



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平

杨耀武 张人中

2025 年 8 月

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

关税战引发全球经济再平衡与中国经济反内卷

——贸易政策不确定性与 A 股上市公司经营业绩

摘 要

在经历了新冠疫情、乌克兰危机和高通胀带来的经济剧烈波动后，全球经济增速逐步趋于明显低于疫情之前十年的平均水平，比国际金融危机爆发前十年的平均增速低了更多。当前，美国与一些经济体达成的贸易协定中的关税税率存在差异且转口贸易面临更高的关税壁垒，低关税驱动的全球化可能宣告结束，全球产业链和供应链将加速重构，全球经济正在寻求新的平衡。一些面临低关税、要素资源丰富、产业政策激励大的经济体可能成为 FDI 和产业转移的重点地区。2025 年上半年，面对外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面，中国经济展现出较强韧性，运行总体平稳；预计下半年中国经济可以实现 4.7% 左右的增长，CPI 同比下半年可能转为负增长，PPI 全年跌幅可能在 3.0% 左右，解决加工制造行业“内卷式”竞争问题显得尤为重要。从上市公司业绩与宏观经济走势看，2024 年，中国服务业延续向上修复态势，但制造业公司的业绩仍明显弱于受疫情影响时期，特别是在 PPI 出现较大幅度下降的情况下，A 股上市公司营业总收入增速与名义 GDP 增速间的背离较为明显，这种状况延续至 2025 年一季度。2024 年，中国 A 股上市公司总体市场创值能力较 2023 年下降近 40 个基点，去年下半年推出的一些宏观增量政策在上市公司微观层面尚未得到充分体现，上市公司总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）延续下降态势。分产业来看，在猪肉价格回升带动下，第一产业上市公司资产收益率明显回升，而第二、第三

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

- 杨耀武
国家金融与发展实验
室金融与发展研究中
心高级研究员
- 张平
国家金融与发展实验
室副主任
- 张人中
国家金融与发展实验
室金融与发展研究中
心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场
全球数字资产
人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率
中国金融监管
中国宏观金融
中国财政运行
房地产金融
债券市场
股票市场
保险业运行
机构投资者的资产管

产业资产收益率则出现下降。在前几年研发投入较快上升基础上，2024 年中国一些行业上市公司研发投入和研究强度仍延续上升势头，但部分行业开始转为下降。目前，中国 A 股上市公司已逾 5400 家，上市公司总体经营业绩对国民经济运行的代表性和影响力进一步增强。中国资本市场在经济、金融运行中发挥的作用逐步增强。未来，应进一步深化资本市场改革开放，紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，努力实现支持经济回升向好与推动自身高质量发展的良性互动。

目 录

一、在全球经济增长趋缓背景下产业链加速调整	1
（一）低关税驱动的全球化可能宣告结束，世界经济增速进一步趋缓.....	1
（二）国际贸易增速下降，全球经济正寻求新的平衡	1
（三）国际贸易政策不确定性暂时下降，人民币汇率可能呈现宽幅双向波动.....	2
二、2025 年中国宏观经济展望.....	4
（一）2025 年下半年经济的可能走势.....	5
（二）A 股上市公司业绩与宏观经济走势.....	8
三、中国 A 股上市公司业绩表现	11
（一）A 股上市公司价值来源与价值创造.....	11
（二）不同行业上市公司利润增长变动情况	16
（三）A 股上市公司的创新转型之路.....	18
四、反“内卷”与提高资本市场质量促发展	20

一、在全球经济增长趋缓背景下产业链加速调整

（一）低关税驱动的全球化可能宣告结束，世界经济增速进一步趋缓

在经历了新冠疫情、乌克兰危机和高通胀带来的经济剧烈波动后，全球经济增长逐步趋于明显低于疫情之前十年的平均水平，比受国际金融危机之前十年的平均增速低了更多。根据世行预计 2025 年全球经济将增长 2.8%，与上年基本持平，但较 2010~2019 年平均增速低了 0.4 个百分点；比受国际金融危机影响之前的 1998~2007 年平均增速低了 0.8 个百分点。2025 年，部分发达国家的贸易保护政策对全球经济增长构成了新的长期威胁。目前来看，虽然美国已与欧盟、日本、东南亚等国达成新的贸易协定，国际贸易不确定性暂时下降，但全球关税水平已明显提高且中美这两个最大经济体之间的贸易谈判仍充满变数。

特朗普推出的贸易保护政策，将进一步打破全球贸易规则，低关税驱动的全球化可能宣告结束。在关税水平明显提高、国际贸易政策仍存在不确定性的情况下，预计全球经济增长将明显低于 2024 年。2025 年 6 月，世界银行发布的《全球经济展望》预测全球经济本年将仅增长 2.3%，较 1 月份的预测值下调了 0.4 个百分点；其中，发达国家将增长 1.2%，较 1 月份的预测值下调 0.5 个百分点，新兴市场和发展中经济体将增长 3.8%，较 1 月份的预测值下调 0.3 个百分点。近期，尽管美国与一些经济体达成新的国际贸易协定，推动前景有所改善，但全球经济增长趋缓短期内难有大的改观。

（二）国际贸易增速下降，全球经济正寻求新的平衡

在上年国际贸易实现较快增长后，受关税大幅增加及贸易政策不确定影响，2025 年全球贸易增速可能下降。一些机构预测根据世界贸易组织（WTO）4 月份发布的《全球贸易展望和统计》数据，2024 年全球商品贸易量同比增加 2.9%，预计 2025 年将下降 0.2%。虽然，7 月以来美国与一些经济体先后达成了新的贸易协定，短期内国际贸易政策不确定性降低，全球商品贸易量有可能避免出现下降的局面，但在较高关税壁垒下，全球商品贸易量增长的幅度可能有限。

在全球商品贸易增速总体放缓背景下，今年 3 月至 6 月，全球制造业 PMI

已连续 4 个月处于荣枯线以下。目前，美国与一些经济体达成的贸易协定中包含的对美出口产品关税存在差异且转口贸易将面临更高的关税壁垒，因此这可能导致全球产业链和供应链的加速重构。一些面临较低关税、要素资源相对丰富、产业政策激励较大的经济体可能成为 FDI 和产业转移的重点地区。受此影响，世界经济增长的格局也可能进一步重构，全球经济正寻求新的平衡。

（三）国际贸易政策不确定性暂时下降，人民币汇率可能呈现宽幅双向波动

2024 年，美联储降息 3 次，累计降幅为 100 个基点；2025 年上半年，美联储暂停降息步伐，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%~4.5% 的相对高位。欧央行则自 2024 年 6 月至 2025 年 6 月，连续降息 8 次，将基准利率调降了 210 个基点；其中 2024 年 4 次，2025 年上半年 4 次。日本物价涨幅虽有所攀升，但日央行对加息保持谨慎态度。近期，美国 10 年期国债收益率提升理应推动美元指数走强，从 2023 年初至 2025 年初美元指数与中美 10 年期国债收益率之差的走势来看，也确实反映了这一点。但自 2025 年初特朗普上任以来，美国 10 年期国债收益率与美元指数之间的关联性明显下降。（见图 1）因此，美元指数下降可能反映了利差以外的其他因素的影响，包括美国关税政策的不确定以及对非美货币避险需求的提升等。今年 5 月，在中美日内瓦经贸会谈取得阶段性成果后，中美 10 年期国债收益率之差保持高位，但人民币兑美元汇率逐步提升。（见图 2）

下半年，一方面，美国与一些经济体达成新的贸易协定，短期内降低了国际贸易政策的不确定性，带来美元指数的企稳回升；另一方面，在通胀上行风险总体可控情况下，美联储有可能重新开启降息进程，全球主要国家货币政策一致性将增强，从而有利于缩小中美之间的利差，人民币汇率下半年可能处于宽幅双向波动状态。

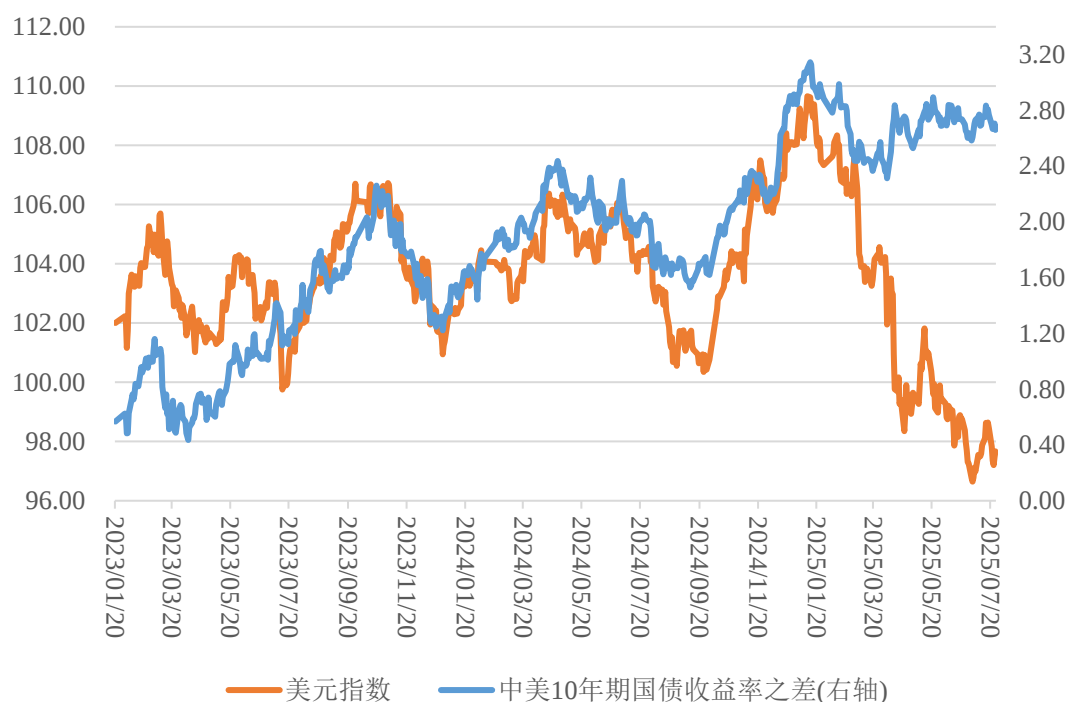


图1 中美10年期国债收益率之差与美元指数变动情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

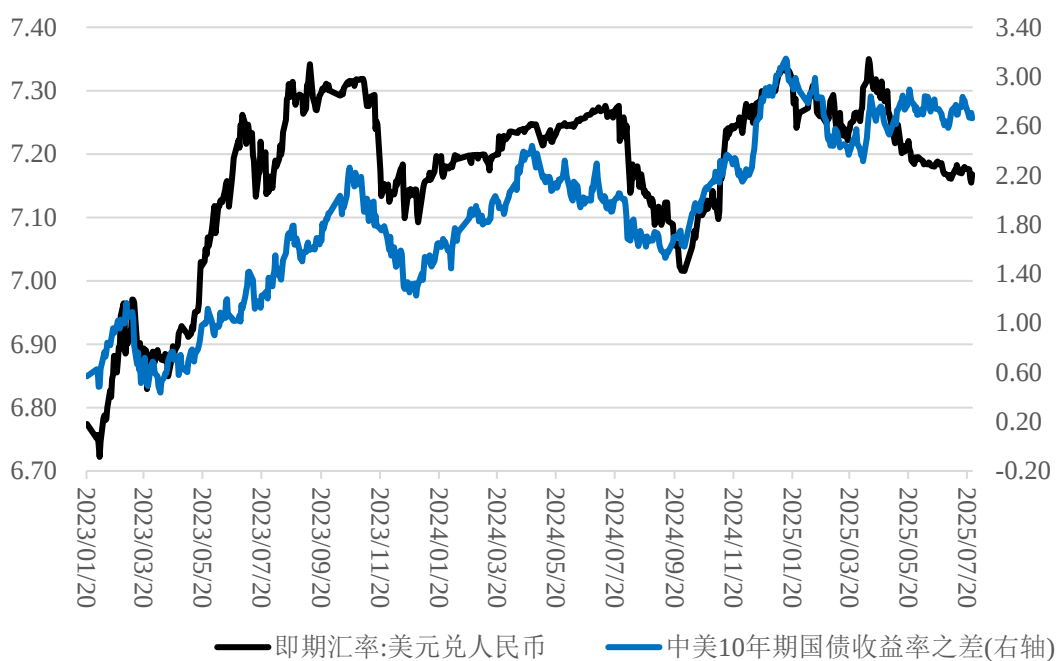


图2 中美10年国债收益率之差与人民币兑美元即期汇率变动情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

二、2025 年中国宏观经济展望

2025 年上半年，面对外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面，中国经济展现出较强韧性，运行总体平稳。上半年，国内生产总值（GDP）同比增长 5.3%，增速较去年同期加快 0.3 个百分点；分季度来看，一季度，中国 GDP 同比增长 5.4%，二季度 GDP 同比增长 5.2%，增速较前值下降 0.2 个百分点。从生产端看，中国第一产业增加值同比增长 3.7%，增速较去年同期提高 0.2 个百分点；第二产业增加值同比增长 5.3%，较去年同期放缓 0.5 个百分点；其中，制造业增加值同比增长 6.6%，较去年同期提高 0.3 个百分点，建筑业增加值同比仅增长 0.7%，较去年同期大幅下降 4.1 个百分点，成为拖累第二产业增加值同比增速的主要原因；第三产业增加值同比增长 5.5%，较去年同期提高 0.9 个百分点。上半年，中国城镇调查失业率月均为 5.2%，较去年同期提高 0.1 个百分点；其中，不含在校生的 30~59 岁劳动力失业率与去年同期持平，而不含在校生的 16~29 岁劳动力失业率较去年同期提高；物价方面，PPI 同比下跌 2.8%，跌幅较去年同期扩大 0.7 个百分点，CPI 同比下跌 0.1%，上年同期为上涨 0.1%。

2025 年上半年，中国经济实际增速高于去年同期，但由于物价低位运行，经济名义增速明显低于实际增速。上半年，中国名义 GDP 同比增速为 4.3%，较实际增速低 1.0 个百分点，实际增速与名义增速间的差距较去年同期扩大 0.1 个百分点；特别是二季度受 CPI 涨幅收窄、PPI 降幅扩大影响，名义 GDP 同比增速降至 3.9%，较去年同期低 0.1 个百分点，较实际增速低了 1.3 个百分点。由于居民收入、企业利润、政府税收的增长与名义增速息息相关，物价持续低位运行成为导致宏观数据与微观感受间存在较大“温差”的重要原因。因此，切实扭转物价低位运行的局面，应该成为当前加强宏观经济治理的重要内容。去年四季度以来，为有效提振社会信心，推动主要经济指标回升向好，中国加力推出增量政策，加大了财政货币政策逆周期调节力度。2025 年上半年，1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）均下调 10 个基点。从金融总量增长情况看，上半年，中国社会融资规模增量累计 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.74 万亿元；6 月末，广义货币（M2）供应量同比增长 8.3%，增速较去年同期提高 2.1 个百分点；狭义货币（M1）供应量同比增加 4.6%，去年同期为下降 1.7%。

（一）2025 年下半年经济的可能走势

1. 预计下半年中国经济可以实现 4.7%左右的增长

2025 年，中国经济的疫后结构修复所提供的动能已经消退，中长期影响中国经济的一些问题，如：人口结构转变、国民收入分配失衡等，将继续发挥作用；同时，中国经济也面临一些有待解决的新情况和新问题，如：国际贸易不确定性加大、房产价值缩水等。上半年，在“以旧换新”政策加力扩围的情况下，中国社会消费品零售总额同比增速较去年同期有所提升，但服务零售额增速明显回落；受前期基数已大幅抬升等因素影响，制造业投资和基建投资增速放缓，在房地产市场仍较疲弱背景下，房地产投资降幅有所扩大；在国际贸易环境存在较大不确定性的情况下，上半年中国可能存在“抢出口”和“抢转口”，从而推高货物贸易出口额较快增长，叠加进口额下降，贸易顺差较去年同期扩大，货物和服务净出口拉动 GDP 增长的作用较去年同期明显提升。

展望下半年，一方面，去年 8 月开始的加力实施家电“以旧换新”政策，将大幅抬升基数，同时汽车类销售额的基数也有所抬升，从而会制约相关产品零售额的同比增幅；另一方面，降价和消费补贴推动的汽车、家电等产品的消费增长可能会部分透支未来的消费。预计全年社会消费品零售总额同比增速可能降至 4.3%左右。固定资产投资方面，制造业的固定资产投资和基建投资的基数已经抬升，房地产市场疲弱仍在影响房地产投资增长。加强“两重”建设将成为维持固定资产投资增速相对稳定的关键力量。从货物出口增长情况看，上半年在“抢出口”和“抢转口”的带动下，中国出口增速有所加快；同时，中美经贸关系出现暂时性缓和，也为出口增长创造了条件。下半年，中国外贸出口可能存在较大不确定性：一是美国延长的所谓“对等关税”暂缓期将于 8 月 1 日到期，未来关税走向尚不明朗；二是部分发达国家对原产地的认定将更加严格，通过转口贸易出口美国的产品可能也会面临高昂关税；三是前期中国“抢出口”与部分国家“抢进口”相对应，随着一些国家进口商库存的增加，相关国家短期内进口的需求会下降。综合消费、固定资产投资以及出口增长可能面临的情况，我们预计三、四季度中国 GDP 同比增速可能分别在 4.9%、4.6%左右，下半年 GDP 同比增速在 4.7%左右，全年可能实现 5.0%左右增长。

世界银行 2025 年 6 月份发布的《全球经济展望》报告预测，2025 年中国经

济可以实现 4.5% 的增长，与 1 月份的预测值持平；国际货币基金组织（IMF）2025 年 7 月发布的《世界经济展望》报告预测，2025 年中国经济可以实现 4.8% 的增长，较 4 月份的预测值上调 0.8 个百分点。

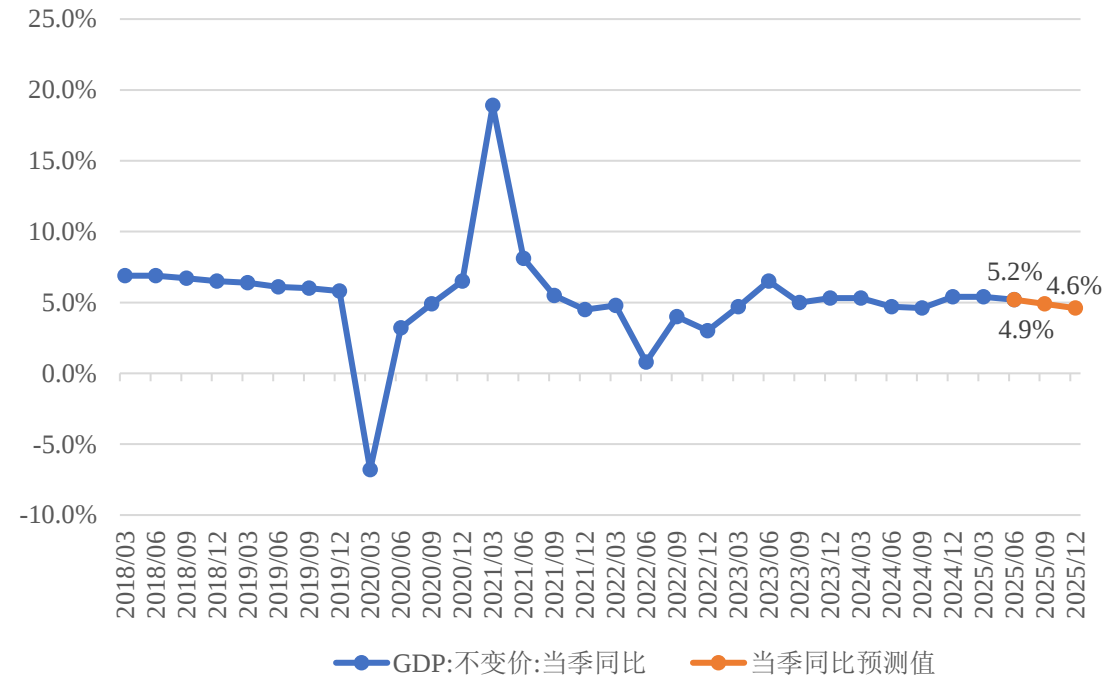


图 3 2017 年以来中国 GDP 当季同比增速及 2025 年第三、四季度预测值

数据来源：国家统计局，2025 年第三、四季度增速为我们的预测值。

2. PPI 全年跌幅可能在 3.0% 左右、CPI 下半年同比可能转为负增长，加工制造行业“内卷式”竞争的问题较为严重

上半年，中国 PPI 同比下跌 2.8%，跌幅较上年同期扩大 0.7 个百分点；其中，翘尾因素下拉作用扩大仅贡献 0.1 个百分点，本年价格下降幅度增加则贡献了 0.6 个百分点。环比来看，上半年，中国 PPI 连续 6 个月下降，月均降幅达 0.3 个百分点，较去年同期扩大 0.2 个百分点。中国 PPI 环比降幅扩大，一方面与以国际定价为主的原油等能源价格震荡下行以及铜、铝等有色金属价格高位震荡有关；另一方面也受到国际贸易环境不确定性加大以及国内需求相对不足的影响。在国际贸易环境不确定性加大的情况下，下游制造业涨价能力下降，同时国内需求相对不足，也会导致部分企业通过压低价格来维持和扩大市场份额。下半年，虽然翘尾因素的下拉作用较上半年减弱，但在年初以来环比持续下降的情况下，PPI 同比跌幅可能较上半年扩大，预计 PPI 全年跌幅可能在 3.0% 左右。

从中国 PPI 历史走势来看，如果以新冠疫情影响尚未完全显现的 2020 年 1 月为基期(2020 年 1 月=100; 2011 年 1 月, 采掘业 PPI=103.8, 原材料 PPI=103.8, 加工业 PPI=102.1, 这说明从 2011 年初至新冠疫情暴发前的 10 年里, PPI 总体呈下降态势), 那么截至今年 6 月, 采掘业 PPI 较 2020 年 1 月提高了 15.1 个百分点, 原材料 PPI 提高了 9.2 个百分点, 下游加工业 PPI 下降了 2.2 个百分点。这说明, 虽然今年以来, 上游采掘业 PPI 累计下降了 10.2 个百分点, 原材料 PPI 累计下降了 3.1 个百分点, 但与 2020 年 1 月相比, 仍处在相对高位; 下游加工业 PPI 在已经低于 2020 年 1 月水平的情况下, 又下降了 1.6 个百分点。(见图 4) 这反映了加工制造行业已经出现了较为严重的“内卷”现象。

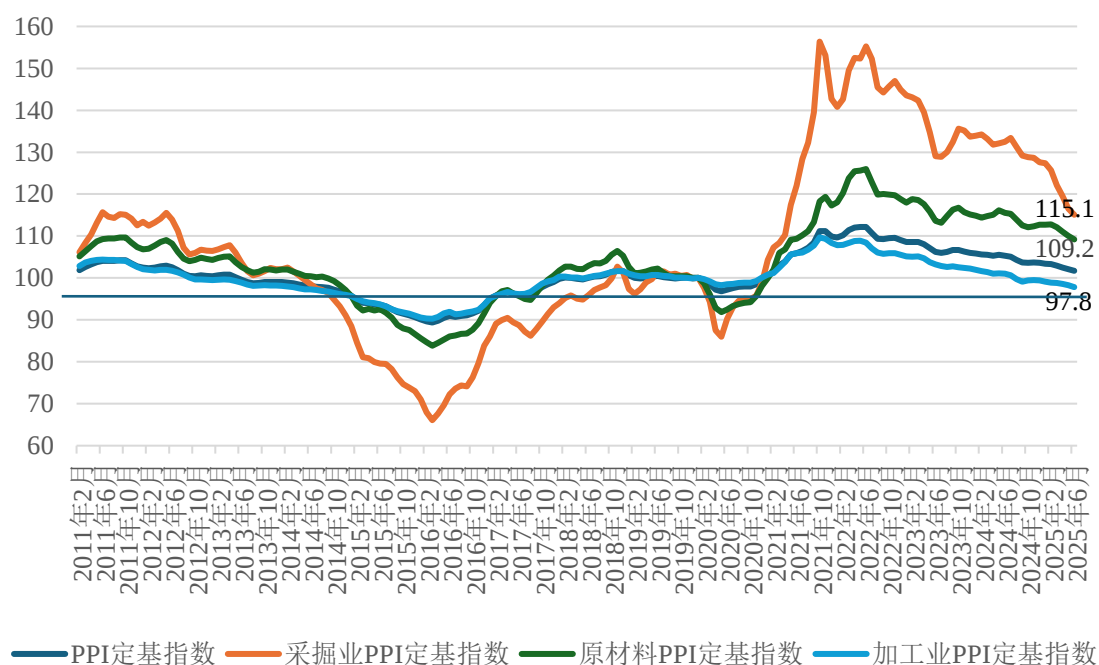


图 4 2011 年 1 月至 2025 年 6 月我国 PPI 及各分项增长情况

注：2020 年 1 月=100

数据来源：国家统计局，经笔者测算得到。

消费物价方面，上半年中国 CPI 同比下降 0.1%；1 月份，受春节效应等因素影响，CPI 环比增长 0.7%，同比增长 0.5%；2~5 月份，CPI 同比均为下降；6 月份 CPI 同比虽实现了 0.1% 的增长，但主要是翘尾因素下拉作用减弱的结果，环比仍下降 0.1%。分项来看，上半年，食品项 CPI 同比下降 0.9%，非食品项 CPI 同比仅上涨 0.1%；6 月份，主要是受翘尾因素变动的影响，核心 CPI 同比上涨

0.7%，但环比与上月持平。展望下半年，一方面国内消费需求相对不足的矛盾仍较突出，另一方面翘尾因素的下拉作用将较上半年明显加大，因此 CPI 同比可能又会转入一段时间的负增长。

（二）A 股上市公司业绩与宏观经济走势

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

目前，中国 A 股上市公司已逾 5400 家，近年来一批新兴产业公司陆续在科创板、创业板、北交所上市，中国 A 股上市公司经营业绩对国民经济运行状况的代表性和影响力进一步增强，真正成为了国民经济的“晴雨表”。在受疫情影响三年中，全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与名义 GDP 累计同比走势高度一致。疫情防控平稳转段后，A 股上市公司总体业绩表现与名义 GDP 走势仍保持基本一致，但一致性较之前有所下降，这种状况一直持续到 2025 年一季度。造成这种偏差的原因可能是，目前 A 股上市公司中制造业占比近 7 成，疫情平稳转段后，中国服务业逐步修复，而制造业企业经营业绩则明显弱于受疫情影响时期，加工业 PPI 同比持续下降，从而造成上市公司业绩表现弱于整体经济。（见图 5、图 6）

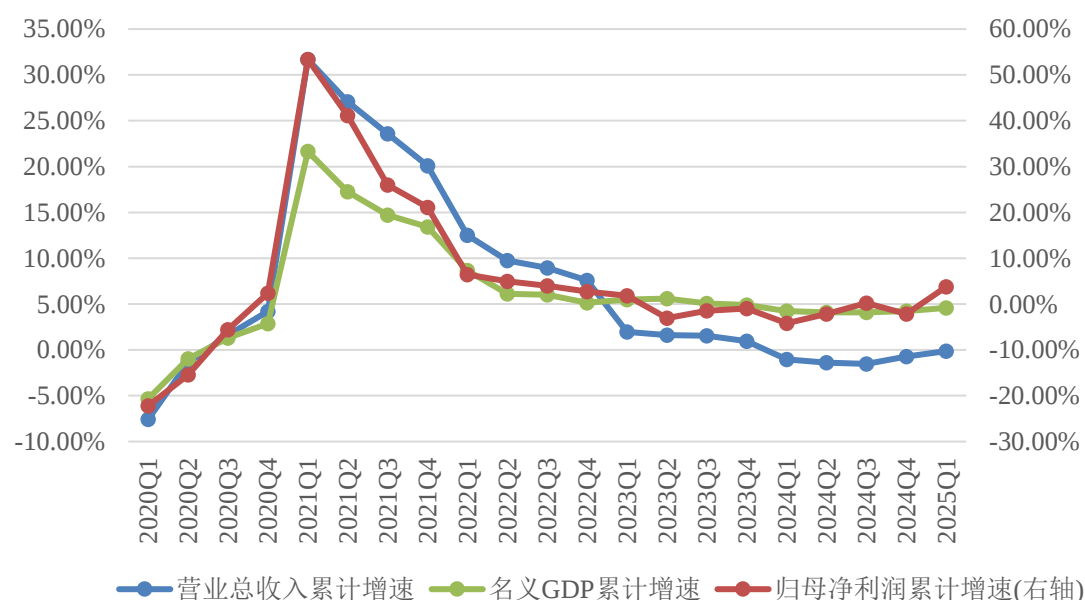


图 5 新冠疫情暴发以来 A 股上市公司经营业绩与名义 GDP 季度累计同比增速

数据来源：国家统计局，Wind 资讯金融终端，经笔者计算得到。

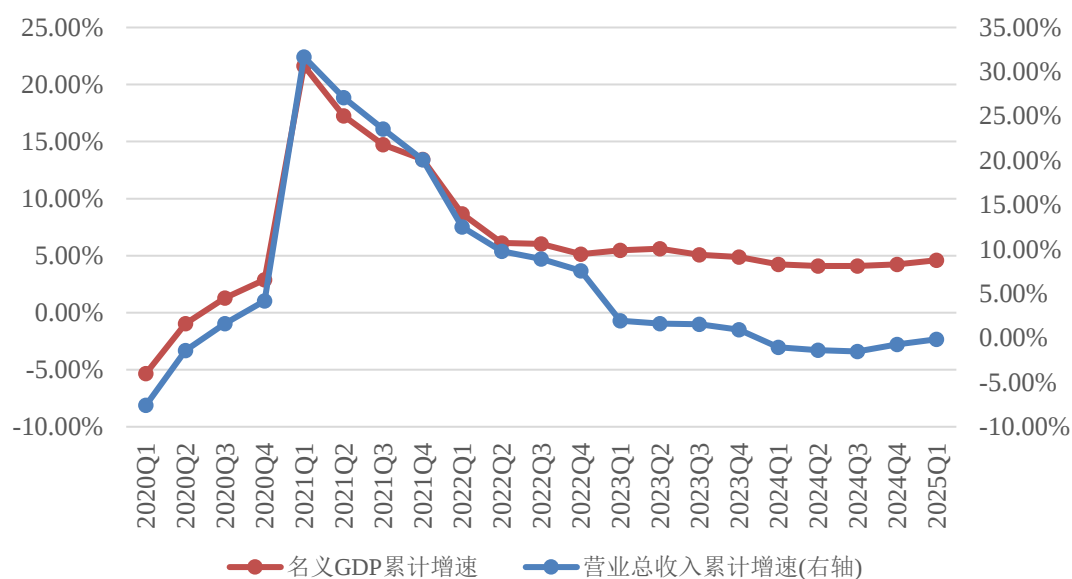


图 6 新冠疫情暴发以来 A 股上市公司营业收入与名义 GDP 季度累计同比增速

数据来源：国家统计局，WIND，经笔者计算得到。

2. 受 PPI 不同分项的变动差异影响，工业上游上市公司利润跌幅明显扩大，但“内卷式”竞争问题主要体现在工业行业的中下游

2024 年，中国 PPI 环比有 10 个月下降，仅 2 个月上涨，月均降幅为 0.19 个百分点，较上年收窄 0.04 个百分点；其中，采掘业生产资料 PPI 环比月均降幅为 0.4 个百分点，原材料生产资料 PPI、加工业生产资料 PPI 环比月均降幅均为 0.2 个百分点，生活资料 PPI 月均降幅为 0.1 个百分点。受上年价格变动的翘尾因素影响的共同作用，PPI 同比跌幅较上年收窄 0.9 个百分点；其中，加工业 PPI 跌幅最大，上游采掘业 PPI 跌幅大于原材料 PPI，而原材料 PPI 跌幅又大于下游生活资料 PPI。2025 年上半年，中国 PPI 各月环比均为负增长，月均降幅为 0.32 个百分点，较上年同期扩大 0.2 个百分点，受上年价格变动的翘尾因素继续下拉的共同作用，PPI 同比下降 2.8%，降幅较上年同期扩大 0.7 个百分点；其中，上游采掘业生产资料 PPI 同比跌幅最大，中游原材料和加工业 PPI 跌幅居中，下游生活资料 PPI 跌幅较小。（见图 7）受上游采掘业 PPI、中游原材料和加工业 PPI 以及下游生活资料 PPI 不同的变化趋势影响，2024 年，中游行业上市公司利润跌幅明显大于上、下游行业上市公司；2025 年一季度，随着上游采掘业 PPI 同比跌幅扩大，上游行业上市公司利润跌幅明显加大，而中、下游上市公司利润同比则由降转升。（见表 1）但需要关注的是，上游行业利润跌幅较大，主要是受到前

几年基数较高的影响，如果考虑新冠疫情暴发以来工业行业上、中、下游上市公司的利润增长情况可以发现，2020~2024 年，上游行业利润年均增长 14.5%，大幅高于中下游行业。因此，中下游行业的“内卷式”竞争问题更为严重。下半年，受国际大宗商品价格震荡下行影响，中国采掘业 PPI 和原材料 PPI 可能仍可能较快下降；在内需相对偏弱、外需不确定性仍较大的情况下，加工制造业 PPI 和生活资料 PPI 可能也会小幅下降。在此背景下，产业链上中下游公司利润增长的差异可能仍将较为明显。

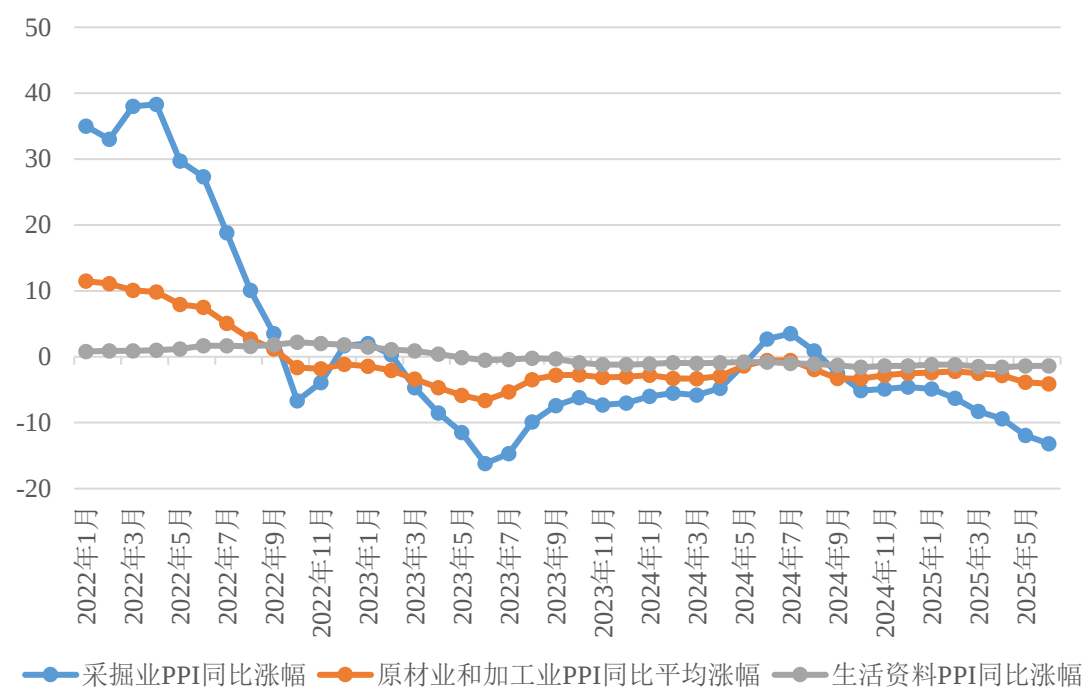


图 7 PPI 不同分项变动情况（上年同期=100）

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

表 1 工业行业 A 股上市公司上、中、下游利润增长情况

单位：%									
时间段	2023 年 一季度	2023 年 上半年	2023 年 前三季度	2023 年 全年	2024 年一 季度	2024 年上 半年	2024 年 前三季度	2024 年 全年	2025 年一 季度
上游行业	-20.7	-14.8	-11.1	-10.0	-6.1	1.5	-0.2	-0.8	-6.2
中游行业	-10.1	-24.8	-19.3	-20.4	-18.7	-14.8	-17.9	-20.1	20.8
下游行业	13.3	5.5	15.3	17.7	-2.3	-4.0	-6.5	-8.3	5.9

数据来源：Wind 资讯金融终端，经笔者测算。

三、中国 A 股上市公司业绩表现

（一）A 股上市公司价值来源与价值创造

以上市公司净资产收益率（ROE）为核心，利用各主要财务指标之间的内在关系，可以对企业财务状况和盈利能力进行综合评价。中国 A 股上市公司受到资本市场制度不完善、宏观政策调整等因素影响，企业期间费用波动和税费调整成为影响企业净利润的重要因素。2024 年，中国经济结构继续向疫情前修复，但结构修复所提供的动能逐步减弱，二、三季度一些经济指标明显回落。为有效提振社会信心，推动主要经济指标回升向好，2024 年 9 月召开的中央政治局会议指出，要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性；会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度。在此背景下，利用杜邦分析框架对资产收益率进行分解，还原公司息税前利润，可以综合分析外部冲击影响加大、内部困难挑战叠加的复杂局面下企业市场创造能力的变化，以及公司融资成本和税负对企业价值创造能力的影响。具体公式如下：

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

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

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得很明显，特别是金融与非金融上市公司，直接分析可能难以反映实体经济运行情况。为了降低行业间差异的影响，本文使用申万证券行业分类标准将上市公司房地产、银行和非银金融上市公司去除，并删除 ST、ST*类股票，具体结果如表 2 所示。从中可以看出，虽然中国经济仍在向上修复，但在工业产能利用率较上年进一步下降，PPI 同比负增长、CPI 低位运行背景下，2024 年 A 股非金融上市公司市场创值能力继续走低；实际税率提高对 A 股非金融上市公司总资产收益率（ROA）产生了一定下拉作用。去年下半年推出的增量政策，在 A 股上市公司这一微观层面尚未得到充分体现。

表 2 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST、ST*股票）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2015	0.0726	0.0472	0.0295	0.0192	0.0735	0.6563	0.0105	2.4596	0.2173
2016	0.0754	0.0561	0.0311	0.0231	0.0760	0.6300	0.0085	2.4227	0.2105
2017	0.0895	0.0683	0.0378	0.0289	0.0817	0.6849	0.0090	2.3661	0.1944
2018	0.0779	0.0670	0.0347	0.0298	0.0769	0.7034	0.0087	2.2456	0.2363
2019	0.0719	0.0613	0.0319	0.0272	0.0725	0.6945	0.0086	2.2545	0.2358
2020	0.0685	0.0532	0.0307	0.0238	0.0728	0.6489	0.0078	2.2322	0.2211
2021	0.0855	0.0735	0.0382	0.0329	0.0773	0.7120	0.0066	2.2354	0.2111
2022	0.0818	0.0727	0.0366	0.0325	0.0722	0.7089	0.0051	2.2360	0.2067
2023	0.0737	0.0643	0.0328	0.0287	0.0688	0.6720	0.0049	2.2446	0.2068
2024	0.0659	0.0580	0.0291	0.0256	0.0664	0.6359	0.0050	2.2660	0.2210

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

根据 ROE 分解公式，可以看出 2024 年 A 股非金融上市公司的总体市场创值能力（营运利润率×总资产周转率）较 2023 年下降 40 个基点，营业利润率下降和总资产周转率都对公司创值能力产生了影响。其背后原因主要包括：一是随着上年国内需求因受疫情影响消退而较快恢复，2024 年内需特别是国内消费需求的增长动能逐步减弱，这导致服务业增速的明显放缓；二是国际能源等大宗商品价格有所回落叠加国内需求偏弱，物价整体低位运行，全年 PPI 同比下降 2.2%，CPI 同比仅上涨 0.2%，这直接影响企业特别是制造业企业的利润增长；三是总资产周转率连续两年下降，反映出企业库存出清缓慢、固定资产利用率未明显改善。

为方便考察不同类型上市公司的业绩表现。在此将 2024 年的上市公司按产业分为三类，第一类为农、林、牧、渔业上市公司，第二类包含采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业上市公司，第三类为第一类和第二类以外行业的上市公司。可以发现，受生猪价格回升、粮食价格相对稳定及饲料成本下降等因素影响，第一类 A 股上市公司 2024 年的总资产周转率和营运利润率较上年均明显上升，市场创值能力较 2023 年上升了 650 个 BP，上升幅度非常明显（见表 3）；第二类 A 股上市公司 2024 年营运利润率和总资产周转率双降，公司创值能力较 2023 年下降 53 个 BP（见表 4）；第三类 A 股上市公司 2024 年

营运利润率有所上升，但总资产周转率继续下降，导致创值能力较 2023 年下降近 6 个 BP（见表 5）。因此，2024 年 A 股非金融上市公司创值能力较上年下降，主要是由第二类、第三类公司造成的，第一类公司的市场创值能力则明显回升。

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

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.1724	0.1620	0.1016	0.0956	0.1615	0.6983	0.0091	1.6957	0.0190
2020	0.1986	0.1929	0.1081	0.1051	0.1836	0.6391	0.0075	1.8364	0.0151
2021	-0.1485	-0.1526	-0.0596	-0.0612	-0.0793	0.5747	0.0126	2.4933	—
2022	0.0234	0.0209	0.0098	0.0088	0.0409	0.6475	0.0158	2.3786	0.0803
2023	-0.0174	-0.0884	-0.0071	-0.0362	0.0121	0.6729	0.0143	2.4391	—
2024	0.1324	0.1235	0.0581	0.0542	0.0884	0.8277	0.0137	2.2791	0.0226

注：2021 年、2023 年因 EBT 均为负，因此没有报告实际税率。

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

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0735	0.0636	0.0315	0.0273	0.0716	0.6947	0.0086	2.3286	0.2324
2020	0.0748	0.0585	0.0328	0.0256	0.0770	0.6478	0.0082	2.2843	0.2129
2021	0.0919	0.0800	0.0401	0.0350	0.0804	0.7102	0.0066	2.2896	0.2047
2022	0.0910	0.0817	0.0397	0.0356	0.0760	0.7089	0.0047	2.2921	0.1927
2023	0.0784	0.0700	0.0340	0.0303	0.0708	0.6683	0.0047	2.3076	0.2031
2024	0.0684	0.0608	0.0292	0.0259	0.0671	0.6262	0.0048	2.3426	0.2160

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

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0654	0.0530	0.0327	0.0265	0.0737	0.7089	0.0082	2.0010	0.2566
2020	0.0446	0.0318	0.0219	0.0156	0.0547	0.6674	0.0061	2.0352	0.2787
2021	0.0712	0.0572	0.0350	0.0281	0.0700	0.7317	0.0059	2.0328	0.2263
2022	0.0504	0.0419	0.0248	0.0206	0.0579	0.7112	0.0063	2.0307	0.2884
2023	0.0588	0.0477	0.0293	0.0238	0.0625	0.6909	0.0056	2.0071	0.2207
2024	0.0546	0.0459	0.0276	0.0232	0.0630	0.6766	0.0057	1.9791	0.2529

如果将第二类公司中的采矿业、制造业上市公司单独考察，以观察工业上下游公司的业绩表现，可以发现，2024 年采矿业和制造业上市公司的市场创值能力较上年分别下降了 43BP、60BP（见表 6、表 7）。值得注意的是，采矿业市场创值能力下降主要受国际大宗商品价格有所回调和前几年基数处于高位的影响，2024 年采矿业市场创值能力仍大幅高于新冠疫情暴发之前的水平；而制造业则受终端需求不足影响，市场创造能力不仅低于 2021 年的高位而且也低于新冠疫情暴发前的水平。在考虑工业企业利润时，PPI 各分项的同比增速可用于判断行业景气程度，而衡量公司市场创值能力的变化则需关注环比变动趋势。若以 2020 年 1 月为基期（2020 年 1 月=100），观察 PPI 各分项环比累计变动情况可以发现，2024 年初以来，采掘业 PPI 和加工业 PPI 总体均呈现持续回落态势，并且采掘业 PPI 降幅明显大于加工业 PPI，但采掘业 PPI 定基指数始终高于 2020 年 1 月水平，而加工业 PPI 已低于 2020 年 1 月。（见图 8）在这种背景下，2024 年中国 A 股采矿业上市公司创值能力虽较 2023 年回落，但仍大幅高于制造业上市公司。

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

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0667	0.0646	0.0344	0.0333	0.0641	0.9172	0.0093	1.9375	0.3043
2020	0.0442	0.0257	0.0230	0.0133	0.0557	0.7507	0.0086	1.9233	0.3082
2021	0.0982	0.0981	0.0510	0.0509	0.0841	0.9212	0.0069	1.9249	0.2765
2022	0.1342	0.1334	0.0718	0.0714	0.0991	1.0247	0.0064	1.8689	0.2460
2023	0.1132	0.1177	0.0614	0.0639	0.0942	0.9381	0.0058	1.8418	0.2558
2024	0.1053	0.1049	0.0587	0.0585	0.0948	0.8872	0.0051	1.7944	0.2573

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

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

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率
2019	0.0782	0.0647	0.0371	0.0307	0.0748	0.7183	0.0070	2.1050	0.2050
2020	0.0873	0.0689	0.0425	0.0335	0.0864	0.6875	0.0072	2.0549	0.1870
2021	0.1045	0.0884	0.0513	0.0434	0.0907	0.7408	0.0052	2.0399	0.1734
2022	0.0902	0.0782	0.0441	0.0382	0.0759	0.7158	0.0021	2.0473	0.1571
2023	0.0732	0.0615	0.0357	0.0300	0.0669	0.6814	0.0025	2.0518	0.1740
2024	0.0613	0.0514	0.0295	0.0247	0.0600	0.6591	0.0031	2.0774	0.1898

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

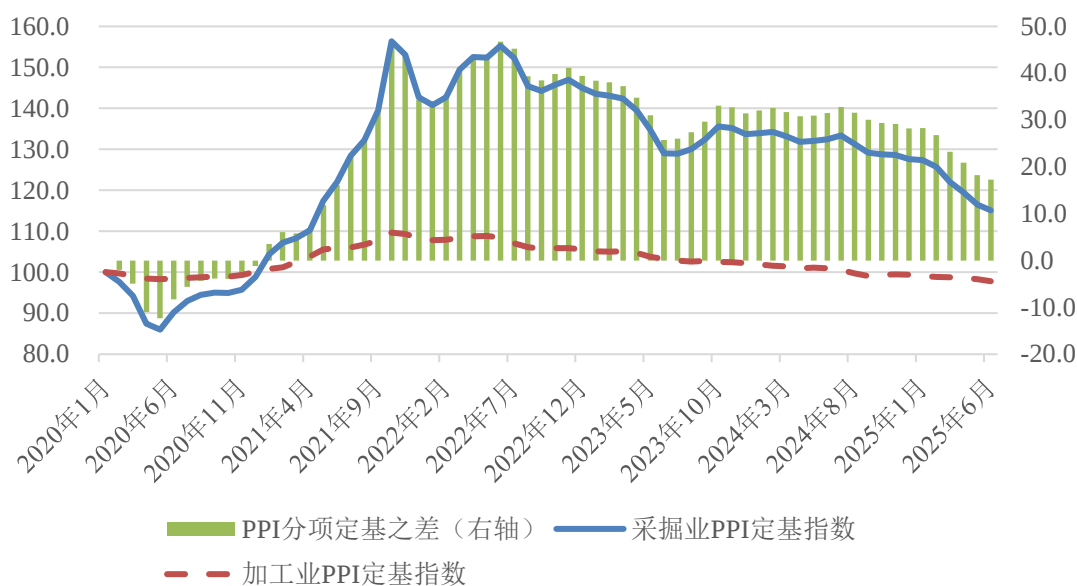


图 8 2020 年 1 月至 2025 年 6 月 PPI 分项定基指数变动情况

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

2024 年，为推动经济回升向好，中国加大了财政货币政策逆周期调节力度。但从 A 股非金融上市公司财务成本和实际税率看，2024 年 A 股非金融上市公司财务费用比与 2024 年相比基本持平，实际税率则较 2023 年上升了 142 个 BP。如果 A 股非金融上市公司实际税率维持在 2023 年水平并保持其他条件不变，那么 2024 年中国上市公司净资产收益率（ROE）会比实际值高出 12 个 BP。

（二）不同行业上市公司利润增长变动情况

2024 年，中国经济仍处在疫后的结构恢复阶段，但结构恢复所带来的向上动能逐步减弱。一些上年利润修复较快的服务类行业，如：社会服务业、传媒业，利润有所下降，交通运输业利润在上年较快增长后，利润增速放缓。农林牧渔业因猪肉价格回升，利润由负转正；受需求较弱和价格下行影响，钢铁行业由盈利转为亏损，建筑材料行业利润明显下降；电子行业可能因出口增长，利润增速由负转正；医药生物行业，因内外需下降，利润有所下降；以国际定价为主的有色金属行业，因价格震荡略有上行，利润增速也由负转正；以国内定价为主的煤炭行业，因价格下降，利润继续保持较大幅度负增长。2025 年一季度，农林牧渔业利润仍保持增长态势；在出口保持较快增长的情况下，电子行业利润也较快增长；家电行业，可能受“以旧换新”政策的带动，利润增长较快。（见图 9）

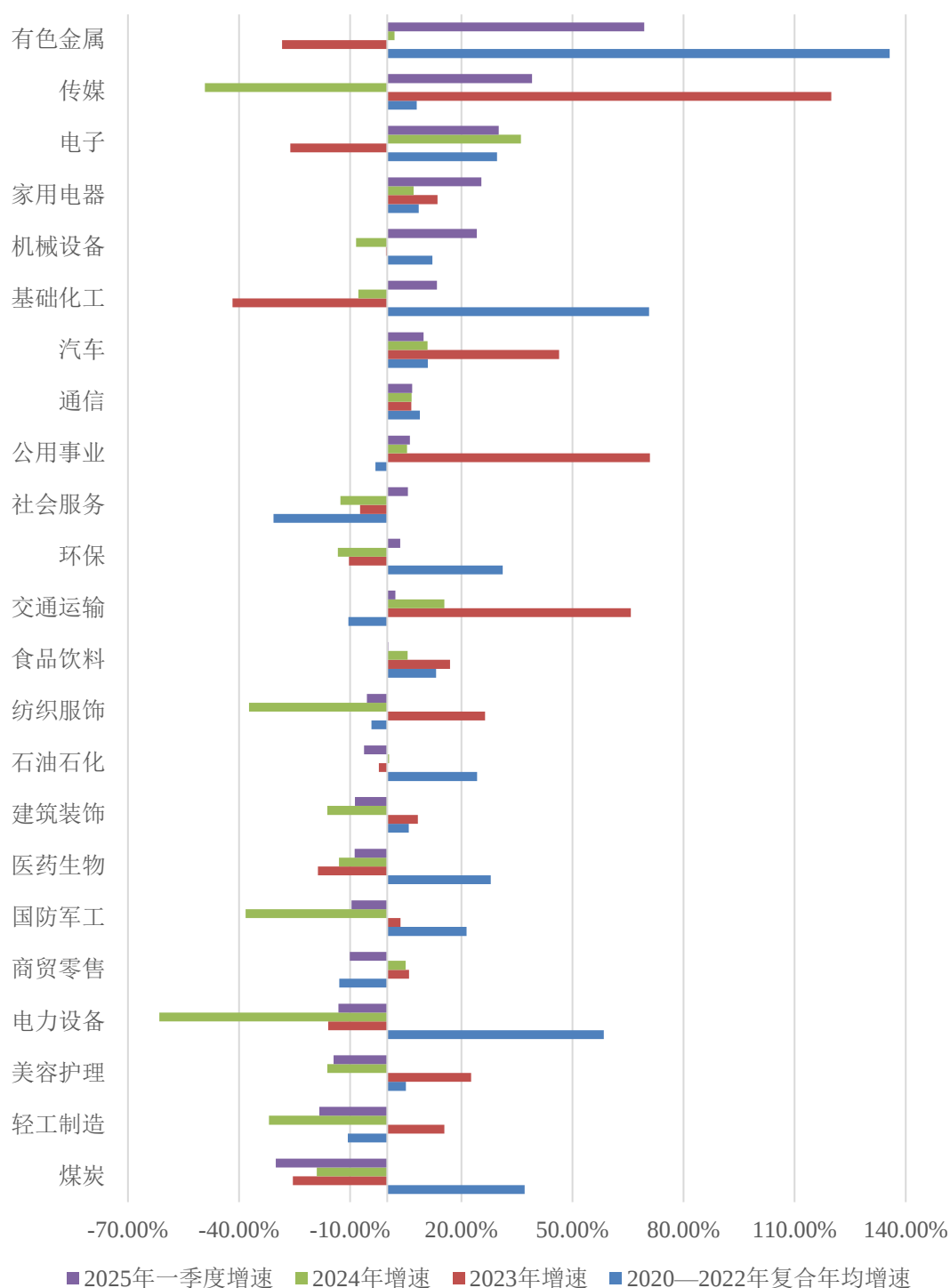


图8 A股上市公司2020年至2025年一季度各行业利润增长变动情况

注：主要包括酒店、旅游的社会服务业2020、2021、2022年利润均为负，2020~2022年利润增速为三年增速的算术平均数，2023年利润转正，2023年增速为2020~2023年四年复合平均增速，2024年增速为2020~2024年五年复合平均增速；农林牧渔、钢铁、建筑材料、计算机行业的利润增速近几年波动较大，为保证作图效果，未在图中标出。

这些行业利润增长变动在公司股价中也有所反映。从各行业具有代表性的股价指数看，在受疫情影响的 2020~2022 年利润增长较快，而在 2023 年至 2025 年一季度亏损或利润增速下行的行业中，电力设备、煤炭、基础化工、医药生物各自对应的申万指数，2020 年初至 2023 年初分别上涨了 112.5%、66.1%、49.7%、14.6%，同期沪深 300 指数下跌 6.4%；2023 年初至 2025 年 6 月末，电力设备、煤炭、基础化工、医药生物各自对应的申万指数分别下跌了 25.4%、5.4%、14.3%、15.6%，同期沪深 300 指数上涨 1.2%。

（三）A 股上市公司的创新转型之路

中国 A 股上市公司不仅包括传统产业公司，近年来，随着科创板开板、创业板改革、北交所成立和全面实行股票发行注册制，一批战略性新兴产业公司陆续登陆 A 股市场，随着中国加快布局未来产业，一批代表未来发展方向的创新型企业也将登陆 A 股市场。在数字化、绿色化、智能化转型推动下，一批传统产业公司也在寻求新突破。

高研发投入是保持和提高公司 and 产品竞争力、实现上市公司高质量发展的必由之路。根据 A 股上市公司年报披露的数据，在受疫情影响的 2020~2022 年，所有行业的研发投入均保持了正增长，且有相当多的行业研发投入增速高于疫情之前。2023 年，除传媒和轻工制造外，其他行业上市公司研发支出仍保持正增长；其中，国防军工、汽车、农林牧渔业上市公司研发支出增速高于 2020~2022 年。2024 年，研发支出下降的行业较 2023 年明显增多，其中不仅包括商贸零售、建筑材料、社会服务、煤炭行业，也包括电力设备、环保、计算机、传媒、轻工制造、公用事业行业。（见图 10）

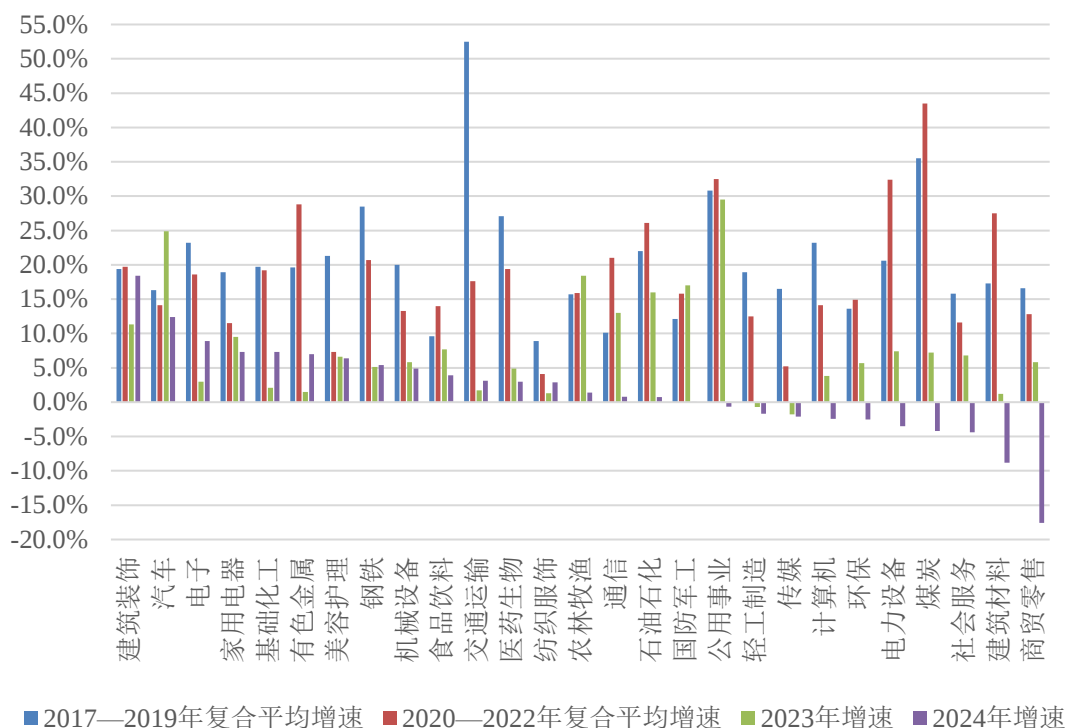


图 10 各行业 A 股上市公司近年来研发支出增长情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

从研发支出与营业总收入之比表示的研发强度来看，疫情发生后的 2020~2022 年，除商贸零售、农林牧渔行业上市公司外，其他行业上市公司研发强度均有所提升；其中，一些行业研发强度年均提升幅度也高于疫情之前。2023 年，中国一些行业上市公司研发强度出现下降，如：社会服务、传媒、纺织服饰行业，主要是受到疫情平稳转段后营业收入快速增长的影响。2024 年，研发强度下降的行业数量增多，包括：计算机、电子、社会服务业、通信、环保、轻工制造行业等，其中电子行业、通信行业研发强度下降，可能是受到出口恢复增长带动营业收入较快增长的影响。（见图 11）

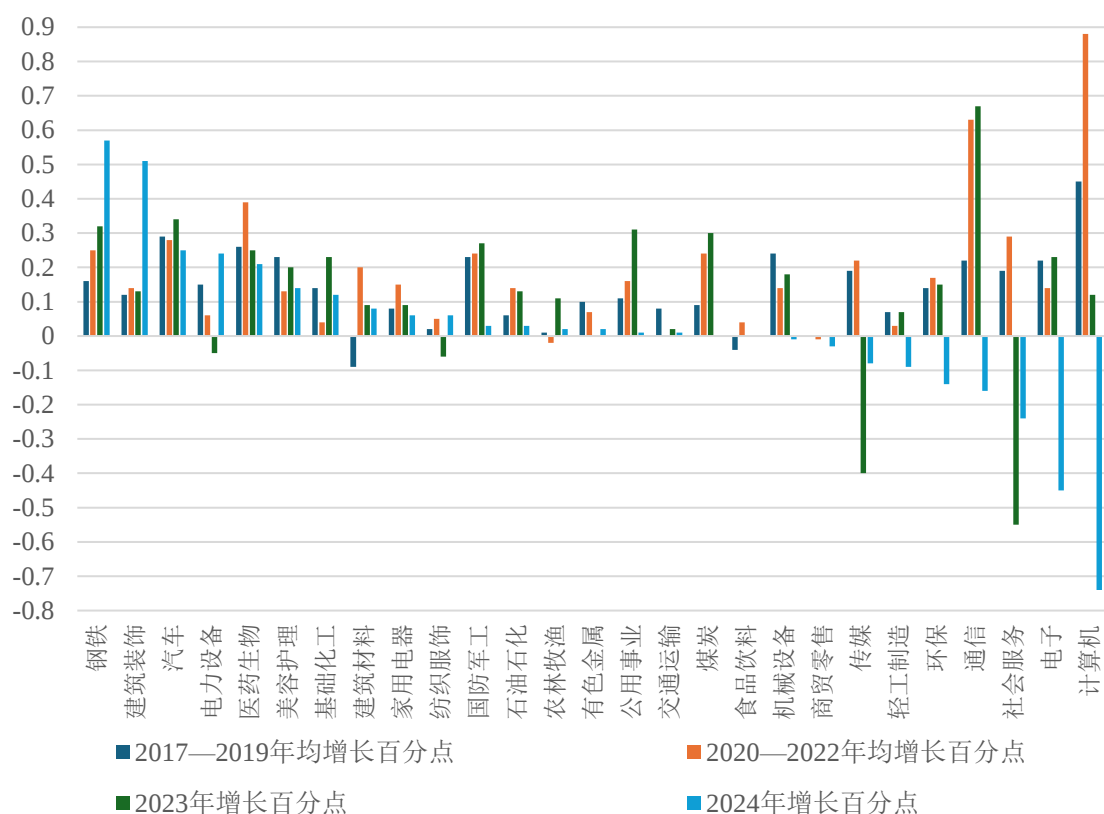


图 11 各行业 A 股上市公司近年来研发强度年均增长情况

资料来源：Wind 资讯金融终端。

四、反“内卷”与提高资本市场质量促发展

从市场创值能力来看，近年来中国 A 股第二、第三产业上市公司都出现了不同程度下降，特别是第二产业上市公司市场创值能力连续 3 年下降且下降幅度较为明显。在第二产业上市公司数量占比接近 3/4 的情况下，其对 A 股上市公司总体资产收益率带来了非常大的下拉作用。实际上，PPI 的涨跌变化与 A 股上市公司盈利水平之间有着非常密切的关系。下半年，国际贸易环境不确定性有可能加大，如果中国外需受到较大冲击，那么一些制造企业“内卷式”竞争的问题可能会进一步加剧。2025 年 7 月召开的中央财经委员会第六次会议强调，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。相关部门也在陆续出台政策措施，这些政策的关键是如何通过供给侧改革使 PPI 尽快企稳回升，以提高企业盈利水平。这有利于从根本上巩固资本市场回稳向好势头。

2025 年，中国证监会协同各方持续推动新“国九条”和资本市场“1+N”政策文件落地见效，打好政策“组合拳”，全力维护市场稳定运行；推动中长期资金入市、公募基金改革、科创板“1+6”政策措施、上市公司并购重组等一批标志性改革取得突破；强化监管，加强打击财务造假、操纵市场、内幕交易等严重违法违规行为力度；稳步推进债券违约、私募基金、融资平台等重点领域风险化解。作为现代金融体系的重要组成部分，资本市场在经济、金融运行中发挥着越来越重要的作用，未来应进一步深化资本市场改革开放，坚持稳中求进、以进促稳，紧扣防风险、强监管、促高质量发展工作主线，努力实现支持经济回升向好与推动自身高质量发展的良性互动。

一是持续巩固资本市场回稳向好势头。近年来，中国包括房产和金融资产在内居民资产出现不同程度的缩水，这制约了居民总体消费率的提升。今年上半年，居民消费率与 2019 年同期相比仍低了 2 个百分点。但应该看到，上半年中国资本市场呈现出回稳向好势头，这一定程度上对冲了房价下跌所带来的负面影响。如果反“内卷”政策能够取得实质性进展，将显著增强 A 股市场的投资吸引力。从资本市场自身建设来说，未来应进一步健全稳市机制，增强市场监测监管和风险应对的有效性、前瞻性，加强预期引导；全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，引导中长期资金入市，健全支持资本市场货币政策工具长效机制，更好发挥市场各参与方的稳市功能。

二是促进新质生产力发展。资本市场在推动科技创新和产业创新深度融合发展中可以发挥重要作用。相较于传统的间接融资模式，资本市场的资源配置和有效激励机制将更有利于实现科技创新与产业创新的深度融合。未来应聚焦服务科技创新和新质生产力发展，增强资本市场制度的包容性、适应性。进一步健全精准识别科技型企业的制度机制，支持优质未盈利科技企业上市；完善科技型企业信息披露规则；优化新股发行承销机制，适时扩大发行承销制度试点适用范围；多措并举活跃并购重组市场，优化并购重组估值、支付工具等机制安排。

三是在加强监管的基础上，进一步推动资本市场高水平开放。高水平开放是资本市场高质量发展的必由之路，稳步推进高水平开放将有力增强国际资本对中国资本市场长期持续健康发展的信心。一方面，要坚定稳妥推动高水平制度型开放，用好两个市场、两种资源，充分研究借鉴境外市场的有益实践，切实增强 A

股市场竞争力、吸引力。另一方面，要着重处理好对外开放与对内改革、“放得开”与“看得清”和“管得住”、在岸与离岸市场等关系，着力提升开放环境下的风险防控水平和监管能力，坚决防范外部输入性风险，推动资本市场高质量发展和高水平安全良性互动。

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

制作单位：国家金融与发展实验室。