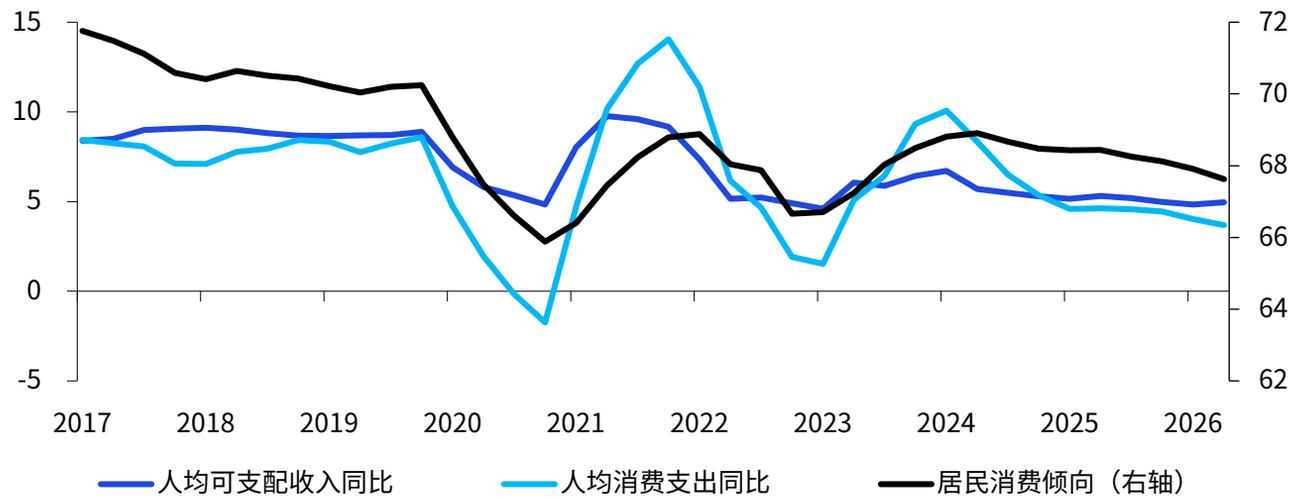


数据来源：Wind，毕马威分析

2026年上半年我国居民人均收入增速有所回暖，但消费支出增速放缓。从4季度移动平均来看，居民人均可支配收入有所回升，呈现边际改善现象，消费支出与消费倾向仍然处于下行状态，内生动力不足，有待进一步增强（图27）。上半年全国居民人均可支配收入达22,981元，同比名义增长5.2%，扣除价格因素实际增长4.2%，名义和实际增速分别较一季度回升0.3个和0.2个百分点。其中，工资性收入、经营净收入和转移净收入的较快增长构成主要支撑。上半年全国居民人均消费支出达14,836元，同比名义增长3.7%，实际增长2.7%，较一季度回升0.1个百分点，但4季度移动平均同比相较上季度下降0.3个百分点。居民消费倾向仍处于历年偏低水平，预防性储蓄意愿依然较强，消费潜力的充分释放仍需政策持续加力。此外，全国失业率自一季度以来已连续三个月下降，6月已降至5.0%，较一季度下降0.4个百分点，回到去年同期水平（图28）。其中，25-29岁非在校劳动力与外来农业户籍人口失业率较一季度分别下降0.6个百分点和0.9个百分点。政策方面，国务院于6月发布《实施就业优先战略“十五五”规划》，提出慎重出台对就业有明显收缩效应的政策，同时开展传统领域数智化就业机会的挖掘计划，发掘更多新兴领域与传统行业的就业潜能，扩大就业规模的同时提升就业环境与就业质量。政策出台后，将有助于改善就业市场，切实提升民生获得感与安全感，推动居民就业高质量发展。

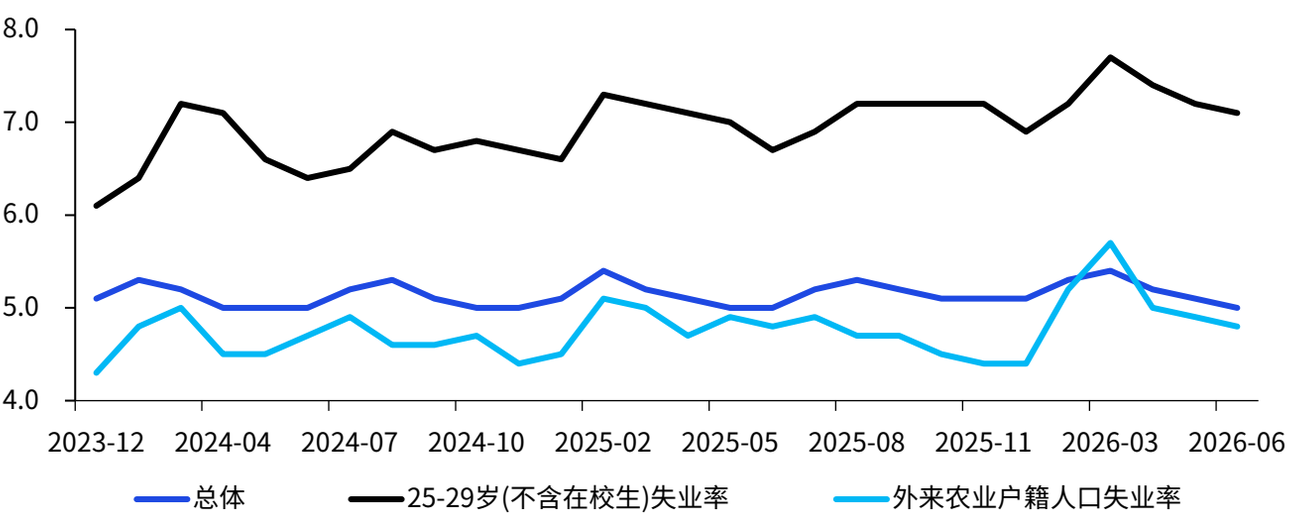
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

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

© 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。

总体来看，2026年上半年中国消费市场在复杂的内外部环境中表现承压，同时经历着深刻的结构性变革。服务消费的持续扩张与新业态新模式的加速渗透，正成为驱动市场前行的核心引擎。随着居民消费需求从“买实用”向“买品质、买体验”加速跃升，我国消费结构正从商品主导稳步迈向服务并重的新阶段，新业态、新空间为消费市场注入了充沛活力。文旅市场持续活跃，数字消费、绿色消费等新增长点加快培育。同时，下沉市场的消费潜力加速释放，乡村消费品零售增速持续快于城镇，城乡消费差距正在缩小，消费热度正由大城市向中小城市梯次蔓延。

展望未来，随着高基数效应减退，消费市场有望温和回升，重振向好态势。7月我国首部消费领域的国家级五年专项规划《扩大消费“十五五”规划》出台，围绕服务消费提质惠民、商品消费扩容升级、培育新业态新模式等六大方面部署了28项重点任务。其中提出的2030年社零规模达到60万亿元左右的目标，意味着“十五五”期间年均增速需达到3.7%左右。在这一定量目标指引下，未来促消费政策有望更加务实高效地推进。

短期来看，预计暑期、中秋国庆相连形成的超长假期、元旦新春消费季将成为促消费的核心窗口。届时以旧换新补贴、消费券、有奖发票、消费信贷支持等政策组合拳将与假日经济深度融合，形成从暑期到年末的持续促消费热度，对下半年消费增速形成有力支撑。中长期来看，国务院发布《关于推进服务业扩能提质的意见》，通过扩大优质供给、创新消费场景和完善配套制度三大核心路径，助力服务消费提质惠民，提升我国消费内需水平。6月商务部等多部门发布《开展汽车流通消费改革试点工作的通知》与《培育壮大汽车后市场消费若干措施的通知》，旨在不依赖短期补贴，通过制度创新来激活汽车全生命周期的消费潜力，将汽车消费从一次性的购买行为，转变为贯穿车辆始终的持续性消费，为商品消费提供新的增长引擎，注入持久动力。与此同时，7月政治局会议进一步强调适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。随着新型消费场景不断拓展，以及居民增收计划等提升消费能力的措施逐步落地，消费增长的内生动能正在积聚。服务消费作为未来消费增量最主要来源的定位将进一步强化，商品消费的结构升级也将持续深化。促消费政策正从终端刺激转向源头培育消费能力的系统性转型，推动消费持续复苏。

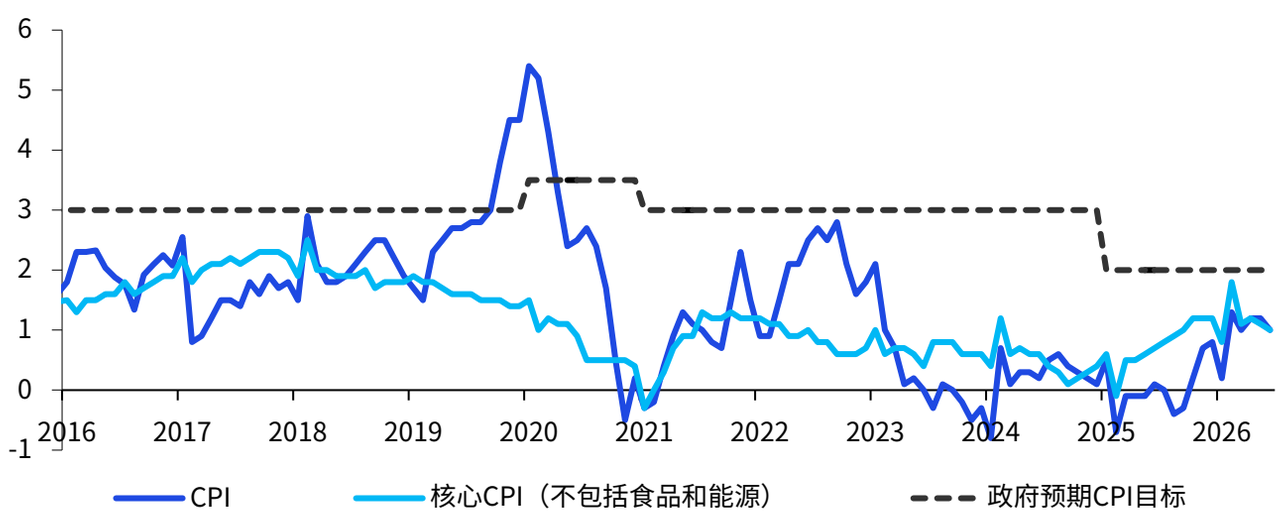


© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

物价中枢温和上移，回升基础尚需夯实

2026年上半年CPI同比上涨1.0%，涨幅较一季度末小幅上涨0.1个百分点。核心CPI方面上半年同比上涨1.2%，随着物价运行逐步脱离底部区间并步入温和通胀阶段，年初政府工作报告中关于“推动价格总水平由负转正”的目标已初步兑现。上游工业品修复与下游消费品温和上涨的良好态势，带动整体物价中枢持续向好。单月来看，受食品价格季节性下跌及国际能源、黄金价格回调等影响，6月CPI同比上涨1.0%，虽较5月回落0.2个百分点，但总体保持温和上涨；扣除食品和能源的核心CPI同比涨幅降至1.0%，但较去年全年的0.7%已明显回升。其中，服务价格涨幅企稳在0.8%，AI相关产品涨价是核心支撑因素，上半年存储涨价影响手机、电脑等人工智能消费电子产品价格迭代涨价，通信工具同比上涨4.0%；叠加居民出行需求持续回升，带动旅游价格小幅上行，飞机票和旅行社收费价格分别上涨7.2%和3.5%（图29）。

图29 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



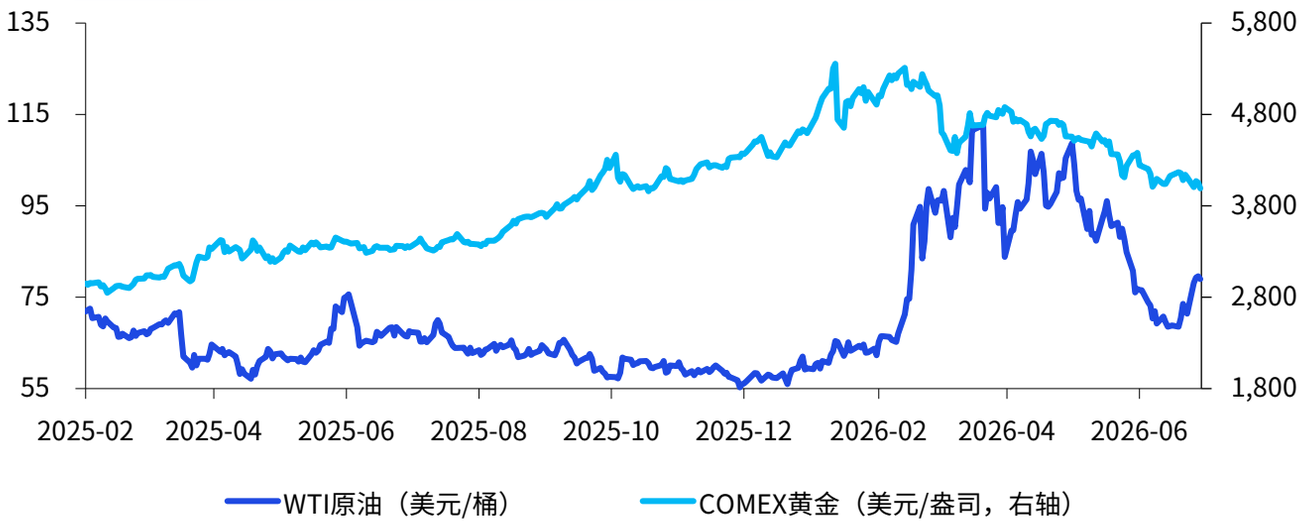
数据来源：Wind，毕马威分析

2026年上半年中东冲突对国际原油与黄金期货影响深远，传导至国内物价形成阶段性输入推升后显著回落的走势。6月中东局势缓和后输入性因素减弱，影响国内汽油价格同比下降4.9%，同时，叠加美联储加息预期升温、美元走强等因素共同作用下影响国内黄金饰品价格下降8.7%（图30）。食品价格同比下降1.6%，主要食品中，6月份应季果蔬大量上市，鲜菜和鲜果价格同比分别下降0.3%、0.7%。当期猪周期下行压力延续，短期仍将持续拖累食品CPI，6月猪肉价格同比下降15.9%。此外，蛋鸡存栏处于低位，叠加高温产蛋率下降，鸡蛋价格同比上涨16.0%。

2026年上半年核心CPI同比上涨1.2%，以文旅和出行为代表的服务价格领域经济内生复苏动力持续显现。上半年“五一”黄金周等节假日叠加多地中小学春假推动了居民出行服务增加，其中机票和旅行社收费价格分别上涨7.2%和3.5%，合计影响CPI上涨约0.07个百分点。医疗服务价格上涨3.1%。在外餐饮、家庭服务和教育服务价格同比涨幅在0.5%-1.2%之间，合计影响CPI上涨约0.15个百分点。另外，人工智能推动消费电子产品迭代更新，相关产品需求旺盛，价格继续上涨。上半年移动电话机、可穿戴智能设备的价格分别同比上涨4.0%和2.7%。

© 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。

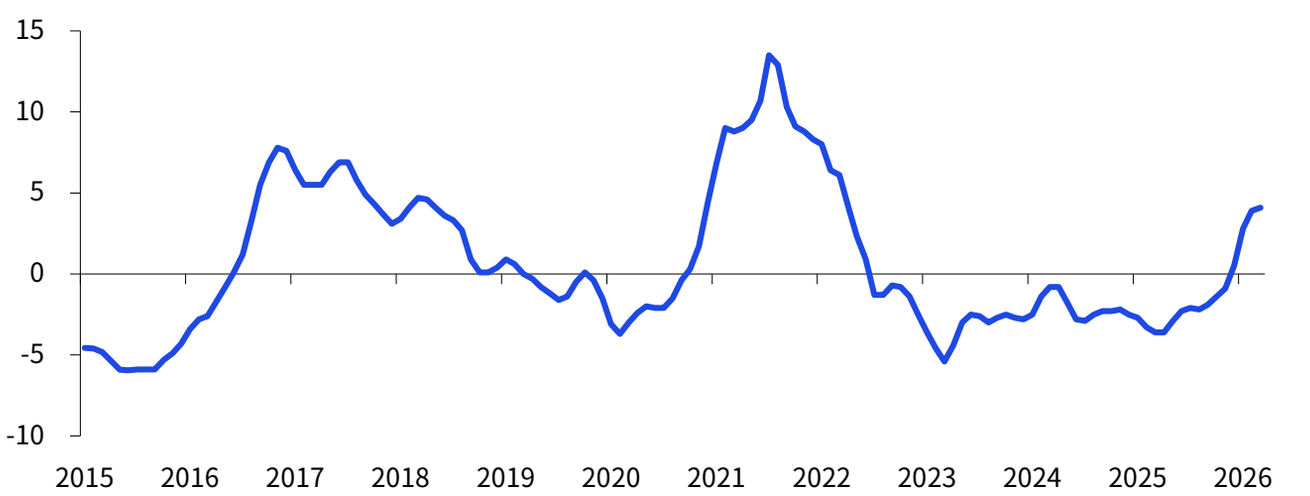
图30 国际原油和黄金期货价格走势



数据来源：Wind，毕马威分析

2026年上半年PPI同比上涨1.5%。单月来看，在去年同期低基数效应、地缘冲突带动价格上涨以及中游装备制造业的供需情况等因素叠加下，6月份PPI同比上涨4.1%，涨幅较5月扩大0.2个百分点，连续第四个月攀升，达到2022年8月以来最高水平（图31）。

图31 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

影响上半年PPI上涨有三个主要因素。首先，国内新质生产力驱动下，工业智能化、绿色化成为PPI回升最大推动引擎。上半年国内工业加速转型升级，直接带动了相关产业链需求的爆发式增长，成为拉动PPI上行的核心内生动力。其中，有色金属矿采选业与有色金属冶炼和压延加工业价格同比分别大幅上涨31.7%和21.9%；在高端制造与算力需求领域，外存储设备及部件、电子专用材料制造、电线电缆光缆及电工器材制造、工业控制计算机及系统制造价格分别上涨20.8%、18.9%、15.7%和2.5%。此外，生物质燃料加工价格上涨3.6%，废弃资源综合利用价格也由一季度的下降0.7%转为上涨1.7%。这8项高技术、绿色制造相关行业合计影响PPI同比上涨约1.98个百分点，在所有驱动因素中贡献最为显著。

其次，国内市场竞争持续优化，重点行业“反内卷”成效带动价格修复。随着国内多部门深入整治“内卷式”竞争，部分长期处于低价恶性竞争状态的行业供需关系得到实质性改善，价格迎来触底回升。上半年，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格同比均实现3.2%的增长；煤炭开采和洗选业价格也由一季度的下降6.4%转为上涨1.8%。尽管黑色金属冶炼和压延加工业价格同比仍微降1.1%，但在整体价格秩序优化的背景下，以上4项行业合计影响PPI同比上涨约0.05个百分点，标志着国内工业品市场正逐步摆脱长期低价的局面。

此外，国际输入性因素传导，大宗商品价格波动推动石化产业链由降转涨。受国际地缘政治及大宗商品市场波动影响，外部输入性因素对国内石油相关行业价格产生了直接传导作用，推动该板块由降转涨。上半年，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业价格同比分别上涨8.6%、3.1%、3.9%和1.0%。上述4项受国际油价与能源市场牵动的行业合计影响上半年PPI同比上涨约0.5个百分点，构成本轮PPI回升的外部支撑力量。需要注意的是，6月PPIRM（工业生产者购进价格指数）与PPI同比涨幅差扩大至2.3个百分点，升至近四年高点，表明企业成本端压力依然严峻，盈利空间持续承压。

展望2026年下半年，国内物价将延续回升态势，全年物价中枢较2025年显著上移，但本轮价格回暖的支撑根基尚不稳固，距离年度调控目标尚有一定差距。CPI方面，下半年将延续温和上行格局。食品项对价格的拖累效应将持续缓释，伴随三季度养殖端产能持续出清，叠加四季度传统消费旺季的需求提振，猪肉价格将具备回暖动力；粮食供需格局整体稳健、粮价运行平稳；极端天气下果蔬品类或出现阶段性扰动，但不具备显著走强的条件。核心CPI方面将维持温和韧性，下半年节假日消费热潮将带动文旅、餐饮等服务价格边际走强，AI设备、家电换新政策落地有效托底耐用消费品价格。PPI方面，随着中东局势重新升级，霍尔木兹海峡再度封锁，国际原油价格自7月起又显现上涨态势，由此带动的原油化工链条涨价动能重新积累，外部输入性涨价因素或将使PPI下半年的表现面临较大的不确定性，若地缘冲突持续、海峡封锁延续，PPI维持高位的时间将明显拉长，甚至存在进一步冲高的可能。

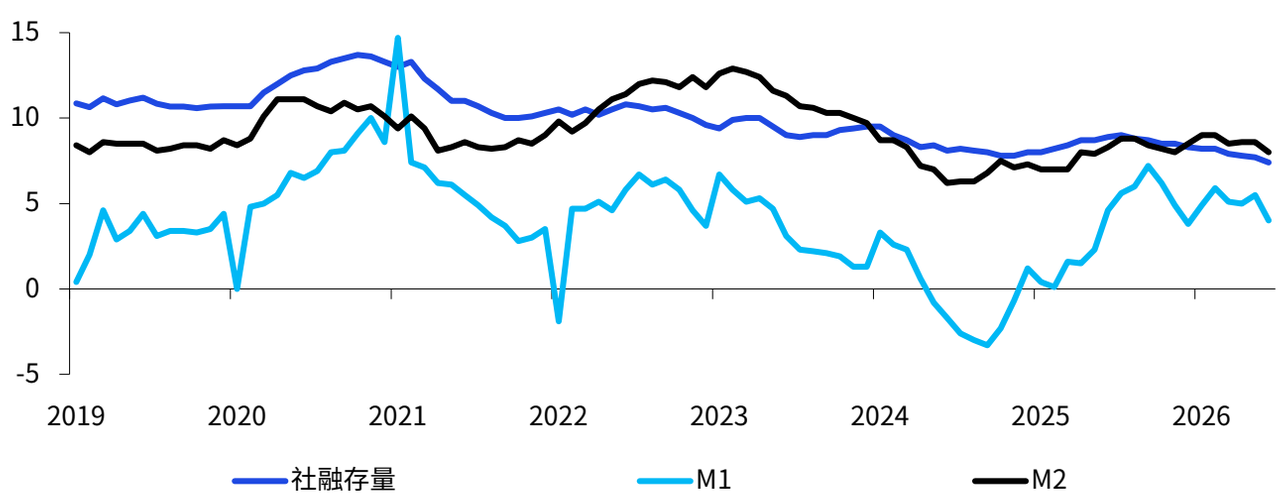
除去极端气候与国际地缘局势等外部变量，下半年物价走势仍需高度聚焦内需修复力度及宏观政策的协同效能。目前，居民可支配收入增速与就业市场的回暖步伐相对滞后，短期内难以有效扭转居民部门的预防性储蓄倾向。倘若稳增长举措的落地效果不及预期，消费与民间投资偏弱格局或将延续。未来宏观政策协同需聚焦打通“就业—收入—消费—投资”循环。一方面，应加大民生领域财政支出，加快落实城乡居民增收计划，尤其向农村及低收入群体倾斜，以实质性增收扭转预防性储蓄倾向；另一方面，在推动重大工程落地形成实物工作量的同时，更要激发民间投资活力，改善居民就业预期。通过“就业改善—收入增长—消费回暖—投资修复”的正向反馈，夯实物价平稳回升的内生动力。

© 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。

货币政策调控转向精细化，金融稳步换挡提质

2026年上半年，在实体经济融资需求偏弱、融资结构变迁以及二季度财政政策节奏放缓等多重因素交织下，金融数据总体呈现“降速换挡”的特征。上半年社会融资规模新增20.8万亿元，同比少增2.0万亿元，其中二季度新增6.0万亿元，同比少增1.7万亿元。截至6月末，社融存量同比增长7.4%，较一季度末下行0.5个百分点。货币供给方面，6月末M1同比增长4.0%，较一季度末下行1.1个百分点，增速回落部分受去年同期基数走高的影响，但剔除基数效应后，M1环比动能仍然偏弱。6月末M2同比增长8.0%，较一季度末下行0.5个百分点，信贷少增与政府债发行偏慢共同拖累了M2的派生能力。M2与M1增速差较一季度末扩大0.6个百分点，反映资金活化程度边际下降，背后是居民消费和企业投资意愿仍然偏弱——居民消耗活期存款提前偿还房贷及消费贷，或直接流向理财、基金等产品及股市；企业经营活跃度下降、资金周转偏慢，活期存款增长乏力（图32）。

图32 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%



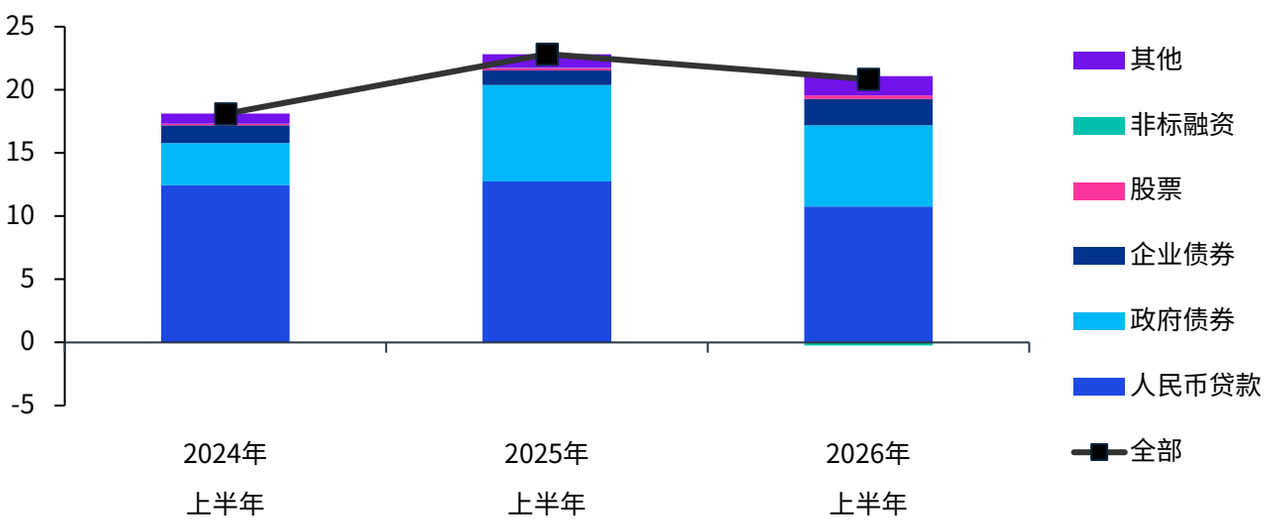
数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，上半年政府债券净融资新增6.4万亿元，同比少增1.2万亿元。一季度财政政策前置发力后进入节奏调整期。在外需超预期高增长为宏观调控预留缓冲空间，叠加政府投资审批趋严的背景下，二季度政府债券融资进度阶段性回落，新增2.9万亿元，同比少增0.9万亿元。展望下半年，面对二季度显现的经济下行压力，同时结合年初财政预算安排，下半年政府债券净融资有望转为正向拉动。三季度大概率迎来政府债供给高峰，财政发力提速并与适度宽松的货币政策形成新一轮协同配合，叠加8,000亿元新型政策性金融工具落地拉动配套贷款投放，将对社融形成增量支撑。上半年对实体经济发放的人民币贷款新增10.8万亿元，同比少增2.0万亿元，是社融减速的最大拖累项，其占新增社融的比重从2025年同期的55.8%降至51.6%，为历史同期次低水平。

© 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。

直接融资占新增社融的比重快速上行。上半年企业债券净融资新增2.1万亿元，同比多增0.9万亿元，债券融资放量的核心驱动力在于发行利率的持续下行，叠加“十五五”重大项目集中开工、经济新动能领域快速扩张以及科创债机制优化等多重利好带动；股票融资新增2,930亿元，同比多增1,227亿元。两者合计占新增社融的比重从2025年同期的5.8%跃升至11.3%，几乎翻倍。一方面，直接融资占比提升符合金融供给侧改革方向，有利于降低实体经济对银行信贷的过度依赖，提升资源配置效率。但另一方面，直接融资的改善尚不足以弥补信贷的回落，且直接融资更偏向于信用资质较好的大型企业和科创企业，可能加剧融资的K型分化。央行在7月15日发布会上明确指出，融资结构向直接融资过渡具有“长期性、趋势性”，这意味着社融指标本身也在经历结构性重塑（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，上半年居民部门贷款减少3,669亿元，其中居民短贷减少5,881亿元，同比多减5,878亿元，在当前消费品以旧换新政策效应减弱、就业与收入预期尚未根本改善的情况下，消费复苏的内生动能依然不足，信用卡和消费贷增长乏力。上半年居民中长贷新增2,212亿元，同比少增9,488亿元，其中二季度为减少2,395亿元，同比少增5,263亿元，房地产市场经历“金三银四”的季节性修复后整体动能衰减。此外，当前房地产销售改善主要集中在重点一二线城市，但受“多付首付、少贷款”以及转按揭不计入新增统计等因素影响，销售回暖未能有效转化为按揭贷款增量。

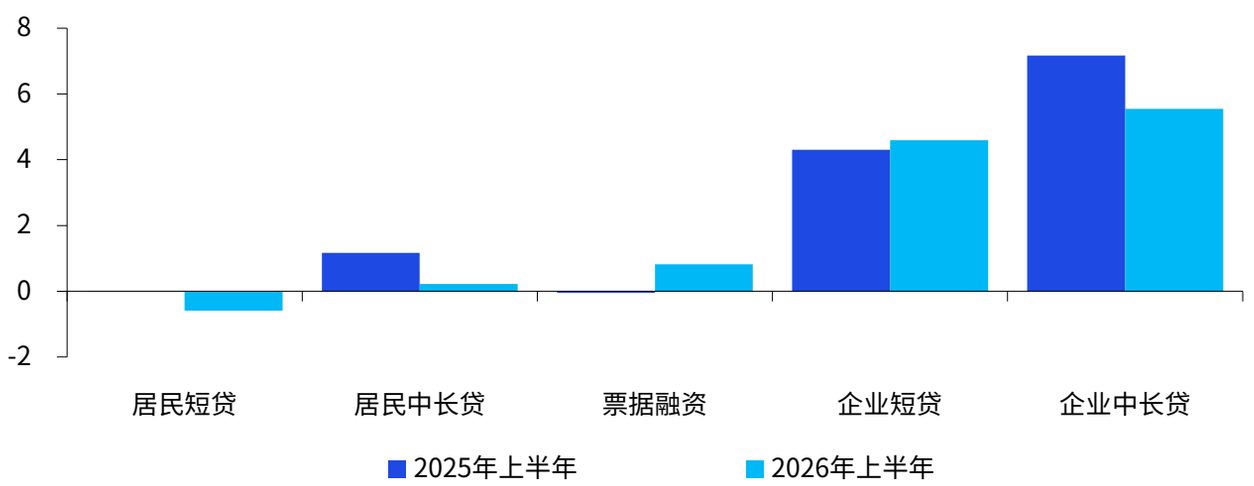
上半年企业部门贷款新增11.1万亿元，同比少增0.4万亿元。其中，企业短贷新增4.6万亿元，同比多增0.3万亿元，可能与出口高景气带来的外贸企业周转资金需求旺盛有关。而企业中长贷新增5.6万亿元，同比少增1.6万亿元，企业资本开支意愿疲弱，与上半年固定资产投资累计同比-5.7%相印证。与此同时，上半年票据融资新增8,143亿元，同比多增8,607亿元，票据冲量特征明显。

企业中长期贷款走弱的原因不仅是周期性的，更包含结构性、趋势性因素。从周期性因素来看，输入性通胀担忧叠加内需修复疲弱，共同压制了企业的资本开支意愿。尽管6月PPI（工业生产者出厂价格指数）同比上行至4.1%，但PPIRM（工业生产者购进价格指数）同比已经升至6.4%，连续五个月高于PPI同比，显示企业成本压力不断加大；与此同时，需求端修复节奏偏慢，企业产销衔接不畅，对未来经营预期转弱并缩减生产计划。受此影响，二季度工业产能利用率降至历史低位，仅高于2016年一季度和2020年一季度的水平。

© 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。

从结构性因素来看，央行在发布会上首次定性贷款的“降速提质”可能成为宏观运行的新常态之一。当前经济新旧动能加速转换、K型分化特征突出，传统建筑业和重资产制造业的信贷需求持续收缩；而新质生产力领域的企业更偏好股权和债券融资，这既是科创企业高风险、轻资产、长周期等内在特征驱动的市场选择，也是近年来资本市场改革系统性降低直接融资门槛、增强制度包容性的政策引导结果。如果将企业贷款和企业债券、股票融资加总起来一起观察，上半年合计新增13.5万亿元，同比多增0.6万亿元，其中二季度新增3.7万亿元，同比多增0.1万亿元。此外，地方政府隐性债务化解过程中也会置换掉部分存量贷款，从而对中长期贷款增量形成一定拖累（图34）。

图34 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元

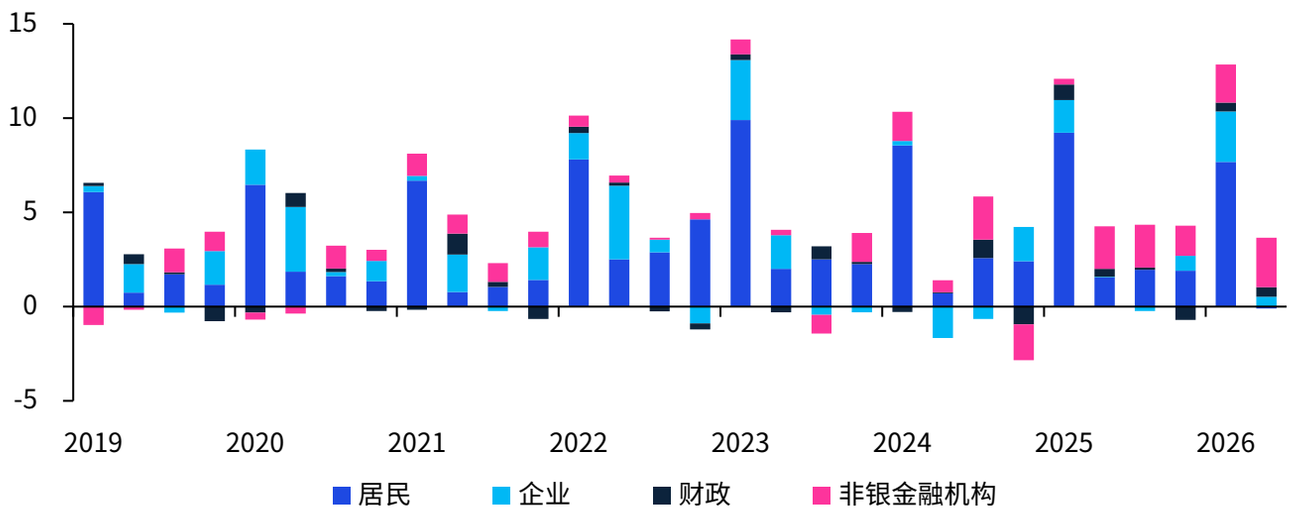


数据来源：Wind，毕马威分析

存款方面，上半年人民币存款新增17.8万亿元，同比少增0.2万亿元，其中二季度新增4.0万亿元，同比少增0.9万亿元。二季度居民存款减少0.1万亿元，2018年下半年以来首次季度负增，同比少增1.65万亿元。而当期非银存款新增2.6万亿元，同比多增0.4万亿元。在低利率环境、资管产品收益优势及资本市场回暖的共同驱动下，居民存款向非银体系搬家的格局延续。值得注意的是，居民存款少增规模明显大于非银多增规模，可能与居民消耗存款以偿还存量债务有关。截至6月末，个人消费贷款余额同比下降3.0%，增速创历史新低，已连续8个月负增长，去杠杆特征持续深化。二季度企业存款新增5,200亿元，同比多增4,900亿元，可能与汇率升值带动结汇增加、以及部分行业盈利积累但资本开支意愿不足导致资金沉淀有关。二季度财政存款新增5,109亿元，同比多增799亿元，扣除当期新增政府债券净融资后，财政存款减少2.4万亿元，同比少减1.0万亿元，反映二季度财政支出节奏放缓（图35）。

© 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。

图35 金融机构新增人民币存款结构，当季值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策操作上，二季度央行未在总量或结构上进一步加码宽松，政策重心聚焦于存量落地执行与调控框架精细化完善。具体来看，二季度央行未实施降准，政策利率保持不变。更为关键的是，5月发布的《2026年第一季度中国货币政策执行报告》将此前“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”表述修改为“灵活运用多种货币政策工具”，删除了“降准降息”四字，并新增对外部风险的关注，强调更好统筹国内国际两个大局，重点防范外部输入型通胀和外汇市场波动。7月4日二季度货币政策委员会例会进一步将工具运用表述从“加强货币政策调控”调整为“增强政策前瞻性灵活性针对性”，经济判断从“稳中有进”转为“向新向优”，认为高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、结构分化、外部冲击等问题和挑战，相比一季度新增“结构分化”挑战。当前经济K型分化加剧，总量宽松效果有限，同时央行对资金空转风险保持警惕，进一步宽松可能加剧资金在金融体系内沉淀而非流入实体。货币政策重心转向提质效，结构性工具更受青睐。不过，在一季度前置推出一系列结构性货币政策措施，覆盖科技、绿色、民营、消费养老等方向后，二季度不急于出台增量措施，重心在于存量工具的落地执行与效果评估。截至6月末，绿色贷款（14.5%）、高新技术企业贷款（14.6%）、普惠小微贷款（8.3%）、不含房地产业的服务业中长期贷款（9.2%）等领域余额增速均明显高于同期各项贷款余额整体增速5.2%（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17.0%和7.5%，较去年末分别提升0.8和0.7个百分点，均创历史新高。结构性工具在落实金融“五篇大文章”与支持服务业高质量发展方面的成效持续显现。

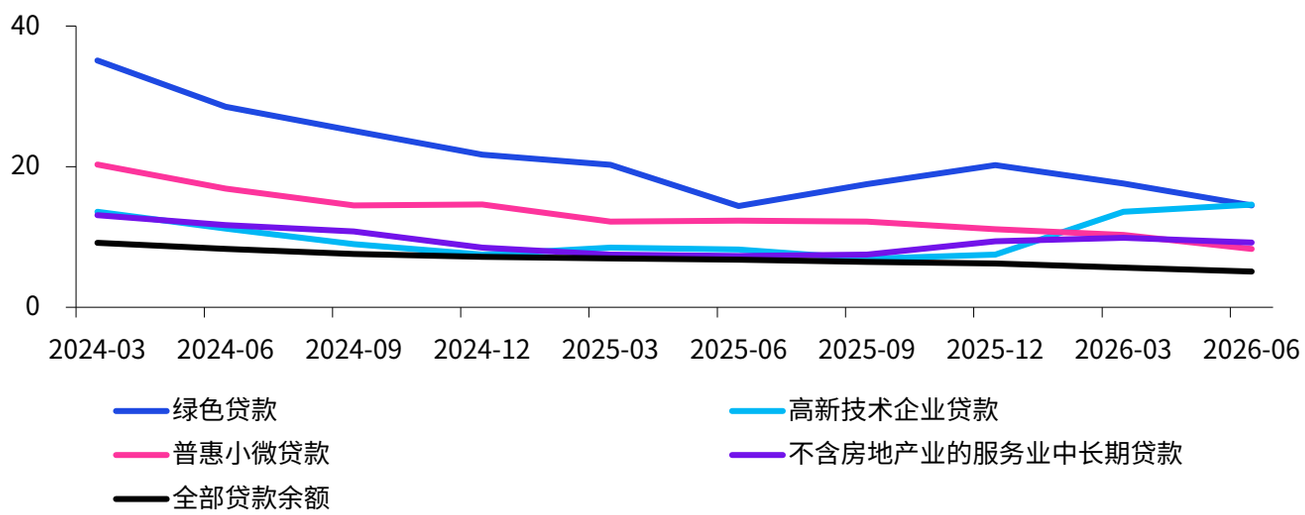
此外，二季度央行公开市场操作呈现鲜明的精细化特征，灵活运用“削峰填谷”策略实现对流动性的精准调控。季初资金面极度宽松，4月DR001（银行间存款类机构隔夜质押式回购利率）均值从3月的1.31%下行至1.23%，央行主动“地量”操作甚至罕见零操作7天期逆回购以避免过度投放；季末资金波动叠加政府债供给放量，央行及时加大投放护航资金面，6月下旬显著增加了7天期逆回购的操作规模。与此同时，央行在6月17日的陆家嘴论坛上宣布了短端利率调控机制的两项重要创新：一是将临时隔夜正、逆回购工具的操作利率由原来的在7天期逆回购政策利率上“-20bp至+50bp”调整为“-25bp至+25bp”。通过大幅压降上限（降低资金紧张时的融资成本预期）和适度放宽下限（提升对流动性充裕的容忍度），收窄利率走廊宽度（从70bp降至50bp）并消除上下限的非对称性，引导DR001更紧密地围绕政策利率运行。这一调整的目的在于降低资金利率的波动性、稳定市场预期，同时强化政策利率的定价锚地位、提升向市场利率的传导效率，进而推动货币政策框架从数量型向价格型转型。二是适时增加

© 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。

公开市场隔夜逆回购操作品种。6月29日、6月30日，央行首次以固定利率、数量招标方式分别开展了3,000亿元、6,000亿元隔夜逆回购操作，更好地匹配跨月、跨季关键节点银行体系短期的流动性需求。公开市场隔夜逆回购负责常规与关键时点的流动性投放调节，临时隔夜正、逆回购工具负责利率持续大幅偏离时的双向干预，通过两者组合将有效增强对DR001的精细化调控能力。未来随着隔夜逆回购操作的常态化，我国货币政策框架将进一步完善，短端利率调控的精准性、灵活性与可预期性将显著提升。

当前金融服务实体经济正在经历从外延式扩张转向内涵式发展的历史性转变。社融信贷增速的趋势性放缓并非简单的周期下行，而是经济结构转型在金融层面的映射。在这一转型过程中，货币政策需要在“稳增长”与“促转型”之间寻求精准平衡——总量工具保持定力以避免过度刺激和资金空转，结构性工具精准发力以引导金融资源流向新动能领域。展望下半年，随着财政发力节奏切换、外部环境不确定性上升，货币政策灵活调整的空间有望逐步打开，但“精准调控、结构优先”的政策取向不会轻易改变。

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

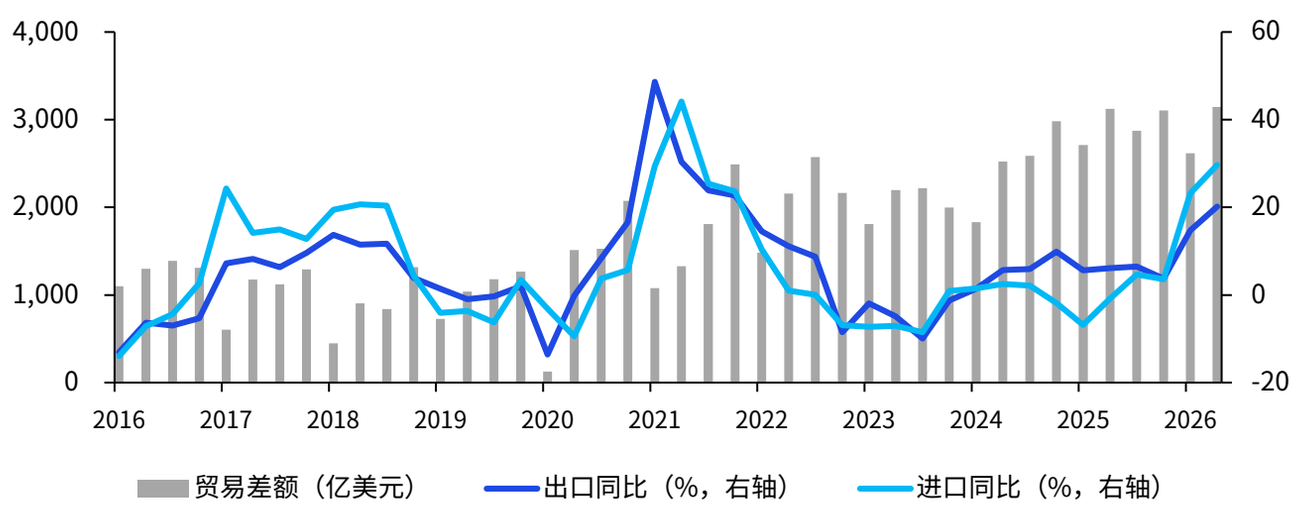
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

进口增速领跑出口，AI释放贸易红利

2026年上半年，我国出口（以美元计价，下同）增势强劲，同比增长17.6%，较2025年同期大幅提升11.7个百分点。在全球供应链持续调整的当下，我国以完备的供应链稳定全球产供链。出口产品支撑全球市场需求，并以创新驱动能力响应市场增长点。分季度来看，二季度出口同比增长20.1%，较一季度进一步加快5.4个百分点。

上半年我国进口同比增长26.6%，进口增速高于出口9个百分点，持续推动进出口平衡发展。同时，作为全球第二大进口国，上半年数据显示我国贸易顺差较2025年同期收窄了1.3个百分点。稳中有升的工业生产带动市场需求改善，原材料、零部件、消费品等进口规模扩大。在中欧贸易投资磋商机制中，我国提出“向上平衡”的概念，未来将持续积极扩大进口、优化贸易结构、促进全球供应链稳定发展，缓解贸易顺差带来的国际关切。分季度来看，二季度进口同比增长29.6%（图37）。

图37 进出口活动，当季值



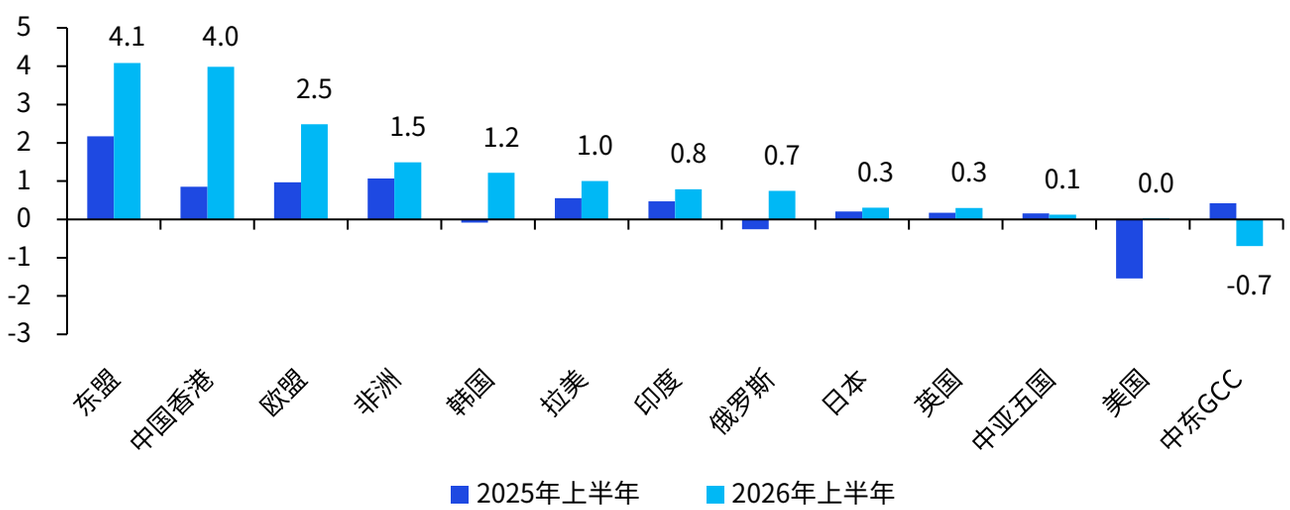
数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，据海关总署最新数据显示，截至2026年上半年，我国已对63个国家实施零关税政策，并对31个自贸协定伙伴进出口增长28.1%，占外贸比重提升至46.5%。上半年出口中，对中国香港出口同比增长48.1%，拉动总出口达4.0个百分点（图38）。中国香港作为重要的转口贸易枢纽，对港出口大涨的核心原因是全球人工智能发展迅猛，对相关电子产品需求强劲，带动香港地区近期出口显著提升。香港贸易发展局统计显示，电子产品占中国香港总出口近7成比重，而半导体价格上升推高了当地出口总值。而伴随中美元首会晤确定了两国关系的新定位、为两国经贸关系提供了稳定预期后，上半年对美出口同比增长0.2%，重回正增长区间，对总出口的影响从2025年同期的拖累1.5个百分点转为0，中美经贸合作在稳定预期下正逐步回升。

© 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。

同时，我国持续维系与东盟地区紧密的贸易关系，2026年上半年对东盟出口同比增长22.9%，拉动总出口达4.1个百分点。据海关总署介绍，上半年我国对东盟进出口中间品占双边贸易总值的三分之二，中国与东盟持续深化产业链价值链的融合互嵌，双边贸易持续扩容。在新兴市场方面，上半年对非洲、拉丁美洲、印度、中亚五国等出口合计拉动总出口3.4个百分点，较2025年同期提高1.1个百分点。而受限于中东地区局势，2026年上半年对中东GCC地区出口拖累总出口0.7个百分点，相较2025年同期下降1.1个百分点。传统贸易伙伴方面，上半年我国对欧盟、韩国、英国、日本等出口合计拉动总出口达4.3个百分点，其中对欧盟出口同比增长达16.8%，拉动出口2.5个百分点。此外，上半年对俄罗斯出口同比增长28.4%，拉动总出口0.7个百分点。

图38 主要经济体对出口同比的拉动，百分点

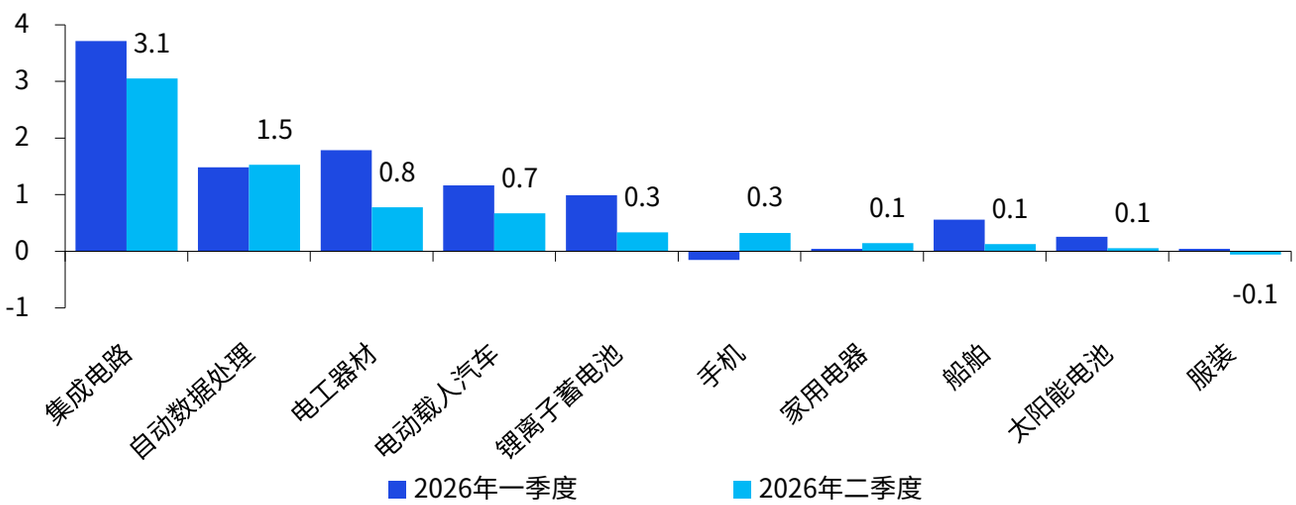


数据来源：Wind，毕马威分析

从出口主要商品来看，机电产品作为出口压舱石延续火热态势，二季度同比增长27.3%，拉动总出口8.7个百分点。二季度人工智能算力产业链贡献突出，集成电路出口同比大增111.3%，拉动出口达3.1个百分点；自动数据处理设备及其零部件出口同比增长55.2%，拉动出口1.5个百分点。传统优势出口产品方面，电工器材同比增长25.7%，拉动出口0.8个百分点。大量高技术含量、高价值的船舶订单完成交付，二季度船舶出口同比增长16.3%，拉动出口0.1个百分点。手机出口在二季度全球出货量同比下降中迎来逆势增长，二季度同比增长27.0%，拉动出口0.3个百分点。全球高温多发背景下“清凉”家电圈粉全球，家电出口同比增长10.5%，拉动出口0.1个百分点。此外，中国“新三样”产品继续扮演着全球绿色转型的重要供给力量，二季度电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池出口同比分别增长71.3%、32.8%和14.5%，合计拉动总出口1.1个百分点。劳动密集型产品方面，服装出口承压回落，二季度小幅拖累0.1个百分点，反映传统轻工品类面临更强的海外竞争压力（图39）。

© 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。

图39 主要类别商品对出口同比的拉动，百分点



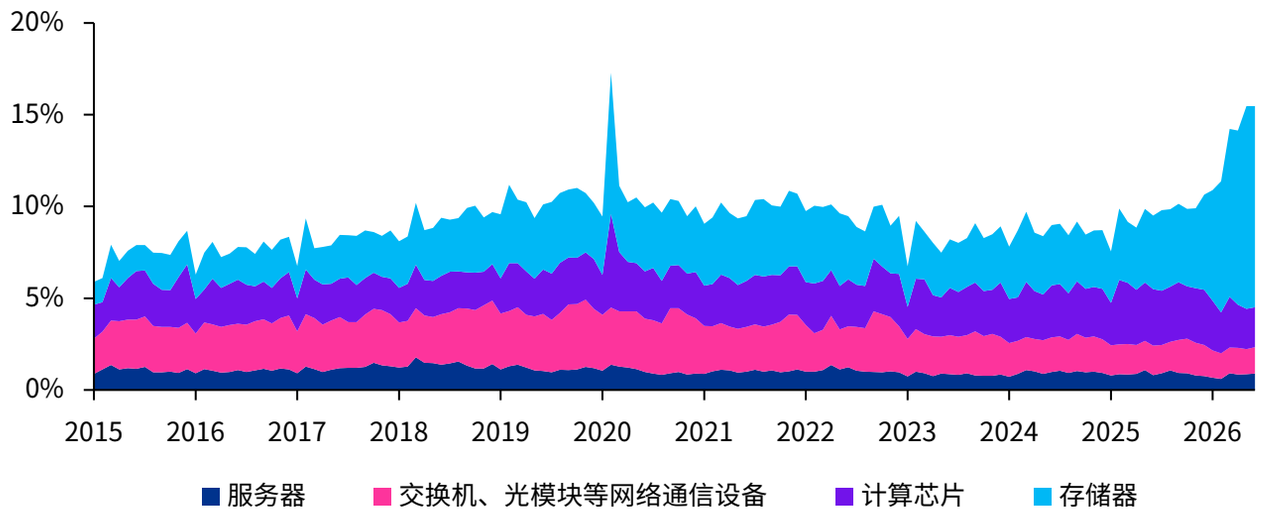
数据来源：Wind，毕马威分析

2026年6月，集成电路出口额达382.6亿美元，成为中国单月第一大出口商品，对整体出口增速的拉动作用显著。其中，人工智能产业链相关产品已成为集成电路乃至机电产品出口增长的核心引擎。从结构上看，计算芯片、存储器、服务器及网络通信设备这四类人工智能核心产品表现最为突出，直接对应人工智能发展中“计算—存储—传输”的关键环节。特别是2026年上半年，我国存储器出口金额达1229.3亿美元，同比激增218.5%，仅6月单月该品类产品占机电产品出口比重达11.0%、占集成电路出口比重74.5%，成为支撑出口高增的绝对主力（图40）。本轮集成电路出口高增主要得益于“量价齐升”的共振效应。在需求侧，全球半导体行业呈现多元化需求扩张格局：一方面，人工智能算力热潮持续升温，数据中心与终端设备建设加速，拉动功率器件、模拟芯片、接口芯片等配套芯片需求；另一方面，全球半导体行业在经历长达两年的去库存后步入新一轮景气上行周期，工业控制、汽车电子、消费电子等传统领域需求同步复苏，形成多轮驱动。在供给侧，根据2025年12月经济合作与发展组织（OECD）发布的《芯片产业全景：全球晶圆制造产能的地理分布》[1]报告，中国大陆、中国台湾地区、韩国、日本和美国占全球在产晶圆产能的87%，且新增产能也高度集中于上述地区。其中，中国在成熟制程芯片领域已形成显著的全球产能优势，功率分立器件、模拟芯片、成熟逻辑芯片（≥20nm）这三类芯片的在产产能均居全球首位，且均有可观的规划新增产能（图41）。这些成熟制程芯片虽非AI算力的核心计算单元，但作为电源管理、信号转换、I/O控制等关键配套组件，广泛服务于数据中心、工业设备、汽车电子等多元场景，顺势承接全球增量需求，直接带动出口数量攀升。在价格侧，随着下游消费电子、工业控制及汽车电子需求的边际改善，渠道商与终端厂商从“去库存”转向“主动补库存”，带动成熟制程芯片的订单能见度显著提升，议价能力逐步修复。同时，全球晶圆代工产能近年来主要向先进制程倾斜，导致成熟制程新增产能释放节奏相对克制，这种全球产能结构的分化在一定程度上支撑了成熟制程产品的价格稳步回升。产品价格的上涨显著推高了出口总额，使半导体行业步入历史上最为强劲的扩张周期。

[1]《The chip landscape: Geographical distribution of wafer fabrication capacity》，经济合作与发展组织（OECD），2025年12月，https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/12/the-chip-landscape_27ef5d87/02dbd028-en.pdf

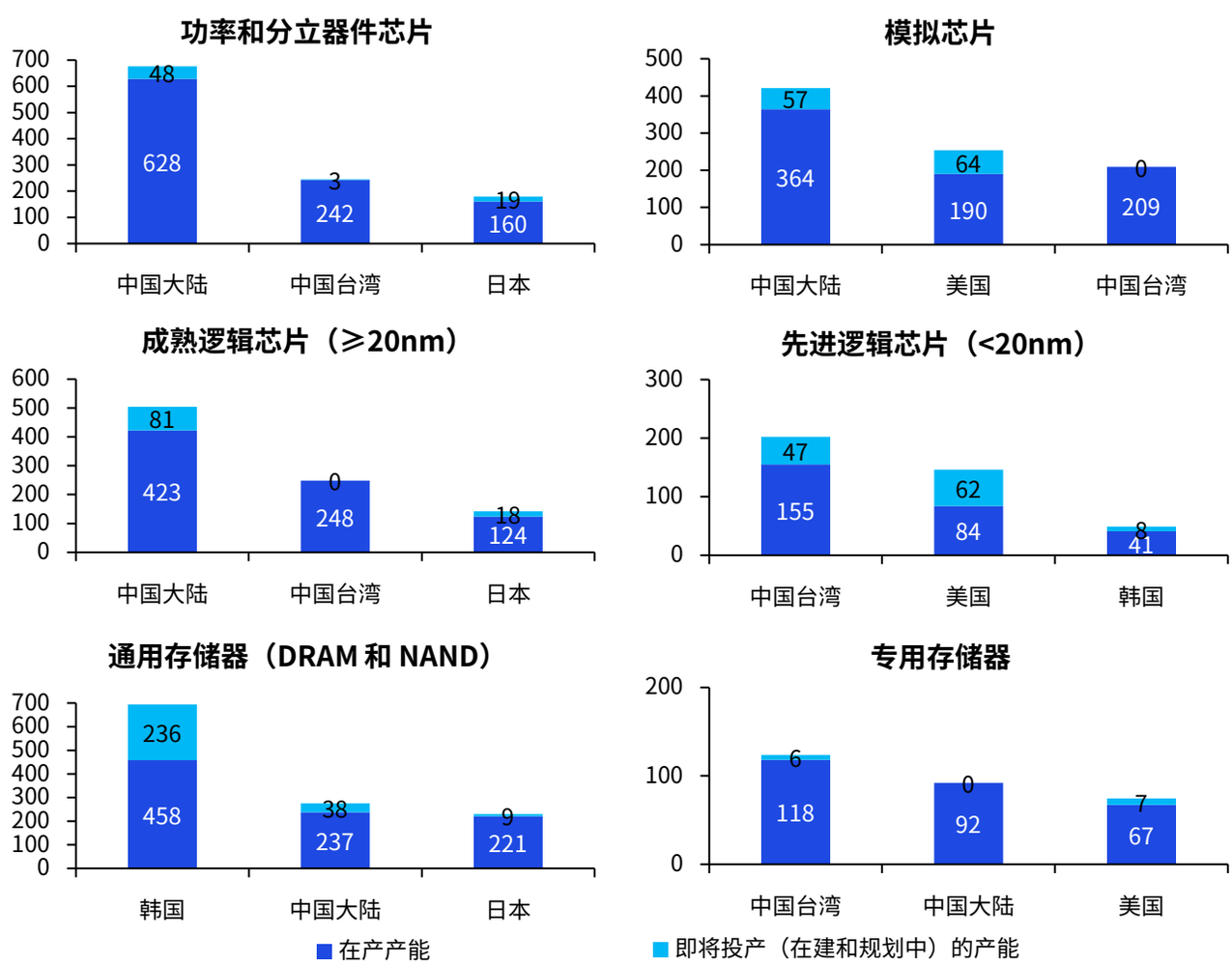
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

图40 AI产业链四大核心产品历年出口规模占机电产品比重，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

图41 不同类型芯片晶圆产能最高的Top3经济体，万片/月



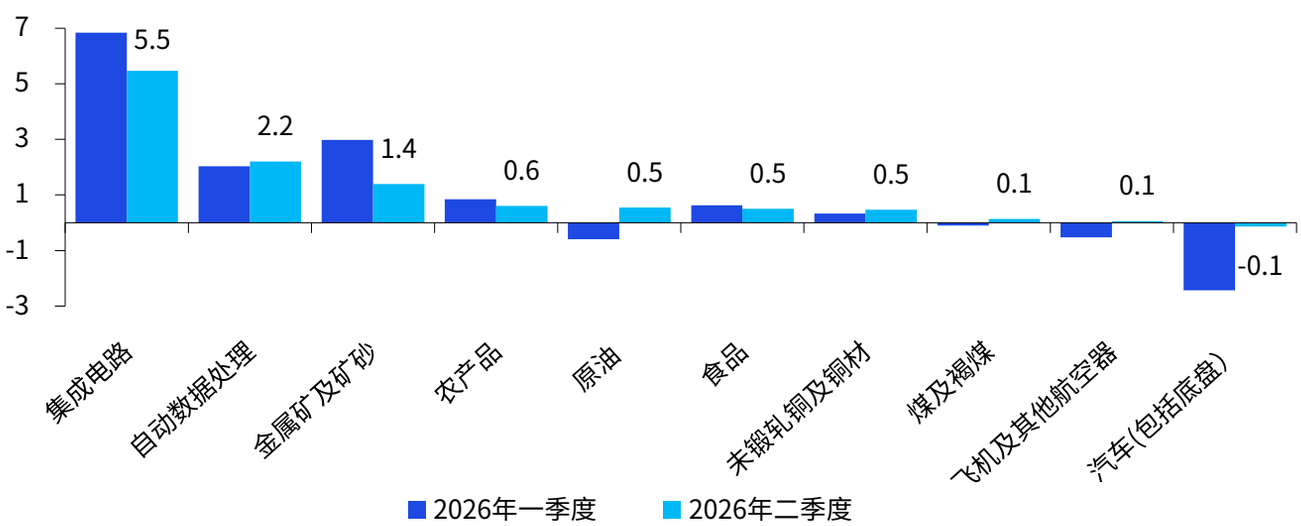
数据来源：经济合作与发展组织（OECD），毕马威分析

© 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。

进口方面，2026年上半年国内算力、高端制造产业链高速扩张，人工智能相关算力设施投产、电子设备、先进制造产能持续爬坡，带动上游芯片、半导体元器件采购量大幅走高，企业主动加大芯片进口备货，二季度集成电路进口同比高增65%，拉动进口5.5个百分点（图42）。与此同时，和集成电路的高增形成算力产业链上下游联动的进口需求共振，自动数据处理设备及其零部件拉动进口2.2个百分点。二季度国际有色金属价格高位运行叠加国内生产小幅补库需求，金属矿及矿砂、未锻轧铜及铜材等原料进口同比分别增长25.5%和43.3%，合计拉动进口1.9个百分点。二季度受国内安全生产检查影响，煤炭行业供给端显著收缩，为填补国内“迎峰度夏”需求，煤及褐煤二季度进口同比增长21.2%，拉动进口0.1个百分点。大宗商品方面，全球通胀压力未减，贸易壁垒、地缘冲突频发，在此背景下二季度我国原油进口仍同比增长9.2%，拉动进口0.5个百分点。农食品方面，伴随居民消费稳步恢复，国内民生消费、饲料加工需求扩张等因素下，二季度农产品进口同比增长13.8%，拉动进口0.6个百分点。在国内民航客运出行需求回暖下，飞机及其他航空器拉动总进口0.1个百分点。而汽车本土产能成熟、国产车型性价比优势突出情况下，二季度汽车进口拖累0.1个百分点。

区别于出口端对四类人工智能核心产品较为均衡的表现，进口端主要集中于存储器和计算芯片两类产品。2026年上半年，我国进口计算芯片和存储器分别达到986.2亿美元、1452.5亿美元，同比分别增长2.81%和209.4%（后者受存储行业涨价因素影响更多），仅6月单月，计算芯片占机电产品出口比重达14.5%，存储器占比达25.4%（图43）。由此可见，我国AI产业链进口需求高度向算力核心器件收敛。该进口特征既对应国内AI产业蓬勃发展催生的上游元器件增量需求，也体现全球高端算力产业链供给高度集中的现状，先进GPU、HBM等关键算力产品的研发与产能供给，目前仍集中于少数经济体与国际龙头企业。

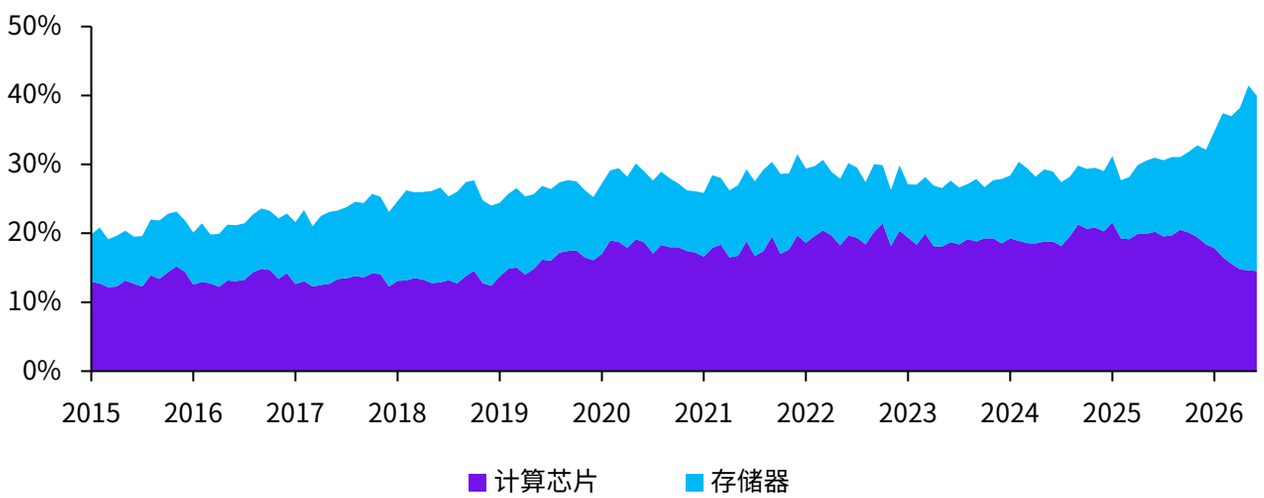
图42 主要类别商品对进口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

© 2026 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。

图43 AI产业链两大核心产品历年进口规模占机电产品比重，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

2026年7月，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》报告，报告对2026年全球经济增长预期从4月的3.1%再度下调0.1个百分点至3.0%。报告指出，当前全球经济受中东地缘供给冲击与人工智能技术红利两股反向力量交织影响。AI商业化落地带动全球科技周期上行，有效对冲能源价格波动的负面影响，深度嵌入全球技术价值链的经济体增长预期普遍上调；与此同时，伴随各国加快能源安全转型、可再生能源普及提速，新能源设备与AI硬件相关技术贸易成为2026-2027年全球贸易核心增长引擎。即便全球整体贸易增速阶段性回落，具备AI、新能源全产业链优势的经济体仍能保持出口韧性。对我国而言，上半年进出口数据印证了该判断，进出口同比增长16.9%，其中“新三样”出口增长51.6%，集成电路出口增长96.1%，AI算力硬件需求爆发成为新的增长点。依托完备上下游产业链深度参与全球技术分工，我国下半年AI算力硬件、新能源产品出口动能将持续释放，有效对冲地缘冲突、贸易割裂带来的下行压力，支撑全年外贸保持稳定表现。多元化市场布局和进口稳步回升共同构筑了我国经济的抗压底盘。从企业运营角度来看，外部环境不确定性依然存在，当期发展需要抓住人工智能发展红利期，深度融入AI发展大局，通过人工智能等新兴技术手段寻求降本增效，以技术先发优势应对地缘与贸易变局。

商务部数据显示，2026年上半年，我国实际使用外资金额为4,021.4亿元人民币，同比下降5.0%，新设立外商投资企业数量3.16万家，同比增长5.3%（图44）。相较于一季度，上半年外资引资规模降幅收窄2.3个百分点，新设外资企业规模持续扩容，延续了外资在华布局回暖的整体态势。企业数量的稳步增长，印证境外资本对华市场的长期布局意愿并未减弱，外资整体发展格局呈现“总量承压、边际改善、预期回暖”的特征。这一走势充分说明，在国内持续扩大对外开放、优化营商环境的多重举措加持下，我国外资市场的负面下行压力持续缓释，超大规模市场、完整产业链配套等核心竞争优势持续稳住外资基本盘，海外资本对中国市场的长期发展预期逐步修复。2026年5月，中国欧盟商会发布《2026年欧洲企业在华商业信心调查》显示，在华欧洲企业信心迎来回暖拐点，盈利预期显著回升，越来越多的欧洲企业抓住在华商业发展机遇。同时中国供应链与创新生态优势凸显，外企加码布局，在华发展势头持续向好。

从行业分布上看，上半年我国服务业实际使用外资2,896.2亿元人民币，占比约72%；高技术产业实际使用外资1,703.3亿元人民币，占比达42.4%，较去年同期占比提升12.2个百分点。上半年外资行业结构优化升级节奏持续提速，服务业外资占比进一步抬升，成为吸纳外资的核心主力，彰显我国服务业对外开放成效持续落地。高技术产业外资占比稳步上行，受益于国内人工智能产业快速发展，丰富的商业化应用场景与广阔的市场环境吸纳跨国企业加大在华创新布局。外资布局重心持续向高端化、智能化领域倾斜，逐步告别传统规模扩张思路，更加看重前沿技术协同与长期价值挖掘。新质生产力加快培育，叠加持续优化的创新生态，持续吸引外资深耕高技术赛道，外资投资结构高端化转型特征愈发鲜明。

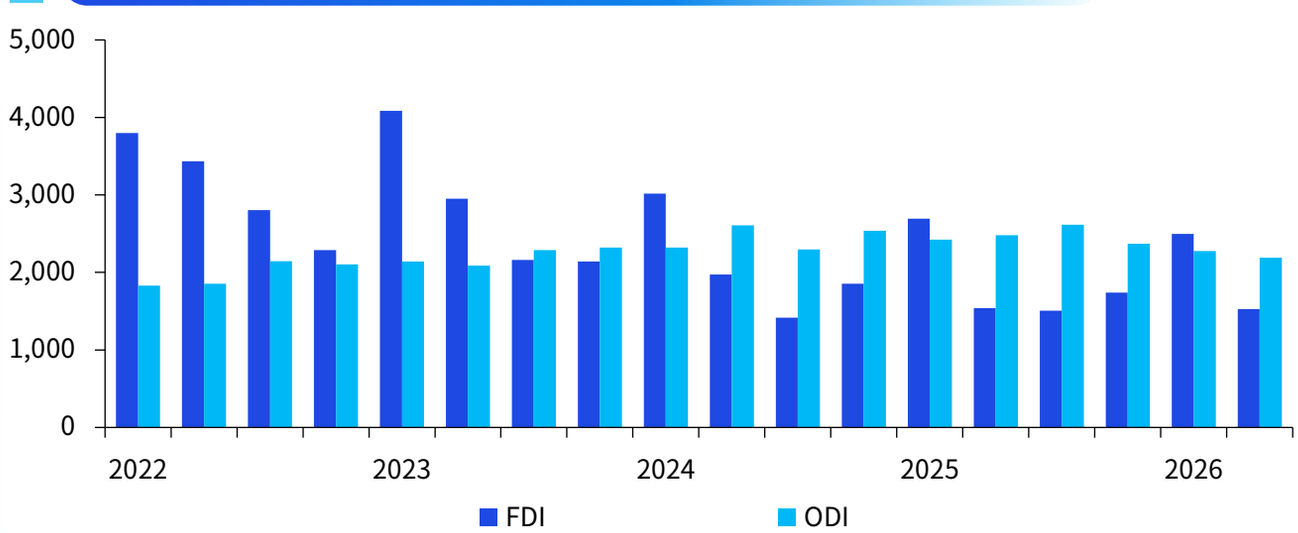
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

2026年上半年，我国全行业对外直接投资5,964.2亿元人民币，同比增长3.8%。我国对全球144个国家和地区的6,867家境外企业开展了非金融类直接投资，累计投资4,530.6亿元人民币，下降12.7%。同时，上半年我国对外承包工程业务完成营业额6,062.6亿元人民币，同比增长8%；新签合同额8,660.6亿元人民币，下降7.2%。上半年全行业对外投资整体保持正向增长，彰显中国企业全球化拓展的强劲韧性。非金融类直接投资阶段性回落、新签工程合同额小幅调整，体现国内企业在复杂多变的国际经贸环境和地缘政治风险下，主动优化海外投资布局、严控项目风险、筛选优质海外资产的理性调整。对外承包工程营业额保持稳健高速增长，充分体现我国在海外工程建设领域的稳固核心竞争力，整体对外经贸合作正式进入重质量、重效益、稳风险的高质量发展阶段。

上半年中国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资1,207.7亿元人民币，同比下降11.1%；承包工程完成营业额5,207.1亿元人民币，同比增长11.8%；新签合同额7,874.8亿元人民币，下降3.4%。上半年共建“一带一路”对外合作结构持续优化，承包工程实现两位数稳健增长，基建互联互通依旧是合作核心压舱石。区域双向投资活力持续释放，光伏新能源、人工智能数据中心等新兴产业项目加速落地。另一方面，共建国家在华新设企业超1万家，同比增长21.6%，充分体现中国与共建国家发挥各自比较优势，在绿色、数字等领域不断拓展更多互利共赢新空间。

商务部指出，围绕利用外资“固稳促优”的目标，相关部门将继续塑造吸引外资新优势，扎实做好扩增量、稳存量、提质量各项工作，重点落实利润再投资税收优惠，破除隐性壁垒，并优化重点外资项目专班服务。从产业趋势看，随着全球AI算力基建与能源转型资本开支周期的延续，中国在半导体、高端电力设备及绿色制造领域的供应链优势将持续吸引实体投资。同时，中西部引资潜力加速释放，生产性服务业向数智化、融合化转型也将成为新的增长点。值得注意的是，未来的投资主线将从单纯的“成本导向”彻底转向“市场导向与技术协同”，建议重点关注AI硬件、绿色技术、高端医疗及现代服务业等领域的机会。

图44 我国实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），亿元人民币，当季值



数据来源：商务部，毕马威分析

© 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。

专栏：《对外投资新规》三大支撑体系赋能企业出海高质量发展

一、统筹发展与安全，构建对外投资“三大支撑体系”

当前全球地缘政治格局加速演变，国际竞争日趋激烈，单边主义和贸易保护主义持续抬头，原有依靠部门规章、规范性文件管理对外投资的模式，已难以适配高水平对外开放的现实需求。在此背景下，2026年6月1日国务院颁发《国务院关于对外投资的新规》（以下简称《新规》）。《新规》立足党的二十届四中全会部署，将长期实践中行之有效的管理、服务、保护举措上升为高位阶行政法规，核心目标是推进高水平对外开放、促进对外投资高质量发展，维护国家主权、安全与发展利益，同时保护境内投资者合法权益。

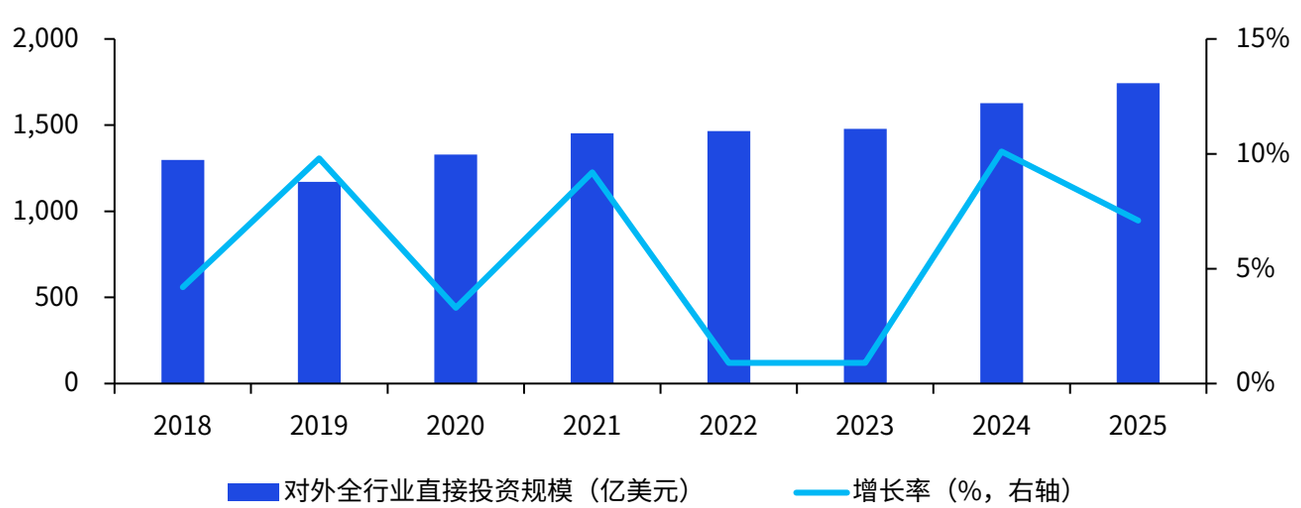
夯实综合服务保障 激活对外投资市场活力

《新规》明确坚持对外开放基本国策，贯彻总体国家安全观，统筹国内国际两个大局，确立“市场化运作、自主决策、自担风险、自负盈亏”的基本原则，从公共服务、专业服务、行业赋能三个维度搭建海外综合服务体系。文件提出，省级以上人民政府及其有关部门提升公共服务能力和水平，为投资者提供法律法规、政策措施、投资指南、知识产权、风险防范应对、权益保护等方面的公共产品和服务；同时鼓励咨询评估、法律服务、会计审计、信用评级、调解仲裁、知识产权等专业服务机构拓展海外服务网络，提高国际化服务能力和水平，为投资者及其对外投资提供高质量专业服务。此外，支持有关行业协会商会应当依照法律、法规和章程，加强行业自律，提升服务投资者及其对外投资的能力和水平，及时反映行业诉求，助力境内投资者深度参与国际合作与竞争。

从市场基本面来看，我国对外投资长期保持稳健增长态势。2025年全行业对外直接投资达1,743.8亿美元，同比增长7.1%（图45）；其中非金融类对外直接投资1,456.6亿美元，同比增长1.3%。境内投资者累计对全球153个国家和地区的11,048家境外企业开展投资布局。截至2025年底，我国境外设立企业数量突破5万家，业务覆盖全球190个国家和地区，对外投资存量连续9年位居全球前三，规模稳居世界前列。庞大的市场体量对系统化、专业化的公共服务提出更高要求，《新规》出台的服务举措，如优化核准备案流程、完善跨境资金划转服务、建立跨部门协同指导机制等，精准匹配了海量境内投资者的现实需求。

同时，《新规》全面拓宽了投资参与主体的边界，打破了以往以企业为绝对主体的投资格局，有效拓展了跨境投资服务生态。针对新增的个人投资者及各类新型组织，市场服务正从单一的资金通道，向提供前置合规咨询、跨境税务筹划、海外资产配置等全链条、定制化服务转型，大幅降低了普通主体出海的门槛。《新规》强调服务与开放并行，通过完善全链条服务体系，充分释放市场主体对外投资的积极性。

图45 2018-2025年我国全行业对外直接投资规模



数据来源：商务部，毕马威分析

© 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。

实施全流程规范监管 守住国家安全底线

面对复杂的国际风险与多元化投资形态，《新规》构建起分类分级、全程管控、穿透监管的现代化对外投资监管体系，补齐过往监管短板，以期实现“放得开、管得住”的平衡发展。

《新规》首先明确监管适用范围，将境内企业、其他组织、居民个人全部纳入监管范畴，同时覆盖直接对外投资、间接对外投资、境外再投资等各类模式，确立“穿透式监管”原则，杜绝通过多层架构、境外壳公司规避合规审查的行为。针对港澳台地区投资，《新规》明确参照本规定执行，实现境内境外投资监管规则统一。

在监管分工与执行层面，国务院投资主管部门、商务主管部门牵头，联合外汇、海关、网信等多部门建立协同监管机制。相关部门结合国内发展规划、境外国别风险、产业导向，动态制定并调整对外投资负面清单，清晰划分鼓励类、限制类、禁止类投资领域，引导投资者理性布局。对于依法需要办理手续的对外投资项目，要求投资者严格履行核准备案、信息报告、跨境资金登记等流程，如实提交材料，配合监督检查，压实投资者合规主体责任。

境外投资安全审查是监管体系的核心环节。《新规》专门健全境外投资安全审查制度，针对影响或可能影响国家安全的对外投资行为，以及境外资产、权益转让、处分等活动开展专项审查，相关单位和个人必须配合审查工作，严格执行审查决定。同时，新增货物、技术、数据出口管控要求，明确对外投资过程中，严禁出口、使用国家禁止出口的货物、技术与数据，未经许可不得开展受限品类跨境流动，将数据安全、技术安全纳入对外投资监管范畴，全方位筑牢国家安全屏障。

相较于以往分散的部门规章，本次《新规》以行政法规形式统一监管标准，整合各领域合规要求，厘清监管边界、压实部门职责，既简化冗余审批环节提升便利度，又通过刚性监管规则防范资本无序流动、国家安全受损等风险，推动对外投资从“规模扩张”向“规范提质”转型。

强化境外权益保护 健全风险防控机制

境外风险多发、维权困难，是长期制约我国对外投资发展的突出痛点。《新规》将风险预警、风险处置、权益救济作为重点内容，构建事前预警、事中应对、事后保护的全周期权益保障体系，扭转以往“重投资、轻保护”的局面。

在事前风险防控上，国务院有关部门加强对外投资监测预警和风险评估，及时发布有关国家（地区）安全状况，提示投资风险，指导和帮助投资者做好风险防范，维护国家海外利益和投资者合法权益。针对部分国家和地区出台歧视性投资限制、不合理贸易壁垒等行为，有关部门可依法采取对等反制措施，维护我国投资者公平竞争的权利。

在事中权益保障层面，国家依法为在其他国家（地区）投资的中国公民、组织及其在该国家（地区）投资的企业、项目所属中国籍员工提供领事保护与协助，维护其正当权益。同时联动金融机构、保险机构，优化境外投资保险、跨境担保、应急融资等产品，帮助企业对冲境外经营风险。

在事后维权救济上，鼓励投资者通过协商、调解、仲裁、诉讼等多种方式化解对外投资有关矛盾纠纷，维护自身合法权益。此外，《新规》要求投资者在境外开展经营活动时，遵守当地法律法规、民俗文化，履行环保、劳动者合法权益等社会责任，实现合规经营、互利共赢，从源头减少境外经营纠纷，塑造中国投资者良好国际形象。

二、对标《新规》，企业对外投资的五大战略调整

随着国家层面对外投资服务、监管、权益保护三大制度体系系统性重塑，我国境外投资的制度环境与运行规则迎来阶段性优化升级，市场主体国际化经营的发展逻辑与行为准则也随之发生深刻调整。以往部分企业依托经验判断、粗放式规模扩张、被动适配监管的出海经营模式，已难以适配制度型开放下的高质量发展要求。立足《新规》确立的全新制度框架，企业应主动顺应政策导向、充分挖掘制度红利，优化经营策略；完善内部治理、补齐自身发展短板，持续培育国际化经营核心竞争力，推动对外投资发展由被动适配政策向主动战略布局、合规稳健经营、价值长效增长稳步转变。

© 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。

重塑投资战略逻辑，从“无差别出海”迈向“清单化精准引导”

对应条款	主要内容	主要目的
第十条 第十一条	• 健全对外投资管理体系，**分类分级实施全过程监管**，提高科学性、安全性。 • 国务院投资主管部门、商务主管部门会同有关部门，**制定、调整和实施对外投资政策，明确鼓励、限制、禁止的对外投资**，加强监管，指导规范投资经营行为。	通过产业导向清单化管理，明确优质赛道与红线禁区，终结无差别出海

《新规》通过产业导向清单化管理，明确了未来对外投资的优质赛道与红线禁区，有利于引导对外投资步入高质量发展的新阶段。企业需同步更新顶层投资战略，改变以往以资产规模、项目数量为核心的考核导向，建立以产业协同、技术增值、价值链提升为核心的投资评价体系。在投资决策端，建立政策对标研判机制，主动向绿色经济、数字产业、高端制造、国际产能合作等国家鼓励领域倾斜资源，依托政策导向实现精准卡位。同时主动压缩低效、套利型、高风险跨境投资，杜绝不符合产业导向的盲目布局，让企业境外投资与国家高水平对外开放战略同频共振，实现投资质量、产业价值、长期收益的三重提升。

重构内部合规治理体系，适配穿透式监管新格局

对应条款	主要内容	主要目的
第二条 第十条 第十一条 第十五条 第十六条	• 投资者包括**境内企业、其他组织、居民个人**；对外投资包括**直接、间接、境外再投资**。 • **分类分级全过程监管+安全审查**，隐含穿透要求（多层架构、壳公司纳入监管）。 • 投资者及境外企业**完善治理结构，建立健全合规经营、内部控制、风险防范制度**。	实现投资主体、投资架构、跨境要素全覆盖穿透式管理，对内部治理合规提硬性要求

相较于以往宽松、分散的监管环境，《新规》实现了投资主体、投资架构、跨境要素的全覆盖穿透式管理，对企业内部治理合规性提出硬性要求，也是企业未来出海的核心门槛。企业需独立搭建适配《新规》要求的境外投资专项合规体系，区别于常规国内经营合规。重点完善多层级投资架构管控、境外再投资闭环管理、个人关联跨境投资自查、核心技术与数据跨境管控四大薄弱环节，建立集团统一的境外投资台账、股权穿透溯源机制、跨境要素审批流程。通过制度化、体系化的内部管控，彻底规避壳公司嵌套、隐性境外投资、违规技术外流等合规隐患，实现所有境外投资活动可溯源、可合规、可监管，筑牢企业国际化经营的制度底线。

优化全球经营布局模式，推动单点投资向产业链集群升级

对应条款	主要内容	主要目的
第四条 第六条	• 国家主动对接国际高标准经贸规则，**推进高质量共建“一带一路”，推动产业链供应链国际合作**。 • 健全海外综合服务体系，**促进贸易投资一体化**，统筹经贸、物流等资源。	鼓励产业链协同出海、高质量集群化布局

结合当前我国对外投资存量大、布局广但协同弱的现状，《新规》鼓励产业链协同出海、高质量集群化布局。企业需改变过往单一项目单打独斗、分散布局的传统模式，主动融入国内国际双循环格局。龙头企业可依托自身技术、渠道、品牌优势，牵头搭建海外产业协作平台，带动上下游配套企业协同出海，形成产业链集聚优势。中小出海企业可主动对接龙头企业海外供应链体系，嵌入成熟境外经贸合作区、海外产业基地，借助集群优势降低单独出海的经营成本、地缘风险与合规压力。通过布局模式升级，提升我国企业在海外市场的产业话语权、供应链稳定性与整体竞争优势。

© 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。

创新跨境资本运作模式，借力政策红利降低出海成本

对应条款	主要内容	主要目的
第六条 第七条 第八条 第十二条	• 健全海外综合服务体系，提供政策、法律、风险、权益保护等公共服务；**支持专业服务机构拓展海外网络**。 • 银行业金融机构为对外投资**提供融资等金融服务**；鼓励政策性保险机构扩大境外投资保险覆盖面。 • 依法办理**核准备案、信息报告、跨境资金登记**，如实提交材料（简化流程、便利化导向）。	优化跨境投资服务体系与资金通关便利化，为跨境融资、资金调度提供政策空间

《新规》大幅优化了跨境投资服务体系与资金通关便利化机制，为企业跨境融资、资金调度、资本运作提供了全新政策空间。企业需理解跨境资金登记、便利化审批、涉外投融资扶持等新政细则，优化自身跨境资金管理模式。合理运用多元化跨境融资工具、涉外担保政策、境外投资财税扶持红利，降低海外项目融资成本与资金周转压力。同时建立跨境资金合规调度机制，在政策框架内提升资金使用效率，实现资本运作的合规性、安全性与效益性统一，以优质资本运营赋能海外项目长效经营。

打造属地化长效经营能力，构建可持续国际化品牌优势

对应条款	主要内容	主要目的
第三条 第五条第二款 第十六条	• 统筹发展和安全，**促进开放合作、互利共赢**。 • 投资者开展对外投资，**遵守法律法规和国际惯例，尊重当地习俗文化，履行社会责任，维护国家形象**。 • 建立健全合规经营、内部控制、突发事件处置制度，**保障员工和资产安全**。	强调互利共赢，要求境外投资合规经营、属地融合协同发展

《新规》强调互利共赢的国际化发展理念，要求境外投资实现合规经营与属地融合协同发展。企业需跳出项目短期盈利思维，建立长期属地化经营体系。在经营管理上深度适配东道国法律体系、环保标准、劳工规则与市场业态，建立本土化管理团队、本土化供应链、本土化服务体系。在对外发展上主动履行社会责任，通过技术赋能、就业带动、公益建设实现与当地社会共生发展，减少国际舆论摩擦与地缘经营阻力。通过长期属地深耕，塑造合规、诚信、优质的中资企业海外形象，为企业持续拓展国际市场、深耕全球产业布局筑牢品牌根基。

三、结语

当前全球投资格局深刻调整，机遇与挑战并存。《国务院关于对外投资的规定》作为对外投资领域重要行政法规，搭建起服务、监管、保护协同发力的制度体系，兼顾开放活力与安全底线，为我国对外投资高质量发展划定清晰路径。随着新规正式施行，各类市场主体将获得更完善的服务保障与合规指引，亦将有利于企业进一步深化国际合作，稳步推进产业链、绿色经济、数字经济等领域协同布局，在推动自身开放型经济提质升级的同时，为全球经济复苏与共同发展注入持久动力。

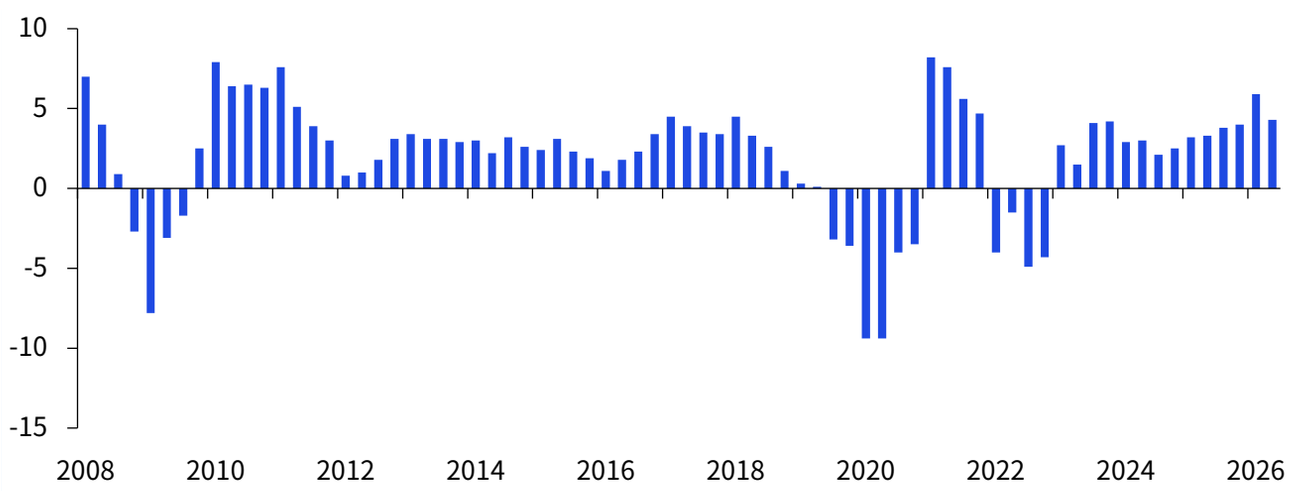
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

中国香港经济延续扩张

2026年二季度中国香港经济延续扩张态势，但增长动能较一季度有所放缓。2026年二季度GDP同比增长4.3%，较一季度的5.9%回落1.6个百分点，整体呈现外需领跑、内需稳固的格局（图46）。外部需求方面，出口继续成为经济增长的主要动力。二季度货物出口同比上升28.8%，较一季度进一步加快5.0个百分点，主要受全球人工智能产业链扩张及电子产品需求保持旺盛推动。随着AI基础设施建设、半导体及相关电子产品需求增加，亚洲区域供应链贸易活动持续活跃，中国香港凭借成熟的转口贸易网络和国际物流体系，在连接中国内地制造能力与海外市场需求方面继续发挥重要作用。服务输出保持稳健扩张，二季度同比上升3.4%，较一季度的3.3%小幅改善，主要受益于访港旅游业持续畅旺以及跨境金融及商业服务需求稳定。二季度访港旅客达1240万人次，同比增长8.7%，旅游相关消费和服务活动继续为经济增长提供支持（图47）。内部需求方面，消费与投资边际放缓，但仍保持扩张。私人消费开支二季度同比上升2.9%，较一季度下降2.0个百分点。消费动能边际走弱，但劳动力市场保持稳定、楼市逐步企稳以及资本市场表现活跃，对消费信心形成一定支撑。政府消费开支二季度同比仅上升0.5%，较一季度的2.8%放缓，对经济增长的拉动作用有限。本地固定资本形成总额二季度同比上升4.6%，较一季度显著放缓13.7个百分点。投资增速回落主要反映一季度部分阶段性推动因素减弱。一季度投资增长较快，主要受机器、设备及知识产权产品开支显著增加、物业交易活跃带来的所有权转移成本上升，以及公共部门建筑活动改善推动。随着上述因素在二季度的边际影响减弱，投资增速有所回归。不过，在全球科技投资周期延续、企业盈利预期改善以及金融市场活动增强的背景下，中国香港私人资本开支仍具一定韧性。

展望2026年下半年，预计中国香港经济将稳健增长，但外部不确定性上升。支撑因素方面：一方面，全球AI周期仍将对人工智能相关产品的出口带来支撑。另一方面，内部需求韧性尚存，劳工市场稳定、资产市场稳中向好，为消费和投资提供基本面支撑。风险因素仍需要重点关注：一是美国货币政策的不确定性；二是中东地缘政治局势反复，加剧国际油价波动；三是主要先进经济体的贸易保护主义措施。

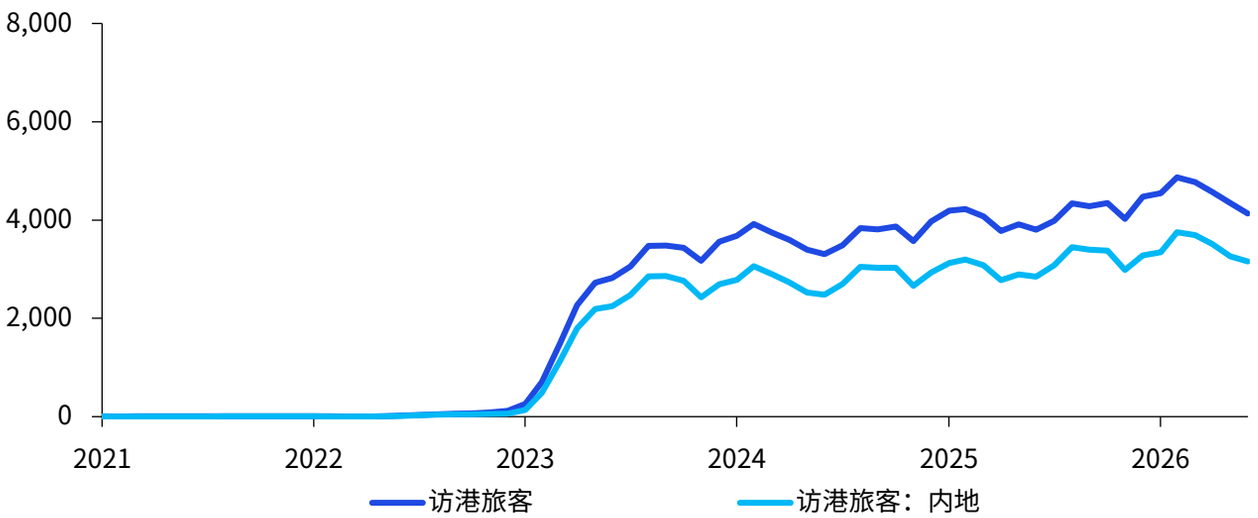
图46 中国香港GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

图47 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

2026年上半年，中国香港劳动力市场总体保持稳定，就业市场结构调整持续推进。二季度，经季节性调整的失业率维持在3.7%，与一季度持平，就业不足率同样持平于1.6%。不过，就业市场已显现一定降温迹象。二季度总就业人数降至364.6万人，较一季度减少约9,600人；同期总失业人数增加3,100人至14.0万人，反映企业招聘意愿有所放缓，就业增长动能仍需进一步巩固。从行业表现来看，继续呈现结构性分化。进出口贸易业和建造业失业率下降，而制造业及货仓与运输辅助活动业失业率上升。其中，贸易服务业就业改善可能与跨境贸易活动保持活跃有关；但物流运输环节受全球供应链调整、行业竞争及运营效率提升等因素影响，就业恢复相对滞后。制造业则继续面临外部需求恢复不均及产业调整带来的就业压力。总体来看，2026年上半年中国香港就业市场仍保持较强韧性，展望下半年，本地经济增长及金融、创科等重点产业发展仍有望为就业市场提供支撑，但随着暑期毕业生陆续进入劳动力市场，短期内就业竞争或有所加剧。同时，外部经济环境及地缘政治等不确定因素仍可能影响企业招聘意愿，就业市场预计将延续总体稳定、结构分化的发展态势。

对外贸易方面，2026年上半年中国香港地区出口呈现强劲扩张态势。在全球人工智能相关电子产品需求旺盛的带动下，二季度出口货值同比增长45.2%至2,390.0亿美元，增速较一季度进一步加快13.9个百分点。分经济体来看，中国香港对中国内地及大部分亚洲市场的出口货值继续保持双位数增长，区域供应链枢纽作用进一步凸显。其中，二季度中国香港对新加坡、中国台湾、越南、泰国、中国内地的出口同比分别大幅增长107.6%、80.7%、63.7%、63.0%和48.8%；输往美国的出口也实现66.7%的强劲增幅，显示中国香港与亚洲主要经济体及北美的贸易联动更加紧密。从主要出口商品来看，技术密集型与高附加值货品成为核心增长引擎。二季度办公室机器和自动资料处理仪器出口同比上升58.9%，电动机械、仪器和用具及零件出口同比上升53.8%，通讯、录音及音响设备和仪器出口同比上升53.1%。值得关注的是，电子产品占中国香港总出口比重已超过七成[2]，其中半导体及电子零部件表现尤为突出，中国香港出口结构向高科技含量、高附加值方向升级的特征愈发鲜明。展望未来，全球对人工智能相关电子产品的蓬勃需求有望继续为中国香港商品贸易表现提供坚实支撑。然而，近期中东地缘政治紧张局势再度升温，国际能源价格波动及对全球供应链的潜在扰动仍需密切关注。

[2]《人工智能起飞带动香港电子产品贸易》，香港贸发局，2026年6月，https://beltandroad.hktdc.com/sc/insights/ai-driven-surge-bolsters-hong-kongs-electronics-trade

© 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。

资本市场方面，中国香港2026年上半年延续高景气格局，受益于中国内地企业赴港融资需求增加、科技创新企业上市加速以及全球投资者配置需求回升，香港地区资本市场吸引力进一步提升。据香港交易所数据，共有87家新上市公司，较去年同期44家增长98%；首次公开招股（IPO）集资金额达2,102亿港元，同比上升92%，位居全球第二，仅次于纳斯达克；总集资金额达3,461亿港元，同比上升22%。这一强劲表现主要由A+H双重上市与硬科技两大主线驱动。A+H和18C（特专科技公司上市机制）IPO募资金额合计占2026年上半年募资总额的72%，构成上半年市场最重要的双引擎。首先，A+H上市热潮成为推动香港地区IPO市场增长的核心动力。上半年共有24宗A+H股上市，已超越2025年全年的19宗，合计募资1,217亿港元，创下同期A+H募资规模新高。其次，18C制度逐渐进入规模化落地阶段，中国香港科技融资功能进一步增强。2026年上半年，共有13家18C特专科技公司成功登陆港股，数量超过了前三年的总和。相比传统IPO模式，18C制度拓宽了科技企业融资渠道，有助于提升香港地区资本市场对创新型企业的吸引力，并推动市场结构由传统行业向科技与新经济领域进一步转型。值得注意的是，国际资本参与度同步提升，资金来源呈现更加多元化趋势。随着中国资产估值吸引力提升以及全球投资者对亚洲资产配置需求回升，海外机构投资者对香港地区市场的关注度有所增强。近年来，除传统欧美资产管理机构外，新加坡等亚洲长期资本也逐步增加对香港地区市场的参与。例如，2026年二季度，部分科技及先进制造领域企业赴港上市过程中，引入了新加坡主权财富基金、国际大型资产管理机构以及全球另类投资机构作为基石投资者，涵盖主权基金、长线基金和国际资管机构等多类投资主体，显示香港地区IPO市场对全球机构资金的吸引力正在增强。

整体来看，香港地区资本市场国际资金结构正由过去以区域投资者为主，逐步向全球机构、多元化资金来源方向演变。展望下半年，香港地区资本市场有望继续保持较高活跃度。一方面，中国内地优质企业赴港上市需求仍然较强。随着中国香港上市制度持续优化，以及A+H上市和18C特专科技上市渠道逐步成熟，预计更多具备产业竞争力的龙头企业和科技创新企业将中国香港作为国际化融资平台。同时，截至2026年6月底，香港地区仍有559家公司处于上市申请流程中，较大的上市储备为下半年IPO市场提供了支撑。另一方面，国际资金配置需求和港股估值修复仍可能为市场提供支撑。中东、亚洲等地区长期资本持续增加对中国资产的配置，也有助于推动香港地区市场投资者结构进一步多元化。

2026年上半年，粤港澳大湾区金融互联互通进入深化阶段，呈现政策便利化提速、资本市场双向联动增强、跨境财富管理稳步扩容、民生金融服务进一步贯通的趋势。其中，二季度成为政策密集落地期，多项跨境金融机制围绕试点扩围、流程优化和业务提效持续推进，推动大湾区金融合作由制度建设逐步迈向规模化应用。一是跨境金融便利化由单点试点向区域复制拓展。二季度，国家外汇管理局广东省分局围绕贸易投资便利化、资本项目管理优化等领域推出多项改革措施。新版《跨境贸易高水平开放实施细则》[3]进一步扩大贸易收支轧差结算范围，优化跨国公司经常项目集中收付流程；外债登记流程简化，提高企业跨境融资效率[4]；南沙、横琴[5]、前海[6]等平台同步推进资本项目结汇便利化试点，进一步提升企业跨境资金运作灵活性。整体来看，大湾区跨境金融开放正由单一区域试点向全省复制推广转变。二是资本市场互联互通持续增强，中国内地与海外投资者双向参与热度显著提升，南向及北向成交规模均创新高。上半年港股通（1,231亿港元）、沪深股通（3,453亿元人民币）平均每日成交金额分别同比上升10.9%和101.6%。此外，2026年7月债券通“南向通”额度提升、投资范围扩大，有望进一步推动离岸人民币债券市场发展。三是民生金融互联互通进一步延伸。“粤澳养老通2.0”和“粤港养老通”相继落地，实现中国澳门及中国香港部分社会保障资金向广东账户跨境发放，推动民生金融由支付便利化向社保服务融合升级。总体来看，2026年上半年，尤其是二季度，大湾区金融互联互通呈现从“机制互通”向“生态融合”发展的趋势。政策便利化、资本市场联动和民生服务融合共同推动大湾区金融体系与中国香港国际金融中心深度连接。未来，随着跨境金融基础设施完善以及资本市场开放推进，大湾区有望进一步发挥连接中国内地与国际市场的双向枢纽作用。

[3] 关于印发《国家外汇管理局广东省分局跨境贸易高水平开放试点实施细则》的通知，国家外汇管理局广东省，2026年5月，https://www.safe.gov.cn/guangdong/2026/0521/3218.html
[4] 关于修订《银行办理非金融企业外债签约（变更）登记业务实施细则》的通知，国家外汇管理局广东省分局，2026年5月，https://www.safe.gov.cn/guangdong/2026/0521/3220.html
[5] 《外汇局广东省分局在南沙、横琴推出两项便利化政策试点》，国家外汇管理局广东省分局，2026年5月，https://www.safe.gov.cn/guangdong/2026/0509/3214.html
[6] 《关于在前海自贸试验区开展资本项目结汇及NRA账户退汇两项便利化政策的通知》，国家外汇管理局广东省分局，2026年4月，https://www.safe.gov.cn/shenzhen/2026/0410/2359.html

© 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。

全球经济增长保持韧性，但分化加剧

国际方面，7月IMF发布最新一期《世界经济展望》。报告指出，在中东冲突持续、能源市场波动加剧以及贸易碎片化风险上升的背景下，全球经济仍面临较大不确定性。但与此同时，人工智能相关技术投资加速及生产率提升预期，为全球增长提供重要支撑，部分抵消了地缘冲突带来的负面影响。IMF预计，2026年全球经济增速为3.0%，较4月预测下降0.1个百分点，低于2024—2025年平均约3.5%的增长水平。整体来看，全球经济正从过去较广泛的周期性复苏转向由技术投资和产业链优势驱动的结构性增长，各经济体表现的差异越来越取决于其在能源市场和技术价值链中的位置。

发达经济体方面，增长表现总体保持稳定，但内部继续分化。IMF预计其2026年增速为1.7%，较4月下调0.1个百分点。其中，美国经济仍具韧性，但欧洲经济则面临更大压力，能源成本上升、制造业竞争力下降以及技术投资不足等因素制约其经济复苏。新兴市场和发展中经济体方面，IMF预计2026年增速为3.8%，较4月基本保持稳定，但增长前景进一步分化。部分能源出口国受益于能源价格上涨，而深度参与亚洲科技产业链的经济体则受益于AI投资周期；相比之下，能源进口依赖较高、财政空间有限以及技术产业参与程度较低的经济体面临更大压力。

通胀方面，全球去通胀进程有所放缓。IMF预计，全球总体通胀率将由2025年的4.1%升至2026年的4.7%，较4月预测提高0.3个百分点，主因能源价格波动、供应链扰动以及AI投资带来的部分成本压力，使通胀下降趋势暂时停滞。不过，若能源市场趋于稳定，全球通胀仍有望逐步回落。

总体来看，2026年全球经济呈现增长韧性仍存，但结构分化加剧的特征。短期内，中东冲突演变、能源价格走势及全球贸易环境仍是影响经济前景的关键变量；中长期来看，贸易碎片化、财政空间收窄以及技术投资回报不确定性仍构成主要风险。但与此同时，AI产业周期为全球经济提供新的增长动力，未来全球增长格局或将进一步向技术优势和产业链竞争力较强的经济体倾斜。

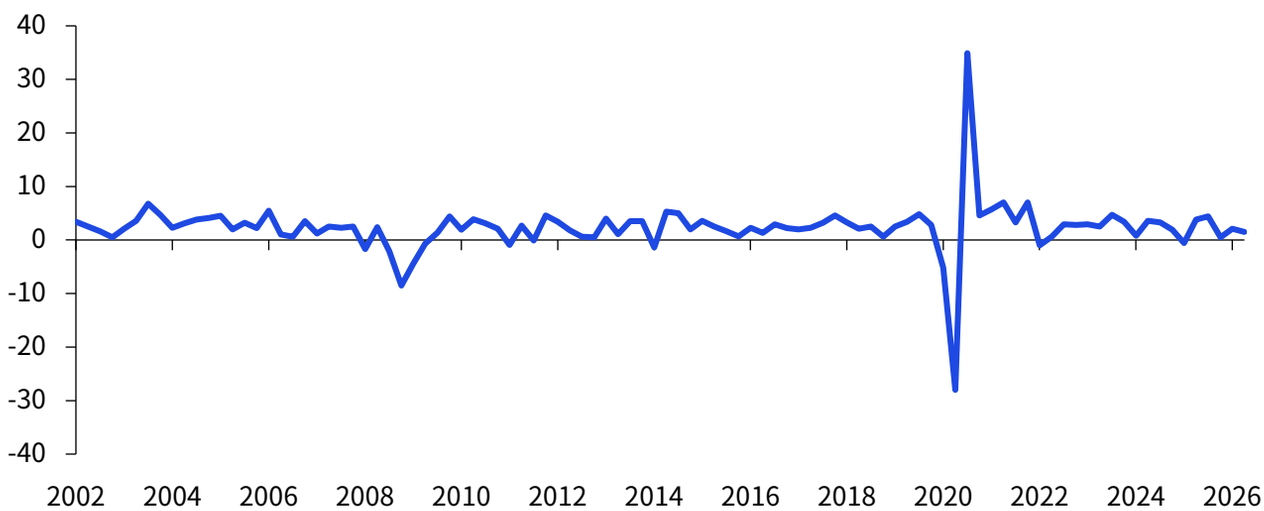


© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

美国

2026年二季度美国实际GDP季调环比折年率为1.5%，由2026年一季度的2.1%下降0.6个百分点（图48）。从结构来看，二季度经济增长主要由消费者支出和私人投资所拉动，但受到进口增加、政府支出下降以及库存调整等因素拖累。其中，个人消费支出对GDP的拉动上升1.75个百分点至2.1%；私人投资对GDP拉动0.5%。然而，政府支出对GDP形成-0.1%的负向拖累。贸易方面，虽然出口保持增长，但进口增速更快，净出口对GDP形成-1.0%的负向拖累。值得注意的是，二季度GDP增速回落并不意味着美国经济内生动能明显减弱，反映私人部门内生需求的私人国内最终销售（Final Sales to Private Domestic Purchasers）环比折年率由一季度的1.7%大幅升至3.9%，创2023年一季度以来最快增速，显示二季度内居民消费和企业投资共同推动私人部门需求改善，美国经济仍保持一定韧性。

图48 美国实际GDP，季调环比折年率，%



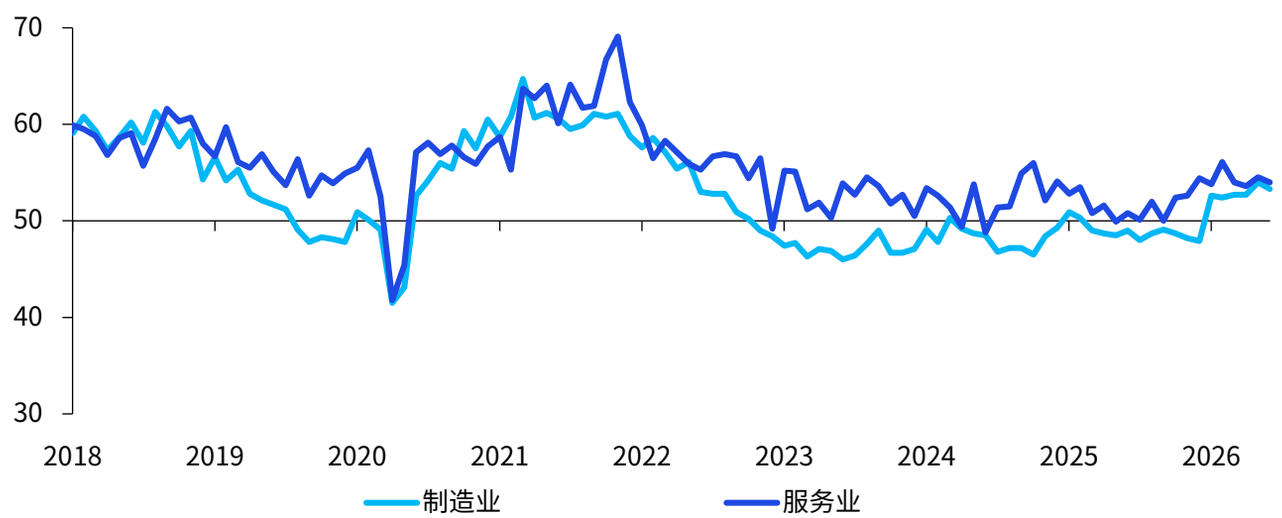
数据来源：Wind，毕马威分析

二季度消费者支出季调环比折年率为3.2%，较一季度的0.5%大幅提升2.7个百分点，是经济增长的主要支撑。从结构来看，本轮消费回升呈现商品消费与服务消费同步改善的特征，但其背后更多受到阶段性因素支撑，持续性仍有待观察。分项来看，商品消费明显回暖，增速较一季度的0.5%上升4.7个百分点至5.2%，耐用品和非耐用品消费均有所改善。其中,汽车及零部件、家具、休闲娱乐用品及车辆等类别对商品消费形成支撑。商品消费改善一方面得益于就业市场保持相对稳定、居民收入继续增长，为消费提供了基础支撑；另一方面，部分商品消费可能受到未来价格上涨预期影响，存在一定提前购买因素。服务消费继续扩张，但增长动力较一季度有所变化。其中，除医疗保健等刚性需求外，餐饮及住宿、文娱休闲、交通运输等可选服务消费的贡献均上升，反映暑期出行、世界杯赛事以及退税等阶段性因素对居民消费的带动。从消费持续性来看，根据美国商务部数据，二季度个人储蓄率下降1.1个百分点至2.8%，处于近年来较低水平，说明部分消费增长来自储蓄释放而非收入持续改善。消费者信心方面，密歇根大学数据显示，2026年7月消费者信心指数升至55.2，随较前值改善，但仍较去年同期低10.5%，且明显低于历史平均水平，反映消费者信心整体仍处于偏弱区间。综合来看，二季度消费支出回升主要受就业市场保持韧性、服务消费旺季以及世界杯等阶段性因素共同带动。在高利率环境持续、能源价格波动及居民储蓄率仍处低位的背景下，消费回暖能否延续仍需进一步观察。

© 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。

二季度美国私人投资季调环比折年率较一季度下降4.9个百分点至3.0%，但整体仍保持增长。从结构来看，企业固定资产投资继续扩张，较一季度提升0.5个百分点至7.0%。其中，设备投资环比折年率达15.2%，连续第二个季度保持两位数增长。信息处理设备投资持续增加，反映人工智能基础设施建设仍处于快速扩张阶段。同时，知识产权投资保持较快增长，软件等数字化相关投入延续扩张趋势，显示企业仍持续加大技术研发和数字化转型投入。此外，6月制造业PMI录得53.3%，连续第六个月扩张，也反映企业对短期经济前景的预期正在改善。住宅投资出现边际修复，增速由负转正至1.5%，对私人投资形成一定支撑，表明房地产投资的下行压力有所缓解。但由于融资成本仍处于高位，房地产市场尚未形成持续复苏动力。相比之下，非住宅建筑投资继续回落，由一季度的-4.7%进一步走扩至-5.0%，显示除人工智能相关领域外，企业在办公楼、商业地产以及传统产能扩张方面仍保持谨慎。综合来看，二季度美国私人投资延续增长态势，但内部结构分化仍然明显。人工智能相关资本开支和数字化投入继续发挥重要支撑作用，而传统固定资产投资恢复相对缓慢。未来，在融资环境尚未明显改善、政策不确定性仍存的背景下，美国私人投资或将继续呈现新经济投资强、传统投资弱的结构性特征（图49）。

图49 美国ISM制造业和服务业PMI



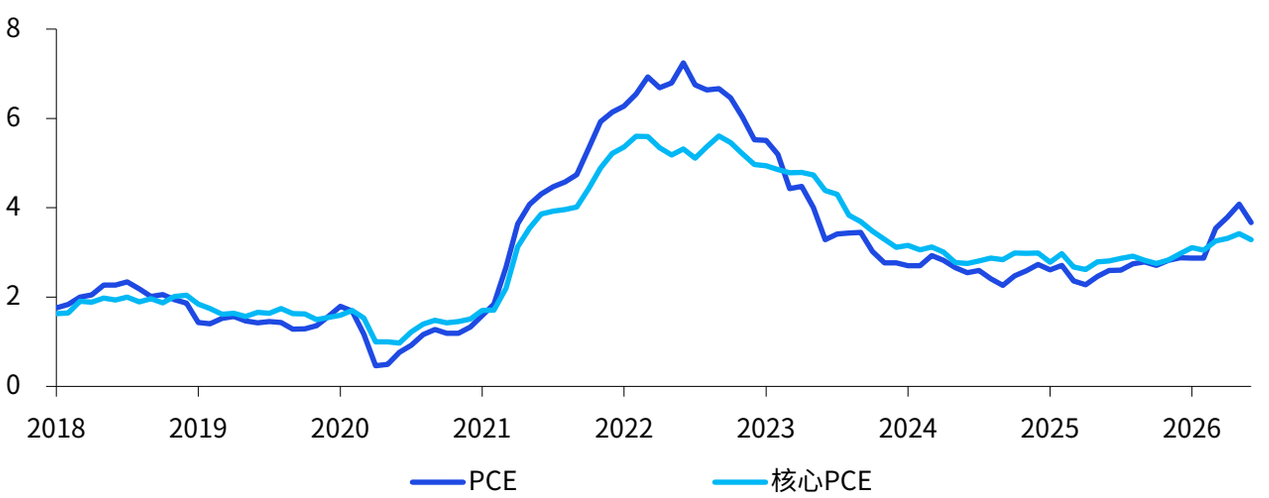
数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，二季度美国价格压力有所缓解，但通胀回落进程仍不稳定。6月PCE同比增长3.7%，较5月下降0.4个百分点，其核心驱动来自能源价格下降（图50）。分项来看，得益于地缘局势暂缓，6月能源价格环比由3.9%大幅下降至-5.7%，其中汽油价格环比下降至-9.7%，较前值显著下降16.7个百分点，成为推动通胀降温的主要因素。核心通胀同步温和回落，剔除食品和能源的核心PCE同比增长3.3%，较5月小幅下行0.1个百分点。核心商品延续弱势，核心服务价格压力继续缓解。从分项看，6月核心商品价格环比下降0.1%，连续第二个月录得负增长。其中，家具及家居用品、服装等商品价格均回落，显示商品领域价格压力有所缓解，前期关税对商品价格的影响并未出现进一步扩散。核心服务方面，价格上涨动能同样有所放缓，但不同分项表现存在差异。住房仍是核心服务通胀的重要支撑，但上涨速度继续下降。与此同时，住房以外的核心服务价格进一步放缓，酒店、机票、医疗服务、汽车保险以及通信服务等价格普遍走弱，显示服务领域价格压力正在缓慢释放。不过，核心通胀仍明显高于美联储2%的目标，住房价格调整仍需要时间，通胀回归目标的过程仍可能较为缓慢。

© 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。

展望未来，“特朗普2.0”政策框架仍可能增加通胀回落的不确定性。从政策影响来看，特朗普政府的关税、移民和财政政策可能通过不同渠道影响未来通胀走势。首先，关税政策可能推升进口商品成本，并通过供应链传导影响企业生产成本和终端价格。其次，移民政策收紧可能限制劳动力供给增长，提高部分行业用工成本，并对服务价格形成支撑。此外，财政与产业政策若继续推动投资和需求扩张，在供给增长有限的情况下，也可能增强中期价格压力。根据密歇根大学调查，2026年7月，消费者对一年期和五年期的通胀预期分别录得4.2%和3.3%，较3月分别上升0.4个百分点和0.1个百分点，显示能源价格波动以及政策不确定性仍在影响消费者的通胀预期。与此同时，市场隐含的长期通胀预期亦有所回升，6月5年期、5年远期通胀预期（5y5y forward inflation expectation）较3月提高0.1个百分点至2.2%，且维持在2%以上水平，显示市场对于长期通胀回归目标仍保持一定谨慎。

图50 美国个人消费支出价格指数（PCE），当月同比，%

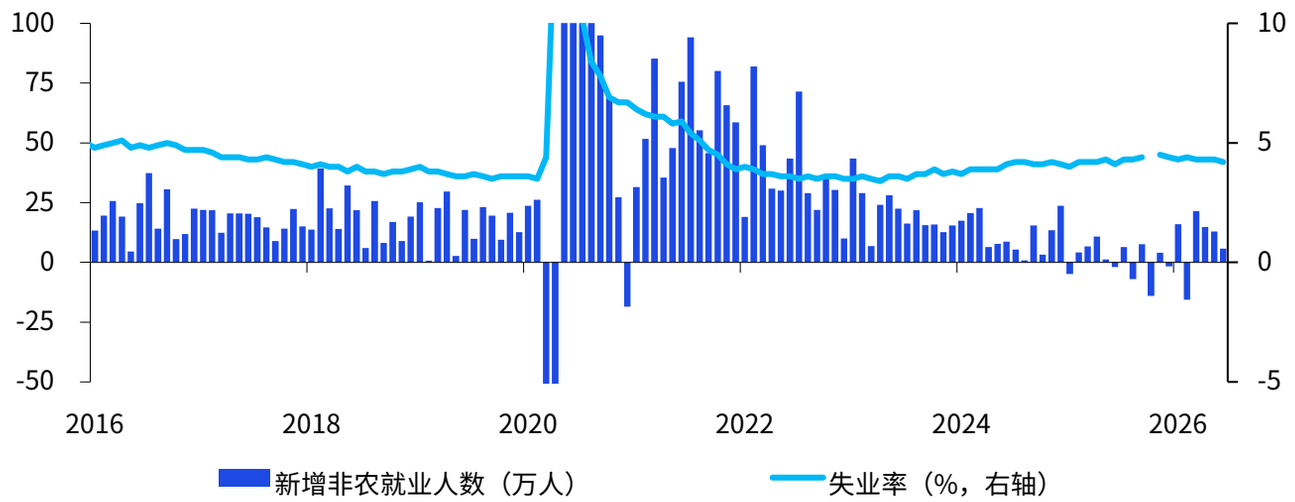


数据来源：Wind，毕马威分析

就业方面，2026年二季度美国劳动力市场增长动能放缓。从月度节奏看，4月、5月新增非农分别下修至14.8万、12.9万，两个月累计下修7.4万人，6月新增非农仅5.7万人，远低于市场预期的11.5万人（图51）。其中，休闲和酒店业6月减少6.1万人，为主要拖累因素，反映世界杯短期提振效应消退后的招聘疲弱，劳动力市场边际降温。失业率方面，6月回落0.1个百分点至4.2%，但劳动参与率环比下降0.3个百分点至61.5%，为近五年来最低水平，这意味着6月失业率的改善并非源自需求端扩张，而是劳动力供给收缩的结果。与此同时，薪资增长仍具有一定粘性。6月平均时薪同比增长3.5%，与前值及市场预期基本一致。尽管新增就业放缓，但工资增速仍高于2%的通胀目标，反映劳动力供给仍偏紧，对薪资形成一定支撑。总体来看，2026年上半年美国劳动力市场维持“低招聘、低裁员”的新常态。

© 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。

图51 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，二季度以来，美联储面临的政策环境有所变化。美国通胀数据显示价格压力进一步缓解，加之美国经济和就业市场保持一定韧性，市场对于美联储政策路径的预期出现调整，关注焦点从此前的何时启动降息，转向是否需要重新收紧政策，甚至年内加息的可能性。在此背景下，美联储内部对于政策路径仍存在分歧。一方面，随着通胀边际回落、就业市场动能放缓，维持高利率过久可能增加经济下行风险；另一方面，偏谨慎的观点则认为，核心通胀仍高于2%的目标水平，经济需求仍具韧性，过早降息可能削弱通胀回落进程，必要时不排除进一步收紧政策的可能。从政策操作来看，美联储当前联邦基金利率目标区间维持在3.50%-3.75%。综合经济增长、就业和通胀环境，当前既缺乏进一步加息的迫切条件，也尚未形成明确降息条件。

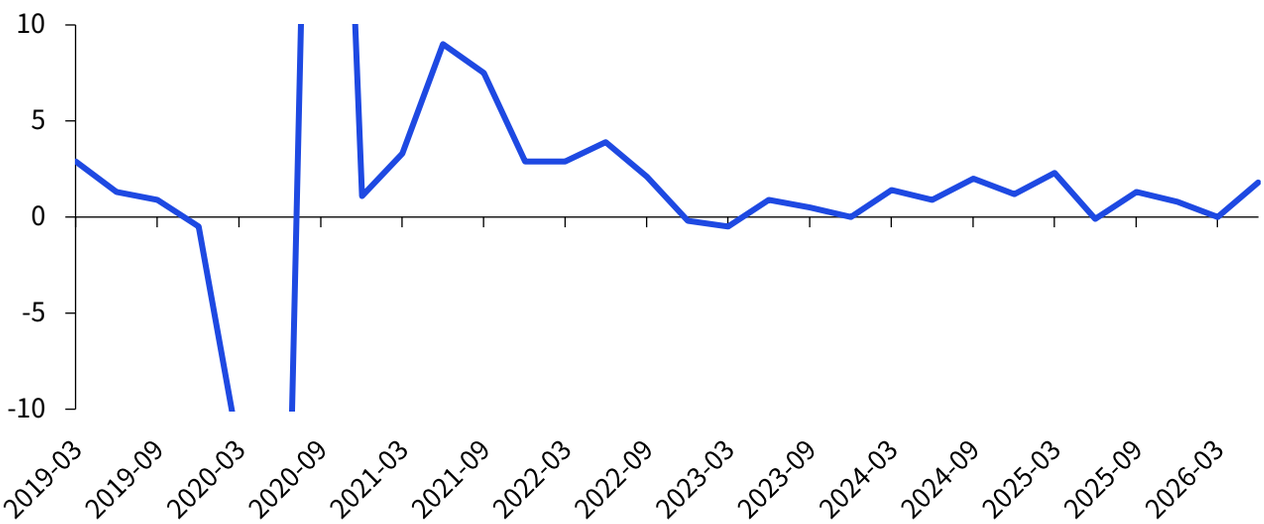
展望未来，美联储政策框架调整进一步增加了未来政策路径的不确定性。新任美联储主席凯文·沃什的政策主张更强调货币纪律、规则化政策框架以及通胀风险管理。具体来看，沃什推动重新审视资产负债表运行机制和流动性管理框架，强调货币政策工具需要适应新的经济环境；同时，其认为人工智能等技术进步可能提升生产率和经济供给能力，改善长期通胀环境，为未来利率调整提供空间。此外，沃什推动成立五个政策工作组，围绕资产负债表政策、通胀框架、生产率与就业、数据体系以及政策沟通等领域展开评估，显示其倾向于提高政策框架的透明度和适应性。未来，美联储可能进一步降低前瞻指引作用，减少通过明确政策路径引导市场预期。同时，沃什强调避免政策过度受到短期数据波动和统计误差影响，关注更长周期的经济趋势。综合来看，在通胀仍高于2%目标、经济增长保持韧性的情况下，我们认为，短期内维持利率稳定可能是更符合基准情景的选择。

© 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。

欧元区

欧元区二季度GDP环比折年率达1.8%，高于一季度的0.0%，为2025年一季度以来最高值，高于市场预期（图52）。虽然中东冲突推升欧元区能源成本，利率价格也较年初回升，但企业AI投资与政府支出需求强劲，有效对冲了高通胀的不利影响，支撑二季度经济逆势回升。需要注意的是，7月中旬以来，中东冲突再度升级，波斯湾和红海运输风险上行，国际油气价格快速回升。若能源价格上行与航运风险延续，此前欧元区经济修复动能或将消退，滞涨压力或在下半年重新显现。

图52 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



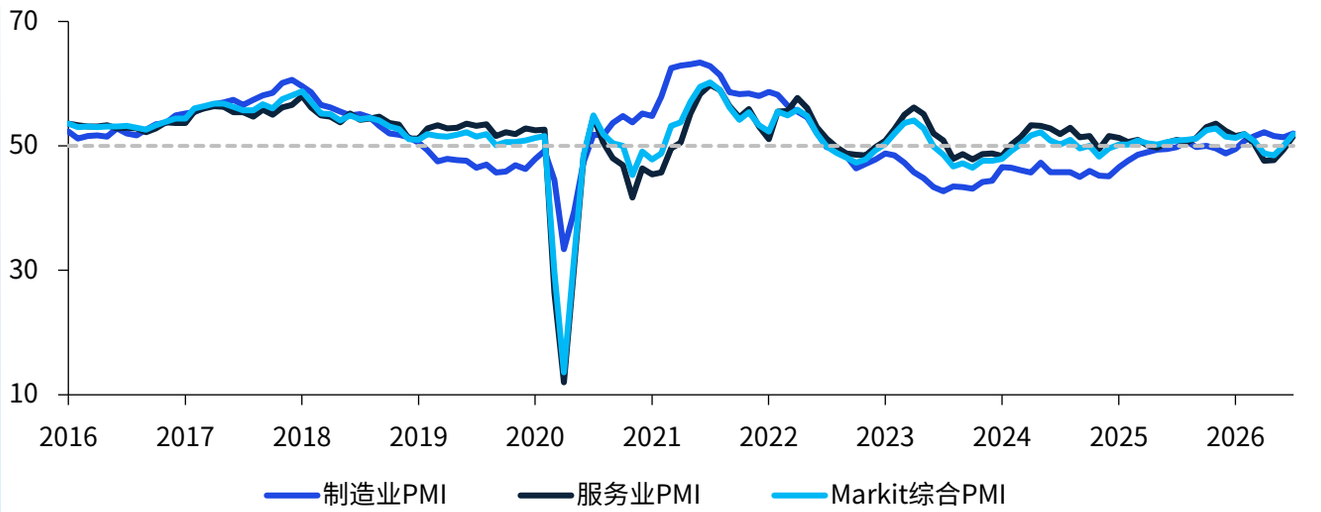
数据来源：Wind，毕马威分析

从景气度指标观察，欧元区7月PMI从6月的50.0荣枯线升至51.9，超出市场预期。本次PMI的回暖广度明显提升，一是制造业与服务业PMI均迎来改善。制造业PMI从51.4升至52.0，创三个月新高，服务业PMI从49.4回升至51.6，创五个月新高。二是供给与需求同步回升，以制造业为例，其产出指数从51.7升至53.0，为2022年3月以来新高。而新订单指数五个月来首次回到扩张区间，显示本期生产由真实新增需求驱动，而非消化存量订单或满足囤货需求。

成本压力的减轻是7月PMI改善的主要原因，7月原材料购进价格与产出价格指数均较前值降低，显示能源和大宗商品相关的成本冲击正逐步消退，企业向终端需求转嫁成本的力度也在减弱。需要注意的是，7月PMI数据显示三季度初欧元区经济表现稳健，但当前中东局势不确定性回归，本轮国际油价的反弹对欧元区通胀影响也将在后续月份显现，经济运行仍存下行风险（图53）。

© 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。

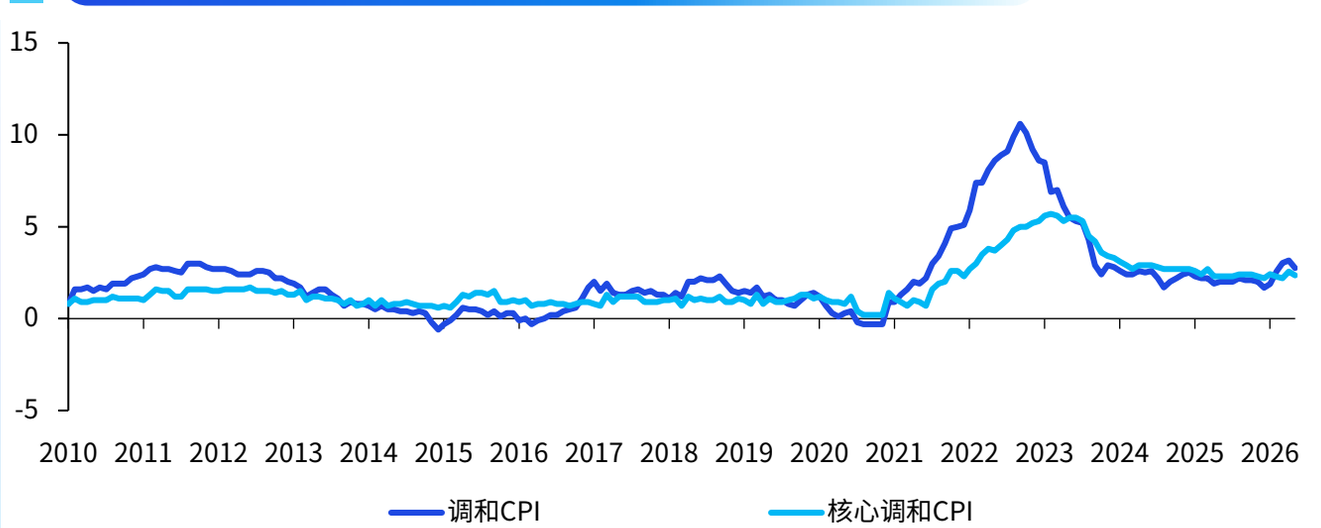
图53 欧元区采购经理指数（PMI）



数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，二季度欧元区通胀先升后降，欧央行与市场担忧的二次通胀并未出现。欧元区6月CPI同比上涨2.8%，较5月的3.2%明显回落，低于市场预期。其中能源价格高位回落，同比由10.8%降至8.5%。剔除能源与食品的核心通胀同比则由2.6%降至2.4%，同样低于市场预期。6月工业品价格与服务价格同步回落，其中非能源工业品价格同比由0.9%降至0.7%，居民商品消费需求仍然偏弱。服务价格则由3.5%降至3.2%，显示初始的能源价格上涨尚未通过“工资—价格”螺旋进一步扩散。后续欧元区通胀压力仍存，一是近期油价再度上行，航运担忧升温，若能源等供应中断加剧，通胀压力将重新抬头。二是将于今年秋季进行的工资谈判可能推动薪资上行，形成“工资—通胀”螺旋，加大二次通胀出现可能性（图54）。

图54 欧元区调和CPI与核心调和CPI，同比，%



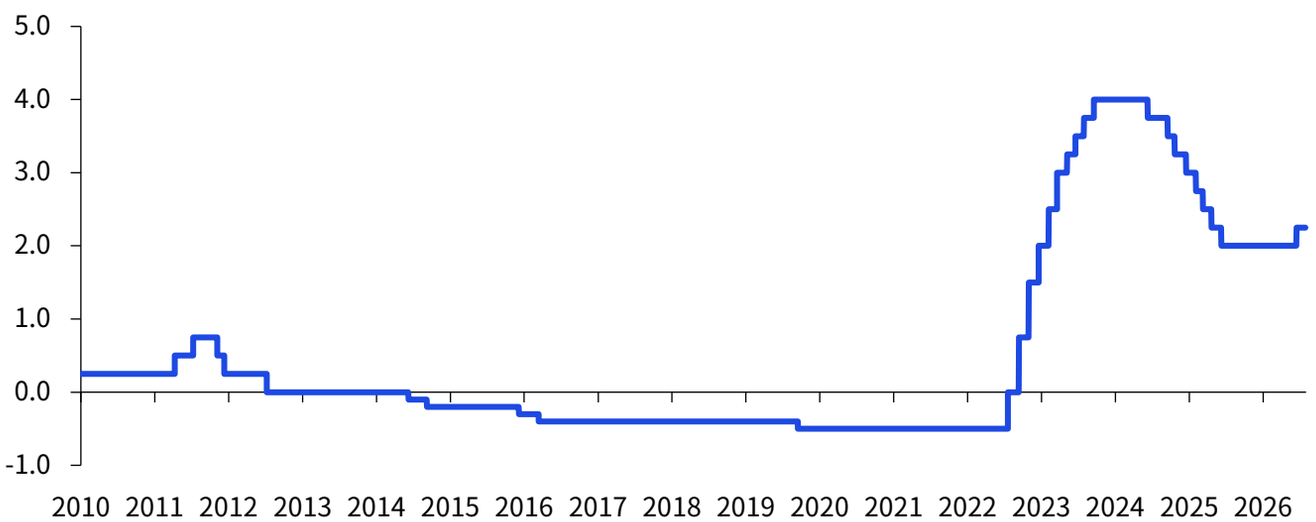
数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

货币政策方面，为应对输入性通胀压力，欧洲央行6月宣布将存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率同步上调25个基点，分别至2.25%、2.40%和2.65%（图55），这是自2023年9月以来时隔近三年的首次加息。

而伴随二季度经济增长修复，季末通胀压力缓解，7月欧央行选择暂停加息。欧洲央行行长拉加德在随后的新闻发布会上表示，会议决议虽全票通过，但部分委员于会上主张本次会议加息。另外，委员会在9月会议前将重点关注后续通胀、PMI、第二季度人均薪酬、消费者通胀预期等数据。我们理解，本次欧央行暂停加息是一次技术性暂停，旨在为数据验证与地缘风险之间争取观察窗口，下半年加息窗口仍然开放。与此同时，当前中东局势升温，地缘缓和前景不明，能源供给可能超出此前预期，欧央行9月恢复加息概率较高。

图55 欧元区存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析



© 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。

资本市场



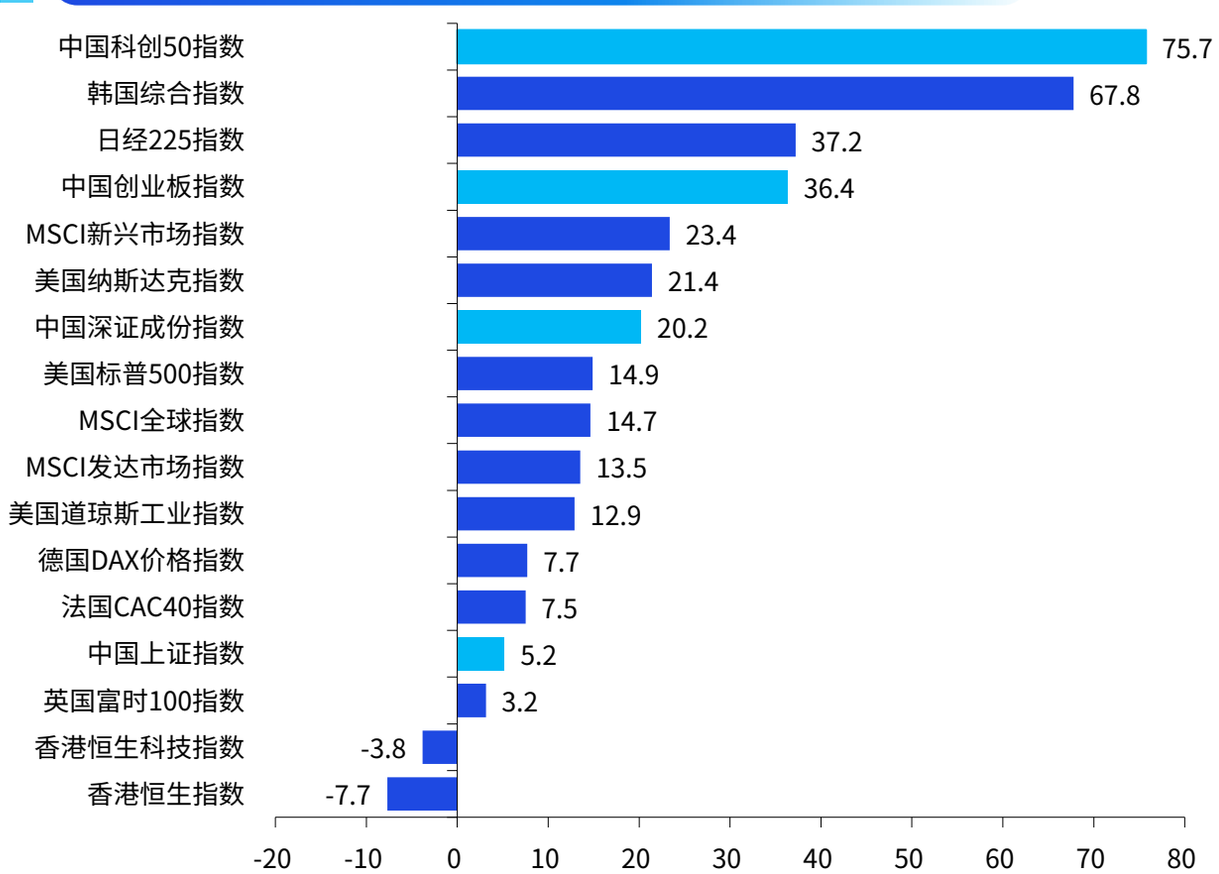
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

全球AI科技浪潮共振，A股从分化走向再平衡

2026年二季度，全球股市以AI科技为主线展开了一轮强劲反弹（图56）。这一行情的重要催化剂来自4月下旬密集披露的头部科技企业一季度财报。多家北美云厂商和半导体巨头的财报显示，AI相关业务收入增速超出市场预期，同时显著上调了全年资本开支指引。财报数据证实了AI基础设施投资并非概念炒作，而是正在转化为真金白银的订单和营收，从而打消了市场对AI投资可持续性的疑虑，为二季度全球科技股的上行提供了基本面层面的强劲支撑。MSCI全球指数单季上涨14.7%。美国纳斯达克与费城半导体指数大幅走高，后者单季涨幅创下87.8%的历史新高。

以半导体出口为支柱的亚太市场表现尤为亮眼。韩国上半年半导体出口总额达到1,924亿美元，已超过2025年全年1,734亿美元的水平，半导体产业在韩国经济与股市中的支柱地位进一步强化，直接驱动韩国股市以67.8%涨幅持续领跑全球。A股市场运行逻辑与全球共振，国内TMT产业链迎来需求传导的景气验证，资金快速向算力、光通信、半导体设备等方向集中。A股指数层面因此出现罕见的极端分化：科创50指数因高度集中于半导体与AI算力硬件，二季度暴涨75.7%，创下科创板开板以来的最大单季涨幅纪录，创业板指数涨幅也高达36.4%，而同期上证指数仅上涨5.2%。

图56 2026年二季度全球主要股市指数涨幅，%



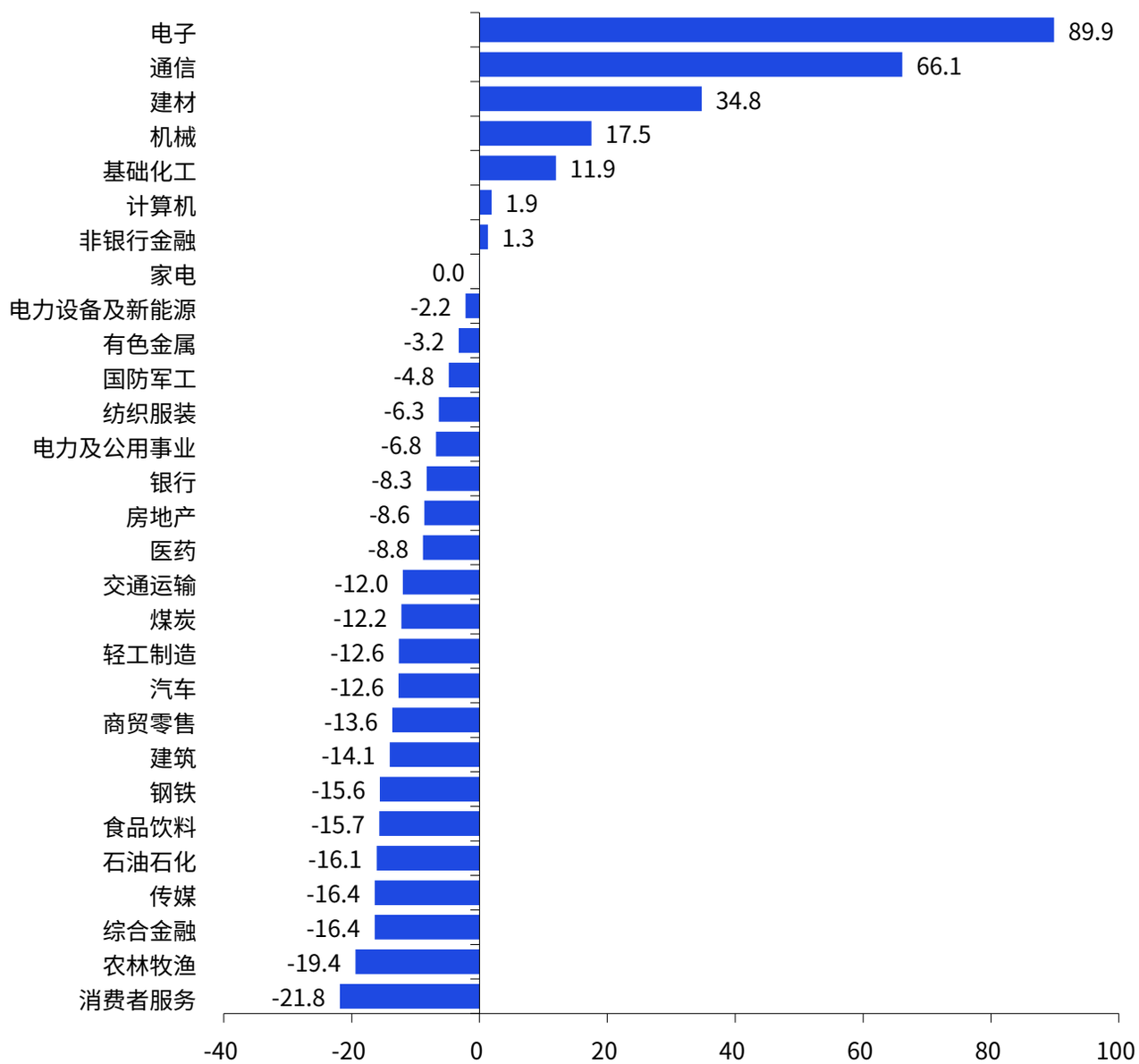
数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

从A股行业指数来看，电子和通信行业二季度涨幅分别达89.9%和66.1%，与全球AI硬件行情共振（图57）。电子行业内部，半导体设备、存储芯片、光模块等细分赛道涨幅居前，直接受益于全球AI算力投资的爆发式增长。通信行业则受光通信、服务器互联等AI基础设施需求拉动，板块内龙头公司业绩持续超预期。值得注意的是，建材行业指数二季度大幅上涨34.8%，更多受益于AI算力、风电及新能源汽车轻量化需求爆发带动的高端玻纤量价齐升，而并非传统地产需求改善。

此外，计算机行业表现显著弱于电子和通信，二季度仅小幅上涨1.9%，反映出当前AI投资周期中“硬件先行、应用随后”的产业节奏。资本开支首先转化为芯片、存储、设备等硬件订单，软件和应用的业绩兑现则需要更长的传导周期。相比之下，内需相关行业持续承压。消费者服务行业二季度加速下跌，跌幅达-21.8%，反映了终端需求修复迟滞。当前居民消费信心和意愿仍处于低位，社零增速低位运行，消费类企业的盈利预期持续下修。

图57 2026年二季度A股中信行业指数涨跌幅，%



数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

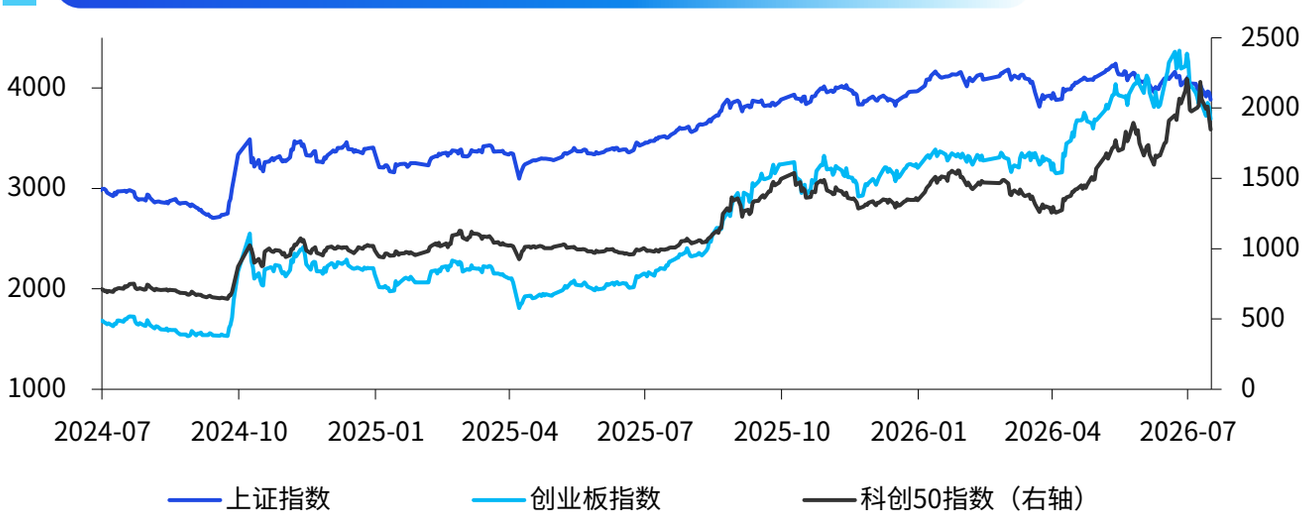
一级市场方面，二季度A股IPO延续活跃态势。新增上市企业41家，较去年同期增加17家；首发募资规模达到446.9亿元，同比增长114.1%。其中，科创板与创业板合计新增上市企业12家，去年同期为10家；首发募集资金180.4亿元，同比增长153.4%，硬科技企业的募资优势持续凸显。

资金与流动性方面，二季度A股总成交额达173.0万亿元，环比增长19.7%，同比增长128.4%；日均成交额约2.9万亿元，环比增长11.7%，同比增长128.4%。截至6月末，融资融券余额约3.0万亿元，较3月末增长15.8%，同比增长63.2%。北向资金方面，二季度净流入2,193亿元，创陆股通开通以来单季历史新高；总持仓市值从3月末的2.58万亿元大幅抬升至6月末的3.13万亿元，首次突破3万亿元。行业层面，北向资金持股电子行业市值环比大增4,053亿元，增幅高达107%，算力芯片、存储、半导体设备细分增长居前。紧随其后的通信、电力设备、机械设备分别持仓市值增长735亿元、690亿元、469亿元。资金的大量涌入既反映了全球资本对中国科技产业的配置意愿上升，也在一定程度上加剧了板块间的极致分化。

展望下半年，7月以来全球权益市场形势急转直下。7月初美股半导体板块重挫，随后调整迅速蔓延至亚洲产业链上游市场，韩国市场半个月内两次单日暴跌并触发熔断。截至7月20日，费城半导体指数较6月末下跌17.6%，韩国综指下跌23.1%。全球科技股调整也通过风险偏好和情绪渠道迅速传导至A股，截至7月20日，科创50、创业板指数分别较6月末回撤18.9%和17.7%；上证指数从6月末的4094.4下降7.3%至3796.3（图58）。

这轮全球科技股同步调整的根源在于三重因素的叠加，导致此前积累的交易拥挤和杠杆风险集中释放。宏观层面，能源供给冲击与AI投资过热共同驱动的通胀上行压力，使得全球主要央行货币政策预期同步收紧，市场对美联储加息预期升温，对高估值科技成长股的估值形成系统性压制。产业层面，部分头部科技企业计划将富余算力对外出售，打破了此前市场对算力稀缺性的共识，引发市场对AI基础设施投资回报周期的重新审视：如果算力供给超出下游吸收能力，上游硬件环节的定价权和盈利预期将面临重估。交易层面，上半年全球AI相关板块交易拥挤度普遍触及历史极值，估值大幅透支远期业绩预期，大量持仓盘高度集中且积累了较多浮盈积累，这种市场结构的脆弱性导致一旦出现负面信息催化，就极易引发集中抛售。

图58 A股主要指数走势，点



数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

往后看，A股市场的急跌阶段大概率已经过去，但震荡筑底与结构再平衡仍需时日。首先，本轮下跌并非产业趋势的逆转。全球AI产业仍处于快速发展的早期阶段，算力需求的长期增长逻辑并未发生根本性改变。此次调整更多是前期过度上涨后的持仓出清和估值回归，属于上涨过程中的正常修正，而非产业周期的结束。其次，AI科技领域的基本面支撑依然较强。随着中报即将陆续披露，业绩的兑现能力将成为后续市场定价的核心锚点，预计内部分化或将明显加剧。具备真实订单支撑、技术壁垒深厚、盈利持续兑现的龙头企业有望在波动中重获定价权，而缺乏基本面支撑的题材品种则可能面临持续调整压力。

此外，部分顺周期性行业经过前期的深度回调，估值已处于历史低位，如房地产、钢铁、传统建材等地产链，汽车、家电等下游可选消费，以及非银金融等领域。若下半年经济内生复苏动能有所增强，需求改善带动企业盈利预期上修，上述板块有望迎来阶段性估值修复；其中，兼具低估值与高股息特征的顺周期龙头标的，将同时受益于盈利改善与资金风格切换，有望迎来估值与流动性的双重提振。与此同时，必选消费、交通运输、公用事业等防御性高股息资产，具备一定的“类债券”配置价值，可能受到长线配置资金的青睐。总体而言，硬件与软件之间、科技与周期之间的再平衡，将成为下半年市场运行的重要特征。需要强调的是，这种再平衡更多体现为K型分化缺口的边际收敛，中期来看科技预计仍将是核心主线。



© 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。

结构性资产荒对冲供给压力，债券收益率震荡下行

2026年二季度，债券市场规模延续扩张势头。利率债方面，在一季度财政政策靠前发力后，二季度利率债供给压力整体可控。其中，地方政府债发行节奏有所放缓，二季度发行规模为2.8万亿元，环比一季度下降11.0%；净融资额为1.5万亿元，环比下降15.3%，同比下降37.9%。相比之下，国债发行节奏边际加快，二季度发行规模为4.1万亿元，环比增长14.2%，净融资额为1.6万亿元，环比增长38.9%；不过，发行规模和净融资额相比2025年同期分别下降9.8%和18.2%。

信用债方面，公司类信用债[7]发行规模达4.0万亿元，同比增长3.3%，净融资额达1.0万亿元，同比增长100.3%。其中产业债是主要增量来源，而城投债在化解存量债务、严控新增隐性债务的政策导向下，发行规模维持低位、为6,457.3亿元，同比下降19.6%，净融资额为-1,544.3亿元，连续11个季度为负。融资结构从城投向产业迁移的趋势进一步确认。此外，金融类信用债[8]发行规模为13.2万亿元，同比增长2.7%，净融资额为9,852.4亿元，同比下降16.3%。

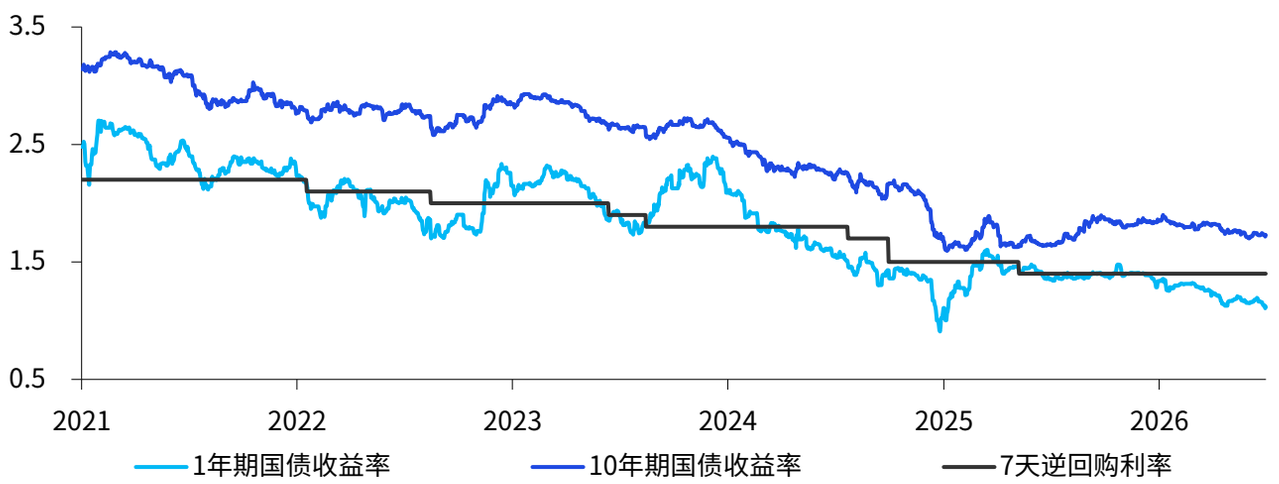
债券市场的配置需求同样旺盛。在存款利率持续下行和居民存款搬家的环境下，银行理财、保险资金等主流机构面临大量到期资金的再投资压力。当前实体经济融资需求偏弱，传统制造业和房地产领域加杠杆意愿不足，而新经济领域虽然景气度高，但现阶段对信用债供给的贡献仍有限，共同导致高收益信用资产供给萎缩，从而使得“资产荒”格局在二季度进一步深化。

二季度，在输入性通胀压力温和可控、流动性保持充裕及内需弱修复延续的宏观环境下，债券收益率曲线整体下移。截至6月末，1年期国债收益率收于1.12%，较3月末下行10个基点；10年期国债收益率收于1.73%，较3月末下行8个基点（图59）。10年期与1年期国债收益率差为61个基点，与3月末的59个基点基本持平，二季度曲线形态整体稳定（图60）。回顾整个上半年，国债收益率曲线陡峭化趋势不改：短端利率受资金面持续宽松驱动下行更为明显，二季度DR001均值为1.30%，较一季度均值进一步走低近3个基点，直接驱动1年期国债收益率上半年累计下行22个基点。而长端利率在特别国债供给压力与输入性通胀不确定性的制约下，下行幅度相对有限，10年期国债收益率上半年累计下行12个基点；不过，由于二季度基本面超预期走弱，长端利率下行有所加快。

[7] 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
[8] 金融类信用债=金融机构债券+同业存单+资产支持证券

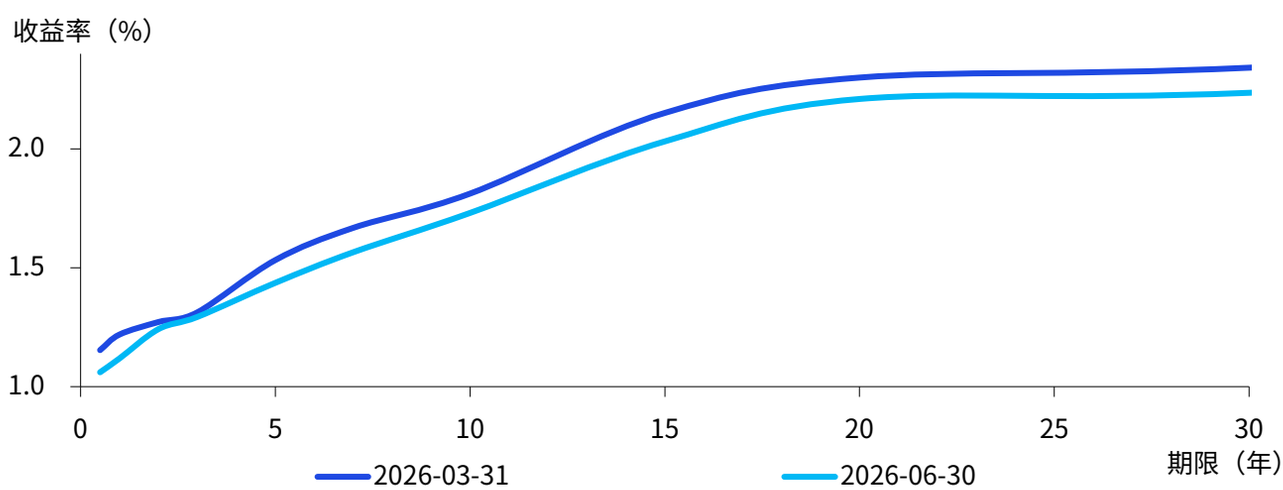
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

图59 国债收益率和政策利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图60 国债收益率曲线，%



数据来源：Wind，毕马威分析

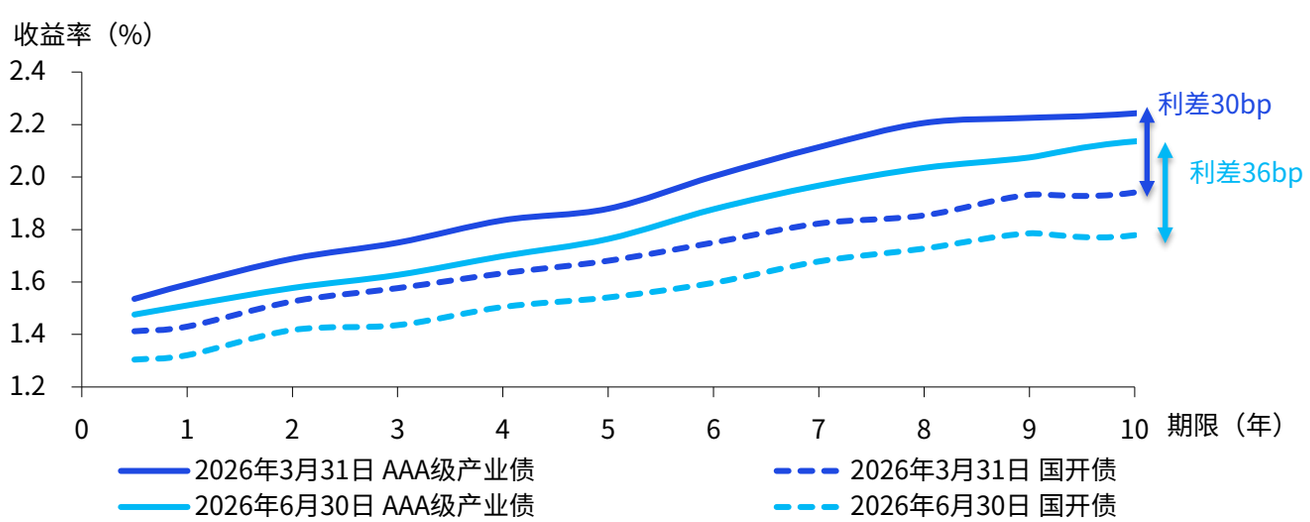
© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所— 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

二季度信用债收益率跟随国债同步下行。截至6月末，10年期AAA级产业债收益率为2.14%，较3月末下行约11个基点；但信用利差（AAA级产业债与国开债收益率之差）从3月末的30个基点小幅走阔至6月末的36个基点（图61）。需要强调的是，信用利差的走阔并非源于信用基本面的恶化，而是多重结构性因素交织的结果，且当前36个基点的信用利差仍处于历史偏低水平。

首先，虽然二季度地方政府债发行节奏放缓，但超长期特别国债与关键期限国债集中发行，供给压力对国债收益率（尤其是长端）下行空间形成一定制约。而国开债供给相对平稳，凭借更高的流动性和更强的交易属性，在“资产荒”延续导致理财、债基等机构主动抢筹利率债的背景下，收益率下行更为充分。截至6月末，10年期国开债收益率为1.78%，较3月末下行约16个基点。

其次，二季度经济K型分化进一步深化，产业盈利改善仅集中于少数上游与科技、新能源等高景气领域，而中下游和传统周期性行业盈利修复持续偏缓。投资者对AAA级信用债内部的结构性分化开始重新定价——科技相关产业债利差维持低位甚至进一步收窄，但传统行业产业债的信用溢价有所抬升，使得AAA级产业债整体收益率的下行幅度被稀释。此外，二季度信用债供给结构性放量（尤其是科创债），在一定程度上缓解了此前极度供不应求的格局，也使得信用债收益率下行的动力弱于国开债。

图61 AAA级产业债与国开债收益率曲线，%



数据来源：Wind，毕马威分析

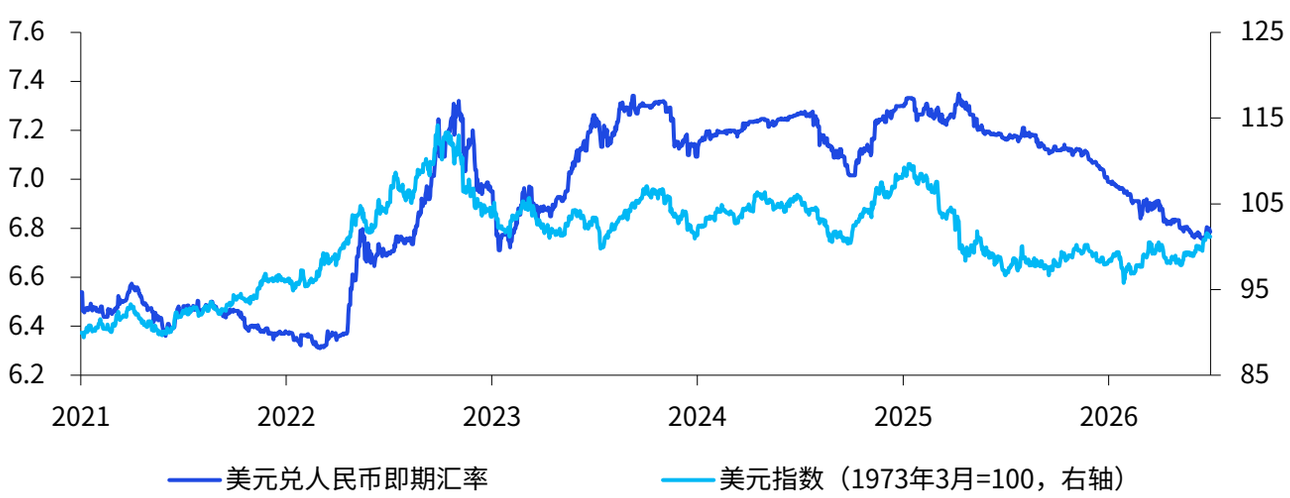
展望下半年，债券市场预计将延续区间震荡格局，国债收益率整体呈现“上有顶、下有底”的特征。一方面，经济K型分化下内需修复斜率放缓，基本面不存在大幅过热的风险，且货币政策延续适度宽松基调，共同限制了收益率的上行空间。另一方面，政府债供给节奏虽有错位但全年总量压力犹在，叠加稳增长政策随时可能发力，制约了收益率继续深度下行的空间。曲线形态上，三季度供给压力预计集中释放，国债收益率曲线陡峭化格局可能延续，而四季度随着发行压力缓解，叠加超长端配置价值逐步显现，曲线或阶段性走平。信用债方面，政策支持的科创债、绿色债将继续扩容，在“资产荒”格局尚未根本扭转的背景下，高评级信用债配置需求仍然稳健，但当前信用利差已在历史低位，进一步收窄的空间有限。

© 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。

人民币汇率韧性持续凸显，双向波动中温和升值

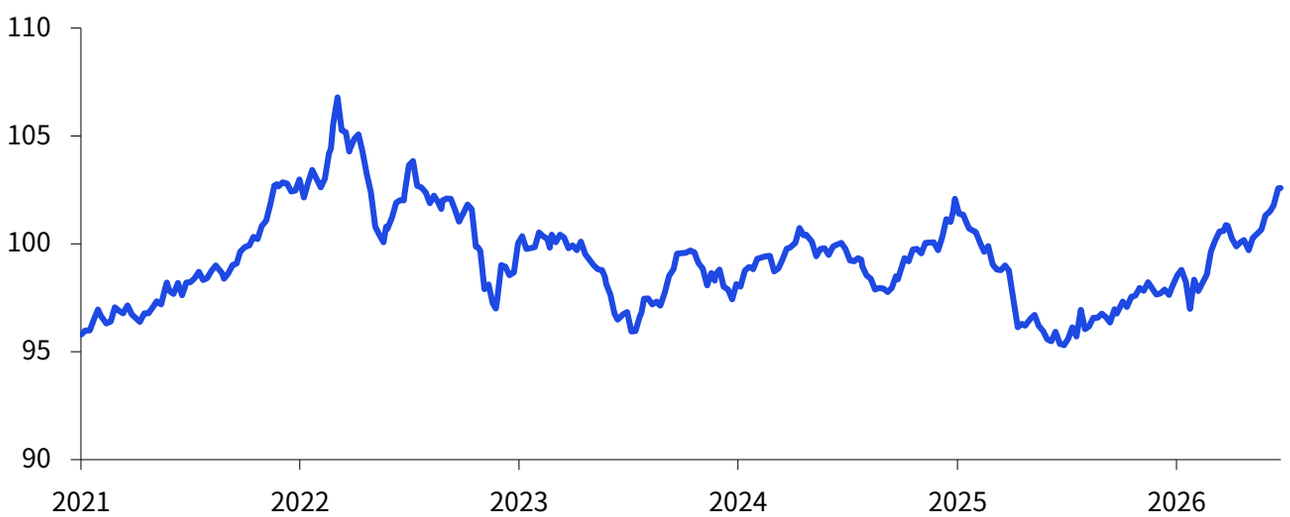
2026年上半年，外汇市场在美联储政策预期反复与地缘局势变化的交织影响下呈现复杂的波动格局，美元指数与人民币汇率走势出现明显背离。二季度美元指数在震荡中持续走强，6月末收于101.19，较3月末上行1.3%。而人民币摆脱了对美元的被动跟随，走出独立温和升值趋势，6月末即期汇率收于6.79，较3月末升值1.8%（图62）。截至一季度末，CFETS人民币汇率指数收于102.59，较3月末上升1.7%，对一篮子货币的强势未改（图63）。

图62 美元指数和人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图63 CFETS人民币汇率指数

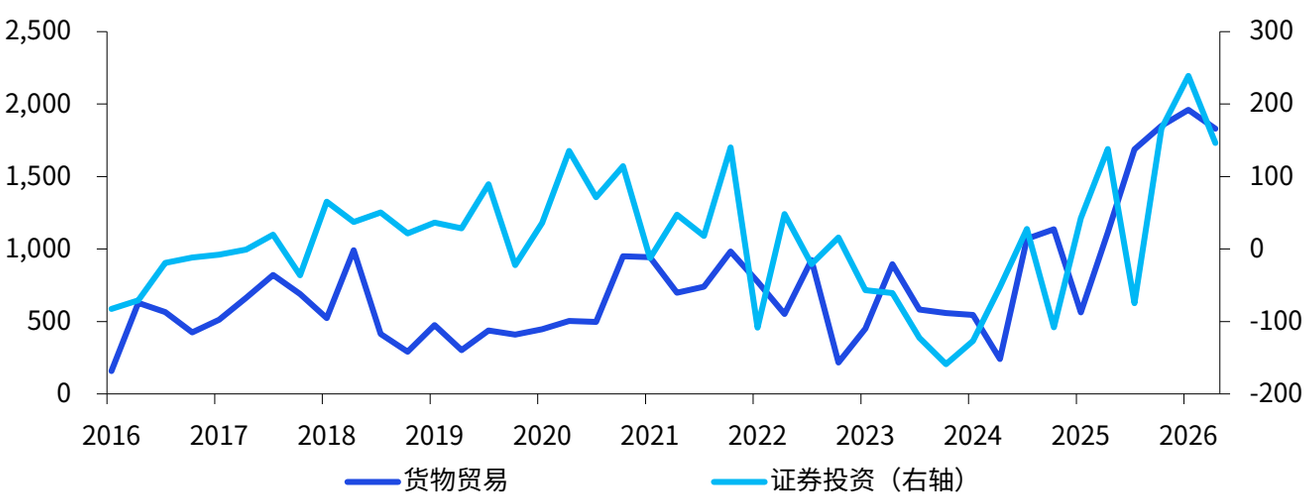


数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

从国际收支视角看人民币汇率韧性的支撑因素。首先，从贸易端看，上半年我国出口延续超预期高增，尽管进口增速更高导致贸易顺差较去年同期有所回落，但顺差绝对规模仍为历史同期次高。二季度银行代客货物贸易结售汇差额达1,366.2亿美元，维持较高水平。其次，从资本端看，人民币资产在国际投资者组合中的配置比例仍在提升通道中，证券投资项下的资金流入虽然节奏有波动，但方向性并未逆转。二季度证券投资结售汇差额达146.3亿美元，仍处于历史高位（图64）。从资本流动结构看，外资增持人民币资产的品种正在从传统的利率债为主，逐步扩展至权益资产，尤其是科技成长板块。人民币资产不再仅仅是基于利差和汇率预期的短期交易标的，而是正在成为分享中国科技产业升级红利的长期配置工具；在当前全球AI科技投资浪潮与硬件先行的特征下，这一趋势将进一步加速。

图64 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

展望下半年，人民币汇率预计将告别上半年的单边升值走势，进入多空因素深度博弈的双向波动阶段。

一方面，前期支撑人民币单边走强的部分力量正面临边际变化。一是美联储货币政策转向鹰派，降息预期大幅消退，美元指数可能维持偏强震荡，对非美货币形成系统性压力。二是上半年出口高增长的部分基数效应和一次性因素消退后，下半年出口增速可能逐步向常态回归，企业结汇动能相应放缓，贸易顺差对汇率的边际支撑力度减弱。三是全球地缘政治不确定性仍存，避险资金流动可能阶段性推升美元。

但另一方面，支撑因素人民币汇率韧性的因素依然存在。一是出口韧性仍在，尽管后续增速可能边际回落，但全年贸易顺差规模仍将维持高位，为汇率提供基本面托底。二是资本项下流入有望延续。AI科技浪潮提升了中国资本市场的全球吸引力，只要中国科技产业的全球竞争力和资本市场开放红利持续释放，外资增配人民币资产的趋势不会因短期市场波动而根本逆转。三是央行拥有丰富的逆周期调节工具，能够在汇率出现单边超调时及时介入，维护市场预期稳定。

© 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。

附表：主要经济指标

			2024	2025	2026					
	指标	单位	年度	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月
主要经济活动指标	名义国内生产总值	万亿元	134.8	140.2		33.4			36.2	
	实际国内生产总值	同比，%	5.0	5.0		5.0			4.3	
	规模以上工业增加值	同比，%	5.8	5.9	6.3	6.3	5.7	4.1	4.5	5.3
	工业企业利润总额	累计同比，%	-3.3	0.6		15.2	15.5	18.2	18.8	18.7
	社会消费品零售总额	同比，%	3.5	3.7		2.8	1.7	0.2	-0.6	1.0
	固定资产投资完成额	累计同比，%	3.2	-3.8		1.8	1.7	-1.6	-4.1	-5.7
	房屋新开工面积	累计同比，%	-23.0	-20.4		-23.1	-20.3	-22.0	-22.6	-23.4
	商品房销售面积	累计同比，%	-12.9	-8.7		-13.5	-10.4	-10.2	-10.8	-11.6
	商品房待售面积	累计同比，%	10.6	1.6		0.1	-0.1	-0.5	-0.4	-0.9
	中国制造业采购经理指数	指数	49.8	49.6	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0	50.3
对外贸易及投资	出口金额	同比，%	5.8	5.4	10.0	39.6	2.5	14.0	19.3	27.0
	进口金额	同比，%	1.0	0.3	26.6	14.3	28.3	25.2	27.4	36.0
	贸易差额	十亿美元	992.6	1180.2	120.6	89.9	50.0	84.6	105.2	125.6
	实际使用外资金额（非金融类）	人民币同比，%	-27.1	-9.5	-5.7	-5.7	-10.1	-26.1	5.9	15.1
	对外直接投资（非金融类）	人民币同比，%	11.7	1.6	-13.4	-7.9	-5.3	-25.1	-13.5	-6.1
金融市场	人民币即期汇率（期末值）	美元/人民币	7.30	6.99	6.95	6.86	6.91	6.83	6.77	6.79
	人民币实际有效汇率指数	指数	92.4	88.6	89.5	90.7	91.5	91.0	90.8	92.2
	上证综合指数（期末值）	指数	3352	3969	4118	4163	3892	4112	4069	4094
	货币供应量（M2）	同比，%	7.3	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0
	社会融资规模存量	同比，%	8.0	8.3	8.2	8.2	7.9	7.8	7.7	7.4
	新增社会融资规模	万亿元	32.3	35.6	7.2	2.4	5.2	0.6	2.0	3.4
	新增人民币贷款	万亿元	18.1	16.3	4.7	0.9	3.0	0.0	0.5	1.6
	DR007	%	1.81	1.63	1.51	1.49	1.44	1.35	1.34	1.44
价格	居民消费价格指数	同比，%	0.2	0.0	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	197.8	197.4	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1
	原油	美元/桶	75.8	64.8	60.2	64.5	91.0	97.9	97.9	81.5
	螺纹钢	元/吨	3801	3446	3366	3346	3363	3365	3415	3384
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-4.5	-3.8	-3.3	-3.5	-3.6	-3.7	-3.6	-3.5

数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

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、孙旭晖、陈烁天（实习生）

© 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。

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：1785115655652

二零二六年八月印刷