



2026 年 11 月报

宏观

海外货币政策收紧，国内宏观结构分化

摘要：

9 月份制造业 PMI 重回扩张区间，主要是外需强劲带动产需两端同步扩张。

三架马车表现各异，出口维持较强韧性，但消费和投资延续弱势。宏观经济基本面结构性分化较为明显，外需强韧性，内需有效需求不足。

央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，10 月 LPR 利率维持不变。需要注意的是，央行有意更换利率锚，由 7 日逆回购利率转向隔夜逆回购利率，贷款定价从单一 LPR 走向多元基准（LPR+DR+国债收益率），存贷款基准利率逐步退出，这意味着不同信贷主体对应不同的市场化利率基准，未来粗放的全面降息将让位于精准的价格型利率调控框架。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

宝城期货投资咨询部

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1778 号

邮箱：tzzxb@bcqhgs.com

报告日期：2026 年 10 月 28 日

请阅读文末作者信息、作者声明、免责条款。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国：经济韧性较强	4
1.2 欧洲：输入性通胀困扰，或被迫加息	6
1.3 日本：日元贬值压力下或被迫加息	7
2 国内宏观	9
2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张	9
2.2 物价指数：CPI 与 PPI 温和回升	10
2.3 社融信贷：政府发力托底社融，居民信贷数据仍偏弱	11
2.4 三架马车：外需强韧性，内需偏弱	13
2.5 货币政策：央行更换利率锚，LPR 利率不变	15
3 总结	16

图表目录

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期	4
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项	5
图 4 美国通胀数据	6
图 5 美国国债收益率	6
图 6 日本通胀数据	7
图 7 日本国债收益率	8
图 8 制造业 PMI 数据	9
图 9 制造业 PMI 的主要分项指标	10
图 10 CPI 数据	10
图 11 PPI 数据	11
图 12 社融增量	12
图 13 新增人民币贷款	12
图 14 企业部门新增中长期贷款	12
图 15 企业部门新增短期贷款	12
图 16 企业部门新增票据融资	12
图 17 居民部门新增中长期贷款	13
图 18 居民部门新增短期贷款	13
图 19 出口数据	14
图 20 社会消费品零售	14
图 21 固定资产投资	14
图 22 中美利差与人民币兑美元汇率	16
图 23 LPR 利率	16

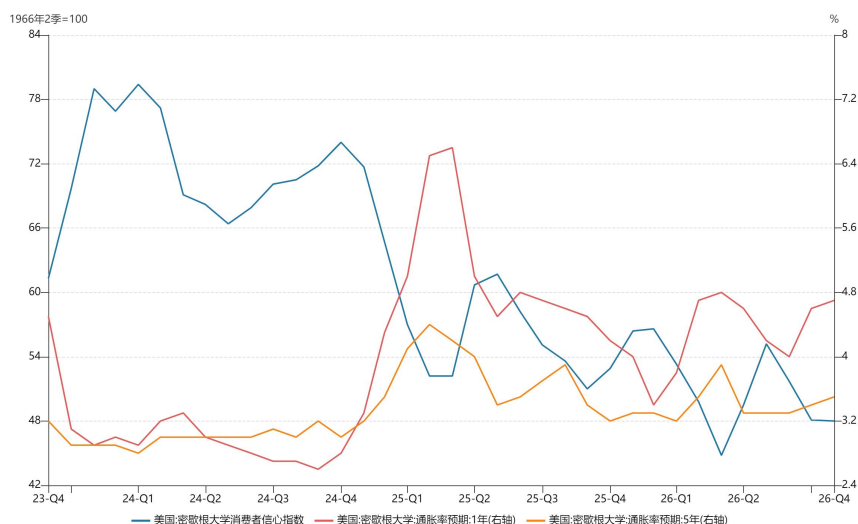
1 国际宏观

2026 年 10 月，美伊局势边际缓和，没有爆发新的冲突升级，仅以零星的低烈度袭击为主。对美国而言，通胀压力仍存，但是股市的剧烈波动令 10 月美联储加息预期有所减弱，反应市场预期的美债收益率出现高位回落。对欧洲而言，俄罗斯能源受阻之后，中东能源供应直接关系到欧洲地区的通胀水平，中东地缘冲突对未来通胀的中长期影响或迫使欧洲央行继续采取紧缩货币政策。对日本而言，日元贬值压力较大，但抛售美债面临多方压力，叠加输入性通胀上升，未来日本或延续加息政策。

1.1 美国：经济韧性较强

2026 年 10 月，美伊局势仍处于僵持状态，霍尔木兹海峡再度陷入断航状态，全球能源供给以及物流供应链仍受阻。美国通胀预期指数延续回升态势，而居民消费信心指数低位回落，反应出地缘冲击对美国经济的负面冲击，一方面推升生活成本，另一方面压制消费需求。

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

从前瞻性指标 PMI 来看，美国制造业扩张势头延续，但企业面临的成本和供应链压力明显升温。美国服务业扩张步伐有所放缓，但服务业企业面临的成本压力也加剧。

美国 9 月 ISM 制造业指数较 8 月的 54.6 略为降至 54.5，低于市场预期的 55.0，在 7 月该指数创四年新高后连续两个月下滑。虽然继续回落，但 ISM 制造业指数已连续九个月处于 50 这一荣枯线上方，标志着进入 2026 年以来制造企业活动持续处于扩张区间。从分项看，新订单指数从 53.7 升至 55.3，创下近期较快的扩张速度，连续九个月扩张处于扩张区间；就业指数从 8 月的 51.2 升至 52.7，连续第三个月处于扩张区间；价格指数环比 8 月大幅上升 6.8 个百分点至 77.9，接近今年 3 月美伊冲突爆发初期的水平 78.3，这也是原材料价

格连续第 24 个月上涨。制造业 PMI 反应的是一个颇为复杂的信号。一方面，新订单、订单积压和就业均有所改善，说明美国制造业并没有出现明显降温迹象；另一方面，价格指数快速攀升、供应商交付继续偏慢，又意味着企业面临的成本压力正在重新积累。

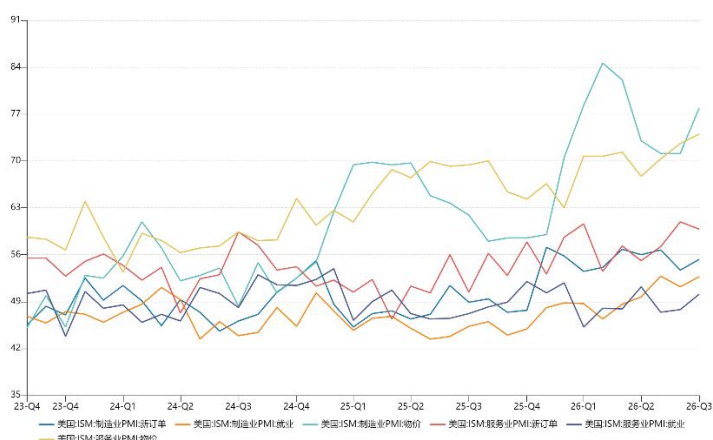
美国 9 月 ISM 服务业 PMI 录得 54.9，低于 8 月的 55.4，在连续两个月上升后回落，也低于市场预期的 55.2。不过该指数已连续 27 个月处于 50 荣枯线以上，显示服务企业活动仍保持扩张。从分项看，商业活动指数从 61.7 大幅降至 56.5，新订单指数从 60.9 降至 59.8，仍处于较高水平，并已经连续 16 个月处于扩张区间；就业指数从 8 月的 47.8 升至 50.1，重新回到 50 以上，为 6 月以来首次进入扩张区间；价格指数当月从 71.1 大幅升至 77.9，单月上升 6.8 个百分点，创今年 5 月以来最高。服务业 PMI 也反应出和制造业一样的信号：需求仍然有韧性，就业没有明显恶化，但企业成本压力重新抬头。

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国 9 月 CPI 环比上涨 0.6%，同比涨 3.7%，均高于经济学家预期；剔除食品和能源的核心 CPI 环比涨 0.3%，同比涨 2.6%、也超出预期，涨价

压力从能源向核心商品和服务扩散。通胀公布后，更高的利率预期压低估值，科技股及其他对融资成本敏感的板块受到显著冲击。考虑到美国中期选举在即，10 月份的美联储加息可能性相对偏低，并且股市的剧烈波动以及 AI 产业的泡沫风险也在逐渐制约美联储的加息政策。

图 4 美国通胀数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

从美债收益率可以看出，近期长期美债的到期收益率有所回落。一方面是因为此前极度亢奋的加息预期得到重新修正；另一方面，长期美债的现货发行量减少，美国政府更偏爱于短期国债的发行。

图 5 美国国债收益率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

1.2 欧洲：输入性通胀困扰，或被迫加息

由于欧洲高度依赖能源和商品进口，俄乌、中东两大地缘危机影响下，欧洲的输入性通胀预期持续上升。欧洲央行管理委员会宣布将三大关键利率各上调 25 个基点，此举符合市场预期。本次决定自 2026 年 9 月 16 日起生效，存

款便利利率、主要再融资操作利率及边际贷款便利利率将分别升至 2.50%、2.65% 和 2.90%。

近期通胀的上升主要源于炼油利润率上升及能源商品价格走高，工资目前尚未对能源冲击表现出实质性反应。未来欧洲央行的政策将坚持以数据为主，后续可用关注美伊局势的变化以及欧洲经济需求端的变化。

1.3 日本：日元贬值压力下或被迫加息

10 月 23 日，日本总务省公布的数据显示，日本 9 月核心 CPI 同比上涨 2.1%，九个月来首次突破日本央行 2% 的目标，数据符合经济学家预期中值，较 8 月的 1.7% 明显加速。特别需要关注的是，剔除生鲜食品和能源的核心指标从 8 月的 1.9% 跳升至 2.4%。

通胀压力正从输入端向消费端加速传导。据日本数据银行数据，日本主要食品饮料企业计划在 10 月上调 3153 种商品价格，连续第二个月超过 3000 种，为 2023 年 7 月以来首次连续两月突破这一门槛。这说明中东地缘冲突引发的高油价带来的输入性通胀效应开始显现并加速，而出口下滑带来的需求减弱效应并不明显。由于目前价格涨幅并未急剧扩大，10 月连续加息的必要性不大，预计日本央行下次加息将在 12 月落地。

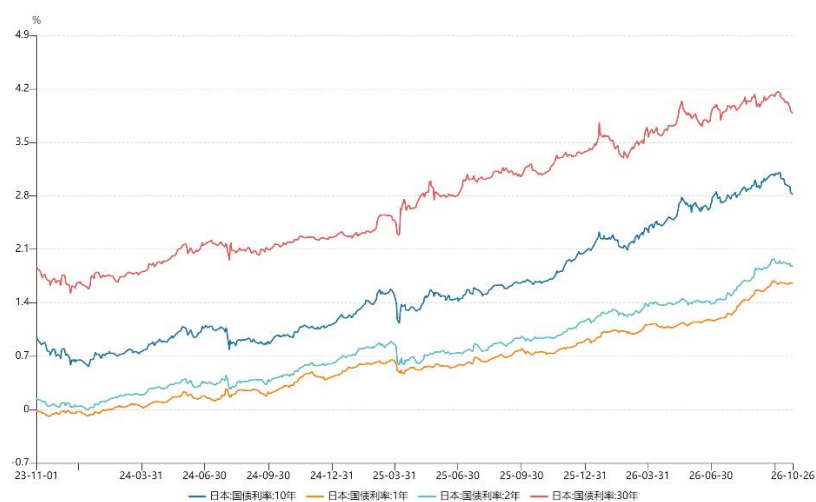
另一方面，日元持续贬值正通过推高进口成本拖累日本经济，要抑制日元贬值势头，日本要么抛售美元资产买入日元，要么日本央行亦加快加息节奏以从根本上扭转日元跌势。现实情况，日本抛售美元资产（主要为美债）会推高美债收益率，这不是美国政府希望看到的，因此面临重重压力。因此未来日本央行或被迫加息来抑制日元贬值压力。

图 6 日本通胀数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 7 日本国债收益率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

9 月份制造业 PMI 重回扩张区间，主要是外需强劲带动产需两端同步扩张。三架马车来看，出口表现较强韧性，但是消费和投资数据延续增速下滑的弱势表现。宏观经济基本面结构性分化较为明显，外需强韧性，内需有效需求不足。央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，10 月 LPR 利率维持不变。需要注意的是央行有意更换利率锚，由 7 日逆回购利率转向隔夜逆回购利率，贷款定价从单一 LPR 走向多元基准（LPR+DR+国债收益率），存贷款基准利率逐步退出，这意味着不同信贷主体对应不同的市场化利率基准，未来粗放的全面降息将让位于精准的价格型利率调控框架。

2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张

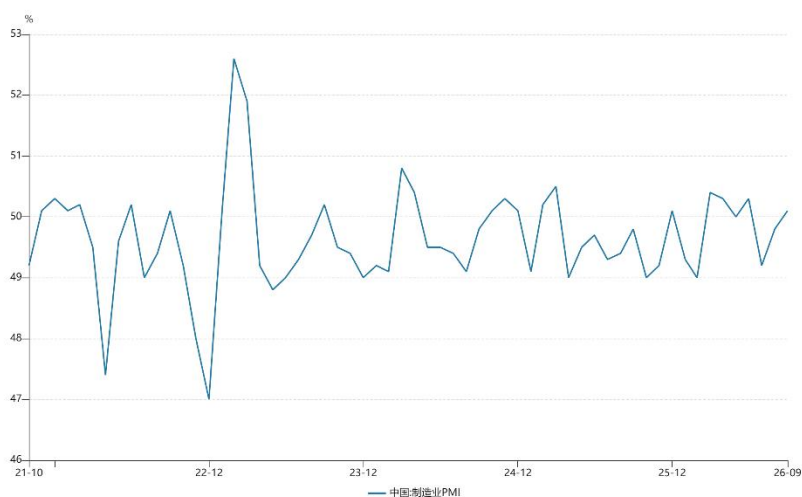
国家统计局数据显示，9 月制造业 PMI 录得 50.1%，较上月上升 0.3 个百分点，重新站上荣枯线。

分项看，生产端表现尤为突出，生产指数升至 51.7%，环比大幅上升 1.3 个百分点，表明制造业生产活动扩张明显加快。需求端同样维持扩张，新订单指数为 50.5%，虽较上月小幅回落 0.1 个百分点，但仍处于临界点以上，显示制造业市场需求持续改善。

从企业规模分化来看，大型企业 PMI 为 50.6%，与上月持平，继续引领扩张；中型企业和小型企业 PMI 分别为 49.7%和 48.9%，虽仍低于临界点，但均较上月有所回升，中小企业经营压力边际改善。

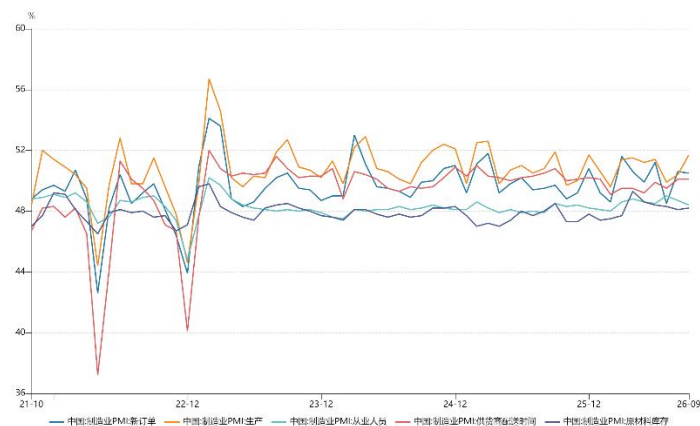
总的来说，9 月制造业景气度有所好转，后续重点关注内需托底政策的实施情况以及外需的持续性情况。

图 8 制造业 PMI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 9 制造业 PMI 的主要分项指标



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：CPI 与 PPI 温和回升

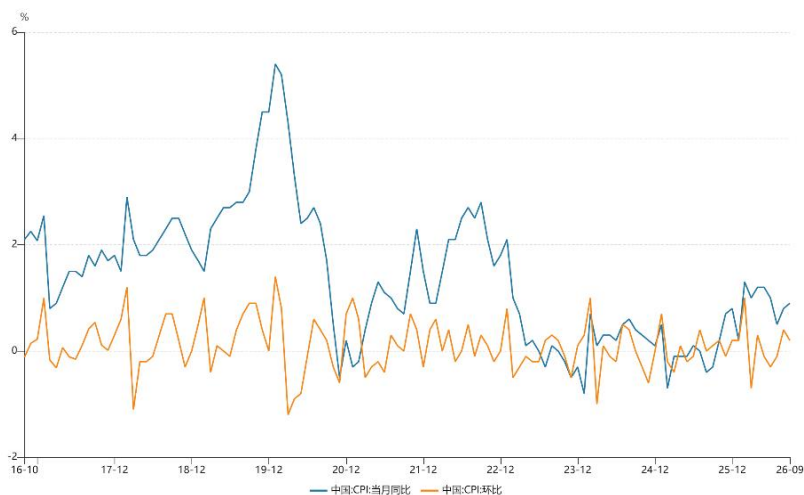
国家统计局数据显示，9 月 CPI 同比上涨 0.9%，环比上涨 0.2%，延续温和上涨的态势；PPI 同比上涨 5.0%，环比上涨 1.2%，上涨速度有所加快。

CPI 方面，食品分项同比下降 0.9%，构成同比主要拖累项；交通通信分项同比上涨 5.9%，构成同比主要支撑项。由于我国物资供应稳定，国际油价上涨带来的输入性通胀有限，叠加居民部门需求增长缓慢，CPI 增速受到一定限制。

PPI 方面，9 月中东地缘局势趋于紧张扰动原油供应链，美伊僵局未解，胡塞武装与沙特的冲突升级，国际油价上涨带动 PPI 同比、环比增速同步上行。

展望未来，预计未来几个月内 CPI 延续温和上涨态势，PPI 同比增速保持高位，重点关注国内居民部门消费需求复苏情况以及中东地缘局势演变。

图 10 CPI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 11 PPI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.3 社融信贷：政府发力托底社融，居民信贷数据仍偏弱

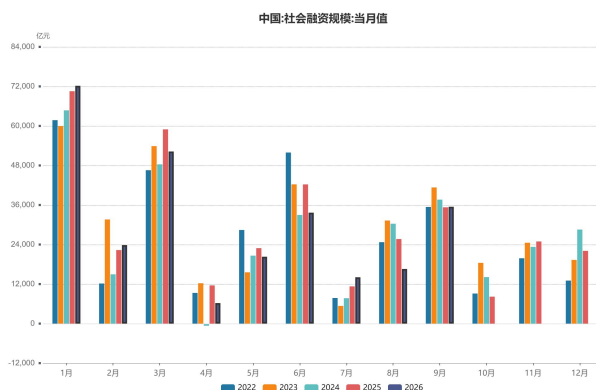
9 月份社融增量超预期小幅多增，但完全靠政府债托举；实体自发信贷需求偏弱、内生信用修复不足，存量增速继续下行，特别是居民部门新增信贷需求继续走弱。

社融方面，新增社融 3.55 万亿元，同比多增 192 亿元。政府债净融资 1.53 万亿元，同比多增 3438 亿元，是 9 月社融唯一、决定性的正向拉动项，创年内单月高位。信用扩张主体是政府部门，专项债提速、新增国债发行、化债配套债券集中落地、季末财政赶进度。社融口径人民币贷款增加 1.27 万亿（同比少增 3342 亿元）和金融口径新增贷款 1.08 万亿（同比少增 2100 亿）反映出的核心结论一致，私人部门信贷是社融的拖累项。其中，居民端：按揭贷款低迷、消费贷负增，居民持续去杠杆，资产负债表修复仍在进行；企业端：企业中长期靠政策性配套、技改、基建配套勉强稳住，但企业短期经营性贷款偏弱，M1 回落证明企业拿到钱后以存定期、还债为主，没有快速投入生产周转。

信贷方面，9 月新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比少增 2100 亿元，同比偏弱、结构严重分化。居民端是最大拖累项，持续被动去杠杆，居民合计几乎没有新增信贷，短贷负增长、中长贷极低。居民中长贷增量仅 874 亿：说明新房按揭派生非常弱，地产销售仍处在底部；当月新增按揭，很大一部分还会被存量还贷抵消，居民部门整体还在降杠杆周期；居民短贷增量为-900 亿：消费贷负增长，对应居民消费意愿偏弱、收入预期保守、资产（房子）预期压制加杠杆意愿。企业中长期是唯一亮点，但“托底属性>自发扩产”。企业中长期 8900 亿，同比仅少增 200 亿，相比 8 月大幅好转：说明基建配套贷款、制造业技改、政策性工具、专项债配套项目贷款、新质生产力相关投放，是政策引导的信贷；但企业短期贷款同比明显少增，代表企业主动经营性周转需求偏弱，订单、产销预期没有明显回暖，这个与 M1 大幅回落，资金活化不足可以相互印证。

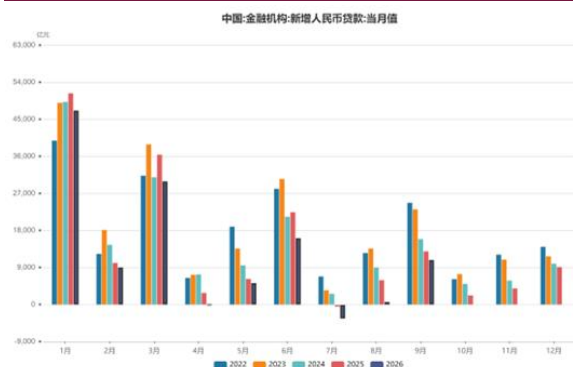
总体而言，内需内生信用需求偏弱，货币政策需要维持宽松环境。总量同比少增、居民持续去杠杆，意味着单纯靠降息、降成本，很难快速撬动居民信贷；政策重心一方面继续稳住企业中长期信贷，另一方面等待地产政策落地后的居民端修复。另外，信贷结构正在长期切换：从地产-居民信贷主导→政府+制造业+新动能信贷主导，过去信贷周期看居民按揭；现在信贷增长越来越依靠基建、制造业、政策性金融，地产对信贷的拉动中枢永久性下移。

图 12 社融增量



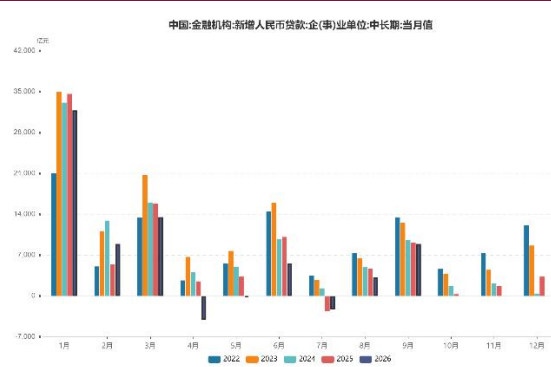
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 13 新增人民币贷款



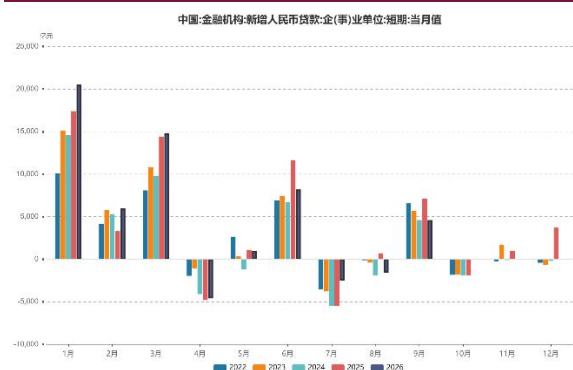
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 14 企业部门新增中长期贷款



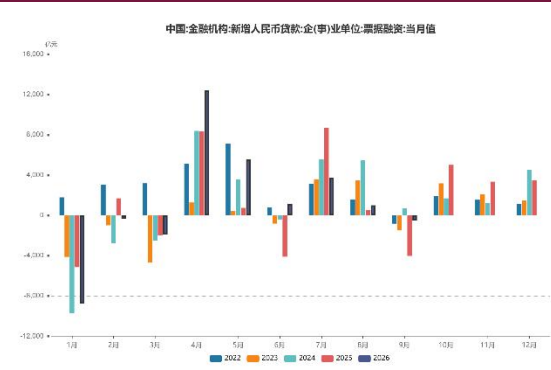
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增短期贷款



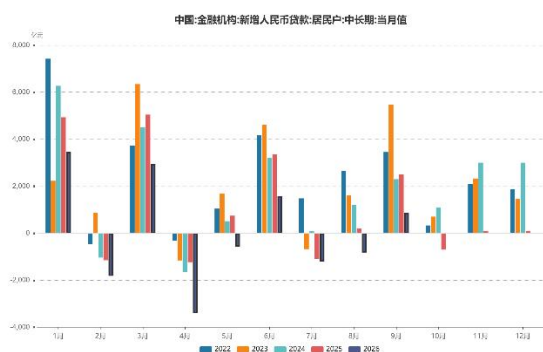
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增票据融资



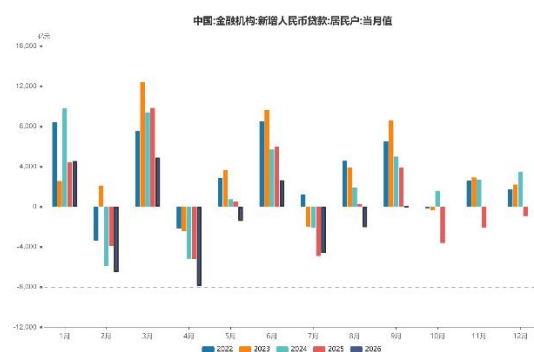
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 17 居民部门新增中长期贷款



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增短期贷款



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

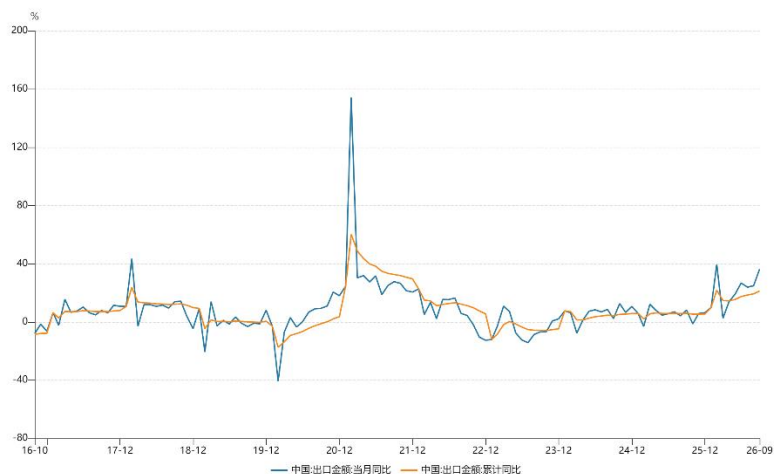
2.4 三架马车：外需强韧性，内需偏弱

9 月份，以美元计价出口 4471.8 亿美元，同比+36.3%（8 月+25.0%），单月出口规模创历史新高。出口大幅超预期走强，是 AI 算力产业链为主引擎、叠加圣诞备货、低基数共同驱动；亮点集中在高技术机电品，传统劳动密集型边际回暖。需要注意的是去年 10 月之后半导体基数抬升，圣诞备货脉冲在 10-11 月之后消退，36%这种高增速很难持续，四季度出口大概率逐月放缓。总的来说，未来出口高增速不可持续，目前出口主线依赖全球科技资本开支，外部地缘、美联储政策是最大的外部风险，不过预计外需强仍将延续。

9 月份，社零总额 42433 亿元，同比+1.1%（8 月 0.4%），环比改善；除汽车社零同比+3.9%，显著高于整体，汽车是最大拖累项。分类来看，餐饮、服务消费相对有韧性，居民在服务、出行、体验型消费意愿高于大件商品，是当前消费里面最稳的一环；必选消费稳定，粮油食品、烟酒、日用品保持正增，属于刚性托底；汽车类大幅负增，同比-21.2%，单月直接拖累社零约 2.3 个百分点，是本月最大负贡献。消费数据的结构性分化对应居民“减少大宗资产支出、优先小额服务消费”的资产负债表修复行为。总的来说，消费小幅修复但内生偏弱、结构分化。

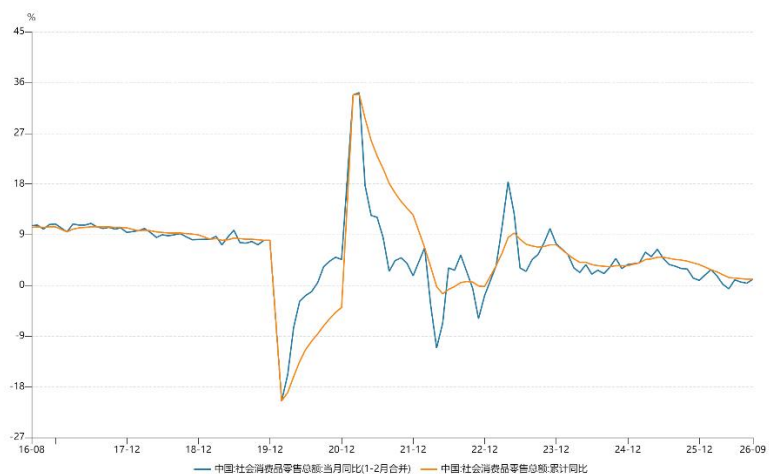
1-9 月固定资产投资累计同比-7.2%（和 1-8 月持平）；9 月单月降幅较 8 月明显收窄，环比+0.07%，边际止跌信号，但总量仍在负区间。其中，地产开发投资 1-9 月-20.6%，是主要拖累；制造业投资累计-2.1%；基建投资累计-4.2%。表现亮眼的是高技术产业投资+4.9%；信息传输业投资+30.8%、航空、水运高增；设备工器具购置投资+9.7%；知识产权产品+9.3%。民间投资累计-10.4%；剔除地产后的民间投资-6.7%，民间自主扩张意愿依然偏弱。总的来说，投资降幅边际收窄，但地产是持续深坑，只有高技术、新基建、设备投资在结构性托底。

图 19 出口数据



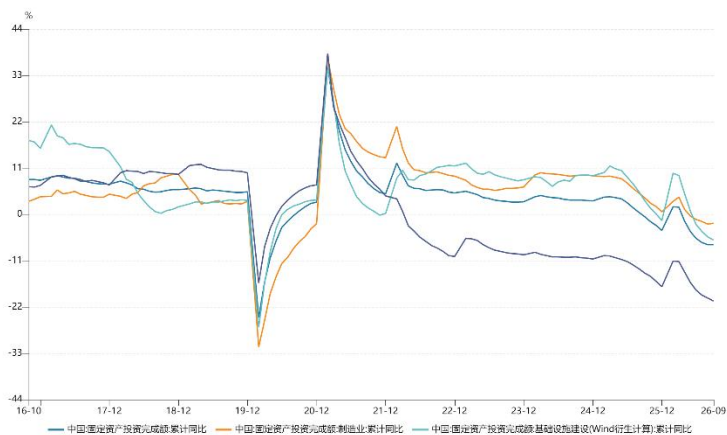
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 20 社会消费品零售



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 21 固定资产投资



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.5 货币政策：央行更换利率锚，LPR 利率不变

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布显示，2026 年 10 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下一发布 LPR 之前有效。

LPR 维持不变符合市场预期：第一，当前内生信贷、消费与民间投资需求偏弱，货币政策需要保持宽松取向，稳定短端利率、降低融资成本。不过宽松的作用存在边界，需求的核心制约是市场预期，而非利率水平偏高，这也是央行推动利率锚切换至 DR001 的重要背景，依托更平稳、低波动的短端利率，畅通利率向实体的传导路径。第二，外需展现较强韧性，对总需求形成有力托底，宏观层面暂无全面降息的迫切必要，政策可以保持观望、以结构性工具为主。第三，海外多家央行重回加息周期，利差走势的一致预期会给人民币汇率带来压力，稳住 LPR 有助于稳定人民币汇率预期，防范跨境资本波动风险。

央行将政策主锚由 7 天逆回购（DR007）转向隔夜逆回购（DR001），是我国货币政策向价格型调控转型、利率市场化收官阶段的制度改革。其背景除了上面提到的内需内生信用偏弱，需要更顺滑的利率传导之外，还因为当前银行间回购交易中，隔夜品种占比超 90%，是金融机构轧平日常头寸的主力；DR007 容易受跨周、月末、缴税等期限因素扰动，夹杂期限溢价，政策信号容易失真，而 DR001 更纯粹地反映银行体系即时流动性松紧。

完成换锚之后，具有以下意义：

第一，调控更精准、信号更清晰，平滑短端波动。盯住 DR001 后，央行可以高频、灵活地“削峰填谷”，应对税期、季末、债券发行带来的流动性冲击，降低短端利率大起大落，减少同业存单、理财、债基净值波动，稳定金融机构负债预期。政策信号剥离了期限扰动，市场更容易读懂央行的松紧立场。

第二，理顺收益率曲线的形成逻辑。DR001 将成为利率互换、债券定价、风险管理的核心基准，央行只管住最短端隔夜利率，7 天、NCD、国债长端收益率交给市场根据增长、通胀、供需自主定价，形成“短端由政策锚定、整条曲线市场定价”的成熟模式，价格型调控框架真正成型。

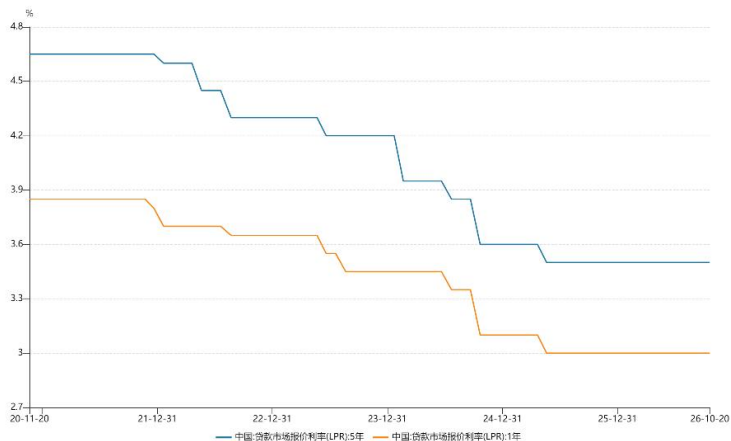
第三，信贷定价效率提升，融资链条缩短。LPR 仍作为居民按揭等中长期贷款的主力基准；大企业周转贷、贸易融资可直接挂钩 DR。资金面的变化能更快传导至企业融资端，缩小信贷利率和债券利率之间的定价鸿沟，倒逼银行完善内部 FTP 与利率风险管理能力。

图 22 中美利差与人民币兑美元汇率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 23 LPR 利率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

3 总结

9 月份制造业 PMI 重回扩张区间，主要是外需强劲带动产需两端同步扩张。

三架马车表现各异，出口维持较强韧性，但消费和投资延续弱势。宏观经济基本面结构性分化较为明显，外需强韧性，内需有效需求不足。

央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，10 月 LPR 利率维持不变。需要注意的是，央行有意更换利率锚，由 7 日逆回购利率转向隔夜逆回购利率，贷款定价从单一 LPR 走向多元基准（LPR+DR+国债收益率），存贷款基准利率逐步退出，这意味着不同信贷主体对应不同的市场化利率基准，未来粗放的全面降息将让位于精准的价格型利率调控框架。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

公司地址：浙江省杭州市求是路 8 号公元大厦南裙 1-5 楼

咨询热线：400 618 1199

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信 · 期货咨询尽在掌握

姓名：闫振兴

从业资格证号：F03104274

投资咨询证号：Z0018163

请扫码获取宝城期货投资咨询部成员信息。



作者声明

作者具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，作者承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者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。

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分內容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。