

分化延续—2026 年四季度宏观经济展望

2026 年 10 月 21 日
宏观研究

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉
wujh@cspengyuan.com

李席丰
lixf@cspengyuan.com

赵云蛟
zhaoyj@cspengyuan.com

李雪伟
lixw@cspengyuan.com



核心观点：三季度逆周期政策加码，经济顶压前行，供需结构虽有分化，新动能持续壮大。展望四季度，外部形势复杂严峻，地缘博弈持续演变，主要经济体货币政策同步收紧，全球流动性边际收敛。国内经济加快转型升级，结构 K 型分化加剧，内需仍然不足。2026 年实现全年区间增长目标的难度不大，宏观政策仍需要“发力提效”，加快落实一揽子存量政策和增量政策，增强经济发展动能，保障经济平稳运行。财政政策要持续提高专项债、新型政策性金融工具、地方债结存限额等资金的使用进度，聚焦“六张网”建设，助力稳投资，统筹全年收官与跨年项目储备。货币政策适度宽松，降息降准可期，结构性工具精准发力，择机推动政策利率换锚，强化预期引导，稳定人民币汇率。房地产延续“控增量、去库存、优供给”主线，加快房地产业新模式落地。

一、2026 年前三季度宏观经济回顾：总体平稳，结构向优，内外需分化

前三季度宏观经济整体平稳，实际 GDP 同比增长 4.6%，位于 4.5%-5.0% 的目标区间。供给端偏强，需求端结构分化，消费偏弱，制造业投资和基建投资在政策发力下降幅收窄，地产投资低位徘徊，出口端保持高景气。输入性通胀影响生产端价格水平持续改善，居民端温和修复。货币政策延续适度宽松，结构性工具精准发力。财政政策保持积极，用好存量同时，适时推出增量政策，注重投资于民，激发私人部门内生动力。深化拓展“人工智能+”，推动科技自立自强、产业链自主可控。

二、2026 年四季度宏观经济展望：边际修复，新旧动能转换延续，实现“十五五”良好开局

（一）外部环境：美日欧货币政策从分化走向同步收紧，中期选举将重塑美国两党格局。美国经济 K 型分化格局延续，美联储 9 月重启加息，将维持货币限制性政策。欧元区经济弱复苏，短期抗通胀优先于稳增长。日本经济面临高利率压制和债务约束，央行将继续渐进加息。地缘政治博弈持续，中东冲突进入拉扯阶段，美国中期选举将重塑两党格局。

（二）内部环境：经济转型再平衡，供需强弱延续，企业盈利分化。当前宏观

经济新旧动能加速转换，K 型分化延续。总需求边际增量高度依赖公共部门外生拉动，私人部门持续处于防御性修复期，微观主体资本开支意愿钝化。供需错配延续，高技术产业链的局部繁荣对内循环的溢出拉动作用有限，内需偏弱仍是核心制约。受地缘与能源价格带来的输入性通胀影响，PPI 中枢再次被动抬升，但在终端需求不足制约下价格向下游传导受阻，中下游实体企业盈利空间遭到实质性挤压。

（三）宏观经济边际修复，预计增长目标顺利实现，实现“十五五”良好开局。预计四季度经济整体延续回升，全年 GDP 实际增速在 4.7% 左右，落在目标区间中枢偏下位置。四季度 PPI 可能高位徘徊但总体呈下降趋势。生产端在科技制造景气引领下边际修复；出口有望维持高增速，内需环比弱修复，房地产市场维持低位震荡格局，基建投资和制造业投资有望降幅收窄回稳。海外需关注美国中期选举扰动与中欧贸易摩擦；国内重点关注一揽子增量政策下降准降息等宽松工具的出台节奏，以及 10 月底五中全会，12 月政治局会议与中央经济工作会议对明年经济工作与增长目标的定调。

（四）宏观政策：加快资金使用，择机推动政策利率换锚，纵深推进“人工智能+”。宏观政策延续稳增长、培育新质生产力、促消费等方面的政策导向，四季度大幅加码的必要性不强，但仍需要“发力提效”。财政政策加快资金使用进度，聚焦“六张网”建设，积极稳投资，统筹全年收官与跨年项目储备。货币政策延续适度宽松，择机推动政策利率换锚。纵深推进“人工智能+”行动，加快现代化产业体系建设。

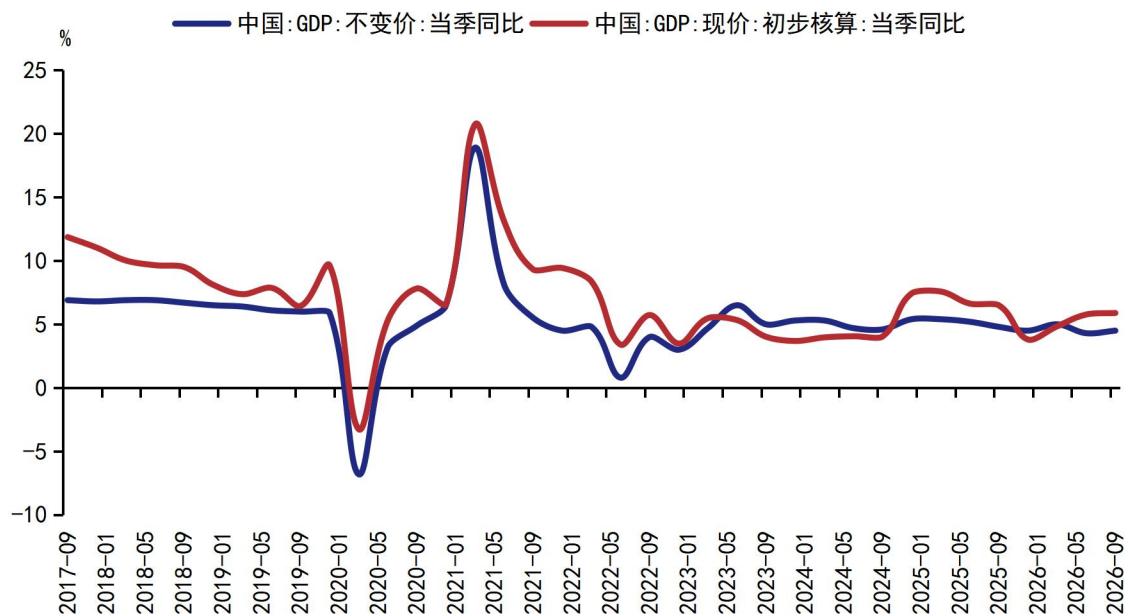
核心观点：三季度逆周期政策加码，经济顶压前行，供需结构虽有分化，新动能持续壮大。展望四季度，外部形势复杂严峻，地缘博弈持续演变，主要经济体货币政策同步收紧，全球流动性边际收敛。国内经济加快转型升级，结构 K 型分化加剧，内需仍然不足。2026 年实现全年区间增长目标的难度不大，宏观政策仍需要“发力提效”，加快落实一揽子存量政策和增量政策，增强经济发展动能，保障经济平稳运行。财政政策要持续提高专项债、新型政策性金融工具、地方债结存限额等资金的使用进度，聚焦“六张网”建设，助力稳投资，统筹全年收官与跨年项目储备。货币政策适度宽松，降息降准可期，结构性工具精准发力，择机推动政策利率换锚，强化预期引导，稳定人民币汇率。房地产延续“控增量、去库存、优供给”主线，加快房地产业新模式落地。

一、2026 年前三季度宏观经济回顾：总体平稳，结构向优，内外需分化

（一）前三季度实际 GDP 同比增长 4.6%，位于 4.5%-5.0%的目标区间

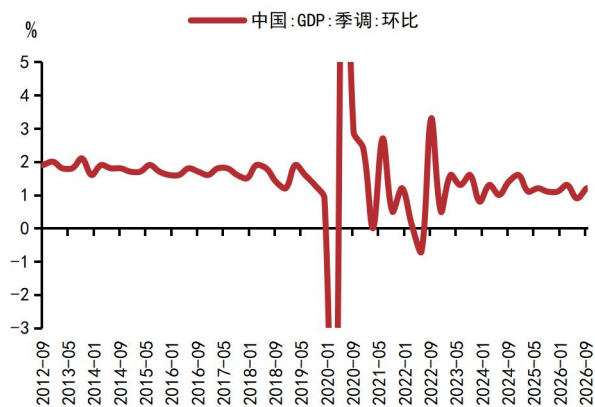
前三季度经济增速整体保持平稳。初步核算，前三季度我国 GDP 总量为 1,071,071 亿元，按不变价格计算的 GDP 同比增长 4.6%。分季度看，一季度实际 GDP 同比增长 5.0%，二季度同比增长 4.3%，三季度同比增长 4.5%。从环比看，经季节因素调整后，三季度 GDP 环比增长 1.2%，较二季度回升 0.3 个百分点。分产业看，前三季度第一产业增加值 58,994 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 383,822 亿元，同比增长 3.8%；第三产业增加值 628,255 亿元，同比增长 5.2%，三大产业对经济增长的贡献率分别为 4.6%、29.1%和 66.3%，第三产业贡献率较上年同期提高 5.6 个百分点，三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 5.5%、35.8%和 58.7%。三大需求方面，前三季度消费支出对经济增长贡献率为 46%，拉动 GDP 增长 2.1 个百分点，较去年同期有所回落；资本形成总额对经济增长贡献率为 28%，拉动 GDP 增长 1.3 个百分点；货物和服务净出口对经济增长贡献率为 26%，拉动 GDP 增长 1.2 个百分点。前三季度，全国居民人均可支配收入 34,230 元，比上年同期名义增长 5.3%，实际增长 4.4%。

图表 1 我国实际 GDP 和名义 GDP 同比增速



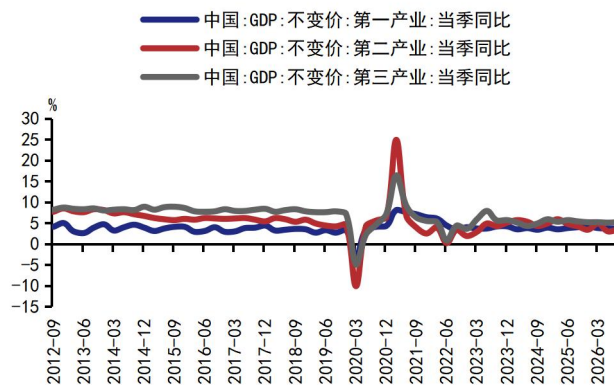
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 2 GDP 季调环比



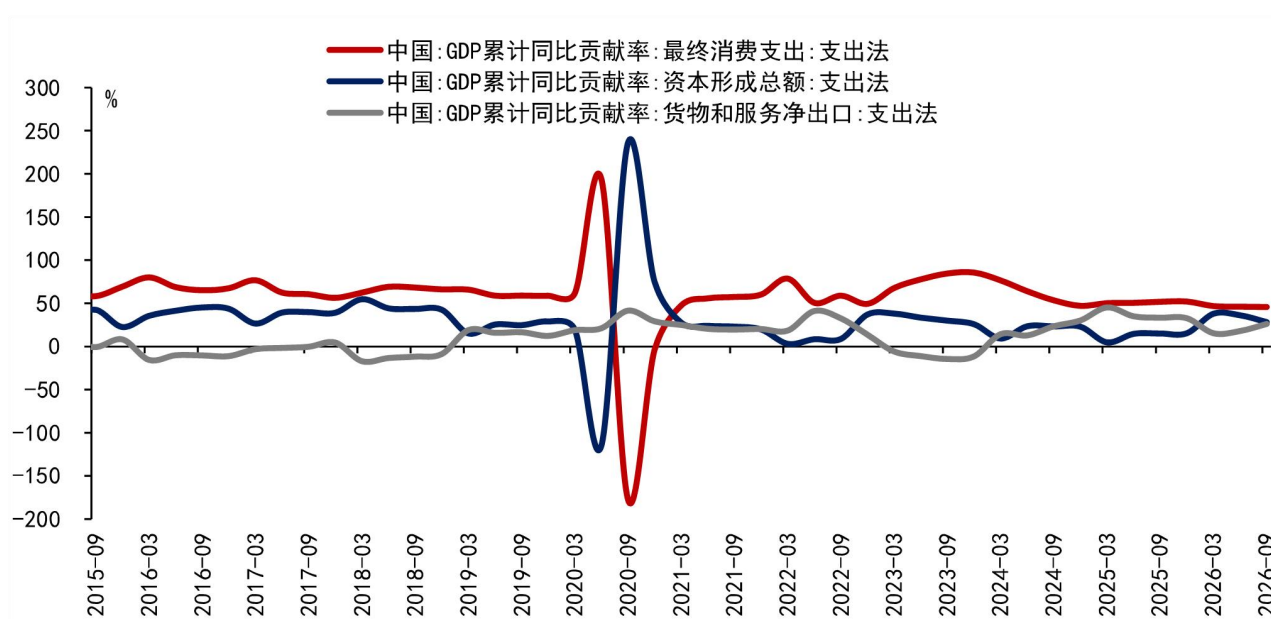
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 3 三大产业 GDP 同比变化



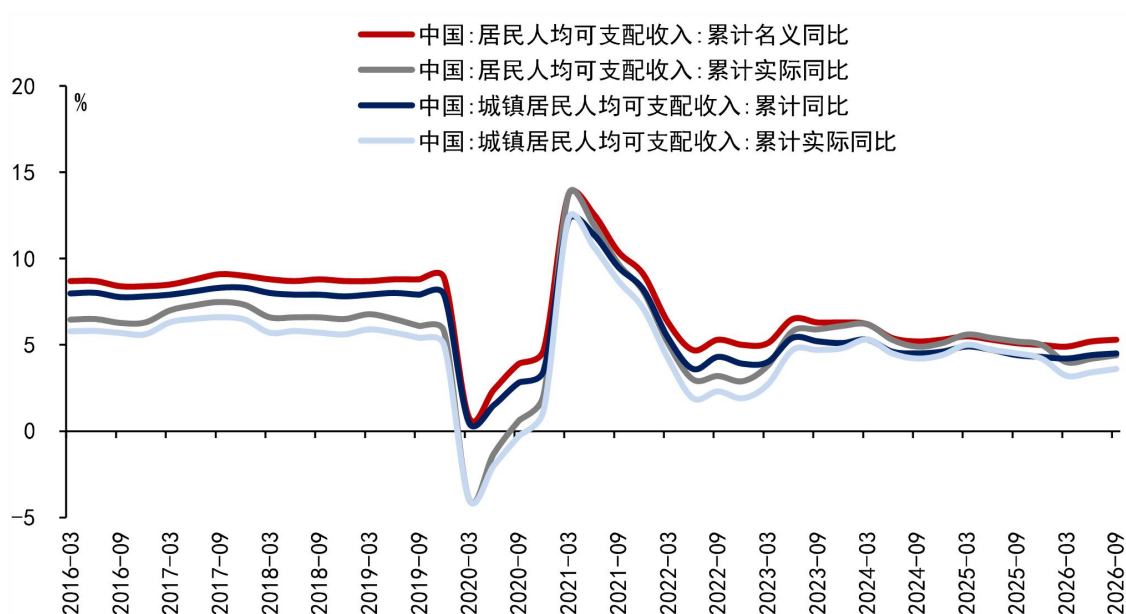
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 4 三大需求对 GDP 的贡献率



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 5 居民可支配收入增速

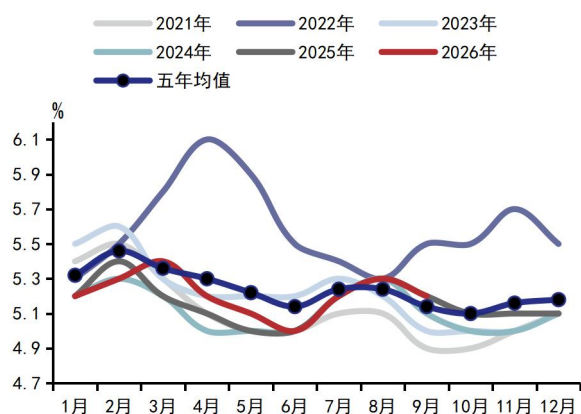


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

（二）结构性就业压力较大，PPI 与 CPI 剪刀差走阔

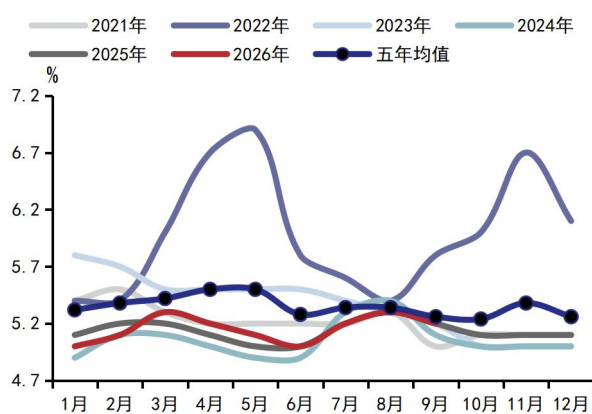
前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，和上年同期持平；9 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比上个月下降 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，和上年同期持平。分年龄段来看，9 月末（不含在校生）16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 18.0%、7.4%、3.9%，较去年同期整体抬升，青年人面临的就业压力仍较大，重点群体的就业支持政策仍需持续发力。2026 前三季度全国企业就业人员周平均工作时间为 48.3 小时，较 2025 年前三季度同比下降 0.3 小时。

图表 6 城镇调查失业率先升后降



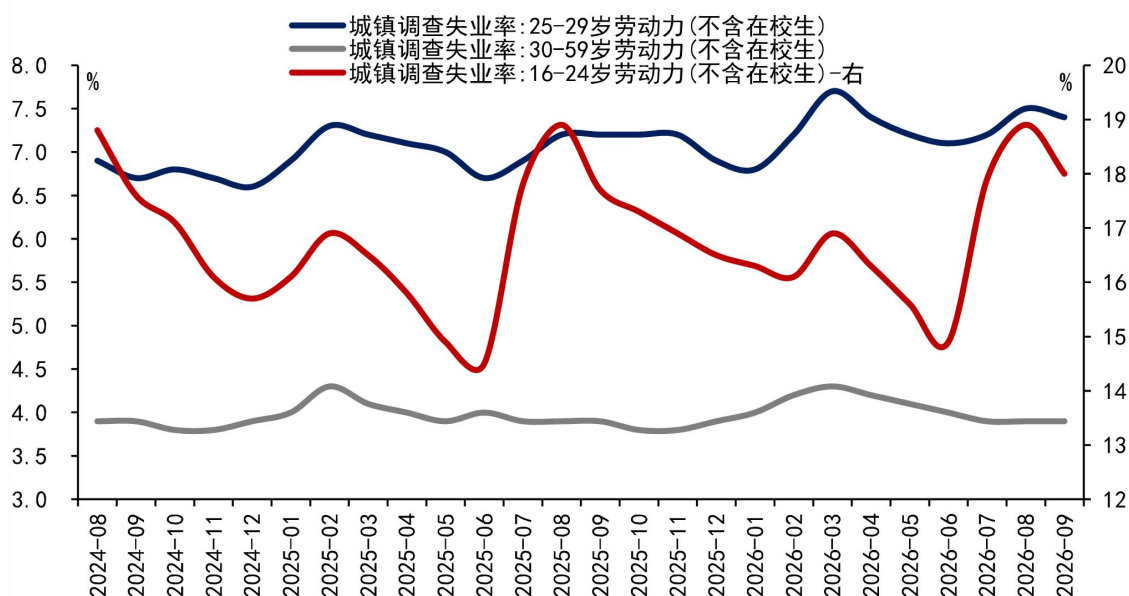
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 7 31 大中城市失业率低于季节性水平



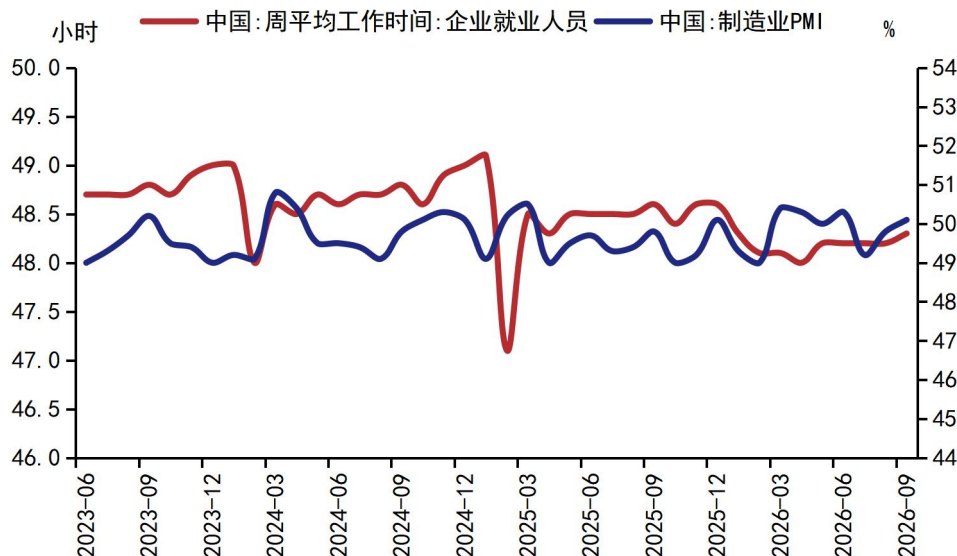
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 8 青年人失业率仍处于高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 9 就业人员工作时间小幅回升

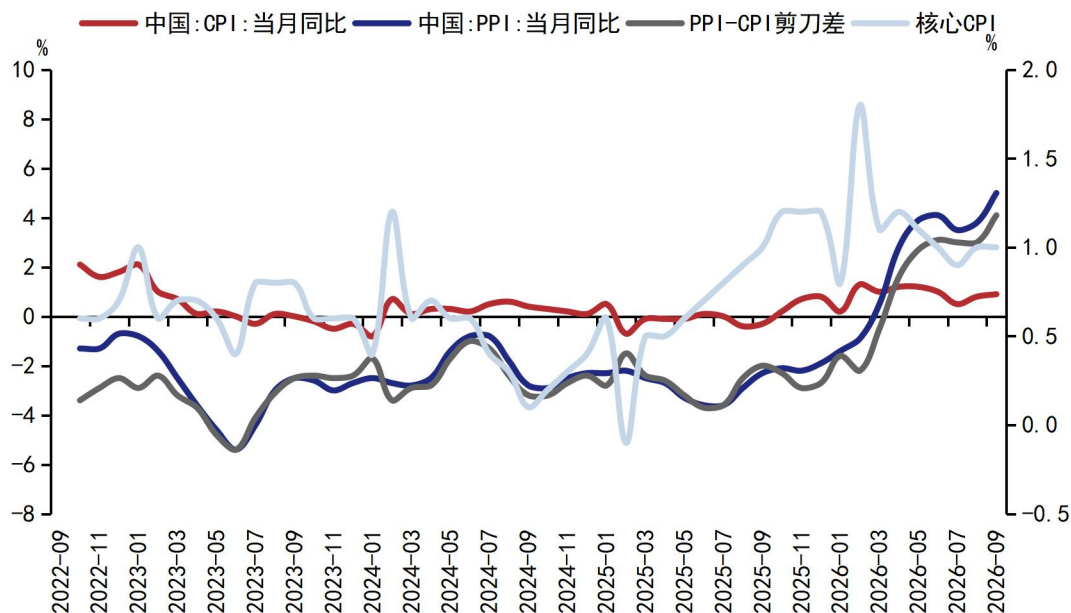


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

前三季度, 居民消费价格 CPI 同比上升 0.9%, 其中 9 月全国居民消费价格同比上涨 0.9%, 环比上涨 0.2%。前三季度, 扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 1.1%。分类别看, 食品烟酒及在外餐饮价格同比下降 0.4%, 衣着价格上涨 1.5%, 居住价格下降 0.2%, 生活用品及服务价格上涨 1.4%, 交通通信价格上涨 2.0%, 教育文化娱乐价格上涨 1.2%, 医疗保健价格上涨 2.3%, 其他用品及服务价格上涨 9.8%。在食品烟酒及在外餐饮价格中, 猪肉价格下降 12.9%, 粮食价格下降 0.4%, 鲜果价格上涨 0.7%, 鲜菜价格上涨 1.4%; 9 月末猪肉平均批发价为 16.42 元/公斤, 较上半年低点 14.28 元/公斤有所抬升。从三季度来看, 地缘政治导致国际原油价格上涨冲击全球物价水平, 从年初的 60 美元/桶一度飙升至 3 月末的 118.35 美元/桶, 6 月均价为 84.43 美元/桶, 9 月均价为 102.02 美元/桶, 环比上涨 17.59 美元/桶。

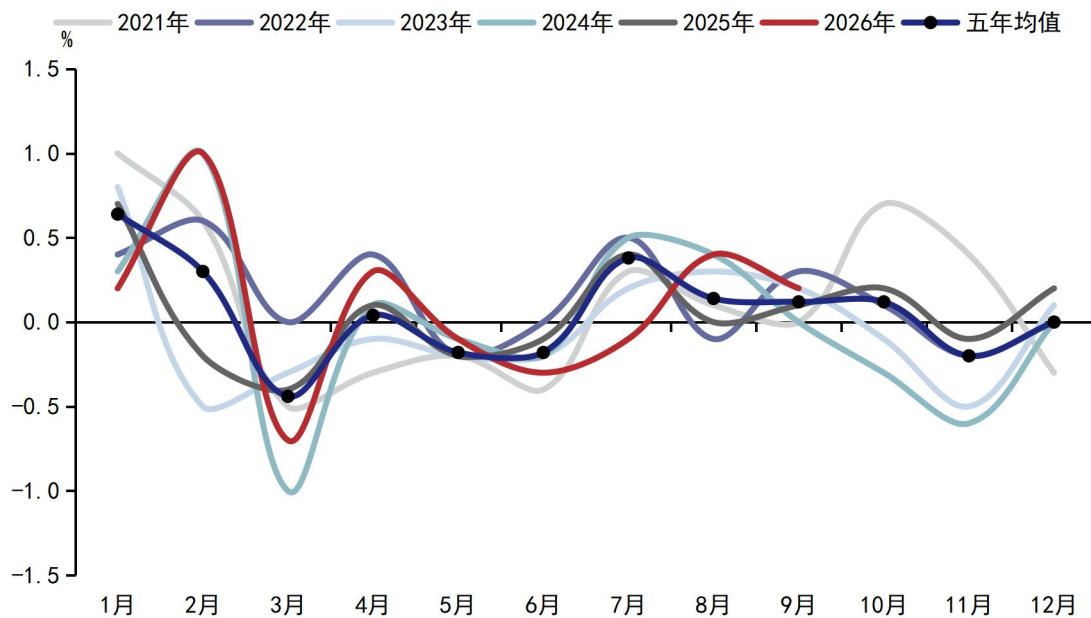
前三季度, PPI 比上年同期上涨 2.3%, 涨幅比上半年扩大 0.8 个百分点。分月看, 1、2 月份 PPI 同比分别下降 1.4% 和 0.9%; 3 月份, 中东地缘政治冲突推高国际原油价格, PPI 同比转为上涨 0.5%; 输入性因素传导叠加国内外需求增加, 4 月份 PPI 同比涨幅进一步扩大至 2.8%; 5-8 月份 PPI 同比涨幅在 3.5%-4.1% 之间; 9 月份, 受国际能源价格快速上涨等因素影响, PPI 同比上涨 5.0%。前三季度, 人工智能等领域加速发展, 算力网、新一代通信网等加快建设, 带动相关元器件及装备制造等行业需求增加、价格上涨。

图表 10 受输入性通胀影响，PPI-CPI 剪刀差走阔



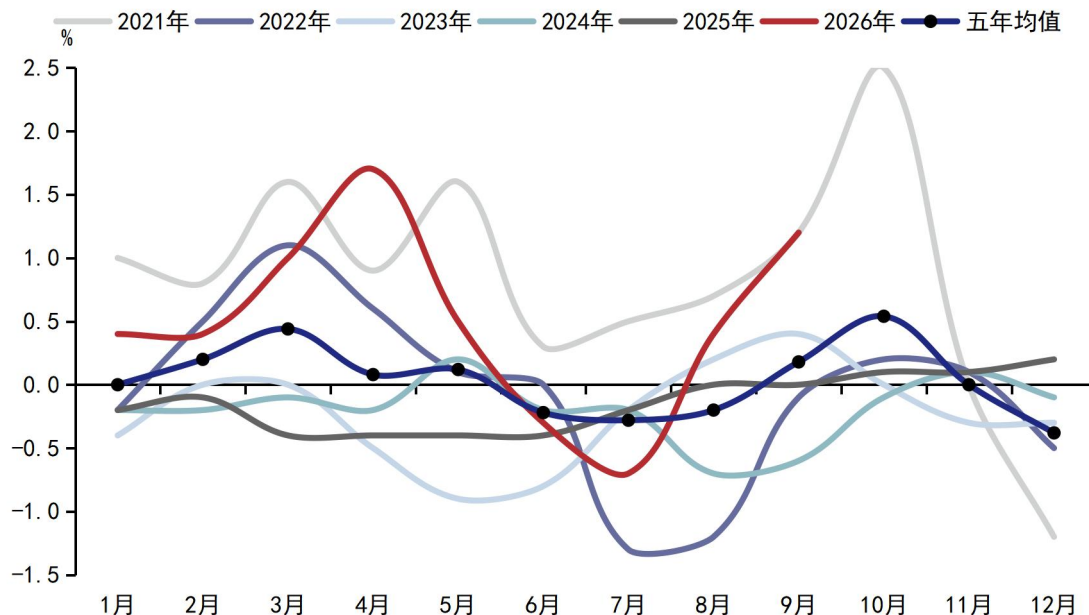
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 11 CPI 环比增速高于季节性水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 12 PPI 环比增速大幅抬升



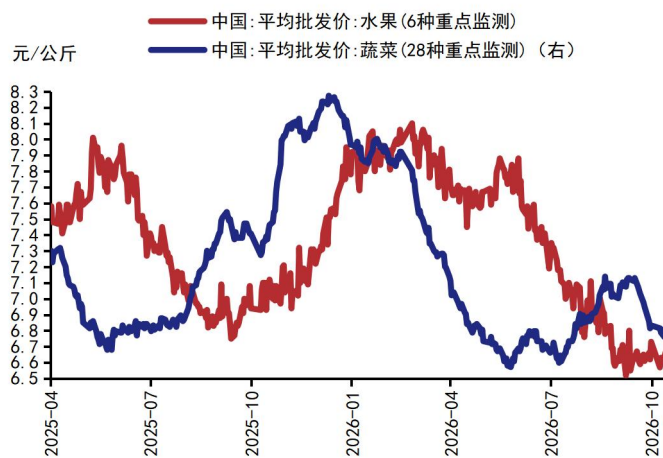
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 13 三季度猪肉价格有所抬升



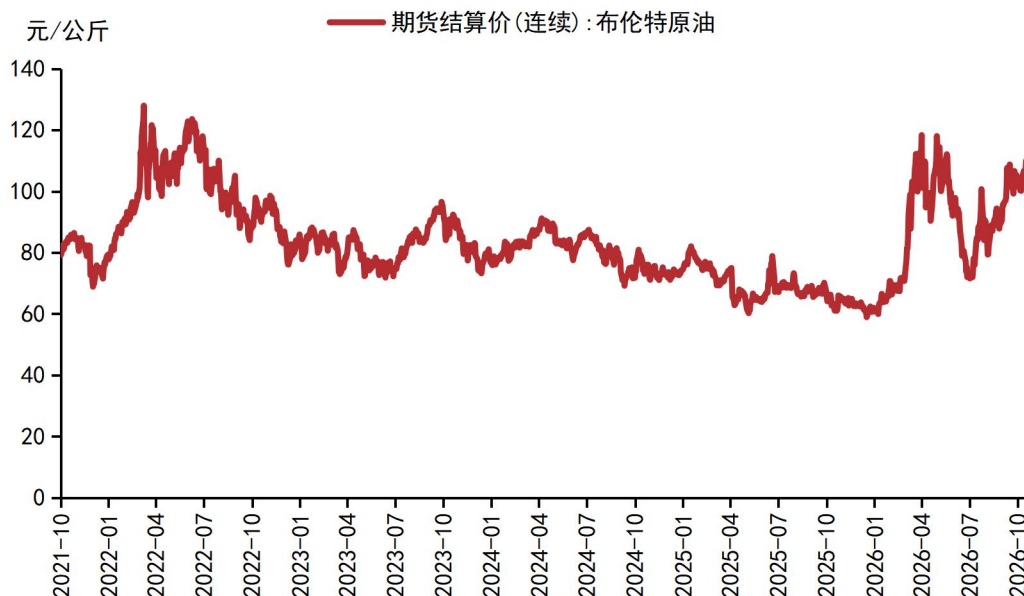
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 14 蔬菜水果价格环比下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 15 布伦特原油价格三季度再次突破 100 美元/桶



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(三) 信贷降速提质新常态，政府债发力托底社融增量

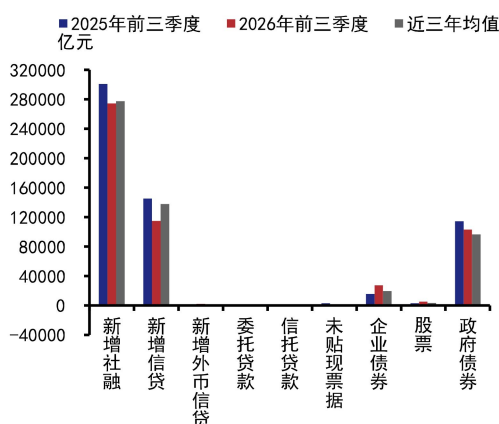
前三季度社会融资规模增量累计为 27.46 万亿元，比上年同期少增 2.63 万亿元，低于近三年同期均值，整体融资需求仍显不足。具体分项来看，政府债券净融资仍是支撑社融增长的重要因素，企业债券融资表现较为强劲，而人民币贷款增长相对偏弱。前三季度政府债券净融资 10.30 万亿元，同比少增 1.16 万亿元；企业债券净融资 2.75 万亿元，同比多增 1.18 万亿元；社融口径人民币贷款增加 11.50 万亿元，同比少增 3.04 万亿元。9 月末社会融资规模存量为 468.17 万亿元，同比增长 7.1%，较上月下降 0.1 个百分点；M2 同比增长 7.2%，较上月下降 0.3 个百分点；M1 同比增长 3.2%，较上月下降 0.9 个百分点，M2 与 M1 剪刀差较上月走阔 0.6 个百分点至 4.0 个百分点，社融与 M2 增速差收窄至 -0.1 个百分点，反映货币活化程度有所减弱，实体经济有效融资需求仍有待提振。

前三季度信贷增加 11.52 万亿元，比上年同期少增 3.23 万亿元，信贷投放整体偏弱。分部门看，居民端信贷需求持续低迷，前三季度居民贷款累计减少 1.03 万亿元，同比少增 2.13 万亿元，其中短期贷款减少 1.14 万亿元，同比少增 0.91 万亿元，反映居民短期消费及经营融资需求偏弱；中长期贷款增加 1,062 亿元，同比少增 1.22 万亿元，居民中长期融资需求仍显不足。企业端贷款增加 12.55 万亿元，同比少增 0.89 万亿元，其中短期贷款增加 4.64 万亿元，同比多增 0.11 万亿元；中长期贷款增加 6.53 万亿元，同比少增 1.76 万亿元，企业中长期融资需求偏弱；票据融资增加 1.24 万亿元，同比多增 0.76 万亿元，反映信贷结构仍有待改善。非银行业金融机构贷款减少 5,865 亿元。总体来看，前三季度信贷投放呈现居民端持续承压、企业

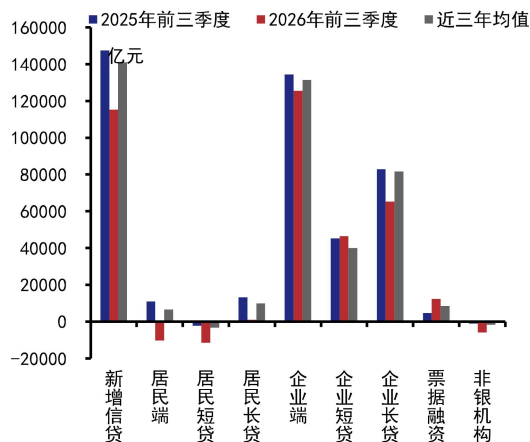
中长期贷款偏弱、票据融资增加的结构特征，实体经济内生融资需求仍有待进一步修复。

图表 16 前三季度新增社融少于去年同期

图表 17 前三季度信贷同比减少



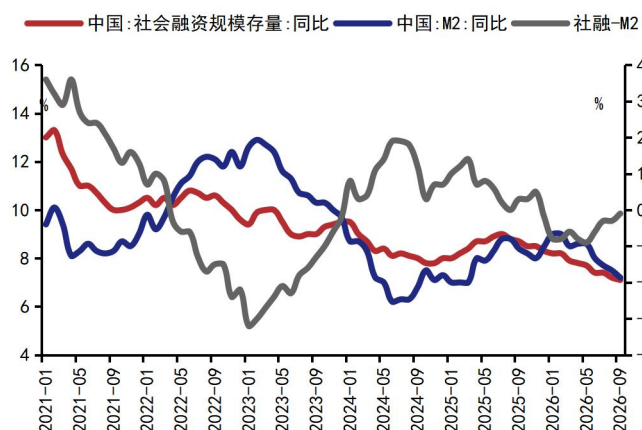
资料来源：Wind，中证鹏元整理



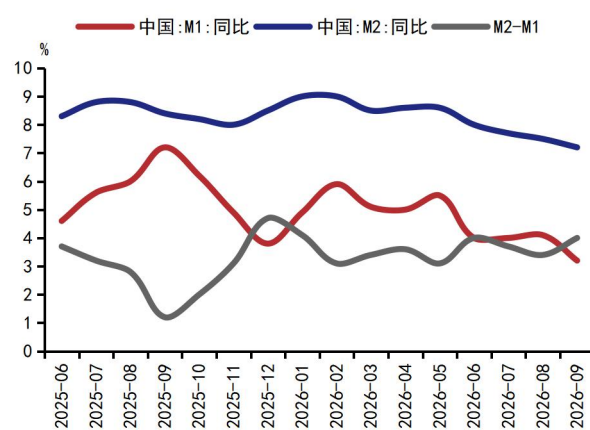
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 18 社融与 M2 剪刀差收窄

图表 19 M2 与 M1 剪刀差走阔



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

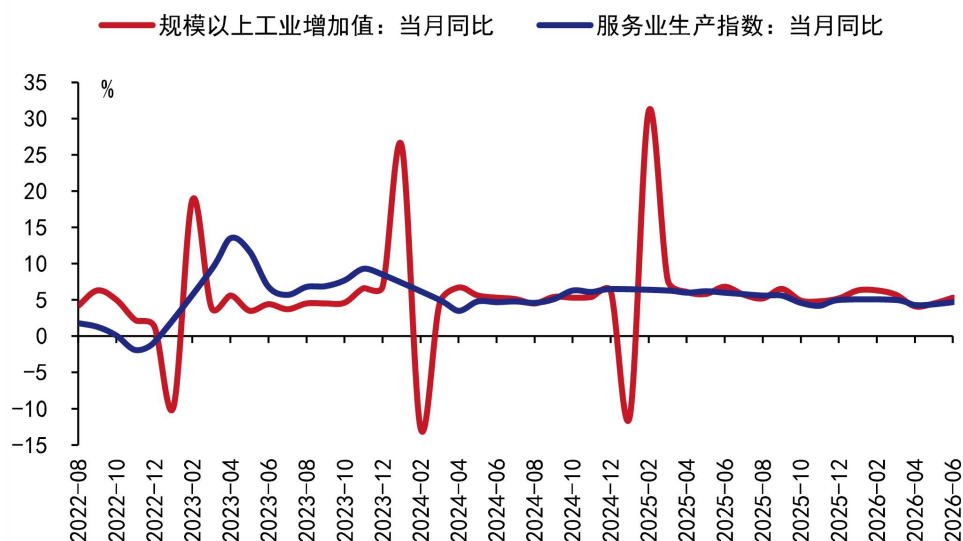
（四）供给端：工业生产季节性波动，现代服务业保持高景气扩张

供给端保持较快增长，前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，增速较上半年有所减缓，其中 7-9 月同比分别增长 4.5%、5.2%和 5.5%，工业生产增速逐月回升。装备制造业和高技术制造业增势强劲，增加值同比分别增长 10.2%和 14.3%，分别高于全部规模以上工业增加值增速 4.9 和 9.0 个百分点，新动能对工业增长的支撑作用持续增强。分三大门类看，制造业增加值同比增长 5.7%，高于全部规模以上工业增加值增速 0.4 个百分点；采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业分别增长 2.0%和 5.4%。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 3.8%，股份制企业增长 5.8%，外商及港澳台投资企业增长 3.2%，私营企业增长 4.3%。分产品看，3D 打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长 62.5%、39.5%和

29.1%。制造业 PMI 前三季度围绕荣枯线波动，7-9 月分别为 49.2%、49.8%和 50.1%，9 月较上月回升 0.3 个百分点，重返扩张区间；其中生产指数为 51.7%，较上月上升 1.3 个百分点，新订单指数为 50.5%，较上月下降 0.1 个百分点，生产端扩张有所加快，需求端修复仍有待巩固。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 52,720 亿元，同比增长 15.7%，工业企业盈利修复动能放缓。

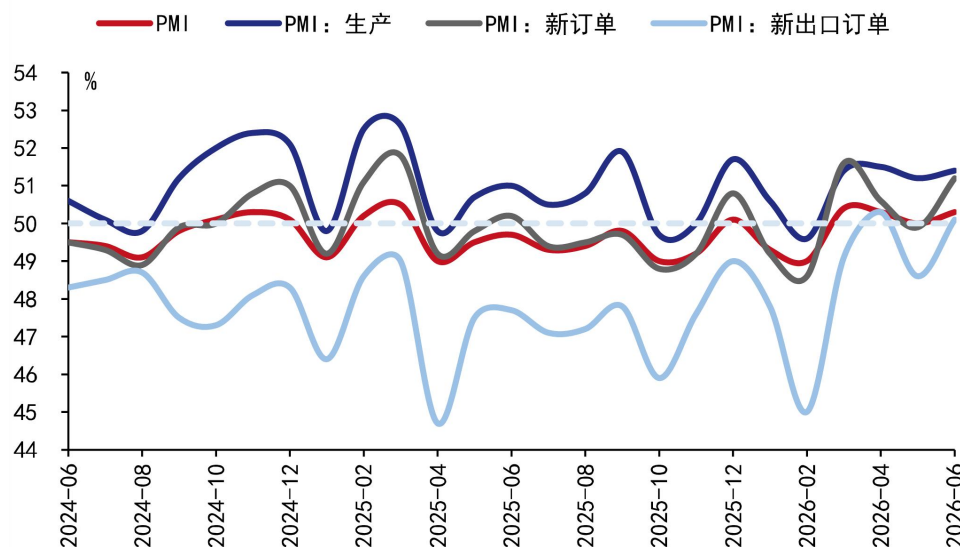
前三季度，服务业增加值同比增长 5.2%。其中，租赁和商务服务业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，住宿和餐饮业增加值分别增长 12.3%、10.4%、5.8%、5.5%。9 月份，全国服务业生产指数同比增长 4.8%，比上月加快 0.7 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业生产指数分别增长 9.8%、9.5%、5.4%、5.3%。9 月份，服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点；服务业业务活动预期指数为 55.5%，与上月持平。其中，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间。1-8 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 6.0%。

图表 20 工业增加值和服务业指数平稳增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 21 制造业 PMI 景气度抬升，产需均重返扩张区间



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（五）需求端：消费修复动能仍显不足，出口保持高景气，投资降幅收窄

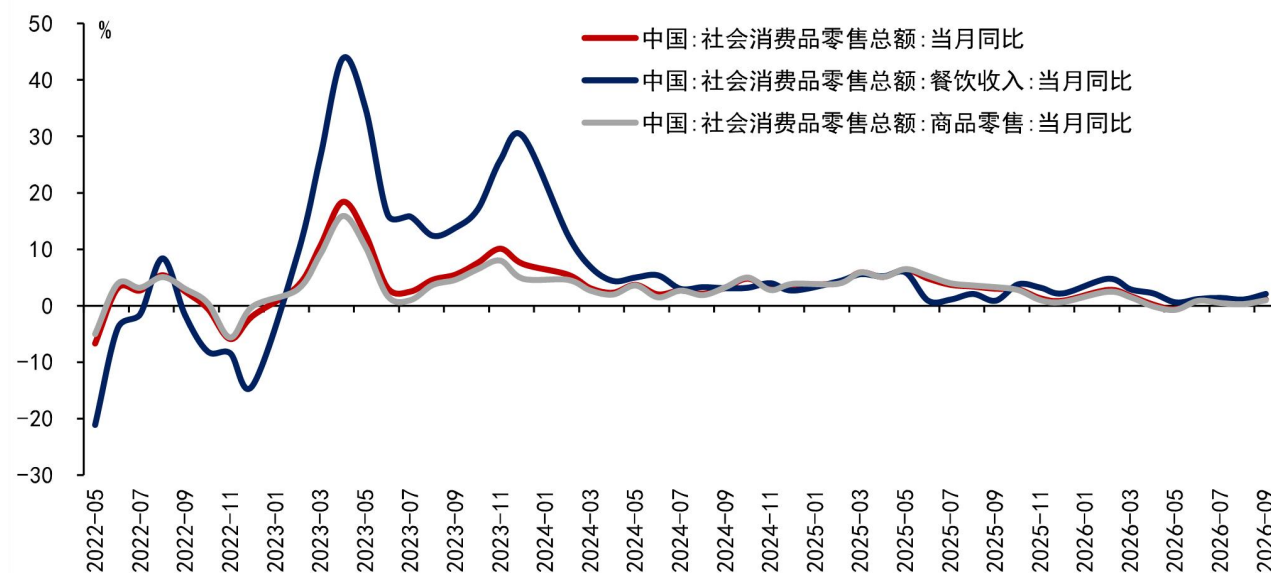
从消费来看，前三季度社会消费品零售总额 370,001 亿元，同比增长 1.1%，增速较上半年回落 0.2 个百分点，消费增长整体偏弱。9 月社会消费品零售总额为 42,433 亿元，同比增长 1.1%，较上月加快 0.7 个百分点，消费增速有所回升。具体来看，9 月商品零售同比增长 1.0%，较 8 月加快 0.7 个百分点；餐饮收入同比增长 2.1%，较 8 月加快 1.0 个百分点，商品和餐饮消费均有所改善。消费市场整体低位运行，从结构上看，汽车消费相对偏弱，三季度扣除汽车类商品后的消费品零售额同比增长 3.0%，较二季度加快 1.0 个百分点；基本生活类商品保持一定韧性，前三季度限额以上单位粮油食品类、服装鞋帽针纺织品类和日用品类商品零售额同比分别增长 6.8%、4.6%和 3.8%。消费品以旧换新政策持续推进，智能绿色消费表现较好，通讯器材类和文化办公用品类商品零售额同比分别增长 18.1%和 6.2%。网络消费和乡村消费保持较快增长，前三季度网上商品零售额 95,060 亿元，同比增长 3.8%，其中吃类、穿类、用类商品零售额分别增长 15.8%、3.4%和 0.8%；按经营单位所在地看，前三季度城镇消费品零售额 319,820 亿元，同比增长 0.9%，乡村消费品零售额 50,181 亿元，同比增长 2.3%，乡村消费增速快于城镇 1.4 个百分点。服务消费仍保持较快增长，前三季度服务零售额同比增长 5.0%，高于同期商品零售额增速 4.0 个百分点。

从外贸来看，前三季度我国进出口总值 5.80 万亿美元，同比增长 23.8%。其中，出口端保持较高景气度，出口 3.37 万亿美元，同比增长 21.3%，较上半年增长 3.8 个百分点，其中 7-9 月出口同比分别增长 23.9%、24.9%和 36.3%，三季度出口增速逐月回升；进口 2.43 万亿美元，同比增长 27.5%，进口增速快于出口 6.2 个百分点，进出口保持较快增长。从贸易市场结构看，前三季度我国对共建“一带一路”国家进出口金额同比增长 17.1%，对欧盟、韩国进出口金额分别同比增长 12.9%和 59.2%，对美国进出口金额 4,625.42 亿美元，

同比增长 8.6%，多元化市场布局持续深化。从经营主体看，前三季度我国国有企业、外商投资企业和私营企业进出口金额分别同比增长 25.0%、26.3%和 24.0%，各类市场主体进出口均保持较快增长。从出口产品结构看，前三季度机电产品出口同比增长 23.7%，电动汽车、锂电池等绿色产品出口分别增长 72.3%和 36.4%，电子元件、电线电缆出口分别增长 70.0%和 25.3%，机电、绿色及新兴技术相关产品出口表现亮眼，出口结构持续优化。

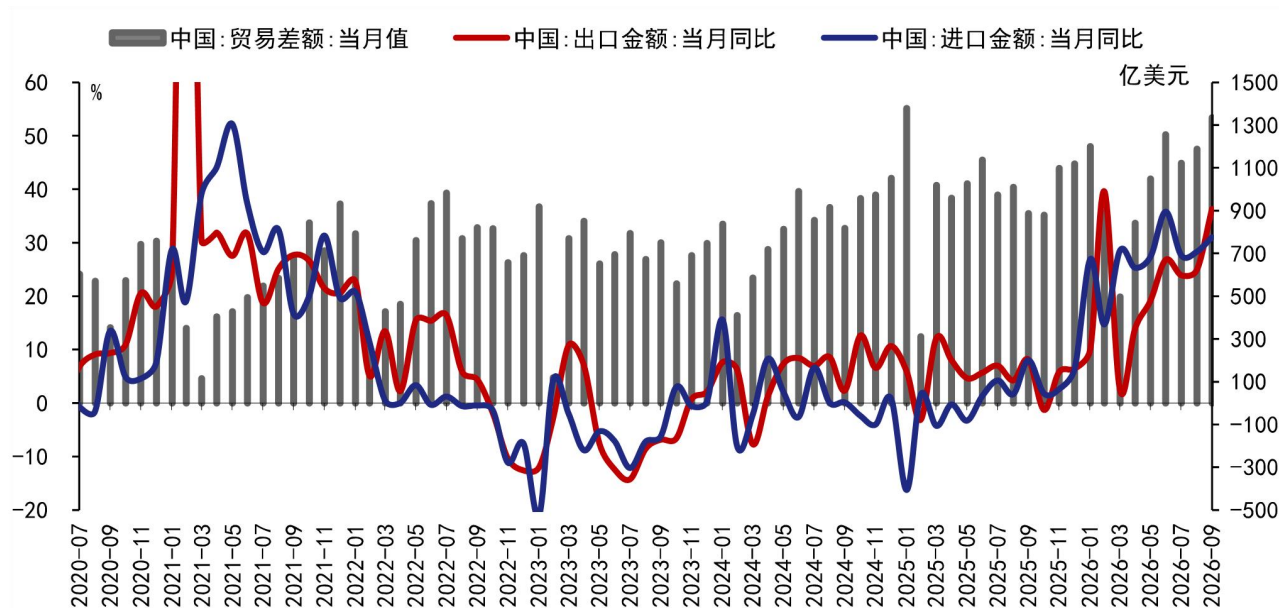
从投资来看，前三季度全国固定资产投资（不含农户）334,115 亿元，同比下降 7.2%，较上半年降幅扩大 1.5 个百分点，投资整体持续承压。分领域看，前三季度基础设施投资同比下降 6.1%，较 2025 年同期回落 7.6 个百分点；制造业投资同比下降 2.1%，较 2025 年同期回落 4.8 个百分点；房地产开发投资同比下降 20.6%，较 2025 年同期降幅扩大 5.9 个百分点，三大领域投资增速较上半年均有所回落。前三季度全国新建商品房销售面积 56,483 万平方米，同比下降 13.2%；新建商品房销售额 53,799 亿元，同比下降 13.9%，房地产市场仍处于调整阶段。同时，投资结构仍存在一定亮点，知识产权产品投资同比增长 9.3%，拉动全部投资增长 1.2 个百分点；设备工器具购置投资同比增长 9.7%，拉动全部投资增长 1.6 个百分点。高技术产业投资同比增长 4.9%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 4.0%和 6.6%，电子电路制造业、锂离子电池制造业及集成电路制造业投资分别增长 58.7%、20.9%和 14.2%。重点基础设施领域投资表现较好，互联网和相关服务业、航空运输业、水上运输业及电力供应业投资分别增长 46.7%、13.8%、13.5%和 11.2%。

图表 22 社零增速低位运行



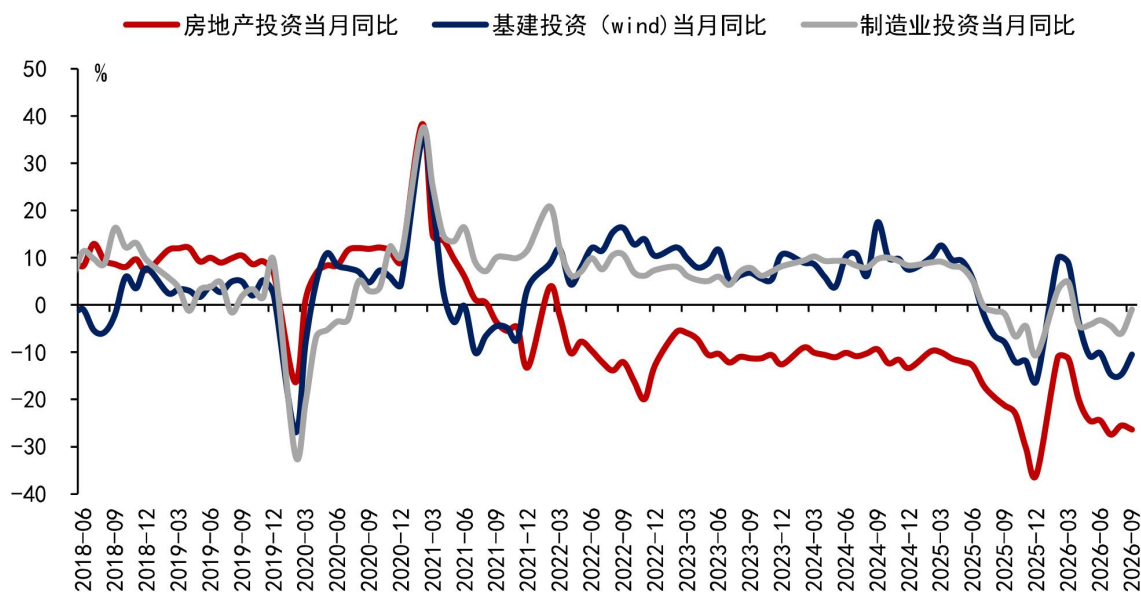
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 23 出口端保持高景气度



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 24 基建投资和制造业投资增速降幅收窄，地产投资仍处低位



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

二、2026 年四季度宏观经济展望：边际修复，新旧动能转换延续，实现“十五五”良好开局

（一）外部形势：美日欧货币政策从分化走向同步收紧，中期选举将重塑美国两党格局

美国经济 K 型分化格局延续，美联储将维持货币限制性政策。二季度 GDP 环比折年增速小幅下行 0.3pct

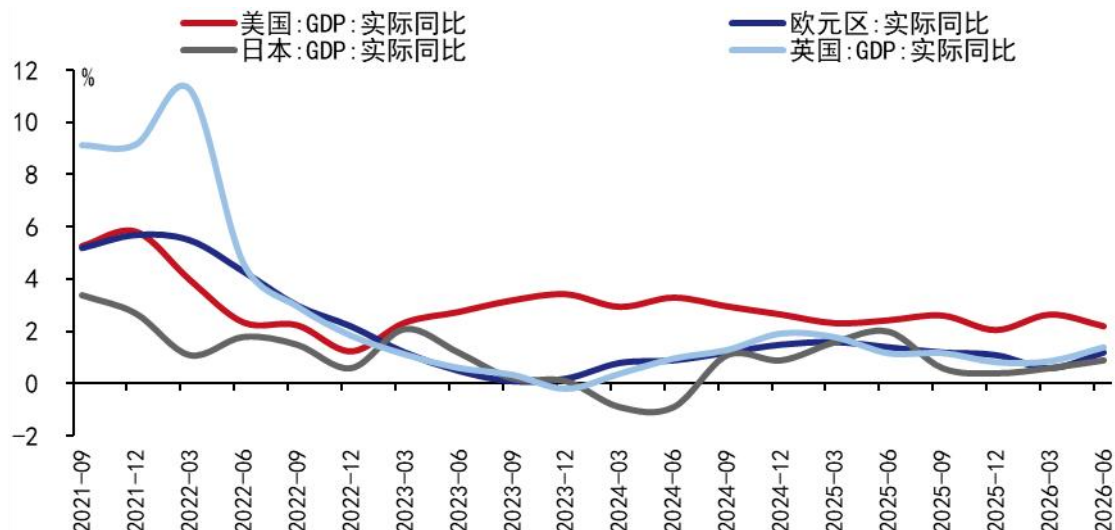
至 2.2%，主要受到个人消费支出和人工智能相关的私人投资拉动，其中私人投资对 GDP 增速的贡献较一季度小幅回落，但仍处较高位置；政府支出下滑形成部分抵消，进口上升拖累净出口贡献。三季度非农就业回落，平均时薪同环比增长小幅放缓，劳动力市场需求边际降温，但失业率处于低位，就业市场相对平衡；部分行业因 AI 的替代效应出现结构性失业，不过尚未形成明显冲击。通胀方面，能源价格继续主导价格波动，7-9 月 CPI 同比由 3.4% 反弹至 3.7%，9 月核心 CPI 同比上行至 2.6%，高于市场预期，核心通胀粘性仍在。展望后续，美国经济在财富效应支撑的居民消费、AI 资本开支扩张等带动下有望保持较强韧性，高油价对经济的冲击相对有限，但持续的高利率也将抑制企业和居民信贷需求，房地产、传统制造业等利率敏感型行业与 AI 产业的 K 型分化格局将延续。通胀方面，能源价格走势存在不确定性，其中原油价格有低库存和战略储备回补需求的支撑，中东冲突存在反复，通胀中枢预计整体抬升，回落周期将拉长。货币政策上，美联储 9 月启动加息，收回前期部分宽松。四季度通胀处于相对高位，较 2% 的政策目标仍有距离，美联储将维持货币限制性政策，基准情形下 12 月或有一次加息，未来具体的加息路径和幅度仍主要取决于美伊冲突进展和通胀走势。财政方面，虽然联邦赤字维持高位，但是为刺激经济、应对中期选举，美国财政扩张基调难以系统性逆转。此外，《大而美法案》等前期政策形成的减税红利在 2026 年达到峰值，若无新一轮财政刺激，财政脉冲将由正转负，财政货币双重收紧对经济的拖累效应可能将逐步显现。

欧元区经济弱复苏，短期抗通胀优先于稳增长。欧元区经济弱复苏延续，面临“低增长、高通胀”的滞胀压力。今年二季度实际 GDP 同比增长 1.2%，较一季度上升 0.6pct，主要拉动来自货物和服务出口，内需消费增速平稳。随着不确定性消退、市场信心改善，三季度欧元区经济活动较二季度出现修复，9 月经济景气指数回升至 97.9，ZEW 经济景气指数大幅上升至 25.8，中东冲突带来的负面冲击低于预期；欧洲消费者信心边际增强，服务业 PMI 三季度重回扩张区间，欧元区消费者信心指数从 6 月的 -17.7 回升至 9 月的 16.5；制造业保持高景气，欧元区制造业 PMI 连续 8 个月处于扩张区间，而且行业景气度较二季度上行。欧元区各国经济分化，德国受益于国防支出、AI 建设而增长较快，法国受到极端天气的拖累。展望后续，作为能源进口依赖型地区，欧洲仍面临俄乌战争、美伊冲突等地缘风险持续带来的外部不确定性，同时全球需求回落、欧洲与中美贸易摩擦风险将压制出口动能；能源价格将沿产业链传导，对制造业产业链的长期结构性损伤难以在短期内修复。财政方面，德国财政扩张力度最大，对经济拉动效应显著；法国、意大利等部分高债务国财政压力仍存，赤字率维持高位，面临一定的债务可持续风险。欧元区经济依赖内生消费需求，难以实现强劲反弹；相对于 2025 年 1.5% 的增速，欧央行 9 月预测 2026 年 GDP 增速为 0.9%，整体增速延续放缓趋势。货币政策上，欧央行 6 月开启近三年来的首次加息，9 月再次加息，旨在确保通胀在中期内稳定在 2% 的目标水平，当前货币政策目标中抗通胀优先于稳增长。四季度油价或维持高位震荡，而且存在能源价格反弹引发通胀二次传导的风险，欧央行通胀压力并未缓解，预计将保持货币政策紧缩状态，市场定价 12 月仍有加息 25 个基点的可能。

日本经济面临高利率压制和债务约束，央行将继续渐进加息。日本经济呈现微弱复苏态势，二季度 GDP 环比折年率为 1.4%，连续三个季度正增长，但低于预期，内需疲软与外部需求的结构性分化成为核心特征，人工智能的旺盛需求未能完全对冲内需的下滑。三季度日本制造业景气度保持高位，制造业 PMI 均处在扩张区间，地缘扰动不改制造业景气的上升趋势。通胀方面，油价、海外大宗商品、日元贬值等推升进口成本，劳动力紧平衡支撑薪资上行，日本 CPI 和核心 CPI 三季度上行；受益于政府补贴对能源和食品涨价的缓冲效果，1-8 月均未超过 2% 的通胀目标。四季度输入型通胀压力持续，政府补贴退坡导致电费、燃气费等价格出现跳涨，没有新增政策的情况下通胀面临上行压力。货币政策方面，日本央行 9 月如期加息 25BP，将政策目标利率提至近 31 年新高。行长植田和男最新表示核心通胀已经“十分接近”央行设定的 2% 通胀目标，存在进一步加息的空间。日本央行可能倾向避免连续加息，但不排除 12 月再度加息的可能性。首相高市早苗倾向于偏鸽派的货币政策以支持经济增长，支持扩张性财政刺激，如额外支出、结构性减税和补贴；其上任以来推出多项支出方案，包括为期两年的食品消费税减免、面向战略产业的长期投资计划等。不过日本货币政策受到央行独立性和通胀数据的制约，财政政策受限于高债务和刚性支出，实际扩张规模或相对有限。整体来看，日本经济面临高利率压制和债务约束，日元贬值风险仍存，增长动力主要来自内需的温和复苏和全球 AI 产业周期的拉动，GDP 预计保持低速增长；日本央行将继续推进渐进加息，未来半年内或有一次加息。

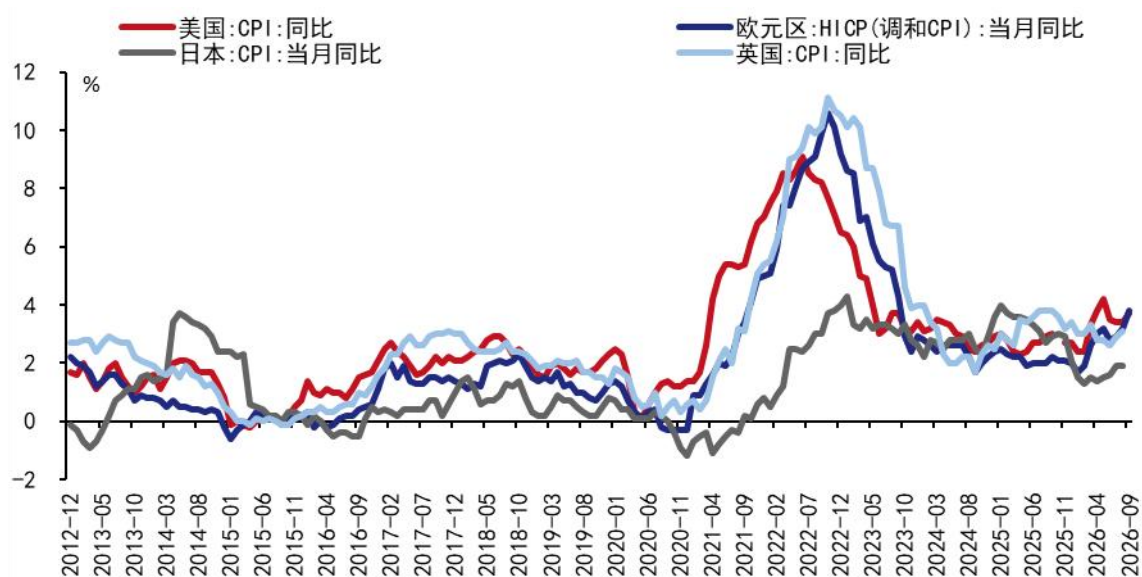
地缘政治博弈持续，中东冲突进入拉扯阶段，美国中期选举将重塑两党格局。全球地缘局势呈现局部冲突频发、重大战争可控化的特点，大国博弈进入相对稳定阶段。美伊双方进入边打边谈的拉扯阶段，以色列间歇性干扰和谈进程；虽然美伊双方有意管控分歧，但双方分歧巨大，后续局部冲突难以避免，不确定性仍存，中期选举后存在冲突升级的风险。在伊朗局势稳定后，美国或将目光转移至古巴等地区。俄乌冲突陷入焦灼状态，期间有和谈信号释放，但和平进程较难推进。日本保守化倾向持续加深，高市早苗政府推动修宪和军事松绑，持续在核问题边界试探，而且对华战略进一步向“全面防范优先”倾斜，东亚地区军备竞赛风险增加。中美博弈进入“斗而不破”的阶段性平衡，难改长期竞争和博弈的本质；5 月元首峰会后两国进入新的平台期，下半年延续高频沟通态势，给中美关系注入更多稳定剂。此外，11 月美国中期选举可能迎来反转，民主党拿下两院的概率上升至六成。特朗普面临支持率低迷、民众生活成本高企等不利局面，美伊冲突的焦灼局面消耗其政治根基。按照趋势，民主党在中期选举拿回众议院的概率较高，参议院归属主要看少数摇摆州的选择。不过即使是民主党横扫两院，由于未掌握绝大多数，未来两年其对美国的影响主要在程序层面而非立法，实质影响集中在拨款权，即民主党主导众议院时，后续军费与扩大战事的授权会明显受限。两党博弈加剧，政府停摆、债务上限危机发生的风险上升。

图表 25 二季度美国经济增速较高



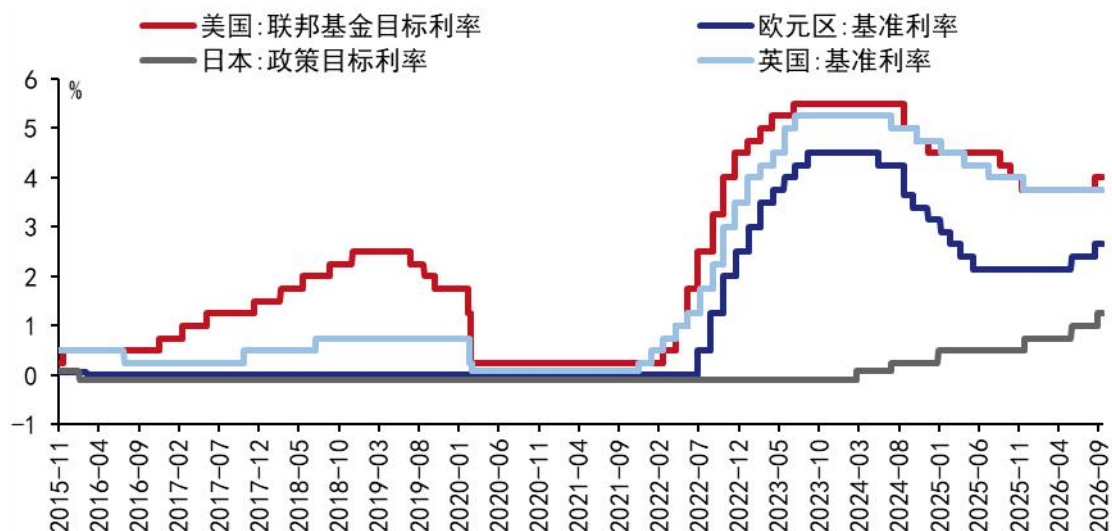
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 26 欧美通胀三季度反弹



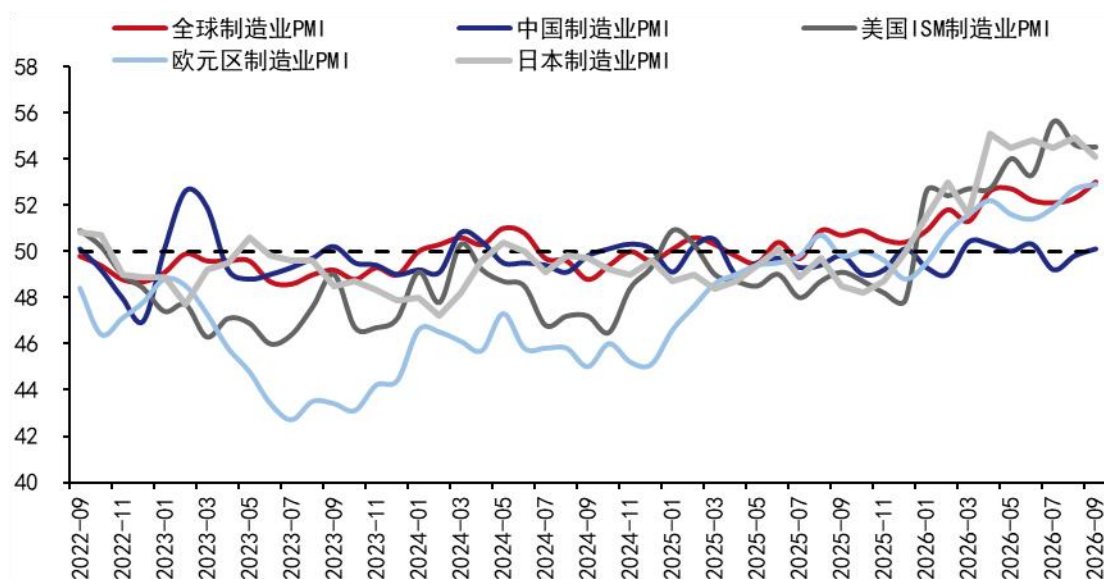
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 27 美日欧货币政策从分化走向同步收紧



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 28 全球制造业 PMI 连续 14 个月在扩张区间



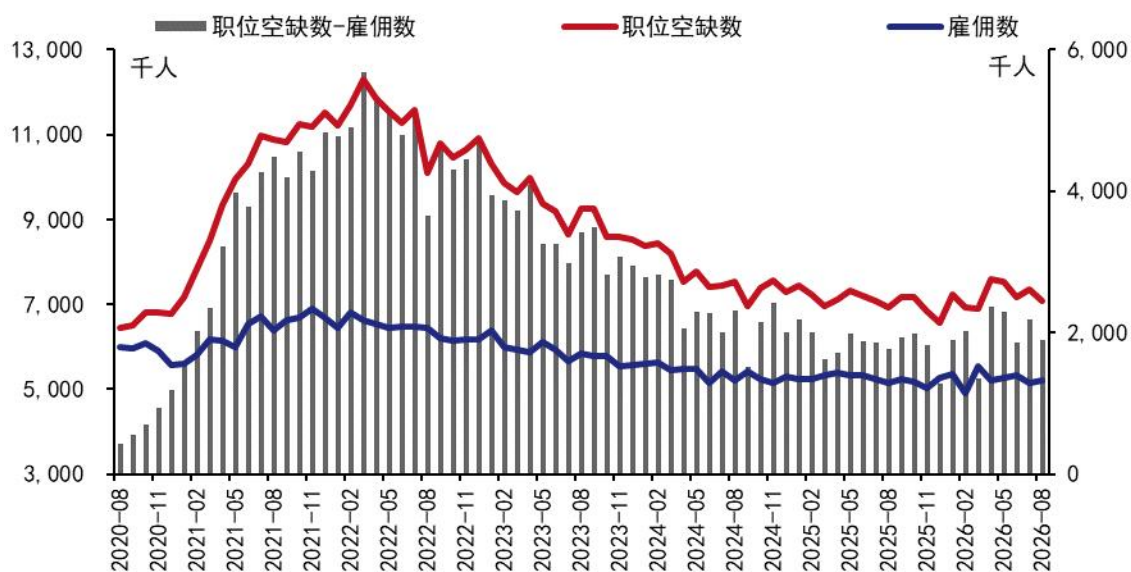
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 29 美国时薪同环比增速均回落



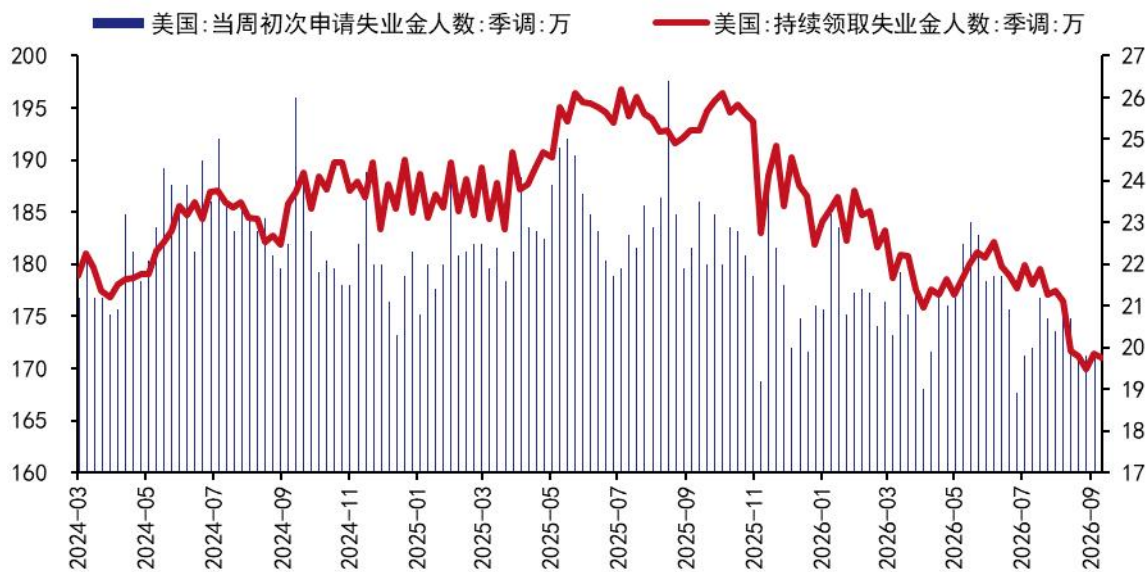
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 30 美国三季度职位空缺数小幅回落



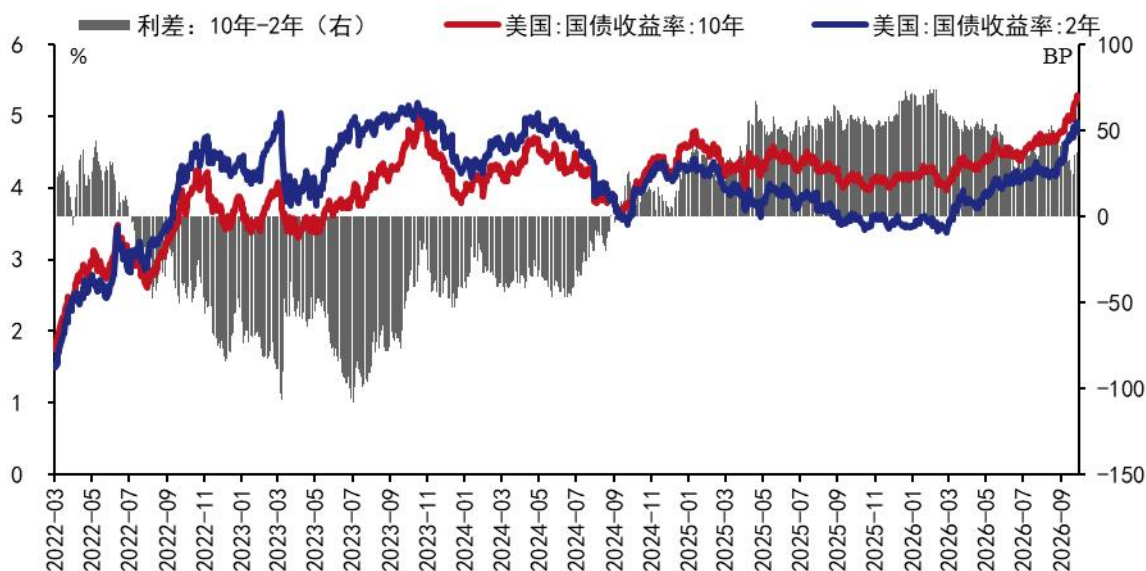
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 31 三季度美国持续申请失业金人数中枢有所减少



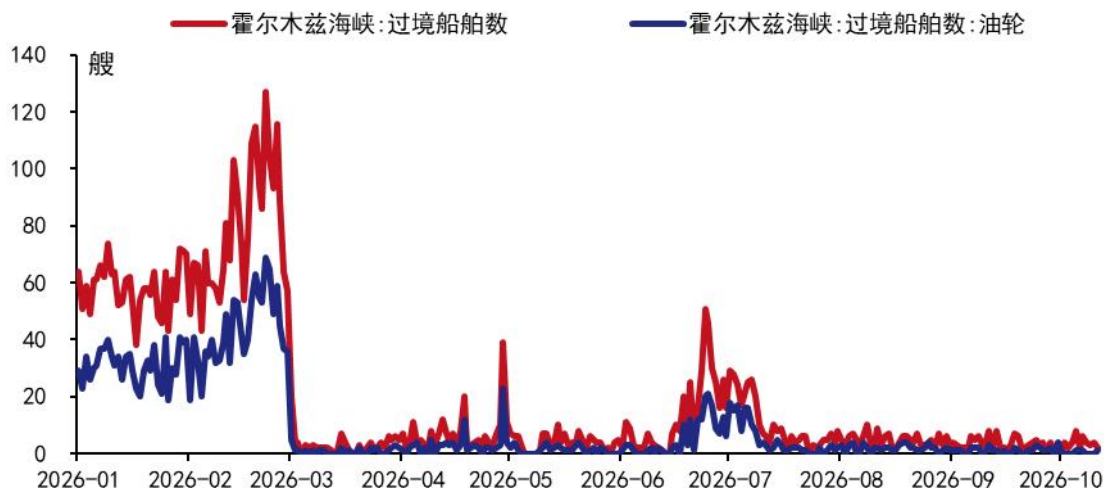
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 32 美国 10 年和 2 年国债收益率三季度继续走高，长端上行幅度更大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 33 霍尔木兹海峡在短暂复航后再次陷入停滞



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图表 34 美伊冲突烈度下降, 地缘政治风险回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(二) 内部环境: 经济转型再平衡, 供强需弱延续

新旧动能加速转换, 结构性分化延续。三季度, 宏观经济结构调整阵痛延续, 传统板块出清继续拖累总需求。前三季度房地产开发投资完成额累计同比降幅扩大至 20.60%, 并沿产业链向上压制原材料与中上游工业需求。基础原材料行业 PMI 在三季度持续处于收缩区间, 黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业利润大幅下滑。科技制造主线则保持较强韧性, 高技术制造业 PMI 持续运行在高景气区间。新旧动能转换的非对称性在内外需中进一步凸显。外需受全球 AI 与算力周期驱动, 集成电路出口同比增长 108.10%,

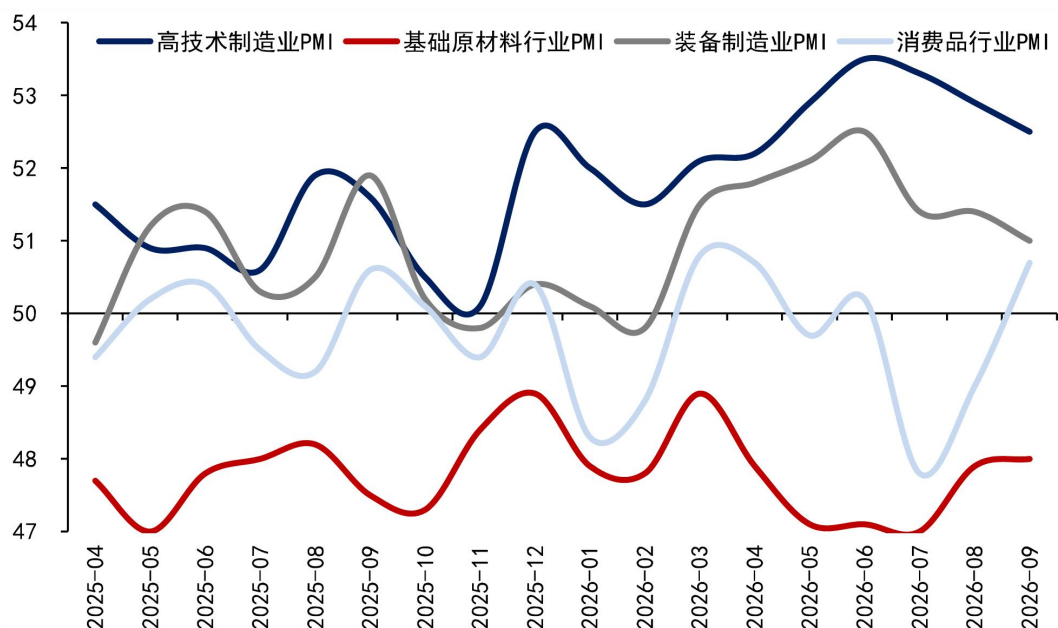
数据处理设备出口增长 54.60%，直接拉动电子设备制造业前八个月利润同比大增 109.90%。而传统板块及劳动密集型产业链则持续承压，地产后周期陶瓷产品出口下降 27.20%，鞋靴出口亦录得 2.50% 的负增长。由外需和科技周期驱动的增量动能短期内难以完全弥补传统内需走弱的缺口，经济再平衡诉求更为凸显。

供需错配延续，内需仍然是核心制约。生产端在三季度整体“先抑后稳”，季初受极端天气及淡季扰动阶段性承压，9 月随着扰动消退及政策托底，工业增加值当月同比回升至 5.50%，制造业 PMI 生产指数反弹至扩张区间。尽管季末生产企稳，但高技术产业链的繁荣对传统制造业及国内大循环的溢出拉动作用并不显著。消费端商品弱、服务强特征延续，前三季度商品零售累计同比仅录得 1%，而服务零售同比增长 5%。叠加地产周期拖累，9 月建筑及装潢材料类零售额同比下跌 9.70%，整体内生消费动能尚未得到实质性扭转。投资端当前面临的主要问题在于优质项目储备不足及实物工作量转化时滞。9 月初“六张网”基建规划明确、政府债券发行提速，政策性金融工具实质性投放，但核心工作量主要落在四季度，未能完全拉动三季度表现，前三季度全国固定资产投资完成额累计同比仍下降 7.20%，仅 9 月制造业投资降幅收窄至 0.90% 表现出局部企稳迹象。

内需结构“公强私弱”，边际增量高度依赖公共部门外生拉动。从私人部门来看，居民端资产负债表持续防御性修复。受收入预期下修约束，前三季度全国人均可支配收入实际累计同比录得 4.4%，虽有所抬升但依然偏低，导致居民加杠杆意愿显著放缓，前三季度居民中长期贷款仅新增 1,062 亿元，同比大幅少增 12,238 亿元。企业端受制于终端需求不足与资本回报率预期偏弱，资本开支意愿钝化，前三季度民间固定资产投资累计同比大幅下探至 -10.4% 的历史低位，微观主体经营重心普遍转向降本增效与债务去化。与私人部门信用收缩相对应，政府部门加杠杆权力托底，前三季度政府债券融资在社融增量中的占比达 37.5%。三季度末，财政金融协同促内需持续加码，通过盘活并动用地方债务结存限额保障支出强度，新型政策性金融工具开始实质性投放。同时，财政支出逻辑边际优化，向投资于人与直达终端倾斜，通过贷款贴息、定向补贴等方式直接降低微观主体融资成本与刚性支出负担。

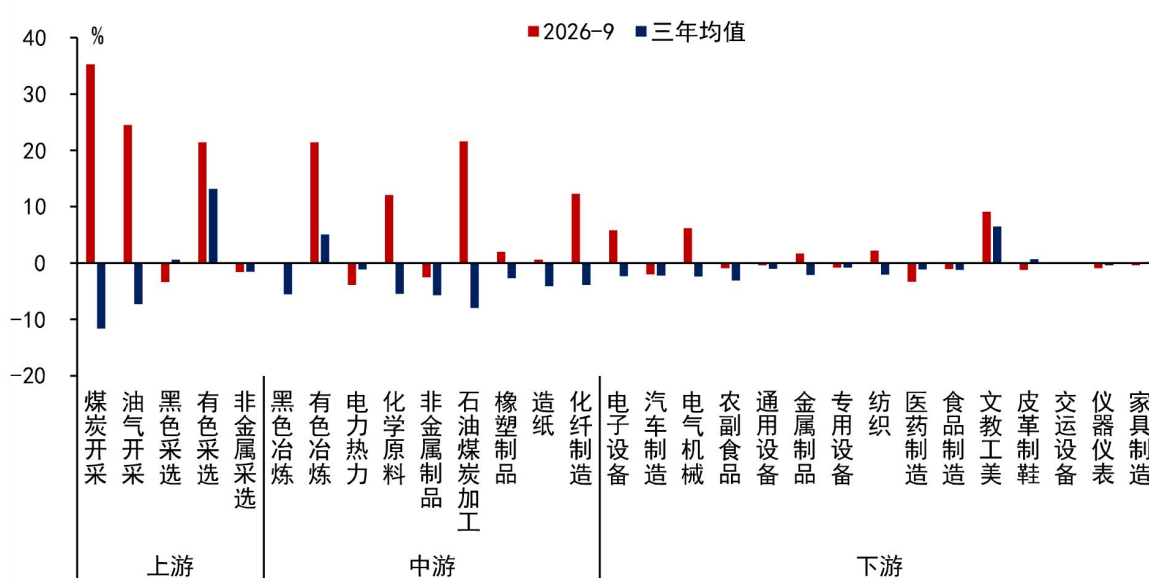
输入性通胀再次推高 PPI 读数，企业上下游盈利分化加剧。叠加全球地缘博弈与供给端约束，国际能源价格高位运行成为扰动国内物价的核心外生变量。9 月以来，布伦特原油期货结算价再次突破 100 美元/桶关口，直接抬升国内能源品价格，PPI 当月同比在 9 月冲高至 5.00%，带动前三季度 PPI 累计同比达 2.3%。与此同时，受制于内生有效需求不足，核心 CPI 表现依然疲弱，9 月当月同比仅录得 1.00%。PPI 与核心 CPI 剪刀差持续走阔，映射出上游成本抬升无法顺畅向下游传递的价格传导阻滞。此外，上游资源品行业直接受益于输入性涨价逻辑，盈利表现强劲；反观中下游实体企业，则面临原材料成本高企与终端需求疲弱的两头挤压，盈利遭到实质性侵蚀，8 月汽车制造、家具制造等下游行业利润同比分别深跌 16.00% 与 51.80%。这种成本冲击导致中下游企业资本回报率持续承压，进一步压制了实体经济的扩表动能。

图表 35 产业景气度 K 型分化，高技术与装备制造持续高景气度



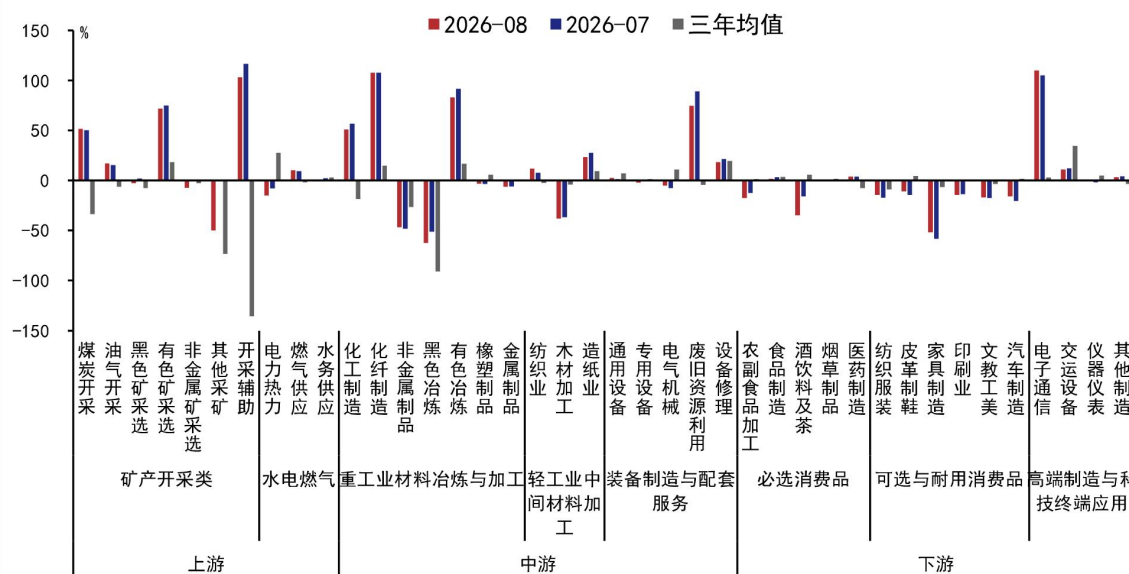
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 36 PPI 价格改善主要集中在上中游



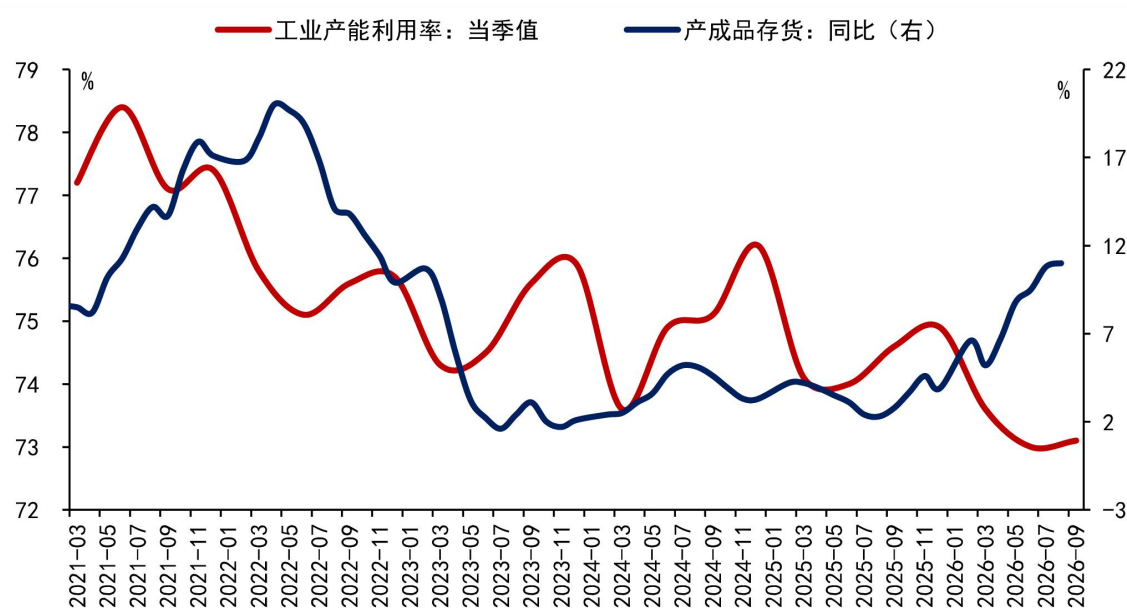
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 37 工业企业利润行业分化显著，上游和新质生产力相关保持较高增速



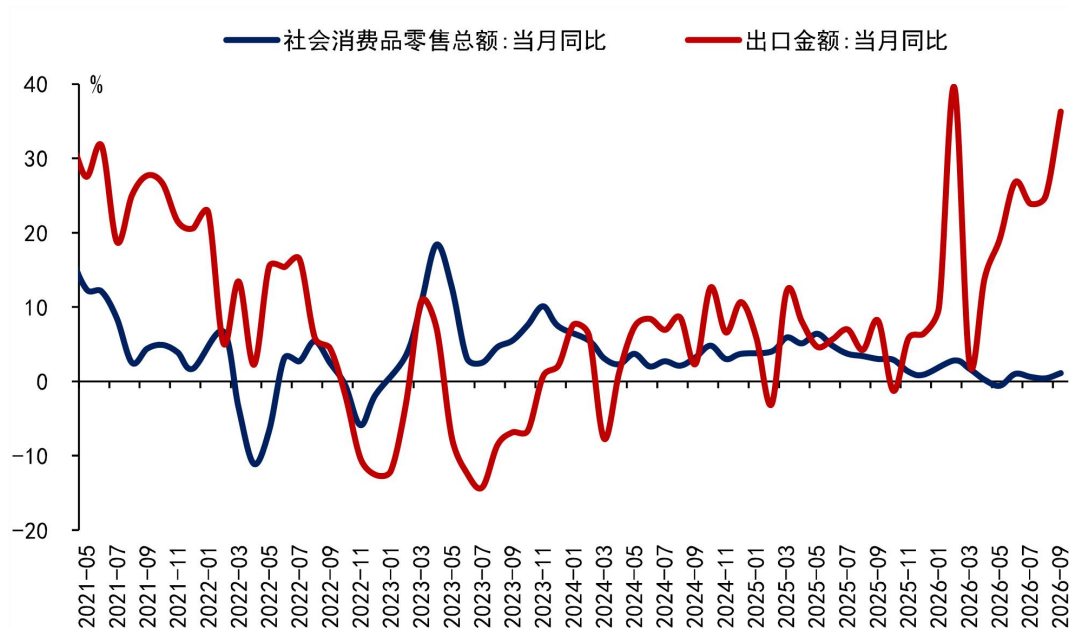
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 38 产需分化，产能利用率低位企稳，产成品存货被动积压



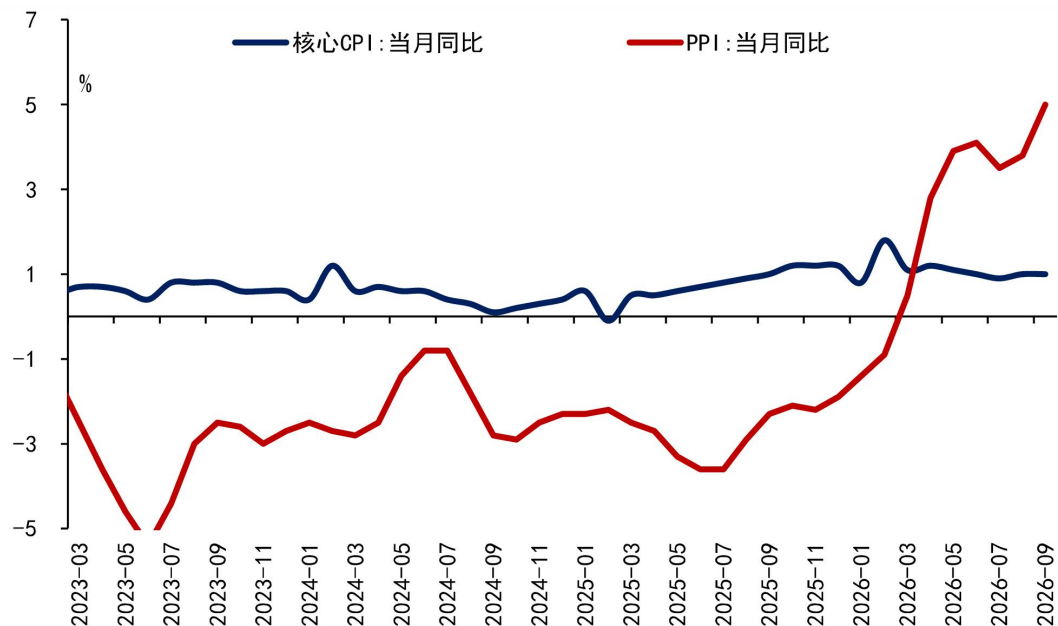
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 39 内外需分化，外需保持强势，内需偏弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 40 生产端价格修复尚未有效传导终端消费



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）宏观经济边际修复，预计增长目标顺利实现，实现“十五五”良好开局

四季度经济整体预计延续回升，全年经济增速在 4.7% 左右，实现“十五五”良好开局。四季度全球经济和贸易形势仍趋复杂严峻，地缘政治冲突持续，能源价格持续高位加剧通胀和供应链风险，主要经济体进

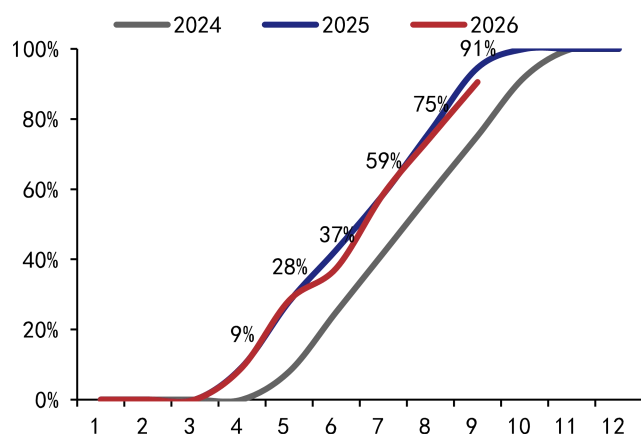
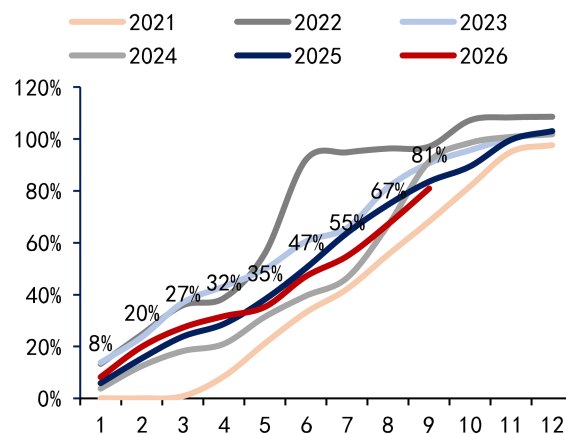
入加息周期。国内经济延续 K 型分化，新旧动能持续转换，外需和高端制造业托举大盘，内需虽有改善但变化不明显。四季度国内宏观政策仍需积极发力，进一步扩内需和稳经济，预计全年 GDP 实际增速在 4.7% 左右，基本落在 4.5%-5.0% 目标区间的中间偏下位置。价格水平方面，受结构性油价和输入型通胀影响，9 月 PPI 再次冲涨，进一步压缩中下游利润；四季度 PPI 可能高位徘徊，但总体价格水平将呈现高点下降趋势，后续需重点关注中东局势和油价变化。四季度国内重点关注一揽子增量政策下，降准降息等总量型宽松工具的出台节奏，聚焦 10 月底五中全会，以及 12 月政治局会议和中央经济工作会议对明年经济工作与增长目标的定调。

生产端边际修复，新质生产力延续高景气引领。三季度极端天气与制造业传统淡季的扰动后，叠加增量政策的托底效应，四季度生产端有望迎来边际修复。新旧动能转换稳步推进，科技制造主线动能强劲。在出口产业链拉动与全球 AI 算力周期的共振下，以半导体及高端电子设备为主导的高技术制造业持续繁荣，对工业供给大盘形成坚实支撑。但与此同时，工业生产内部的结构分化依然显著。科技制造的高景气对传统制造产业链的外溢带动作用相对有限，传统高载能行业与部分中下游加工制造仍面临内需偏弱与成本压制的双重约束。四季度生产端的全面提质增效，仍有赖于增量政策向终端有效需求的加速传导。

出口有望继续维持高增速，内需环比弱修复。出口方面，受低基数效应和全球 AI 周期的持续拉动，四季度出口有望维持 20% 以上的高增速，继续充当宏观大盘的核心托举力量，但出口内部同样存在显著的结构分化。国内大循环方面，内需预计环比有所修复，但居民预期和微观体感依然不强，总体仍偏弱，尤其是消费低迷和房地产投资下行的拖累仍在延续。后续促消费的重点需放在大力发展服务消费、拓展消费亮点，并切实提高居民的收入预期上。投资端，固定资产投资有望降幅收窄并逐步回稳。9 月初启动的“六张网”规划、政府债加速发行及政策性金融工具投放，其实物工作量将集中在四季度兑现，带动基建与制造业投资边际企稳。房地产投资端，开发投资、新开工及销售等核心指标仍在低位徘徊，短期难言实质性反转，但政策密集催化已带来预期拐点，预计后续修复过程大概率将延续城市间的分化特征，不同能级城市的复苏节奏与力度将进一步拉开差距。9 月一线城市新房单月同比增速转正，10 月初京沪深等核心城市二手房成交放量反弹，活跃度超过去年同期。随着首套房财政贴息政策落地，四季度有望脉冲式撬动中小户型刚需入市，对成交形成边际托底。预计四季度房地产市场整体维持弱复苏、强分化的低位震荡格局，但需警惕二手房“以价换量”对价格体系的持续压制。

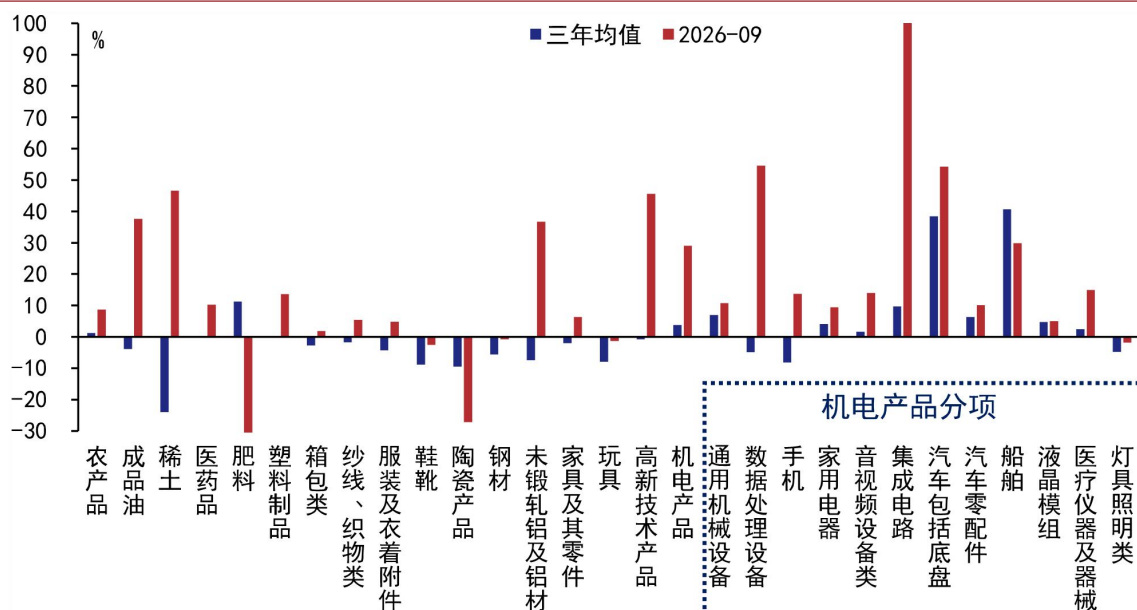
图表 41 三季度特别国债（不含注资银行）发行加快

图表 42 前三季度地方债发行进度 81%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 43 机电产品出口增速持续高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）宏观政策：聚焦扩内需和增量举措

宏观政策延续稳增长、培育新质生产力、促消费等方面的政策导向，投资端以“六张网”和重大项目形成实物工作量，金融端以补充银行资本和政策性金融工具打开信用扩张空间，消费端以财政贴息和服务业扩能提质双向发力，着力优化经济结构与提升政策效能。在“努力完成全年经济社会发展目标任务”的要求下，四季度实际经济增速最低只需达到 4.3% 左右，即可支撑全年增速达到 4.5% 的下限，宏观政策大幅加码的必要性不强，但仍需要“发力提效”，加快落实一揽子存量政策和增量政策，增强经济发展动能，同时及

时出台储备政策，确定经济平稳运行。

货币政策：先结构后总量，择机推动政策利率换锚。三季度央行延续适度宽松的政策立场，逆周期调节加码，结构性工具精准发力；隔夜逆回购操作常态化，DR001 围绕政策利率中枢波动，短端利率稳定性显著提升。央行未出台总量政策，而是通过 MLF 加量续作、隔夜逆回购扩容、PSL 降息扩围、两项再贷款增额四条路径定向发力，同时在需求端配合财政部门推出居民购房贷款贴息。展望后续，经济处于新旧动能转换的阵痛期，货币政策继续保持支持性立场，为内需回暖和产业转型创造适宜的货币金融环境。货币政策延续“先结构后总量”，年内降准降息仍可期。结构性工具继续强化，加力支持扩内需、科技创新、中小微企业等重点领域。隔夜利率锚定强化，择机推动政策利率换锚，深化货币价格型调控。设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具，及时为机构提供流动性托底。强化预期引导，稳定人民币汇率，防范跨境资本波动冲击国内流动性环境。

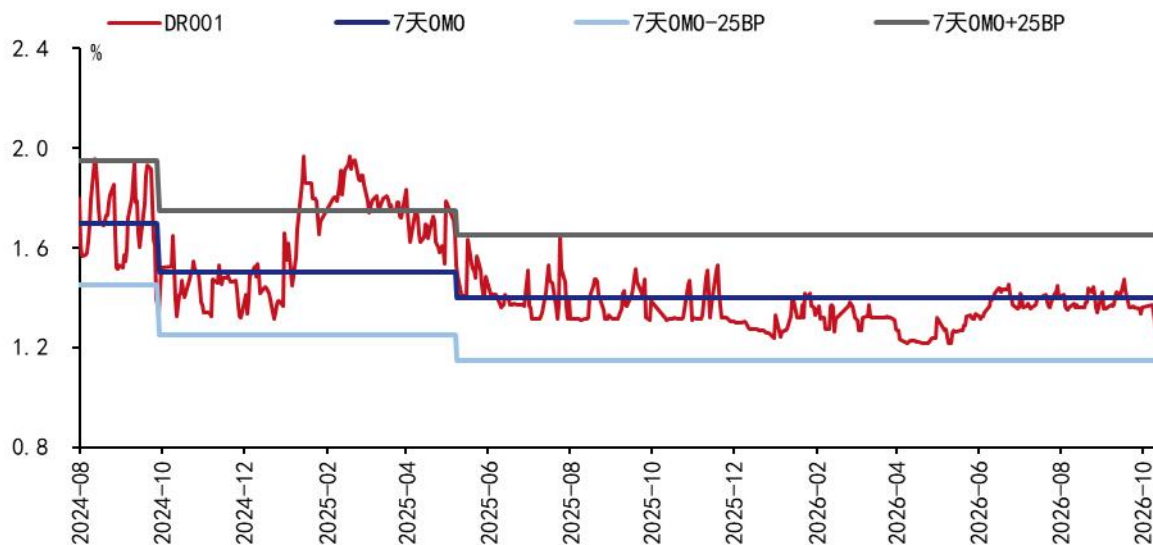
财政政策：加快存量政策落地，统筹全年收官与跨年项目储备。为实现“十五五”良好开局，财政政策作为逆周期核心抓手，需要加快资金使用的政策协同，统筹全年收官与跨年项目储备。具体来看：（1）总量政策继续落实“更加积极”的主基调，广义财政保持高强度；用好用足存量政策，根据需求及时储备增量政策，如提前下达 2027 年新增地方债限额，延续两项年底到期的消费贴息政策，或追加相关预算安排；（2）加快资金的使用进度。加紧推动 109 项重大工程、“六张网”项目、“两重”建设进度，持续提高专项债、新型政策性金融工具、地方债结存限额等资金的使用进度，项目端和资金端齐发力，撬动更多社会资本，尽早形成实物工作量。（3）支出结构继续优化，坚持投资于物和投资于人并重：一方面投向新型能源、算力基础设施、产业链补短板工程；另一方面持续加码民生、公共服务和就业扶持，提升教育、医疗、社保、养老等支出占比，夯实内循环基础。（4）落实防风险和基层保障，兜牢“三保”底线，多措并举推进化债攻坚，持续压降地方隐性债务，严控新增。（5）加强财政贴息与结构性货币工具、专项债资本金与银行配套融资的协同配合，保持财政政策、货币政策和产业政策取向一致性，促进政策同向发力。（6）统筹全年收官与跨年项目储备：超前谋划一批符合政策导向、前期工作扎实的优质项目，为明年财政起好步赢得先机。

产业政策：纵深推进“人工智能+”行动，加快现代化产业体系建设。围绕科技自立自强和新质生产力培育，政策以“人工智能+”为核心抓手，优化传统产业和新兴产业布局，以科技创新引领新质生产力发展，以深化“反内卷”来规范市场秩序，构建智能化、绿色化、融合化的现代产业体系。具体看：一是纵深推进“人工智能+”行动，加快人工智能商业化规模化应用和生态建设，全方位赋能千行百业；分层推进六大新兴支柱产业规模化，强化产业链上下游协同、区域错位布局。二是前瞻布局未来产业，完善投入增长与风险分担机制，加大基础研究投入，抢占技术制高点。三是加码传统产业智能化绿色化改造，落实设备更新和节能降碳补贴，推动钢铁、化工等重点行业产能置换以及能效升级；稳步推进新型能源体系建设，把握能源安全主动权。四是持续落地“反内卷”和统一大市场配套政策，建立重点行业产能监测预警，通过标准、能耗、

准入引导供需平衡；分层分类壮大现代服务业，培育“中国服务”品牌，促进生产性服务业和先进制造业融合。

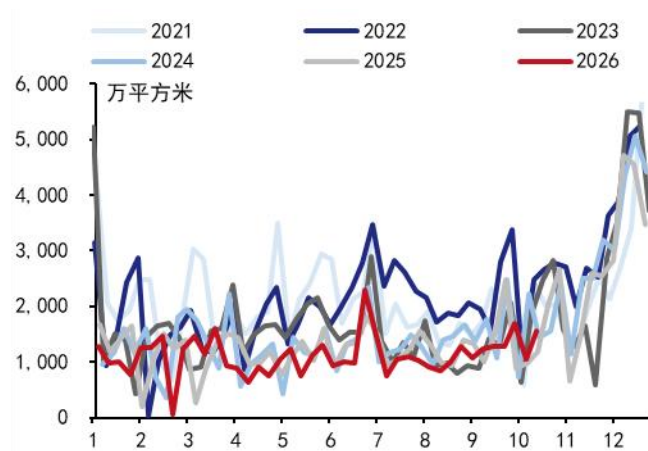
房地产政策：延续“控增量、去库存、优供给”主线，加快房地产业新模式落地。2026年前三季度，全国房地产市场延续总量寻底、结构分化的格局，核心一二线城市在政策加持下释放改善性需求，核心地段项目韧性更强，二手房成交持续优于新房；三四线城市库存压力高、去化缓慢；全国房企新开工、拿地意愿整体偏弱，地产投资同比跌幅尚未收敛，居民资产负债表修复进程缓慢。政策主线延续“控增量、去库存、优供给”，同时增量政策取得突破：“929”房产政策为中央财政首次为房贷贴息，标志着房地产调控政策从间接调控转为直接补贴，和“828”现房销售政策分别从需求端和供给端发力，短期将提振刚需成交，中长期将加速供给侧出清，推动小户型房价早日止跌企稳。为更好适应房地产市场新格局，加快构建房地产发展新模式，需要从供需两端继续发力。一方面，持续盘活存量，加大存量商品房收购转化保障房和安置房地力度，用好配套专项债；供地结构持续向核心区、好房子项目倾斜，严控远郊低效新增供地；优化房企融资支持，保交房白名单动态扩容，落实资金封闭监管，优先保障已售项目交付。另一方面，因城施策继续优化限制性政策，支持核心城市适时调整核心区限购、限贷；增加公积金贷款、购房补贴、存量房贷利率、交易税负等方面的优惠力度，支持住房“以旧换新”，激活购房刚需和改善性需求；引导更多城市加快公积金政策优化调整，提高贷款额度，扩大提取和缴存覆盖范围；针对初婚初育家庭、多子女家庭、青年人才等特殊群体，推出差异化购房补贴、公积金贴息等政策，支持其住房需求。此外，“929”贴息后的房贷利率和公积金贷款利率差异不大，居民购房成本边际下降，调降公积金贷款利率的时间预计推迟，短期出台的概率可能不高。

图表 44 隔夜利率波幅收窄，政策利率择机换锚



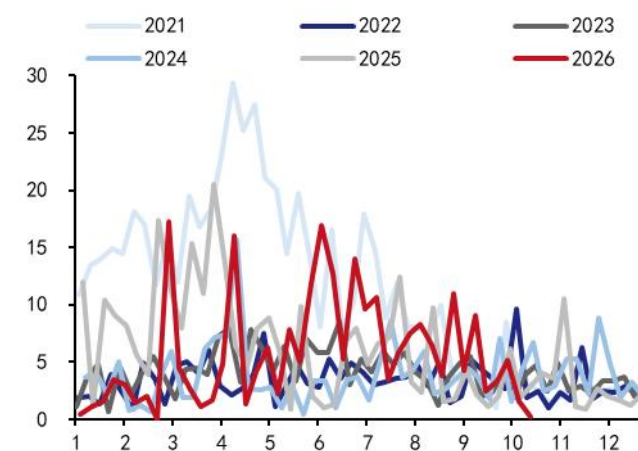
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 45 100 大中城市成交土地占地面积



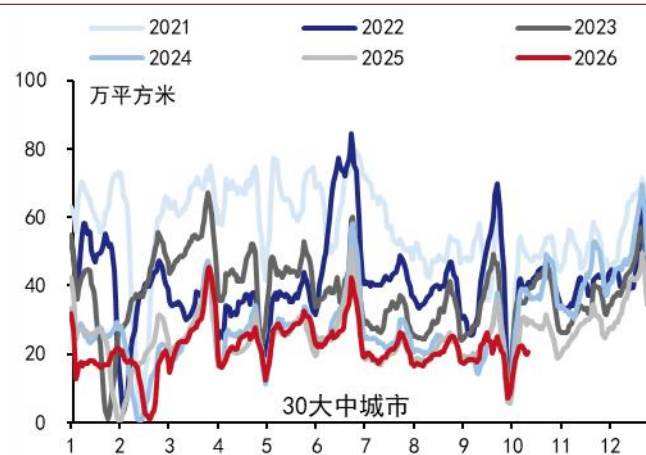
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 46 100 大中城市成交土地溢价率



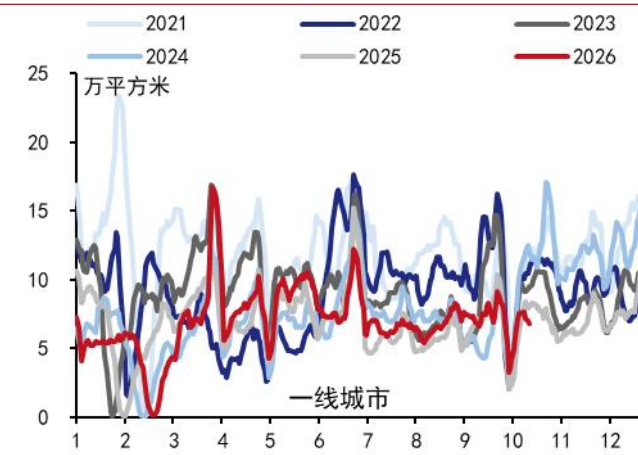
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 47 30 大中城市商品房销售面积



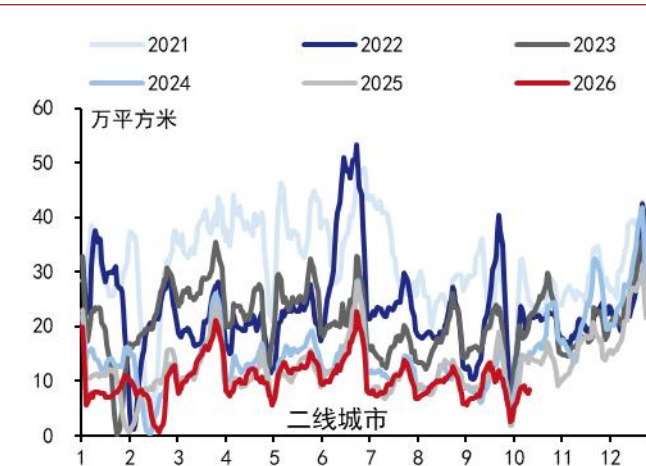
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 48 30 大中城市一线城市商品房销售面积



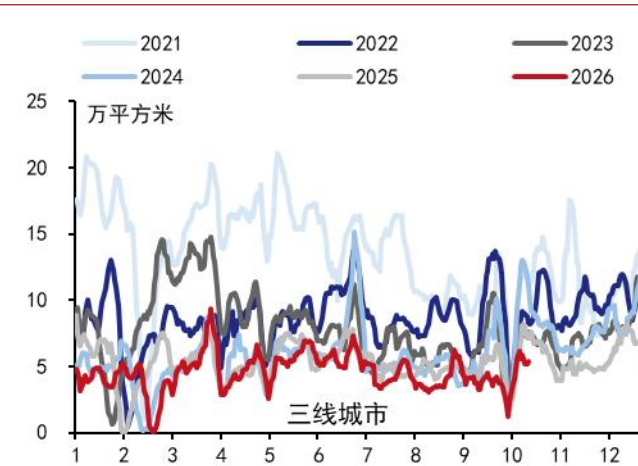
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 49 30 大中城市二线城市商品房销售面积



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图表 50 30 大中城市三线城市商品房销售面积



资料来源：Wind，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0,755-82872,897 传真：0,755-82872,090

北京 通讯地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216,006 传真：010-66212,002

上海 通讯地址：上海市浦东新区民生路 1,299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035,670 传真：021-51035,670

湖南 通讯地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2,603 室 邮编：410000
电话：029-88626,679 传真：029-88626,679

江苏 通讯地址：江苏省南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1,410 室 邮编：210019
电话：025-87781,291 传真：025-87781,295

四川 通讯地址：四川省成都市武侯区嘉煜金融科技中心 21 楼 2,101 号
电话：+852 36158,343 传真：+852 35966,140

山东 通讯地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1,302 室
总机：0,531-88813,809 传真：0,531-88813,810

陕西 通讯地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626,679 传真：029-88626,679

香港 通讯地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158,342 传真：+852 35966,140