下载日志已记录，仅供内部参考

稳增长信号有所增强

宏观经济观察系列（二十二）

证券研究报告
2026 年 10 月 17 日

分析师
边泉水 S0800522070002
bianquanshui@research.xbmail.com.cn
慈薇薇 S0800523050004
ciweiwei@research.xbmail.com.cn
杨一凡 S0800523020001
yangyifan@research.xbmail.com.cn

相关研究
美国中期选举关注指南 2026-10-15
通胀总体回升、结构分化—9 月通胀数据点评 2026-10-14
低位波动：长期国债利率的三个观察点 2026-10-14
中欧贸易投资磋商机制第二次例会举行——海外政策周聚焦 2026-10-12
短期加息周期进入观察期 2026-10-10

- **核心结论**

一、当前政策处于定向、渐进式宽松周期，若稳增长压力加大，总量政策有望加码。今年以来出口与 AI 投资支撑总量账面增速是政策保持相对定力的核心因素。前三季度外贸数据与近期高频数据反映出口韧性继续超预期，年内保增长目标压力相对较小，强刺激预期下降。不过展望明年，居民仍在去杠杆周期，内需逆风和出口/AI 引擎放缓风险是推动总量政策有望加码的主要催化。当前消费和投资增长已低于 2024 年“9·24”节点时情况，近期政策也开始更多指向企业和居民资产负债表修复。

三季度以来稳增长信号增强，货币财政协同发力，但手段仍偏投资和结构性工具。上半年以渐进宽松为主、优先推进新质生产力等结构转型，强刺激预期偏低；三季度地产改革、“六张网”投资等政策开始发力，短期稳增长目标重要性也逐渐上升。货币政策保持适度宽松、精准有效，国庆后资金面转松，DR001 下行至约 1.26%，10 月 15 日央行开展 7000 亿元买断式逆回购、加量续作 2000 亿元。财政方面，9 月信贷总量超预期主要靠政府债券净融资同比多增约 3400 亿元；国常会提出增量政策后，PSL 利率下调、5500 亿元新增专项债额度、房贷贴息及 8000 亿元新型政策性金融工具持续投放。

二、中观景气跟踪：水泥发运率延续提升，煤炭价格走势偏强。截至 10 月 16 日，水泥发运率为 43.4%，环比前一周上行了 1.3 个百分点，且高于过去两年同期水平；高炉开工率为 80.5%，环比下降 0.8 个百分点，铁水产量减少。价格方面，煤炭市场继续偏强运行，电厂有望转入补库，秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格突破千元/吨。

三、大类资产观察：截至 10 月 16 日，A 股走势偏弱，恒生、纳斯达克和韩国综合指数也呈现不同程度回落。国内层面，财政部 10 月 9 日发布的 2026 年上半年中国财政政策执行情况报告显示，下一步，财政部将有力有效实施更加积极的财政政策，充分发挥各项存量政策效能。海外层面，美国 9 月 CPI 环比上涨 0.6%，为五个月来最大月度涨幅，高于 8 月的 0.4%，并高于预期的 0.6%。9 月未季调 CPI 年率录得 3.7%，高于 8 月的 3.4%，也高于预期的 3.6%。

风险提示：地缘局势动荡，导致经济和政策出现重大变化；政策落地不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 从渐进宽松走向政策拐点 4
二、 中观景气跟踪 7
三、 大类资产观察 9
四、 近期政策一览 10
五、 宏观日历 11
六、 风险提示 11

图表目录

图 1：SCFI 指数高位运行 4
图 2：9 月港口集装箱吞吐量强于季节性 4
图 3：外需景气支撑我国出口 4
图 4：2025 年以来集成电路出口和进口均价高增长 4
图 5：节后资金流动性较为充裕 5
图 6：政府债券发行支撑 9 月信贷数据 5
图 7：居民去杠杆，消费受制 5
图 8：居民就业预期较为低迷 5
图 9：投资增速数据低于 924 政策前水平 6
图 10：社零增速数据低于 924 政策前水平 6
图 11：股息率、租金回报率和债券利率对比 6
图 12：A 股 ERP 回归 7
图 13：成交额加权 PE / 中位数 PE 7
图 14：水泥发运率 7
图 15：高炉开工率 7
图 16：电厂日耗煤量 8
图 17：动力煤价格 8
图 18：A 股市场表现 9
图 19：港股表现 9
图 20：发达国家市场股指表现 9
图 21：新兴市场股指表现 9
图 22：中国国债收益率表现 10
图 23：人民币兑不同国家汇率走势 10
图 24：10 月宏观日历 11

表 1：中观行业综合景气指数与近 7 周趋势 8

下载日志已记录，仅供内部参考

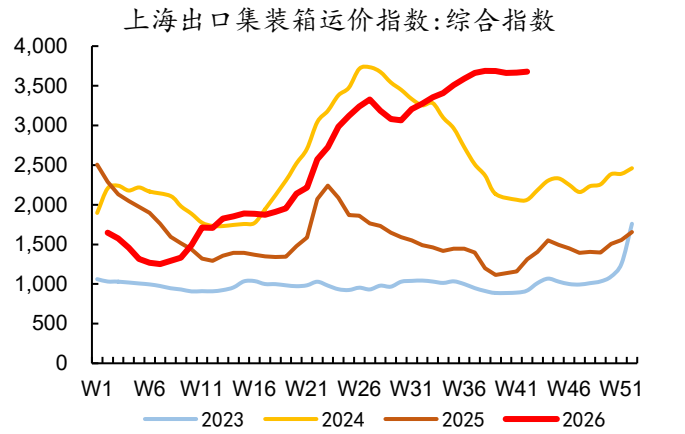
表 2：近期政策一览.....10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、从渐进宽松走向政策拐点

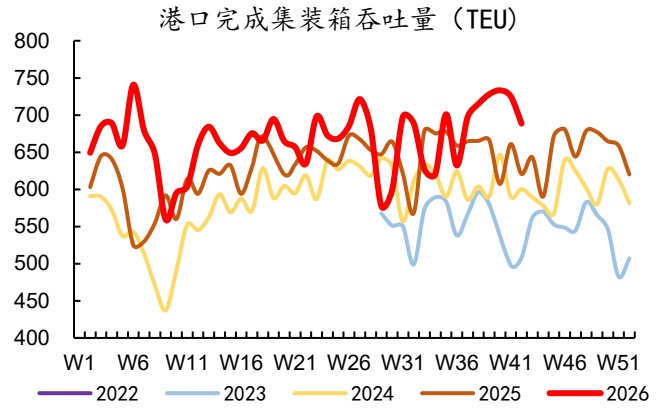
年内出口和 AI 投资支撑总量账面增速，政策保持相对定力。前 3 个季度我国进口、出口分别增长 27.5%和 21.3%；结合高频数据来看，9 月出口韧性持续超预期，国庆前订单集中交付，运价和集装箱吞吐量实现量价齐升，与经济数据吻合。往后看，四季度出口有望延续韧性，继续支撑全年增长目标达成，这主要受全球补库（9 月全球 PMI 上行至 53%）、AI 基建高景气、中美经贸关系边际缓和以及中欧“抢出口”等因素驱动。

图 1：SCFI 指数高位运行



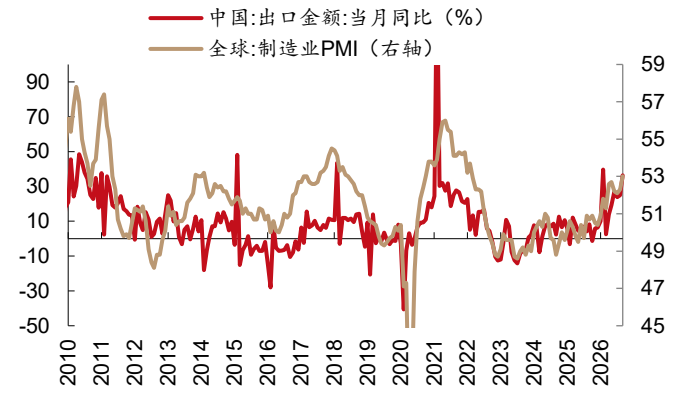
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：9 月港口集装箱吞吐量强于季节性



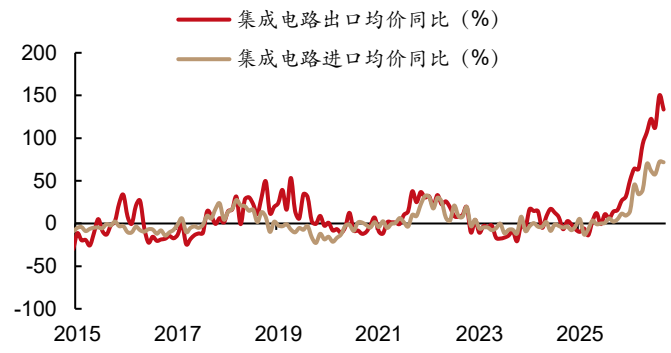
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 3：外需景气支撑我国出口



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：2025 年以来集成电路出口和进口均价高增长



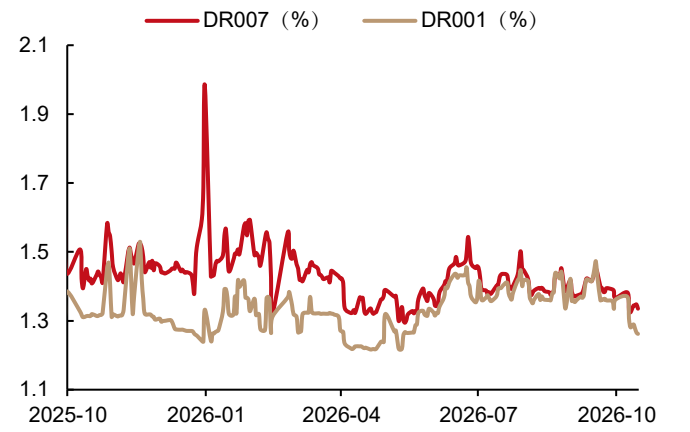
资料来源：Wind，西部证券研发中心

短期来看，三季度以来稳增长信号已经在增强，货币财政政策协同发力，但手段依然偏向于投资和结构性工具。今年我国政策以渐进宽松为主，且优先推进结构性转型（新质生产力），强刺激预期偏低，三季度对地产改革、“六张网”投资等方面政策开始发力，短期稳增长目标重要性也逐渐上升。货币政策方面，流动性较为充裕，政策基调将保持适度宽松和精准有效。国庆假期后资金面显著转松，DR001 下行至约 1.26%；本周 10 月 15 日央行开展 7000 亿元买断式逆回购操作，已续作加量 2000 亿元。财政方面，9 月国内信贷总量表现超市场一致预期，主要驱动力来自政府债券净融资规模抬升（同比多增超 3400 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

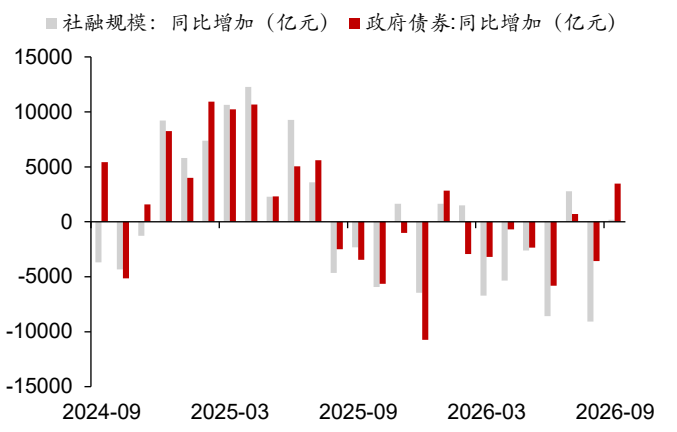
元），但居民与企业实体信贷需求依旧偏弱。9 月 28 日，国务院常务会议提出“推出一批务实管用的增量政策”，随后 PSL 利率下调、5500 亿元新增地方政府专项债额度、房贷贴息政策落地，叠加 8000 亿元新型政策性金融工具持续投放。政策传导路径参照 2022 年经验，以政策性工具补足项目资本金、PSL 与银行配套信贷的准财政工具为主，不同点在于本轮项目投向领域更多侧重新质生产力，其次是宏观环境方面，叠加地方债务压力更大，传统基建拉动有限。

图 5：节后资金流动性较为充裕



资料来源：Wind，西部证券研发中心

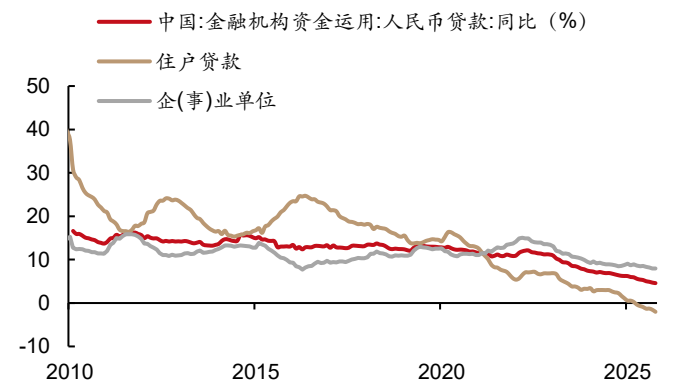
图 6：政府债券发行支撑 9 月信贷数据



资料来源：Wind，西部证券研发中心

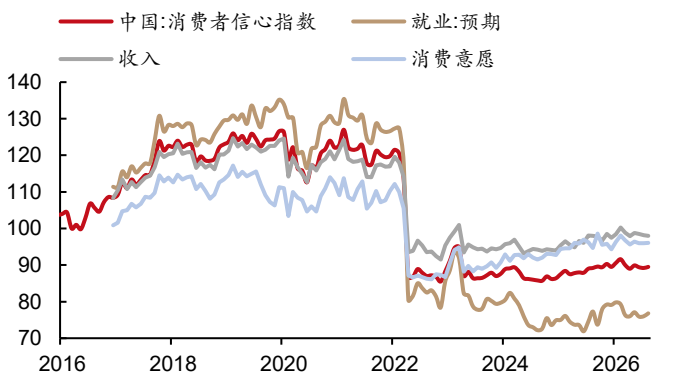
当下政策已经处于定向、渐进式的宽松周期，但如果稳增长压力加大，总量政策有望加码。尽管 2026 年总量经济符合增长预期，K 型分化特征明显，内需不足的问题并未得到解决。一方面，内需依然是疲弱项。居民部门风险偏好持续收缩，仍在去杠杆进程，前三季度住户贷款较减少 1.03 万亿元，收入和就业预期难带动消费意愿。消费和投资增长数据已经低于 2024 年 9·24 政策节点，近期政策也更多指向企业和居民资产负债表修复，例如 8 月 21 日召开的国务院常务会议部署进一步清理拖欠企业账款工作、地产发展模式改革和房贷贴息政策等。另一方面，考虑到 2027 年海外 AI CAPEX 增速大概率下修（根据科技龙头前瞻指引），若明年出口引擎与 AI 拉动能力放缓，经济增长压力进一步加大，未来宏观政策环境有望从定向、渐进式的宽松转入更全面的逆周期调节。

图 7：居民去杠杆，消费受制



资料来源：Wind，西部证券研发中心

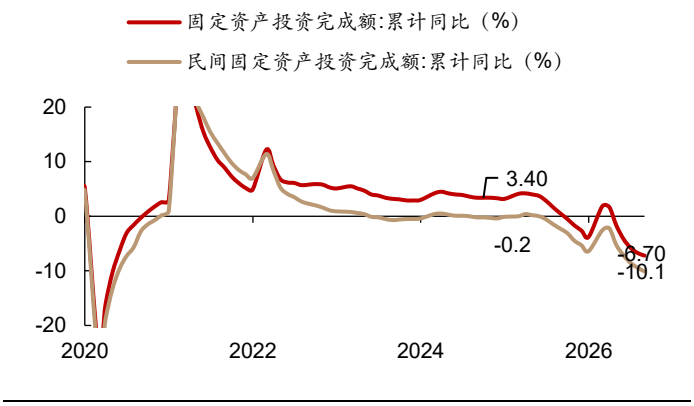
图 8：居民就业预期较为低迷



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

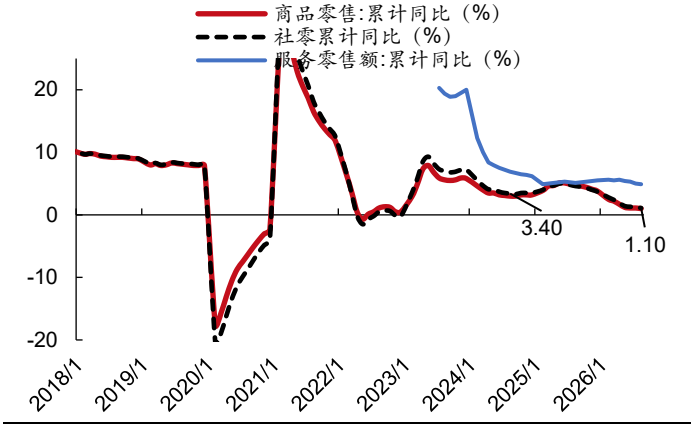
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：投资增速数据低于 924 政策前水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心

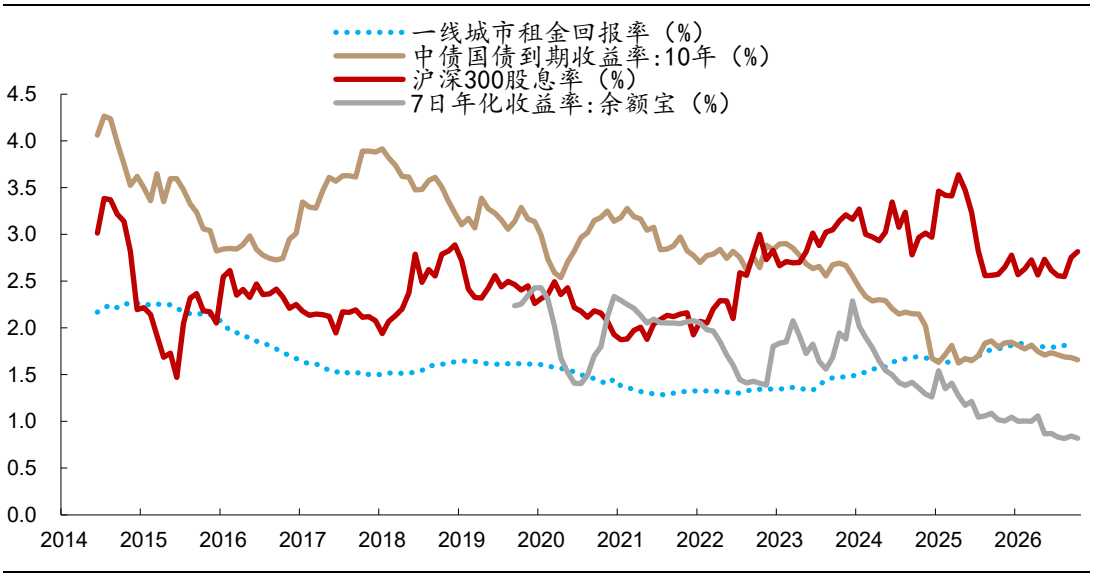
图 10：社零增速数据低于 924 政策前水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心

宏观基本面与政策立场支持利率下行。一线城市租金回报率超过 10YR 国债利率，意味着买房收租账面回报超过无风险利率与短期存款利率。资产回报率系统性下行的环境里，确定性现金流本身变得稀缺，类债资产的配置价值依然凸显。从这个角度看，权益市场的股息率亦具吸引力。短期来看，科技板块拥挤头寸集中释放后，市场拥挤度和投机情绪回落到合理水平。

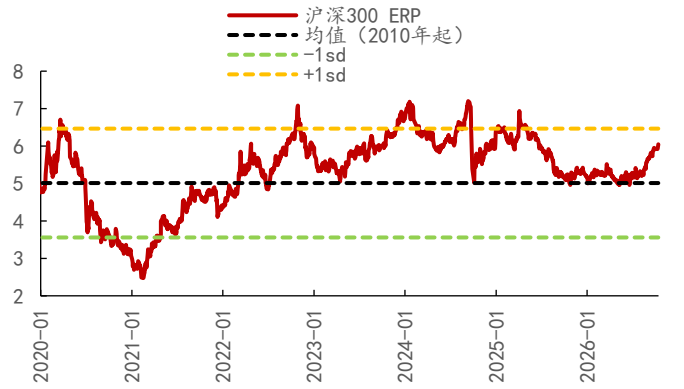
图 11：股息率、租金回报率和债券利率对比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：A 股 ERP 回归



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：成交额加权 PE / 中位数 PE

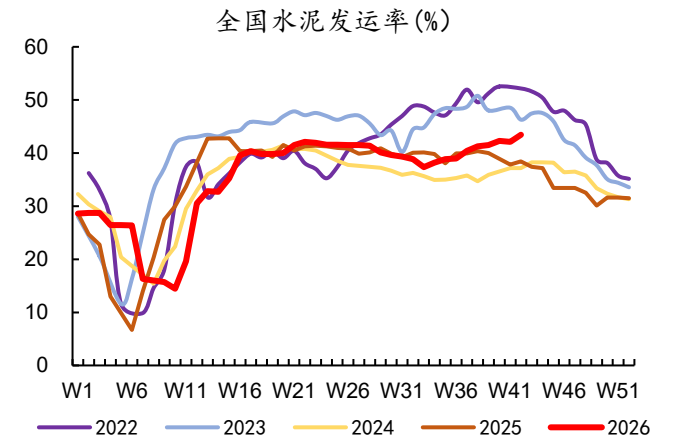


资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、中观景气跟踪

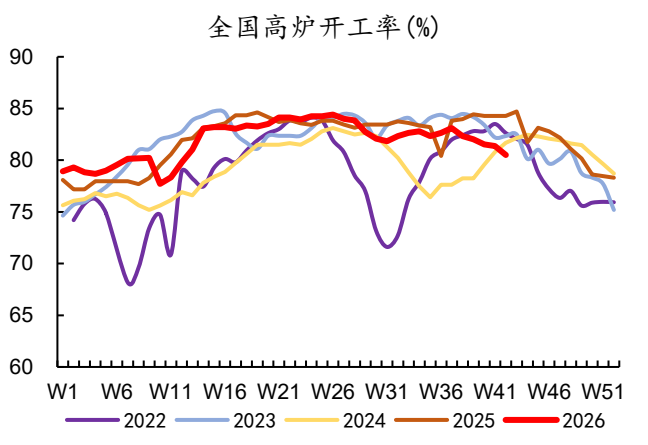
水泥发运率延续提升，煤炭价格走势偏强。截至 10 月 16 日，水泥发运率为 43.4%，环比前一周上行了 1.3 个百分点，且高于过去两年同期水平；高炉开工率为 80.5%，环比下降 0.8 个百分点，铁水产量减少。价格方面，煤炭市场继续偏强运行，电厂有望转入补库，秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格突破千元/吨。

图 14：水泥发运率



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

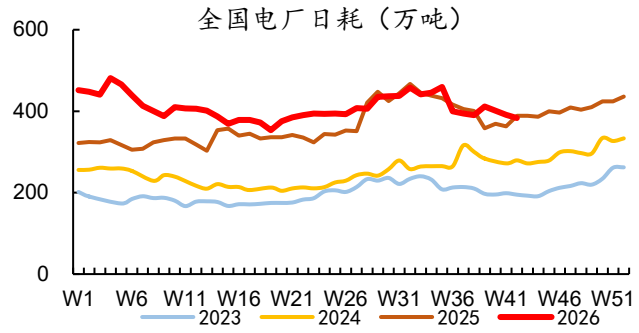
图 15：高炉开工率



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

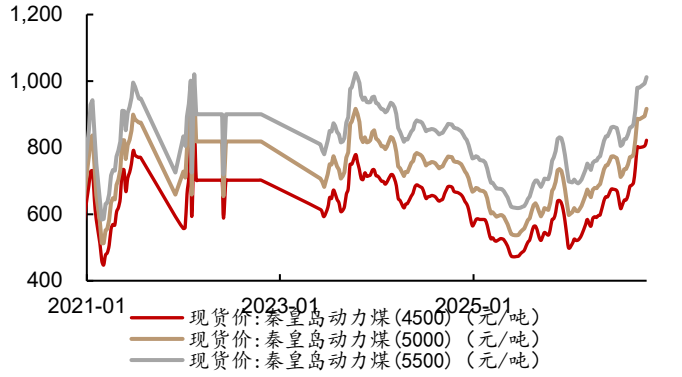
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：电厂日耗煤量



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 17：动力煤价格



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

从我们编制的中观行业综合景气指数来看，上中游景气度整体转弱，煤炭景气相对高位，水泥改善；下游景气分化，地产和传媒景气下修，交运延续低位改善。

表 1：中观行业综合景气指数与近 7 周趋势

行业	细分行业	8月第三周	8月第四周	9月第一周	9月第二周	9月第三周	10月第二周	10月第三周	近7周走势	月度变动	周度变动
工业金属	工业金属	73.6	76.3	76.5	76.6	78.8	78.6	70.7		-5.8	-7.9
	铜	98.0	100.0	97.3	95.8	97.0	91.5	81.2		-16.2	-10.3
	铝	48.1	51.2	53.7	56.9	59.5	60.3	56.0		2.3	-4.3
	铅	15.2	20.5	24.7	22.0	30.5	47.9	38.5		13.8	-9.5
	锌	86.5	89.3	92.4	94.1	94.5	100.0	94.4		2.1	-5.6
能源金属	能源金属	38.4	35.2	34.1	33.2	32.1	33.0	27.6		-6.5	-5.4
	碳酸锂	45.7	41.8	41.1	40.5	40.0	43.4	39.2		-1.9	-4.2
	钴	31.2	28.7	27.0	25.9	24.2	22.6	16.0		-11.1	-6.6
石油石化	石油石化	51.7	55.7	60.2	63.8	67.9	73.8	69.2		9.0	-4.6
	原油	59.0	61.7	65.4	69.0	74.9	79.8	82.8		17.4	3.0
	地炼	44.5	49.8	55.0	58.5	60.9	67.8	55.5		0.6	-12.3
煤炭	煤炭	80.2	82.4	84.1	86.1	87.2	89.8	92.2		8.1	2.4
钢铁	钢铁	38.8	32.0	29.4	35.4	38.9	42.9	47.5		18.1	4.6
建材	建材	29.9	33.7	39.0	42.9	40.6	51.7	44.7		5.7	-7.0
	水泥	33.8	34.1	36.9	40.3	35.9	58.2	64.0		27.1	5.8
轻工	造纸	87.8	85.8	82.0	85.2	75.2	70.2	65.3		-16.7	-4.9
	文化纸	92.9	92.9	90.0	92.2	85.7	80.7	79.9		-10.2	-0.8
	包装纸	82.7	78.7	74.1	78.3	64.8	59.8	50.8		-23.3	-9.0
化工	化工	70.6	73.3	77.6	81.7	91.6	94.6	96.4		18.8	1.9
新能源	光伏	31.4	30.2	28.9	32.8	42.7					
	锂电	44.7	40.8	40.1	39.5	39.0	43.3	38.2		-1.9	5.1
汽车	汽车	29.8	41.6	42.8	31.3	27.3	13.2	6.7		-36.1	-6.5
金融地产	证券	35.2	27.8	22.8	20.4	19.4	2.6	8.2		-14.6	5.7
	房地产	81.7	68.1	73.2	60.1	59.8	48.4	34.2		-39.0	-14.2
交运	交运	31.2	32.7	35.5	37.6	38.4	42.2	44.0		8.5	1.9
	航空	32.5	34.7	38.2	49.3	56.1	65.7	66.1		27.9	0.4
	物流	9.5	8.7	8.2	7.6	6.2	13.7	17.1		9.0	3.4
农林牧渔	生猪养殖	49.8	54.4	57.8	61.3	65.5	67.0	68.8		11.0	1.8
	禽类养殖	28.2	26.6	25.1	15.6	12.8	9.8	8.5		-16.6	-1.3
纺织服饰	纺织服饰	61.7	62.8	72.2	73.4	74.7	79.0	83.3		11.1	4.3
传媒	电影	49.7	60.7	40.5	28.2	22.5	15.6	6.8		-33.7	-8.8

资料来源：同花顺，Wind，西部证券研发中心

注：景气指数范围在 0-100 之间

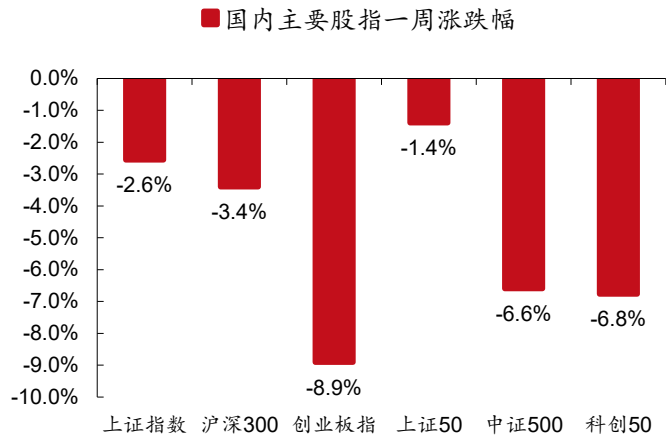
WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、大类资产观察

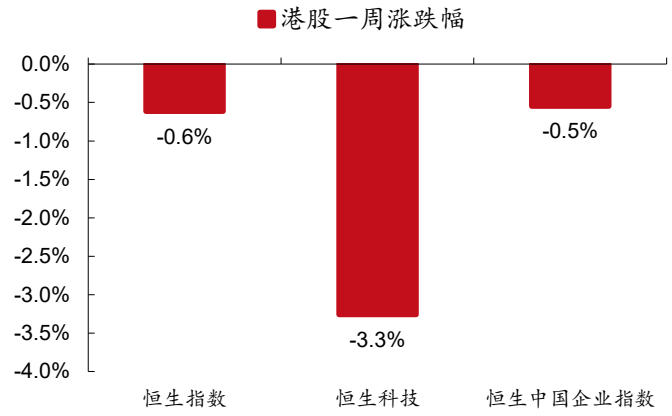
截至 10 月 16 日，A 股走势偏弱，恒生、纳斯达克和韩国综合指数也呈现不同程度回落。国内层面，财政部 10 月 9 日发布的 2026 年上半年中国财政政策执行情况报告显示，下一步，财政部将有力有效实施更加积极的财政政策，充分发挥各项存量政策效能，根据宏观经济运行情况及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，切实保障和改善民生。10 月 12 日财政部、税务总局发布关于调整部分产品出口退税政策的公告表示自 2027 年 4 月 1 日起，将新能源汽车的增值税出口退税率由 13%下调至 9%，并取消电子烟设备装置等产品增值税出口退税。**海外层面，**美国 9 月 CPI 环比上涨 0.6%，为五个月来最大月度涨幅，高于 8 月的 0.4%，并高于预期的 0.6%。9 月未季调 CPI 年率录得 3.7%，高于 8 月的 3.4%，也高于预期的 3.6%。从汇率来看，本周美元、欧元和日元兑人民币均有所贬值，加元兑人民币小幅上升。

图 18：A 股市场表现



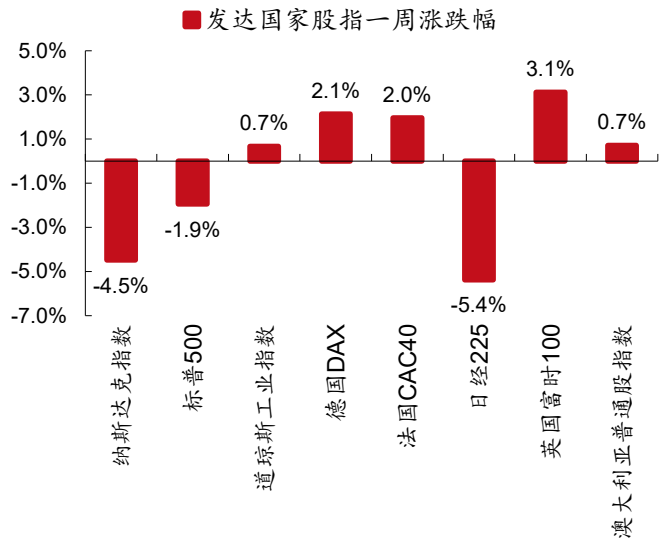
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：港股表现



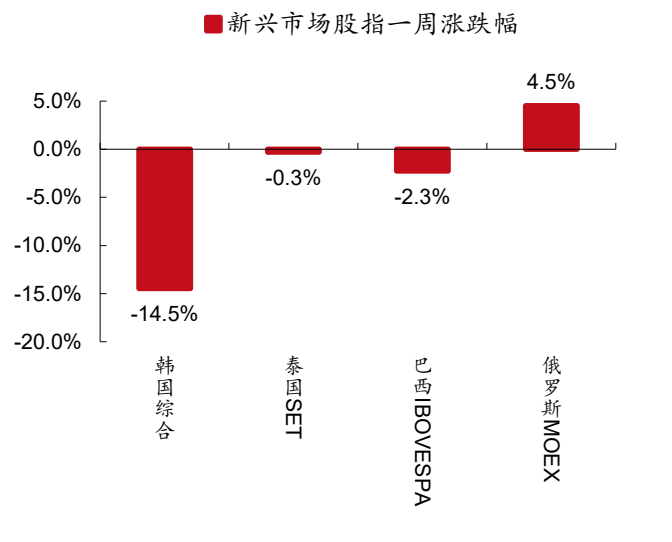
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20：发达国家市场股指表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 21：新兴市场股指表现

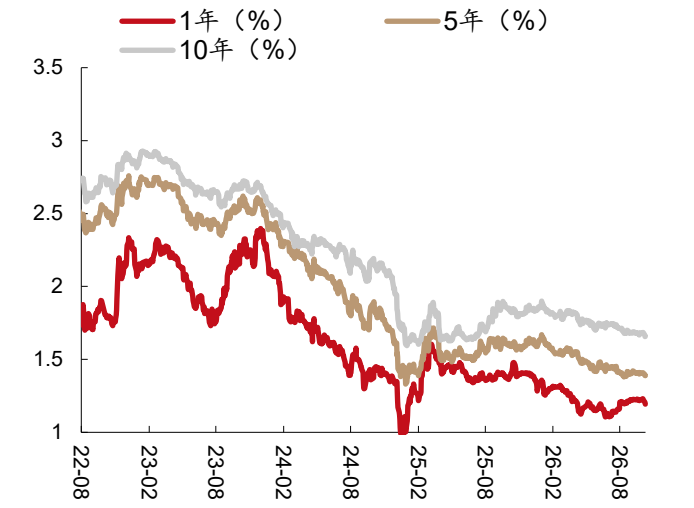


资料来源：Wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

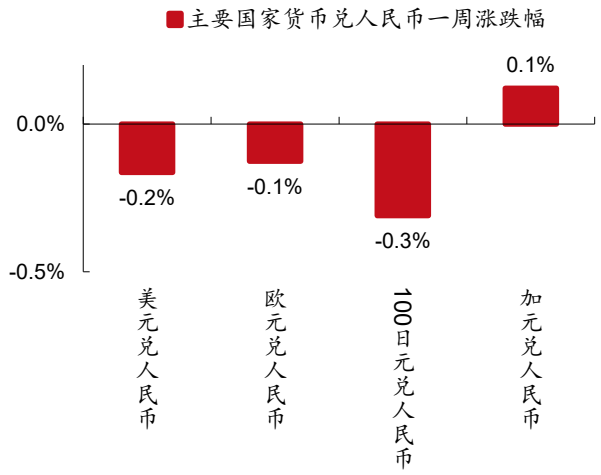
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：中国国债收益率表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 23：人民币兑不同国家汇率走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、近期政策一览

本周李强主持召开国务院常务会议，听取“人工智能+”行动进展情况汇报等。货币政策方面，2026 年 10 月 15 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 7000 亿元买断式逆回购操作。

表 2：近期政策一览

类型	日期	主题	核心内容
国常会	2026/10/16	李强主持召开国务院常务会议	国务院总理李强10月16日主持召开国务院常务会议，听取“人工智能+”行动进展情况汇报，讨论《中华人民共和国教师法（修订草案）》，讨论《中华人民共和国价格法（修正草案）》，审议通过《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定（草案）》。
货币政策	2026/10/15	中国人民银行行长潘功胜出席新兴市场研讨会	下一阶段，中国人民银行将进一步支持全球投资者和发行人参与中国金融市场，推动人民币债券成为全球广泛认可和使用的合格担保品，进一步丰富流动性管理和风险管理工具，持续提升投融资便利性。同时，加强境内外金融基础设施联通，支持离岸人民币市场发展，持续推进中国金融市场高水平开放。
货币政策	2026/10/14	公开市场买断式逆回购招标公告［2026］第20号	为保持银行体系流动性充裕，2026年10月15日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展7000亿元买断式逆回购操作，期限为6个月（182天），到期日为2027年4月15日（遇节假日顺延）。
产业	2026/10/10	郑栅洁主任主持召开民营企业座谈会	国家发展改革委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，围绕准确把握三季度经济形势、积极应对国际供需情况变化，与来自石油化工、天然气供应、农业机械、人工智能应用等领域的盛虹控股、东明石化、新奥集团、吉峰三农、晶泰科技等企业负责人深入交流，听取意见建议。

资料来源：中国政府网、发改委、央行，西部证券研发中心

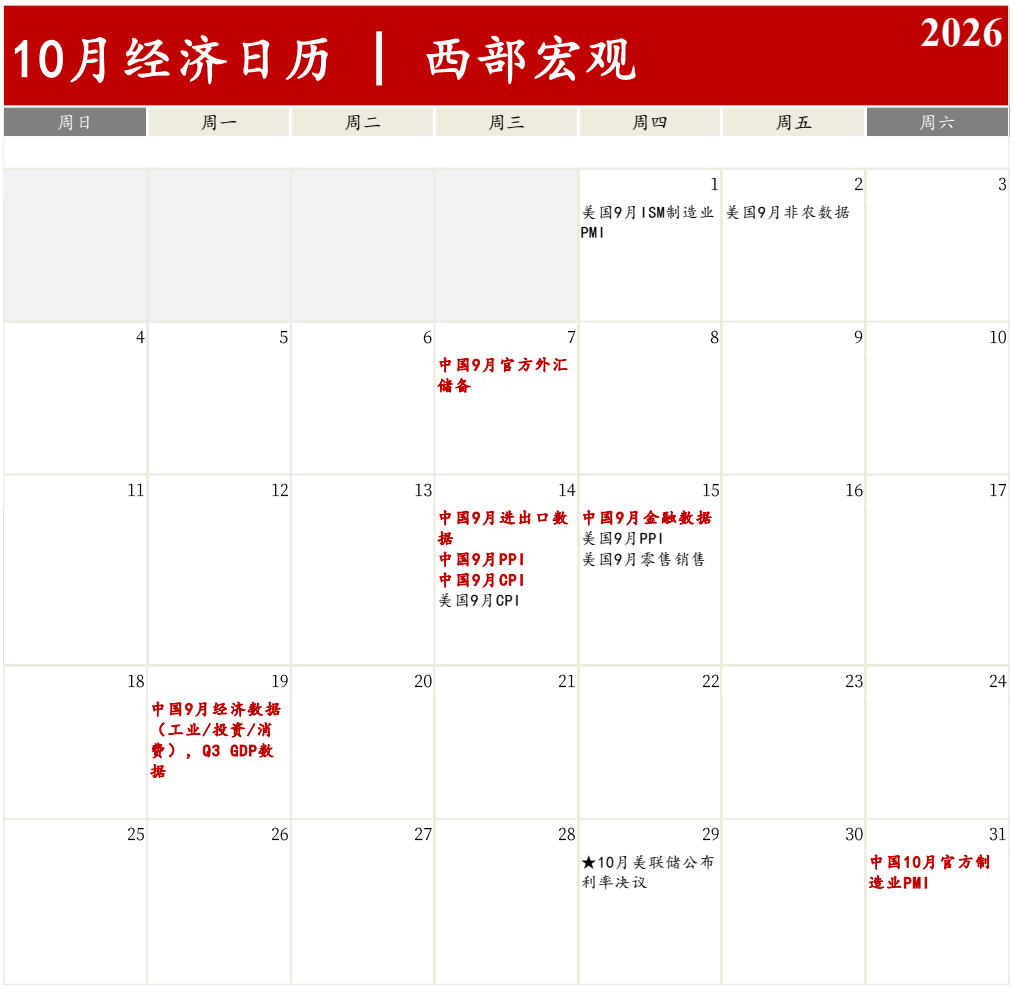
下载日志已记录，仅供内部参考

五、宏观日历

重点关注：

中国 9 月经济数据、Q3 GDP 数据。

图 24：10 月宏观日历



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：若无注明，日期均为北京时间

六、风险提示

1、地缘局势动荡，导致经济和政策出现重大变化。

2、政策落地不及预期，经济达成目标难度加大。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。