下载日志已记录，仅供内部参考

外部政策趋紧，内生动能偏弱，宏观政策加力

——2026 年四季度宏观经济展望

细分研究

相关研究

-

证券分析师

陈国文

S0820526080001

021-32229888-25536

chenguowen@ajzq.com

投资要点：

- **海外：地缘风险渐缓，紧缩预期升温。**三季度海外经济整体保持韧性，地缘风险、通胀粘性及美债供需矛盾为全球资本市场主要扰动；四季度海外环境或呈现风险缓释与政策预期偏紧并存的特征。（1）**地缘风险或边际缓和。**美伊冲突由直接军事对抗向谈判博弈与局部摩擦并存转变趋势延续，霍尔木兹海峡通行风险有望下降，能源供给压力和地缘风险溢价或逐步回落。（2）**美国经济韧性但动能或边际趋弱。**消费和企业资本开支仍对经济形成支撑，但利率升高对住房、耐用品消费和就业市场抑制作用或逐步显现，四季度增长或温和放缓。（3）**通胀或缓慢回落但粘性仍存。**加息预期升温、需求降温及能源价格回落有望推动通胀下行，但服务价格粘性仍强，通胀回归 2%长期目标仍需时间。（4）**美债供需矛盾或将延续。**美国财政赤字和债务规模高企，长久期美债供给压力较大，叠加海外需求变化，长端收益率仍存阶段性冲高风险。（5）**美联储货币政策收紧预期升温。**美联储重启加息，四季度亦存在进一步加息可能，但经济降温、能源价格回落及美债市场压力将制约加息空间，政策节奏或趋于审慎。总体看，四季度海外经济或呈现增长放缓、通胀回落、利率高位和地缘风险缓释的格局。

- **国内：增长保持韧性，内需修复偏慢。**三季度国内经济延续平稳运行，生产和出口保持较强增速，但消费、投资等内需修复相对较慢，四季度经济有望边际小幅改善但内生动能仍待进一步修复。（1）**经济总量保持韧性。**生产和外需提供主要支撑，新兴产业或继续扩张，但消费和投资仍偏弱，内需不足仍是制约未来经济增速的主要因素。（2）**消费修复偏慢。**商品消费承压、服务消费相对有韧性，居民收入和预期偏弱仍制约消费内生动力，四季度政策支持和节假日消费有望带动社零边际改善，但预计提升幅度有限。（3）**投资延续承压。**房地产调整仍是主要拖累，民间投资和传统制造业扩张动力不足，四季度制造业投资和基建投资有望获得政策支撑，但房地产投资预计仍处调整区间。（4）**外贸保持韧性。**制造业产业链优势和出口结构优化继续为外贸提供支撑，中美经贸关系阶段性缓和有助于降低贸易摩擦压力，出口增速有望继续维持高位。（5）**供给保持稳定，价格修复偏弱。**工业生产、新兴产业和企业利润延续结构性改善，PMI 景气度边际修复，但传统行业供需失衡仍存；CPI 温和修复，PPI 高位运行，需求疲弱掣肘价格上行动能整体偏弱。总体看，四季度国内经济有望在政策支持、生产韧性和外需支撑下保持平稳运行，全年 GDP 增速实现 4.5%以上的目标难度不大。

- **货币：宽松基调延续，降息仍存可能。**三季度货币政策延续偏弱扩张，资金供给相对充裕但实体经济融资需求不足；预计四季度货币政策仍将保持适度宽松，政策重心进一步转向降低融资成本、改善政策传导等方向。（1）**全面降息仍有空间，政策利率或下调。**经济修复偏慢，房地产持续调整，居民与企业融资需求偏弱，降低融资成本的必要性进一步上升；同时，人民币汇率相对稳定，为政策利率调整提供一定空间。（2）**流动性维持充裕，资金价格低位。**央行将继续通过逆回购、买断式逆回购、国债买卖等工具灵活调节流动性，并根据政府债发

下载日志已记录，仅供内部参考

行、税期及资金面变化适时开展操作，保持银行体系流动性合理充裕。（3）**结构性工具持续发力，重点支持新动能。**科技创新和技术改造再贷款、支农支小再贷款、普惠小微贷款支持工具将继续发挥作用，引导金融机构加大对科技创新、设备更新、小微企业和三农等领域的信贷支持。（4）**宽货币向宽信用传导仍面临约束。**居民消费、购房及企业投资需求修复偏慢，融资需求不足仍将制约信贷扩张，货币政策效果向实体经济传导仍需时间。总体看，四季度货币政策仍将保持适度宽松，降息与流动性工具有望协同发力，但信用扩张动能改善或偏缓。

- **财政：存量加快落地，增量适度补充。**三季度财政运行呈现收入改善、支出偏弱、政府债融资较高的特征；预计四季度财政政策进一步加力，政策重点由前期加快融资向加快支出、推动存量政策落地和形成实物工作量转变。（1）**财政支出有望提速，政策效果加快释放。**四季度全年预算执行进入关键阶段，前期发行的政府债和已安排的财政资金将加快使用，财政支出有望较三季度边际提速，进一步发挥稳增长作用。（2）**政府债资金加快落地，基建投资获支撑。**专项债、超长期特别国债等资金有望加快形成实物工作量，重点支持重大项目、基础设施建设、设备更新等领域，财政资金对投资的拉动作用有望进一步释放。（3）**存量政策继续发力，重点支持产业升级与民生。**设备更新、科技创新、民生保障等既有政策将继续推进，随着前期政策资金进入支出阶段，财政支持实体经济和产业升级效果有望进一步显现。（4）**增量政策适度补充，重点托底内需。**在消费和投资修复偏慢背景下，四季度仍可能围绕促消费、重大项目和科技创新等领域推出增量政策，但地方财政空间有限，政策扩张将受限。总体看，四季度财政政策或呈现存量政策加快落地、支出边际提速、增量适度补充的特征，在稳投资、扩内需和支持重点领域方面进一步发挥托底作用。

- **资产：股债走势分化，内外资产各异。**受海外紧缩、国内宽松及基本面分化等因素叠加影响，四季度内外市场资产价格或延续差异化表现格局。（1）**美股高位震荡。**美国经济和企业盈利仍具韧性，人工智能和数字基础设施投资形成支撑，但高估值和高利率对估值进一步扩张形成制约，市场或维持高位震荡。（2）**美债利率高位。**美联储加息、财政融资压力和长端供需失衡共同支撑美债收益率高位运行，长端收益率仍存在阶段性冲高风险。（3）**A 股震荡修复。**财政和货币政策持续发力，经济预期边际改善，新兴产业扩张为市场提供增量动能，A 股估值中枢有望逐步修复，但经济修复偏慢仍将带来阶段性扰动。（4）**国债低位运行。**国内经济修复偏慢，货币政策保持宽松，资金面充裕，国债收益率或延续低位，且有进一步下探可能；但政府债供给冲击可能带来阶段性扰动。（5）**黄金震荡偏弱。**美联储加息推升实际利率，推动美元走强，叠加美伊冲突缓和后避险需求边际降温，黄金上行动能有所减弱。总体看，四季度全球资产价格表现持续分化，政策方向与基本面变化等仍是资产定价核心变量。

- **风险提示：**地缘冲突扩大风险，美债供需失衡风险，宏观经济修复不及预期风险，宏观政策超预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 海外：地缘风险渐缓，紧缩预期升温 6
1.1 地缘变局：冲突或趋缓和，能源风险回落 6
1.2 美国经济：增长保持韧性，通胀或趋回落 6
1.3 资本市场：美债利率高位，供需压力延续 8
1.4 全球货币：联储重启加息，节奏或偏缓和 9

2. 国内：增长保持韧性，内需修复偏缓 10
2.1 总量：生产外需支撑，经济韧性延续 10
2.2 需求：内需动能偏弱，外需韧性较强 11
2.3 供给：新兴动能支撑，生产稳中有进 15
2.4 价格：物价结构分化，上行动能偏弱 17

3. 货币：宽松基调延续，降息仍存可能 18
3.1 三季度：货币增速放缓，信用扩张偏弱 18
3.2 四季度：降息仍有空间，流动性维持充裕 19

4. 财政：存量加快落地，增量适度补充 21
4.1 三季度：收入增速提升，支出释放偏慢 21
4.2 四季度：支出边际提速，政策结构发力 21

5. 资产：股债走势分化，内外资产各异 23
5.1 美股：高位震荡，盈利支撑较强 23
5.2 美债：利率高位，供需压力延续 24
5.3 A 股：震荡上行，修复动能改善 24
5.4 国债：低位震荡，下探动力增强 24
5.5 黄金：震荡偏弱，避险需求降温 24

风险提示 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：布伦特原油价格与标普 500 指数（美元，点）.....6
图表 2：美国 CPI 同比与环比增速（%）.....7
图表 3：美国 PCE 同比与环比增速（%）.....7
图表 4：美国新增非农就业人数当月值季调（千人）.....7
图表 5：美国失业率（%）.....7
图表 6：美国失业人数与职位空缺数（千人）.....7
图表 7：美国、欧元区、日本政策利率（%）.....10
图表 8：市场预测美联储政策利率变动概率（%）.....10
图表 9：GDP 规模与同比增速（万亿元，%）.....11
图表 10：消费、投资与净出口对 GDP 拉动作用（%）.....11
图表 11：社会消费品零售总额累计同比（%）.....12
图表 12：2026 年 1-8 月不同商品消费累计同比（%）.....12
图表 13：固定资产投资（不含农户）完成额累计同比（%）.....13
图表 14：制造业投资累计同比（%）.....13
图表 15：基建投资累计同比（%）.....13
图表 16：房地产开发投资累计同比（%）.....13
图表 17：出口总值（美元计价）当月同比（%）.....15
图表 18：1-8 月不同目的国累计出口金额（亿美元）.....15
图表 19：规模以上工业增加值累计同比（%）.....16
图表 20：不同行业工业增加值当月同比（%）.....16
图表 21：规模以上工业企业利润总额累计同比（%）.....17
图表 22：制造业 PMI（%）.....17
图表 23：CPI 当月同比（%）.....18
图表 24：PPI 当月同比（%）.....18
图表 25：M0、M1 与 M2 同比（%）.....19
图表 26：社会融资规模存量期末同比（%）.....19
图表 27：金融机构存贷款余额与同比增速（万亿元，%）.....20
图表 28：逆回购 7 日利率、MLF 与 LPR（%）.....20
图表 29：央行年度累计净投放量（亿元）.....20
图表 30：资金价格与资金分层（%）.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：主要货币政策及核心内容 20
图表 32：一般公共预算收入累计同比（%） 22
图表 33：一般公共预算支出累计同比（%） 22
图表 34：短债累计净融资规模（万亿元） 22
图表 35：长债累计净融资规模（万亿元） 22
图表 36：国债累计净融资规模（亿元） 23
图表 37：国债发行进度（较限额，%） 23
图表 38：主要财政政策及核心内容 23
图表 39：上证综指与国债收益率（点，%） 25
图表 40：美国标普 500 指数与纳斯达克综合指数（点） 25
图表 41：美联储基准利率与美债收益率（%） 25
图表 42：美元指数与伦敦金价格（点，美元每盎司） 25

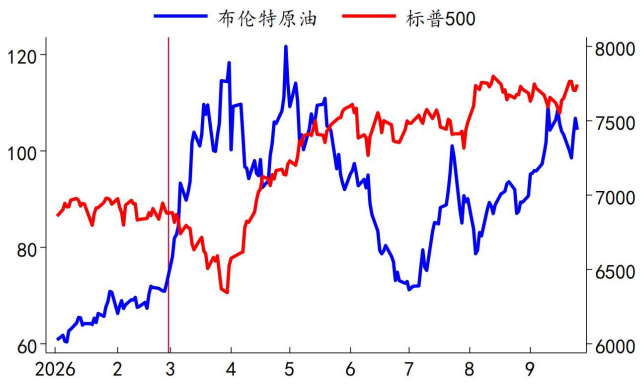
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 海外：地缘风险渐缓，紧缩预期升温

1.1 地缘变局：冲突或趋缓和，能源风险回落

三季度，美伊冲突持续向能源运输与经济施压延伸，地缘风险对全球能源市场扰动加大。2026 年 2 月美伊冲突爆发以来，双方经历军事对抗、短暂停火、谈判受阻及局部冲突等多个阶段，整体呈现由直接军事对抗逐步转向谈判博弈与局部摩擦并存格局。三季度，美国对伊朗实施海上封锁并发动新一轮打击，双方围绕霍尔木兹海峡通行权的博弈加剧。海峡航运受阻推升原油供应担忧，国际油价在供应风险与局势缓和预期间反复波动，地缘冲突的影响由区域安全进一步向全球能源与贸易体系扩散。

图表 1：布伦特原油价格与标普 500 指数（美元，点）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

四季度，美伊冲突大概率延续缓和趋势，能源市场供应风险有望逐步回落。一方面，自冲突爆发以来，双方已由军事对抗逐步转向谈判博弈与局部摩擦，持续军事对抗难以形成稳定的解决方案，美伊双方均面临较高的经济与安全成本；另一方面，霍尔木兹海峡承担全球重要能源运输功能，长期航运受阻将推高油价，推升全球产业链成本，加剧通胀风险。若海峡通行逐步恢复，原油运输与供给预期改善，地缘风险溢价有望回落，国际油价中枢逐步下移，全球通胀压力缓解。总体看，虽然美伊冲突大概率持续缓和，但谈判进程仍可能反复，海峡通行完全开放仍不确定，四季度地缘冲突对全球经济的影响或由三季度的供给冲击逐步转向风险消退，但谈判进程仍可能反复，能源市场或仍存阶段性扰动。

1.2 美国经济：增长保持韧性，通胀或趋回落

三季度，美国经济延续韧性，增长相对稳健，新增就业波动，通胀仍具粘性。

（1）**经济增长保持韧性，消费投资形成支撑。**居民消费延续扩张，企业资本开支尤其是人工智能、数字基础设施等领域投资保持一定动能，为经济增长提供支撑。但高利率仍制约住房、耐用品消费及部分利率敏感型行业修复，经济内生动能修复仍表现出一定的结构分化态势。

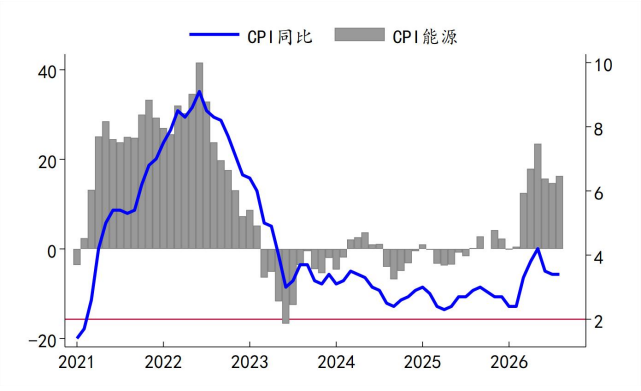
（2）**新增就业再度回落，劳动力市场边际走弱。**新增非农就业人数 7 月减少 1.0 万人，8 月回升至 13.3 万人，9 月再度回落至 2.9 万人，下降幅度明显；失业率小幅上

下载日志已记录，仅供内部参考

行至 4.2%，指向劳动力市场总体降温。整体看，三季度新增就业仍处低位区间波动，就业市场走弱但未出现明显失速，修复持续性仍待观察。

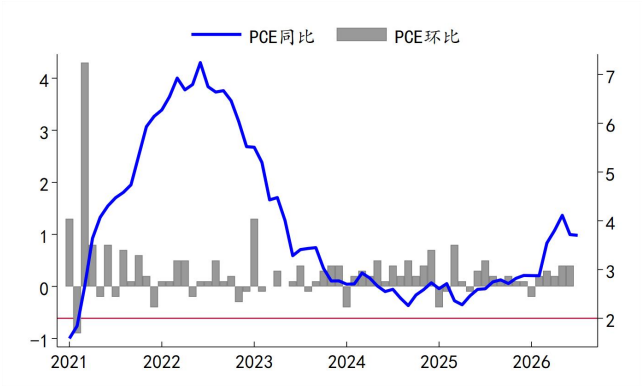
（3）**通胀小幅回落，价格粘性仍存。**三季度美国 CPI 同比增速、核心 CPI 同比增速及 PCE 同比增速延续放缓趋势，但距美联储 2%的长期目标仍有差距，且能源类价格指数仍处于较高水平。能源价格高位波动及服务价格粘性仍是美国物价水平高位运行的主要原因，通胀回落仍面临一定阻力。

图表 2：美国 CPI 同比与环比增速（%）



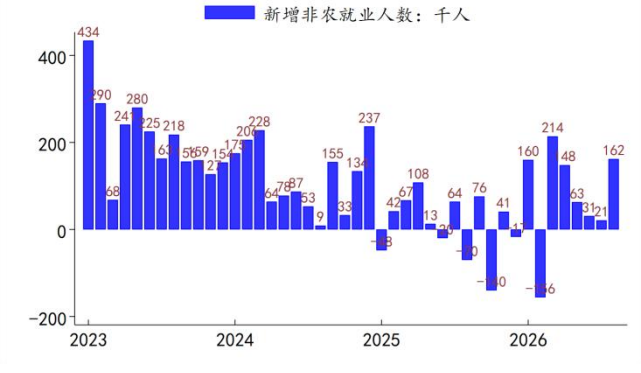
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 3：美国 PCE 同比与环比增速（%）



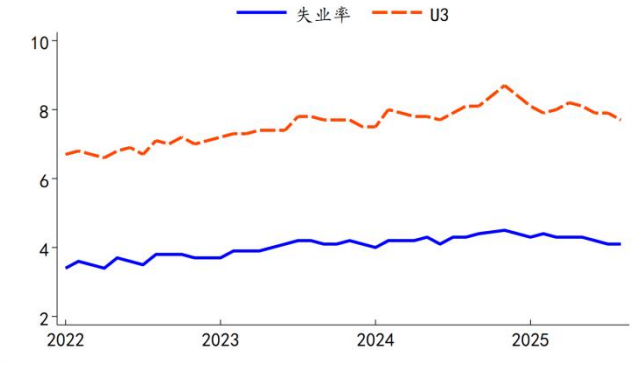
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 4：美国新增非农就业人数当月值季调（千人）



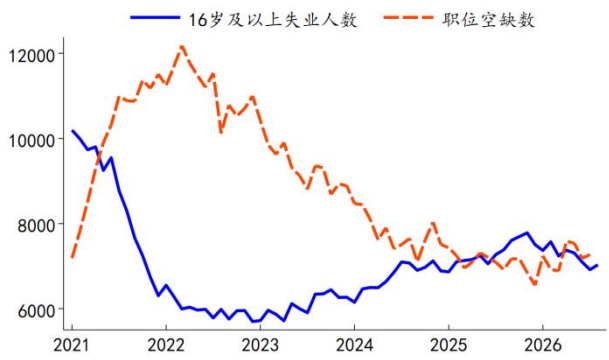
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 5：美国失业率（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 6：美国失业人数与职位空缺数（千人）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四季度，在美联储加息背景下，利率上行对需求抑制逐步显现，就业市场扩张动能或趋弱，通胀在需求降温和能源价格压力缓解下缓慢回落，经济增长仍具韧性但增速或趋于放缓。

（1）**就业持续降温，失业率或温和抬升。**高利率环境将逐步抑制企业招聘和居民部门需求，前期新增就业低位波动的态势或延续，劳动力市场扩张动能进一步减弱。后续随着就业供需逐步趋于平衡，失业率存在温和上行压力，但在消费和企业活动仍具韧性背景下，就业市场尚不具备大幅走弱可能。

（2）**利率走高压制价格，通胀或趋缓慢下行。**美联储开启新一轮加息周期，将对物价水平形成压制，服务价格粘性也有望随需求放缓而逐步减弱。同时，随着美伊冲突进一步缓和、能源运输逐步恢复，油价有望高位回落，缓解能源对通胀的推升作用。但通胀回归 2%目标区间仍需时间，物价波动仍有可能阶段性反复。

（3）**消费韧性或逐步减弱，经济增长温和放缓。**政策利率抬升将持续削弱居民收入及消费扩张动能，房地产等利率敏感型领域修复也将受到约束，经济增速或有所放缓。但人工智能、数字基础设施等领域资本开支仍可为增长提供支撑，预计美国经济短期内仍具韧性。

总体看，四季度美国经济或呈现就业降温、通胀回落、增长放缓的特征。加息对需求的压制或持续释放，推动就业与增长边际走弱；叠加美伊冲突缓和，油价下行，共同推动价格水平下降。

1.3 资本市场：美债利率高位，供需压力延续

三季度美债收益率持续冲高，风险溢价抬升。9 月底 10 年期美债收益率上涨至 5.3%附近，30 年期向上突破 5.6%。与此前主要由通胀和货币政策预期驱动的利率上行不同，本轮长端收益率走高更多体现财政风险与供需失衡，美债期限溢价明显上行。

（1）**长期因素：财政赤字高企，债务负担持续积累。**美国财政赤字长期处于高位，福利支出、国防支出等刚性支出持续增长，而财政收入增长相对有限，收支缺口长期依赖发债弥补。债务规模攀升，利息支出增加，进一步反向推高财政赤字。财政约束弱化导致美债供给长期大规模增长，成为长端收益率中枢上移的深层原因。

（2）**短期因素：供给持续放量，需求边际走弱。**供需失衡是美债收益率快速上行的短期原因。供给端，财政赤字扩大叠加债务到期再融资压力，长久期美债发行压力上升；同时人工智能和数字基础设施投资扩张带动科技企业发债，增加债券市场的资金压力。需求端，地缘冲突推升能源价格和通胀预期，降低长久期美债的实际配置吸引力，部分海外官方机构减持也进一步削弱美债需求。供给放量叠加需求走弱，长债收益率快速上行。

四季度，供需风险仍存，美债收益率或仍高位震荡。美债收益率仍将受到货币政策、财政融资与市场供需等多重因素影响，长端收益率仍存在阶段性冲高风险。

（1）**美联储加息，利率中枢维持高位。**通胀持续高位、就业市场回温，美联储 9 月开启加息周期。政策利率上行将抬升无风险利率中枢，支撑美债收益率整体维持高位，短期内收益率下行空间相对有限。同时，随着高利率对消费、投资和就业的压制作用显现，对收益率进一步上行也形成一定约束。

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）**财政融资压力延续，长端债券仍受供给约束。**美国财政赤字规模仍处高位，财政融资需求短期内难以明显下降，长端美债供给压力仍较大，期限溢价仍面临一定上行压力。

（3）**供需失衡延续，美债收益率冲高风险或仍反复。**美国财政融资需求仍将持续释放，长债发行规模继续维持高位，美债供给压力预计仍较大，叠加海外投资者与金融机构配置需求变化，期限溢价仍可能处于较高水平。

整体看，四季度美债风险仍主要来自于政策利率抬升、财政赤字高企与供给压力抬升形成的结构性矛盾。短期看，美债风险更多体现为期限利差上升、市场波动加大及流动性阶段性收紧，而非全面的信用风险。

1.4 全球货币：联储重启加息，节奏或偏缓和

三季度，美国经济整体保持韧性，就业市场边际回温，通胀仍处相对高位，美联储重启加息抑制通胀。9 月 16 日，美联储全票通过加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%-4%，并继续维持银行体系充裕准备金，表明在经济尚未明显失速、通胀回落仍不充分的背景下，美联储货币政策继续保持紧缩。欧洲央行和日本央行此前已进行加息，近期均维持政策利率不变。整体看，全球主要国家货币政策仍处偏紧环境，但政策节奏有较大分化。

四季度，美联储仍存在进一步加息的可能，但加息决策面临多重因素制约。市场当前对美联储 12 月加息 25BP 有一定预期，反映通胀粘性与就业韧性仍为货币政策进一步紧缩形成支撑；但加息最终是否落地仍取决于美国通胀、就业及金融市场的整体变化。

（1）**通胀仍高于目标，但能源价格回落或缓解加息压力。**当前美国通胀水平距 2%的长期目标仍有差距，物价回归仍需时间，对货币政策保持紧缩形成支撑。但随着美伊冲突日趋缓和、能源运输逐步恢复，国际油价或高位回落，能源价格对通胀的推升作用有望减弱，进而降低美联储进一步加息的紧迫性。

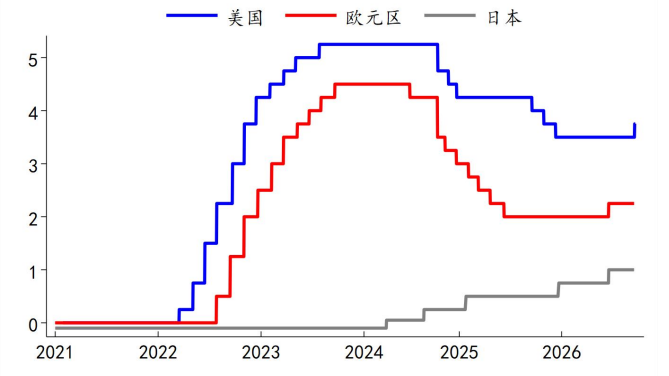
（2）**就业市场边际走弱，加息支撑有所减弱。**美国劳动力市场整体降温迹象显现，新增就业回落，失业率小幅上行，就业扩张动能有所下降。就业市场走弱降低了美联储进一步收紧货币政策的必要性，但当前失业率仍处相对低位，就业表现对加息支撑减弱但政策操作空间仍较大。

（3）**美债收益率高位运行，债务付息压力制约加息空间。**美国政府债务规模持续处于高位，政策利率抬升会推升美债收益率，进一步推升政府债务利息支出压力，加大财政负担。在财政融资需求较大、长端收益率冲高背景下，美联储加息会推高美债风险，对增长形成额外约束。

总体而言，四季度美联储加息与否仍存在不确定性，即使进一步加息，预计幅度也较为有限，政策节奏将更加审慎。后续需重点关注通胀、就业及美债市场变化对美联储政策选择的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：美国、欧元区、日本政策利率（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 8：市场预测美联储政策利率变动概率（%）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2026/10/28	0.0%	0.0%	75.1%	24.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/12/9	0.0%	0.0%	20.6%	61.3%	18.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	11.9%	44.0%	36.4%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	4.7%	24.5%	41.0%	25.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	3.0%	17.3%	35.0%	30.9%	12.1%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	1.7%	11.1%	27.4%	32.7%	20.2%	6.2%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	1.2%	8.4%	22.7%	31.2%	23.8%	10.2%	2.3%	0.2%	0.0%
2027/9/15	0.0%	0.0%	0.8%	5.9%	17.8%	28.3%	26.3%	14.9%	5.0%	0.9%	0.1%
2027/10/27	0.3%	2.9%	10.7%	22.0%	27.5%	21.7%	10.9%	3.4%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/12/8	0.0%	0.2%	1.6%	6.7%	16.3%	24.7%	24.7%	16.4%	7.2%	2.0%	0.3%

资料来源：CME Group，爱建证券研究所

2. 国内：增长保持韧性，内需修复偏缓

2.1 总量：生产外需支撑，经济韧性延续

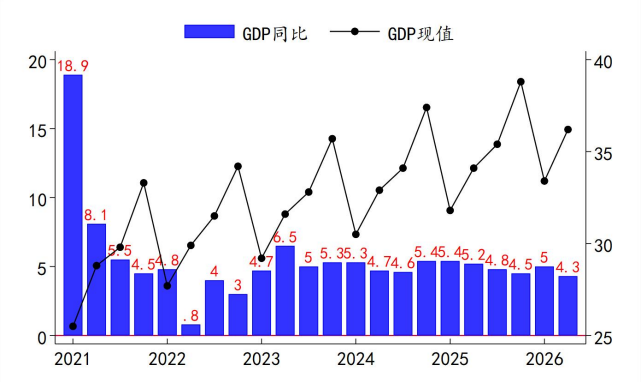
三季度，国内经济延续平稳运行态势，生产和外需保持较强韧性，消费和投资等修复偏慢，经济运行呈现供给强于需求，外需强于内需的特征。一是生产保持韧性，新动能支撑较强。工业生产延续较快增长，高技术制造业、装备制造业等新兴产业表现较好，传统产业受房地产调整和终端需求不足制约。二是外需表现较强，出口支撑有力。出口保持较快增长，机电产品、高技术产品及部分优势制造业竞争力较强，外贸仍是增长的重要支撑。三是内需修复偏缓，内生增长动能仍显不足。消费边际放缓，居民收入和消费预期仍偏弱；投资增速延续下降，房地产投资仍是主要拖累，制造业和基建投资转弱。总体看，三季度经济运行仍具韧性，但内需不足是制约经济增长的主因。

四季度，预计全年 GDP 增速在 4.5%以上，经济保持合理增速区间运行。生产和出口继续保持韧性，财政与货币政策持续发力，有望推动内需边际改善，但修复进度或仍偏慢。一是外需延续较强表现，出口持续支撑增长。我国制造业产业链优势和出口竞争力仍较为突出，机电产品、高技术产品等出口有望维持较快增速，对经济形成较强支撑。二是供给韧性较强，新动能继续发力。人工智能、集成电路、电子信息、高端装备等产业仍处于扩张阶段，产业升级和设备更新将继续支撑工业生产，但传统行业修复仍相对较慢。三是政策持续加力，内需或有改善。财政支出与政府债资金有望加快使用，支撑基建投资、设备更新和重点项目建设等领域；消费政策继续发力，有助于提高居民消费意愿，但房地产持续调整和居民收入预期偏弱仍将制约内需改善幅度。

总体而言，四季度经济有望边际改善，政策发力、生产韧性和外需强劲共同支撑宏观经济平稳运行，实现全年 4.5%-5%的增速目标难度不大。

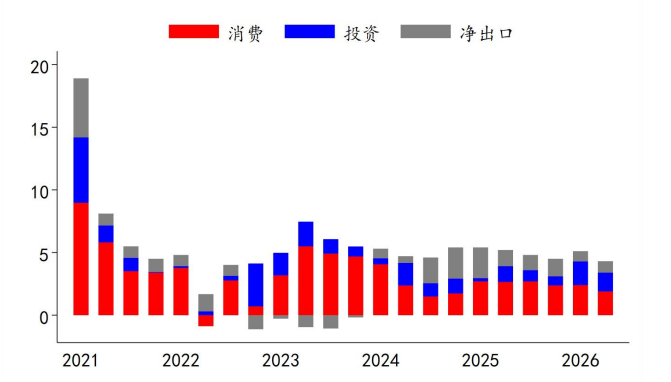
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：GDP 规模与同比增速（万亿元，%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 10：消费、投资与净出口对 GDP 拉动作用（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

2.2 需求：内需动能偏弱，外需韧性较强

2.2.1 消费：修复进度偏慢，结构分化延续

三季度，社零增速边际放缓，消费修复动能仍显不足。8 月社零同比增速进一步回落至 0.4%，消费修复动能持续偏弱。结构上，商品消费持续承压，服务消费相对有韧性，线上线下、城镇乡村消费表现分化，居民消费整体处于弱修复状态。

（1）商品消费持续承压，必选与可选分化。商品零售额增速进一步放缓，限额以上专业店、百货店及品牌专卖店零售额降幅扩大，居民对大件耐用品及非必需品的消费意愿仍偏弱。网上商品零售呈现“吃强、穿弱、用更弱”的结构特征，消费需求向必选品类和高性价比商品倾斜。以旧换新对通讯器材、高能效家电等品类仍有支撑，但随着前期需求释放，政策拉动效用有所减弱。

（2）服务消费相对景气，量增价弱特征延续。服务零售增速快于商品零售，但暑期旺季过后增速有所放缓。文旅消费保持活跃，暑期国内出行人次创新高，赛事文娱等消费场景持续拓展。但服务消费增长更多依赖出行人次扩张，人均消费支出改善相对有限，居民交通通信、教育文化娱乐等消费支出有所回落，服务消费仍呈现“量有支撑、价修复偏慢”的特征。

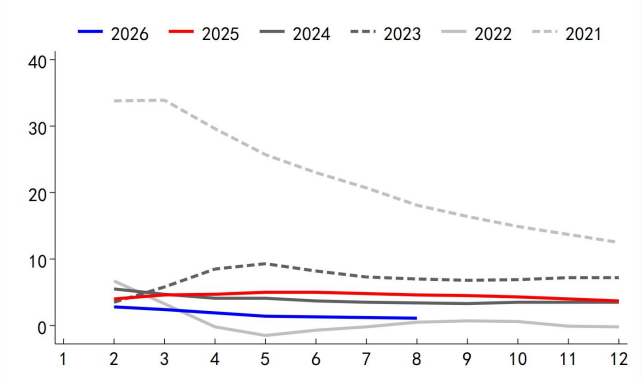
（3）线上渠道维持扩容，增量红利有所减弱。网上零售增速继续回落，线上渠道对消费增长的边际拉动有所减弱。便利店、超市等业态相对稳健，百货、品牌专卖店等业态表现偏弱，反映居民消费仍呈现必选偏强、可选偏弱的结构性特征。

（4）乡村消费保持韧性，城乡增速差距收窄。乡村消费增速仍高于城镇，但增速差距收窄。农村居民收入增长及消费场景改善对乡村消费形成一定支撑，但增量更多集中于基本生活类商品，对可选消费的带动相对有限，城乡消费分化仍存。

整体看，当前消费修复的主要约束在于居民收入预期偏弱、财富效应减弱、预防性储蓄倾向较高等因素。消费场景拓展与补贴政策在一定程度上释放短期需求，但居民消费能力和消费意愿尚未形成持续改善。

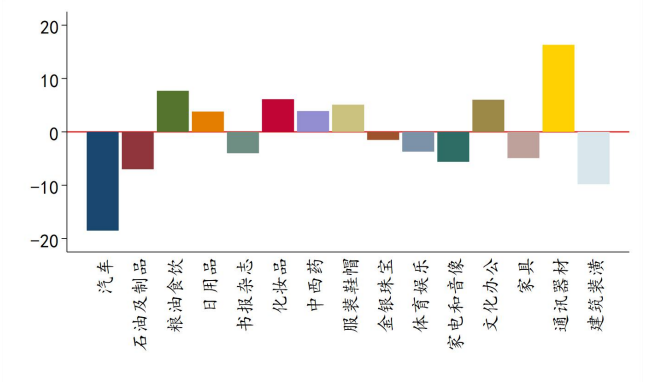
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：社会消费品零售总额累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 12：2026 年 1-8 月不同商品消费累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

展望四季度，预计社零增速较三季度小幅回升，但回升动力主要来自政策支持、节假日消费及低基数效应，居民内生需求能否持续改善仍待观察。

（1）**政策支持延续，托底消费需求。**财政金融政策有望继续协同发力。个人消费贷款贴息政策延续并扩大覆盖范围，信用卡账单分期纳入支持范围，有助于降低居民消费融资成本，对汽车、家电等大宗耐用品消费形成一定支撑。以旧换新政策接续实施，相关补贴有望继续支撑通讯器材、家电等品类，但前期需求释放及政策边际效应减弱或限制政策拉动幅度。

（2）**节假日消费升温，服务消费或阶段性改善。**中秋国庆及年末促销活动密集，文旅、餐饮、文娱等场景型消费有望获得支撑，对冲部分商品消费疲弱表现。但节假日消费可能存在需求前置与跨期影响，能否转化为持续性消费仍取决于居民收入与消费意愿的改善。

（3）**收入预期偏弱，内生动力仍显不足。**居民收入增长与就业仍是制约消费修复的重要因素，预防性储蓄倾向或继续抑制可选消费表现。政策刺激能够平滑消费波动，但难以完全替代居民收入与消费信心的持续改善。

（4）**地产调整延续，耐用品消费仍受约束。**房地产市场调整对居民财富效应及家装、建材、家具等相关消费形成拖累。汽车等大宗耐用品消费面临置换需求释放及消费意愿不足的约束，通讯器材、家电等品类则仍较依赖政策支持，后续增长持续性仍有待观察。

总体看，四季度消费或呈现温和回升态势，但商品偏弱、服务边际趋缓、线上增量减弱的结构性分化格局仍将延续。消费修复持续性取决于居民收入、就业与预期改善，稳就业、稳收入与扩内需政策协同发力仍是推动消费内生修复的关键。

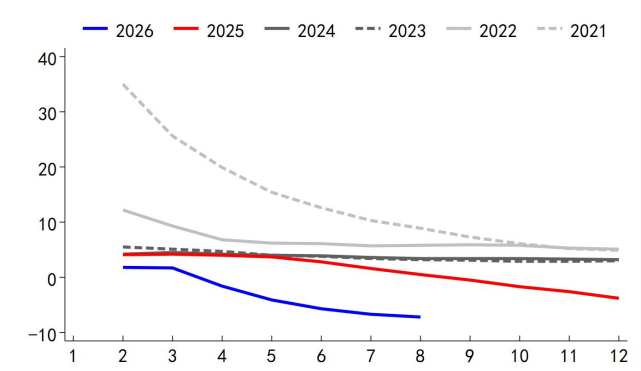
2.2.2 投资：修复延续承压，地产拖累仍强

三季度，固定资产投资延续下行态势，投资需求整体偏弱。1-8 月全国固定资产投资同比下降 7.2%。其中，制造业投资、基础设施投资和房地产开发投资分别下降 2.3%、4.0%和 19.9%，房地产仍是主要拖累，制造业与基建亦未能形成有效支撑。结构上，新动能投资保持韧性，高技术产业、知识产权产品及设备购置投资延续增长，信息服务、电子电路、算力基础设施等领域增速相对较高，但其规模和拉动作用相对有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

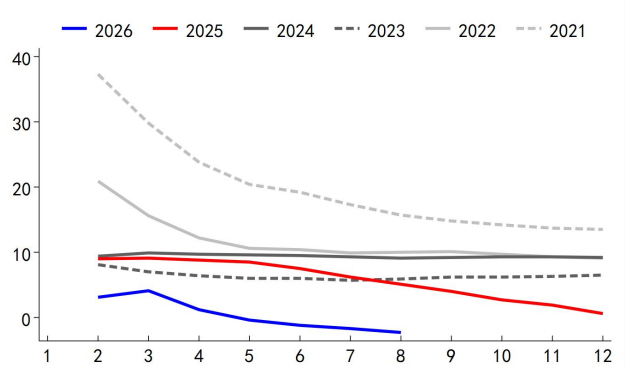
投资增速承压，主要受地产调整、民间投资信心不足、传统产业动能偏弱等因素影响。（1）房地产调整尚未企稳，开发投资、销售及企业资金来源持续收缩，土地购置和新开工意愿偏弱，地产链投资仍处于下行周期；（2）民间投资信心不足，民间固定资产投资降幅扩大，反映企业对需求前景、盈利空间及投资回报的预期仍偏谨慎；（3）传统制造业扩产动力偏弱，部分行业供需失衡、盈利承压，企业资本开支意愿受到抑制；（4）基建投资支撑尚未充分转化为实物工作量，尽管重点项目和新型基础设施建设持续推进，但传统基建需求、地方财力及项目收益约束仍然存在。整体看，当前投资面临房地产深度调整、传统产业扩张乏力与新动能尚处培育期的多重约束，短期内总量修复仍缺乏坚实基础。

图表 13：固定资产投资（不含农户）完成额累计同比（%）



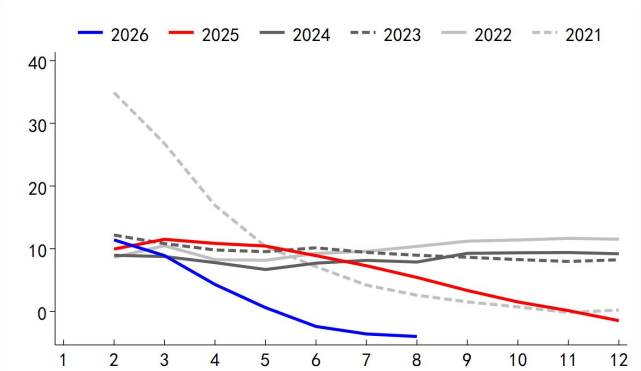
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 14：制造业投资累计同比（%）



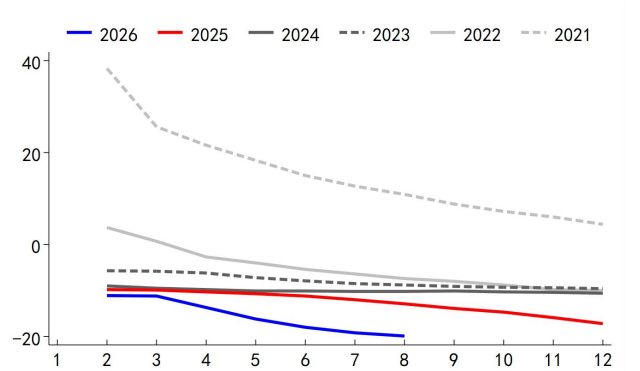
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 15：基建投资累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 16：房地产开发投资累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

展望四季度，投资修复进度或仍偏弱，结构分化延续。产业升级与设备更新对制造业形成一定支撑，财政发力带动基建投资修复，房地产仍处调整区间，投资总量修复面临一定压力。

（1）制造业投资：新旧动能分化，扩张动力仍待修复。

四季度，制造业投资预计延续结构性分化，高技术制造业和设备更新相关领域有望保持韧性，传统制造业扩张动力或仍不足，整体增速或继续承压。一是产业升级与技术创新形成结构性支撑。新质生产力加快培育，人工智能、集成电路、电子材料等领域投

下载日志已记录，仅供内部参考

资保持较快增长，产业链自主可控与技术改造需求有望继续释放，为制造业提供增量支撑。二是设备更新政策有助于平滑投资波动。大规模设备更新及相关财政支持有望继续推动企业设备改造和技术升级，设备购置投资的加快增长对制造业资本开支形成一定托底，但政策拉动更多体现为存量设备更新，能否转化为持续性扩产仍取决于终端需求与盈利改善。三是企业盈利与需求预期仍构成主要约束。当前工业企业利润修复基础尚不牢固，部分行业供需失衡与价格竞争仍对投资回报形成压制，民间投资持续收缩也反映企业扩张意愿偏弱。总体看，制造业投资或延续新兴投资领域较强、传统领域偏弱的分化格局，产业升级与设备更新能够形成一定支撑，但需求和盈利尚未形成有效改善，投资整体回升空间有限。

（2）基建投资：政策支持延续，实物工作量形成待提速。

四季度，基建投资有望在政府投资与重点项目建设支持下边际改善，但资金到位、项目进度与地方财政约束仍可能制约投资增量，整体修复力度有待观察。一是政府债券资金有望继续提供支撑。专项债、超长期特别国债等资金将继续支持重大项目建设，财政支出与债券资金使用进度加快，有助于改善资金项目保障，但资金筹集、拨付与形成实际投资之间仍存在时滞。二是重点领域建设有望延续较快增长。“六张网”等领域仍有较多建设需求，相关投资有望保持韧性，但新型基础设施的较快增长难以完全弥补传统基建投资的不足。三是传统基建与地方投资仍面临约束。地方财政收支压力、项目收益要求及部分地区存量债务约束，可能影响项目开工与建设节奏；在有效需求不足的背景下，部分项目的投资回报与资金平衡也有待改善。总体看，基建投资仍是四季度投资的重要支撑，政策发力有望缓和下行压力，但其实际拉动效果取决于财政资金转化为实物工作量的速度，以及项目储备和地方配套能力。

（3）房地产投资：修复进度偏慢，企稳仍需时间。

四季度，预计房地产市场仍处于调整区间，修复进度或仍偏慢。一是居民购房意愿仍低，销售压力仍大。虽然一线城市新建商品住宅价格环比微涨，二三线城市价格环比降幅收窄，但销售面积与销售额仍处于同比下降趋势，二手房与新房市场表现分化，居民购房意愿和市场预期尚未全面恢复。二是开发投资与新开工仍受销售和资金约束。房地产开发投资、新开工、施工及竣工面积持续下降，房企到位资金同比收缩，销售回款不足与融资约束仍制约拿地、开工及项目建设。即使销售边际改善，向开发投资传导也存在时滞，短期难以扭转投资下行趋势。三是库存去化与房企经营修复仍需时间。新建商品房待售面积有所下降，但库存压力在不同城市分布不均，部分区域供需矛盾仍较突出。总体看，房地产市场或延续局部改善与整体调整并存的格局，销售和价格边际变化尚不足以支撑开发投资快速回升，房地产投资仍将是四季度固定资产投资的拖累项。

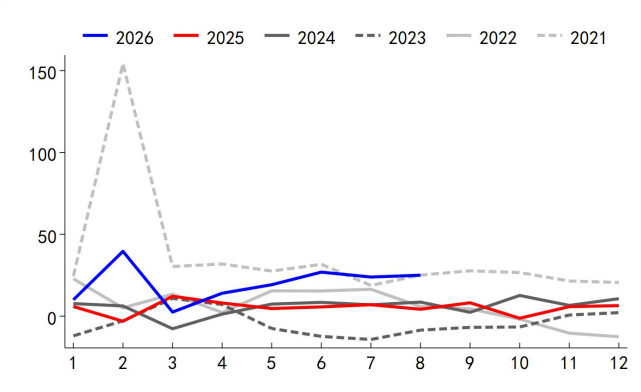
2.2.3 外贸：出口增速强劲，结构持续优化

三季度，出口增速维持高位，贸易摩擦进一步缓解。进出口延续较快增长，1-8 月出口累计同比增速达 19.3%，进口累计增速达 27%。出口保持较快增长，一方面受海外需求及部分行业补库需求支撑，另一方面也与我国制造业供应链优势、出口产品竞争力及新兴市场需求拓展有关。从贸易伙伴国看，出口市场向多元化发展，有助于缓解单一市场波动。从商品结构看，机电产品及高技术产品等增速表现较快。另外，9 月中美双方认可经贸磋商机制及前期磋商成果，包括建立并推进贸易理事会等机制，达成 300 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

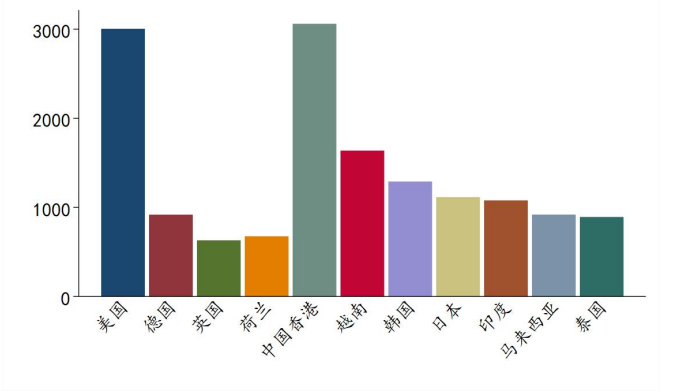
美元对等降税安排、延期吉隆坡经贸磋商成果等，并指示予以落实，经贸摩擦有望进一步缓解。

图表 17：出口总值（美元计价）当月同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 18：1-8 月不同目的国累计出口金额（亿美元）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

四季度，预计出口仍将保持快速增长，外需边际变化与贸易政策仍是关键变量。一是全球需求增长面临不确定性。美联储开启加息，对消费、投资等形成一定压制，海外经济放缓将影响我国出口表现。二是中美经贸摩擦缓解有望落到实处。9 月中美达成的经贸共识若落到实处，部分商品关税压力有望缓解，但后续政策执行及贸易限制措施仍需关注。三是出口结构调整持续推进。机电产品、高技术产品及部分优势制造业有望延续竞争力，但海外产业链调整、贸易保护措施及汇率波动仍可能增加出口不确定性。整体看，四季度出口仍具备一定韧性，高增速有望延续，但海外需求、贸易政策等变化仍可能带来扰动。

2.3 供给：新兴动能支撑，生产稳中有进

2.3.1 工业：新旧动能分化，生产保持韧性

三季度，工业增加值增速边际回升，新动能支撑较强。8 月规模以上工业增加值同比增速达 5.2%，较上月提高 0.7 个百分点。结构上，装备制造业和高技术制造业延续较快增长，电子、专用设备、铁路船舶航空航天等行业表现相对突出，成为工业增长的重要支撑；采矿业生产相对偏弱，部分原材料行业仍面临需求不足和价格承压问题。整体看，工业生产呈现新兴产业较强、传统行业分化的特征。

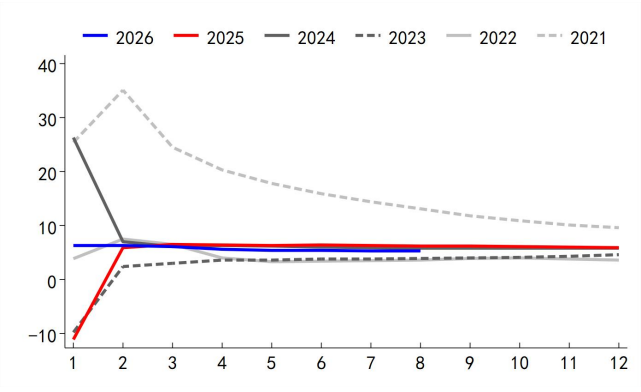
工业生产保持韧性，主要受新动能扩张、出口需求强劲及政策支持等因素支撑。一是产业升级持续推进，人工智能、算力基础设施、新能源等领域需求增长，带动集成电路、电子设备及相关产业链扩张。二是出口表现相对稳健，汽车、电子及部分装备制造行业外需有一定支撑，为相关行业生产提供增量需求。三是设备更新、产业升级等政策持续推进，对部分制造业生产形成支撑。但传统行业仍受房地产调整、终端需求不足及供需失衡等因素影响。

四季度，预计生产仍保持增长韧性，新兴产业仍将提供主要支撑，但增速上行亦面临内需不足约束。一方面，人工智能、集成电路、电子设备、新能源及高端装备等领域仍处于产业扩张和技术升级阶段，相关投资、订单及出口需求有望继续支撑生产；另一方面，传统制造业和原材料行业仍面临需求不足、产能利用率偏低及盈利空间受限等问

下载日志已记录，仅供内部参考

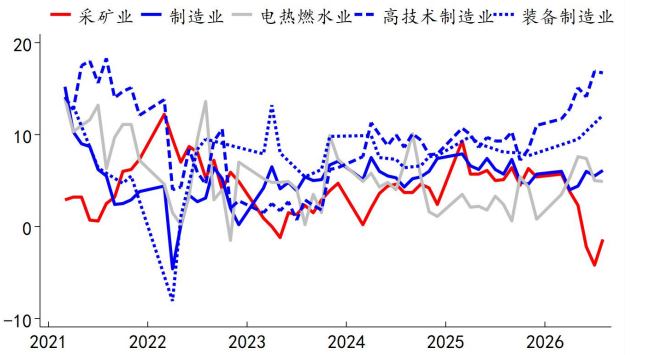
题，房地产调整对建材、钢铁等行业的拖累短期仍难消退。整体看，四季度工业增加值有望保持平稳增长，但传统行业修复进度有待提速。

图表 19：规模以上工业增加值累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 20：不同行业工业增加值当月同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

2.3.2 利润：盈利结构修复，行业分化明显

三季度，工业企业利润总体保持增长，不同行业表现分化明显。1-8 月工业企业利润累计同比增速达 15.7%，营业收入和利润率均有所改善。电子、有色金属、化工等行业利润增长较快；汽车、非金属矿物制品、黑色金属冶炼等行业利润承压，电力热力等行业利润下降。整体看，利润改善主要集中于部分高技术制造业和原材料行业，尚未形成广泛的行业共振。

企业盈利改善主要受部分行业生产增长、产品价格变化及产业结构升级带动，但企业经营压力仍未完全缓解。应收账款和产成品存货持续增长，回款周期有所延长，指向部分企业仍面临资金周转和库存消化压力。尤其是传统制造业部分行业供需失衡，价格竞争仍对利润空间形成挤压，企业盈利修复基础尚不牢固。

四季度，工业企业利润有望延续结构性修复，但行业分化或仍较为明显。一方面，人工智能和算力需求、产业升级以及部分原材料价格变化，有望继续支撑电子、高技术制造业及部分上游行业盈利；生产和销售保持增长，也将对企业收入形成一定支撑。另一方面，利润改善能否由少数行业向更广泛领域扩散，仍取决于终端需求、产品价格和成本变化。供强需弱的行业仍将面临价格竞争和利润空间收窄的问题，应收账款和库存压力也可能持续制约企业现金流及再投资意愿。整体看，四季度工业企业利润或将延续新兴行业较强、传统行业偏弱的格局。

2.3.3 PMI：景气边际修复，内生动能仍弱

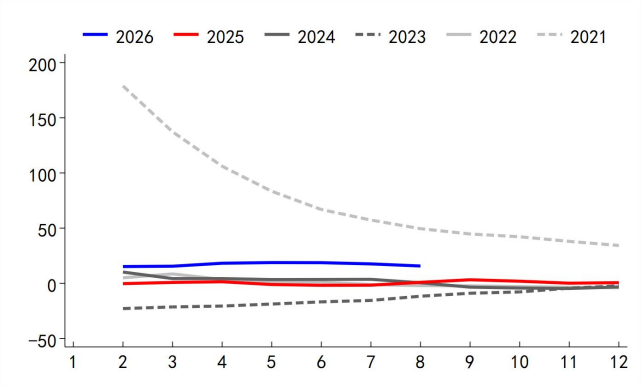
三季度，制造业景气度有所改善。9 月制造业 PMI 回升至 50.1%，生产指数和新订单指数均连续位于荣枯线以上，供需两端均有所改善。结构上，大型企业景气度延续较强，中小企业景气度则连续处于收缩区间，就业指数连续偏弱，企业经营改善尚不均衡。非制造业商业活动指数重回荣枯线以上，建筑业和服务业均有较大幅度改善。整体看，三季度制造业景气度有所改善，但供需改善向企业经营传导仍不充分。

四季度，制造业 PMI 有望延续边际修复，但景气度改善幅度和持续性仍取决于需求修复进度。出口订单保持韧性，内需逐步改善以及设备更新、产业升级等政策支持，

下载日志已记录，仅供内部参考

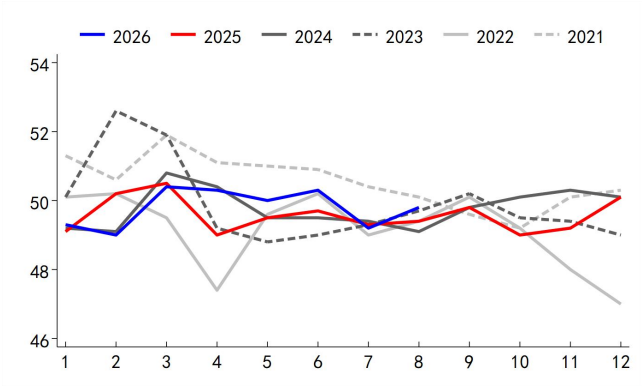
有望推动新订单和生产指数继续修复；但传统制造业和中小企业经营压力仍较大，需求对企业扩产和补库意愿的制约仍在。价格方面，原材料价格和出厂价格变化将影响企业利润空间与补库意愿。整体看，四季度 PMI 或延续温和修复，但从局部改善向全面扩张转变仍需需求端进一步发力。

图表 21：规模以上工业企业利润总额累计同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 22：制造业 PMI（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

2.4 价格：物价结构分化，上行动能偏弱

2.4.1 CPI：食品形成拖累，价格温和修复

三季度，居民消费价格温和上涨，整体仍延续弱修复态势。8 月 CPI 同比上涨 0.8%，较上月边际改善。结构上，食品价格仍是主要拖累，服务和部分消费品价格对物价指数形成支撑，反映居民消费需求边际改善，但整体价格上行动能仍偏弱。（1）食品价格同比偏弱，猪肉价格为主要拖累。猪肉价格降幅较大，鲜菜价格亦有所下降，食品价格整体对 CPI 形成拖累。（2）服务价格有所支撑，但商品消费修复仍偏缓。医疗保健、交通通信等支撑服务价格上涨，部分消费电子产品价格上涨也对消费品价格形成拉动；但居住价格仍偏弱。总体看，三季度 CPI 温和回升主要体现为结构性改善，服务消费和部分商品价格有所修复，但食品价格偏弱、居住需求不足对整体价格形成制约。

四季度，预计 CPI 延续低位震荡态势。（1）消费需求仍偏弱。居民部门就业和收入仍承压，居民消费意愿仍偏弱，对商品消费形成一定约束；服务消费或继续保持韧性，但对价格推动作用或有限。（2）能源价格扰动或减弱。地缘冲突整体处于缓和趋势，原油价格或高位下降，对物价扰动影响下降。（3）高基数效应影响价格读数。去年四季度 CPI 增速较高，或将掣肘今年四季度 CPI 走势。

2.4.2 PPI：上游涨价延续，价格传导偏弱

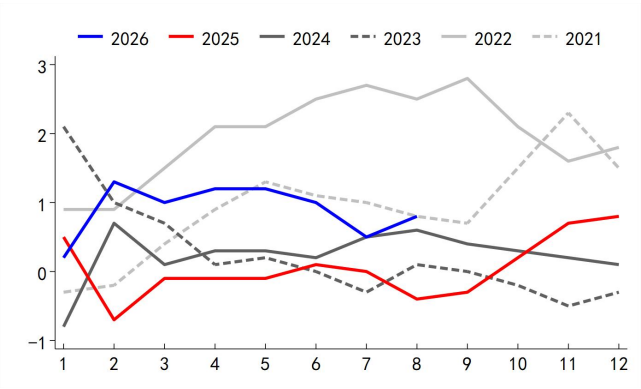
三季度，生产资料涨价幅度较大，上下游价格传导仍不充分。8 月 PPI 同比上涨 3.8%，较上月改善。结构上，生产资料同比上涨 5%，生活资料价格同比下降 0.5%。（1）生产资料价格上涨，上游资源品表现较强。采掘、原材料和加工工业价格均上涨，有色金属、燃料动力、化工原料等价格涨幅较高，国际大宗商品价格、产业链需求及行业供需变化共同推动上游价格上涨。（2）生活资料价格偏弱，价格向中下游传导有限。食品、衣着等价格表现偏弱，建筑材料及非金属价格亦承压，反映上游涨价尚未向终端价格有效传导。总体看，三季度 PPI 改善主要受上游生产资料价格带动，而传统工业需求偏弱，

下载日志已记录，仅供内部参考

中下游价格传导不足。

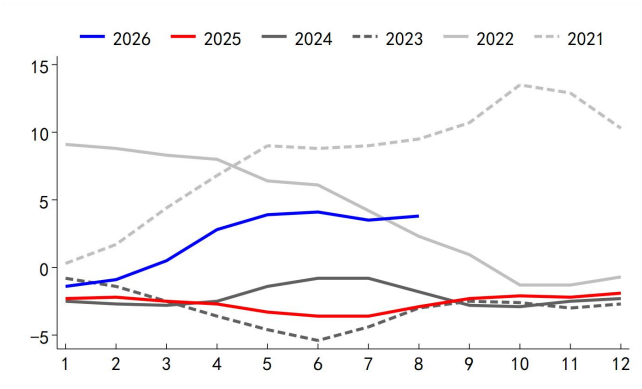
四季度：预计 PPI 延续高位震荡态势，受外部成本压力缓解、内需改善有限等因素影响，工业品价格存在边际下行的可能。（1）地缘冲突或缓解，油价或有所回落。随着美伊冲突逐步缓和，国际原油供给压力有望缓解，油价中枢或边际下行，推动 PPI 高位下行。（2）内需改善或有限，工业品价格上行动力不足。传统制造业修复仍偏弱，投资和消费对生产端的拉动作用或有限，制约 PPI 上行。（3）上游价格向下游传导有限，工业品价格延续分化。终端需求偏弱，中下游企业提价能力仍不足，上游原材料价格难以充分传导至制造业及生活资料端。总体而言，预计四季度 PPI 高位震荡，上行动力有限，但存在边际下行的可能。

图表 23：CPI 当月同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 24：PPI 当月同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

3. 货币：宽松基调延续，降息仍存可能

3.1 三季度：货币增速放缓，信用扩张偏弱

三季度货币信贷整体延续弱扩张态势，M2 和社融增速有所回落，居民和企业融资需求仍偏弱。

（1）**货币增速有所回落，资金活化程度边际递减。**8 月 M2 同比增速降至 7.5%，为年内新低；M1 同比增长 4.1%，增速小幅回升，反映企业活期资金状况有所改善；但 M2 增速仍显著高于 M1 增速，资金活化程度仍处偏低水平。

（2）**社融增速延续放缓，直接融资形成一定支撑。**8 月社融存量同比增长 7.2%，增速进一步回落。从增量结构看，人民币贷款同比少增，反映实体经济融资需求仍偏弱；政府债同比少增，对社融形成一定拖累。企业债券和股票融资同比多增，一定程度上对冲了信贷和政府债融资放缓的影响，对社融增长支撑作用增强。

（3）**居民与企业信贷需求均偏弱，信用扩张缺乏内生动力。**居民贷款同比少增，短贷和中长贷均有所回落，反映居民消费及购房需求仍待修复。企业贷款亦同比少增，短贷和中长贷均处于近五年较低水平，企业经营周转与中长期投融资需求仍显不足。8 月金融机构贷款增速降低至 4.9%，低于存款增速 7.7%，存贷款差额进一步扩大，资金供给相对充裕与实体融资需求偏弱的矛盾仍较为突出。

（4）**流动性合理充裕，政策传导仍需加强。**三季度央行继续通过公开市场操作及中期流动性等多重工具调节银行流动性，并结合政府债发行、税期和季末资金需求等因

下载日志已记录，仅供内部参考

素灵活开展流动性调节。9 月的货币政策委员会例会提出，要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期调节力度，保持流动性充裕，推动社会融资规模、货币供应量增长与经济增长和价格总水平预期目标相匹配。

3.2 四季度：降息仍有空间，流动性维持充裕

预计四季度货币政策仍保持适度宽松，降息存在一定可能，央行将通过总量与结构性工具调节流动性，并引导资金流向重点领域。

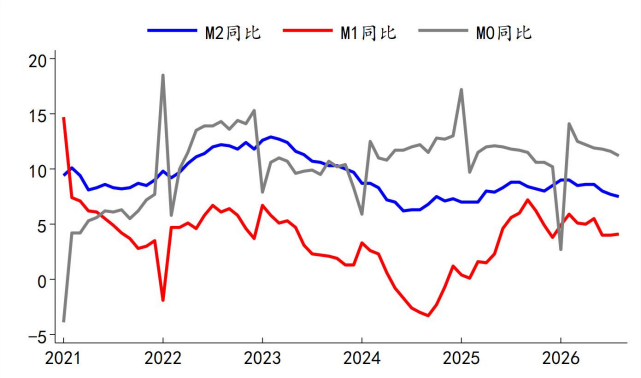
（1）**降息空间仍存，全面降息必要性增强。**当前宏观经济修复面临一定压力，房地产市场持续低位调整，居民与企业融资需求偏弱，有必要进一步降低融资成本。同时，美联储虽开启新一轮加息周期，美中利差走阔，但近期人民币对美元汇率稳中有升，且人民币不存在单边贬值压力，政策利率仍具有较大调整空间。因此，四季度仍存在全面降息的必要性与降息空间，预计央行降低政策利率 0-1 次。

（2）**央行继续保持灵活操作，结构性工具继续发挥作用。**操作上，预计央行继续通过逆回购、买断式逆回购、国债买卖等公开市场工具调节短期流动性，并根据政府债发行节奏、税期及资金面变化等灵活操作；中长期流动性则可通过降准、MLF 等工具进行补充。方向上，预计继续发挥科技创新和技术改造再贷款、支农支小再贷款、普惠小微贷款支持工具等作用，引导金融机构加大对科技创新、设备更新、小微企业和三农等领域的信贷支持，并根据经济结构转型需要进一步强化对重点领域的精准支持。

（3）**资金价格维持低位，宽货币向宽信用传导有效性仍待改善。**货币政策保持适度宽松，央行继续保持银行体系流动性合理充裕。存贷款方面，金融机构存款增速持续高于贷款增速，存贷款差额不断扩大，银行体系资金供给相对充裕。实体融资方面，居民和企业融资需求仍偏弱，实体融资需求不足是制约信用扩张的主要因素。因此，预计四季度资金价格仍将维持低位，居民消费与企业投资疲弱短期或仍将制约宽货币向宽信用的传导效果。

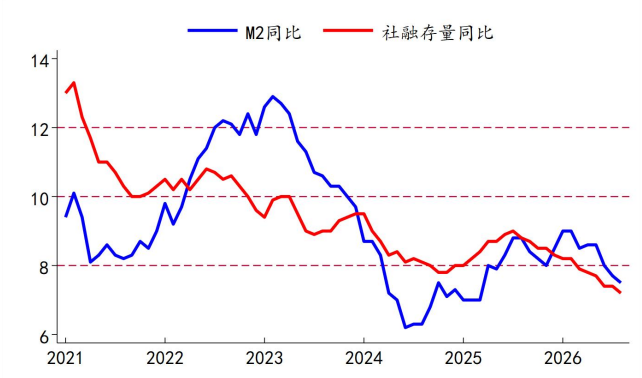
总体看，四季度货币政策仍将保持适度宽松。全面降息必要性与可能性上升；央行继续通过多重工具调节流动性，引导资金流向科技创新、普惠小微等重点领域；资金供给充裕，实体经济融资偏弱，资金价格预计继续维持低位。

图表 25：M0、M1 与 M2 同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

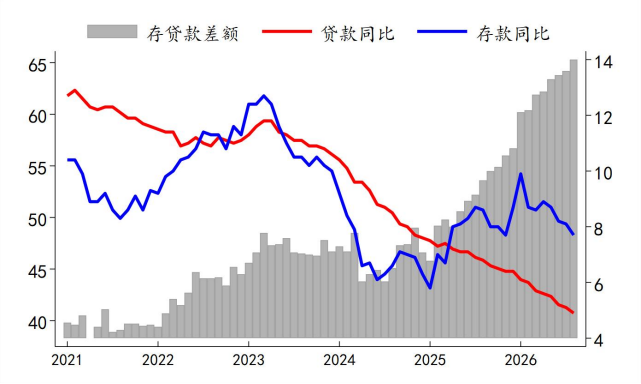
图表 26：社会融资规模存量期末同比（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

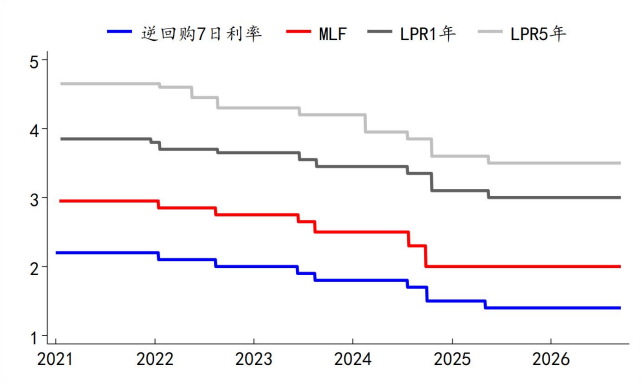
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27：金融机构存贷款余额与同比增速（万亿元，%）



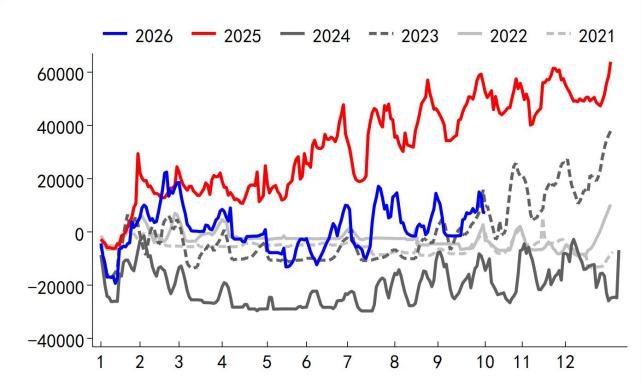
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 28：逆回购 7 日利率、MLF 与 LPR（%）



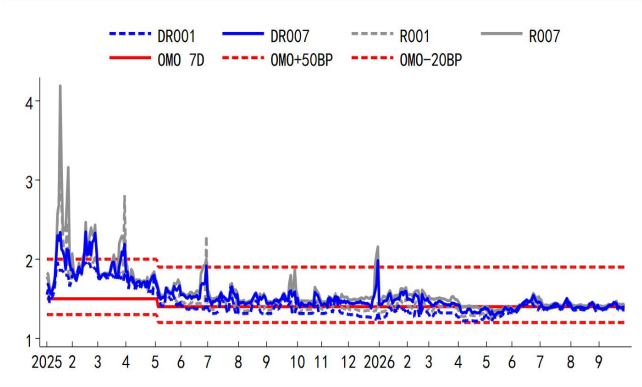
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 29：央行年度累计净投放量（亿元）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 30：资金价格与资金分层（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 31：主要货币政策及核心内容

日期	会议/政策	主要内容
2026 年 9 月 29 日	财政部 中国人民银行 金融监管总局关于实施居民购房贷款贴息政策的通知	（一）支持对象。贷款购买商品住房的居民家庭，同时符合以下条件的，可享受中央财政贴息政策支持：**1.使用新发放商业性个人住房贷款购买首套住房，不包括使用新发放商业性个人住房贷款置换存量贷款；2.所购住房建筑面积在 120 平方米以下（含 120 平方米）；3.所购住房价格在 150 万元以下（含 150 万元）。** （二）贴息标准。**政策自 2026 年 10 月 1 日起实施，实施期限暂定 1 年，其间经办银行新发放符合条件的首套住房商业性个人住房贷款，财政部门按照贷款本金给予年化 1 个百分点、期限不超过 5 年的贴息支持，单户可享受贴息的贷款规模上限为 100 万元。** （三）分担比例。贴息资金由中央财政、地方财政分别按照 90%、10%承担。其中，省级及以下财政分担比例由省级财政部门结合实际自主确定。 （四）经办银行。开展商业性个人住房贷款业务的银行，均可按政策规定办理居民购房贷款贴息业务。
2026 年 9 月 19 日	中国人民银行货币政策委员会三季度例会	**发挥增量政策和存量政策集成效应**，增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。 **综合运用并适时调整货币政策工具，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。** 推动货币政策操作框架改革完善。规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。 从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。 坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，同时防范市场“羊群效应”和非理

下载日志已记录，仅供内部参考

		性预期的自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2026 年 7 月 30 日	中央政治局会议	**宏观政策要发力提效综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策。**
2026 年 4 月 28 日	中央政治局会议	**要用好用足宏观政策。增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**做好宏观政策取向一致性评估。
2026 年 3 月 5 日	政府工作报告	**继续实施适度宽松的货币政策。** **把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量,灵活高效运用降准降息等多种政策工具,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。** **优化创新结构性货币政策工具,适当增加规模,完善实施方式。** **畅通货币政策传导机制,充分发挥数据要素、知识产权等无形资产作用,强化考核评估、融资担保、风险补偿等支持措施,引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域.规范信贷市场经营行为,降低融资中间费用,促进社会综合融资成本低位运行。** **保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**

资料来源：中国政府网，共产党员网，中国人民银行网站，爱建证券研究所

4. 财政：存量加快落地，增量适度补充

4.1 三季度：收入增速提升，支出释放偏慢

三季度财政运行整体呈现收入增速上行、支出扩张偏弱、政府债融资相对较高的特征。

（1）**财政收入增速边际上行，但地方财政承压明显。**1-8 月一般公共预算收入累计同比增速达 5.7%，较二季度明显提升。其中，中央收入增速明显快于地方，地方财政收入相对偏弱。生产端保持一定韧性对财政收入形成支撑，但消费和投资修复偏弱，对地方财政收入形成一定制约。

（2）**财政支出增长偏缓，地方支出约束较强。**三季度财政支出整体偏弱，8 月财政支出同比增速落入负增区间，中央和地方支出增速均放缓，地方支出扩张更为乏力。支出结构上，社会保障和就业等民生领域仍保持一定增长，但基建相关支出整体偏弱，部分基建领域支出仍处下降区间。

（3）**政府债融资维持相对高位，实物工作量形成偏慢。**前三季度国债和地方债净融资规模仍处近五年相对较高水平，地方专项债发行进度整体较快，中长期政府债融资是主要支撑。政府债保持较大融资规模，为后续财政支出提供资金，但从财政支出增速看，部分资金尚未充分转化成实际支出和实物工作量。

总体而言，三季度财政政策呈现收入较强、支出偏缓的特征，财政收入边际回升，但财政资金向实物工作量转化仍偏缓。

人在草木间

4.2 四季度：支出边际提速，政策结构发力

四季度，预计财政政策将更加积极，政策重点从前期的加快融资向加快支出转变，政策效果或更多体现为存量政策与资金释放和对重点领域托底作用增强等方面。

（1）**财政政策将更加积极，政策重心由融资转向支出。**四季度财政政策或进一步发力，但主要体现为前期政策加快执行和实物工作量形成提速，而非新一轮大规模财政扩张。一是前三季度政府债融资已保持较高水平，后续政策重点将由加快融资向加快支出转变。二是全年预算执行进入关键阶段，财政支出在四季度通常提速，前期形成的政策储备将加快释放。三是地方财政收入承压，财政空间相对有限，新增财政政策或以结

下载日志已记录，仅供内部参考

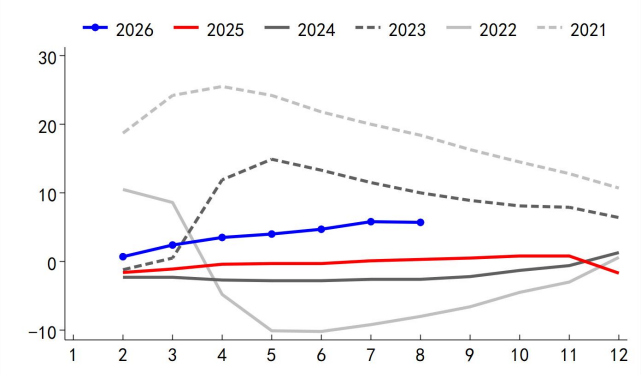
构性补充为主。

（2）**存量政策加快落地，政府债资金仍是主要抓手。**四季度财政发力仍将以既有政策落地为主，前期发行的政府债和已安排的财政资金将进入加快使用阶段。一是专项债资金有望加快形成实物工作量，重点支持民生、基建等重点项目建设；二是超长期特别国债支持的设备更新、科技创新等政策继续推进，带动相关领域投资需求；三是随着前期政策资金逐步支出，财政政策对基建投资、产业升级和民生保障的支持效果将进一步释放。

（3）**增量政策适度补充，财政发力更加突出结构性。**内需修复进度仍偏弱，四季度或仍有新增财政政策推出。一是促消费仍是政策发力的重要方向，通过消费补贴、以旧换新等新增政策进一步释放居民消费需求；二是围绕重大项目和科技创新等领域，财政支持有望继续向重点领域集中；三是地方财政空间相对有限，新增政策更需要兼顾财政承受能力和资金使用效率。

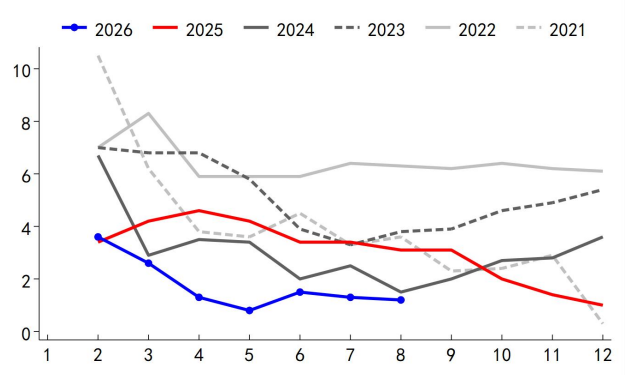
总体看，四季度财政政策或将呈现存量加快落地、增量适度补充、支出边际提速的特征，财政支持力度较三季度有所增强，但仍以稳投资、扩内需和支持重点领域为主。

图表 32：一般公共预算收入累计同比（%）



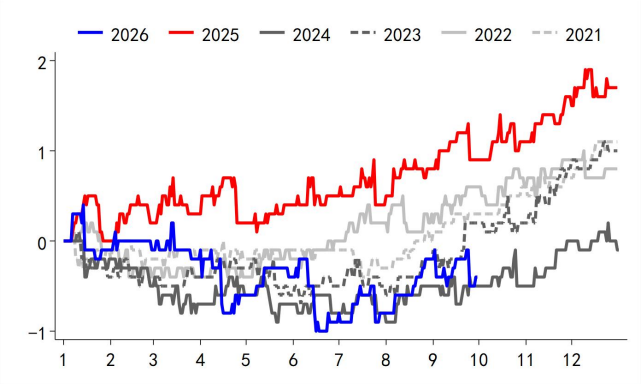
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 33：一般公共预算支出累计同比（%）



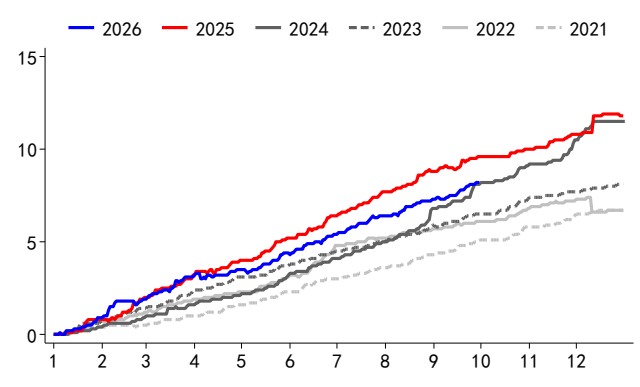
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 34：短债累计净融资规模（万亿元）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

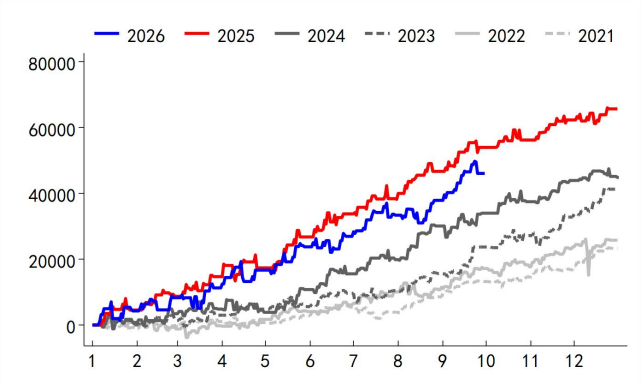
图表 35：长债累计净融资规模（万亿元）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

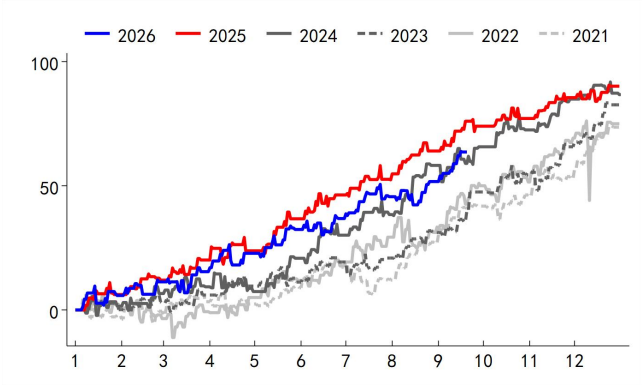
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36：国债累计净融资规模（亿元）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 37：国债发行进度（较限额，%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 38：主要财政政策及核心内容

日期	会议/政策	主要内容
2026 年 9 月 29 日	财政部 中国人民银行 金融监管总局关于实施居民购房贷款贴息政策的通知	（一）支持对象。贷款购买商品住房的居民家庭，同时符合以下条件的，可享受中央财政贴息政策支持： **1.使用新发放商业性个人住房贷款购买首套住房，不包括使用新发放商业性个人住房贷款置换存量贷款；** **2.所购住房建筑面积在 120 平方米以下（含 120 平方米）；** **3.所购住房价格在 150 万元以下（含 150 万元）。** （二）贴息标准。**政策自 2026 年 10 月 1 日起实施，实施期限暂定 1 年，其间经办银行新发放符合条件的首套住房商业性个人住房贷款，财政部门按照贷款本金给予年化 1 个百分点、期限不超过 5 年的贴息支持，单户可享受贴息的贷款规模上限为 100 万元。** （三）分担比例。贴息资金由中央财政、地方财政分别按照 90%、10%承担。其中，省级及以下财政分担比例由省级财政部门结合实际自主确定。 （四）经办银行。开展商业性个人住房贷款业务的银行，均可按政策规定办理居民购房贷款贴息业务。
2026 年 7 月 30 日	中央政治局会议	**宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作。**兜牢基层“三保”底线。优化实施财政金融协同促内需政策。
2026 年 4 月 28 日	中央政治局会议	**要用好用足宏观政策。持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。**做好宏观政策取向一致性评估。
2026 年 3 月 5 日	政府工作报告	**继续实施更加积极的财政政策。** **今年赤字率拟按 4%左右安排,赤字规模 5.89 万亿元、比上年增加 2300 亿元。** **一般公共预算支出规模将首次达到 30 万亿元、比上年增加约 1.27 万亿元。** **拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元,持续支持“两重”建设、“两新”工作等。** **拟发行特别国债 3000 亿元,支持国有大型商业银行补充资本。** **拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元,完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点,重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等。**

资料来源：中国政府网，共产党员网，中国人民银行网站，爱建证券研究所

5. 资产：股债走势分化，内外资产各异

5.1 美股：高位震荡，盈利支撑较强

预计四季度美股维持高位震荡格局，在经济韧性和企业盈利支撑下仍有一定上行空间，但美联储加息预期变化将对估值形成阶段性扰动。一是美国经济仍具韧性，提供基本面支撑。美国消费和企业资本开支仍具韧性，人工智能、数字基础设施等领域投资保持较强增长，企业盈利仍有支撑。二是地缘冲突缓和改善风险偏好。美伊冲突有望进一步缓和，能源运输恢复和油价回落将降低通胀压力，降低企业成本和提高市场风险偏

下载日志已记录，仅供内部参考

好。三是货币收紧形成估值约束。美联储开启新一轮加息周期，政策利率维持高位，无风险利率抬升并压制资产估值，但预计美联储加息幅度偏温和。总体看，美股基本面仍具韧性，但高估值与高利率形成制约，四季度或呈现高位震荡、估值中枢小幅上移的趋势。

5.2 美债：利率高位，供需压力延续

预计四季度美债维持高位运行，长端收益率仍存阶段性冲高风险。一是政策利率维持高位。美联储开启新一轮加息周期，政策利率上行将抬升无风险利率中枢，支撑美债收益率维持高位。二是财政融资压力持续。美国财政赤字和债务规模仍处高位，财政融资需求较大，长久期美债供给压力难以快速缓解，期限溢价仍面临上行压力。三是市场需求面临扰动。四季度国际油价或趋于下行，但美国通胀韧性延续，长久期美债配置吸引力下降，海外投资者配置变化或加剧美债需求波动；同时，美伊冲突缓和后避险需求下降，也将弱化美债的避险支撑。总体看，美债收益率高位运行格局难以快速改变，供需失衡仍是长端收益率进一步冲高的主要风险。

5.3 A 股：震荡上行，修复动能改善

预计四季度 A 股呈现震荡上行态势，国内政策发力、经济预期改善和企业盈利修复将逐步形成支撑。一是政策环境持续改善。财政政策将加快落地，推进形成实物工作量；货币政策将继续保持适度宽松，资金环境整体偏宽松，有利于提升市场风险偏好。二是经济基本面或低位改善。基建、设备更新和促消费政策持续发力，有望助力消费和投资止跌回稳，稳定企业盈利预期。三是产业结构提供增量动能。人工智能、电子信息、高端装备等新兴产业仍处扩张阶段，科技成长领域有望继续获得资金支持。总体看，A 股当前估值位置具有一定的修复空间，随着政策发力与基本面缓慢改善，四季度 A 股估值中枢有望上移，但经济修复偏缓仍将带来阶段性扰动。

5.4 国债：低位震荡，下探动力增强

预计四季度国债收益率维持低位震荡，并存在进一步向下突破的可能。一是基本面修复偏缓。四季度宏观经济虽有望改善，但投资、消费和房地产修复仍相对偏弱，经济增长偏缓支撑收益率下行。二是货币政策维持宽松。央行继续实施适度宽松的货币政策，有一定概率全面降息，流动性大概率维持充裕，为债券收益率下行提供政策支撑。三是资金面整体宽松。金融机构存款增速持续高于贷款增速，存贷款差额持续扩大，银行体系资金供给充裕，资金价格预计维持低位。四是债券供给扰动有限。政府债融资规模仍处相对较高水平，四季度供给可能阶段性推升国债收益率，但在流动性充裕背景下，供给冲击或更多体现为短期扰动。总体看，基本面、政策面和资金面共同支撑债市表现，收益率中枢有望继续维持低位，并存在进一步下行可能。

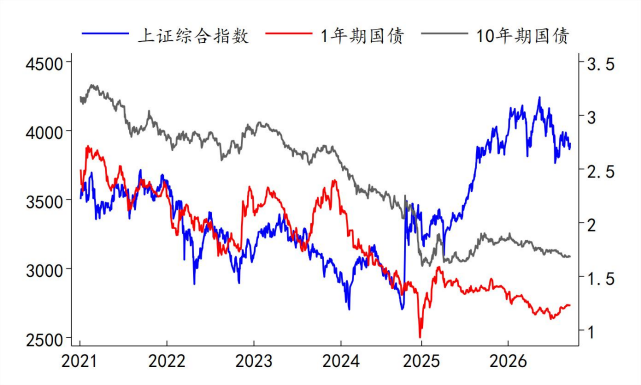
5.5 黄金：震荡偏弱，避险需求降温

预计四季度黄金价格震荡偏弱，前期支撑黄金的部分因素或逐步弱化。一是美联储加息抬升实际利率。美国政策利率上行将带动美元走强、美债收益率维持高位，提高黄金持有成本，对金价形成压制。二是美元走强对金价形成约束。美联储加息预期升温强

下载日志已记录，仅供内部参考

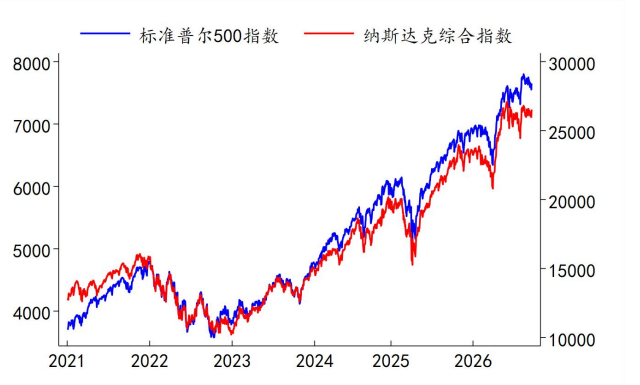
化美元及美元资产吸引力，美元与黄金跷跷板效应压制黄金表现。三是地缘避险需求边际回落。随着美伊冲突逐步缓和，能源运输风险和地缘不确定性下降，黄金的避险配置需求或有所减弱。总体看，四季度黄金仍具有一定的配置需求，但加息、美元偏强及地缘风险降温将削弱其上行动能，价格或维持震荡偏弱走势。

图表 39：上证综指与国债收益率（点，%）



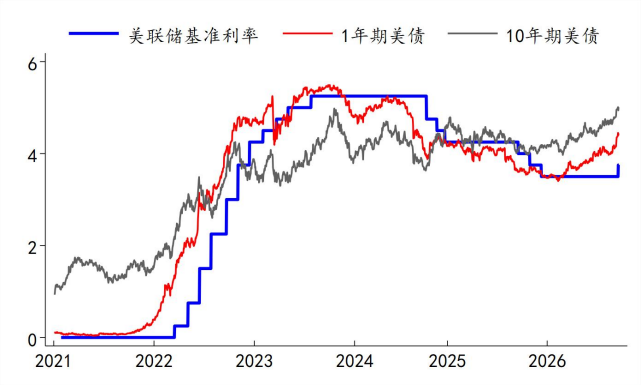
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 40：美国标普 500 指数与纳斯达克综合指数（点）



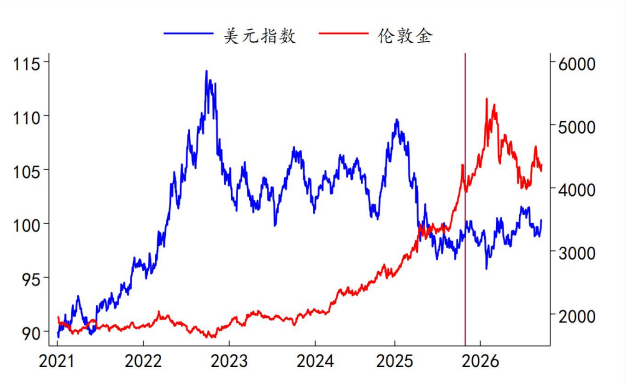
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 41：美联储基准利率与美债收益率（%）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 42：美元指数与伦敦金价格（点，美元每盎司）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

风险提示

（1）**地缘冲突扩大风险**：美伊冲突存在反复升级可能，若能源运输和供应受到进一步扰动，可能继续推升国际油价与全球通胀，并加大全球经济及金融市场波动。

（2）**美债供需失衡风险**：美国财政赤字和债务规模仍处高位，叠加美债发行压力，若市场承接能力弱化，可能推动长端收益率超预期上行，加大全球资产波动风险。

（3）**宏观经济修复不及预期风险**：国内消费、投资修复仍面临一定约束，若内需改善弱于预期，可能导致经济增长动力不足，并对企业盈利及资产价格形成压制。

（4）**宏观政策超预期风险**：若经济下行压力加大，货币政策和财政政策可能超预期；反之，若政策落地节奏偏缓，可能导致市场对经济修复及流动性预期出现调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本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或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券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。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。