

北京大学国家发展研究院《中国经济观察》课题组¹

这次不一样？ ——全球失衡的再审视

《中国经济观察报告》2026年第三季度

二〇二六年九月

¹ 报告执笔人：何晓贝，北京大学国家发展研究院副研究员；黄琛，北京大学国家发展研究院助理研究员

目 录

一、2026 年三季度中国宏观经济运行的特点	3
(一) 内需不足	3
(二) 进出口增长强劲，但高度集中于 AI 相关产业	4
(三) 人民币升值是再平衡的机制	6
(四) 通胀回落，下游低通胀未改善	7
二、全球失衡的再审视	9
(一) 全球失衡：这次不一样？	9
(二) 中国贸易顺差的性质与根源	12
1. 顺差的性质：国内失衡的镜像	12
2. 储蓄—投资失衡是否会持续？	13
(三) “失衡”对中国意味着什么？	16
1. 消费不足压低了投资的实现回报	16
2. 储蓄高且外流受限，投资率被推高至合意水平之上	17
3. 出口对居民收入的传导通道收窄	17
三、小结和政策启示	18

这次不一样？

——全球失衡的再审视

核心观点与政策建议

- 2026 年以来，中国宏观经济运行的突出特征是“分化”，主要表现为三组分化。一是内需与外需的分化。内需不足，出口则相当稳健，外需对经济增长的贡献仍处于历史高位。二是生产与消费的分化。工业增加值同比增速仍维持在 5% 以上，而社会消费品零售总额同比增速回落至 1% 左右。三是行业间的分化。人工智能与绿色转型相关产业对 PPI 回升形成主要贡献，并支撑了工业企业利润修复。
- “分化”既反映新经济快速发展和产品竞争力增强，也带来宏观层面的潜在影响。本轮进出口高增长很大程度上由全球人工智能（AI）资本开支周期带动，物价和企业利润的修复也在很大程度上受 AI 相关行业驱动。若全球 AI 投资周期降温，部分宏观指标可能相应回落。
- 贸易顺差持续扩大，本质上反映国内储蓄相对较高、消费相对不足和投资阶段性放缓的宏观镜像。储蓄—投资失衡既有深层次的结构性原因，也有周期性因素的影响。房地产等周期性因素可能延续，中期看，AI 对劳动力市场的影响也可能对收入分配产生作用。因此，在一段时期内，顺差绝对规模仍可能维持高位。
- 储蓄—投资失衡的影响较为隐蔽，但长期可能对经济增长形成约束。一是消费率较低存在自我强化机制：消费不足使得已形成的产能难以实现预期利润，压低投资回报，居民收入增长随之放缓。二是出口结构已由劳动密集型转向资本密集型，对居民收入的带动效应有所减

弱。三是若投资回报率持续偏低，民间投资增长放缓、就业吸纳能力有待增强、人力资本折旧加快，会对长期潜在增长率形成约束。

- 再平衡的政策空间较大。中长期应着力提升消费占 **GDP** 比重，短期应避免国内投资特别是民间投资出现较快调整。

一、2026 年三季度中国宏观经济运行的特点

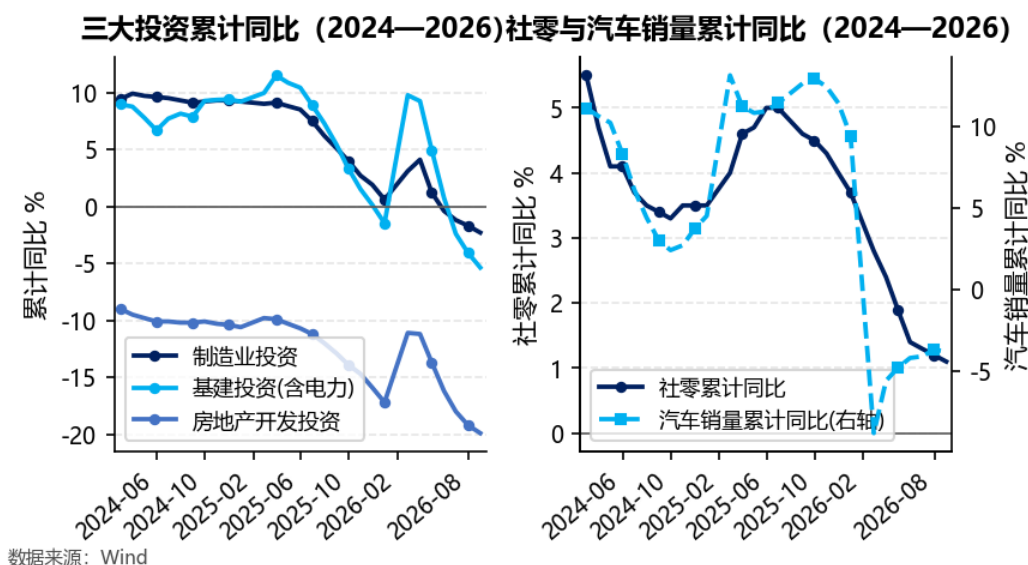
2026 年以来中国宏观经济运行的突出特征是“大分化”。这一特征集中表现为三组分化同时扩大。一是内需与外需的分化。二是生产与消费的分化。三是行业间的分化。

(一) 内需不足

固定资产投资继续下滑，是当前经济最主要的拖累项。固定资产投资累计同比从 3 月的 1.7% 下滑到 8 月的 -7.2%。其中，制造业投资累计同比从 3 月的增长 4.1% 回落至 8 月的 -2.3%，为除疫情时期以外的首次持续负增长；基建投资前八个月累计同比负增长 5.4%，而在 3 月还是 9.2% 的正增长；房地产开发投资前八个月累计同比下降 19.9%。需要指出的是，制造业投资中计算机、通信和其他电子设备制造业投资逆势上升至 8 月的 8.1%，表明人工智能相关投资相对独立于整体投资的下行走势。

消费维持低位运行。社会消费品零售总额累计同比从 5 月的 1.4% 降至 8 月的 1.1%，商品零售当月同比已连续处于 1% 以下（图 1）。

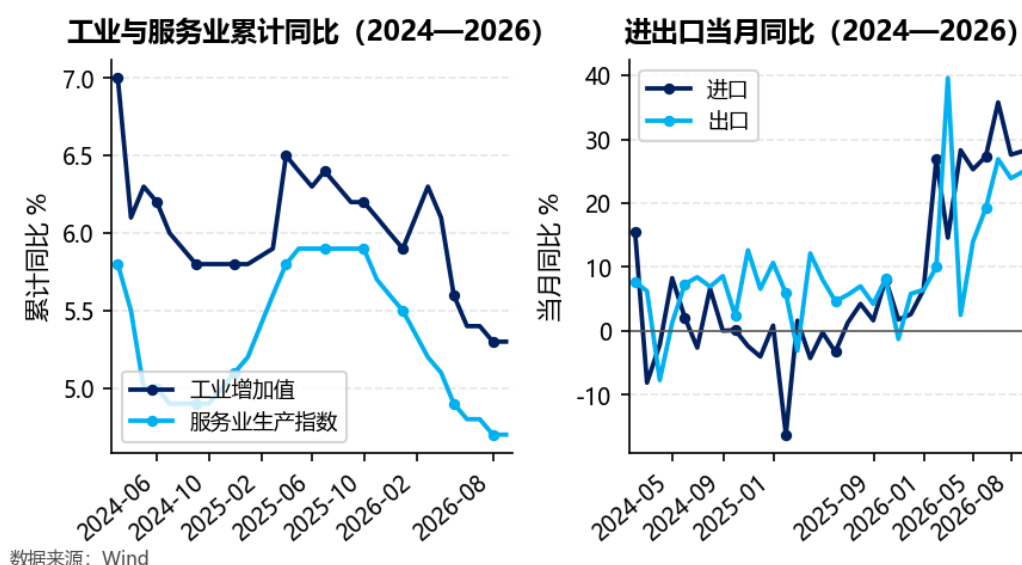
图 1 三大投资与社零、汽车销量累计同比（2024—2026）



(二) 进出口增长强劲，但高度集中于 AI 相关产业

内外需的背离在三季度进一步加剧。与投资 and 消费形成对照的是，进出口维持高增长，2026 年前八个月进口累计同比增长 27.0%，出口累计同比增长 19.3%，8 月当月进口增长 28.2%、出口增长 25.0%（图 2）。

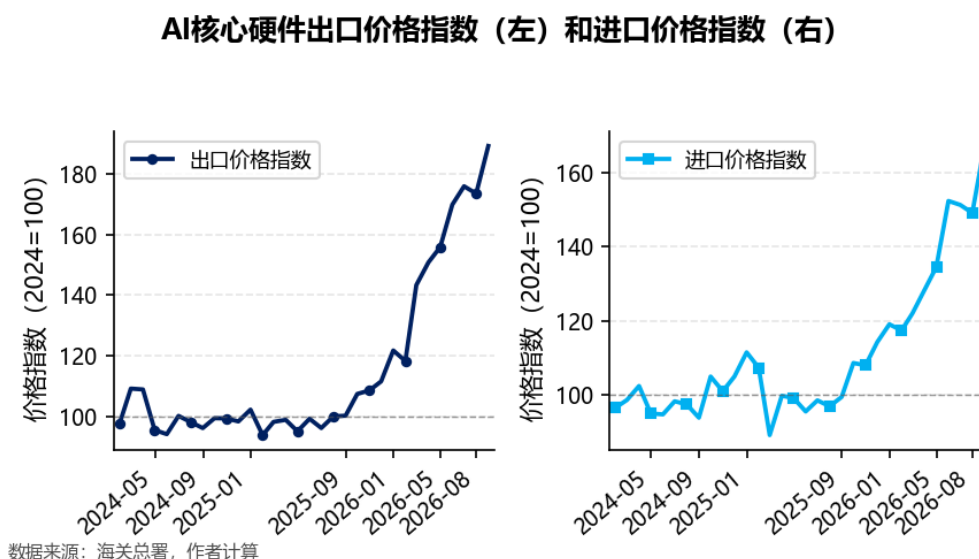
图 2 工业与服务业累计同比及进出口当月同比（2024—2026）



细分到产品层面，产品集中的特征进一步强化。进口和出口增量几乎全部来自人工智能和绿色转型产业链相关品类。进口端，前八个月增长贡献排名前五的品类全部与人工智能产业链相关。其中，人工智能核心算力相关的集成电路和存储部件这两个品类，合计贡献了近 1800 亿美元的进口增量，占前八个月进口增量的约 40%。出口端呈现同样的结构。前八个月出口增长贡献排名前八的品类中，电子元件、集成电路、自动数据处理设备及零部件三个人工智能核心品类合计贡献了出口增量的 72.1%。“新三样”产品——电动载人汽车、蓄电池和太阳能电池——合计贡献出口增量的 11.3%，是人工智能之外的第二大增长点。换句话说，当前中国进出口的高增长，大部分由全球人工智能资本开支周期驱动，而非国内需求的改善。

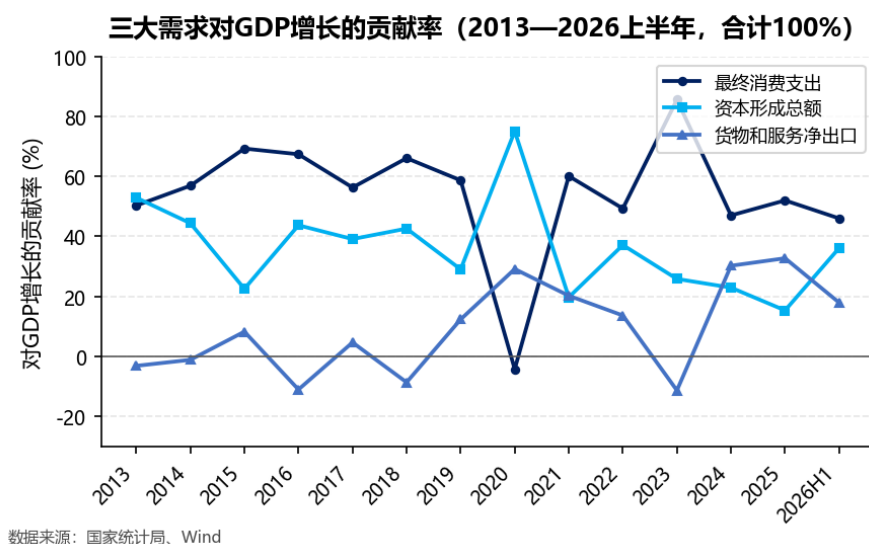
把进出口金额的增速进一步拆解为价格与数量两个部分，可以看到三类产品的价格与数量表现存在明显差异：占出口绝对大头的人工智能相关产品呈现“量缩价升”，新能源车是“量升价平”，劳动密集型产品则“量平价跌”。进口端增量更集中于人工智能相关产品，“量缩价升”的特征因此更为突出。这表明，本轮进出口的高增长很大程度上由全球 AI 资本开支周期驱动——一旦 AI 投资降温，进出口的高增长可能迅速逆转，且价格下滑可能快于数量下滑。

图 3 AI 核心硬件出口价格指数（左）与进口价格指数（右）（2024=100）



从更长的时间维度看，上述分化也清晰地反映在三大需求对经济增长的贡献结构上：净出口的贡献显著上升，而资本形成的贡献持续走低（图 4）。

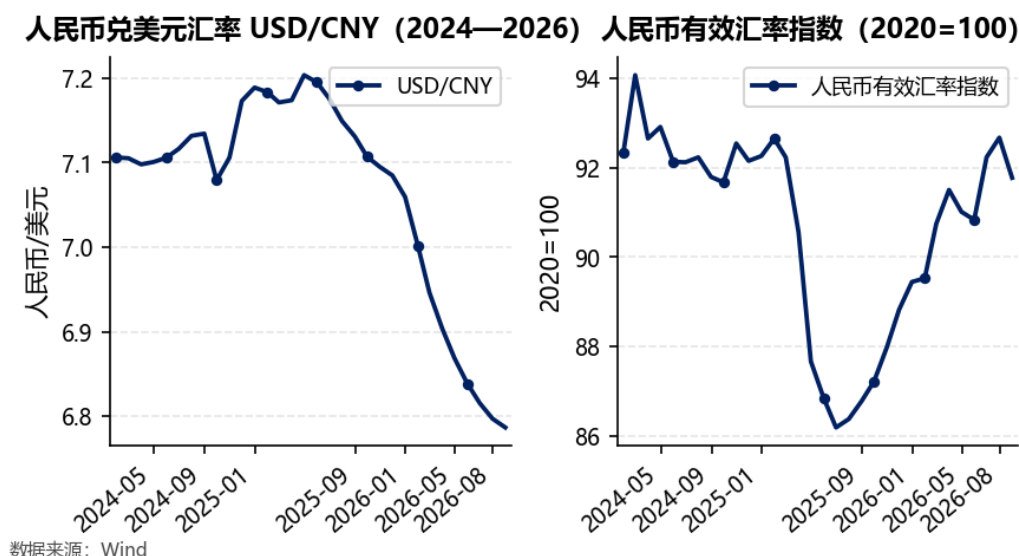
图 4 三大需求对 GDP 增长的贡献率（2013—2026 上半年）



(三) 人民币升值是再平衡的机制

在此背景下，美元兑人民币汇率由年初的约 7.1 降至 8 月的约 6.8，人民币对美元八个月累计升值约 4.4%；人民币有效汇率指数由年初的约 87 回升至 8 月的约 92，累计升值约 5%（图 5）。人民币汇率升值是再平衡机制和宏观稳定器，在于其通过相对价格调整，在外部需求偏强、顺差扩张时温和抑制出口部门的顺差动能，同时提升进口购买力、改善贸易条件并提高居民实际收入，从而在结构上促进内外需、消费与投资的再平衡。

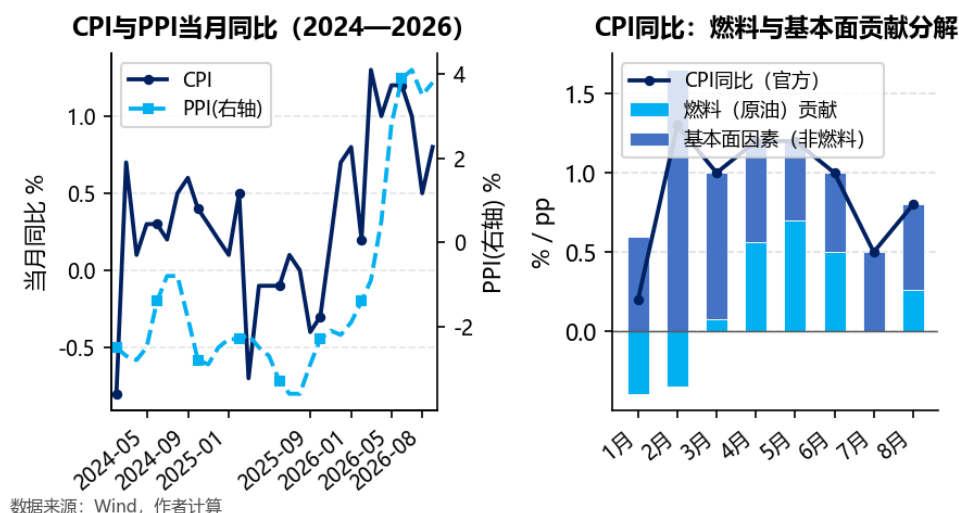
图 5 人民币兑美元汇率（左）与人民币有效汇率指数（右）



(四) 通胀回落，下游低通胀未改善

三季度通胀最显著的变化，是二季度由原油价格推动的涨价动能趋于消退。居民消费价格指数（CPI）同比在 7 月和 8 月分别为 0.5% 和 0.8%，显著低于二季度的水平；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比在 7 月和 8 月分别为 3.5% 和 3.8%，相比二季度高峰有所回落。CPI 的波动主要由原油价格主导，剔除燃料后的核心通胀在 4 至 8 月稳定在 0.5% 左右（图 6）。

图 6 通胀回落



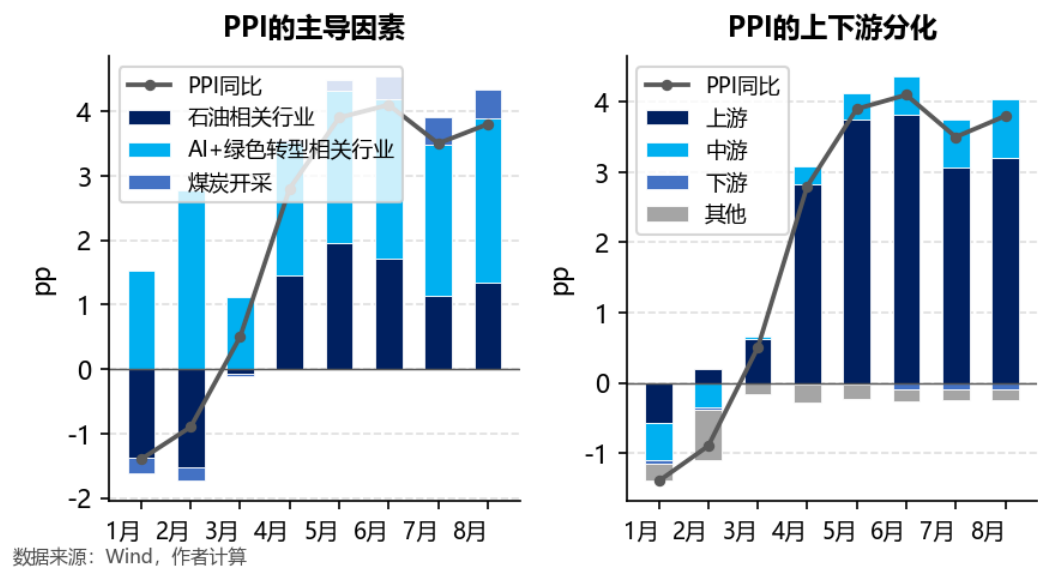
AI 和绿色相关投资²加总超过石油行业，成为 PPI 的主要驱动因素。石油相关行业的贡献从 5 月的 2 个百分点回落至 8 月的 1.41 个百分点，AI 和绿色投资相关行业的贡献从 5 月的 2.40 个百分点升至 8 月的 2.69 个百分点。影响 PPI 的其它因素主要是煤炭行业的阶段性上行。

PPI 总体体现的是“上游热、中游温、下游冷”的分化格局，下游低通胀并未改善：7—8 月上游贡献平均 3.34 个百分点，中游贡献 0.80 个百分点，而下游 14 个消费品行业的贡献从二季度的负 0.05 个百分点下降至负 0.10 个百分点，其余行业合计仍为负贡献（图 7）。PPI

² AI 和绿色转型相关行业指的是有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业

尚未显示需求面的全面回升，经济仍运行在潜在产出之下，负的产出缺口没有收窄，低通胀压力并未真正解除。

图 7 PPI 贡献分解



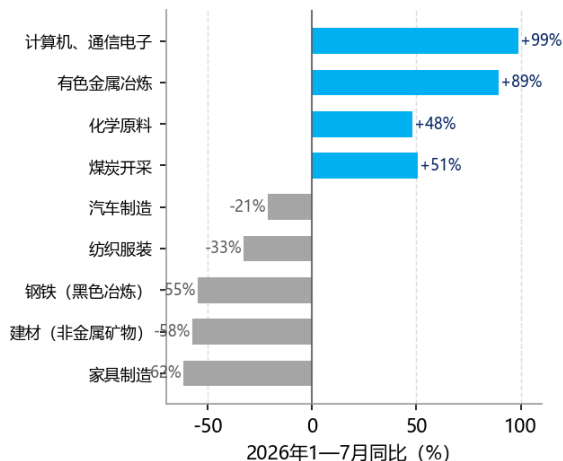
价格的变化也体现为工业企业利润的变化。工业企业利润在经历2022—2024年连续三年负增长、2025年微幅回正之后，2026年出现明显反弹，前七个月累计同比增长17.6%。然而，2026年的反弹同样高度集中。计算机、通信和其他电子设备制造业一个行业的利润增量，即贡献了制造业整体增量的约85%；其余增量主要来自有色金属、化学原料、煤炭等上游大宗品价格的回升（图8）。房地产相关行业与劳动密集型行业的利润仍在深度收缩。

图 8 规模以上工业企业利润（2022—2026 年 7 月）

规模以上工业企业利润总额累计同比（2022—2026年7月）



分行业利润同比：AI与上游上行，地产链下行



数据来源：Wind（规模以上工业企业利润总额，分行业累计值），截至2026年7月。

二、全球失衡的再审视

中国宏观运行也对国际经济和贸易格局产生溢出效应：内需与外需、生产与消费之间的分化，正日益被国际社会置于全球失衡讨论的中心。在刚刚结束的 G20 财长和央行行长会议上，各方对中国持续扩大的贸易顺差、出口导向增长模式以及所谓“非市场政策”引发的全球失衡问题展开了密集讨论。与此同时，IMF、OECD 等国际机构也持续发布相关分析，关注中国贸易顺差、产能与全球经济溢出效应等问题，反映出国际社会对全球失衡问题的讨论正在显著升温。

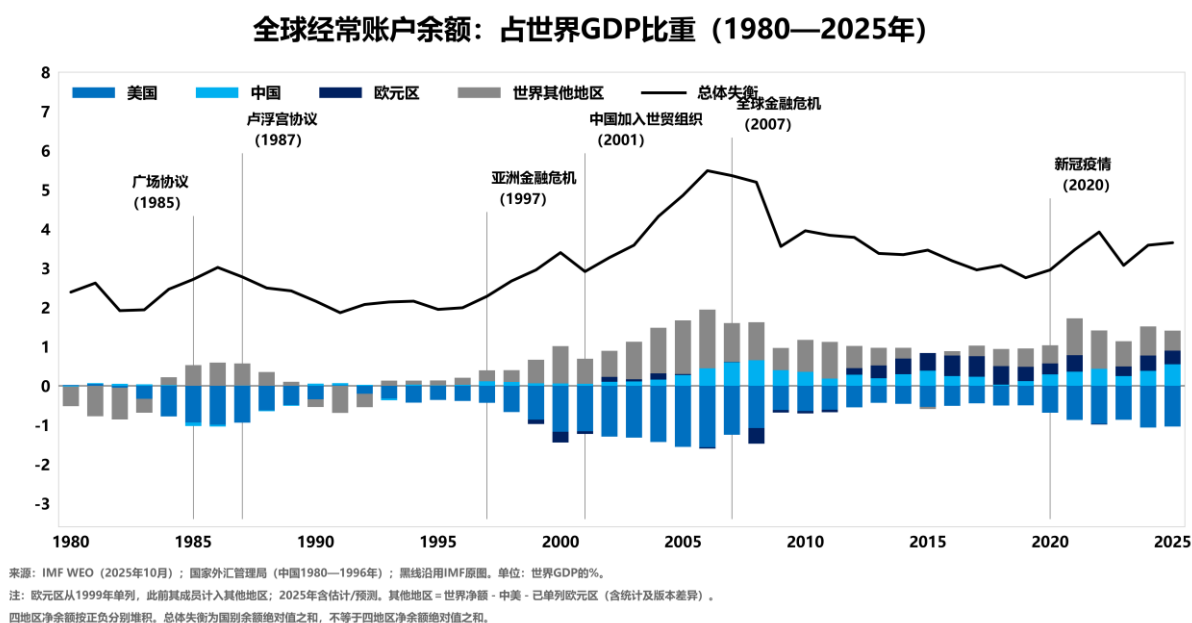
（一）全球失衡：这次不一样？

历史上全球贸易失衡并不罕见，但持续扩大的失衡往往伴随大规模资本流动，并多次以经济危机收场。2008 年全球金融危机即为典型：2006—2007 年前后，全球经常账户失衡规模一度达到世界 GDP 的约 5.5%。危机后失衡明显缓解，2019 年前后降至约 2.8%；疫情后再度上升，2025 年约为全球 GDP 的 3.6%（图 9）。可见本轮失衡并未达到危机前高点，而是金融危机后持续十余年的再平衡进程出现逆转。

上一轮全球失衡出现在 2000 年代初，美国以家庭债务扩张支撑过度消费，美国的贸易逆差伴随居民部门杠杆上升，最终以房地产市场

泡沫和金融危机收场；本轮失衡的特征则有所不同，美国以政府债务扩张支撑过度消费，欧洲投资不足，中国消费不足。

图 9 全球经常账户余额：占世界 GDP 比重（1980—2025 年）



既然规模并非历史最高、时间也尚短，为何仍在全球引发广泛关注？原因主要有二：一是本轮失衡更为集中，美国经常账户逆差与美国财政赤字的扩大息息相关，而美国公共债务直接触及美债这一全球最大安全资产的信用基础；二是中国顺差的结构性回升，使全球供给格局的影响被重新审视。

其一，失衡更为集中，美国作为主要的贸易逆差国，其贸易赤字在疫情后持续扩大。这与美国的财政赤字扩张息息相关。美国联邦债务总额已超过 40 万亿美元，债务占 GDP 比重超过 120%，财政赤字持续维持在 GDP 的 6% 左右，净利息支出约占联邦财政收入的 18%，而 2021 年这一比例还不到 10%。许多研究（近期例如 Obstfeld 2025；Bayoumi 和 Gagnon 2025 等）表明，美国财政赤字通过降低国民储蓄，会显著推高贸易逆差与经常账户逆差。作为主要贸易逆差国，其逆差

的重要来源是财政赤字的大幅攀升，这直接引发对美债这一全球最大安全资产的风险担忧。

尽管美国政府直接违约的概率很低，但市场信心变化和美国的政策决策可能触发不同的金融风险情景。例如，投资者信心下降推高美国国债利率，造成金融渠道的风险传染。如果美国政府或美联储直接、间接地以货币化方式融资，通过通胀稀释债务，其社会后果包括购买力与储蓄被侵蚀、财富再分配，乃至政治动荡。这会促使投资者索要更高的未来利率，值得注意的是，仅仅是对美联储独立性或财政支配的担忧，就足以推高通胀风险溢价。即便是美国政府决定降低赤字，如果财政紧缩过快或处理不当，其代价也可能是深度且长期的衰退。这些潜在风险也会对中国造成冲击，这也是本轮失衡备受关注的重要原因。

其二，中国新兴产业的国际竞争力不断增强，引发国际上对中国产业政策与补贴的争论（例如 OECD，2026）。中国经常账户顺差占 GDP 比重在经历多年下降后，自 2020 年以来、尤其是 2024 至 2025 年显著回升。尽管当前顺差相对于 GDP 的规模较 2007 年 10% 的高点明显回落（2025 年为 3.8%），但同期中国的名义 GDP 由约 3.61 万亿美元增至 18.75 万亿美元，顺差总额由约 3532 亿美元增至约 7100 亿美元，绝对规模与全球影响却进一步上升。这解释了为何中国贸易顺差占 GDP 比重远低于危机前，海外却仍感受到较强的中国供给冲击。在此背景下，当前国际社会上对失衡的讨论在很大程度上聚焦来自中国的进口竞争、高科技竞争以及制造业就业流失的地理集中，并将矛头指向中国的产业政策。

然而，现有证据并不支持将微观产业政策视为全球失衡的主要来源。IMF 的系列研究（Gourinchas et al., 2026 以及政策报告）指出，部门性补贴等“微观产业政策”主要改变产业间资源配置，覆盖范围有限，

通常难以显著改变一国总储蓄和总投资。英格兰银行（2026）对42个经济体的实证研究发现，产业政策本身对经常账户的影响并不显著；即使中国当前产业政策强度翻倍，所对应的顺差增幅也仅约为GDP的0.4个百分点，属于二阶的影响。

除了产业政策，贸易政策也仅能影响双边贸易流向，但不能改变全局性的贸易失衡问题。2018年以来的中美贸易摩擦提供了一个直接案例。美国对华商品贸易逆差由2017年的3752亿美元降至2025年的2021亿美元，缩小约46%；但同期美国对全球商品贸易逆差却由7924亿美元扩大至1.24万亿美元，增幅约57%。2017年美国经常账户逆差占GDP比重为1.9%，2025年则达到GDP的3.6%。这说明，关税政策显著改变了美国的进口来源，却没有同步缩小美国整体的外部失衡。贸易顺差和逆差实质上反映的是宏观层面的储蓄和投资差额。换句话说，如果主要经济体的储蓄、投资和国内需求结构没有相应调整，全球失衡更可能表现为国别间的重新配置，而非根本消失。

（二） 中国贸易顺差的性质与根源

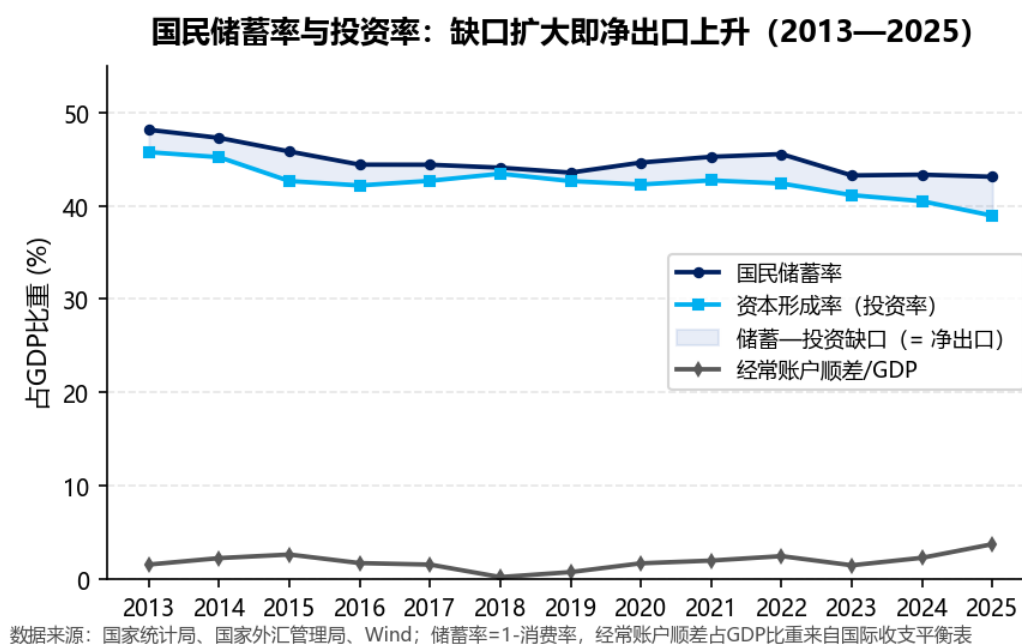
1. 顺差的性质：国内失衡的镜像

从国民收入恒等式看，贸易顺差（净出口）等于国民储蓄与国内投资的差额（ $NX=S-I$ ）。因此，顺差本质上是国内储蓄—投资缺口的镜像。中国的储蓄占GDP比重43%，跟国际水平相比一直很高（全球平均26%）。

中国的储蓄率从2013年的48%缓慢降至2025年的43%，同期投资率（资本形成占GDP比重）也从46%降至39%，下降7个百分点。两者之间的缺口从2013年的2个百分点扩大至2025年的4个百分点，这个缺口在国民核算上正是净出口（图10）。中国企业部门的储蓄率和居民部门的储蓄率均比较高。从资金流量表看，企业部门储蓄占增

加值比重约 30%，显著高于主要经济体平均水平（15%—20%）；居民部门储蓄率（储蓄占可支配收入）约 34%，不但明显高于美国（3-5%）和欧盟（12-15%）的水平，亦明显高于大多数发展中国家的水平（通常在 10%—20%区间）。

图 10 国民储蓄率与投资率缺口扩大（2013—2025）



2. 储蓄—投资失衡是否会持续？

影响中国贸易顺差的因素可归结为周期性因素与结构性因素。中国的特殊性在于储蓄与投资“双高”同时并存，二者都有深层的结构性因素支撑。结构性因素是慢变量，影响储蓄形成机制本身。企业部门储蓄占增加值比重较高，与现金分红比例偏低、国有企业利润上缴与再投资机制有关。居民部门储蓄率（居民储蓄占可支配收入比重）中相当部分属于应对养老、医疗、教育等预期支出的预防性储蓄，在社会保障不足或质量不高的条件下，收入增长难以同步转化为消费。

结构性因素决定顺差的长期水平，周期性因素直接影响国内的投资水平，决定顺差周期波动。一个典型的因素是房地产市场。房地产

投资占固定资产投资 17%（2020 年还占 27%）。2022 年以来房地产市场深度调整，带动钢铁、建材、相关中间品需求锐减。房地产开发投资自 2022 年起持续负增长，2026 年前八个月累计同比下降 19.9%，尚无放缓的迹象。房地产下行对内需的影响不仅限于固定资产投资，还包括对政府部门和居民部门的影响。房地产下行导致土地出让金大幅下滑，政府性基金收入和支出随之收缩，进而拖累基建投资。土地出让收入和政府性基金收入自 2022 年以来持续负增长（图 11）。相比较而言，居民部门温和去杠杆，但过程可能更久。将中美日三国的居民杠杆率按各自峰值对齐比较：美国居民杠杆率在 2007 年四季度见顶后，持续下滑十余年；日本在 2000 年见顶后的去杠杆更为缓慢，经历了漫长的资产负债表修复。相比之下，中国居民杠杆率 2024 年一季度才见顶，去杠杆进程很可能还会持续（图 12）。因此，短期内房地产因素仍将是顺差的“放大器”。

图 11 政府性基金收支与土地出让收入累计同比（2023—2026）

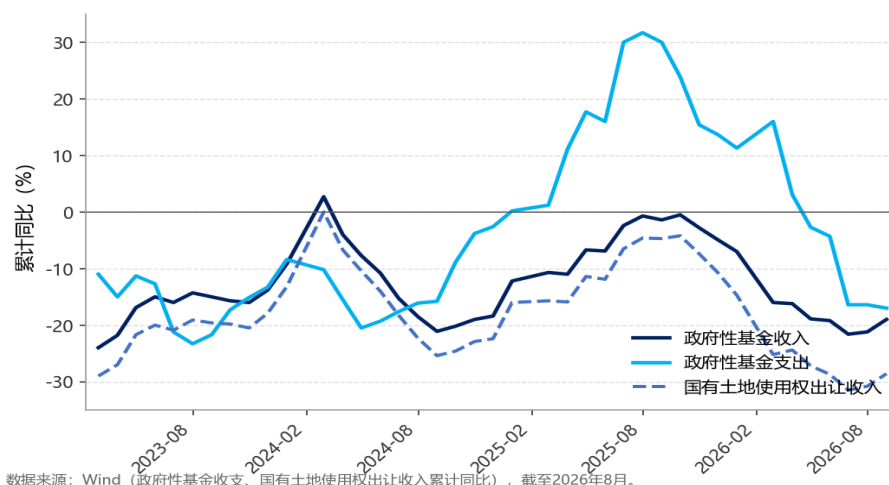
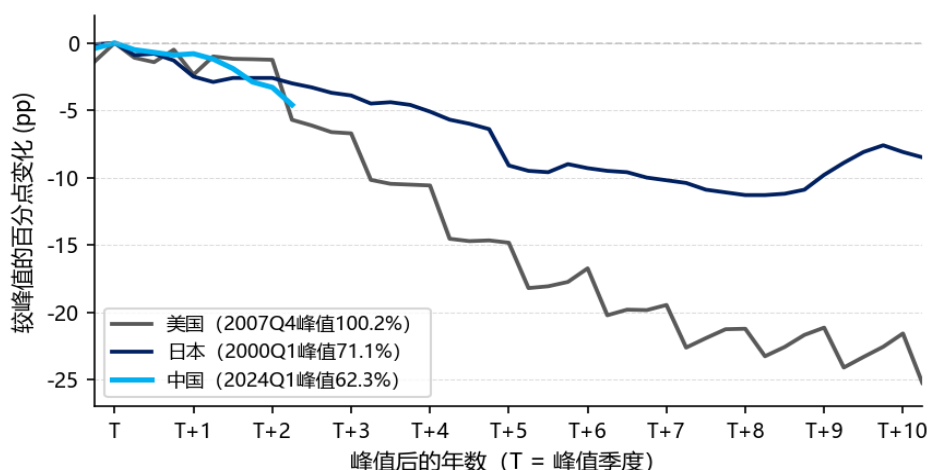


图 12 中美日居民杠杆率峰值对齐：中国去杠杆刚刚开始

中美日居民杠杆率峰值对齐：中国去杠杆刚刚开始



数据来源：FRED、BIS、国家资产负债表研究中心（中国社会科学院）

中期内另一个重要的影响因素是 AI。就其对居民收入的影响，Korinek et al.（2026）认为，在极端情景（即 AI 具有变革性影响的情景）下，到 2030 年，AI 将完成当今近一半的认知（cognitive）工作。届时 GDP 年增长率升至 15%，劳动收入份额从 60% 降至 45%。Brynjolfsson 等（2026）基于就业市场微观数据的追踪研究表明，尽管尚未发现经济层面出现大规模岗位流失的证据，但在受 AI 影响的职业中，年轻劳动者（22—25 岁）的就业人数较其保持与受 AI 影响较小同龄人同等增速的反事实水平低了 19%，且这一分化自 2025 年 8 月首次观测以来呈持续扩大态势。

AI 对劳动力市场的冲击并非均匀分布，而是呈现“中间重、两头轻”的格局。最高收入档位，即资本所有者、顶层管理者以及高度依赖创造性和判断力的岗位，受到的直接冲击相对较小；最低收入档位的体力型岗位（建筑、护理、基础服务）短期内也难以被机器完全替代。冲击最集中的是中间档位：从事常规认知型任务的劳动者，其工作内容正是大语言模型最擅长的领域。更值得关注的是“二次挤压”：当中间档位劳动者因替代而收入下降甚至失业时，其中相当部分将转向更低技能门槛的岗位（外卖配送、网约车、基础服务业），增加低收入档位的劳动供给并压低其工资。简言之，人工智能的收入冲击呈

“中间重、两头轻”的格局，而中间档位的失业与降级又通过劳动供给渠道传导至底层。

AI 对劳动力市场和收入分配的影响主要通过两个渠道（Kudoh 与 Miyamoto, 2025）。第一个渠道是高低收入组之间收入增速的分化：高收入人群收入增长加快，低收入组增长放缓。由于低收入群体的可支配收入中用于消费的比例远高于高收入群体，在整体收入增长维持不变的情况下，总体平均消费倾向下降。值得注意的是，分化越靠近顶端，杀伤越大。第二个渠道造成的损失更大，即 AI 冲击造成认知型从业者技能降级、收入绝对额下降。部分中高收入劳动者将被迫永久性转入低门槛岗位，收入从高收入组水平跌至中低收入组水平。总体来看，这使居民收入的绝对值和消费的绝对值双双下行。这是一种独立于总收入波动的纯结构效应，也意味着单纯的总量型刺激难以对其对冲。

总体而言，短期来看，由于周期性因素，顺差的绝对规模仍可能维持高位；中长期顺差是否收窄则取决于再平衡政策的力度与效果，且 AI 对劳动力市场的影响需要持续关注。

（三）“失衡”对中国意味着什么？

2025 年，中国最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口占 GDP 的比重分别为 56.9%、38.9%、4.2%。后两项合计 43.1%，即国内总储蓄率，意味着中国每年产出的四成以上未用于当期消费。而在最终消费中，居民消费仅占 GDP 的约 39%，世界平均水平约为 55%。这一结构性缺口通过三条渠道作用于中国经济。

1. 消费不足压低了投资的实现回报

消费不足的直接后果，是已形成的产能无法在预期价格上完成销售，即投资的已实现回报（ex post return）低于事前预期，企业也据

此调整投资行为：2025 年民间投资下降 6.4%；2026 年 1—8 月，民间投资降幅扩大至 10.1%。民间投资的收缩是企业自主决策的结果，构成预期回报偏低最直接的显示性证据。价格是内需不足以出清全部产出时的调节变量，GDP 平减指数同比自 2023 年以来持续为负（直到 2026 年 2 季度）。价格下降影响企业利润，从而影响居民收入，进一步压低消费增长。

2. 储蓄高且外流受限，投资率被推高至合意水平之上

消费不足所形成的储蓄，其向外配置同时受资本项目管理与对外资产收益结构的约束，规模与形式均受限；余下部分只能由国内投资吸收，投资率因而被推高至合意水平之上。中国资本形成占 GDP 的比重长期高企，2025 年仍达 38.9%，显著高于全球平均水平（约 26%）。

投资规模越大，资本边际回报越低。资本产出比（为获得单位产出所需投入的资本量）持续上升，表明存在资源错配与投资生产率下降；增量资本产出率（ICOR，即每新增一单位产出所需的资本增量）从 2010 年的 4.3 上升到近两年 8 左右，多方估算的资本回报率亦呈趋势性回落。与此同时，行业间与所有制间资本回报的离散度扩大，反映错配程度上升。

3. 出口对居民收入的传导通道收窄

出口可以推动 GDP 增长，但其对居民收入的拉动作用，随出口结构资本化而递减。三十年前中国出口以纺织服装、玩具、家具等劳动密集型产品为主，占比达 34.3%，是资本技术密集型产品（3.8%）的九倍。此类产品增加值中劳动报酬占比较高（约 40%—50%）、就业吸纳能力强。到 2026 年，资本密集型产品在出口的占比达到 51%左右，而劳动密集型产品的出口占比下降到 15%左右。资本密集型产品增加值中资本报酬占比高、劳动报酬占比低（约 20%—30%），就业

吸纳能力弱。因此，出口规模虽仍在增长，但依靠扩大出口来改善居民收入的难度，已明显大于过去。

简言之，若“失衡”状态长期持续，其潜在影响值得关注：投资回报率可能趋于下行，长期增长潜力受到制约；收入分配差距可能扩大，进而抑制消费，并对经济增长形成进一步约束。

三、小结和政策启示

2026 年以来，中国宏观经济运行的突出特征是“分化”，主要表现为三个方面。一是内需与外需的分化。内需修复相对温和，外需表现相对稳健，外需对经济增长的贡献仍处于历史高位。二是生产与消费的分化。工业增加值同比增速仍维持在 5% 以上，而社会消费品零售总额同比增速回落至 1% 左右。三是行业间的分化。人工智能与绿色转型相关产业对 PPI 回升形成主要贡献，并支撑了工业企业利润修复。

中国宏观运行也对国际经济和贸易格局产生溢出效应，体现为经常账户顺差规模占全球 GDP 的比重改变了国际金融危机后逐步收窄的趋势，疫情后有所扩大，近两年进一步上升，国际社会对贸易失衡问题的关注有所上升。既有研究普遍表明，产业政策和贸易政策主要改变行业间资源配置和双边贸易流向，难以改变宏观层面的储蓄—投资平衡。

中国的高储蓄与高投资均受深层次结构性因素影响。储蓄率虽缓慢下降，但近期投资率下降更快，其中也反映了周期性因素的影响。若这些因素在短期内延续，则储蓄—投资缺口（对应净出口）在短期内可能继续存在。中期看，人工智能对劳动力市场的影响可能进一步制约消费增长，并对储蓄和投资缺口形成扩大压力。

储蓄投资失衡的代价较为隐蔽，但长期会拖累经济增长。居民消费偏低，使投资回报率面临约束，并通过物价与企业利润渠道影响居

民收入增长。若投资回报率持续偏低，民间投资增长放缓、就业吸纳能力有待增强、人力资本折旧加快，会对长期潜在增长率形成约束。因此，通过政策调整边际缓解并逐步改善这一趋势，对中长期经济增长具有重要意义。

上述分析具有明确的政策含义：中长期应着力提升消费占 **GDP** 比重，短期应避免国内投资特别是民间投资出现较快调整。一是落实“十五五”规划纲要提出的“居民消费率明显提高”目标。核心在于健全社会保障体系，将财政支出更多向边际消费倾向较高的人群倾斜。具体可包括：分阶段提高城乡居民基础养老金；提高育儿补贴并逐步将覆盖范围从 3 岁延长至 12 岁；规范劳动力市场，推动社保应缴尽缴，减少劳务派遣和同工不同酬等现象；密切关注 AI 对劳动力市场的影响，避免收入分配恶化，并做好政策储备。二是为缓释国内投资特别是民间投资的短期调整压力，逆周期政策可发挥一定作用，同时应减少市场准入壁垒和制度性限制，尤其加快服务业开放，增强民间投资活力。