

核心观点**分析师** 张伟

SAC 证书编号: S0160525060002

zhangwei04@ctsec.com

分析师 陈健照

SAC 证书编号: S0160525110005

chenjz01@ctsec.com

相关报告

1. 《联储偏鹰，主席偏鸽》 2026-06-18
2. 《强化对利率曲线的掌控力》 2026-06-17
3. 《分化加深的 5 月经济》 2026-06-16

- ❖ **哪些行业率先开始扩张：**基于上市公司财报数据，农林牧渔、有色金属、电子、交通运输、商贸零售、社会服务、建筑装饰、国防军工等 8 个板块连续两个季度资本开支增速为正，率先走出产能周期底部。其中，有色金属、电子、国防军工保持较高增速，为重点关注行业。（1）有色金属受益于价格盈利双修复及战略属性升级，有色金属连续两个季度资本开支增速均超过 40%。（2）电子行业高速增长得益于 AI 算力建设与国产替代双轮驱动，截至 2026 年一季度，电子连续两个季度资本开支增速超 30%。（3）国防军工受益于预算稳增及军贸突破。截至 2026 年一季度，国防军工连续两个季度资本开支增速超 25%。
- ❖ **资本开支 K 型分化：**2026 年以来资本开支呈显著“K 型分化”：AI 科技+先进制造代表的科技行业资本开支增速超 10%，内需相关领域则下降近 10%，形成科技向上、传统向下的结构。底层逻辑在于：一是科技投资回报预期高且政策支持强，面向算力、AI 化等前置投入，具战略属性；二是地产和传统内需受需求与资产负债表双重约束，政策托底下仍难主动扩产；三是科技投资拉动偏 B 端和资本密集型产业，稳工资与就业传导弱于地产周期。整体看，本轮资本开支并非总量上行周期，而是科技部门吸纳资源、传统部门出清资产负债表的转型过程。
- ❖ **AI 资本开支向上游外溢：**AI 资本开支热潮正沿产业链深度渗透至上游基础材料端，PCB、CCL 及玻纤布等核心基材的资本开支呈现爆发式增长。截至 2026 年一季度，PCB、CCL、玻纤布的资本开支增速分别高达 182%、96% 和 36%。这一现象背后主要受双重逻辑驱动：一方面是技术迭代倒逼硬件升级，AI 服务器对高频高速材料的“提量提质”需求，迫使上游材料厂超前进行产线改造与产能扩充；另一方面，AI 算力基建重塑上游利润格局，高端产品的高议价能力使得产业链利润向 AI 专用市场大幅转移，丰厚利润赋予头部企业充足现金流与扩产动力，最终引发上游 AI 材料端资本开支的爆发式增长。
- ❖ **结构性涓滴效应：**2026 年以来，资本开支与薪酬增长呈现显著的“结构性涓滴”特征，而非全面复苏。核心表现为：（1）非金融行业资本开支与职工薪酬增速虽在 2024 年 9 月同步见底，但此后资本开支修复斜率高于薪酬，反映当前涓滴效应的传导或并未通畅。（2）行业呈现“K 型”分化。科技成长、周期资源等行业薪酬大幅领涨；而传统消费、制造业及地产链相关行业薪酬仍陷收缩。（3）本轮资本开支扩张财富效应高度集中在 AI 等“硅基生产力”领域的核心岗位。
- ❖ **风险提示：**算力产业链存在景气回落风险；国内政策刺激超预期；就业与居民收入分化加剧

内容目录

1 哪些行业率先开始扩张.....	3
2 资本开支 K 型分化	4
3 AI 资本开支向上游外溢	8
4 结构性涓滴效应.....	9
5 风险提示.....	13

图表目录

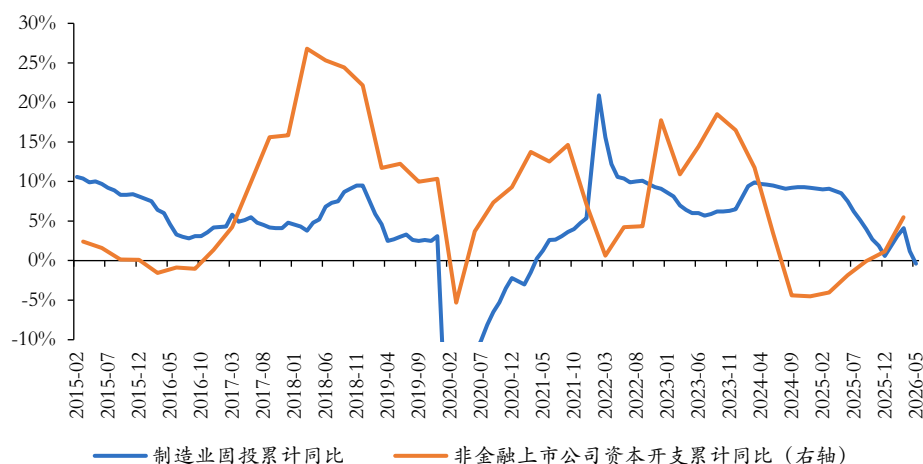
图 1: 非金融上市公司资本开支见底时间领先于制造业	3
图 2: 截至 2026Q1, 连续两个季度实现资本开支单季度同比增速为正的 non-financial 行业共有 8 个	4
图 3: 科技行业资本开支增速与内需的资本开支增速明显分化	5
图 4: AI 科技资本开支强度高于先进制造	6
图 5: AI 相关固投增速逆势上涨	6
图 6: 可选消费资本开支增速持续下滑, 必选消费增速资本开支逐渐回升	7
图 7: 必选消费的零售额同比增速更具韧性	8
图 8: 可选消费的零售额同比增速对经济复苏更为敏感	8
图 9: AI 上游行业资本开支增速保持较高增速	9
图 10: 非金融行业资本开支当季同比增速与职工薪酬增速走势较为一致	9
图 11: 截至 2026Q1, 连续两个季度实现职工薪酬单季度同比增速为正的 non-financial 行业共有 15 个	10
图 12: 农林牧渔行业资本开支与薪酬同向增长	10
图 13: 有色金属行业资本开支与薪酬同向增长	10
图 14: 电子行业资本开支与薪酬同向增长	11
图 15: 交通运输行业资本开支与薪酬增速有所劈叉	11
图 16: 商贸零售行业资本开支与薪酬增速有所劈叉	11
图 17: 社会服务行业资本开支与薪酬增速有所劈叉	11
图 18: 建筑装饰行业资本开支与薪酬增速同向变动	11
图 19: 国防军工行业资本开支与薪酬增速有所劈叉	11
图 20: AI 领域的平均薪酬显著高于新经济行业的平均薪酬	12
图 21: AI 科学家/负责人薪酬远高于其他 AI 相关岗位	12

随着房地产在中国经济中权重的不断下降以及核心城市房价边际企稳，中国经济复苏的核心堵点已经不再是房地产，而是现金流量表的循环——大量企业降低资本开支（制造业投资负增长）、不扩大生产经营，导致企业资金无法顺畅地向居民部门进行涓滴。企业部门何时重新开始扩张，可能是本轮经济复苏的关键拐点。

2025 年 Q4 财报数据显示，非金融上市公司的资本开支已经重新开始正增长，2026 年 Q1 该数值进一步提升，意味着上市公司已经先于整体经济开始重新扩张。

我们以上市公司为样本，观察中国经济复苏的结构性特征。

图1：非金融上市公司资本开支见底时间领先于制造业



数据来源：iFinD，财通证券研究所；2021 年数据为两年复合增速

1 哪些行业率先开始扩张

在当前宏观经济波动与产业结构性转型的背景下，企业对未来的预期在经济周期的不同阶段呈现出显著的分化。

基于上市公司披露的财报数据，我们发现**农林牧渔、有色金属、电子、交通运输、商贸零售、社会服务、建筑装饰、国防军工**等板块，展现出了连续两个季度资本开支增速为正（或边际显著改善）的强劲韧性，率先走出了产能周期的底部，开启了新一轮的资本扩张。从增速来看，有色金属、电子以及国防军工保持较高增速，为本轮资本开支扩张周期的重点关注行业。

受益于价格盈利双修复及战略属性升级，有色金属资本开支加速扩张。2025 年四季度到 2026 年一季度期间，铜、铝、锂、黄金等核心有色金属价格同比大幅上涨，行业盈利水平显著修复。国家统计局数据显示，2026 年 1-4 月有色金属矿采选业利润总额同比增长 95.6%，冶炼和压延加工业利润同比激增 115.1%，充裕的现金流为企业资本开支提供了基础保障。此外，战略矿产管控政策持续落地，铜、锂、稀土等核心金属被纳入国家战略资源目录，开采总量管控与资源保障体系建设推动企业加大矿山勘探、开采产能投入。2026 年 1-4 月有色金属矿采选业固定资产投资同比增长 40.5%，是行业资本开支增长的核心拉动力。在多重因素的共同作用下，有色金属连续两个季度资本开支增速均超过 40%（2025Q4 为 45%，2026Q1 为 48%）。

电子行业资本开支的高速增长得益于 AI 算力建设与国产替代双轮驱动。据彭博社等外媒报道,全球人工智能赛道竞争日趋白热化,美国四大科技巨头 Alphabet、亚马逊、Meta、微软公布 2026 年资本支出计划,总额高达约 6500 亿美元,这笔巨资将主要投向数据中心新建及配套设备布局, AI 需求驱动全球半导体资本开支上行。此外,半导体设备、高端材料的自主可控需求持续释放,国内产业链在政策与市场的双重驱动下加速产能布局,对冲海外周期波动的影响,使得本轮电子行业资本开支具备更强的内生韧性,截至 2026 年一季度,电子连续两个季度资本开支增速均超过 30% (2025Q4 为 32%, 2026Q1 为 31%)。

受益于预算稳增及军贸突破,国防军工资本开支整体增速保持高增。2026 年我国国防支出预算同比增长 7%,持续向新质作战力量建设、先进武器装备研发及智能化融合发展倾斜。“十五五”国防科技工业规划明确产业升级顶层方向,装备批产与技术迭代的长期需求为行业资本开支提供了稳定指引。此外,需求端有明显增长潜力。内需端,重点型号装备批产加速,无人化、信息化装备升级带动配套产能建设;外需端,中国高端军贸出口迎来拐点,战机、舰船等装备订单持续落地,进一步拉动相关企业扩产意愿。截至 2026 年一季度,国防军工连续两个季度资本开支增速均超过 25% (2025Q4 为 29%, 2026Q1 为 38%)。

图2: 截至 2026Q1, 连续两个季度实现资本开支单季度同比增速为正的非金融行业共有 8 个

申万一级行业	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	趋势图
农林牧渔	-24%	15%	6%	-9%	-6%	-37%	-19%	-26%	-22%	5%	-14%	5%	10%	
基础化工	24%	24%	15%	-4%	-8%	-12%	-20%	-19%	-6%	-15%	-2%	-3%	-12%	
钢铁	-17%	1%	-15%	1%	-6%	-8%	4%	-31%	13%	2%	-12%	-12%	-13%	
有色金属	31%	49%	9%	25%	11%	-8%	8%	-26%	-8%	-5%	-8%	45%	48%	
电子	-19%	-13%	127%	47%	63%	61%	-35%	8%	7%	13%	12%	32%	31%	
家用电器	3%	4%	-1%	-7%	7%	-3%	2%	14%	-8%	-11%	10%	-3%	0%	
食品饮料	7%	25%	2%	-7%	-4%	-28%	-6%	9%	-7%	-9%	-14%	-27%	-17%	
纺织服饰	-2%	20%	49%	20%	24%	-32%	-17%	-29%	-27%	-11%	-12%	-2%	-8%	
轻工制造	4%	-4%	3%	-2%	10%	5%	-1%	-19%	-9%	27%	15%	8%	-7%	
医药生物	-13%	-4%	62%	8%	15%	-2%	-41%	-18%	-17%	-11%	-8%	-2%	-2%	
公用事业	45%	64%	31%	23%	21%	16%	-1%	10%	10%	-6%	41%	-1%	5%	
交通运输	4%	49%	8%	7%	15%	6%	-6%	10%	-2%	-7%	16%	26%	52%	
房地产	48%	7%	-21%	23%	-48%	-55%	-41%	-74%	-37%	-31%	-40%	-25%	-16%	
商贸零售	-31%	15%	-16%	-18%	10%	-39%	10%	-33%	-5%	22%	-12%	48%	24%	
社会服务	-3%	157%	52%	12%	29%	-47%	-5%	-8%	-25%	6%	6%	36%	18%	
综合	-7%	10%	145%	50%	56%	-20%	-55%	21%	4%	48%	32%	-29%	-13%	
建筑材料	-14%	-53%	-25%	-6%	-19%	-6%	-29%	-28%	-31%	-32%	-4%	-25%	-14%	
建筑装饰	3%	11%	7%	22%	29%	-26%	-20%	-4%	-21%	10%	11%	12%	3%	
电力设备	23%	9%	84%	41%	14%	14%	-49%	-32%	-14%	-19%	-15%	-5%	0%	
国防军工	4%	19%	90%	97%	55%	9%	-10%	-37%	-13%	0%	-29%	29%	38%	
计算机	3%	15%	1%	17%	20%	-1%	-14%	-3%	3%	10%	-2%	-2%	32%	
传媒	2%	0%	-17%	6%	0%	-41%	17%	-29%	-20%	37%	-27%	-28%	1%	
通信	-3%	-6%	0%	14%	-1%	13%	-10%	-16%	4%	-10%	-10%	0%	-5%	
银行	26%	4%	52%	11%	28%	-26%	11%	21%	-16%	45%	6%	18%	30%	
非银金融	-34%	24%	50%	-4%	73%	74%	-5%	-18%	-18%	-30%	-30%	38%	-13%	
汽车	46%	36%	12%	-14%	-21%	-22%	16%	13%	44%	27%	15%	15%	-17%	
机械设备	13%	28%	16%	21%	8%	8%	-22%	-6%	-2%	-11%	18%	0%	-3%	
煤炭	84%	36%	22%	8%	10%	-21%	42%	54%	12%	98%	-34%	-31%	-5%	
石油石化	18%	24%	10%	1%	7%	-24%	-4%	-3%	-11%	-4%	-5%	-2%	0%	
环保	-16%	11%	8%	13%	24%	2%	3%	-21%	-13%	-20%	-26%	20%	-5%	
美容护理	-8%	7%	51%	3%	60%	50%	-9%	-2%	-22%	-21%	-32%	-26%	-11%	
非金融行业资本开支	11%	18%	25%	13%	12%	-4%	-17%	-5%	-4%	0%	3%	4%	5%	

数据来源: iFinD, 财通证券研究所

2 资本开支 K 型分化

2026 年以来,资本开支的领先扩张并没有表现为广谱复苏,而是体现为少数高景气部门向上、传统需求部门向下的明显“K 型”结构。截至 2026 年一季度, AI 科技+先进制造所代表的科技行业资本开支增速超过 10%,而内需的资本开支的下降幅度接近 10%,整体呈现出来的结构是科技与 AI 链条成为资本投入的主要承接端,地产、低景气消费与传统链条则持续收缩。

进一步看，这种“K型资本开支”背后的底层逻辑有三条。

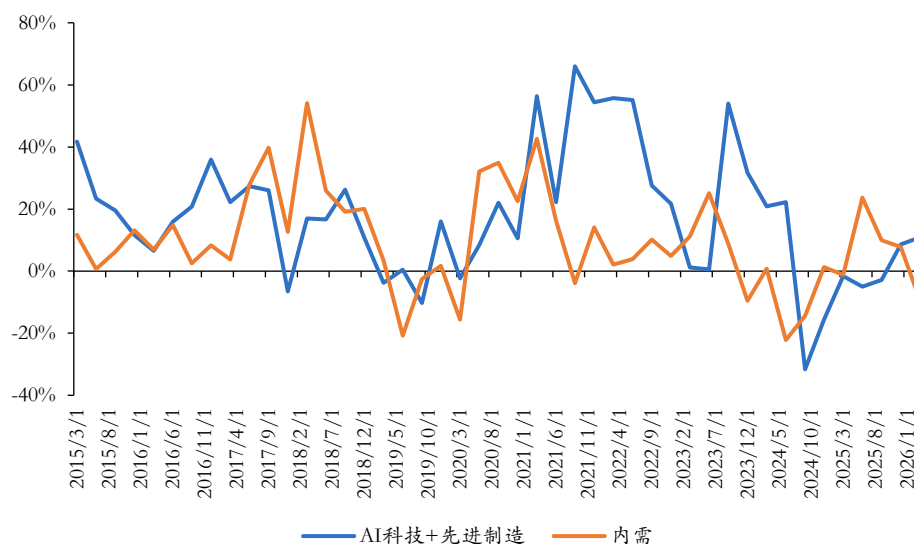
第一，科技资本开支具备更高的投资回报预期和更明确的产业政策支持，该类投资的本质是面向未来算力、云基础设施、模型训练和企业 AI 化的前置投入，具备较强战略属性。

第二，地产和传统内需部门仍受需求与资产负债表双重约束。地产持续下行对钢铁、水泥、建材、家居、家电以及居民财富效应的带动同步减弱，导致传统内需部门难以进入主动扩产阶段。

第三，科技投资的拉动方向偏 B 端和资本密集型产业，外溢到就业和大众消费的速度慢于地产周期。新质生产力行业单位产值创造的劳动报酬低于地产建筑链条，意味着经济从地产切向科技后，生产更强，但稳工资和稳就业的传导更弱。

整体来看，本轮资本开支不能简单理解为“新一轮总量上行周期”，而应理解为科技部门在吸纳信用、政策和利润，传统内需部门在继续出清资产负债表。

图3: 科技行业资本开支增速与内需的资本开支增速明显分化



数据来源：iFinD，财通证券研究所

拆解科技增速的情况，可以看到在 2024 年下半年至 2026 年期间，AI 科技的资本开支增速不仅反弹斜率更陡峭，且峰值显著高于先进制造。截至 2026 年一季度，AI 科技的资本开支增速已连续两个季度超过 10%（2025Q4 为 14%，2026Q1 为 16%），而先进制造表现要明显偏弱（2025Q4 为 -1%，2026Q1 为 2%）。

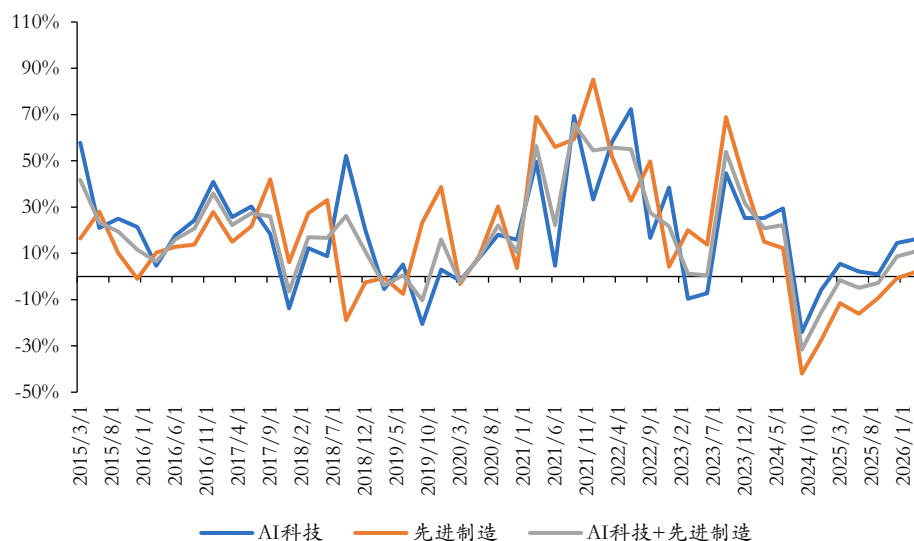
这一现象深刻揭示了当前中国宏观经济结构转型中的核心逻辑：新一轮技术革命（AI 算力革命）的产业落地速度，以及对未来经济增长的主导权，正在超越传统的硬科技制造升级周期。AI 科技资本开支之所以能够持续跑赢先进制造，并非偶然，而是由需求刚性、政策导向两大大核心维度决定的。

一方面，算力军备竞赛的“刚性需求”显著强于制造业投资的“顺周期弹性”。当前全球正处于生成式 AI 爆发的前夜，大模型参数呈指数级增长，催生了对算力基础设施（GPU 服务器、智算中心、高速光模块、液冷系统）的海量且刚性的需求。这种需求不随短期经济周期波动而减弱，反而因技术迭代加速而愈发迫切。而高端装备、新材料等先进制造领域的资本开支高度依赖下游应用终端（如消费电子、新能源汽车、光伏）的景气度。在过去两年下游产能过剩、价格内卷的背景下，

中游制造企业面临极大的去库存和去产能压力，投资意愿自然趋于保守。从固定资产投资增速可以较好证明上述情况，代表 AI 产业的计算机、通信和其他电子设备制造业增速持续上涨，其 2026 年 1-5 月累计同比增速为 7%；代表先进制造业的通用设备和专用设备，2026 年 1-5 月累计同比增速分别为 3%和-8%，显著落后于 AI 产业，且受累于下游终端偏弱，先进制造的固投走势处于下行状态。

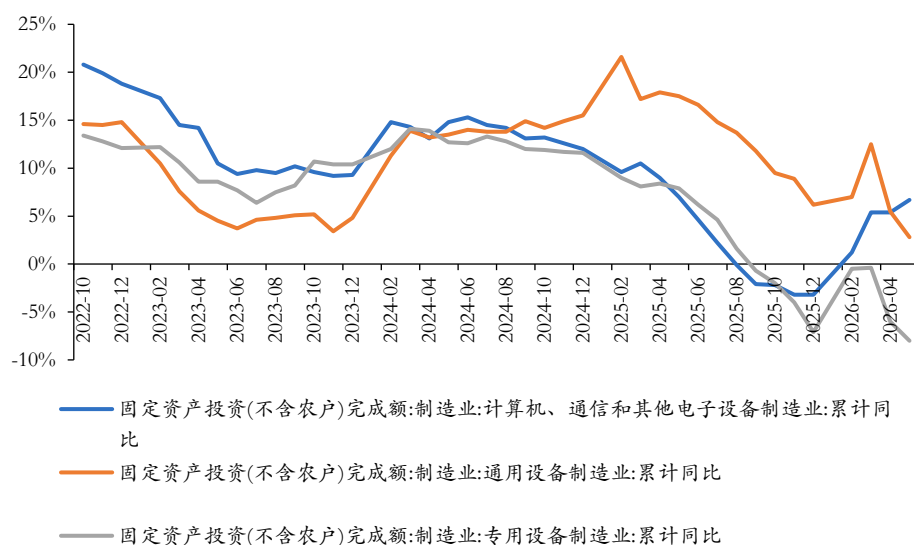
另一方面，在大国博弈背景下，AI 算力被视为未来科技竞争的“底座”。为了避免在核心算力技术上被“卡脖子”，国内企业必须自主可控地进行大规模资本开支，构建本土算力生态，政策上有一定资源倾斜。

图4: AI 科技资本开支强度高于先进制造



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图5: AI 相关固投增速逆势上涨



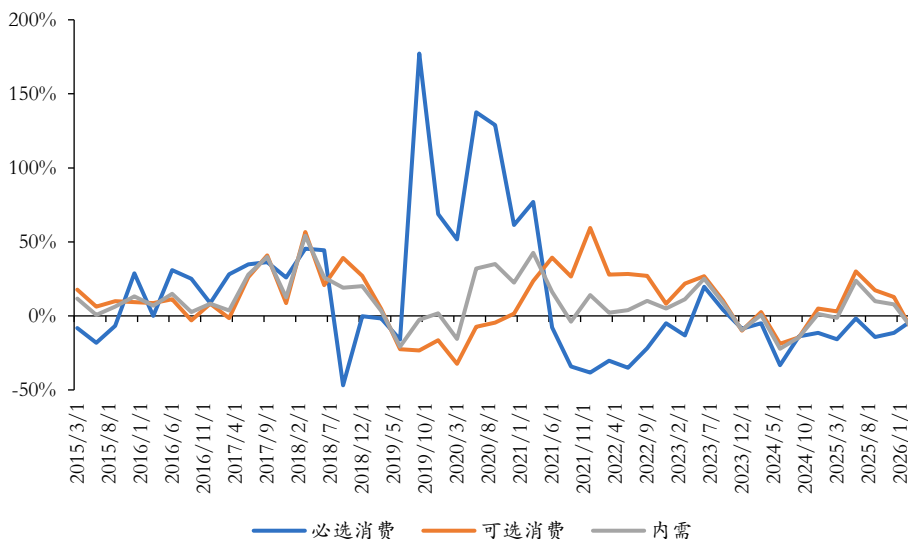
数据来源：iFinD，财通证券研究所

内需方面，我们可以看到可选消费资本开支增速持续下滑，必选消费增速逐渐回升。背后反映了在居民可支配收入预期不强、消费信心尚未完全修复的大背景下，可选消费的增长预期要弱于必选消费。从逻辑来看，出现该情况主要由需求属性、消费心理、政策导向三大核心维度决定的。

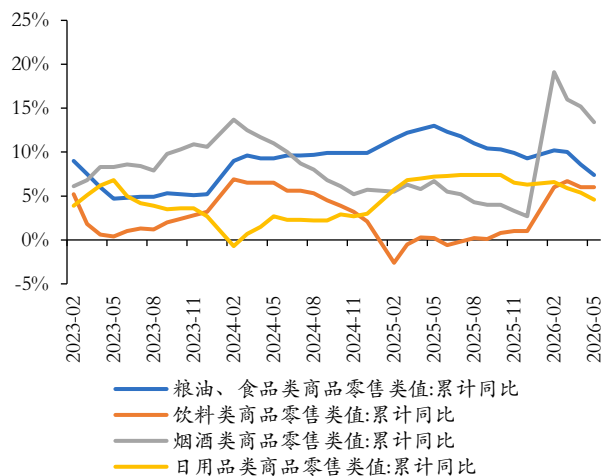
首先，食品饮料、农业等必选消费行业，其需求受宏观经济周期和居民收入预期的影响较小。而汽车、家电、旅游、珠宝等可选消费行业，其需求高度依赖于居民的“财富效应”和“消费信心”。在当前房地产市场持续调整、资本市场波动加剧、居民对未来收入预期不强的背景下，消费者倾向于“推迟大额支出”和“降级消费”，导致可选消费企业的终端销售承压。在“卖不动”的预期下，企业自然不敢贸然开启大规模的资本开支进行扩产。通过对比零售额同比增速，我们可以发现2026年1-5月，代表必选消费的粮油食品零售增速为7%，而代表可选消费的家电和装潢零售增速分别为-7%和-8%，两者终端销售增速上的差异导致了资本开支的劈叉。

其次，消费者的观念理性回归。过去几年，随着“平替”等概念的流行，以及各大电商平台“百亿补贴”的常态化，消费者的购物观念发生了深刻变化。人们不再盲目追求品牌溢价和高价新品，而是更加注重产品的实用性和性价比。这种“消费降级”并非购买力的绝对下降，而是消费行为的更加理性和务实，势必对可选消费的产能扩张造成新的压力。

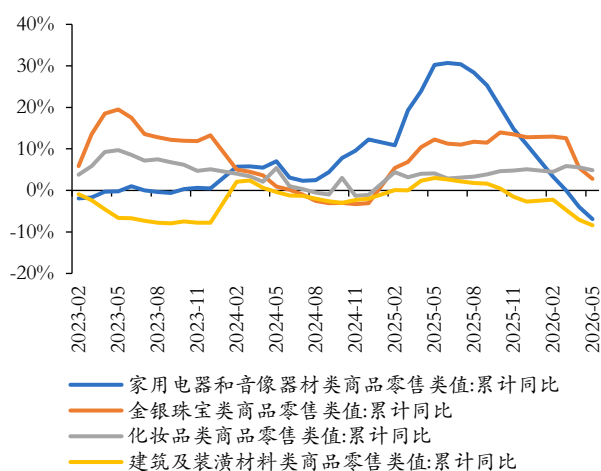
图6: 可选消费资本开支增速持续下滑，必选消费增速资本开支逐渐回升



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图7: 必选消费的零售额同比增速更具韧性


数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图8: 可选消费的零售额同比增速对经济复苏更为敏感


数据来源: iFinD, 财通证券研究所

3 AI 资本开支向上游外溢

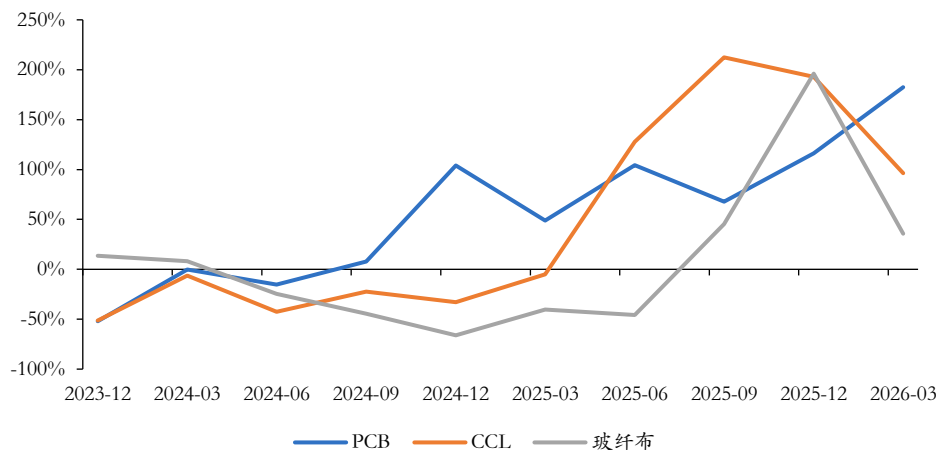
AI 科技领域的资本开支热潮已不再局限于算力芯片与服务器整机厂，而是沿着产业链向上游基础材料端深度渗透并产生显著外溢。

PCB、CCL 及玻纤布三大关键基材的资本开支增速呈现出爆发式增长的特征。截至 2026 年一季度，根据核心公司的资本开支情况，我们可以看到 PCB 资本开支增速高达 182%，CCL 增速 96%，玻纤布增速 36%。AI 算力基础设施建设的高景气度已从芯片、服务器环节向承载这些硬件的物理载体（PCB/CCL）及上游原材料（玻纤布）全面蔓延，标志着 AI 硬件基建进入了实质性的产能扩张与材料升级周期。AI 科技资本开支产生强劲外溢效应的背后，是技术迭代倒逼硬件升级与产业链利润再分配的双重逻辑。

一方面，AI 服务器的硬件规格与传统通用服务器存在代际差异，为了满足大模型训练对超高带宽、超低延迟的要求，AI 服务器普遍采用更高端的产品。当下游开始量产新一代 AI 服务器时，上游材料厂必须同步甚至超前进行产线改造与产能扩充，以匹配下游的技术规格要求。这种“提量又提质”的需求，直接转化为了 PCB、CCL 及玻纤布的高额资本开支。

另一方面，AI 算力基建正在重塑上游行业的利润格局。上游产业的高端产品由于技术壁垒极高，短期内难以被完全替代，且议价能力强。这使得产业链利润从传统通用市场向 AI 专用市场大幅转移。丰厚的利润空间赋予了头部企业充足的现金流和扩产动力，从而引发了近年来上游 AI 材料端资本开支的爆发式增长。

图9: AI 上游行业资本开支增速保持较高增速

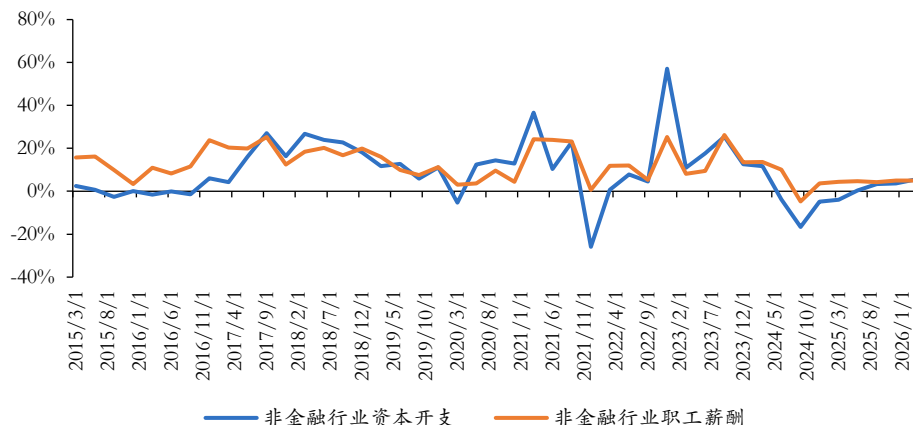


数据来源: iFinD, 财通证券研究所; PCB 包括东山精密、胜宏科技、深南电路、沪电股份、景旺电子等公司, CCL 包括生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材等公司, 玻纤布包括中国巨石、中材科技、宏和科技、国际复材等公司

4 结构性涓滴效应

从总量的视角来看, 非金融行业的资本开支增长已经触发一定的涓滴效应。根据两者走势来看, 本轮资本开支增速见底时间与职工薪酬增速见底时间一致, 均为 2024 年 9 月。但值得注意的是, 见底后资本开支增速修复斜率明显高于职工薪酬, 反映当前涓滴效应的传导或并未通畅。

图10: 非金融行业资本开支当季同比增速与职工薪酬增速走势较为一致



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

从增速梯队看, 第一梯队(两季度平均增速 $>10\%$)集中于科技成长、周期资源与非银金融, 是薪酬上涨的核心动力; 第二梯队(增速 $3\%-10\%$)以高端制造、公用环保为主, 增长节奏平稳; 第三梯队(增速 $<3\%$)以传统消费与制造业为主, 呈现边际修复特征。与之相对, 地产产业链、传统可选消费、部分传媒通信行业仍处于薪酬收缩区间, 行业分化格局显著。从增速的变化趋势来看, 有色金属、电子、电力设备等行业处于上涨趋势中, 家用电器、食品饮料、汽车、煤炭、石油石化等行业处于下跌趋势中, 基础化工、美容护理处于拐点向上的状态, 农林牧渔、钢铁处于拐点向下的状态。

图11: 截至 2026Q1, 连续两个季度实现职工薪酬单季度同比增速为正的金融行业共有 15 个

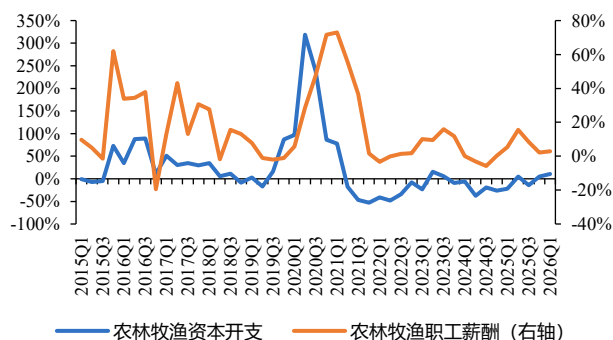
申万一级行业	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	趋势图
农林牧渔	10%	10%	16%	12%	0%	-3%	-6%	0%	5%	16%	8%	2%	3%	
基础化工	13%	11%	21%	13%	13%	12%	10%	10%	6%	7%	2%	8%	9%	
钢铁	-3%	1%	0%	-2%	1%	-6%	-4%	-4%	1%	1%	4%	4%	0%	
有色金属	16%	17%	8%	6%	14%	6%	6%	12%	9%	11%	16%	28%	22%	
电子	-2%	-6%	65%	20%	35%	41%	-22%	10%	10%	18%	24%	22%	20%	
家用电器	9%	8%	17%	9%	14%	14%	9%	10%	10%	8%	-5%	-3%	-1%	
食品饮料	6%	12%	7%	6%	6%	-1%	8%	3%	4%	1%	-3%	1%	-2%	
纺织服饰	-3%	-5%	11%	0%	4%	3%	1%	4%	4%	6%	4%	1%	2%	
轻工制造	1%	7%	2%	-7%	9%	4%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	2%	
医药生物	14%	11%	58%	16%	19%	20%	-20%	4%	3%	2%	5%	4%	4%	
公用事业	8%	15%	14%	11%	10%	4%	7%	3%	5%	7%	7%	6%	5%	
交通运输	7%	13%	17%	14%	10%	-3%	3%	2%	4%	5%	4%	6%	1%	
房地产	-12%	-19%	-9%	-10%	-15%	-12%	-14%	-3%	-12%	-6%	1%	-11%	-5%	
商贸零售	-5%	7%	-2%	-2%	-2%	-10%	-6%	-12%	-5%	-3%	-3%	-3%	-3%	
社会服务	-3%	-2%	19%	33%	13%	17%	18%	-7%	8%	16%	10%	15%	10%	
综合	-15%	-21%	-	42%	52%	66%	-62%	-1%	-4%	-4%	17%	-43%	-10%	
建筑材料	-3%	8%	6%	11%	6%	-2%	-1%	-13%	-6%	-4%	-1%	2%	0%	
建筑装饰	3%	7%	-2%	16%	5%	-2%	3%	-3%	-1%	-5%	-11%	5%	-1%	
电力设备	26%	28%	93%	46%	43%	40%	-23%	2%	2%	3%	7%	7%	9%	
国防军工	-2%	5%	46%	37%	20%	10%	-12%	1%	8%	13%	10%	16%	7%	
计算机	10%	9%	42%	15%	17%	16%	-18%	1%	-1%	1%	2%	-1%	2%	
传媒	-1%	2%	-1%	4%	3%	0%	3%	-1%	-2%	1%	-5%	2%	2%	
通信	7%	11%	18%	9%	7%	3%	0%	5%	3%	4%	7%	-1%	6%	
银行	6%	10%	7%	2%	3%	0%	2%	7%	2%	6%	2%	2%	4%	
非银金融	2%	-3%	-1%	12%	-4%	-7%	-6%	-5%	6%	-9%	-5%	35%	10%	
汽车	22%	25%	19%	20%	15%	16%	11%	13%	13%	11%	7%	8%	6%	
机械设备	7%	9%	64%	23%	28%	23%	-11%	9%	8%	10%	4%	3%	8%	
煤炭	22%	17%	26%	4%	10%	7%	4%	0%	4%	0%	3%	2%	-1%	
石油石化	12%	0%	10%	3%	5%	3%	-2%	6%	4%	3%	2%	-1%	2%	
环保	8%	9%	11%	11%	11%	7%	4%	8%	6%	3%	-3%	10%	2%	
美容护理	5%	16%	42%	12%	24%	9%	-10%	12%	11%	4%	-18%	-15%	-7%	
金融行业	8%	9%	26%	13%	14%	10%	-5%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	

数据来源: iFinD, 财通证券研究所

针对资本开支扩张的行业来看, 我们发现行业资本开支扩张对居民收入端的传导已开始显现, 但呈现出明显的“结构性涓滴”而非“全面扩散”特征。

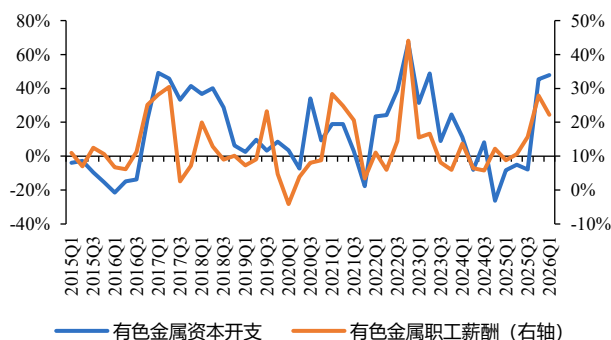
并不是所有资本开支扩张的行业职工薪酬均有大幅增长, 目前可以看到有色金属、电子等行业等行业 2026 年一季度的薪酬增速均高于 20%; 相反, 建筑、商贸零售等行业的工资增长仍显著偏弱, 上述两个行业的薪酬增速甚至是负增长。这意味着, 本轮资本开支扩张对收入分配的影响, 本质上不是简单推升总量工资, 而是先改变行业间、岗位间、区域间的收入结构: “硅基生产力”相关行业的人才溢价继续扩大, “碳基”传统链条的工资弹性则明显不足。

图12: 农林牧渔行业资本开支与薪酬同向增长



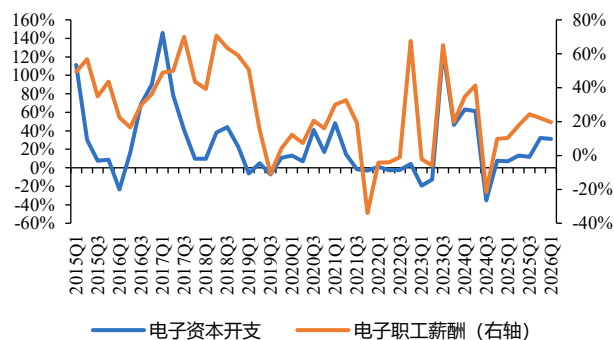
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图13: 有色金属行业资本开支与薪酬同向增长



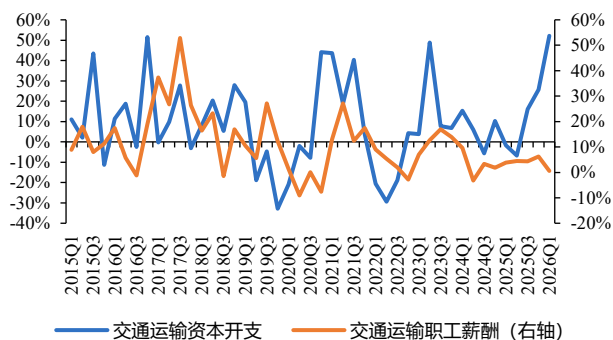
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图14: 电子行业资本开支与薪酬同向增长



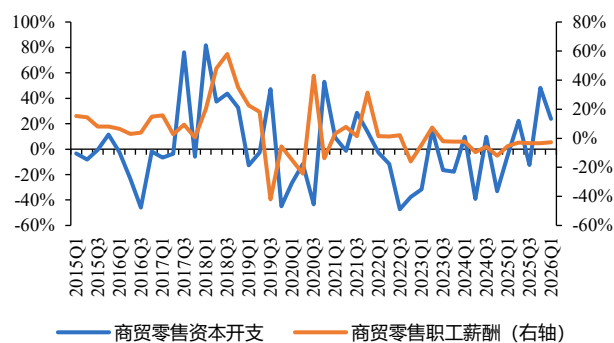
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图15: 交通运输行业资本开支与薪酬增速有所劈叉



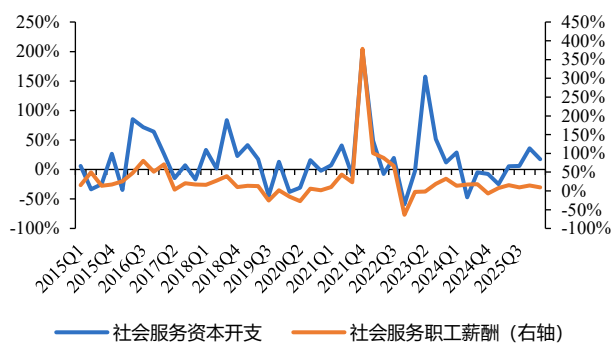
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图16: 商贸零售行业资本开支与薪酬增速有所劈叉



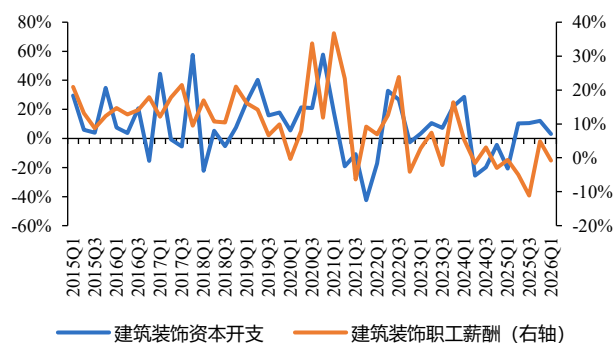
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图17: 社会服务行业资本开支与薪酬增速有所劈叉



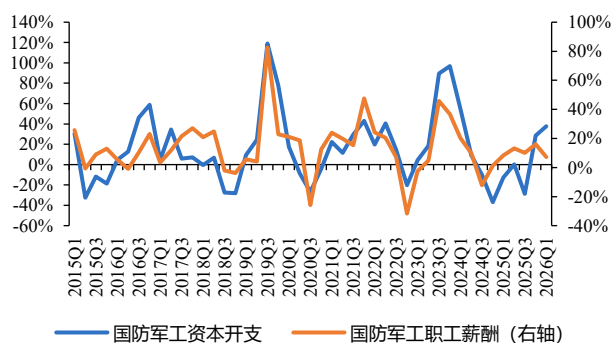
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图18: 建筑装饰行业资本开支与薪酬增速同向变动



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图19: 国防军工行业资本开支与薪酬增速有所劈叉

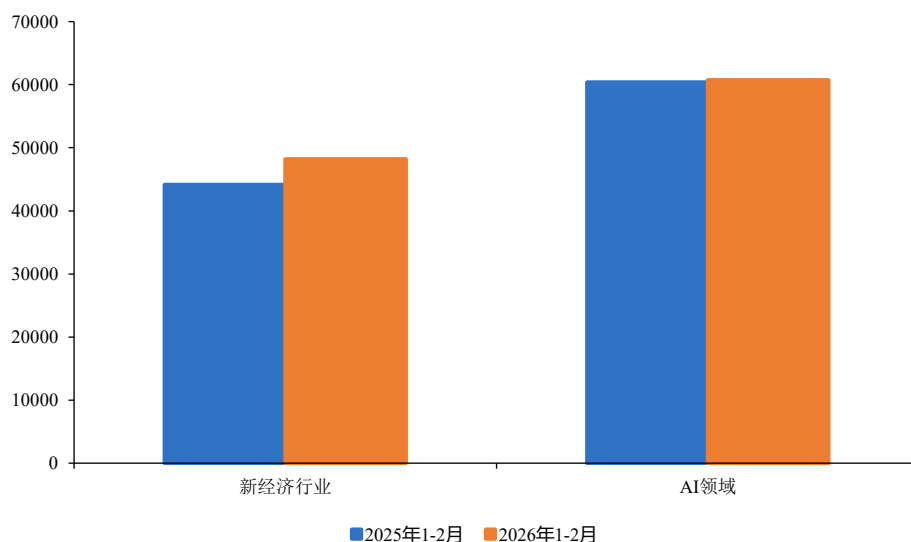


数据来源: iFinD, 财通证券研究所

此外，需要注意的是，本轮工资传导高度偏向关键技术岗位与局部紧缺工种，而非全面普涨。这决定了“涓滴效应”的速度与广度都将受限。以AI为例，根据脉脉发布的报告显示，2026年前两月AI人才争夺成招聘主战场，岗位量暴涨12倍，平均月薪60738元，比新经济行业平均月薪48189元高出约26%。从薪酬的方差情况来看，AI科学家/负责人以平均月薪137153元问鼎高薪榜，而大模型算法、

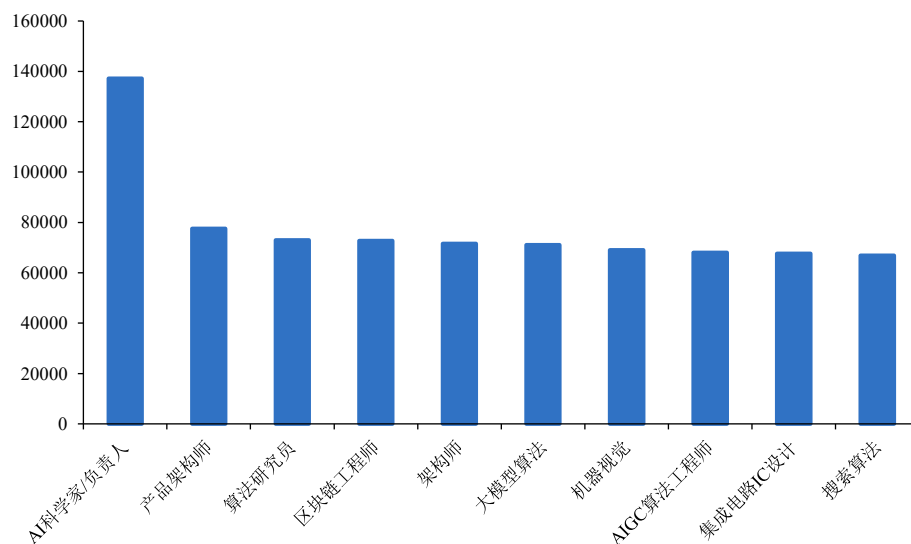
AIGC 算法工程师等岗位薪资普遍在 7 万元左右，反映核心岗位的薪酬议价能力显著高于其他工种，看似全行业保持较高薪酬增速，但可能更多是落到少数关键岗位，没法形成广泛的“涓滴效应”。

图20: AI 领域的平均薪酬显著高于新经济行业的平均薪酬



数据来源：脉脉高聘人才库，财通证券研究所；单位：元/月

图21: AI 科学家/负责人薪酬远高于其他 AI 相关岗位



数据来源：脉脉高聘人才库，财通证券研究所；单位：元/月

5 风险提示

算力产业链存在景气回落风险：后续算力投入退坡，上游半导体、服务器、光模块等板块需求边际走弱，资本开支回落；

国内政策刺激超预期：当前内需板块较弱，若后续政策刺激强度超预期，有望带动内需板块进入资本开支修复期；

就业与居民收入分化加剧：高景气红利集中于科技行业，传统领域收入承压，可能压制居民消费。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。