下载日志已记录，仅供内部参考

K 型分化持续 科技带动发展

——三季度宏观经济研究

核心观点

➢ **国际经济：通胀高企，“加息”或与“结构性放水”共存**

以美联储为代表的各国央行，希望借加息来平抑短期通胀压力，同时，未来或将以缩表为主要方式减轻通胀压力。但面对加息、缩表等紧缩性政策对经济增速的压降，全球主要经济体或改变策略，以科技企业扩大资本开支为主的“结构性放水”有望成为主流。因此，未来或可能看到，加息与“结构性放水”同时存在的景象。

➢ **GDP 指标：GDP 增速基础稳固，“量”仍能保持稳定**

截至 2026 年上半年，我国 GDP 同比增长 4.7%，落在年初 4.5%-5.0%的预期区间内，经济“量”的底色依然稳固。但仍需看到，现有内需仍相对疲软，消费端在之前诸多政策的拉动下仅维持企稳，向上动能仍然偏弱，投资端稍有起色，但转型升级依然需要时间，出口端是当前表现相对亮眼的方向，但受地缘冲突和大国博弈影响较大，存在波动可能，因此，中国经济短期来看，韧性有余，动力不足，三季度，GDP 增速或维持在 4.6%左右。

➢ **通胀表现：通胀短期升温，后续仍需重点关注下游需求**

短期通胀表现向好， CPI、PPI 的温和修复有望延续，但中长期看，本轮回暖更偏向结构性回暖，能否在需求端走出亮眼表现，进而推动整体经济发展，实现温和通胀对经济的积极效用，仍是我们后续需要重点关注的。

➢ **三驾马车：内需仍相对疲软，外需保持强劲态势**

从内需角度来看，总体需求仍相对疲软。在当下，以科技创新为代表的新经济，与以地产为代表的传统经济尚处于交替之中，转型发展带来的阵痛虽有所减弱，但仍未完全消除，这或将在短期对经济发展造成一定制约。后续仍需关注，结构性的亮点能否与整体性的企稳同步进行。

外需角度看，出口增速保持在较高的区间，较高的增速对中国经济有显著提振作用。外需拉动有利于为国内相关行业带来更广阔的发展空间。但也要注意，资本开支带来的需求狂潮能否持续、科技创新能否快速迭代进而继续变现，出口结构性发力能否转变为整体发力，这些仍是未来

大同证券研究中心
分析师：景剑文
执业证书编号：
S0770523090001

邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn
地址：山西太原长治路 111 号山西世贸中心 A 座 F12、F13
网址：
http://www.dtsbc.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

外需能否持续旺盛，出口能否持续高增所需关注的重点。

- **PMI：PMI 结构性复苏，高技术产业表现良好**

9 月制造业 PMI 回到荣枯线以上，复苏的结构性特征突出，新动能显著强于传统动能，高技术产业、装备制造业等新兴产业 PMI 持续维持枯荣线上方。但若四季度旺季需求未能有效传导至传统行业，结构性行情或难带动整体走强，PMI 或可能依然在荣枯线附近反复。

- **工业增加值：分化明显，内需偏弱压降传统行业发展空间**

工业增加值表现出整体企稳，结构分化的特质。在出口带动及低基数效应下，工业增加值增速相对稳定，但内需偏弱导致传统行业生产仍显承压，高技术与出口链相关行业保持较高景气。

- **总量政策：财政政策有望定向发力，货币政策空间或被挤压**

三季度，宏观政策整体依然延续了“适度宽松、加大逆周期调节”的基调，政策重心从“跨周期”向“逆周期”倾斜，强调“综合运用并适时调整货币政策工具”与“财政金融协同”。政策着力点主要集中在稳增长、调结构、保民生和防风险四个维度，旨在对冲经济“供强需弱、结构分化”的短板，托底经济平稳运行。需求端仍是当前财政政策主要发力方向，助力供强需弱格局改善仍需持续用力；而货币政策则主要以稳为主，在全球部分经济体进入加息节奏下，为保证外汇稳定，货币政策降息空间或被小幅挤压，但韧性仍强。

- **投资建议：中长期银行板块存在投资空间，或需重视股息率与估值表现**

综合来看，从宏观经济的角度，当前中国经济韧性仍较强，但主要发力点仍在出口等外部需求上，内需仍相对疲软。短期来看，通胀虽有所提振，但更多为输入性通胀，持续性存疑，后续经济发展仍需关注通胀指标和内需发力拐点。而结构上，科技方向存在亮点，一方面国内外需求空间加大，业务有所闭环；另一方面，科技竞争下，政策持续发力助力融资成本降低，改善科技行业营商环境，促使科技公司更好发展，且当前科技方向正处于 AI、人工智能等蓬勃发展阶段，短期机会或增强，或可阶段性把握。

风险提示：政策效果不及预期、贸易环境恶化、地缘政治风险超预期加剧

下载日志已记录，仅供内部参考

目　　录

一、国际经济——“加息”或与“结构性放水”共存 4
二、GDP——GDP 增速基础稳固，“量”仍能保持稳定 6
三、通胀指标——通胀短期升温，后续仍需重点关注下游需求 7
四、内需——内需疲软仍是制约，科技与地产尚处“新旧”交替之中 9
1、消费：社零消费仍趋势回落，消费端回升或需“新消费”与地产双腿并行 9
2.投资——地产投资增速下行速度趋缓，科技发展带动制造业扛起大旗 11
五、外需——出口保持高位，科技创新带来结构性转型 12
六、PMI——整体 PMI 在荣枯线附近挣扎，科技相关行业仍能维持扩张 13
七、工业增加值——高技术产业快速上冲 14
八、总量政策——财政政策有望定向发力，货币政策空间或被挤压 15
1.财政政策——存量增量同向发力，助力内需回稳向好 15
2.货币政策——全球加息浪潮下降息空间受挤压，“逆周期”调节流动性仍有保障 16
九、投资建议——仍需关注内需发力拐点，科技结构性机会或可把握 17

下载日志已记录，仅供内部参考

图　　表

图表 1　高通胀与高失业率并存 5
图表 2　全球经济体开启加息时代 6
图表 3　美国新增非农就业人数持续走低 6
图表 4　GDP 表现趋稳，高质量发展蹄疾步稳 7
图表 5　三新经济占比逐步提升 7
图表 6　GDP 平减指数回正 8
图表 7　CPI-PPI 剪刀差持续走负 8
图表 8　核心 CPI 保持稳固 9
图表 9　能繁母猪存栏量拉升 9
图表 10　生产资料同比走高，带动 PPI 上行 9
图表 11　上游盈利能力较强 9
图表 12　社会消费零售总额同比增速持续回落 10
图表 13　中国消费率仍相对偏低 10
图表 14　服务性消费占比提升 11
图表 15　二手房租金回报率有所回升 11
图表 16　房地产开发投资额增速同比下降趋势趋缓 12
图表 17　第二产业扛起大旗 12
图表 18　出口金额同比提升 13
图表 19　高新技术产品拉升速度较快 13
图表 20　出口结构性转变 13
图表 21　半导体销售额快速拉升 13
图表 22　美国制造业 PMI 复苏相对领先 14
图表 23　更注重高技术产业 PMI 情况 14
图表 24　工业增加值增速相对稳定 15
图表 25　高技术产业增加值增速与制造业进一步拉开差距 15
图表 26　政府部门杠杆率稳定，土地财政收入不佳 16
图表 27　一般公共预算支出强度稳定 16
图表 28　M1 整体平稳，M2 有所回落 17
图表 29　降息空间或收窄 17

下载日志已记录，仅供内部参考

一、国际经济——“加息”或与“结构性放水”共存

从国际经济角度看，全球正在经历一种相对割裂的局面，一方面，通胀持续升温，对民生、社会产生了一定的影响；另一方面，失业率并未如期走低，反而维持在一个相对较高的位置；且在地缘冲突仍未停止的背景下，全球经济面临压力逐步增大。在此背景下，全球经济或面临滞胀风险，对各国央行的考验持续增大。

在此情况下，进入第三季度，各国各地区加息声不断，以美联储为代表的各国央行，希望借加息来平抑短期通胀压力，同时，未来或将以缩表为主要方式减轻通胀压力。

但面对加息、缩表等紧缩性政策对经济增速的压降，全球主要经济体或改变策略，以科技企业扩大资本开支为主的“结构性放水”有望成为主流。伴随着各国进入科技竞赛环节，科技的重要性与日俱增，且随着近两年科技产品的逐步落地，人工智能+的兴起，也让前期的投资有了回报，进而产生发展闭环。各国将大量资金着重投向科技领域，有望在促进科技发展的同时，利用领先于全球的科技反哺经济发展，以此带动本国走出“滞胀”风险。因此，未来或可能看到，加息与“结构性放水”同时存在的景象。

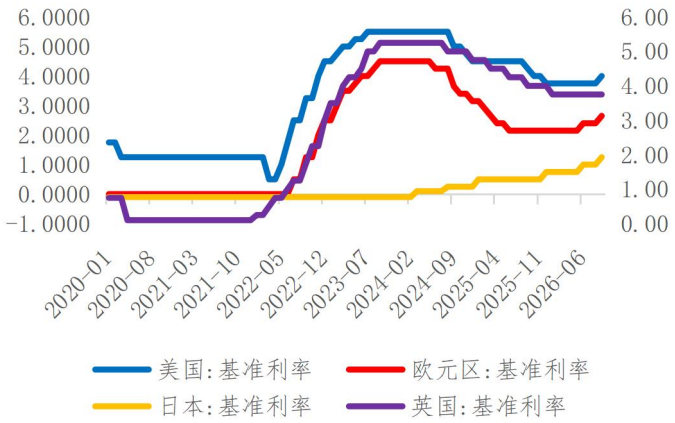
图表 1 高通胀与高失业率并存

经济体	指标	2026年第三季度		2026年第二季度			2026年第一季度			2025年第四季度		
		8月	7月	3月	2月	1月	3月	2月	1月	12月	11月	10月
美国	实际GDP增速（环比折年率，%）			2.2			1.6			0.5		
	失业率（%）	4.10	4.10	4.20	4.30	4.30	4.30	4.20	4.30	4.40	4.50	--
	CPI（%）	3.40	3.30	3.50	4.20	3.80	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70	--
欧元区	实际GDP增速（同比，%）			1.2			0.6			1.1		
	失业率（%）	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.30	6.30	6.30	6.30
	CPI（%）	3.20	2.90	2.8	3.20	3.00	2.6	1.9	1.7	2.0	2.1	2.1
英国	实际GDP增速（同比，%）			1.37			0.84			0.8		
	失业率（%）		4.90	4.90	4.90	4.90	5.00	4.90	5.20	5.20	5.10	5.10
	CPI（%）	3.10	2.90	2.60	2.80	2.80	3.30	3.00	3.00	3.40	3.20	3.60
日本	实际GDP增速（环比折年率，%）			1.4			1.9			1.1		
	失业率（%）	2.60	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.60	2.60	2.40	2.40	2.60
	CPI（%）	1.90	1.90	1.60	1.50	1.40	1.50	1.30	1.50	2.10	2.90	3.00

数据来源：Wind，大同证券

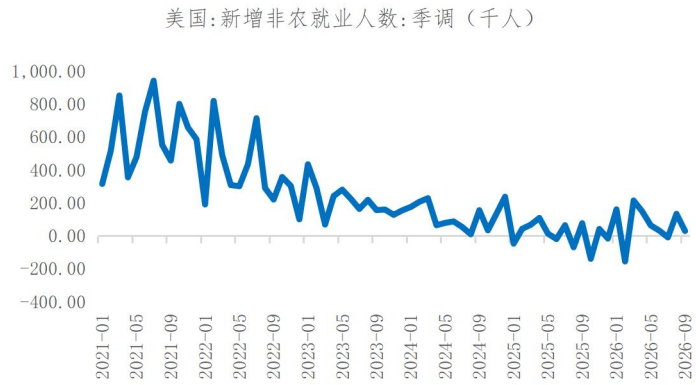
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 全球经济体开启加息时代



数据来源：Wind，大同证券

图表 3 美国新增非农就业人数持续走低



数据来源：Wind，大同证券

二、GDP——GDP 增速基础稳固，“量”仍能保持稳定

截至 2026 年上半年，我国 GDP 同比增长 4.7%，落在年初 4.5%-5.0%的预期区间内，经济“量”的底色依然稳固。从增长动能看，前期，在内需相对疲软的周期中，出口扛起大旗，助力经济增速走平走稳；而在地缘冲突及出国增速高基数带来的净出口短期波动下，投资再度展现出一定的亮眼表现。内外需的轮番助力，彰显了中国经济庞大的增长潜力和稳固的增长韧性。

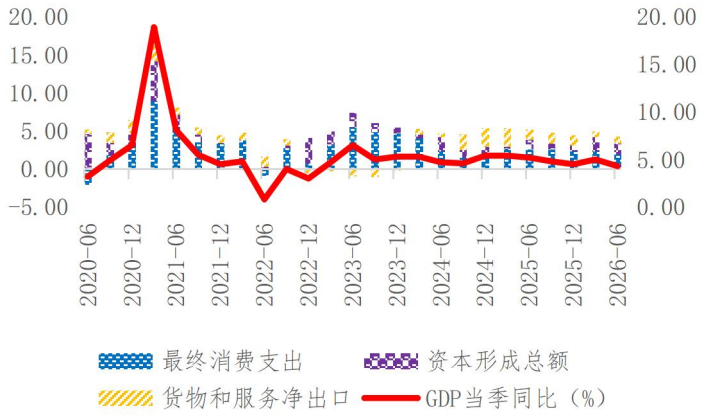
而从结构上看，二三产业对 GDP 的拉动作用依然明显，以服务业为代表的第三产业的回暖，对内需的提振或将有显著效果，而以新兴科技推动的制造业，在转型发展中依然保持稳定，助力投资端走出新方向。

这一点，从三新经济增加值占比持续拉升中可以有所预估。随着 2025 年三新经济增加值占比超过 18%，三新经济已经不再是发展中的“新贵”，转而成为中国经济发展中的“有生主力军”，这既展现了中国经济发展的结构变化，也预示着传统企业的转型升级和新兴企业的提质增效的顺利进行，为未来中国经济的高质量发展提供了强有力的动能支持。

当然，我们仍要看到，现有内需仍相对疲软，消费端在之前诸多政策的拉动下仅维持企稳，向上动能仍然偏弱，投资端稍有起色，但转型升级依然需要时间，出口端是当前表现相对亮眼的方向，但受地缘冲突和大国博弈影响较大，存在波

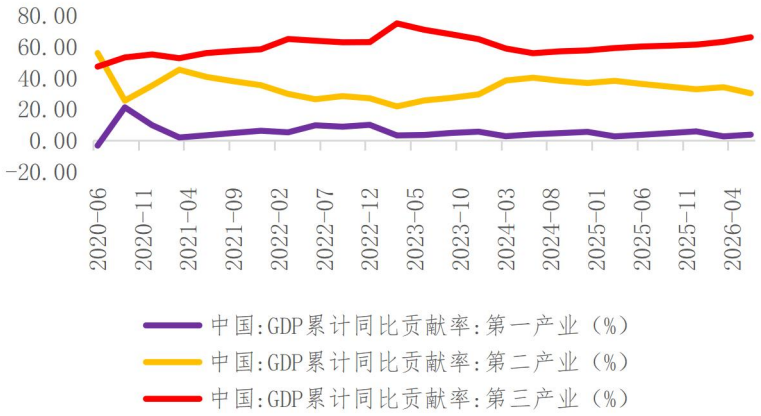
动可能，因此，中国经济短期来看，韧性有余，动力不足，三季度，GDP 增速或维持在 4.6%左右。

图表 4 净出口短期回落，投资表现回暖



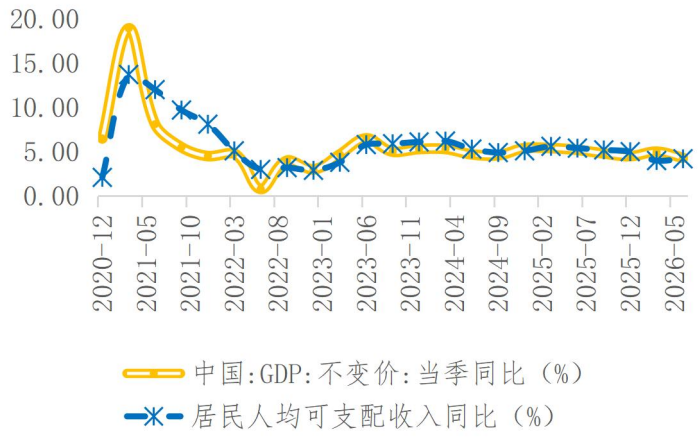
数据来源：Wind，大同证券

图表 5 二三产业表现稳定



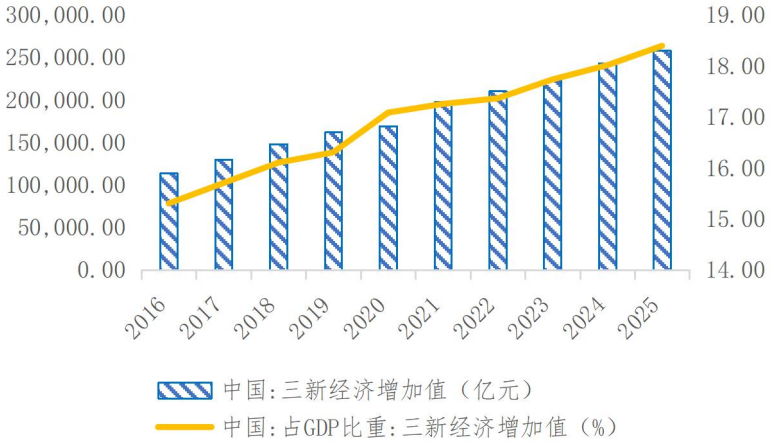
数据来源：Wind，大同证券

图表 4 GDP 表现趋稳，高质量发展蹄疾步稳



数据来源：Wind，大同证券

图表 5 三新经济占比逐步提升



数据来源：Wind，大同证券

三、通胀指标——通胀短期升温，后续仍需重点关注下游需求

当下，通胀指标的走势特征仍处于“结构分化”阶段。GDP 平减指数由负转正，显现整体通胀回暖，温和通胀有利于经济发展，但能否持续尚需观察。但与此同时，可以看到，伴随着地缘冲突和 AI 基建的发展，上游原材料持续涨价，CPI-PPI 剪刀差年内由负转正，表明上游成本压力向中下游传导的路径受阻，下游企业的利润空间被进一步挤压。当前，中下游产能虽在反内卷政策主导下有所

下载日志已记录，仅供内部参考

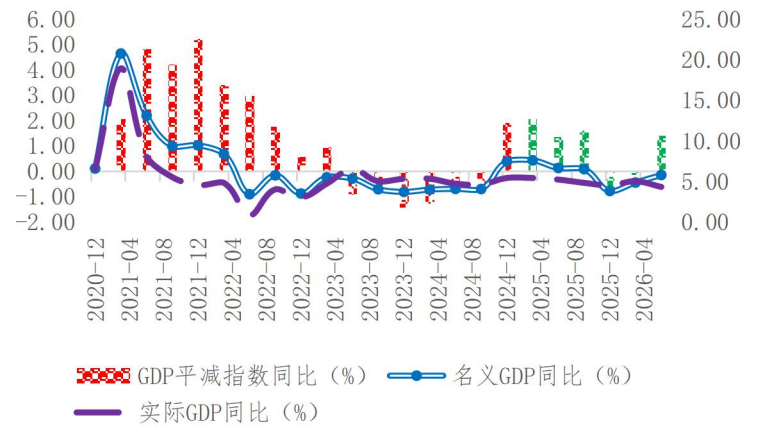
去化，但终端需求仍待进一步回暖，若下游需求迟迟不见好转，通胀回暖或存在堵点。

分项来看，CPI 数据当前受短期冲击影响相对较大。核心 CPI 表现持续稳定，反映出需求端拉动相对稳定的特质。而对于前期拖累 CPI 数据的食品 CPI 来说，受益于能繁母猪存栏量同比触底后，生猪养殖指数有望回暖，猪肉价格有望企稳，叠加厄尔尼诺等现象对蔬菜粮食价格的推升，虽鲜果、水产等部分品类仍有所回落，但食品 CPI 依然有望扭转下行趋势。核心 CPI 的稳定和食品 CPI 的企稳，叠加能源 CPI 受地缘政治影响，持续维持高位，CPI 短期或有望持续拉升上移。

而 PPI 在 7 月增速短暂回落后，8 月同比再度攀升至 3.8%，持续走强，这一涨势更多由需求结构性回暖和地缘冲突所驱动，在科技资本开支大潮中，原材料的需求大幅增加，推进了上游部分行业的回暖，叠加地缘冲突迟迟难以结束，部分资源品供给减少，供需两端均存在一定压力，共同推升了上游行业的价格上涨。但仍需看到，中下游需求回暖尚难以跟得上上游涨价节奏，上游成本压力正在向中下游转移，中长期显然难以持续。

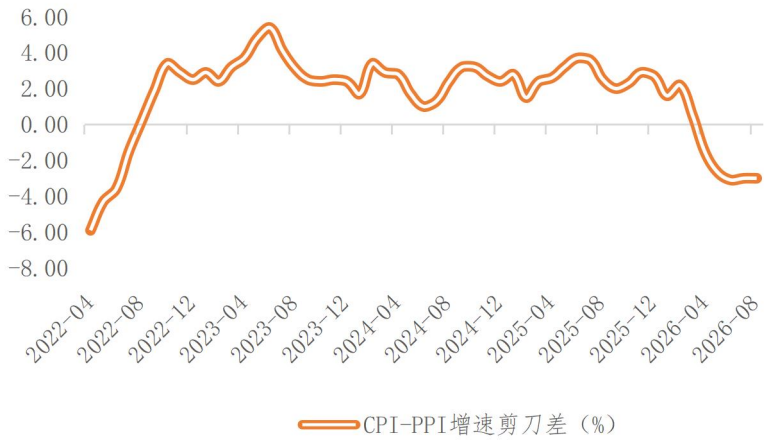
综合来看，短期通胀表现向好， CPI、PPI 的温和修复有望延续，但中长期看，本轮回暖更偏向结构性回暖，能否在需求端走出亮眼表现，进而推动整体经济发展，实现温和通胀对经济的积极效用，仍是我们后续需要重点关注的。

图表 6　GDP 平减指数回正



数据来源：Wind，大同证券

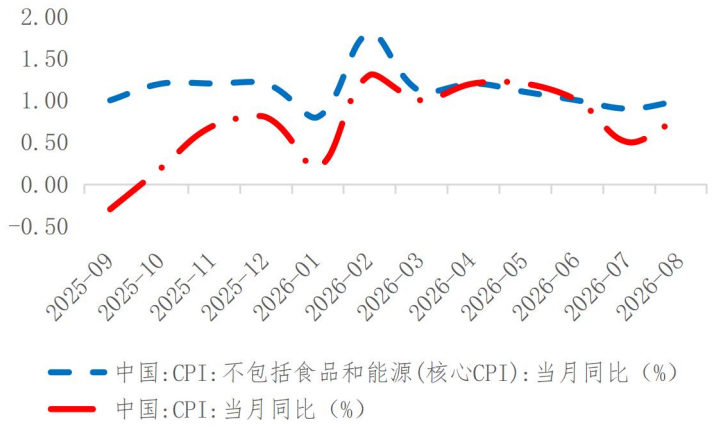
图表 7　CPI-PPI 剪刀差持续走负



数据来源：Wind，大同证券

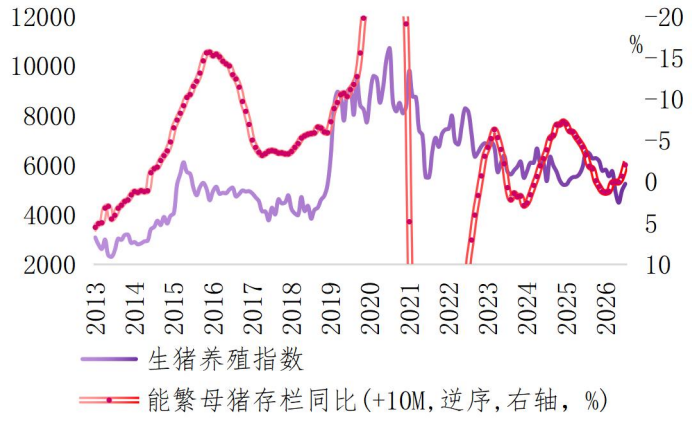
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8　核心 CPI 保持稳固



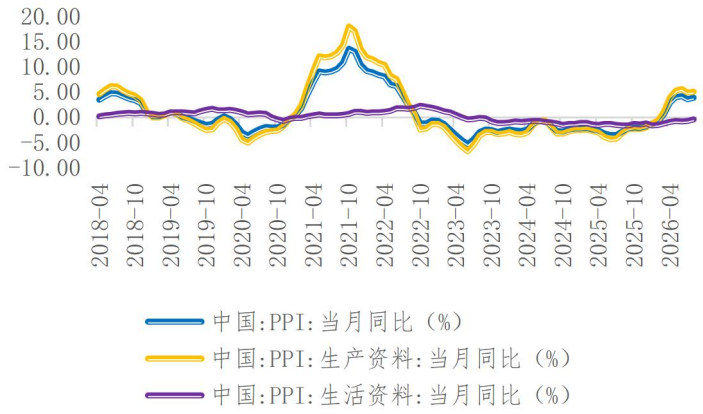
数据来源：Wind，大同证券

图表 9　能繁母猪存栏量拉升



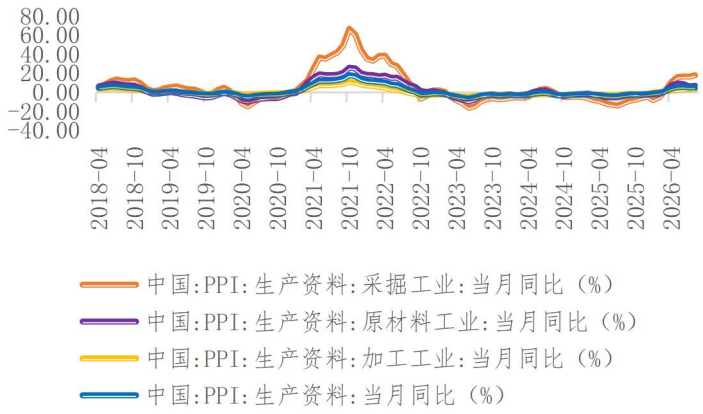
数据来源：Wind，大同证券

图表 10　生产资料同比走高，带动 PPI 上行



数据来源：Wind，大同证券

图表 11　上游盈利能力较强



数据来源：Wind，大同证券

四、内需——内需疲软仍是制约，科技与地产尚处“新旧”交替之中

从内需角度来看，总体需求仍相对疲软。在当下，以科技创新为代表的新经济，与以地产为代表的传统经济尚处于交替之中，转型发展带来的阵痛虽有所减弱，但仍未完全消除，这或将在短期对经济发展造成一定制约。后续仍需关注，结构性的亮点能否与整体性的企稳同步进行。

1、消费：社零消费仍趋势回落，消费端回升或需“新消费”与地产双腿并行

截至 8 月，社零增速再度下行，传统消费模式正在经历转变。“性价比”成为当前消费的主要重点，商品消费普遍承压，尤其以家电家具为主，侧面反映出地产失速的影响仍在持续。

下载日志已记录，仅供内部参考

但可以看到，消费表现中仍存在一定亮点。一方面，以通信、医疗、教育为主的服务性消费全面兴起，占比较过往大幅提升，在一定程度上支撑了消费数据表现。其中，通信和医疗的消费占比提升速度最快。可以看到，在科技快速发展的当下，科技产品正在全面改写日常生活，数字经济带来的消费空间存在蓝海，有望成为未来经济发展的重要方向；而伴随着“健康中国”的概念和养老经济的发展，医疗保健的消费占比也普遍提升，成为新消费的另一大潜在增长点。另一方面，超一线城市二手房租金回报率企稳回升，释放地产回暖信号，地产对于传统消费的支持力度较大，地产的逐渐回暖有望带动建筑装饰、家具家电等领域的复苏，对消费起到更好的支撑作用。

当前中国消费率较国外发达经济体仍偏低，与美国相差超 25 个百分点。得益于中国制造业大国能力，当前中国货物商品整体趋于完善，但服务性消费仍处于成长阶段，这一领域仍有较大蓝海可以发掘，近年来首发经济、银发经济等均有所兴起，为后续发展奠定了一定基础。

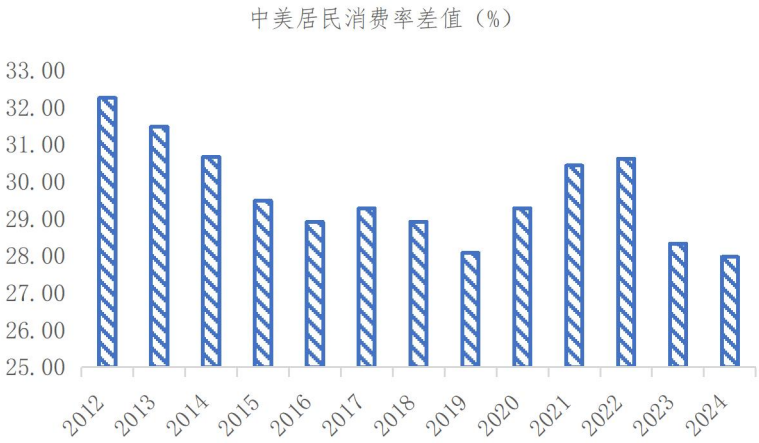
向后看，短期消费整体仍表现不佳，在转型发展过程中，社零增速或难以快速形成反转，或对内需形成短暂压制。但要看到，转型发展过程中仍不乏亮点存在，服务性消费伴随着科技创新逐步走出新态势，且未来仍有较大发力空间，待“新消费”的逐步成熟与传统消费的企稳回暖同步到来，消费或有望迎来反转。

图表 12　社会消费零售总额同比增速持续回落



数据来源：Wind，大同证券

图表 13　中国消费率仍相对偏低



数据来源：Wind，大同证券

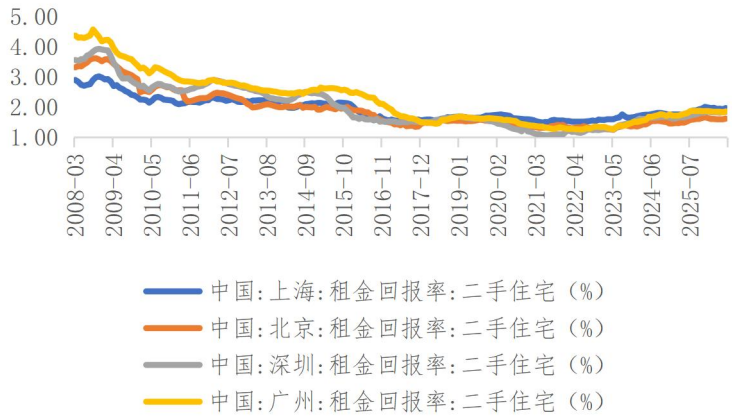
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14 服务性消费占比提升



数据来源：Wind，大同证券

图表 15 二手房租金回报率有所回升



数据来源：Wind，大同证券

2. 投资——地产投资增速下行速度趋缓，科技发展带动制造业扛起大旗

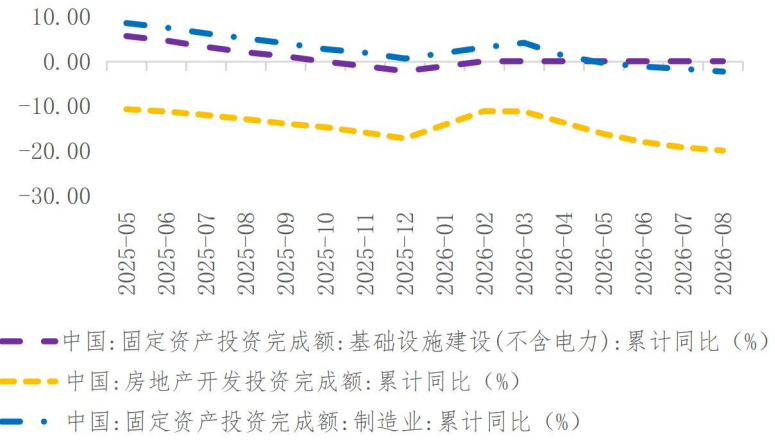
投资当前表现则有回稳态势。尽管房地产开发投资自 2022 年以来持续回落，更是于今年出现负增速，但整体降幅边际趋稳，重点城市在经历前期的持续回落后，出现了明显的企稳表现。叠加政策面给予房地产的部分利好，有望逐步扭转房地产开发投资增速的回落趋势。

与此同时，制造业投资始终保持韧性。受益于科技创新的蓬勃发展，中国正从“制造业大国”迈向“制造业强国”，反映在数据层面，其占固定资产投资完成额的比重持续拉升，剪刀差在近年持续扩大，有效的弥补了一部分地产失速带来的投资波动。

向后看，短期投资仍会受到地产表现所影响，但可以看到，一方面，地产增速回落态势逐步趋缓，政策推动下，地产有望实现逐步企稳；而另一方面，以科技创新推动的制造业方兴未艾，正在脱离传统制造业桎梏，走出全新的增长曲线，且伴随着全球科技竞赛的日趋激烈，制造业有望得到源源不断的输血，且成功实现造血闭环，助力经济发展稳步回暖。

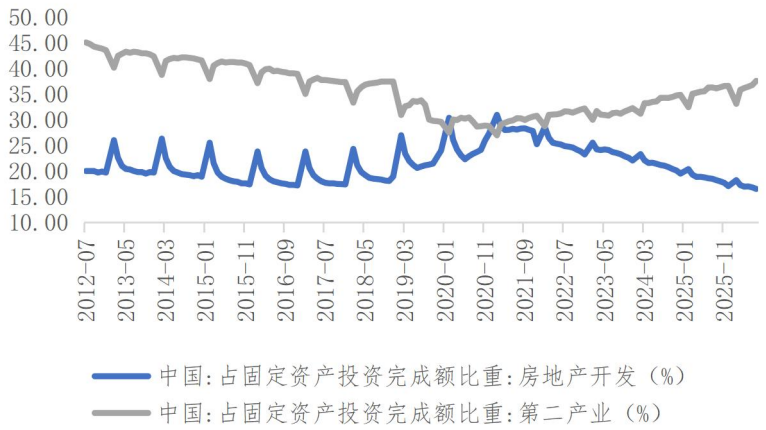
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16 房地产开发投资额增速同比下降趋势趋缓



数据来源：Wind，大同证券

图表 17 第二产业扛起大旗



数据来源：Wind，大同证券

五、外需——出口保持高位，科技创新带来结构性转型

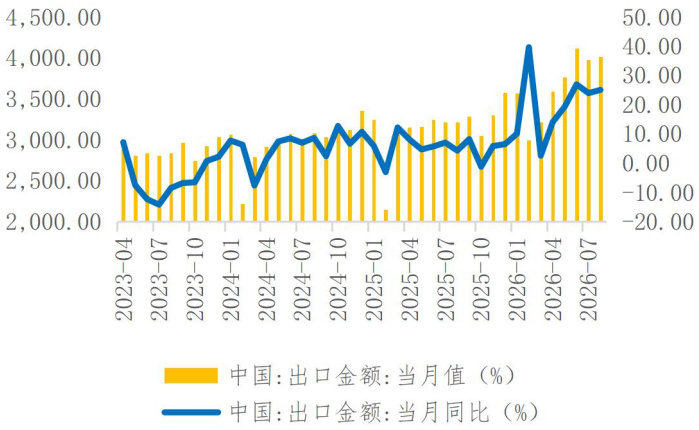
可以看到，当前出口增速仍然保持在较高的区间，出口的高增速，对中国经济的提振作用有显著效果。外需的拉动，有利于为国内相关行业带来更广阔的发展空间。

从细分角度来看，近年来，出口结构的变化显而易见，伴随着我国科技创新的不断发展，出口产品也从传统劳动密集型产业，逐步转向以电子、稀土、通信、存储等为代表的高新技术产业。虽然地缘冲突的反复，致使原油价格提升，导致部分产业链自上而下价格上涨，但以 AI 为主的科技创新的跨越式发展，促使当前国际大厂资本开支大范围扩张，对于 AI 等相关科技领域的需求也逐步加大，形成了量价齐升的态势，反而进一步带动了国内相关科技企业的发展。订单增多，产能扩容，单价抬高，收入上涨，再度投入扩产，商业模式逐步形成闭环，在短期科技竞赛中，走出了一条行得通走得稳的路子。

但同时也要注意，资本开支带来的需求狂潮能否持续、科技创新能否快速迭代进而继续变现，出口结构性发力能否转变为整体发力，这些仍是未来外需能否持续旺盛，出口能否持续高增所需关注的重点。

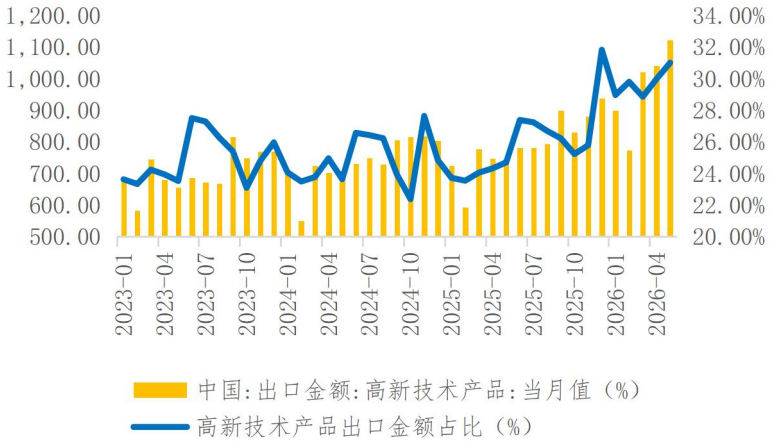
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 出口金额同比提升



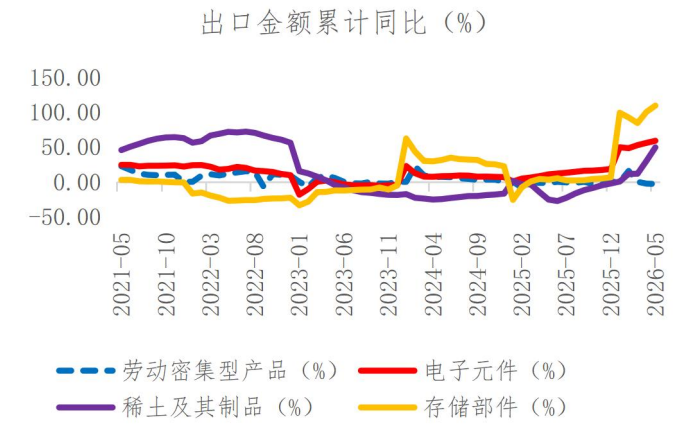
数据来源：Wind，大同证券

图表 19 高新技术产品拉升速度较快



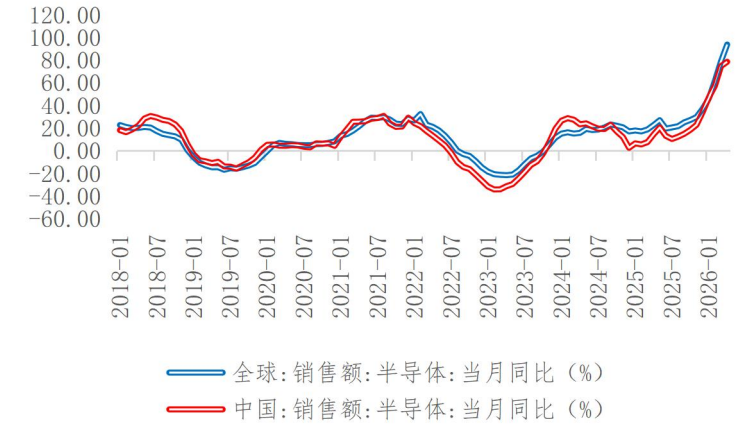
数据来源：Wind，大同证券

图表 20 出口结构性转变



数据来源：Wind，大同证券

图表 21 半导体销售额快速拉升



数据来源：Wind，大同证券

六、PMI——整体 PMI 在荣枯线附近挣扎，科技相关行业仍能维持扩张

9 月制造业 PMI 回到荣枯线以上，这其中，一方面，8 月新订单大幅回升至 50.6%，新出口订单重回扩张，需求的边际改善具有惯性，9 月“金九”旺季通常有季节性支撑；另一方面，极端天气扰动消退，前期被压制的生产活动得以释放叠加政策节奏有所加快，8 月底多部门密集出台的“8·28”地产“组合拳”，其效果在 9 月或初步显现。

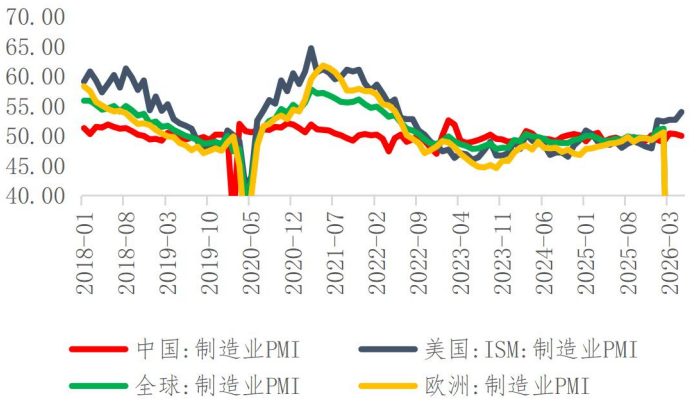
从细分角度看，当前复苏的结构性特征突出，新动能显著强于传统动能，高技术产业、装备制造业等新兴产业 PMI 持续维持枯荣线上方，若四季度旺季需求未能有效传导至传统行业，结构性行情或难带动整体走强，PMI 或可能依然在荣

下载日志已记录，仅供内部参考

枯线附近反复。

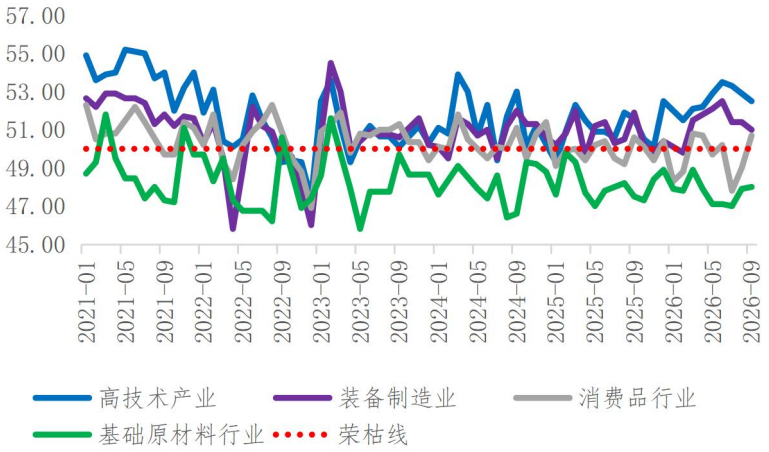
传统动能对 PMI 波动的边际影响力更大（因其体量大、与基建地产周期高度绑定），而科技行业的景气度相对独立于传统周期。高技术制造业的景气度已经具备了“逆周期”或“弱周期”的特征，即使整体 PMI 在荣枯线附近挣扎，科技相关行业仍能维持扩张。向后看，PMI 走势的预判，或可将高技术制造业 PMI 能否维持在 52%以上作为重要的结构性观察指标，但判断整体 PMI 走势仍需结合传统行业的边际变化。

图表 22　美国制造业 PMI 复苏相对领先



数据来源：Wind，大同证券

图表 23　更注重高技术产业 PMI 情况



数据来源：Wind，大同证券

七、工业增加值——高技术产业快速上冲

工业增加值表现出整体企稳，结构分化的特质。在出口带动及低基数效应下，工业增加值增速相对稳定，但内需偏弱导致传统行业生产仍显承压，高技术与出口链相关行业保持较高景气。

整体看，受益于制造业大国的实力，外需带来的出口规模持续保持较高位置，助力整体工业增加值走出稳定的趋势，但内需的疲软，依然对工业增加值的抬升起到了一定压制作用，传统行业的不振依然制约了工业企业的发展，地产端调整虽进入底部震荡，但依然难见起色，存量博弈难以打开增量空间，连带拖累传统行业工业增加值的上行。

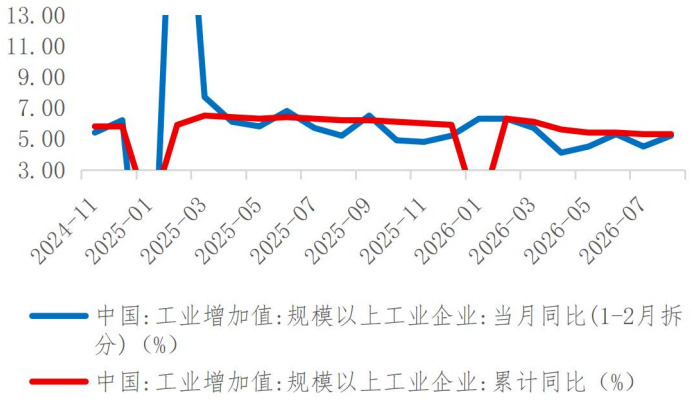
但结构上，工业增加值数据仍有亮点，在国内外各大厂不断增加资本开支的

下载日志已记录，仅供内部参考

情况下，科技发展日新月异，下游科技企业对于中上游零部件及原材料的需求持续加大，直接助力以科技为代表的高技术产业增加值，自 2026 年以来，高技术产业工业增加值同比增速快速扩大，与制造业整体拉开差距，也进一步带动了相关企业的发展。

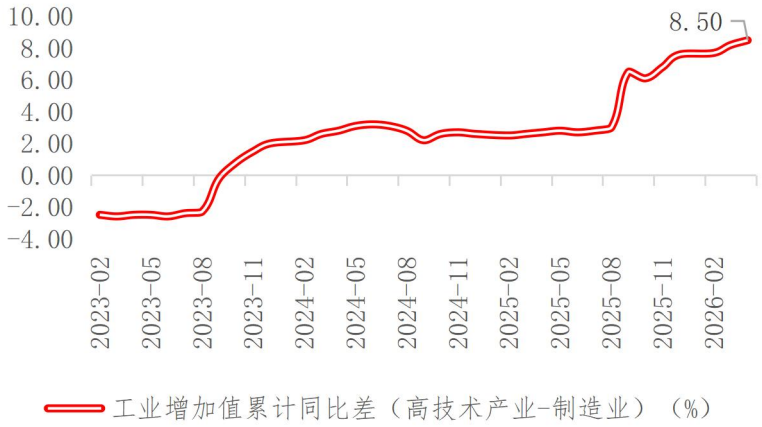
向后看，伴随着地产的逐步企稳，随着存量市场的消化，传统产业需求空间有望小幅扩大，但趋势反转或仍要观察内需能否有所修复，而以科技为主的高技术产业增加值，在国内外科技竞赛如火如荼，科技创新成果接续落地的背景下，有望在中长期持续走出向好态势，助力经济发展回暖。

图表 24　工业增加值增速相对稳定



数据来源：Wind，大同证券

图表 25　高技术产业增加值增速与制造业进一步拉开差距



数据来源：Wind，大同证券

八、总量政策——财政政策有望定向发力，货币政策空间或被挤压

三季度，宏观政策整体依然延续了“适度宽松、加大逆周期调节”的基调，政策重心从“跨周期”向“逆周期”倾斜，强调“综合运用并适时调整货币政策工具”与“财政金融协同”。政策着力点主要集中在稳增长、调结构、保民生和防风险四个维度，旨在对冲经济“供强需弱、结构分化”的短板，托底经济平稳运行。需求端仍是当前财政政策主要发力方向，助力供强需弱格局改善仍需持续用力；而货币政策则主要以稳为主，在全球部分经济体进入加息节奏下，为保证外汇稳定，货币政策降息空间或被小幅挤压，但韧性仍强。

1. 财政政策——存量增量同向发力，助力内需回稳向好

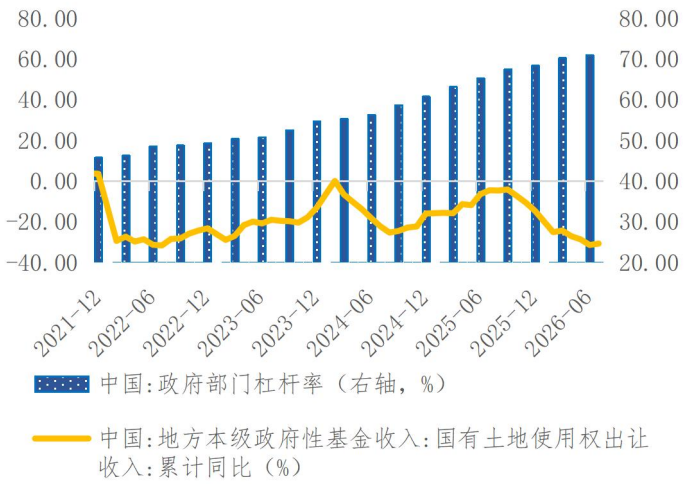
下载日志已记录，仅供内部参考

存量政策方面，积极财政政策持续发力提效，政府债券发行延续高峰，政府部门杠杆率持续新增专项债发行提速，重点投向市政和产业园区基础设施、交通、水利、能源等领域，为基建投资提供直接托底。

增量政策方面，财政金融持续协同，扩大贴息范围，创新性启动房贷贴息政策，持续加码消费品以旧换新政策，加大育儿补贴、免费学前教育等直接补贴力度，从补贴商品向补贴人延伸，有效降低了居民预防性储蓄意愿。

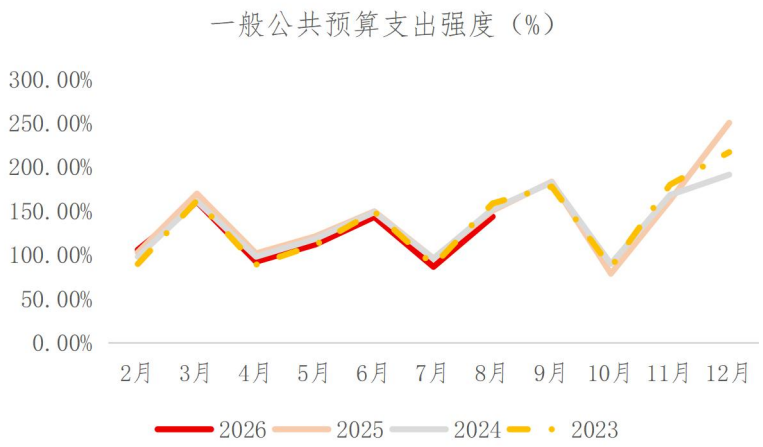
可以看到，伴随着化债取得一定的成效，财政端压力减弱，有了更充裕的资金用于民生消费等方向，一般公共预算支出强度也相对充足。虽然土地财政同比持续走低，但地产端有一定企稳信号，中长期风险相对出清，成效显著，后续或更注重结构性宽松，以刺激重点领域发力。

图表 26　政府部门杠杆率稳定，土地财政收入不佳



数据来源：Wind，大同证券

图表 27　一般公共预算支出强度稳定



数据来源：Wind，大同证券

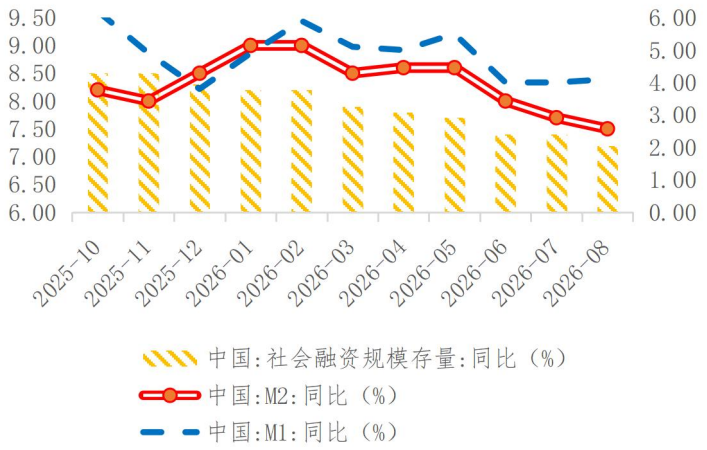
2. 货币政策——全球加息浪潮下降息空间受挤压，“逆周期”调节流动性仍有保障

当前，以美国为首的部分发达经济体，进入了加息节奏，虽然短期加息程度并不高，但传递出了收紧信号，为稳定外汇市场，国内货币降息空间受到挤压。但目前来看，国内流动性相对宽松，M1 整体表现平稳，M2 增速有所收窄，存量资金有望流入市场，短期降息必要性较低，因此，本轮全球加息潮短期尚难以影响到国内流动性，中长期或需持续关注各国央行动作。

下载日志已记录，仅供内部参考

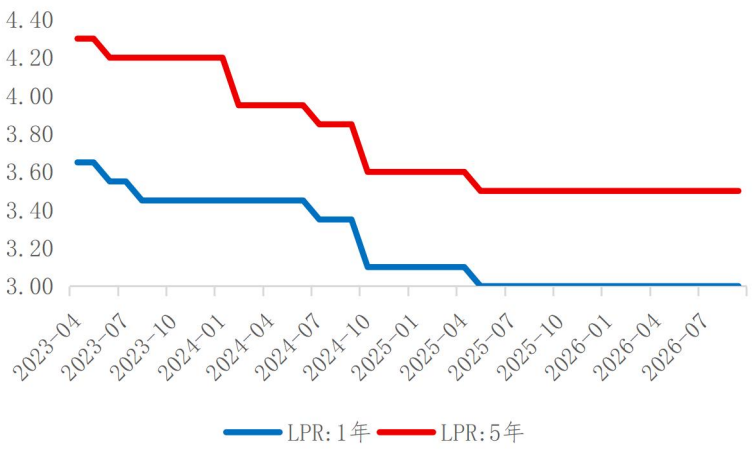
结构性上，延续适度宽松，加大逆周期调节力度，央行三季度例会通稿中，将“加大逆周期和跨周期调节力度”修改为“加大逆周期调节力度”，删去“跨周期”表述，政策重心重新聚焦于当期稳增长对冲，为经济持续向好创造适宜的货币金融环境。同时，重提“综合运用并适时调整货币政策工具”，赋予工具选取更大的灵活性。预计后续对隔夜逆回购等短端工具的使用会逐步增多，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

图表 28　M1 整体平稳，M2 有所回落



数据来源：Wind，大同证券

图表 29　降息空间或收窄



数据来源：Wind，大同证券

九、投资建议——仍需关注内需发力拐点，科技结构性机会或可把握

综合来看，从宏观经济的角度，当前中国经济韧性仍较强，但主要发力点仍在出口等外部需求上，内需仍相对疲软。短期来看，通胀虽有所提振，但更多为输入性通胀，持续性存疑，后续经济发展仍需关注通胀指标和内需发力拐点。而结构上，科技方向存在亮点，一方面国内外需求空间加大，业务有所闭环；另一方面，科技竞争下，政策持续发力助力融资成本降低，改善科技行业营商环境，促使科技公司更好发展，且当前科技方向正处于 AI、人工智能等蓬勃发展阶段，短期机会或增强，或可阶段性把握。

下载日志已记录，仅供内部参考

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10%以上
	“＋”表示市场表现好于基准，“－”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准
注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

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注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

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。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别提示：

1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。