下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观定期报告

2026 年 10 月 26 日

油价推升美通胀，中国内需待振

——宏观周报（2026/10/19－2026/10/25）

投资要点：

- 本周市场呈现油价上行与成长波动并存的特征。美股方面，标普 500 和纳斯达克全周分别下跌 0.5%和 0.7%，道琼斯上涨 0.4%，罗素 2000 上涨 2.0%；布伦特原油上涨约 6.0%至 116.72 美元/桶。A 股方面，上证综指、深证成指、沪深 300 和创业板指分别下跌 0.69%、1.09%、1.57%和 3.18%，但 10 月 23 日成长板块出现明显反弹。

- **美国增长仍强，但通胀约束同步抬升。**10 月 S&P Global 综合 PMI 初值为 57.6，虽较 9 月的 58.4 回落，仍处于近五年高位；新订单、就业和在手订单均较强，企业销售价格增速为 2022 年 8 月以来最快。增长韧性继续支撑盈利，但也降低了市场对利率快速回落的期待。

- **油价成为下一阶段美国通胀和美联储定价的核心外生变量。**本周中东供应风险再起，布伦特原油升至 116.72 美元/桶，WTI 升至 103.27 美元/桶。9 月美国 CPI 同比已升至 3.7%，PPI 同比升至 6.3%；若油价高位持续并向运输、商品和服务成本传导，10 月“按兵不动”不等于政策转向宽松，12 月及 2027 年的加息路径仍可能上修。

- **中国三季度经济边际企稳，但生产与需求分化仍大。**三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度的 4.3%回升；9 月规模以上工业增加值同比增长 5.5%，装备制造业和高技术制造业延续较快增长。与此同时，9 月社会消费品零售总额仅增长 1.1%，1—9 月固定资产投资下降 7.2%，房地产开发投资下降 20.6%，内需修复仍需政策继续加力。

- **国内结构亮点集中在高端制造、现代服务和外贸。**前三季度装备制造业和高技术制造业增加值分别增长 10.2%和 14.3%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长 10.4%；9 月出口和进口分别增长 29.6%和 24.6%。但外需强劲与内需偏弱并存，也意味着企业盈利改善的广度仍需观察。

- **市场判断：增长韧性尚在，但估值仍需接受油价与利率检验。**海外高估值成长资产短期取决于油价能否回落、10 年期美债收益率能否稳定在 5%附近；国内成长方向的产业趋势仍具韧性，但行情从估值扩张转向利润和现金流验证。顺周期资产持续重估则需要消费、投资和地产销售出现更广泛改善。

- **风险提示：油价与海外通胀超预期；美联储加息幅度或持续时间超预期；地缘冲突升级；国内需求、地产销售和企业盈利修复不及预期。**

证券分析师

孙苏雨

SAC：S1350526010003

sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 本周点评：油价推升美通胀，中国内需待振 4
1.1. 海外：强 PMI 叠加油价冲击，FOMC 可能暂停加息 4
1.2. 国内：三季度 GDP 边际回升，需求修复仍有缺口 5
1.3. 市场判断：盈利验证与政策加力并行 5
2. 高频数据跟踪 6
2.1. 基建及制造业：原料价格多数上行 6
2.2. 消费：猪价上行、菜价下行 6
2.3. 进出口：运价总体上行 7
3. 风险提示 7



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 中国：日均产量（247 家）：铁水（万吨） 6
图表 2： 中国：高炉开工率（%） 6
图表 3： 出口集装箱指数 7

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 本周点评：油价推升美通胀，中国内需待振

1.1. 海外：强 PMI 叠加油价冲击，FOMC 可能暂停加息

本周海外资产的核心矛盾并非增长走弱，而是增长韧性、能源冲击与高利率同时存在。10 月 19 日至 23 日，标普 500 指数下跌 0.5%，纳斯达克指数下跌 0.7%，道琼斯工业指数上涨 0.4%，罗素 2000 指数上涨 2.0%。指数层面变化有限，但结构上科技龙头波动加大，小盘股相对占优；债券市场则在避险需求和通胀担忧之间反复，10 年期美债收益率周末约为 5.00%，仍位于约束高估值资产的关键区间。

10 月 23 日公布的 S&P Global 美国综合 PMI 初值为 57.6，较 9 月的 58.4 回落，但仍录得 2022 年 3 月以来第二快的扩张速度。调查显示，新订单增速创五年半新高，企业就业增速接近四年多高位，在手订单和供应商交付时间也显示产能约束上升。S&P Global 据此估计，调查对应的四季度初增长动能仍接近年化 5%。**因此，我们认为，美国经济的短期问题并不是需求不足，而是需求较强、供给受限和成本上升可能重新形成组合压力。**

价格分项进一步强化了这一判断。10 月企业投入成本继续快速上升，制造业和服务业均报告能源、燃料、运费、工资和保险成本增加，商品和服务价格增速升至 2022 年 8 月以来最快。此前 9 月美国 CPI 环比上涨 0.6%、同比上涨 3.7%，其中汽油价格单月上涨 9.1%；9 月 PPI 环比上涨 1.3%、同比上涨 6.3%，均显示上游成本已明显抬升。即使核心通胀仍低于总体通胀，能源冲击通过运输、商品和服务价格扩散的风险正在上升。

原油是本周海外再定价最直接的触发因素。受中东能源设施和航运安全风险升温影响，10 月 23 日布伦特原油上涨 3.1%，收于 116.72 美元/桶，全周上涨约 6.0%。油价上涨首先抬升总体通胀和居民通胀预期，若高位持续，还会通过运输、化工、航空和终端商品成本影响核心价格。

这也改变了即将召开的 10 月 FOMC 会议的含义。美联储 9 月已加息 25 个基点，市场目前普遍预期 10 月 27 日至 28 日会议维持政策利率不变。我们认为，按兵不动更可能体现连续加息后的观察期，而不是确认通胀风险已经解除。10 月 PMI 显示增长和价格均偏强，9 月 CPI 和 PPI 也高于舒适区间；**在这一组合下，市场对 12 月及 2027 年政策路径的判断仍将高度依赖油价、PCE 和就业数据。**

从利率曲线看，本周 2 年期美债收益率由 10 月 16 日的 4.74%回落至周末约 4.69%，10 年期收益率由 5.09%回落至约 5.00%。我们认为，**收益率周度回落与科技股调整带来的避险需求有关，并不等同于通胀预期已经系统性下降。**长端利率仍接近 5%，且 10 年期实际利率维持高位，意味着估值较高、现金流久期较长的资产仍需要更强的盈利兑现来抵消折现率约束。

因此，下一阶段海外资产的关键并非简单判断美联储 10 月是否加息，而是判断油价冲击的持续时间和价格传导范围。若能源供应扰动缓和、布伦特原油回落至 100 美元附近，市场可能重新交易通胀边际改善和长端利率下行；若油价维持在 110 美元以上、PMI 价格分项

下载日志已记录，仅供内部参考

继续抬升，则即使 10 月暂停，美联储重新收紧的门槛也会下降，科技和高杠杆资产的波动可能继续放大。

1.2. 国内：三季度 GDP 边际回升，需求修复仍有缺口

10 月 19 日公布的三季度经济数据是本周国内宏观的核心。三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，环比增长 1.2%；前三季度 GDP 增长 4.6%。生产端保持韧性，9 月规模以上工业增加值增长 5.5%，前三季度装备制造业和高技术制造业增加值分别增长 10.2%和 14.3%;服务业增加值增长 5.2%,其中信息传输、软件和信息技术服务业增长 10.4%。整体看，经济边际企稳主要由工业生产和现代服务业推动。

内需修复仍有明显缺口。9 月社会消费品零售总额增长 1.1%，剔除汽车后增长 3.9%；前三季度服务零售额增长 5.0%，明显快于商品零售额的 1.0%。1—9 月固定资产投资下降 7.2%，制造业、基础设施和房地产开发投资分别下降 2.1%、4.2%和 20.6%，民间投资下降 10.4%。9 月投资环比小幅增长 0.07%，出现初步止跌迹象，但持续性仍需观察。

房地产仍是内需的主要拖累，前三季度新建商品房销售面积和销售额分别下降 13.2%和 13.9%，房地产开发企业到位资金下降 21.6%；同期二手房交易网签面积增长 10.7%，新房与二手房市场继续分化。外贸则提供较强支撑，9 月出口和进口分别增长 29.6%和 24.6%。**综合来看，当前经济呈现“生产和出口较强、消费和投资偏弱”的结构，内需能否接力仍是后续经济修复的关键。**

1.3. 市场判断：盈利验证与政策加力并行

本周 A 股主要指数仍以调整为主,但周五出现明显的深 V 反弹。全周上证综指下跌 0.69%，深证成指下跌 1.09%，沪深 300 下跌 1.57%，创业板指下跌 3.18%，科创 50 下跌约 0.97%。10 月 23 日，创业板指和科创 50 分别上涨 4.16%和 3.04%，全市场成交额接近 2 万亿元。单日反弹显示风险偏好和资金承接有所改善，但周度表现仍提示成长资产处在高波动和盈利验证阶段。

1）国内基本面与市场表现的组合，可以概括为生产韧性较强、需求修复不足、政策预期升温。三季度 GDP 较二季度回升，工业、高技术制造和现代服务业表现较好，为企业盈利提供一定支撑；但消费、投资和地产销售尚未形成广泛改善，意味着传统顺周期板块的持续重估仍需要更多数据验证。对于权益市场而言，当前并非单一的总量复苏交易，而是结构景气与政策加力共同决定行业表现。

2）海外方面，布伦特油价重新升至 116 美元上方，10 年期美债收益率仍在 5%附近，意味着全球成长资产的折现率约束尚未解除。美国 10 月 FOMC 即使维持利率不变，也难以直接消除 12 月再次加息的可能。国内科技成长与海外 AI 资产具有一定产业共振，若海外利率和油价继续上行，国内高估值方向仍可能通过风险偏好和估值锚受到影响。

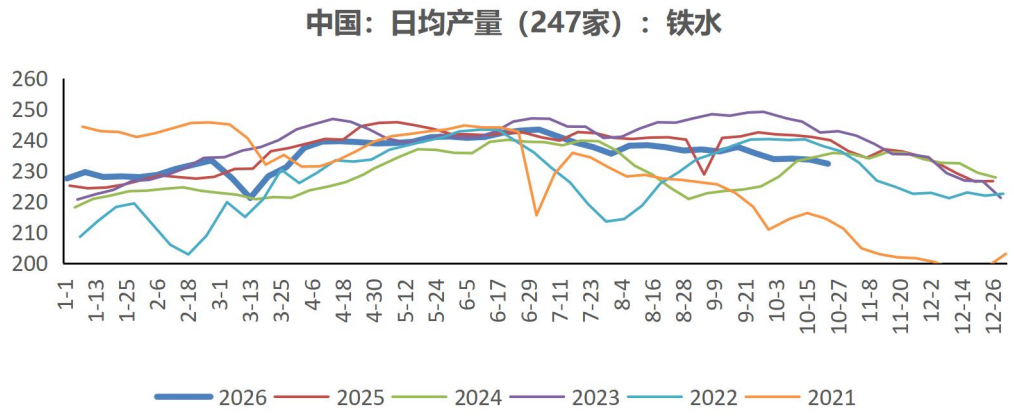
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 高频数据跟踪

2.1. 基建及制造业：原料价格多数上行

【钢铁：铁水产量减少，钢价小幅回落】本周铁水日均产量 232.25 万吨，周环比减少 1.34 万吨，同比-3.2%。螺纹钢价格环比-0.6%，同比-0.9%。螺纹钢表需 201.03 万吨，较上周减少 21.24 万吨；社会库存较上周-6.30 万吨。热轧卷板表需较上周-12.05 万吨，社会库存-1.50 万吨。

图表 1：中国：日均产量（247 家）：铁水（万吨）

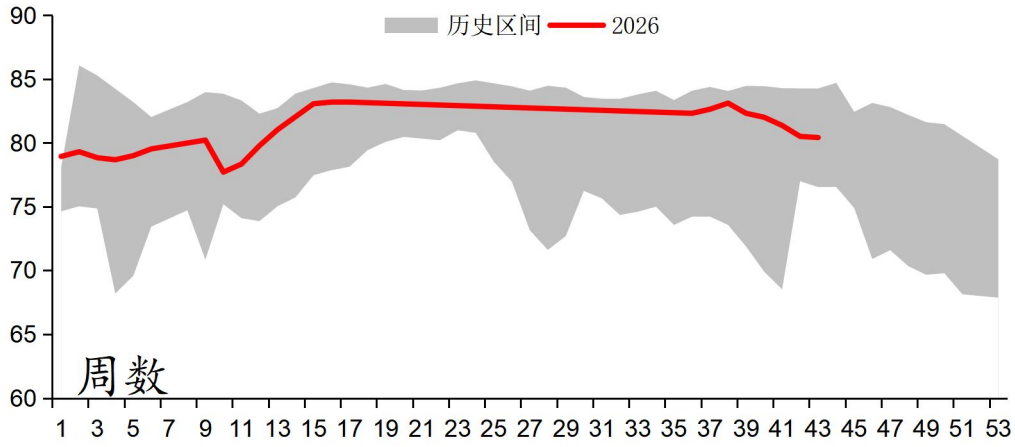


资料来源：Wind，华源证券研究所

【建材：水泥价格上涨】截至 2026 年 10 月 20 日，全国普通水泥市场价格为 267 元/吨，较上期上涨 1.8%。

【煤炭：煤价上行，电厂库存增加】截至 10 月 23 日，秦港 Q5500 价格为 1040 元/吨，较上周+12 元/吨；Q5000 价格为 934 元/吨，较上周+5 元/吨。六大发电集团煤炭库存为 1460.6 万吨，较上周+8.8 万吨。

图表 2：中国：高炉开工率（%）



资料来源：Ifind，华源证券研究所
备注：历史区间指的是 2019-2025 年（不含 2020 年）每周最大值和最小值之间的区间

2.2. 消费：猪价上行、菜价下行

下载日志已记录，仅供内部参考

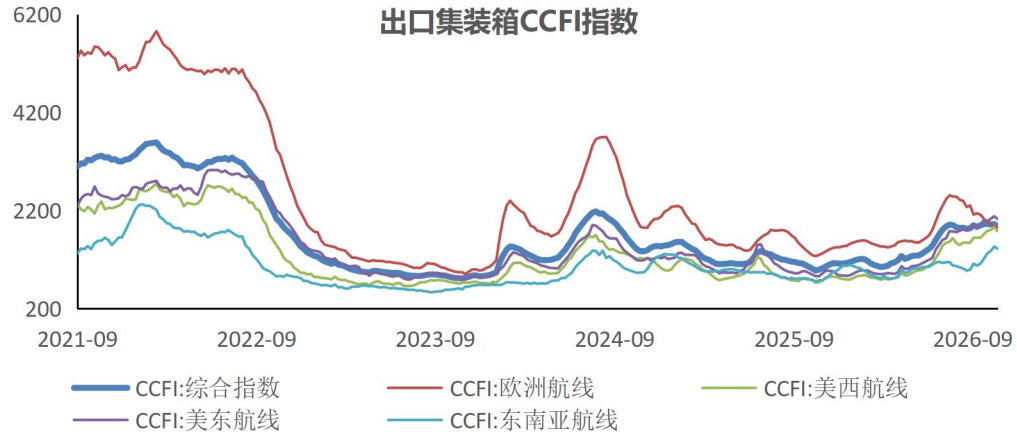
【猪价上行、菜价下行】本周农业部公布的全国猪肉平均批发价为 15.82 元/公斤，较上周+0.8%，同比-10.2%；蔬菜价格较上周-3.2%。

2.3. 进出口：运价总体上行

【干散货：BDI 和 CDFI 环比上行】截至 2026 年 10 月 23 日，BDI 指数环比+5.9%，CDFI 指数环比+7.7%，干散货运价明显上行。

【集装箱运价：SCFI 微升、CCFI 下降】截至 2026 年 10 月 23 日，SCFI 指数环比+0.05%，CCFI 指数环比-2.4%。

图表 3：出口集装箱指数



资料来源：iFinD，华源证券研究所

3. 风险提示

油价与海外通胀超预期：若油价再度快速上涨并向核心通胀传导，海外通胀回落进程或受阻，全球风险资产将面临重新定价。**美联储加息幅度或持续时间超预期：**若美联储加息幅度更大或高利率维持更久，美债利率或继续上行，高估值及长久期资产将承受更大压力。**地缘冲突升级：**若中东局势再度恶化并扰动原油运输，能源价格和全球供应链风险或同步上升。**国内需求、地产销售和企业盈利修复不及预期：**若消费、投资及地产销售持续偏弱，企业盈利改善可能放缓，国内经济修复动能或低于预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。