

样式定义：尾注引用

样式定义：批注引用

北京大学国家发展研究院《中国经济观察》课题组¹

原油价格冲击：宏观影响与经济韧性

《中国经济观察报告》2026 年第二季度

二〇二六年六月

¹ 报告执笔人：何晓贝，北京大学国家发展研究院副研究员。

目 录

原油价格冲击：宏观影响与经济韧性 1

核心观点与政策建议： 1

一、 2026 年上半年中国宏观经济运行的特点 2

 (一) 上半年经济增速前高后低 2

 (二) 进出口增长强劲，但高度集中于 AI 相关行业 4

 (三) 油价冲击带动通胀上行，挤压中游制造业利润 6

二、 油价冲击的宏观影响分析 10

 (一) 霍尔木兹海峡封锁及原油价格 10

 (二) 油价冲击的宏观影响评估 12

 1. 油价冲击已经造成了多少损失？ 14

 2. 若原油价格全年维持在高位，会造成多大影响？ 15

 (三) 政策含义 17

原油价格冲击的宏观影响与经济韧性

核心观点与政策建议：

- 2026 年上半年中国宏观经济的边际变化主要由两个外部因素主导：全球人工智能（AI）投资需求的快速扩张，以及霍尔木兹海峡封锁带来的国际原油价格冲击。
- 整体经济呈现“前高后低”、“外热内冷”、“结构分化”的特征。一季度实现开门红，进入二季度后固定资产投资和社会消费品零售总额均出现负增长。尽管进出口保持强劲增长，但结构高度集中，AI 相关行业几乎成为支持贸易增长的唯一动力。
- 原油价格推动通胀明显回升，但缺乏持续性基础。CPI 近四年来首次持续高于 1%，PPI 在连续三年多负增长后快速跃升。然而，PPI 涨幅高度集中于上游环节，并未向下游实质性传导。中游制造业则承受上游成本攀升、下游需求疲软的挤压。这种结构性分化是理解当前企业投资低迷的关键。
- 作为全球最大的原油进口国，油价供给冲击主要通过成本推动渠道影响国内经济增长与物价水平。2026 年 3 至 6 月的高油价导致工业增加值的累计损失约占全年的 0.5%，对通胀的影响较为短暂。
- 基于上述分析，本报告提出以下关键判断和政策方向：当前通胀回升的可持续性较弱，断言“走出通缩”为时尚早。宏观政策的重心应聚焦于稳定产出，对冲经济增速的下行压力；同时，应加速能源转型与结构优化，提升宏观经济的长期韧性。

回顾 2026 年上半年——“十五五”规划的开局之年——中国宏观经济的边际变化几乎被两个外生变量所主导：一是全球人工智能（AI）投资需求的快速扩张，二是 2026 年 2 月底美国与以色列对伊朗实施军事打击之后爆发的霍尔木兹海峡危机及其引发的原油价格冲击。无论从产出指标还是从价格指数来看，理解中国经济形势变化，都必须从这两条主线出发。本期报告首先描述上半年宏观经济运行的主要特征，随后聚焦分析油价冲击对宏观经济的影响，在此基础上讨论政策应对。

一、2026 年上半年中国宏观经济运行的特点

（一）上半年经济增速前高后低

一季度经济实现开门红，GDP 同比增速 5.0%，1 至 2 月工业增加值累计同比达 6.3%。然而进入二季度后，经济增长动能明显减弱：4 至 5 月工业增加值均值为 4.3%，较一季度回落明显；服务业生产指数累计同比从 2 月的 5.2% 下滑至 5 月的 4.8%（图 1）。

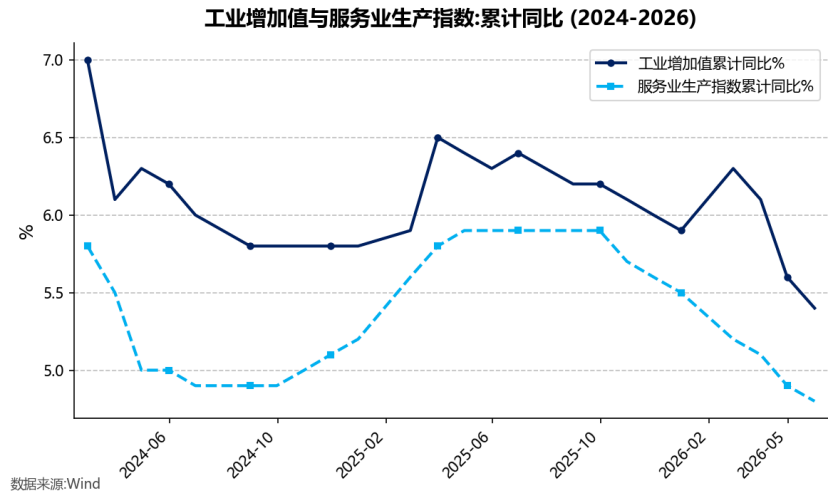


图 1 工业增加值与服务业生产指数累计同比

生产端放缓的背后，是固定资产投资和零售消费在二季度以来双

双下台阶。固定资产投资一季度累计同比增长 1.7%，4 月累计同比转为下降 1.6%，5 月降幅进一步扩大至 4.1%。从结构上看，三大投资引擎同步失速：基建投资累计同比增速从 2 月的 9.8% 下降到 5 月的 0.8%；房地产开发投资的收缩持续加深，5 月累计同比下降 16.2%，当月同比跌幅达 24.9%；制造业投资 5 月累计同比下降 0.4%，是除疫情时期以外的首次负增长（图 2）。计算机、通信和其他电子设备制造业的投资 5 月累计同比增长 6.7%，是固投少有的亮点之一。

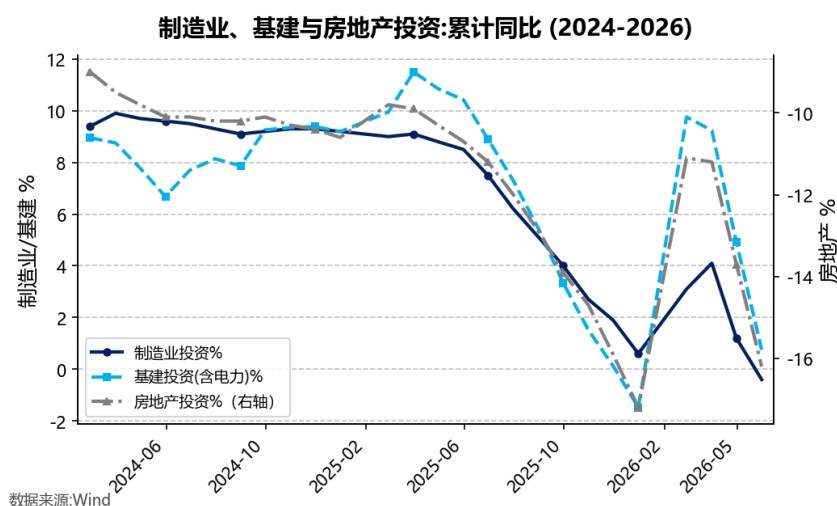


图 2 制造业、基建与房地产投资累计同比 (2024—2026)

相比投资的大幅波动，消费的下行更令人担忧。2026 年以来社会消费品零售总额增速逐月下滑，5 月累计同比仅增长 1.4%，当月同比转为负增长，这是疫情期间以外首次出现单月负增长（图 3）。一个值得关注的信息是，国家统计局 5 月新发布了“社会消费品和服务零售总额”指标，统计口径较传统社零更宽，纳入了服务消费。该指标 1 至 5 月累计同比增长 2.8%，其中服务零售额增长 5.4%，商品零售额增长 1.2%²。

²注：“社会零售消费品总额”包括实物零售和餐饮（不包括其他服务消费）；新口径“社会消费品和服务零售总额”中，餐饮划入服务零售额，“商品零售额”则为纯实物商品。

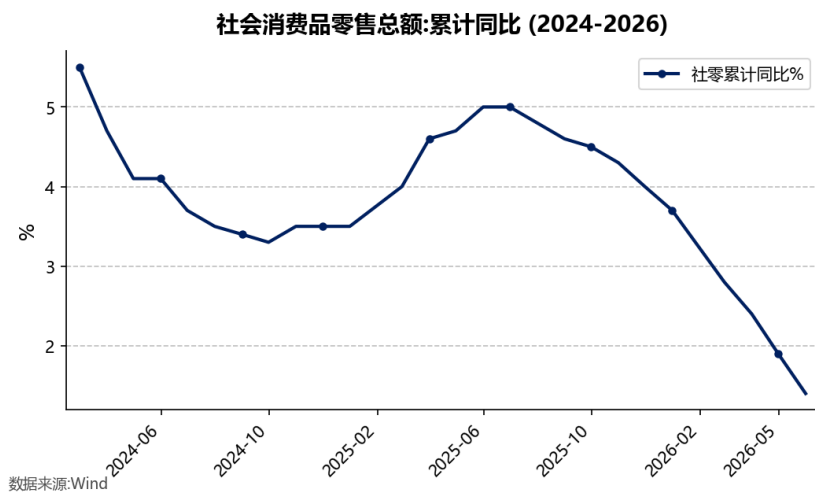


图 3 社会消费品零售总额累计同比（2024—2026）

（二）进出口增长强劲，但高度集中于 AI 相关行业

与内需低迷形成鲜明对照的是，进出口数据均较为亮眼：2026 年前 5 个月进口累计同比增长 24.5%，出口累计同比增长 15.5%。然而细分到产品层面之后，一个不容忽视的结构性问题显现——无论是进口还是出口，增长都高度集中于 AI 相关行业，而非全面性的需求改善。

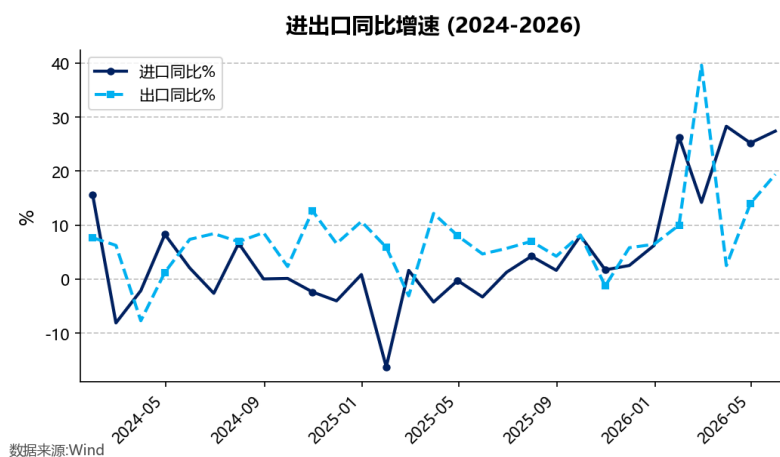


图 4 进出口同比增速（2024—2026）

进口增长贡献最大的五个品类均与 AI 产业链相关，几乎贡献了全部进口增量。其中，AI 核心算力相关的集成电路和存储部件两个品类合计贡献增量近 40%。

表 1 2026 年 1 至 5 月进口增长贡献排名

排名	产品	增量(亿美元)	增速	贡献率
1	电子元件	832	47.4%	36.0%
2	集成电路	816	52.0%	35.3%
3	金属矿及矿砂	275	26.2%	11.9%
4	自动数据处理设备及零部件	273	64.9%	11.8%
5	存储部件	96	130.2%	4.2%

数据来源：海关总署、Wind

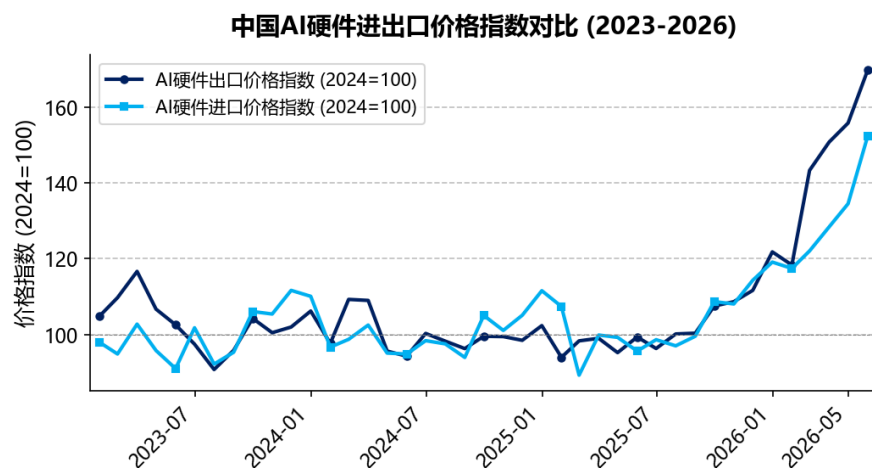
出口端同样呈现高度集中的特征。电子元件、集成电路和自动数据处理设备这三个 AI 相关品类占出口总额的 22.4%，合计贡献了出口增量的 63.5%。另一类出口增长的支撑力量来自“新三样”产品——电动载人汽车、蓄电池和太阳能电池合计贡献了出口增量的 11.9%。

表 2 2026 年 1 至 5 月出口增长贡献排名

排名	产品	增量(亿美元)	增速	贡献率
1	电子元件	745	63.6%	27.6%
2	集成电路	658	89.8%	24.4%
3	自动数据处理设备及零部件	310	38.7%	11.5%
4	电工器材	236	28.8%	8.7%
5	乘用车	202	55.3%	7.5%
6	电动载人汽车	167	70.6%	6.2%
7	蓄电池	124	43.0%	4.6%
8	太阳能电池	29	26.1%	1.1%

数据来源：海关总署、Wind

图 5 AI 核心硬件进出口价格复合指数（2024=100）



数据来源：海关总署，作者计算

在此基础上，课题组选取 AI 算力核心与电力基础设施相关产品³，按 2024 年月均金额加权构建 AI 硬件进出口价格指数。可以看到，2025 年下半年尤其是 2026 年初以来，AI 相关核心硬件品类的进出口价格涨幅非常迅速，与前述结构性贡献相互印证。这反映出全球 AI 算力需求爆发式增长背景下，中国既是 AI 硬件的主要供应方，也是高端芯片和半导体设备的重要进口方。

（三）油价冲击带动通胀上行，挤压中游制造业利润

2026 年上半年宏观指标最重要的边际变化是通胀水平的回升。PPI 自 2022 年四季度以来持续为负，直到 2026 年 3 月 PPI 首次转正至 0.5%，4 月跳升至 2.8%，5 月进一步攀升至 3.9%——增长幅度为近十年罕见。CPI 自从 2023 年二季度后就持续在零附近徘徊，而 2026 年 2 月以来首次回升至 1.0%至 1.3%的区间（图 6）。

³ AI 算力核心包括集成电路、中央处理器/GPU、存储部件、印刷电路板、二极管及半导体器件、半导体制造设备；AI 电力基础设施包括锂离子蓄电池、变压器、电工器材。

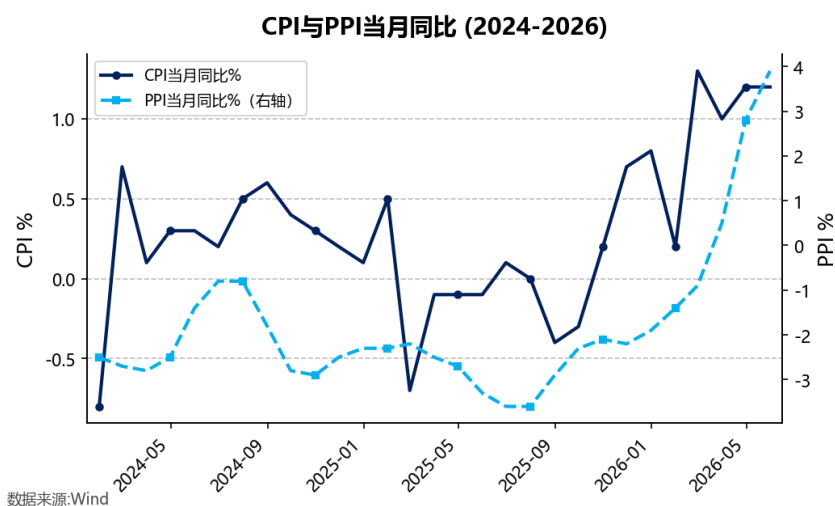


图 6 CPI 和 PPI 走势 (2024—2026)

但 CPI 的回升几乎完全由原油价格驱动。仅交通工具用燃料这一个分项，4 至 5 月对 CPI 同比的月均贡献就达 1.01 个百分点，占 CPI 涨幅 1.2% 的 84%（图 7）。剔除原油价格上涨的影响之后，5 月 CPI 同比仅为 0.1%。

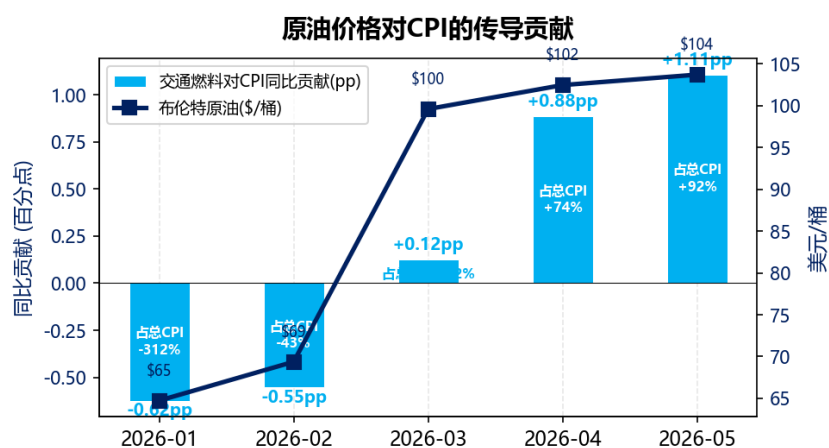


图 7 原油价格对 CPI 的传导贡献

数据来源：Wind 和作者计算

PPI 的快速上行则是受原油价格和 AI 投资两股力量驱动。石油产业链（包括油气开采、炼化、化工、化纤和橡塑五个行业⁴）对 4 至 5 月 PPI 同比贡献为 1.79 个百分点，占 PPI 总涨幅的一半以上。AI 产业链（包括有色金属矿采选、有色金属冶炼及压延加工、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械及器材制造⁵）对 PPI 的贡献从 1 月的 0.80 个百分点攀升至 5 月的 1.80 个百分点。剔除这两条产业链后，PPI 仅剩 0.02% 的涨幅。

然而，PPI 上行并不意味着通胀压力显著；事实上，本轮通胀结构的另一个核心特征是上下游之间的涨幅分化严重。5 月，上游行业（采掘和原材料⁶）贡献了 3.46 个百分点的 PPI 涨幅，中游行业（设备制造⁷）贡献 0.27 个百分点，而下游行业（消费品制造⁸）价格同比反而下降，对 PPI 的贡献为负 0.06 个百分点。这些数据说明上游涨价中约 92% 在中下游被吸收或抵消了，几乎没有传导到终端消费品。这意味着中游制造业企业正承受着来自两个方向的利润挤压——上游原材料和能源成本不断上升，而终端产品价格因消费疲软难以同步提高。这种结构性分化，是理解当前企业盈利压力和投资意愿低迷的关键。

⁴合计 PPI 权重 15.41%

⁵合计占 PPI 总权重的 21.80%

⁶13 个行业，占 PPI 权重的 37.9%

⁷7 个行业，权重 32.9%

⁸14 个行业，权重 21.7%

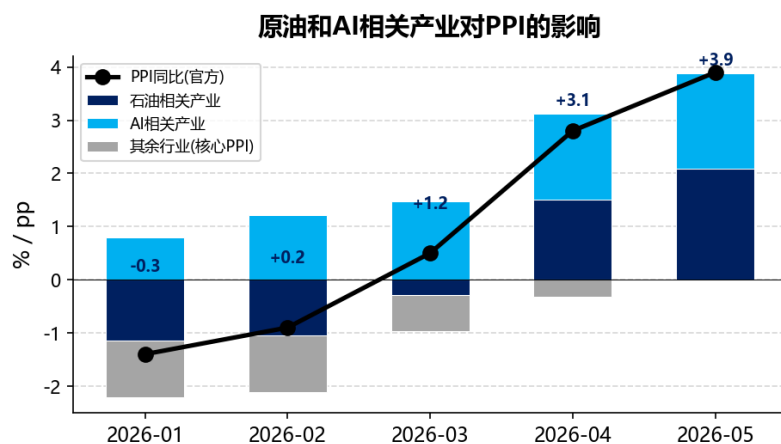


图 7 原油相关产业和 AI 相关产业对 PPI 的月度贡献分解

数据来源: Wind, 作者计算

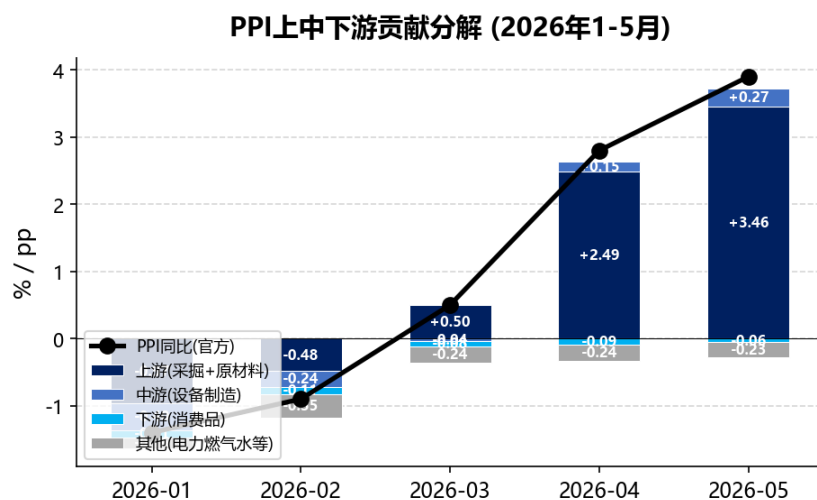


图 8 PPI 上中下游加权同比贡献分解

数据来源: Wind, 作者计算

综上所述，上半年中国经济的边际变化主要受 AI 投资与原油价格上行的驱动。其中，AI 投资已成为当前宏观经济中最核心的结构性变量，其不仅几乎独立支撑了上半年全部进口增量、拉动 PPI 一半的涨幅，更是制造业投资中少数维持正增长的关键领域。相比之下，

原油价格上行构成了短期内推升通胀的主要外部因素。当前物价的回升高度依赖特定外部冲击与局部产业周期，宏观经济距离全面走出通缩压力、实现内生性复苏仍有一定距离。

二、 油价冲击的宏观影响分析

中国是全球最大的石油进口国，进口原油占国内表观消费量的比重超过 70%。2024 至 2025 年，中国占全球石油消费量的约 16%，占全球海运原油贸易的约 25%。这一规模意味着，任何重大的全球石油供应冲击，中国都将首当其冲。从进口通道看，中国超过 40%的原油进口须经过霍尔木兹海峡。因此，霍尔木兹海峡的畅通直接关系到中国的能源安全与宏观经济稳定。

（一） 霍尔木兹海峡封锁及原油价格

霍尔木兹海峡是全球最重要的原油运输咽喉，常态下每日约有 80 至 130 艘油轮与货船通过，承担全球约 20%的石油和约 20%的液化天然气（LNG）贸易量。2026 年 2 月 28 日，美国与以色列对伊朗发动军事打击，3 月初伊朗以封锁霍尔木兹海峡作为反制。就受影响的全球供应规模而言，此次供给中断是石油市场有完整统计以来规模最大的一次单一供给冲击。诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼指出，不同需求弹性的假设下，油价可能升至每桶 150 美元，极端情况下甚至可能超过 300 美元⁹。

⁹ Paul Krugman 2026 April. [The Oil Squeeze Tightens.](#)

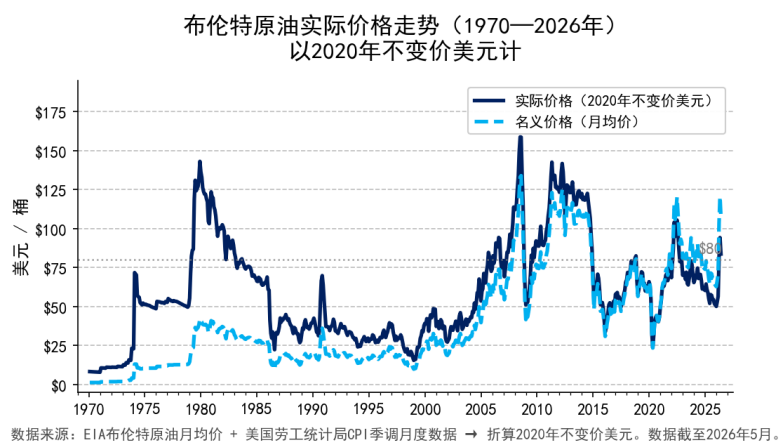


图 9 布伦特原油实际价格（1970—2026 年，2020 年不变价美元）

数据来源：EIA、BP/Energy Institute Statistical Review，作者计算

然而，实际市场运行数据显示，2026 年 3 月至 5 月布伦特原油月度均价分别为 99 美元、102 美元和 103 美元。以剔除通胀的实际油价来看，本轮油价峰值是 1970 年以来的第五高（图 9）。尽管这是一次史无前例的供给冲击，油价并未如预测般失控，主要归结于以下几个因素。首先，主要经济体的“石油强度”持续下降。1980 年以来，全球每千美元 GDP 所消耗的原油降幅超过 50%¹⁰。其次，主要经济体协同释放战略储备，包括国际能源署（IEA）释放 4 亿桶战略石油储备（IEA 历史上规模最大的一次集体行动¹¹），日本释放约 8,000 万桶储备，美国释放约 1.72 亿桶等。最后，中国的“逆周期”进口策略。中国在 2025 年国际油价处于低位时大幅增加进口，全年原油进口量创历史新高；而在 2026 年危机爆发后大幅削减海外采购，5 月进口骤降至约 3,308 万吨，同比下降约 29%。这种逆周期操作客观上平抑了全球

¹⁰ Rühl, C., & Ker, T. (2021). Oil Intensity: The Curiously Steady Decline of Oil in GDP. Center on Global Energy Policy, Columbia University. <https://www.energypolicy.columbia.edu/publications/oil-intensity-curiously-steady-decline-oil-gdp/>

¹¹ International Energy Agency. (2026, March 11). IEA Member countries to carry out largest ever oil stock release amid market disruptions from Middle East conflict. [IEA Member countries to carry out largest ever oil stock release amid market disruptions from Middle East conflict - News - IEA](#)

油价的波动。

2026 年 6 月 19 日，美国与伊朗达成“伊斯兰堡备忘录”（14 点框架），启动 60 天后续谈判期（至 8 月 18 日）以解决核问题；伊朗宣布霍尔木兹海峡免通行费开放 60 天。值得注意的是，协议的签署并不意味着海峡航运能立即恢复正常。一方面，谈判存在诸多变数，协议的顺利执行面临不确定性。另一方面，物理层面的航道清理与商业保险市场的信心重建仍需时日。受此影响，市场对霍尔木兹海峡通航恢复的预期仍显谨慎。根据 Polymarket 预测市场截至 6 月 26 日的数据，7 月底前海峡恢复正常通航的概率仅为 57%，而年内（12 月底前）恢复的概率为 89%。

（二）油价冲击的宏观影响评估

尽管霍尔木兹海峡危机最严峻的时期已经过去，但量化评估此次油价冲击对经济造成的实际损失具有重要现实意义，有助于为政策干预提供指引。基于此，本节探讨：一是此次油价冲击已经造成了多大的实质性经济损失；二是极端情形下可能引发多大规模的经济损失。

霍尔木兹海峡危机引发的油价上涨，属于典型的成本推动型供给冲击。回顾历史数据，国际油价与中国的总产出整体呈现正相关，这主要是因为过去二十年间的油价波动多由全球需求扩张驱动。为了从历史数据中精准识别出供给端的油价冲击，我们采用结构向量自回归（SVAR）模型，用符号约束的方法进行冲击识别。模型选取布伦特原油实际人民币价格、工业增加值（IAV，作为月度 GDP 的替代指标）、消费者价格指数（CPI）、政策利率（R007）以及油价波动率作为变量。样本期设定为 1999 年 1 月至 2019 年 12 月¹²。

¹² 为避免新冠疫情这一极端事件对正常经济关系估计的干扰，模型未纳入 2020 年之后的数据。VAR 滞后阶数则依据 SIC 准则进行选择。

该模型的脉冲响应函数（IRF）显示，10%的油价供给冲击对CPI（季调环比）的拉动在峰值达到0.26个百分点，但很快消退；对工业增加值在12个月内的累计影响为-0.57%。脉冲响应函数（IRF）的估计结果显示，10%的油价供给冲击对季调后CPI环比增速的推升效应呈现短期特征，其峰值为0.26个百分点，随后迅速衰减。在实体经济产出方面，该冲击在12个月内的累计效应导致工业增加值下降0.57%。鉴于工业增加值占我国GDP的比重约为30%，而原油价格上涨对服务业增加值的负面冲击通常显著弱于工业部门，可合理推断此次油价冲击对整体GDP的累计拖累幅度将小于工业增加值的降幅。这一结果与现有学术文献的合理区间相吻合（Blanchard and Gali, 2007, Killian 2008a, 2008b）。

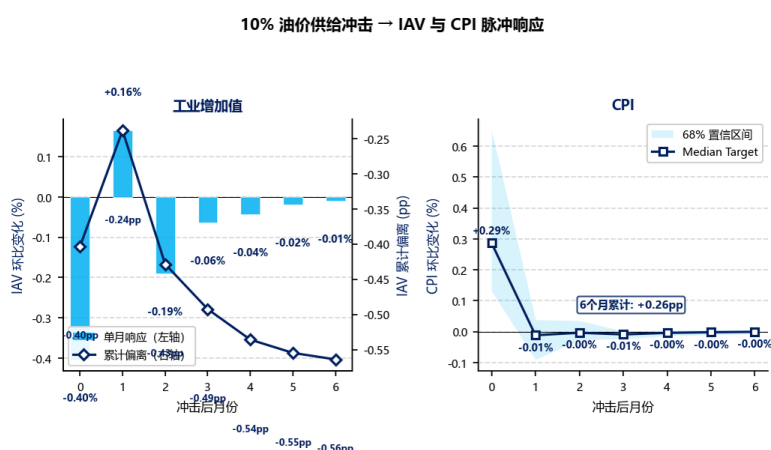


图 10 油价冲击的脉冲响应：工业增加值和 CPI

数据来源：作者计算

在此基础上，我们基于SVAR模型开展反事实分析。具体而言，本文采用条件预测（conditional forecast）方法，以评估油价路径变化对宏观经济的具体影响。我们将基准情景设定为“无油价冲击”状态，

即假设 2026 年 3 月至 6 月的国际油价维持在 2 月水平，并基于 SVAR 模型预测该情景下工业增加值、CPI 等核心宏观变量的理论走势。随后，我们将 3 月至 6 月实际发生的油价路径输入模型，测算工业增加值与 CPI 的实际值与基准情景之间的偏离幅度。这一偏离度客观反映了本轮油价上涨对宏观经济造成的“产出累计损失”以及“通胀效应”。

1. 1. 油价冲击已经造成了多少损失？

霍尔木兹海峡已于 6 月下旬一定程度恢复通航。在乐观情景下，7 月份可以恢复大部分的通航，国际原油价格回落至危机前水平。基于这种油价路径的假设（表 3），我们分析 3 至 6 月高油价水平对宏观变量的影响。

我们用工业增加值与基准情景的水平偏离程度（占基准情景的%）和 CPI 同比增速与基准情景的偏离度（%）来展示原油价格冲击的影响，结果显示在图 11。工业增加值的偏离度在冲击后 3 个月达到谷底（约下降 1.4%），此后逐步修复，约 12 个月后回归基准路径。然而，期间与基准情景先比的工业增加值的损失是永久的。冲击发生后的 12 个月里，工业增加值每月平均比基准低 0.48 个百分点，全年工业增加值比基准情景减少约 0.5%。考虑到工业增加值占全部行业增加值的约 30%，可以说该渠道对 GDP 的拖累约为 0.15%。

在通胀方面，油价对 CPI 的影响集中于前四个月，没有持续性的影响。CPI 同比偏离在冲击当月达到峰值 1.05 个百分点，3 个月后降至 0.84 个百分点，12 个月后完全归零。一次性价格跳升仅推高了价格水平，随着油价不再上涨，理论上 12 个月后同比增速自然滚出基期窗口。此外，乐观假设下 7 月油价回落产生的反向基期效应将 CPI 同比短暂推至负偏离区间。总体而言，油价对 CPI 的传导具有暂时性，不存在持续性通胀的担忧。

表 3 油价路径假设：乐观情景

月份	布伦特 (USD)	$\Delta \log$	事件
2026-02 (起点)	\$69.37	—	美以 2 月 28 日发动攻击前的正常油价
2026-03 (h=0)	\$99.60	+36.17%	伊朗封锁霍尔木兹海峡
2026-04 (h=1)	\$102.46	+2.83%	持续封锁海峡
2026-05 (h=2)	\$103.71	+1.21%	油价触及峰值
2026-06 (h=3)	\$87.68	-16.79%	谈判期间油价有所回落
2026-07 (h=4)	恢复到 2 月水平	-23.42%	假设海峡复航，回归危机前水平
2026-08 以后	恢复到 2 月水平	0%	假设稳定危机前水平

乐观情景：7月油价恢复至危机前水平

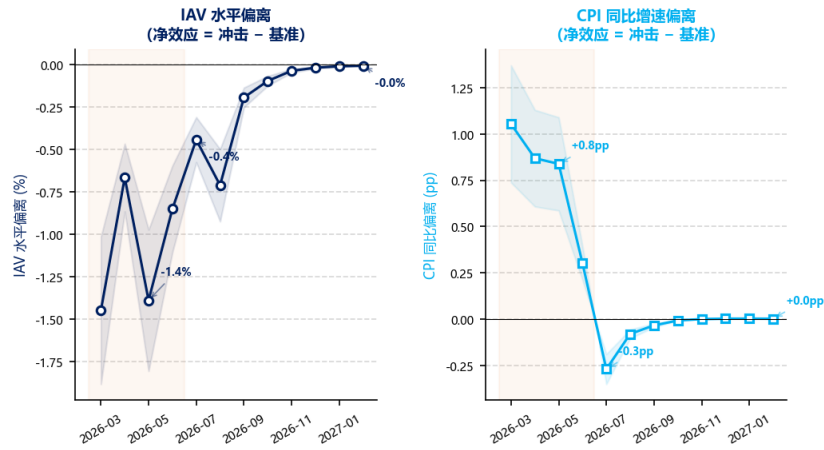


图 11 油价冲击的宏观影响：乐观情景

数据来源：作者计算

2. 2.若原油价格全年维持在高位，会造成多大影响？

若假设出现悲观情景，即海峡复航进程反复受阻，预计油价将在 88 美元/桶附近形成高位震荡平台，并持续至年底（具体路径详见表 4）。该情景可作为评估本次油价冲击影响的上限。

表 5 油价路径假设：悲观情景

月份	布伦特 (USD)	$\Delta \log$
2026-02 (起点)	\$69.37	—
2026-03 (h=0)	\$99.60	上涨 36.17%
2026-04 (h=1)	\$102.46	上涨 2.83%
2026-05 (h=2)	\$103.71	上涨 1.21%
2026-06 (h=3)	\$87.68	下降 16.79%
2026-07 至 11 (h=4 至 8)	\$87.68	0%
2026-12 (h=9)	\$69.37	下降 23.42%
2027-01 以后	\$69.37	0%

悲观情景与乐观情景显示在图 12。在工业增加值方面，悲观情景相比乐观情景增加额外 5 个月的油价高位平台期，全年工业增加值相比基准情景减少约 0.9%，即该渠道对全年 GDP 的拖累约为 0.27%（考虑工业增加值占全部行业增加值的 30%）。12 个月后工业增加值距离基准水平仍有约 0.15 个百分点的缺口。在通胀方面，该情景下 7 至 11 月的油价平台期使 CPI 持续高于基准情景 0.41 至 0.45 个百分点。

此外，两种情景下实际利率（R007）的响应均极为微弱，累计偏离不足 1 个基点。这揭示了一个结构性事实：从历史数据来看，中国的政策利率对油价供给冲击几乎不产生内生响应。一个可能的原因是成本推动型的油价冲击本身就在增长（负向）和通胀（正向）之间形成取舍权衡，政策利率因此倾向于按兵不动。

霍尔木兹危机：乐观情景 vs 悲观情景

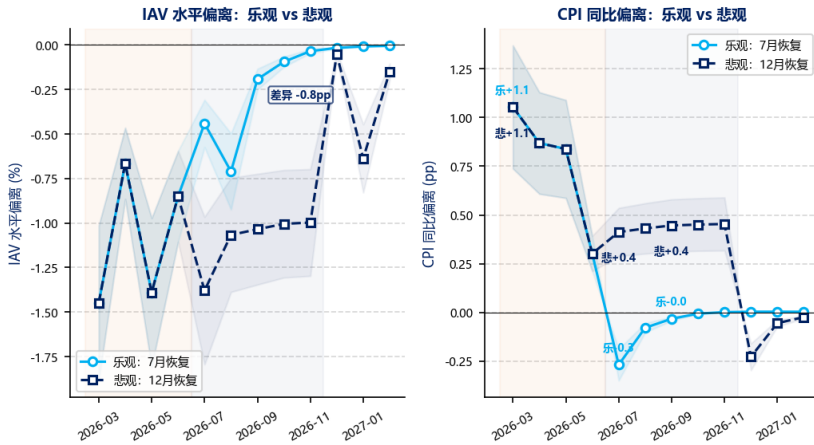


图 12 油价冲击的宏观影响：乐观情景与悲观情景

数据来源：作者计算

(三) 政策含义

综上所述，2026 年上半年中国宏观经济的运行轨迹，主要受 AI 产业投资与原油供给冲击两大因素的影响。其中，AI 投资作为中期的结构性动力，对经济增长和物价均具有正向拉动作用；而原油供给冲击则属于典型的成本推动型因素，虽会推升物价，但对经济增长具有抑制作用。

基于此，课题组提出以下三点核心判断与政策建议。

第一，当前通胀回升的可持续性较弱，断言“走出通缩”为时尚早。从结构上看，油价上涨对通胀的影响更多是一次性的，上游成本向下游传导的迹象并不明显。中下游企业主要通过压缩自身利润来吸收成本冲击，且终端消费者尚未表现出对涨价的接受意愿，通胀预期并未发生实质性改变。模拟分析结果显示，即便 2026 年全年油价维持高位，其对通胀的推升作用也可控，并随时间逐步消退。

第二，宏观政策的重心应聚焦于稳定产出。模型分析表明，原油供给冲击已经中国经济造成了不可逆的产出损失。虽然产出损失的规模可控（工业增加值的 0.5%-0.9%），但考虑上半年经济走势已经出现明显下滑，宏观政策应积极发力对冲经济增速下行的压力，无需过度担忧通胀失控风险。此外，考虑到全球 AI 投资是目前经济的主要驱动因素，需警惕外部风险对 AI 市场的扰动，例如油价冲击的影响。若油价冲击导致美国和欧元区的通胀持续走高，进而迫使美联储采取多次加息等紧缩政策，可能会对 AI 市场的估值泡沫造成挤压。

第三，加速能源转型不仅具有减排的气候效益，更具备提升宏观经济韧性的战略价值。近期的霍尔木兹海峡危机再次印证了一个经典命题：对于石油对外依存度高达 70% 的中国而言，国际油价的供给冲击是不可避免的外生宏观风险。未来，进一步提高非化石能源占比、降低工业能耗强度、加速新能源汽车对传统燃油车的替代，将有效削弱下一次能源危机对中国经济的冲击强度。