下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】全球 K 型分化的三大驱动：AI、利率与债务

2026 年 10 月 20 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：范城恺
执业编号：S0300525120001
电话：
邮箱：fanchengkai@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】回升中的分化：三季度经济回顾与四季度展望》2026-10-19

《【粤开宏观】前三季度经济形势快评》2026-10-19

《【粤开宏观】9 月出口再提速：涨价支撑 AI 领跑，汽车与消费品增速回升》2026-10-14

《【粤开宏观】中欧贸易新格局：竞争、摩擦与合作》2026-10-11

《【粤开宏观】文旅热潮之下，消费潜力为何未充分释放？——中国文旅消费的特征、问题与制度成因》2026-10-07

摘要

“K 型经济”概念在新冠疫情后兴起，但并未随疫情结束而消失，反而伴随人工智能发展带动的经济结构分化而再度被反复讨论。经济结构的分化是普遍的，均衡是例外、分化是常态，不同行业有快慢之分、不同群体有贫富之别，但是当前的新变化是新一轮技术革命以前所未有的速度在加剧供需之间、行业之间、群体之间和地域之间的四重分化，甚至影响到经济总量的走势以及制约经济的进一步发展。

当前，“K 型分化”已逐渐演变为全球性的经济特征，主要体现在：中国和欧洲经济均呈现明显的行业分化，美国则更突出表现为群体分化，日韩及亚洲新兴市场大多表现为内外需分化。这些共同点在于，**全球增长越来越依赖少数部门、企业和人群，宏观经济的稳定性建立在越来越窄的基础之上，带动全球经济进入“低就业增长”状态。**本文主要讨论全球经济 K 型分化的特征、原因及影响，这属于结构层面分析，对全球经济总量及经济周期的影响后续另行撰文分析。

全球 K 型分化的形成并非偶然，而是 AI 技术革命、利率环境和债务周期三重力量叠加的结果。一是 AI 技术革命引发资源再分配，资源集中涌入新兴行业、流出传统行业，从源头上催生分化；**二是**统一的利率产生非对称影响，对少部分主体而言是“锦上添花”，对多数主体则“雪上加霜”，进一步放大分化；**三是**疫情后政府债务高企、利率易上难下，财政空间与经济托底能力受约束，导致分化逐步固化。

K 型分化正重塑全球经济运行逻辑，深刻影响全球增长韧性、金融市场与宏观政策框架。其一，增长层面，全球经济增长更加依赖少数部门，韧性下降、脆弱性上升。**其二，**资产层面，全球债券利率上行、股市结构分化，金融市场波动加剧，投资者获得稳定收益的难度加大。**其三，**政策层面，**宏观政策框架亟需调整，结构性和总量政策需加强协同。**K 型分化讲的是结构层面的问题，结构分析不能代替总量分析、结构政策也不能代替总量政策，运用结构性政策精准调控的同时，总量政策也不能缺位。总量承压与结构分化并不矛盾，核心就在于 AI 等新动能发展仍难以弥补房地产等旧动能的拖累力量。因此，宏观政策在总量上仍需给予足够支持，保持总需求基本稳定，为转型营造适宜的宏观环境。

风险提示：全球 AI 投资及发展速度不及预期，全球货币紧缩超预期，全球金融市场波动超预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

一、K 型分化已成为全球经济现象 3
二、全球 K 型分化的三大驱动因素：AI、利率与债务 3
（一）AI 技术革命引发资源再分配，催生分化 3
（二）统一利率产生非对称的影响，放大分化 4
（三）全球债务可持续性不断恶化，固化本已存在的分化 6
三、全球 K 型分化的影响与应对 7

图表目录

图表 1：　美国 AI 相关设备和软件投资大幅增长，其他投资增长逊色 4
图表 2：　美国政策利率窄幅波动，不同部门投资增长呈现 K 型分化 5
图表 3：　中国实际政策利率水平不低，并于 2026 年 3 月以来阶段性高于美国 5
图表 4：　2020 年以来全球政府债务加快增长，政府负债率总体上升 6
图表 5：　债务可持续性担忧之下，海外主要经济体国债利率加快上行 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、K 型分化已成为全球经济现象

“K 型经济”概念于新冠疫情之后兴起，最初用以描述经济复苏的不均衡现象，即一部分行业和群体迅速复苏，比如率先复工的大型企业及虚拟经济部门、受益于资产价格上涨的高收入家庭等；另一部分则持续落后，比如接触型服务业和中低收入群体受冲击更久。但随着各国经济逐步从疫情状态回归常态，分化并未得到根本性缓解。近年来，伴随长期利率中枢抬升、通胀粘性凸显，叠加人工智能（AI）技术革命出现，K 型分化被进一步放大，并逐渐演变为全球性经济特征。

从全球范围看，本轮 K 型分化在各主要经济体均有不同程度的体现，只是分化形态各有侧重。中国的分化主要源于行业间分化，内嵌于新旧动能转换进程，新动能加快成长但旧动能收缩，当然行业分化亦会导致不同企业和群体表现分化。**美国**则更突出表现为群体间分化，AI 浪潮推动资本市场繁荣与高收入群体消费强劲，而中低收入群体面临高通胀、高利率的双重挤压，这一特征已被广泛讨论。**欧洲**的分化表现为产业和国家两个层面，产业层面新能源和数字化产业扩张较快，传统制造业和高耗能产业持续承压；国家层面“欧洲火车头”德国在传统能源冲击的影响下制造业持续下滑并拖累经济增长，2024-2025 年德国制造业增加值（不变价）累计下降 5.2%，南欧国家如西班牙、意大利等增长反而好于核心国家。

日韩及亚洲新兴市场大多呈现明显的“外强内弱”分化。日本半导体制造设备、AI 相关零部件出口保持高增长，头部科技企业盈利改善，但国内消费复苏乏力，中小企业景气度持续低迷；韩国半导体与 AI 产业链拉动出口表现强劲，财阀企业资本开支与盈利规模持续扩大，但房地产市场深度调整、内需消费疲软，中小企业经营压力显著上升，财阀与中小企业的分化不断加剧。越南上半年经济增速创多年新高，实际 GDP 同比大幅增长 8.2%，但增长主要由外资企业和受扶持的头部企业贡献，宏观高增长与普通民众获得感之间存在落差。

总体来看，尽管各国分化的具体表现与成因有所差异，但共同特征清晰：**全球经济增长越来越依赖少数部门、少数企业和少数人群，宏观经济的稳定建立在越来越窄的基础之上，这内在地导致全球经济增长的脆弱性。**这是本轮 K 型分化区别于传统周期分化的核心，也是理解当前全球经济运行的关键。

二、全球 K 型分化的三大驱动因素：AI、利率与债务

全球 K 型分化的形成并非偶然，而是技术革命、金融环境与债务周期等三重力量叠加的结果，具有深刻的全球共性。

（一）AI 技术革命引发资源再分配，催生分化

AI 引领新一轮技术和产业革命，长期有望显著提升生产率与企业盈利，这一乐观预期驱动资本、人才、技术等要素持续向 AI 相关领域集中，资源从传统行业流向新兴行业，从低效率部门流向高效率部门，从根源上催生了结构分化。

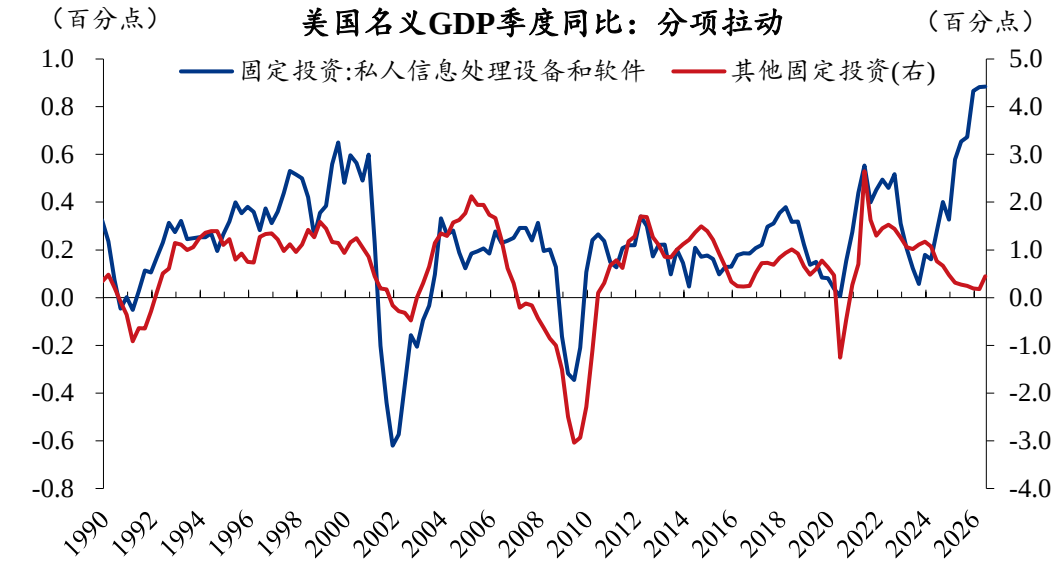
行业发展分化衍生出增长与就业分化、实体与金融分化、宏观与微观背离等一系列分化。AI 相关产业资本密集、技术密集，而非劳动密集，对 GDP 的拉动显著，但对就业的带动作用显著低于传统部门，导致产出强、就业弱，全球进入“低就业增长”状态。产业升级与就业吸纳的不同步，是全球共同面临的结构性难题。全球资本市场均提前定价 AI 产业红利，科技板块大幅上涨，而传统行业估值持续承压，资本市场的分化成为实体经济分化的提前映射与放大。宏观层面 GDP、工业生产、出口等总量数据表现尚可，

下载日志已记录，仅供内部参考

但居民就业、收入、消费的实际体感偏弱，中小企业经营压力较大。总量平均数据掩盖了结构分化下不同群体的差异化感受，形成宏观数据与微观体感的反差。

需要指出的是，与以往技术革命相比，AI 技术进步速度更快，影响更具颠覆性，且叠加大国战略竞争，企业“军备竞赛”更为普遍。这使得资源集中的速度更快、分化的程度更深，且更容易形成自我强化的趋势，而非传统技术革命中渐进式的产业扩散。

图表1：美国 AI 相关设备和软件投资大幅增长，其他投资增长逊色



资料来源：Wind、粤开证券研究院

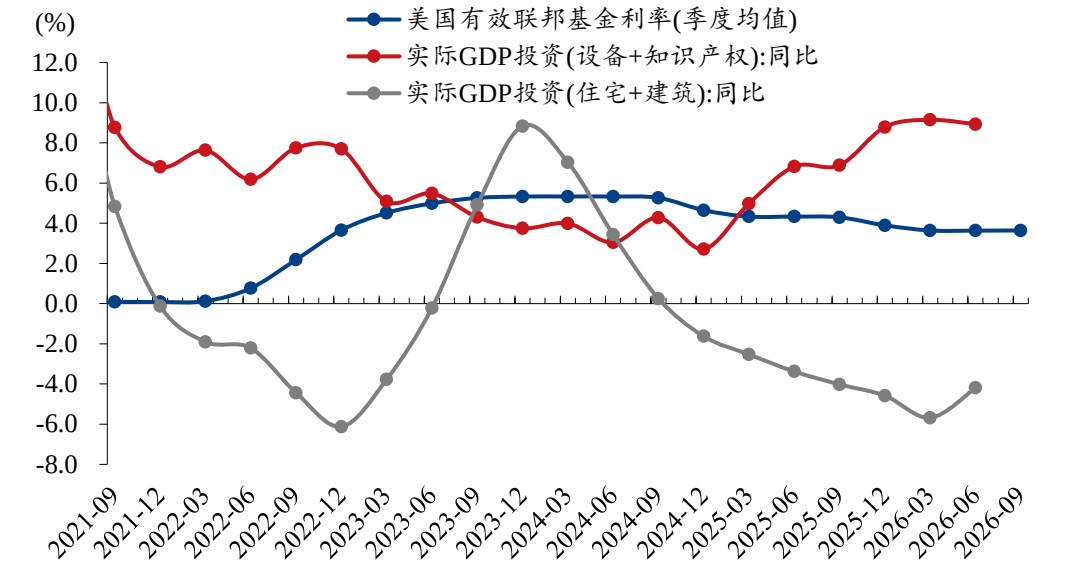
（二）统一利率产生非对称的影响，放大分化

利率水平由经济周期和宏观调控所决定。**在 K 型分化的特殊环境下，统一的政策利率和随之锚定的市场利率，对不同主体产生截然不同的影响。**同样的利率，对 K 型上行端实际是宽松的，对下行端实际是紧缩的，最终加剧分化。

以美国为例，美联储于 2026 年 9 月重启加息，政策利率上调至 3.75-4.00%，是 2023 年以来首次加息。10 月初，10 年期美债收益率突破 5.3%，刷新 2002 年以来新高。当前美国政策利率显著高于 3%左右的长期利率水平，但其是否具备管控通胀所需的“限制性”存在争议，因其对不同主体的影响显著不同：高利率不会明显抑制 AI 科技投资，现金流充足的企业和家庭还可能受益于利息收入增长，可谓“锦上添花”；而对于房地产等利率敏感型行业、依赖银行信贷的中小企业、背负住房贷款与消费信贷的中低收入家庭，高利率推高偿债成本，挤压经营与消费空间，可谓“雪上加霜”。

下载日志已记录，仅供内部参考

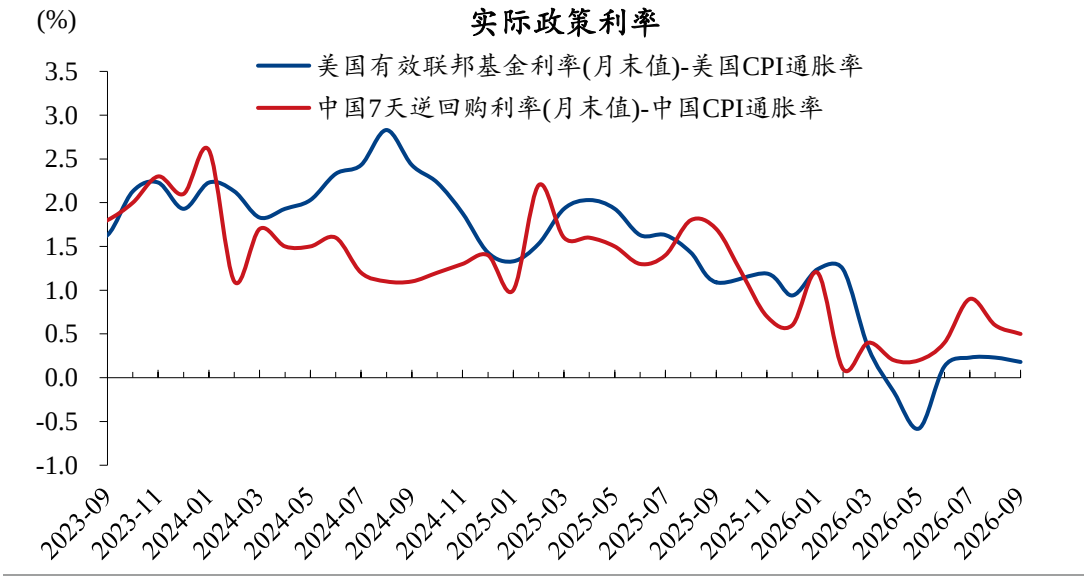
图表2：美国政策利率窄幅波动，不同部门投资增长呈现 K 型分化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

对于中国而言，尽管我国政策和市场利率水平稳中有降，但考虑通胀因素后的实际利率水平不低，分化效应同样存在。高技术产业更多依赖股权、债券等直接融资，在行业高景气和良好发展前景的支撑下，各类资金持续流入，对利率相对不敏感，投资保持较快增长；而对于房地产等传统行业，企业投资及居民购房主要依赖银行信贷，尽管贷款利率处于历史低位，但房地产行业现金流持续偏弱、剔除通胀后的实际利率水平仍偏高，实际金融条件可能依然偏紧，尚不足以扭转行业预期偏弱、房价总体承压的局面。

图表3：中国实际政策利率水平不低，并于 2026 年 3 月以来阶段性高于美国



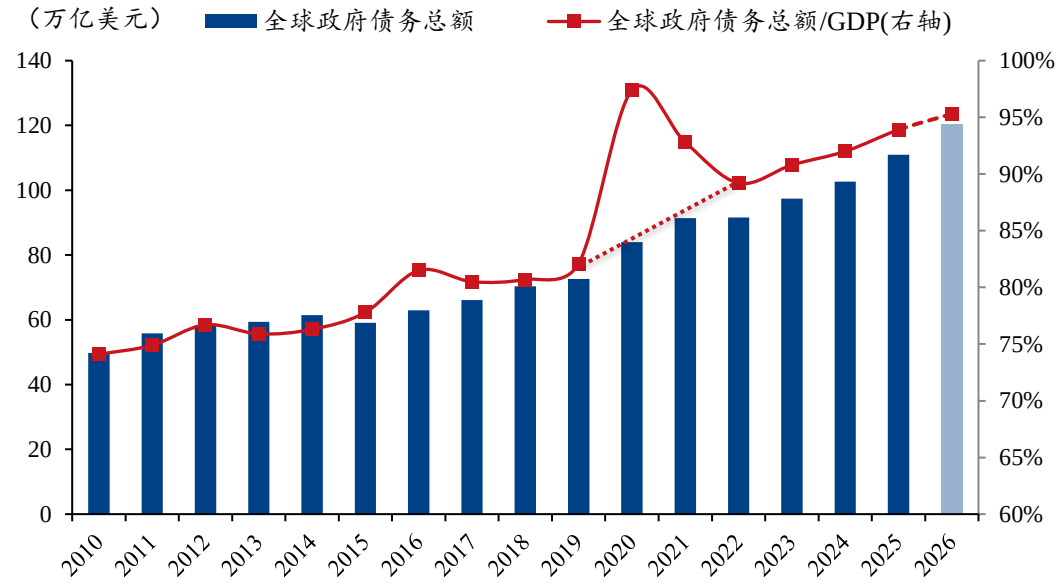
资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）全球债务可持续性不断恶化，固化本已存在的分化

新冠疫情之后，全球主要经济体均推出大规模财政刺激政策，政府负债率阶梯式上升。时至今日，经济虽已回归常态，但全球政府负债率普遍高于疫情前，化债成为全球性难题。与此同时，全球 AI 产业“军备竞赛”持续升温，各国政府纷纷加大研发与产业扶持力度，进一步加大财政压力。据 IMF 预测，2026 年全球一般政府债务总额将突破 120 万亿美元，政府负债率将突破 95%，超过 2021 年、仅次于 2020 年。

图表4：2020 年以来全球政府债务加快增长，政府负债率总体上升

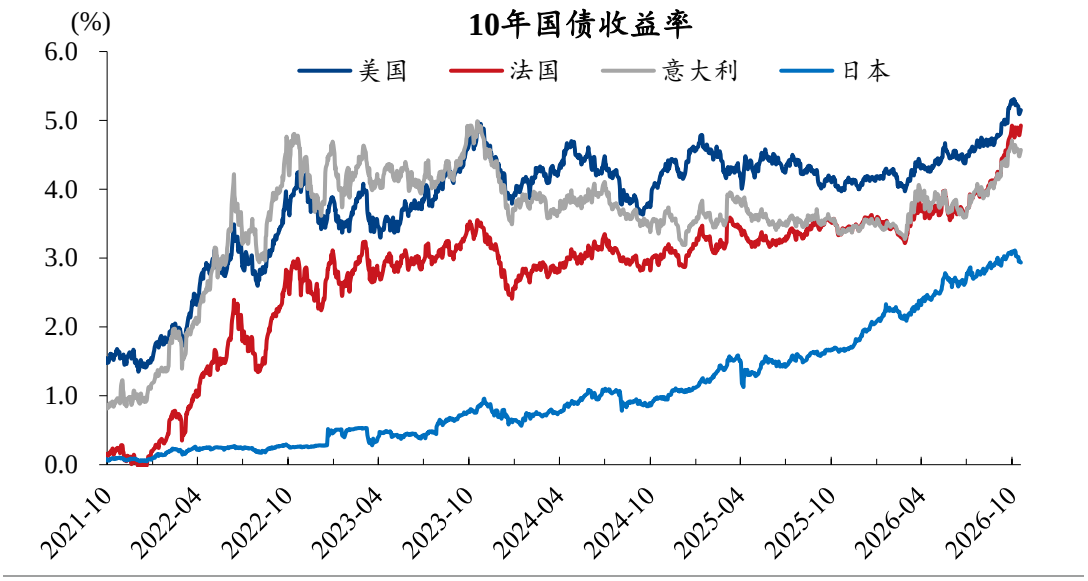


资料来源：IMF（2026.4）、粤开证券研究院

全球债务可持续性担忧不断升温，投资者要求更高的风险补偿，推动国债利率中枢上行；而利率上行又反过来加大政府付息压力，形成“债务高企、利率上行、付息压力加大、债务更不可持续”的恶性循环。以美国为例，2026 财年的前 11 个月（2025 年 10 月至 2026 年 8 月），美国联邦政府利息支出累计首次突破 1 万亿美元，成为仅次于社会保障的第二大联邦支出，超过国防等其他支出类别。美国政府债务压力成为推升中长期限美债收益率的关键力量。欧元区债务压力亦同步上升，其中法国债务风险较为突出。2026 年 8 月初以来，法国政府借贷成本已持续高于意大利、希腊等欧洲非核心国家；10 月以来，伴随法国债务规模攀升与财政脆弱性担忧加剧，10 年期法国国债收益率于 10 月 19 日升至 4.925%，创 2002 年以来新高。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：债务可持续性担忧之下，海外主要经济体国债利率加快上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

全球债务高企，一方面使得全球利率水平偏高，持续对传统行业、中小企业和脆弱群体形成压制；**另一方面也约束了财政支出空间与效力，对脆弱主体的托底更加困难，使得分化更难通过政策调节得到缓解，进而固化了 K 型分化的趋势。**

三、全球 K 型分化的影响与应对

K 型分化的持续深化，正在重塑全球经济的运行逻辑，并将深刻影响全球增长韧性、金融市场与宏观政策框架。

第一，全球经济增长更加依赖少数部门，脆弱性上升。当前全球经济的增长动力高度集中于少数部门与少数主体，宏观稳定的基础持续收窄。例如，美国经济的韧性主要依靠 AI 投资与股市财富效应支撑，日韩及亚洲新兴市场的出口繁荣集中于半导体与 AI 产业链，**一旦上行部门的增长预期发生逆转，而下行部门尚未完成修复，经济将缺乏足够的缓冲，表面的稳定可能在短时间内转为真实的下滑。**同时，高利率对传统部门与脆弱群体的压制长期存在，各国政府的财政空间被利息支出持续压缩，应对下一轮冲击的政策余地不断缩小。增长看似韧性越强，其依赖的基础就越窄，背后的脆弱性就越值得警惕。

第二，全球金融市场波动加剧，债券利率上行是关键风险源。伴随各国政府债务增长，市场对财政可持续性的担忧持续升温，债券市场的调整情绪在各国间相互传导，推动主要经济体国债收益率中枢上移；叠加全球主要央行在通胀约束下重启加息，全球流动性环境趋紧，共同支撑利率维持高位。全球股市虽有 AI 产业景气支撑，但内部分化同样值得重视。美股市值和盈利向少数企业集中；A 股行业之间的分化也明显加大，科技板块显著跑赢大盘。**总的来看，利率上行压缩估值，股价结构分化加大选错方向的风险，各类资产价格的波动性上升，投资者获得稳定收益的难度在加大。**

第三，宏观政策框架亟需调整，结构性和总量政策需加强协同。K 型分化下，经济既非全面上行，也非全面衰退，传统的周期定位失灵，宏观数据与微观感受持续背离，

下载日志已记录，仅供内部参考

政策面临“周期模糊”的困扰。因此，传统的逆周期调控思路需要相应调整。**一方面，要更多运用结构性政策，定向修复弱势部门和群体的资产负债表；另一方面，总量政策也不能缺位，因为分化的下行端恰恰最需要总量支撑。且在现阶段的政策目标中，就业与民生的权重应当高于单纯的增长速度。**财政更需要在债务约束下把钱花在刀刃上，优化支出结构，加大就业、民生等领域的投入，让有限的财政资源更多流向经济的下行端，缓冲转型的冲击。

2026 年前三季度，我国 GDP 同比增长 4.6%，其中一季度增长 5.0%、二季度增长 4.3%、三季度回升至 4.5%。三季度经济有所回升，工业和服务业生产有所改善，但经济增长的“K 型分化”尚未明显收敛，总量增长潜力尚未充分释放。9 月 28 日国常会部署稳定房地产市场、促进就业增收等政策，随后居民购房贷款贴息、抵押补充贷款（PSL）利率下调、科技创新和技术改造再贷款及支农支小再贷款额度增加等举措陆续落地。总体上看，结构性工具较为积极并初步起效，而总量政策仍需持续加力。

值得注意的是，K 型分化讲的是结构层面的问题，结构分析不能代替总量分析、结构政策也不能代替总量政策。对中国而言，当前经济面临的总量承压与结构分化问题并不矛盾，核心就在于 AI 等新动能发展仍难以弥补房地产等旧动能的拖累力量。在新动能完全接棒旧动能之前，宏观政策在总量上需要给予足够支持，保持总需求基本稳定，为转型营造适宜的宏观环境。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

范城恺，伦敦政治经济学院（LSE）经济学硕士，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300525120001。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com