仅供内部参考，请勿外传

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

渤海证券 Bohai Securities

宏观经济分析报告

外围扰动持续，内部政策显效

——2026 年 10 月宏观经济月报

分析师：靳沛芃 SAC NO：S1150526090001 2026 年 10 月 16 日

证券分析师

靳沛芃
022-23839160
jinpp@bhzq.com

周喜
SAC NO：S1150511010017
022-28451972
zhouxi@bhzq.com

宋亦威
SAC NO：S1150514080001
022-23861608
songyw@bhzq.com

严佩佩
SAC NO：S1150520110001
022-23839070
yanpp@bhzq.com

- **海外经济及政策环境**

美国方面，经济增长在高端消费和 AI 投资支撑下保持极强韧性，但高利率和信心缺失也令低收入人群消费和传统行业倍受打击。随着中期选举投票陆续开始，接下来的宏观叙事逻辑预计将有所切换。目前预测平台显示民主党赢得众议院的概率约为九成，赢得参议院的概率约为六成。若共和党在两院竞争中失利将极大影响接下来特朗普政府在地缘、科技、关税等领域的动作。货币政策核心关注点也将聚焦中期选举结果以及通胀，尽管多位联储官员释放不急于加息的信号，但市场对于中长期通胀走势和货币政策趋势仍心存较大不确定性。即使鉴于劳动力市场因素 10 月联储选择不加息，也应谨慎对待政策落后于曲线之后可能的超预期紧缩情形。欧洲方面，外部地缘局势多变叠加核心大国政治动荡令经济预期在 10 月初急转直下，尽管通胀读数远超目标，但暂未有“二轮效应”，纪要内容也对加息紧迫性加以缓和。因此，10 月会议欧央行或暂停加息，待稍远的 12 月份宏观经济预测更新后再做决定。

- **国内经济**

生产强于需求未改的基础上，产需两端均呈现极致的分化特征，少数新兴行业贡献度不断提高。后续，海外制造业景气扩张、美国低库销比和 AI 景气将持续支撑年内出口韧性，关注后续中美关税与非关税暂停期延长和对等降税落地情况；内需端，基建投资在财政政策落地下，边际改善确定性高；地产政策更倾向于扶持刚需用户和守住风险底线，相关投资仍受销售端制约；消费则还需宽信用从政策融资向私人部门的扩散。生产端，新旧动能对冲程度将成为年末增速变动的核心。另外，能源输入性影响以及上游原材料价格的普遍抬升将极大制约下游企业盈利，内需修复情况决定了 PPI 高位维持下通胀向 CPI 扩散的趋势和广度。

- **国内政策环境**

货币政策方面，9 月货币政策延续适度宽松基调，10 月下旬的税期、MLF 到期、跨月需求以及政府债券集中供给可能形成共振并带来阶段性的资金面压力，届时央行通过 MLF 适度续做进行配合的预期较强，资金面大概率维持平稳偏宽。年末，总量宽松让位于结构工具与框架改革，明年政策谋划逐步进入视野。财政政策方面，财政货币协同将在年内时间继续增强，剩余财政结存限额也可供必要时刻盘活，整体财政空间依然充裕。

风险提示：地缘政治风险超预期；经济和政策变化超预期。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. 海外经济及政策环境 4
1.1 美国：关注中选结果 4
1.2 欧元区：内外压力交织 6
2. 国内经济 7
2.1 需求：政策效能开始释放 7
2.2 生产：需求仍难提供支撑 8
2.3 价格：上行趋势还需巩固 9
3. 国内政策环境 10
3.1 货币政策进入观察窗口 10
3.2 财政政策仍有发力空间 11
风险提示 11

仅供内部参考，请勿外传

图 目 录

图 1：GDPNOW 模型对于美国实际 GDP 的预测 5
图 2：美国非农就业数据 5
图 3：美国失业率 5
图 4：美国通胀数据 5
图 5：美国通胀预期变动 5
图 6：美国财政赤字季节性变动 5
图 7：欧元区通胀数据 6
图 8：欧元区失业率及协议工资增速 6
图 9：欧元区 PMI 数据变动 6
图 10：欧元区投资者和消费者信心指数 6
图 11：中国对外贸易情况 8
图 12：CCFI 综合运价环比增速 8
图 13：中国固定资产投资累计同比增速 8
图 14：房地产销售累计同比增速 8
图 15：中国社零消费同比增速 8
图 16：社零主要分项当月同比增速变动 8
图 17：工业增加值总体及各分项同比增速 9
图 18：各行业生产当月同比增速变动 9
图 19：CPI 和 PPI 同比增速变动 10
图 20：核心 CPI 环比增速季节性水平变动 10
图 21：猪肉批发价格 10
图 22：PPI 前瞻指标走势 10

仅供内部参考，请勿外传

1. 海外经济及政策环境

1.1 美国：关注中选结果

根据亚特兰大联储 GDPNOW 模型的预测（截至 10 月 8 日），2026 年第三季度美国实际 GDP 增速预估为 3.6%，较官方第二季度数据有明显提高。具体来看，个人消费支出在高端消费支撑下保持韧性，人工智能领域带动下的私人部门投资延续不俗表现，但住宅投资以及低收入人群消费依旧面临利率和信心的双重压力。前瞻指标方面，9 月 ISM 制造业 PMI 延续扩张，但幅度放缓，需求端出现改善，生产活动则在成本压力升温下小幅走弱。非制造业扩张步伐亦有所收窄，商业活动与新增订单双双从高位回落，但积压订单也显示服务业需求基础仍存。展望来看，随着中期选举投票陆续开始，接下来的宏观叙事逻辑预计将有所切换。目前 Polymarket 预测平台显示民主党赢得众议院的概率约为九成，赢得参议院的概率约为六成。若共和党在两院竞争中失利将极大影响接下来特朗普政府在地缘、科技、关税等领域的动作。另外，此次中选还会涉及地方层面的竞选，底层政治光谱变动以及极化现象也值得关注。

劳动力市场方面，9 月美国新增非农就业人数远不及预期，前两个月数据也均被下修。结构上，政府部门拖累较为明显，周期敏感的工业部门保持正增长，“少数行业支撑、多数行业收缩”的特征明显，因此可以看到就业扩散广度的回落。失业率在劳动参与率回升的背景下微幅上升。除去季调因子的扰动，三季度美国劳动力市场还处于盈亏平衡态，后续重点关注周度失业金人数以及高利率环境下企业招聘意愿的变动。

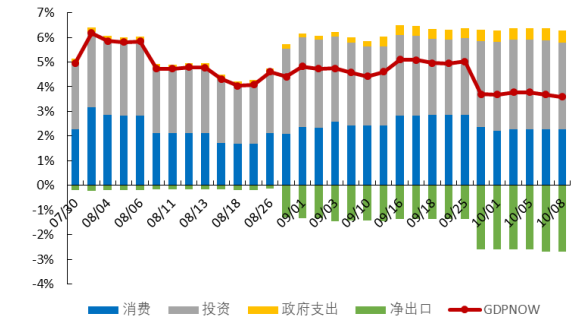
通胀方面，9 月 CPI 数据全面超出市场预期且上涨并非源自“一次性因素”。具体来看，国际油价高位令能源分项贡献总体涨幅的一半以上，而且有一定迹象表明部分压力可能已经扩散到更广泛的核心服务分项中，交运服务内的细分项都有不同程度的上涨。值得注意的是，此前有所降温的租金分项重拾升势，做为前瞻指标的 Zillow 租金指数也在近月持续上升。另外，以 IT 产品为代表的部分核心商品价格的上涨或暗示下游需求旺盛。后续，能源供给紧张在中选结束前似乎难有缓和，租金的粘性以及需求侧对于核心商品价格的助推都将令短期通胀回落速度难以满足联储要求的标准。

联储在最新会议中一致选择加息，点阵图暗示年内仍有一次加息空间且对于明年的预测由降息转为“按兵不动”，沃什定义本次加息为“撤除宽松”而非紧缩。

仅供内部参考，请勿外传

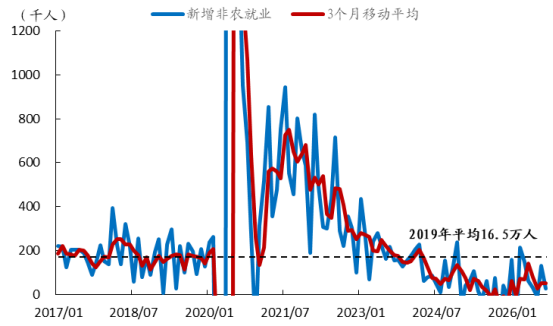
后续，通胀和中期选举结果仍是影响货币政策走向的核心关注点，特别是前者在近期对于市场加息预期的影响呈现严重的不对称性。尽管多位联储官员释放不急于加息的信号，但市场对于中长期通胀走势和货币政策趋势仍心存较大不确定性。另外，即使鉴于劳动力市场因素 10 月联储选择不加息，也应谨慎对待政策落后于曲线之后可能的超预期紧缩情形。

图 1：GDPNOW 模型对于美国实际 GDP 的预测



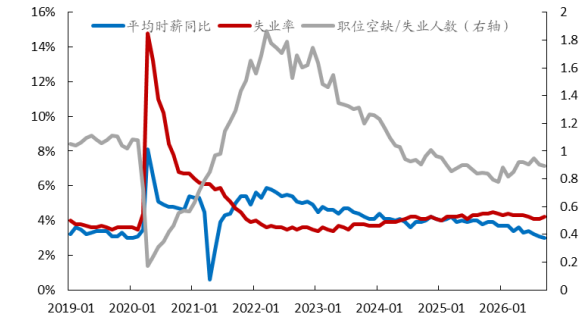
资料来源：亚特兰大联储，渤海证券研究所

图 2：美国非农就业数据



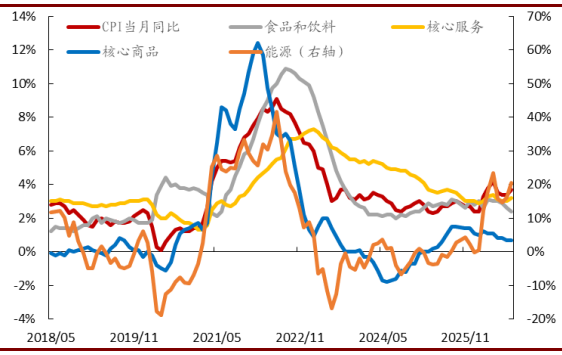
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 3：美国失业率



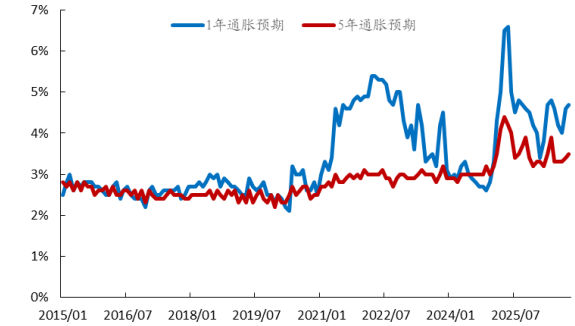
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 4：美国通胀数据



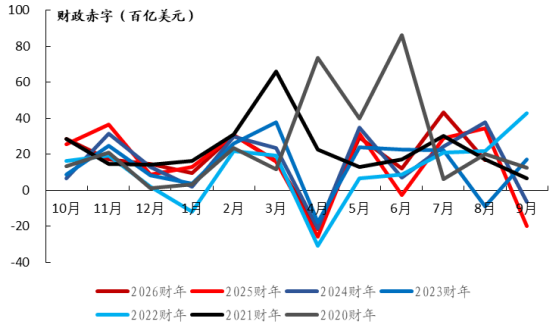
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 5：美国通胀预期变动



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 6：美国财政赤字季节性变动



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

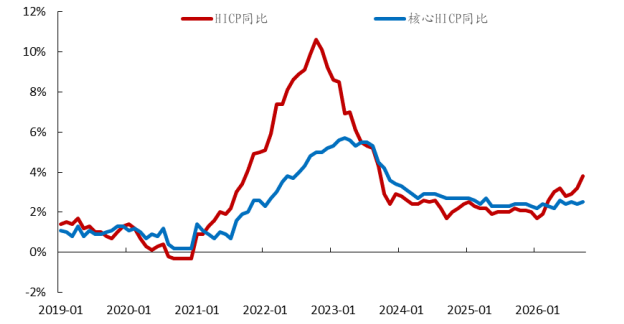
仅供内部参考，请勿外传

1.2 欧元区：内外压力交织

得益于服务业的显著扩张，欧元区综合 PMI 指数创下近期新高。然而，地区内部核心大国的政治脆弱性却不断攀升，更为高频的花旗经济意外指数显示欧元区经济基本面在 9 月末已开始逐渐转弱，欧元区投资者和消费者信心指数也同步下滑。通胀方面，欧元区 9 月 HICP 同比增速较前值出现跳升，能源价格是绝对主导；核心通胀仅微升且符合市场预期，意味着能源冲击向更广泛价格体系的传导目前仍然有限，尚未形成典型的“第二轮效应”。

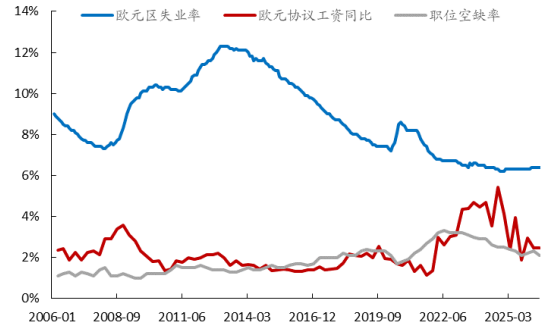
货币政策方面，尽管通胀读数远超目标，但市场对欧央行 10 月的加息预期在数据公布后反而出现降温。这一矛盾的定价逻辑，核心在于欧央行 9 月会议纪要释放的谨慎信号。纪要显示，尽管所有决策者均认同通胀面临上行风险，但委员会依旧强调保留所有政策选项，鹰派程度明显低于此前行长拉加德在议息会议后的讲话内容。稍远的 12 月份，欧央行将发布更新后的宏观经济预测且届时四季度通胀若继续维持高位，相应的加息逻辑将会更为清晰。

图 7：欧元区通胀数据



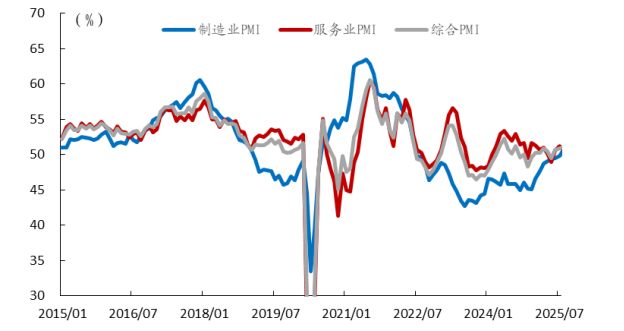
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 8：欧元区失业率及协议工资增速



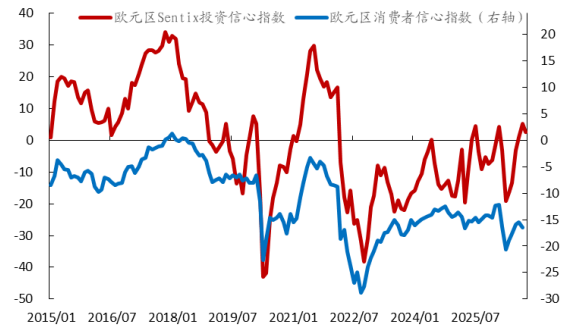
资料来源：iFinD，欧央行，渤海证券研究所

图 9：欧元区 PMI 数据变动



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：欧元区投资者和消费者信心指数



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2. 国内经济

2.1 需求：政策效能开始释放

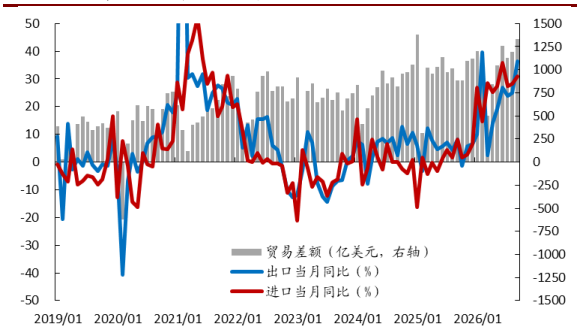
出口方面，9 月美元计价出口同比增速大幅超出市场预期，贸易顺差创 2025 年 1 月份以来新高。结构上，装备制造、集成电路、“新三样”等是主要拉动。展望后续，出口在海外制造业 PMI 扩张、美国低库销比和 AI 景气度支撑下仍有韧性。另外，中美关税调整是重要边际变量，一是双方同意将 2025 年 10 月吉隆坡联合安排中的关税与非关税措施暂停期延长至 2027 年 1 月 10 日，这覆盖了年底节日及明年春季订单的洽谈报价周期，极大的降低了出口企业至少未来一个季度的尾部风险；二是双方在贸易理事会框架下就“300 亿对 300 亿”对等降税达成共识，若细则和生效时间落地，将直接利好国内部分劳动密集型产品出口。

消费方面，8 月社零同比增速继续承压，商品消费内生动能仍然偏弱，整体表现弱于服务消费，其中汽车分项是主要拖累。从高频数据来看，乘联会预计 9 月全国乘用车零售约 161.8 万辆，同比降幅较 8 月有所扩大；奥维云网数据显示 9 月四类大家电零售额同比降幅亦有扩大。中秋和国庆假期带动服务消费整体走强，商圈人流和酒店入住同比改善，但客单价偏弱格局延续。展望来看，服务消费韧性和基数效应有望形成托底，但在房地产持续调整和居民收入预期改善偏慢的约束下，预计短期消费修复仍偏温和。

固定资产投资方面，制造业扩产意愿谨慎、基建实物工作量受制于项目接续和地方财力、房地产销售对房企现金流带动有限的叠加影响下，8 月整体表现偏弱。展望来看，制造业投资方面，9 月 PMI 企业生产经营活动预期指数为 53.8%，与上月持平，但 BCI 企业投资前瞻指数小幅回落。结构上，高技术制造为代表的新兴产业投资景气度确定性较强，但传统制造业的拖累尚难明显缓解。基建投资方面，9 月建筑业 PMI 重返荣枯线上方。资金端，截至 9 月末专项债发行进度约 80.6%，较 8 月末显著提高，央行同步下调 PSL 利率并扩容至“六张网”建设。展望 10 月，部分地方债务结存限额明确投向“六张网”等在建及新建重点项目，叠加新型政策性金融工具密集投放，基建投资增速边际改善的确定性较高。房地产开发投资方面，首套房贷贴息新政落地下，10 月初房地产市场整体销售小幅回暖，但修复仍集中于核心城市优质板块且二手房销售优于新房。销售制度改革提高预售门槛后房企投资趋于审慎。展望来看，“供需两端”的政策优化更侧重于扶持刚需用户和守住风险底线，新开工与投资端预计会受制度转换压制。

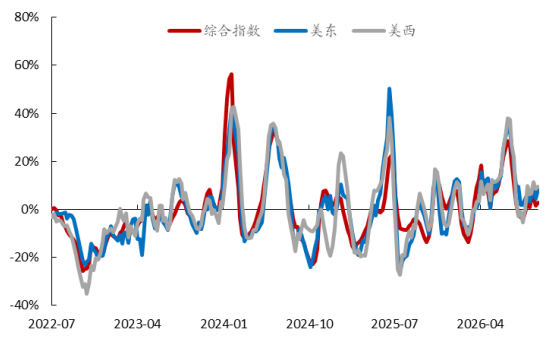
仅供内部参考，请勿外传

图 11：中国对外贸易情况



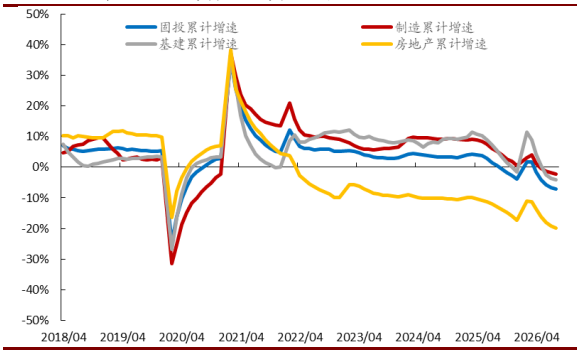
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 12：CCFI 综合运价环比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 13：中国固定资产投资累计同比增速



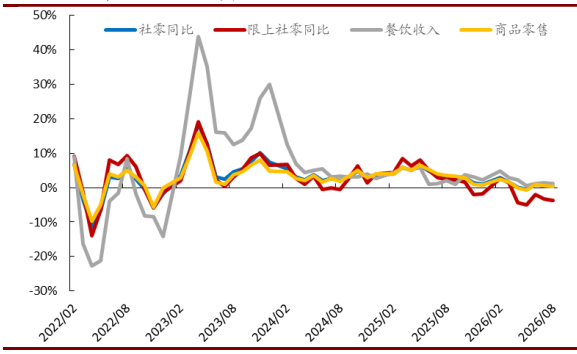
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 14：房地产销售累计同比增速



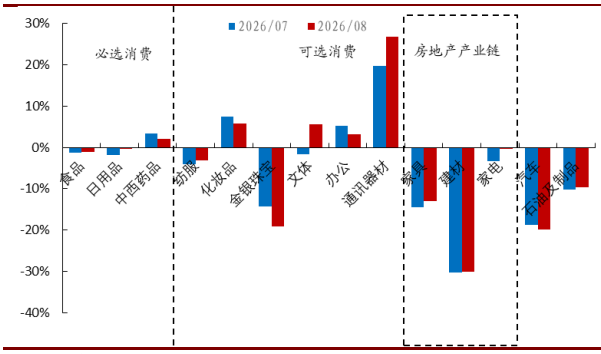
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 15：中国社零消费同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 16：社零主要分项当月同比增速变动



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

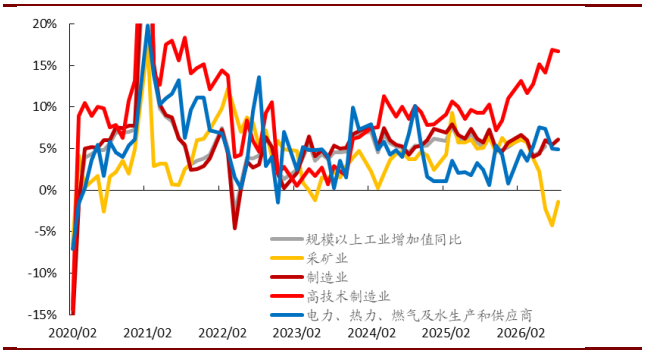
2.2 生产：需求仍难提供支撑

工业生产方面，8 月规上工业增加值同比增速回升，外需持续表现下高技术制造业和装备制造业保持高增，对整体生产增长贡献超五成。展望来看，9 月制造业 PMI 重返扩张区间，生产端扩张加快。从开工率数据来看，9 月末至 10 月初高炉开工率微降，汽车轮胎半钢胎及全钢胎开工率也有回落；化工品中 PTA、涤纶短纤开工率回落，尿素、纯碱开工率回升；高技术制造业中，半导体、锂电、AI 硬件为代表的新质生产力领域维持高景气度。综合判断，9 月工业增加值数据有

仅供内部参考，请勿外传

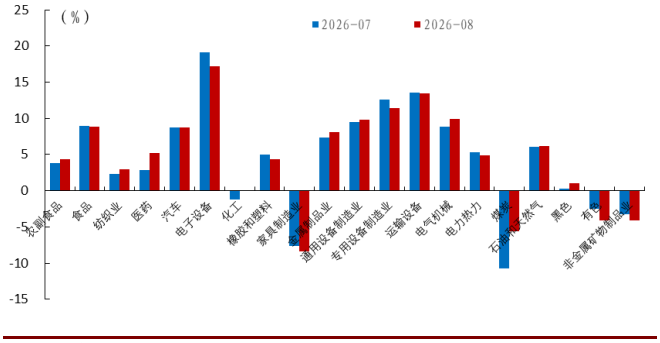
望在旺季备库、极端天气消退等生产端驱动下保持回升，而 10 月同比增速预计将有所回落，幅度取决于新动能对冲传统扰动的力度。

图 17：工业增加值总体及各分项同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 18：各行业生产当月同比增速变动



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

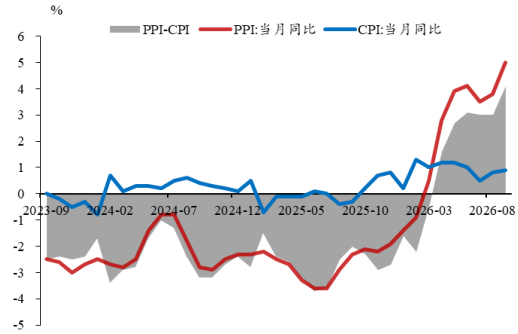
2.3 价格：上行趋势还需巩固

CPI 方面，9 月 CPI 同比增速较上月提高，但不及市场预期。美伊冲突未见明显缓和、胡塞武装袭击沙特大幅推升国际油价，受此影响国内能源价格大幅上涨，成为整体通胀回升的主要推手；食品价格同比跌幅扩大，猪肉价格在产能调控下延续修复。核心通胀同比增速持平，AI 相关产品价格上涨抵消金饰品价格下跌，服务价格在假期作用下保持韧性。PPI 方面，9 月 PPI 同比增速强于市场预期，除油价影响外，煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业以及非金属矿采选业等上游原材料行业价格均有明显改善，相较之下中下游行业价格多数仍在收缩，或对企业盈利形成压制。

展望后续，地缘局势强化能源供给担忧，油价短期料将继续维持高位并继续对国内通胀形成输入性影响，PPI 同比增速还将受益于供暖季临近和 AI 方向的持续发力而维持高位；CPI 同比增速回升则将取决于系列政策出台后内需的修复情况，但整体通胀广度有望得到边际改善。

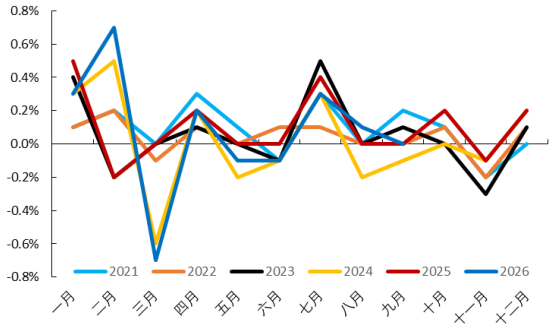
仅供内部参考，请勿外传

图 19：CPI 和 PPI 同比增速变动



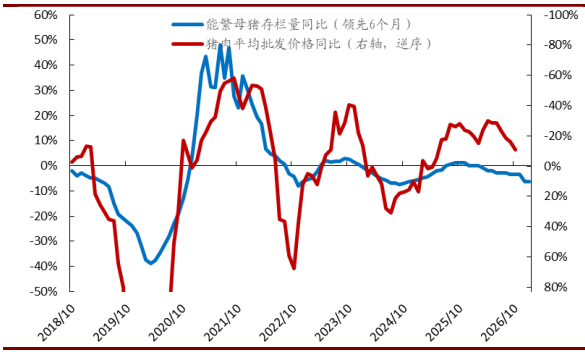
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 20：核心 CPI 环比增速季节性水平变动



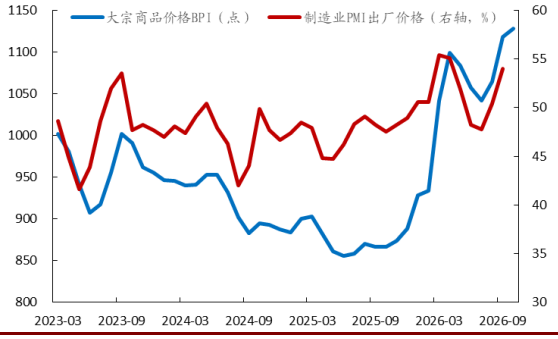
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 21：猪肉批发价格



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 22：PPI 前瞻指标走势



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

3. 国内政策环境

3.1 货币政策进入观察窗口

金融数据方面，9 月政府债发行提速成为社融的主要支撑力量，财政融资节奏后置推动政府部门债务扩张提速并初步传导至企业端，企业中长贷投放明显改善；但居民信贷连续走弱，地产与消费内生动能修复尚需时日。M2 与 M1 增速双双回落，既有高基数扰动，也反映资金活化程度偏弱、宽信用向实体传导仍存时滞。展望 10 月，政府债供给放量与政策性金融工具持续投放有望继续托底社融，但宽信用能否从政策融资扩散至私人部门，关键取决于配套贷款撬动效率与地产政策对居民预期的稳定效果，10 月或处于政策效果观察与验证的关键窗口。

9 月货币政策延续适度宽松基调，三季度例会删除“跨周期”表述、改为“加大逆周期调节力度”并首次提出“综合运用并适时调整货币政策工具”，释放出更重逆周期与框架改革的边际信号。利率层面，DR007 在国庆假期后经历回落，目前稳定运行在 7 天期逆回购利率下方，LPR 连续 16 个月持稳；9 月末央行打出结

仅供内部参考，请勿外传

构性“组合拳”，下调 PSL 利率 25BP 至 1.5%、扩容 PSL 支持领域、提高科创与支农支小再贷款额度，与财政贴息政策形成协同。公开市场操作呈现“长短搭配”特征，MLF 净投放 2000 亿元承担中期供给主力，买断式逆回购阶段性等量续作，隔夜逆回购操作上限调升至 1 万亿元以熨平季末波动。展望 10 月，下旬的税期、MLF 到期、跨月需求以及政府债券集中供给可能形成共振并带来阶段性的资金面压力，届时央行通过 MLF 适度续做进行配合的预期较强，资金面大概率维持平稳偏宽。年末，总量宽松让位于结构工具与框架改革，明年政策谋划逐步进入视野。

3.2 财政政策仍有发力空间

1—8 月广义财政支出同比下滑，支出进度落后时间进度，资金转化约束明显。9 月 28 日国常会明确要求“加大宏观政策逆周期调节力度”，提出优化财政支出安排、用好地方政府债务结存限额并推动“十五五”规划及“六张网”重大工程尽早开工，释放出强烈的逆周期信号。10 月增量政策迅速落地，财政部安排 5500 亿元结存限额，其中 3000 亿元一般债直达县区缓解基层财力压力，2500 亿元专项债向经济大省倾斜、聚焦在建项目与“六张网”，规模较去年增加且重心已从单纯化债转向“化债+稳投资”并重；同时 1500 亿元中央金融机构注资特别国债招标发行，另有 1500 亿元待 11 月发行，将直接充实财政支出。展望来看，财政货币协同将在年内继续增强，剩余财政结存限额也可供必要时刻盘活，整体财政空间依然充裕。

风险提示

1. **地缘政治风险超预期：**当下我国经济面临的外部环境日趋复杂，超预期的事态发展或会对国内经济贸易和金融环境造成额外冲击。

2. **经济和政策变化超预期：**海内外经济及金融市场波动加剧，影响因素日益增多，政策与经济间的相互作用明显，超预期变动易引起较大转变。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明：

报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映了研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明：

投资者应自主作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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提及公司的股份或其他财产权益，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明：

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%—20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队：

高级销售经理：朱艳君
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

天津：
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

北京：
北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址：www.bhzq.com