宏观深度报告 20261112

接力与转折：居民部门需求的回归——2027年展望之中国经济

2026 年 11 月 12 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 占烁
执业证书：S0600524120005
zhansh@dwzq.com.cn
证券分析师 李昌萌
执业证书：S0600524120007
lichm@dwzq.com.cn

相关研究

《技术分析系列：TR 技术信号择时的分层检验与跨市场应用》

2026-11-12

《美国 10 月 CPI：通胀风险，刻不容缓——2026 年 10 月美国 CPI 数据点评》

2026-11-11

■ **核心观点：**2027 年中国经济运行的主线，由前期的外部需求驱动，切换至居民部门需求的回归与经济微观结构的健康再平衡。过去一年，虽然宏观总量在 AI 驱动的外需支撑下保持韧性，但内部“政策放水易、实体灌溉难”的传导梗阻犹存，居民资产负债表与消费信心承压。**展望 2027 年，既有接力，也有转折，外需将在高基数与海外资本开支放缓下温和换挡，内需将接棒，全年经济增速预计仍能达到 4.6%左右。房地产延续止跌回稳趋势，加上耐用品 2-2.5 年的补贴透支期步入尾声，消费率周期迎来内生拐点；另外 PPI 回落有助于收窄企业亏损面并修复微观就业增收循环，居民部门的需求回归将是 2027 年最大的变化。**

■ 一、政府部门：支出比赤字更重要

■ **（1）2026 年财政支出预算完成偏慢。**2026 年财政资金池充沛，但前三季度第一本账支出进度仅完成全年的 70%，创下 2014 年以来同期最慢纪录，表明积极财政的落脚点必须从“上游开闸”转向“下游滴灌”，切实解决资金无法转化为实物工作量的微观瓶颈。

■ **（2）放水易，灌溉难，财政政策需要从继续提升赤字和债务额度上限，转向提振财政支出增速。**财政支出总量=收入总量+赤字+结转结余及调入资金，2027 年保障财政支出增速主要依靠“结转结余及调入资金”。

■ **（3）对于财政支出驱动的基建投资而言，2027 年有望实现增速转正。**一方面，2026 年“超收节支”结存的约 1.6 万亿元潜在财政余粮将成为 2027 年的资金支撑。另一方面，低基数，加上五年计划第二年缓解缺项目问题（历史上规划第二年施工投资平均反弹 4.3 个百分点），基建投资有望告别连续两年的负增长，稳步回升至 2.0%左右。

■ 二、居民部门：私人需求的回归

■ **（1）房地产止跌回稳的积极信号：**我们此前研究的 48 个房地产深度下行周期平均持续时间 23.4 个季度，同时 83.3%的样本下跌时间不会超过 30 个季度。我国自 2021Q3-2026Q3 已持续 20 个季度，正在接近拐点。①从国际经验来看，房地产投资的调整速度决定房价下跌时间。我国地产投资占 GDP 比例从 2021 年前三季度 13.4%跌至 2026 年前三季度 5.0%，跌幅已超过一半，表明跟各国房地产周期相比，我国这轮周期供给侧调整速度快且幅度大。②我国供给调整快于需求，供需加速再平衡；③商品房待售面积来看，其同比增速在 2024 年 5 月见顶达到 24.7%，2026 年 8 月开始同比转负，现房库存由累积转入去化。④828 新政推动预售制到现房销售，在未来两三年内会进一步放缓新增住房供给的入市节奏，加速市场平衡。

■ **（2）今年以来消费增速偏低，主要是商品消费增速低。**从零售来看，今年前三季度商品消费同比+1.0%、服务消费+5.0%；从支出来看，商品消费+2.7%、服务消费+4.6%。而社零内部又分为三层，增速最高的一层是非耐用品（不含石油），前三季度月均增长 6.6%；中间层是半耐用品和餐饮，增速在 2-4%；最低层是耐用品、石油和金银珠宝，增速在-5%到-10%。

■ **（3）2027 年有三重因素驱动消费增速回升。**第一，从宏观定位来看，消费增速=经济增速+k，k 可用“服务 CPI-PPI”跟踪，PPI 回落意味着衡量的消费率周期可能在 2027 年出现拐点，消费增速与名义 GDP 增速差距将收窄。第二，伴随着房地产走向止跌回稳，消费改善的基础更加稳固。第三，耐用品消费的拖累将明显减小，透支通常持续 2-2.5 年，假如耐用品延续此前历史规律，2027 年社零增速有望从 1.3%升至 2.3%。

■ 三、企业部门：出口增速是关键

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **2027 年，我国出口增速受高基数与海外资本开支放缓影响虽有所回落，但仍有望维持 10%左右的中高速增长，主要支撑包括**：一是 AI 相关出口从“价格拉动”转向“数量接棒”，中国承接中低端供给缺口，受影响较小。二是新能源汽车虽面临退税率下调与欧盟混动车配额扰动，但依托全产业链竞争力与较强议价权，负面冲击相对可控。三是传统消费品受益于欧美补库需求回升而延续修复态势，促使前期 K 型分化收敛，实现整体外需平稳接力。

- **风险提示：**（1）耐用品透支的消化节奏存在不确定性。（2）房地产市场不及预期的风险。（3）地缘政治与全球 AI 产业演进构成双向扰动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 政府部门：支出比赤字更重要 6
1.1. 回顾 2026 年：财政资金额度充足，但支出偏慢 6
1.2. 展望 2027：关注支出增速而非赤字 10
1.2.1. 财政收入面临的压力比今年更大 10
1.2.2. 财政余粮有多少能转化为明年支出？ 12
1.3. 投资：缺项目问题缓解后的增速改善 14
2. 居民部门：私人需求的回归 16
2.1. 房地产：止跌回稳 16
2.1.1. 回顾：2026 年的积极变化 16
2.1.2. 2027 年有哪些进一步止跌回稳的信号？ 19
2.2. 消费：见底回升 23
2.2.1. 2026 年的消费分层 23
2.2.2. 透支终有结束时：2027 年消费会更乐观 26
3. 企业部门：出口增速边际放缓是主要矛盾 30
3.1. 2026 年出口高增的三条线索 31
3.2. 2027 年出口增速或将放缓但仍保持 10%左右的增长 34
3.2.1. 数量能否接棒价格支撑 AI 相关出口增长 34
3.2.2. 出口退税调整和中欧贸易摩擦下汽车出口能否突围 36
3.2.3. 出口对名义 GDP 增速的贡献或将明显提升 38
4. 增长、通胀和经济预测 39
5. 风险提示 41

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 一般公共预算收支同比增速.....7
图 2: 广义财政收支同比增速（一二本账加总）.....7
图 3: 狭义和广义月度赤字率趋于下行.....8
图 4: 财政脉冲趋于下行.....8
图 5: 历年前三季度累计新增财政存款.....9
图 6: 前三季度各项支出进度.....9
图 7: 土地出让收入增速.....10
图 8: PPI 同比和税收收入同比.....11
图 9: PPI 下行周期的 PPI 和税收弹性.....11
图 10: 结转结余和调入资金的预算和决算.....13
图 11: 中央预算稳定基金余额和调出.....13
图 12: 预算和决算的一般公共预算收支差.....14
图 13: 广义基建投资连续两年下降.....15
图 14: 缺项目是当前基建投资主要问题.....15
图 15: 2026 年项目建设专项债资金比重有所回升.....15
图 16: 历次五年规划的第二年项目投资额同比增速减第一年同比.....16
图 17: 二手房网签面积大幅增长.....17
图 18: 新房和二手房合计成交面积.....17
图 19: 二手房价同比变化.....18
图 20: 二手房价环比变化.....18
图 21: 70 城二手房价环比强于季节性.....18
图 22: 一线城市房价环比强于季节性.....18
图 23: 70 城二手房价环比变化的数量.....18
图 24: 房价止跌回稳的城市数量稳定.....18
图 25: 从国际经验来看我国本轮房地产周期正在接近拐点.....19
图 26: 40/48 样本周期房价下行时间不超过 30 个季度.....19
图 27: 2-3 年后，住房可负担能力超过前高.....20
图 28: 房地产投资下降速度决定房价下跌时间.....21
图 29: 国际经验看房地产投资平均下降一半左右.....22
图 30: 我国房地产投资占 GDP 比例的降幅已超过一半.....22
图 31: 供给调整速度快于需求.....22
图 32: 商品房待售面积同比于近期转负.....23
图 33: 各个口径的消费增速.....24
图 34: 各类消费增速变化.....25
图 35: 2026 年前 9 个月消费结构分为三层.....25
图 36: 2010 年后居民收入比重和消费倾向未明显下降.....26
图 37: 2010 年后消费率大多年份上行.....26
图 38: “服务 CPI-PPI”跟居民消费率变动趋势一致.....27
图 39: 深度下行期，消费拐点明显早于房价.....27
图 40: 44 个有数据的深度衰退期样本分布.....27
图 41: 社零三大短板的体量和增速.....28
图 42: 除汽车外的耐用品增速都已过最低点.....29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43: 三次补贴透支期间耐用品和其他消费的增速差.....29
图 44: 三次补贴透支期间耐用品和社零增速.....29
图 45: 三次补贴透支后“耐用品-社零”增速差的演变.....30
图 46: 2027 年社零预测.....30
图 47: 今年以来我国出口持续超市场预期（%）.....31
图 48: 我国贸易顺差增长速度有所放缓.....31
图 49: AI 相关硬件出口占比不断提升（%）.....32
图 50: 集成电路出口增长主要由价格驱动（%）.....32
图 51: 新三样产品出口录得高速增长（%）.....32
图 52: 欧盟仍是我国新能源汽车出口的主要目的地（%）.....32
图 53: 今年多数传统消费品出口增速转正（%）.....33
图 54: 美国部分行业已逐步进入补库周期.....33
图 55: 2027 年 AI 资本开支增速或将放缓.....34
图 56: 2027 年高端存储芯片仍将供不应求.....34
图 57: 新能源汽车出口走高初期也是受到价格因素驱动（%）.....35
图 58: 出口退税调整并不意味着出口增速下滑（%）.....36
图 59: 今年出口退税调整使锂离子蓄电池抢出口（%）.....36
图 60: 价格对于新能源汽车出口的边际贡献或将继续提升（%）.....37
图 61: 今年以来对欧盟出口份额已趋于下行（%）.....38
图 62: 2027 年中国经济增长预测.....39
图 63: 2027 年中国物价预测.....39
图 64: 工业产能利用率并未伴随 PPI 回升.....40
图 65: 工业企业亏损面并未伴随 PPI 回升而缩小.....40

表 1: 一般公共预算收入进度.....7
表 2: 一般公共预算支出进度.....7
表 3: 2027 年主要经济数据预测.....40

请务必阅读正文之后的免责声明部分

展望 2027 年，中国经济运行的核心主线在于三大部门动能的“接力”与“转折”。回顾 2026 年，经济增长高度依赖 AI 产业驱动的出口超预期高增，而政府部门面临“放水易、灌溉难”的支出梗阻，居民部门则受制于地产寻底与耐用品补贴透支。

步入 2027 年，三大部门将迎来深刻的动能切换。高基数叠加 AI 资本开支增速回落，出口增速将向 10%左右的稳态区间边际放缓。对政府部门而言，提振实际支出比扩大赤字更重要，依托跨年财政余粮与“十五五”重大项目落地，发挥托底稳盘作用。而最重要的转折，在于居民部门需求的回归，房地产正接近止跌回稳的周期拐点，叠加 PPI 回落改善劳动密集型行业就业，以及耐用品透支效应消退，居民消费与购房需求将正式接棒外需，成为 2027 年中国经济中稳步改善的一部分。

1. 政府部门：支出比赤字更重要

放水易，灌溉难，支出增速比赤字额度更重要，财政政策的重心需要从“上游开闸”转向“下游滴灌”。市场长期将赤字率、特别国债和专项债额度，作为衡量宏观政策积极与否的核心指标。但近两年财政资金落地转化为实物工作量较慢，当支出无法完成预算目标时，即使上游开闸给足额度，政策效果也有限。2025 年第一本账支出预算完成度只有 96.8%，2020-2024 年平均 98.9%，今年前三季度预算支出进度甚至慢于 2025 年。因此，对当下而言，积极财政政策未必是继续提高赤字上限，而是打断梗阻，切实提振财政支出增速。

1.1. 回顾 2026 年：财政资金额度充足，但支出偏慢

2026 年财政资金额度充足。年初预算中，赤字规模 5.89 万亿，用于“两重两新”的超长期特别国债 1.3 万亿，专项债 4.4 万亿，合计 11.59 万亿，较 2025 年预算增加 2300 亿。四季度又有新的资金落地，包括 8000 亿政策性金融工具、5500 亿地方债限额，两项工具总额度比去年多 3500 亿。

尽管资金额度充足，但从实际支出来看，今年支出偏慢。这体现在三个方面，一是收支增速和预算进度，二是实际赤字和财政脉冲，三是财政存款。

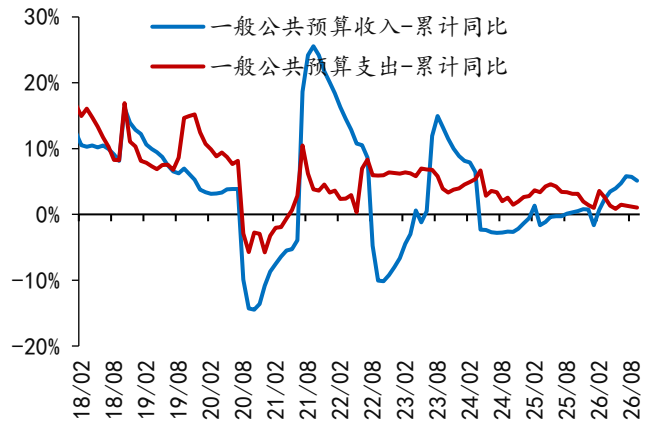
一是从收支增速和预算进度来看，财政收入增速快、支出增速慢，完成支出预算目标的难度较大。前三季度，第一本账（一般公共预算）收入同比增长 5.1%，高于全年预算目标 2.2%，支出仅增长 1.0%，低于预算目标 4.4%。

如果从预算进度来看，今年前三季度财政收入进度是 2021 年以来最快的，已完成全年预算的 78.1%（2022-25 年均 74.2%）；但支出进度是 2014 年以来最慢的，仅完成全年预算的 70%，2022-25 年均 71%、2025 年 70.1%。

如果考虑到土地出让、专项债等政府性基金，即合并一二本账来看广义财政收支，

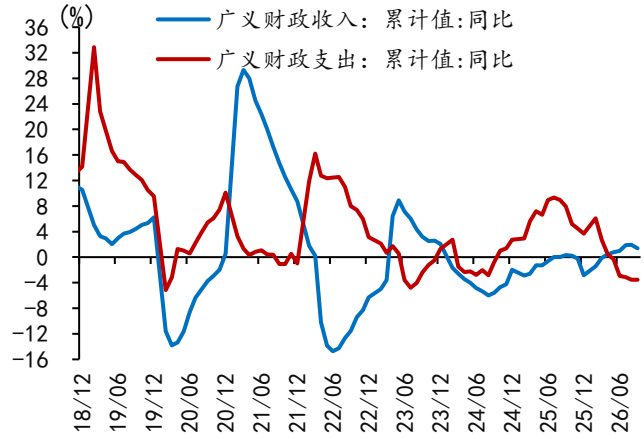
也是收入快、支出慢。前三季度，广义财政收入同比增长 1.4%，但支出同比下降 3.5%。

图1：一般公共预算收支同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：广义财政收支同比增速（一二本账加总）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：一般公共预算收入进度

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1月	10.8%	11.1%	10.5%	10.8%	12.0%	12.9%								
2月	17.7%	17.9%	16.7%	17.2%	18.7%	20.0%	20.3%	19.5%	21.2%	22.0%	21.0%	19.9%	19.9%	20.0%
3月	25.3%	25.1%	23.6%	24.5%	26.3%	27.6%	27.9%	25.5%	28.9%	29.5%	28.7%	27.2%	27.4%	27.9%
4月	34.3%	34.0%	32.3%	34.2%	36.3%	37.7%	37.7%	34.5%	39.5%	35.4%	38.3%	36.1%	36.7%	37.8%
5月	44.4%	43.8%	41.6%	44.0%	45.8%	47.3%	46.7%	43.1%	48.8%	41.3%	45.9%	43.3%	43.9%	45.5%
6月	54.2%	53.5%	51.6%	53.8%	55.9%	57.0%	56.0%	53.4%	59.3%	50.1%	54.9%	51.8%	52.6%	54.8%
7月	63.5%	62.6%	60.8%	63.1%	65.7%	66.5%	65.3%	63.6%	69.7%	59.5%	64.1%	60.6%	61.8%	65.1%
8月	70.3%	69.1%	67.1%	69.3%	72.0%	72.5%	71.2%	70.3%	75.9%	65.7%	69.9%	66.0%	67.4%	71.0%
9月	77.7%	76.2%	74.1%	76.4%	79.5%	79.6%	78.3%	78.2%	83.0%	72.9%	76.7%	72.8%	74.5%	78.1%
10月	87.3%	85.7%	83.5%	86.0%	89.2%	88.2%	87.1%	87.9%	91.8%	82.5%	86.3%	82.6%	84.8%	
11月	94.5%	92.9%	90.7%	93.3%	95.9%	94.1%	93.0%	94.0%	96.8%	88.3%	92.1%	88.9%	91.2%	
12月	102.0%	100.6%	98.7%	100.4%	102.3%	100.1%	98.9%	101.5%	102.5%	96.9%	99.8%	98.1%	98.3%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：一般公共预算支出进度

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1月	6.1%	6.6%	4.7%	5.6%	7.2%	6.2%								
2月	11.6%	11.2%	11.0%	11.6%	12.8%	13.9%	14.2%	13.1%	14.3%	14.3%	14.9%	15.3%	15.2%	15.6%
3月	19.6%	19.9%	19.1%	20.8%	23.6%	24.3%	24.9%	22.3%	23.5%	23.8%	24.7%	24.5%	24.5%	24.9%
4月	26.3%	26.0%	26.4%	28.0%	30.6%	31.3%	32.2%	29.7%	30.5%	30.3%	31.4%	31.3%	31.5%	31.6%
5月	33.7%	34.4%	34.1%	36.5%	39.2%	39.4%	39.5%	36.4%	37.4%	37.1%	38.1%	38.0%	38.0%	37.9%
6月	43.2%	45.2%	45.1%	48.9%	53.1%	53.2%	52.5%	47.0%	48.6%	48.2%	48.7%	47.8%	47.6%	47.8%
7月	50.0%	51.9%	52.5%	55.9%	60.0%	59.8%	58.6%	53.9%	55.1%	54.9%	55.1%	54.5%	54.1%	54.3%
8月	56.9%	58.6%	60.0%	63.6%	67.5%	67.0%	65.1%	60.5%	62.1%	61.8%	62.3%	60.9%	60.4%	60.5%
9月	66.2%	67.7%	70.4%	74.5%	77.9%	77.8%	75.9%	70.7%	71.7%	71.3%	71.9%	70.7%	70.1%	70.0%
10月	73.8%	74.2%	78.2%	81.0%	83.6%	83.6%	81.0%	76.4%	77.5%	77.2%	78.4%	77.6%	76.0%	
11月	83.0%	82.5%	87.6%	90.9%	92.1%	91.4%	87.8%	83.9%	85.5%	85.1%	86.7%	85.8%	83.7%	
12月	101.1%	99.1%	102.5%	102.9%	104.3%	105.3%	101.5%	99.1%	98.5%	97.6%	99.8%	99.7%	96.8%	

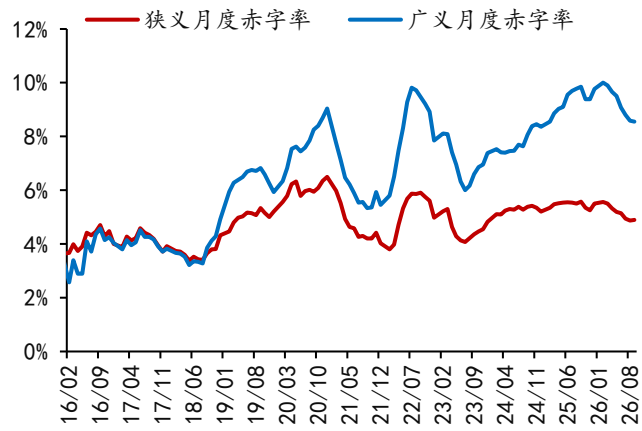
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

二是从赤字进度和财政脉冲双双走弱来看，今年实际财政扩张力度相对不足，对总需求的边际拉动明显放缓。首先，月度赤字率（滚动 12 个月财政收支缺口占 GDP 比重）衡量财政向实体经济净注入资金的绝对强度。今年以来，月度赤字率自年初高点持续回落，广义赤字率从 3 月 10%降至 9 月 8.6%，同期狭义赤字率从 5.6%降至 4.9%，表明财政收支缺口被动收敛，实际支出进度偏慢。其次，财政脉冲（月度赤字率同比变动）反映财政政策力度的边际变化，直接决定财政对经济增长是形成增量托举还是边际拖累。今年狭义和广义财政脉冲同步加速下行，并双双于二季度由正转负（截至 9 月分别跌至约-1.3%和-0.7%），意味着今年财政扩张力度不及去年同期。

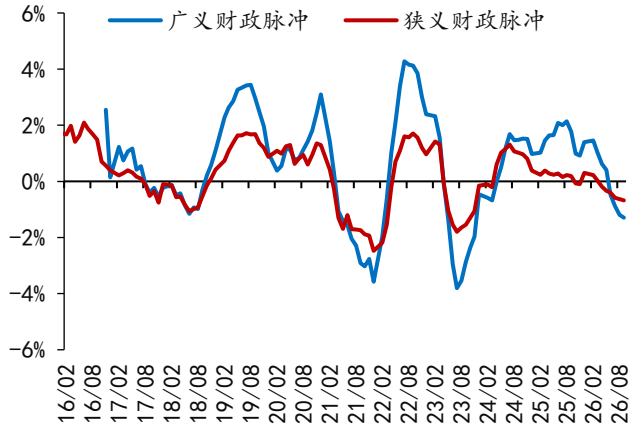
三是财政资金留存相对较多。财政收入快、支出慢，其结果就是资金沉淀为财政存款。今年前三季度，财政存款累计增加 1.63 万亿，高于去年的 1.37 万亿，也高于历史同期。

图3：狭义和广义月度赤字率趋于下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：月度赤字率=12 个月财政收支缺口滚动求和/12 个月 GDP 滚动求和，狭义和广义分别对应第一本账和一二本账加总。

图4：财政脉冲趋于下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：财政脉冲是月度赤字率相比上年同期的变动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

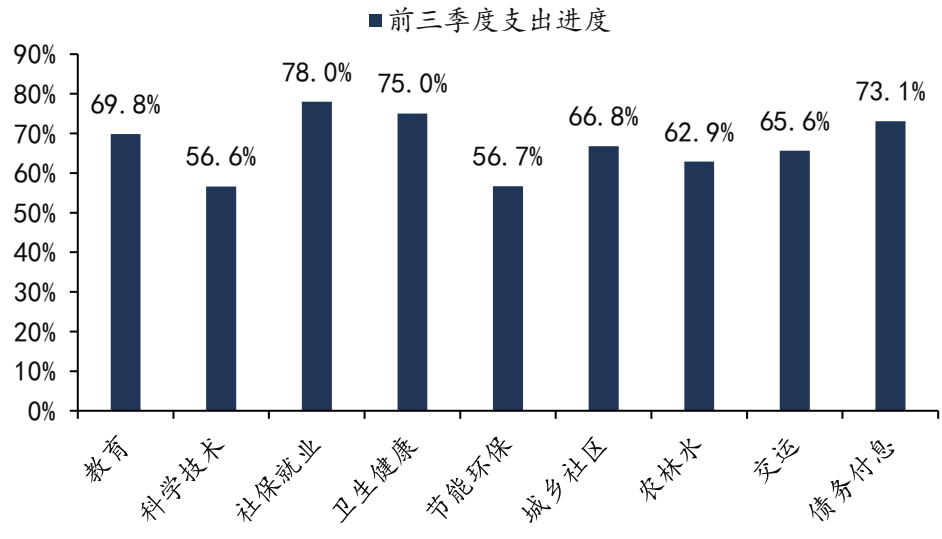
图5：历年前三季度累计新增财政存款



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分结构来看，2026 年财政支出谨慎，主要是基建支出进度偏慢。我们将各项支出的年初计划预算，跟前三季度实际支出进行比较，发现民生类支出进度普遍较快，如社保就业 78%、卫生健康 75%、教育 69.8%；基建类支出进度普遍较慢，城乡社区 66.8%、交通运输 65.6%、农林水 62.9%、节能环保 56.7%。

图6：前三季度各项支出进度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 展望 2027：关注支出增速而非赤字

在我国财政体制中，决定支出预算的有三方面因素，一是当年收入，二是赤字融资，三是结转结余及调入资金。即，财政支出总量=收入总量+赤字+结转结余及调入资金。以 2026 年财政预算[1]为例，一般公共预算总支出约 30 万亿，其中约 22.1 万亿来自于当年收入，包括 18.2 万亿税收收入和 3.9 万亿非税收入；2 万亿来自于结转结余及调入资金，最后约 5.9 万亿来自于赤字融资。

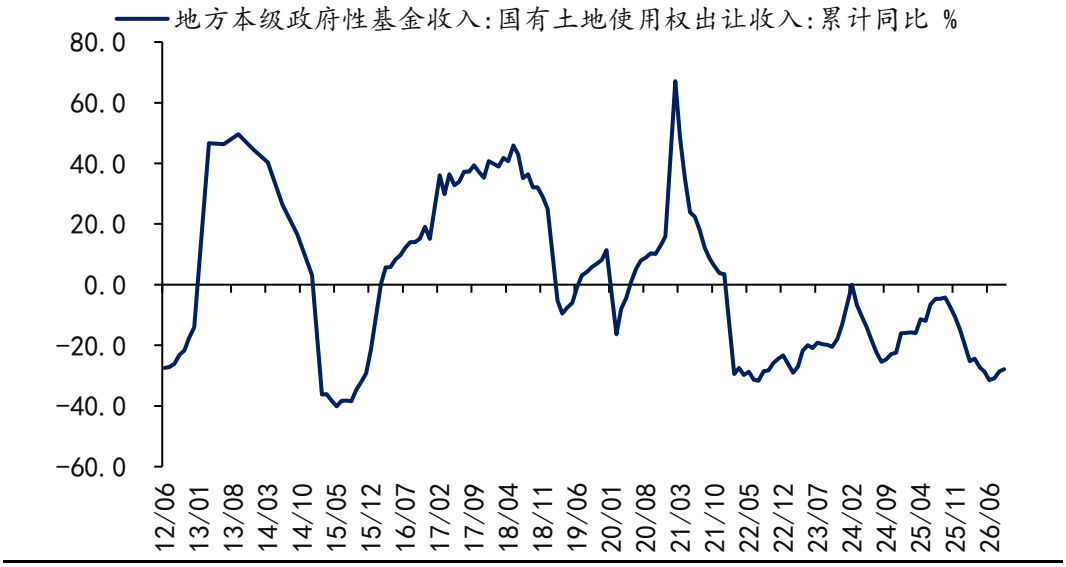
我们对三方面资金逐一拆解分析，发现，明年收入压力可能大于今年，赤字规模小幅增加，最大增量空间来自于 2026 年超收节支带来的财政余粮。

1.2.1. 财政收入面临的压力比今年更大

从财政收入来看，明年的财政压力会比今年更大。

一是来自于更大的土地出让收入压力。“828 新政”后，各地房地产市场从预售制转向现房销售的力度明显加大，这会从两方面挤压土地出让收入。从价格效应来看，预售制转向现房销售后，开发商回款时点从拿地后 6-9 个月推迟到 24-36 个月，房企资金占用与财务成本上升，能承受的地价相应下调；从数量效应来看，缩表与去化不确定使房企减少拿地、收缩战线。2026 年已经是历史上土地出让收入降幅最大的一年，前三季度同比下降 27.9%。假设按前三季度增速外推全年，并且极端假设下 2027 年下降 30%，那么土地出让收入会从 3 万亿降至 2.1 万亿左右。

图7：土地出让收入增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：仅考虑地方本级土地出让收入

二是 PPI 带来的超收因素减退。我国现行的间接税体系对物价波动极度敏感，原因是间接税的税基直接与物价绑定，传导途径短。物价变化主要通过增值税、附加税、企

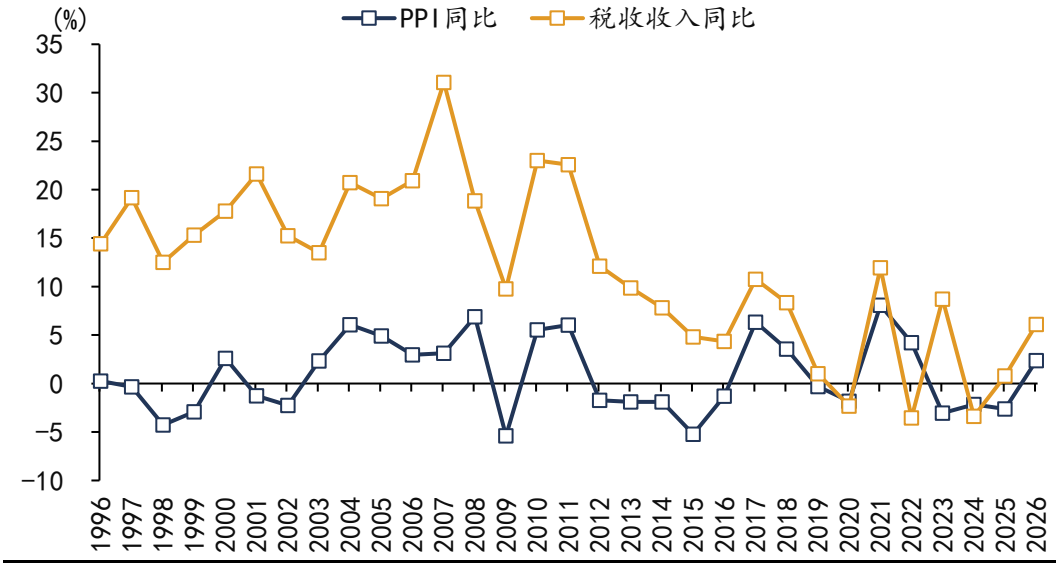
[1] 关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告　中国政府网

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业所得税及资源税等四大渠道影响税收收入，这四大渠道合计占全国税收收入的近67%。

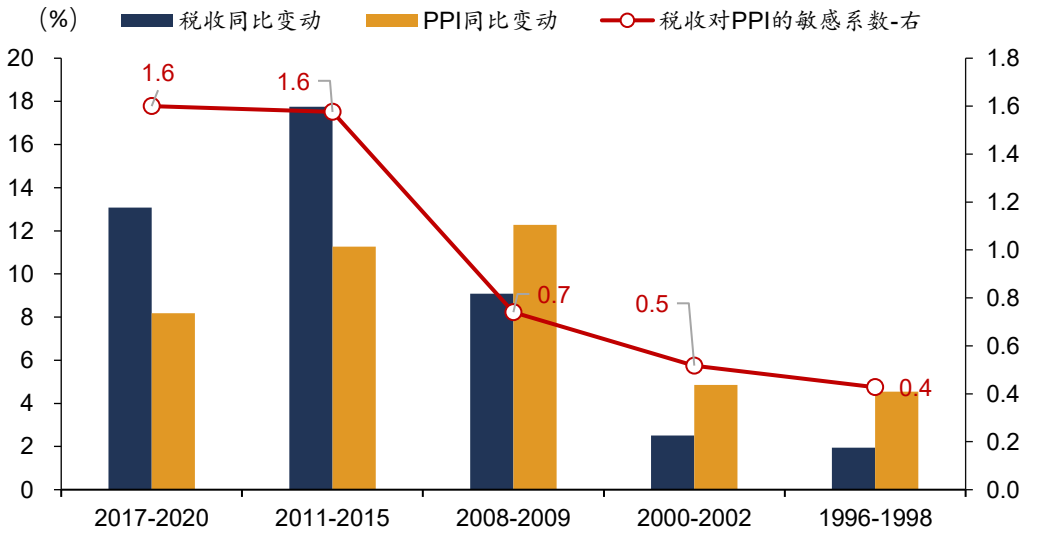
PPI 同比下行可能带来 4600 亿超收收入退潮。按照历史上几次 PPI 下行周期的平均弹性来看，PPI 同比每下降 1 个百分点，税收同比增速大致下降 0.4-1.6 个点，平均 1.0 个点左右。如果 2027 年 PPI 中枢较 2026 年回落 2.5 个百分点，仅价格端超收因素退潮，就将直接拖累 2027 年税收增速约 2.5 个百分点。按照 2026 年约 18.7 万亿元的税收体量测算，这意味着价格效应带来的新增税收贡献将缩减 4600 亿左右。

图8：PPI 同比和税收收入同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 数据截至 9 月末

图9：PPI 下行周期的 PPI 和税收弹性



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2017 和 2020 年均有额外的减税因素影响；同比变动是指同比增速的变化

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从赤字和发债规模来看，2027 年财政资金额度可能小幅增加。展望 2027 年，我们预计赤字率稳定在 4%左右，对应赤字规模约 62400 亿元，较 2026 年的 58900 亿元增加约 3500 亿；用于“两重两新”的超长期特别国债 1.3 万亿，专项债 4.4 万亿，其中 8000 亿用于化债，特别国债和专项债规模均与 2026 年持平。但政策性金融工具可能会超过 2026 年，比如从 8000 亿进一步增加至 1 万亿。相比 2026 年，2027 年总的增量资金可能在 5000-6000 亿。

1.2.2. 财政余粮有多少能转化为明年支出？

三类收入中，最重要的是“结转结余及调入资金”，2026 年的财政余粮充足，乐观假设下有 1.6 万亿资金可以支撑 2027 年的支出。

“结转结余及调入资金”是什么？一是结转结余资金。结转资金是预算事项没完成，下年继续做，对应预算资金结转下年支出；结余资金是预算事项完成了，钱有剩余，《预算法 》规定各级一般公共预算的结余资金，应当补充预算稳定调节基金。结转结余资金，我们举两个例子。一是结转资金，2025 年中央一般公共预算使用以前年度结转资金安排支出 183.2 亿元；当年中央政府性基金预算收大于支 662.51 亿元，其中结转下年继续使用 588.18 亿元；中央国有资本经营预算结转下年支出 259.91 亿元。结转资金的特征在于专款专用、按原用途跨年使用，因此不构成可统筹的财力。二是结余资金，2025 年中央一般公共预算支出结余 2602.73 亿元，其中含中央预备费结余 500 亿元；扣除用于平衡收支的 1487.47 亿元后，剩余 1115.26 亿元全部补充中央预算稳定调节基金[2]。

二是调入资金，包括横向调入和纵向调入。横向调入是从第二三本账（政府性基金和国有资本经营预算）调入第一本账（一般公共预算）。如 2026 年预算中，从第三本账调入一般公共预算 5304.88 亿元。纵向调入是从预算稳定基金调入。预算稳定调节基金是实现财政收支跨年度平衡的重要手段，2025 年末中央预算稳定调节基金余额为 3016.6 亿元，2026 年从中央预算稳定调节基金调入一般公共预算的资金为 1000 亿元。除了中央外，地方也有预算稳定调节基金。

将 2026 年对比 2021 年，预计将有大量的结转结余及调入资金，可以用于 2027 年的支出。从历史规律来看，在“超收节支”年份，当年决算实际动用的结转结余及调入资金往往显著低于年初预算，从而为次年留出调入空间（如图 10）。典型如 2021 年，预算目标是一般公共预算收入增长 8.1%、支出增长 1.8%，调入资金及使用结转结余 1.68 万亿。从决算来看，财政收入增长 10.7%、支出增长 1%，超收和节支同时出现，最终当年决算调入资金及使用结转结余仅 1.11 万亿，较预算少动用 5600 亿，这最终成为 2022 年财政支出的支撑。

根据《2021 年中央财政决算报告》，2021 年的财政余粮大量用于 2022 年支出。“2021 年，中央一般公共预算支出结余 1592.7 亿元（含中央预备费结余 100 亿元），加上超收

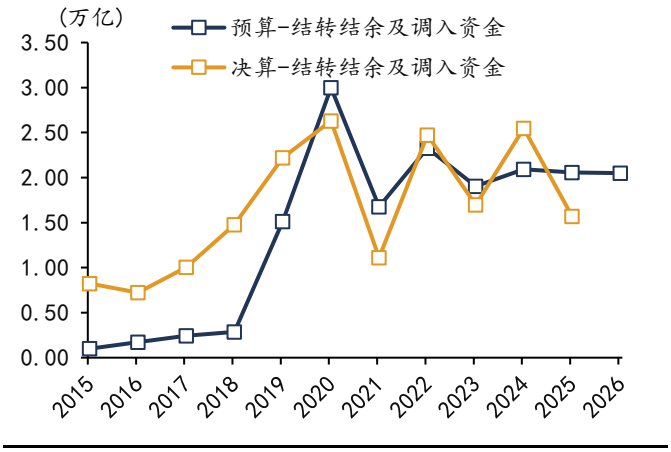
[2] 国务院关于 2025 年中央决算的报告_中国人大网

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020.41 亿元，合计 3613.11 亿元，全部用于补充中央预算稳定调节基金。2021 年初中央预算稳定调节基金余额 278.32 亿元，加上上述补充的 3613.11 亿元、按规定用中央政府性基金结转资金补充的 34.79 亿元，2021 年末中央预算稳定调节基金余额为 3926.22 亿元，2022 年调入一般公共预算 2765 亿元后余额为 1161.22 亿元。”

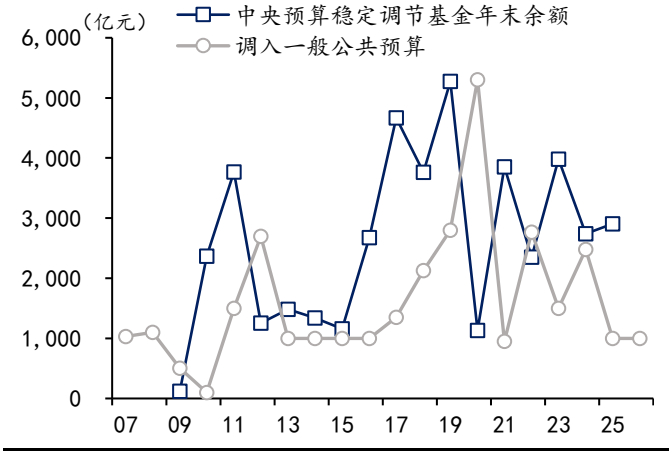
从图 11 可以清晰看到，中央预算稳定调节基金年末余额与次年调入一般公共预算规模呈现典型的“当年蓄水、次年放水”跨年联动特征：每当年末基金余额在超收节支推动下脉冲式冲高（如 2019 年、2021 年、2023 年），次年调入一般公共预算的资金规模便会随之放量，成为跨年度平滑财政支出的核心蓄水池。

图10：结转结余和调入资金的预算和决算



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 为预算

图11：中央预算稳定基金余额和调出

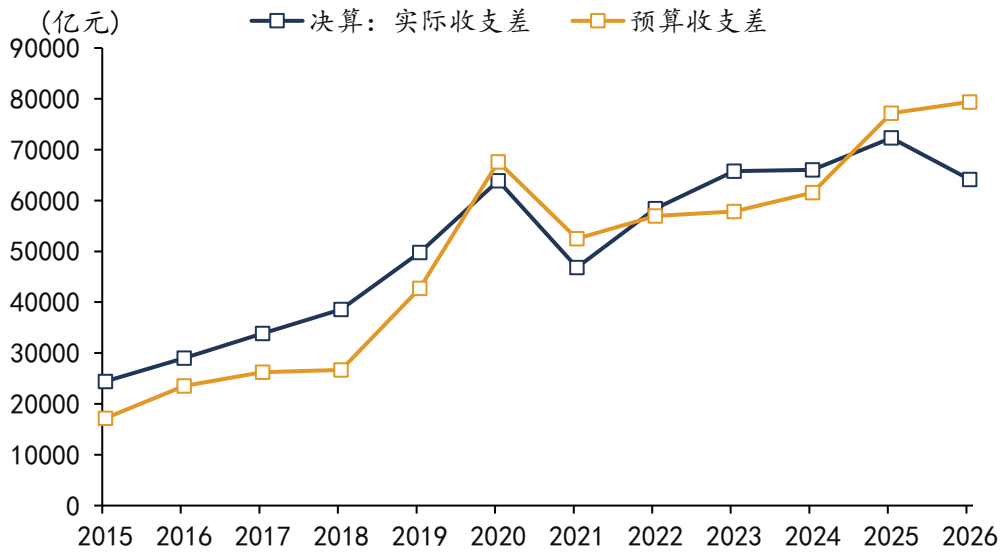


数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：余额来自于每年的预算报告，非决算数据

按照“超收+节支”的口径测算，2026 年有望为 2027 年保留约 1.6 万亿元潜在财政余粮，高于 2021 年同口径测算的约 0.94 万亿元。具体来看，假设 2026 年全年一般公共预算收入和支出增速分别延续前三季度的 5.1%和 1.0%，以 2025 年执行数为基数，全年收入约为 22.71 万亿元，比年初预算的 22.07 万亿元多约 6363 亿元；全年支出约为 29.03 万亿元，比年初预算的 30.01 万亿元少约 9831 亿元，两者合计形成约 1.62 万亿元的财力改善空间。作为对照，2021 年最终一般公共预算收入为 20.26 万亿元，比预算多约 4905 亿元，支出为 24.57 万亿元，比预算少约 4447 亿元，合计约 9352 亿元。因此，在预算赤字规模保持不变、节省的财政资源留待以后年度使用的假设下，2026 年潜在跨年财力比 2021 年多约 6800 亿元，增量主要来自支出低于预算的规模更大。这些资源可通过减少当年储备动用、补充预算稳定调节基金及结转下年等方式，为 2027 年财政支出提供支持。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图12：预算和决算的一般公共预算收支差



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 决算数据是根据前三季度增速推算

综上，回到决定财政支出的三类资金来源来看，2027 年财政账本将呈现“收入承压、赤字微增、余粮托底”的格局。尽管预售制改革与 PPI 回落将加大 2027 当年财政收入压力，且赤字与发债额度仅小幅扩张，但 2026 年“超收节支”沉淀的约 1.6 万亿元财政余粮，将成为支撑 2027 年财政支出最重要的增量来源。这也表明，2027 年财政政策的关键并非表面赤字率，而是存量与跨年资金转化为实际支出的增速。进一步而言，在跨年财力相对充裕的背景下，2027 年财政资金能否顺畅转化为实物工作量，核心取决于 2026 年制约基建支出的“缺项目”堵点能否打通。

1.3. 投资：缺项目问题缓解后的增速改善

2026 年，广义基建投资增速连续两年下降。2025 年下降 1.5%后，2026 年前三季度广义基建累计同比-6.1%，加上信息基建后（电信、广播电视和卫星传输服务，互联网和相关服务），降幅收窄至 4.2%。

项目不足是主要约束。2026 年前三季度，本年新开工项目计划总投资额累计下降 20.5%，并且新开工项目投资额自从 2024 年以来已经连续 3 年下降，表明储备施工项目较为紧缺。此外，前三季度本年施工项目计划总投资额累计下降 5.4%，是历史首次负增长。

相比于项目而言，今年资金相对充足，特别是保障专项债中用于项目建设的资金要稳定在一定比例。剔除掉特殊专项债和土地储备两个用途后，今年前 10 个月用于项目建设的专项债资金约为 2.3 万亿，占比 60.3%，高于去年全年的 57.7%，止住了项目建设资金比重连续下降的趋势。

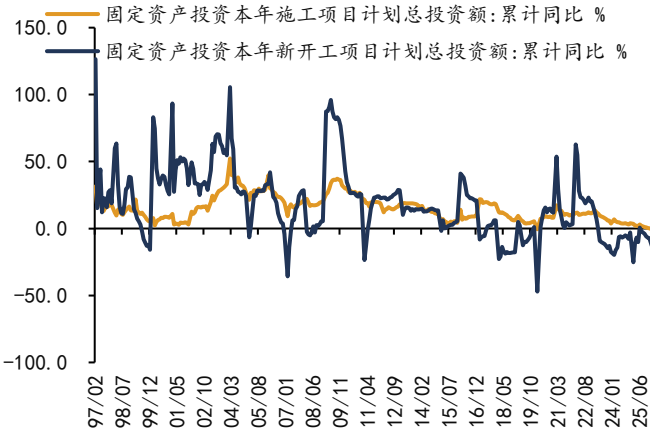
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图13：广义基建投资连续两年下降



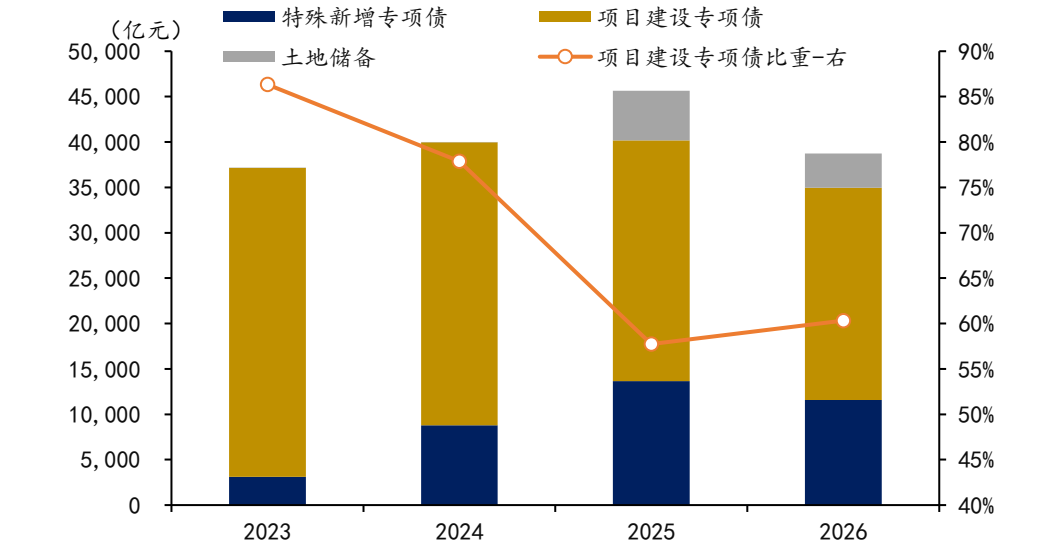
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：缺项目是当前基建投资主要问题



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2026 年项目建设专项债资金比重有所回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 数据截至 10 月底

展望 2027 年，以财政支出为导向的基建投资增速有望回升。

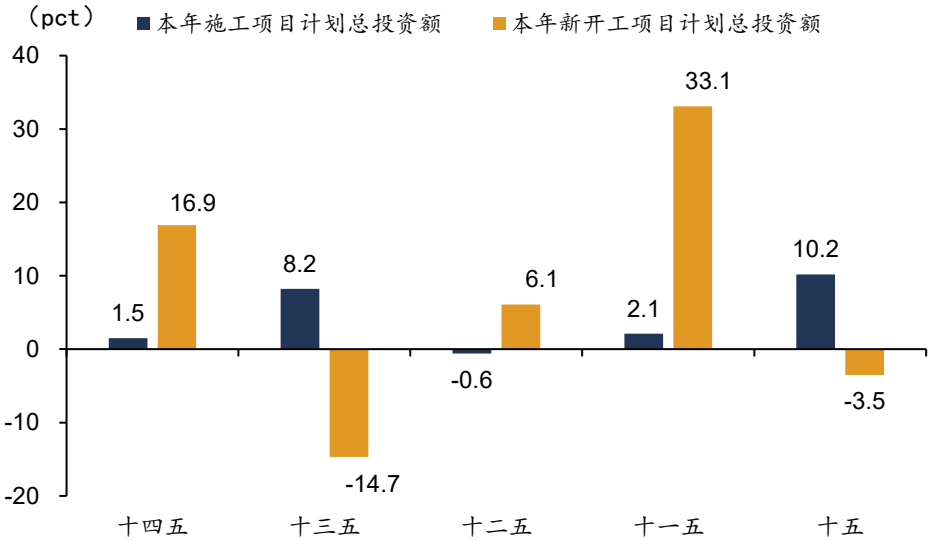
一是缺项目问题有望缓解。2027 年是“十五五”第二年，“十五五”规划所确定的 109 项重大工程，在完成前期论证研究后，预计在第二年大多能够开工。参考历史来看，过去 25 年的五次五年规划，其中有 4 次，第二年的施工项目投资额同比都在回升，平均回升 4.3 个点。

二是连续两年负增长形成的超低基数，将有助于带来 2027 年固定资产投资同比读数的改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三是地方行政动能完成考核导向适配，投资节奏迎来秩序重构与边际修复。伴随地方换届平稳过渡与正确政绩观的内化，2026 年地方投资的审慎情绪在 2027 年有望逐步缓解。但在全生命周期责任机制与债务风险硬约束的长期基调下，地方难以重走规模扩张老路。2027 年的投资好转，更多是从非正常失速向常态化弱平衡过渡，而非重回以往由信贷与地产驱动的高增长周期。

图16：历次五年规划的第二年项目投资额同比增速减第一年同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 居民部门：私人需求的回归

政府部门提振支出增速仅能为经济托底，2027 年中国经济真正的向上弹性，更多来自于居民部门需求的回归。过去几年，受房地产深度调整带来的资产缩水效应制约，2026 年还叠加耐用品补贴政策后的阶段性透支，居民部门长期是总需求中较薄弱的环节。展望 2027 年，住房与消费两大私人需求支柱有望迎来共振修复。一方面，历经五年深度调整，我国住房供给侧出清速度远超需求回落，叠加房贷贴息开辟“中央财政直达居民”新范式，房地产正从局部筑底迈向全面止跌回稳。另一方面，地产企稳对负财富效应的阻断，配合 PPI 回落提振劳动密集型就业，加上耐用品透支周期步入尾声，将共同驱动居民消费见底回升。

2.1. 房地产：止跌回稳

2.1.1. 回顾：2026 年的积极变化

房地产市场在 2026 年出现了很多积极变化，这些变化大概率将延续至 2027 年。

一是从销量来看，二手房成交增速远超前两年。前三季度二手房网签面积同比增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

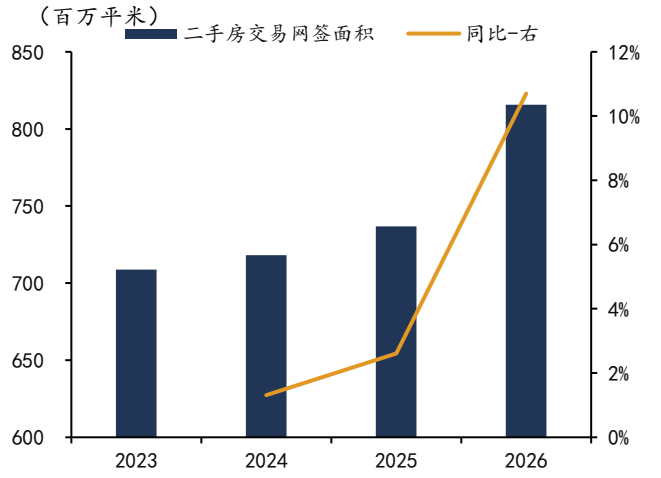
10.7%，远高于 2024、2025 全年 1.3%和 2.6%的增速。按前三季度增速外推全年，合并新房和二手房来看，我们预计 2026 年全国商品房成交面积将达到 15.8 亿平，同比-2.3%，较 2025 年的-4.4%降幅进一步收窄。

二是从价格来看，一线城市二手房价已连续 7 个月环比上涨。全国房价同比降幅不断收窄，70 城二手房价最大降幅出现在 2024 年 9 月（同比-9%），2026 年 9 月同比降幅已收窄至-4.8%，其中一线城市同比为-1.5%。如果看环比变化，一线城市二手房价已经连续 7 个月上涨，若此趋势持续，同比有望于明年上半年转负为正。

从季节性来看，过去几年二手房价环比增速都是在 3 月达到高点后回落，70 城环比来看，2021-2025 年 9 月平均比 3 月低 0.48 个点，而今年仅低 0.1 个点，年内房价表现远好于季节性。

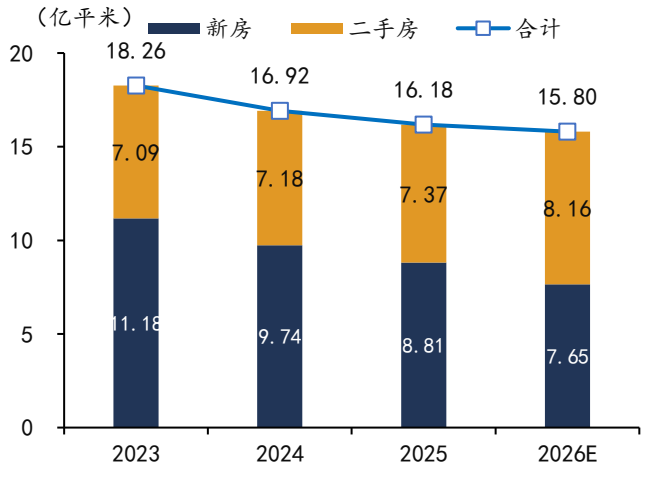
三是从扩散度来看，房价止跌回稳的城市数量相对稳定。2026 年 3 月以来，70 城中二手房价止跌回稳（环比≥0）的城市数量持续 7 个月稳定在 10 个附近。相比之下，2024 年“924”后，这一现象的持续时间只有 6 个月。

图17：二手房网签面积大幅增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 年网签面积为根据前三季度同比推算

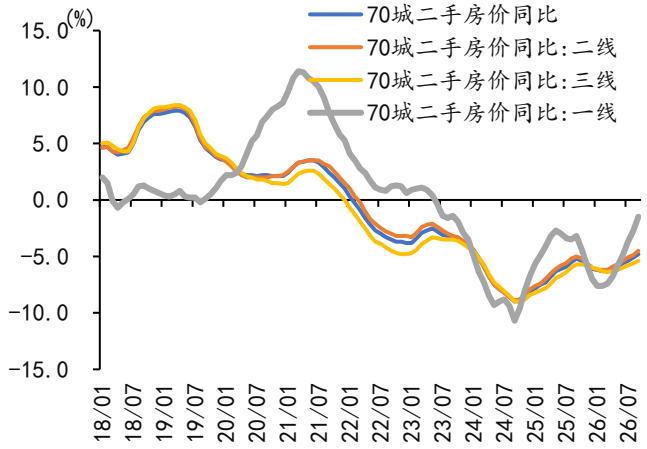
图18：新房和二手房合计成交面积



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 年新房和二手房都根据前三季度增速推算

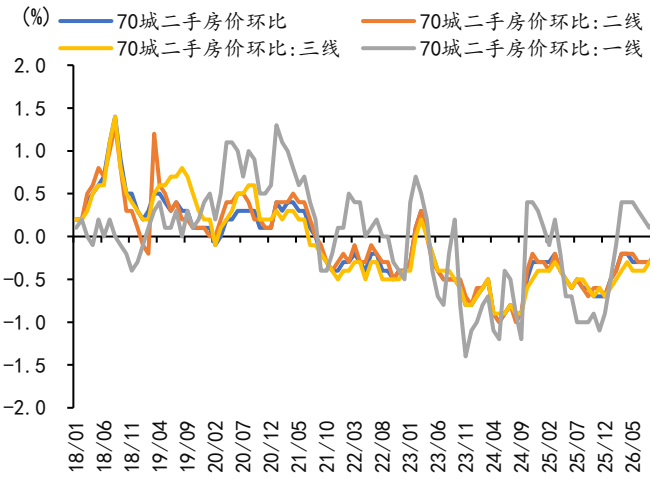
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：二手房价同比变化



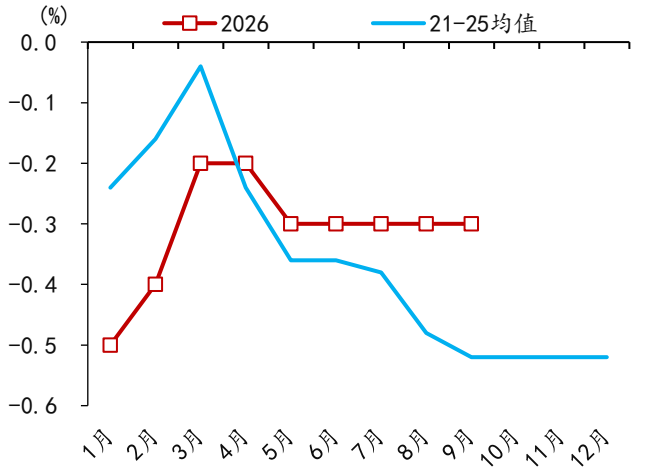
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：二手房价环比变化



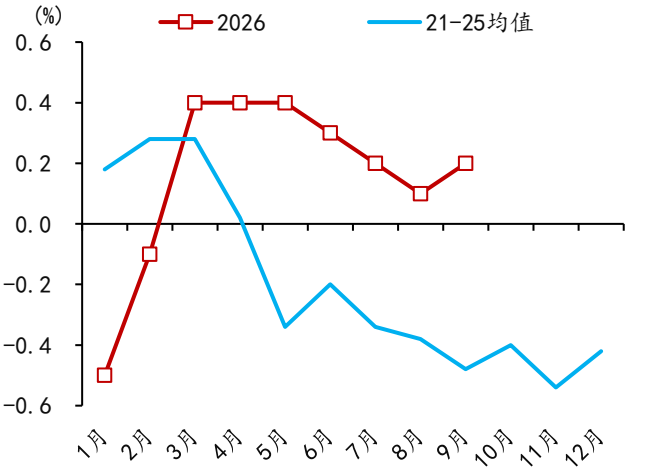
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：70 城二手房价环比强于季节性



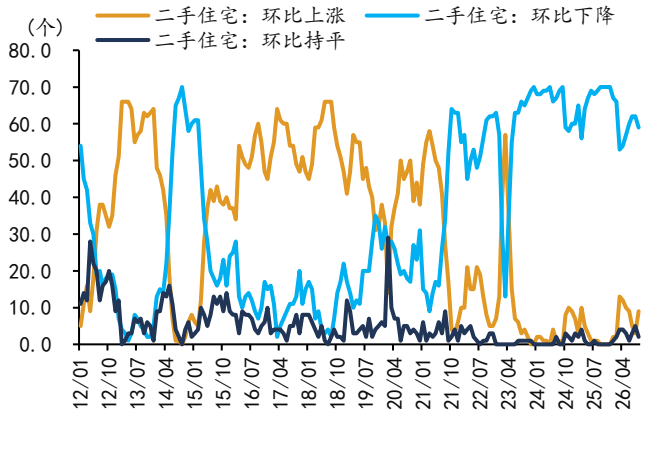
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：一线城市房价环比强于季节性



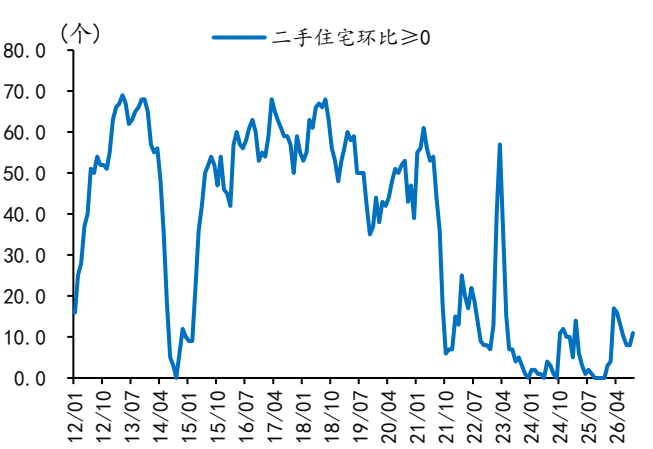
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：70 城二手房价环比变化的数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：房价止跌回稳的城市数量稳定



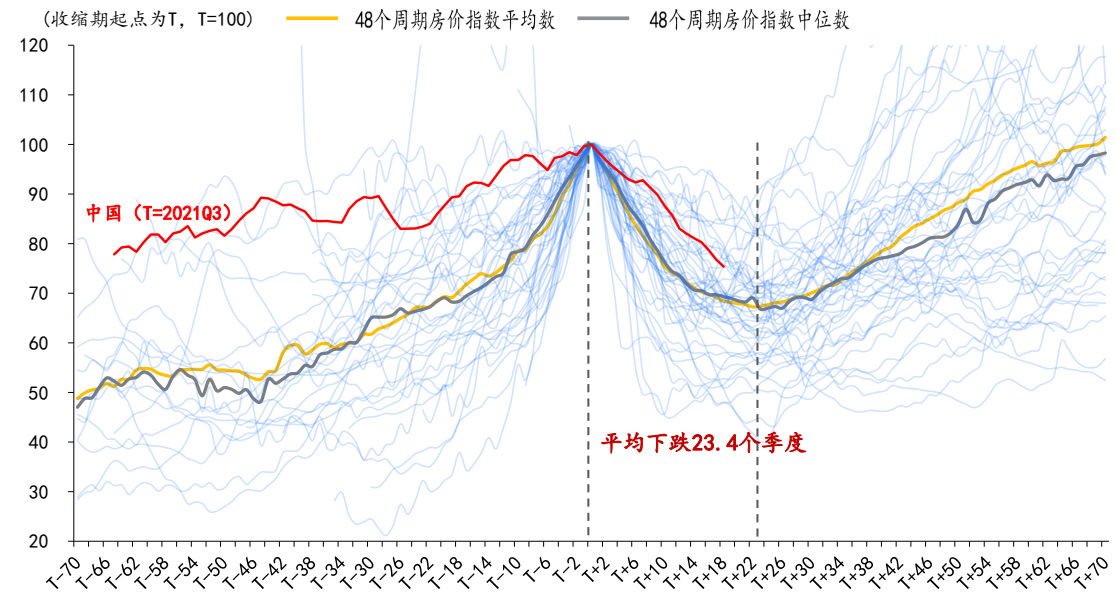
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1.2. 2027 年有哪些进一步止跌回稳的信号？

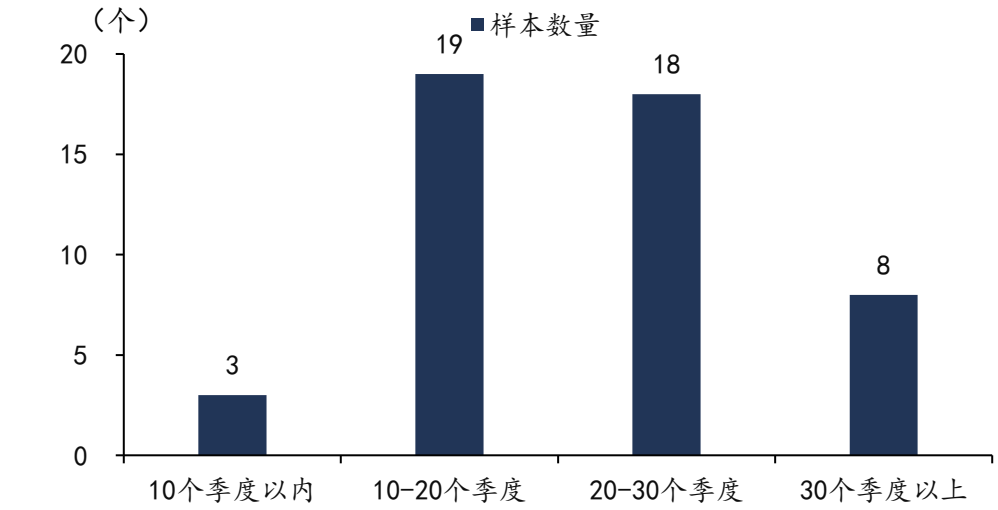
第一，从国际经验来看，我们此前研究的 48 个房地产深度下行周期平均持续时间 23.4 个季度，同时 83.3%的样本下跌时间不会超过 30 个季度。我国自 2021Q3-2026Q3 已持续 20 个季度，正在接近拐点。典型案例，如美国 2006 年开始的房价下跌持续 22 个季度；中国香港在 1981-2025 年间经历三次较大幅度的房价下跌，两次持续 14 个季度、一次持续 23 个季度。

图25：从国际经验来看我国本轮房地产周期正在接近拐点



数据来源：BIS，东吴证券研究所；注：均为 BIS 实际房价指数，即名义房价指数剔除通胀

图26：40/48 样本周期房价下行时间不超过 30 个季度



数据来源：BIS，东吴证券研究所；注：均为 BIS 实际房价指数，即名义房价指数剔除通胀

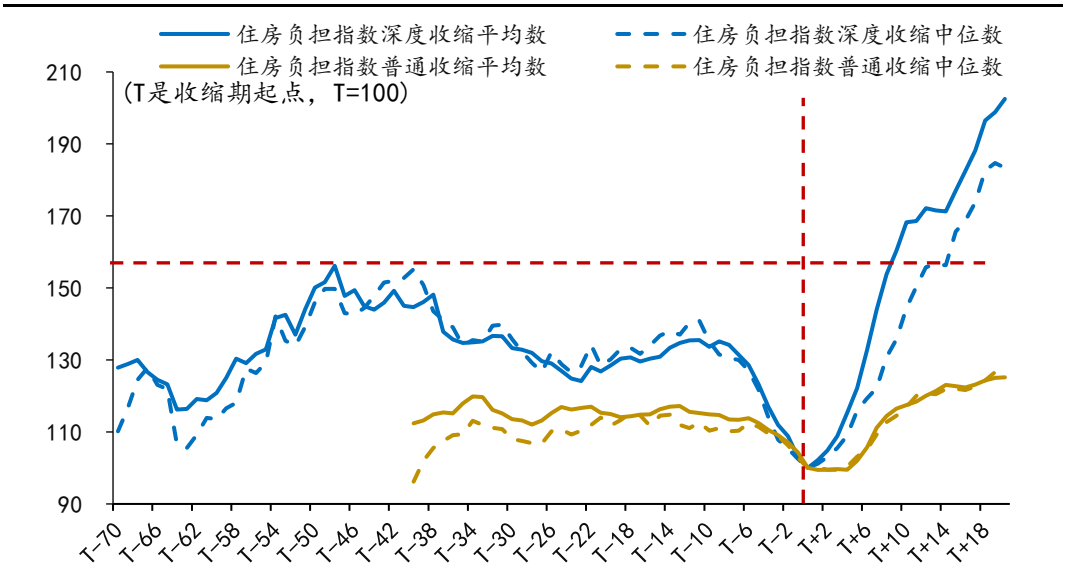
第二，住房供给调整速度决定房价下跌时间，我国供给调整较快，具备止跌回稳的供需基础。

（1）在房地产下行周期中，供给调整节奏比需求更重要。从需求端来看，需求=需要+购买力，二者均具备逐步回升的内生韧性。一方面，城镇化推进、家庭规模减小与住房折旧，使潜在居住“需要”随时间推移持续累积；另一方面，名义收入的韧性叠加房价深度回调与按揭利率走低，驱动居民购买力加速修复。

购买力可以看 BIS 开发的住房可负担性指数（Housing Affordability Index），衡量一个收入处于中位数的家庭，能不能负担得起一套当地平均价格住房的按揭贷款。**从国际经验来看，住房可负担性指数在房价下跌 2-3 年就回到上轮周期高点，表明购买力普遍恢复较快。**

当然，尽管如此，2027 年需求端还是有积极信号，在于房贷贴息政策终于落地。这不仅标志着房地产调控正式开辟了“中央财政直达居民端”的新范式，更在 2026 年房地产市场筑底改善的基础上，为 2027 年需求端打开了更具想象力的向上空间。长期以来，稳楼市高度依赖货币降息与地方零散补贴，但前者受制于银行净息差底线，后者受困于土地财政约束。房贷贴息以“中央财政扛大头”的方式切入，实质上搭建了一条跨周期的居民部门定向转移支付通道。贴息工具虽处起步阶段且覆盖面相对审慎，但其政策弹性具备极大的调整空间。展望 2027 年，在 2026 年市场实现阶段性改善的背景下，房贷贴息政策有望进一步扩容，如放宽总价和面积等限制，为 2027 年住房需求端注入多重超预期可能。

图27：2-3 年后，住房可负担能力超过前高

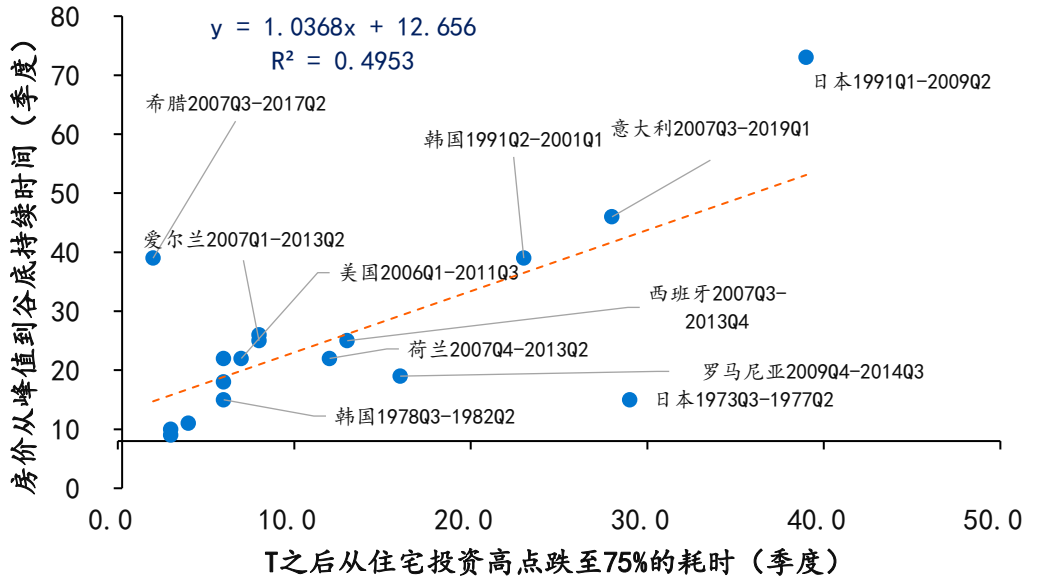


数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（2）我们用国际经验做了一个验证，发现房地产投资的调整速度决定房价下跌时间。从国际经验来看，T 之后“住宅投资占 GDP 的比重”从高点回落到峰值 75%所需时间越长，房价下跌时间也越长，原因是供给端调整迟缓，新增供给对价格的压制持续存在。如下图，从 17 个有完整投资数据的国际比较样本来看，住宅投资下降速度和房价下跌时间的 R^2 达到 49.5%。

图28：房地产投资下降速度决定房价下跌时间



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推；住宅投资这里用的是住宅投资占 GDP 比例

（3）从市场结构来看，我国住房供给调整较快，具备止跌回稳的供需基础。

①对比国际经验，我国供给侧调整更快。住宅投资占 GDP 比例，从国际经验来看，中位数大致从 6%跌至 3%，下跌一半左右见底回升；而我国从 2021 年前三季度 13.4%跌至 2026 年前三季度 5.0%，跌幅已超过一半，表明跟各国房地产周期相比，我国这轮周期供给侧调整速度快且幅度大。

②同时，我国供给调整快于需求，供需加速再平衡。按 12 个月移动平均来看，2021 年以来商品房销售跌幅 53.5%，新开工面积跌幅 78.9%，表明我国供给端调整快于需求端，供需正在加快实现平衡。

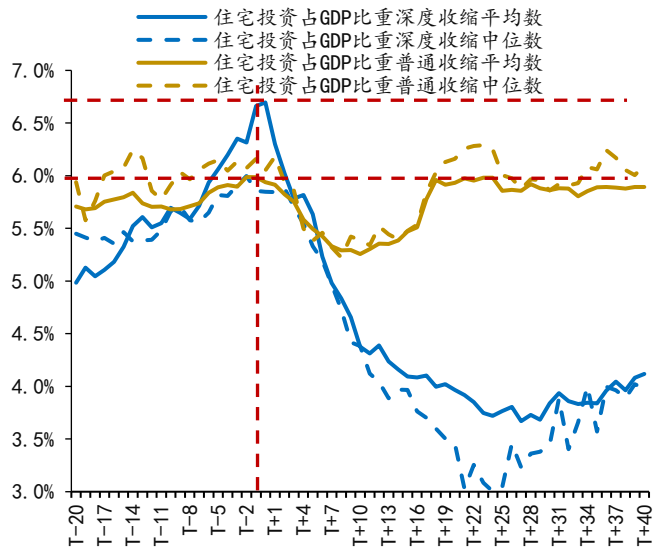
③商品房待售面积同比首次转负，是另一积极信号。从商品房待售面积来看，其同比增速在 2024 年 5 月见顶达到 24.7%，2026 年 8 月开始同比转负，9 月为-0.6%。待售面积仅统计已竣工而未售出的现房，在建未竣工房源不计入，其增减取决于竣工规模与现房销售速度。同比转负表明竣工形成的现房增量已小于市场消化量，库存由累积转入去化。

④最后，828 新政推动预售制到现房销售，在未来两三年内会进一步放缓新增住房

请务必阅读正文之后的免责声明部分

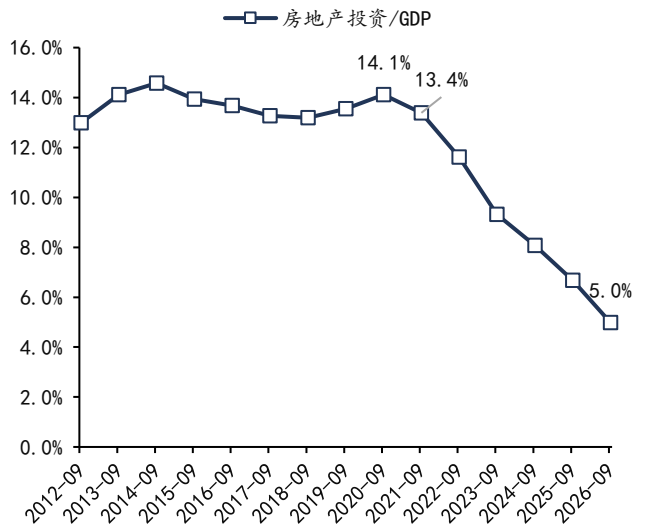
供给的入市节奏。一是回款前移能力削弱。预售节点由各地现行的正负零、主体三分之一或二分之一统一抬升至主体结构封顶，销售回款时点后移，项目前期自有资金占用相应拉长。二是垫资规模抬升。新出让土地项目优先实行现房销售，销售回款须待竣工验收后方能形成，垫资周期由预售模式下不足一年延至两年以上，同等资本可支撑的在建规模显著收缩。三是资金调度受限。首付款与个人住房贷款全额存入监管账户、按工程进度拨付，叠加项目主办银行制，集团层面跨项目腾挪的空间基本消失。三重机制共同压低周转率，供给入市的节奏将进一步放缓。

图29：国际经验看房地产投资平均下降一半左右



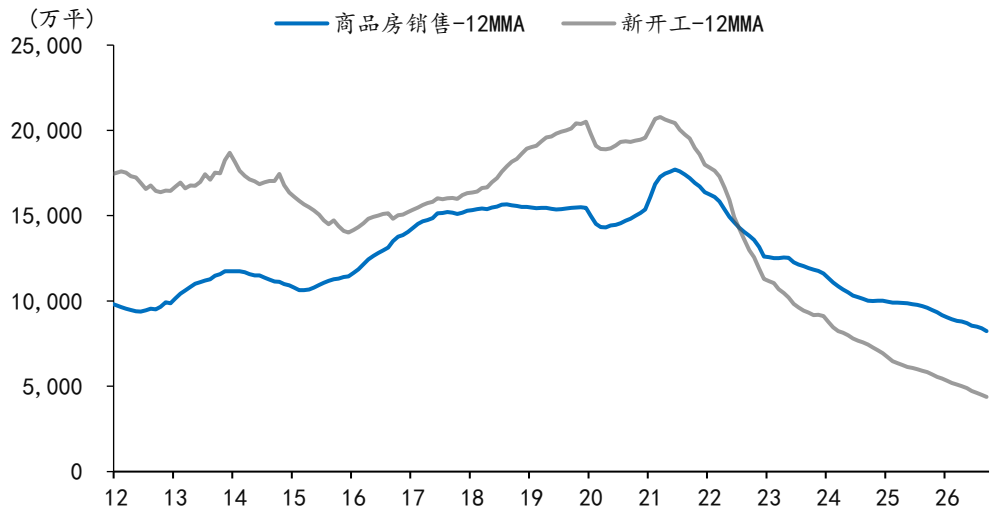
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：我国房地产投资占 GDP 比例的降幅已超过一半



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：未剔除土地购置费

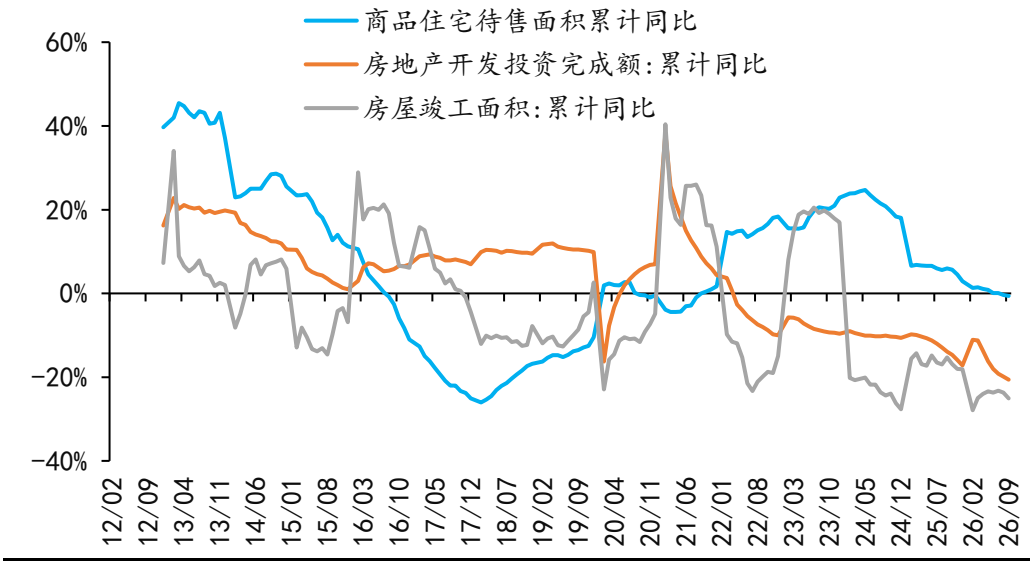
图31：供给调整速度快于需求



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图32：商品房待售面积同比于近期转负



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综上所述，无论是从全球房地产深度调整周期的时长规律来看，还是从国内“供给加速出清、待售库存转负”与“可负担性修复、房贷贴息落地”的供需双端信号来看，2027年我国房地产市场进一步止跌回稳的基础已日趋扎实。更为关键的是，房地产走向止跌回稳不仅意味着地产投资自身拖累的减轻，更将打通居民部门消费修复的核心堵点。住房作为我国居民部门最主要的存量财富载体，一旦房价止跌的信号确立并扩散，困扰居民多年的资产缩水预期便会实质性缓解。因此，房地产市场的筑底企稳，将为2027年居民消费走出低谷提供支撑，推动居民部门需求修复从“资产端企稳”传导至“消费端回升”。

2.2. 消费：见底回升

2.2.1. 2026年的消费分层

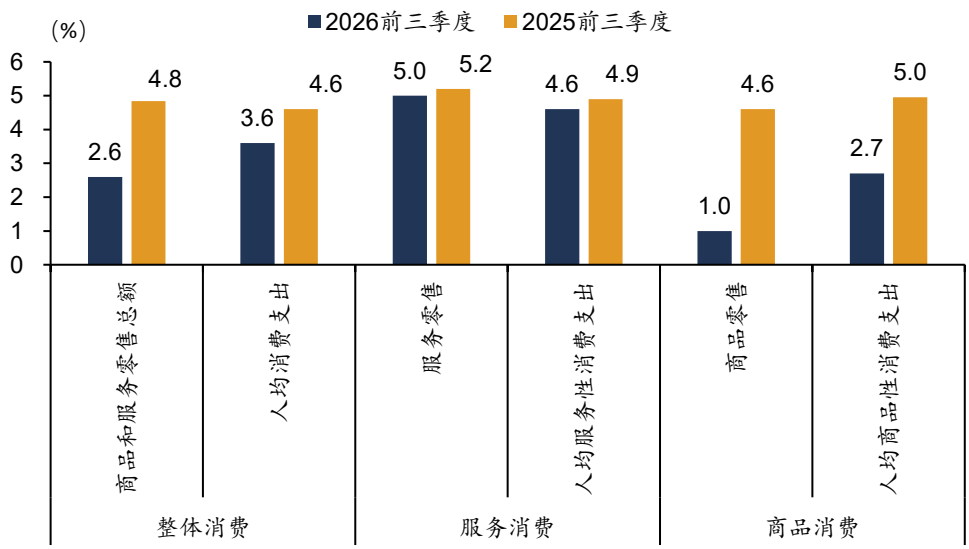
今年以来消费增速偏低，主要是商品消费增速低。我们从零售口径与居民支出口径的两方面消费指标来看。**零售口径**，今年前三季度商品和服务零售总额同比增长2.6%，较上年同期4.8%回落2.2个百分点；其中商品零售增长1.0%，较上年同期4.6%回落3.6个百分点，服务零售增长5.0%，仅回落0.2个百分点。2.2个百分点的总减速几乎全部由商品零售贡献。

居民支出口径，今年前三季度全国居民人均消费支出增长3.6%，较上年同期4.6%回落1.0个百分点；其中人均商品性消费支出增长2.7%，较上年同期5.0%回落2.3个百分点，人均服务性消费支出增长4.6%，回落0.3个百分点。两套口径相互印证，商品消

请务必阅读正文之后的免责声明部分

费增速已降至 1.0%和 2.7%的低位，服务消费仍维持在 5.0%和 4.6%的较快区间，二者走势持续分化。

图33：各个口径的消费增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2025 年商品和服务零售总额是根据 2026 年权重和 2025 年增速推算

对消费结构而言，我们参考国际经验，按照使用寿命，将社零分成耐用品（不含金银珠宝）、半耐用品、非耐用品（不含石油）、服务消费（餐饮收入）等 4 类，另外将金银珠宝、石油消费两类单列。不同类型的消费，面临的消费习惯、政策约束都完全不同，因而表现出截然不同的增速特点。

从社零看 2026 年中国消费增速明显分成三层。

增速最高的一层是非耐用品（不含石油），前三季度月均增长 6.6%。这部分商品大多是必需消费（如食品饮料），2021 年以来非耐用品增速长期稳定，波动小而增速高。

中间层是半耐用品和餐饮，前三季度半耐用品月均增长 3.5%，餐饮收入月均增长 2%。其中，半耐用品使用寿命仅次于耐用品，因此表现出可延迟消费特点，所谓“缝缝补补又三年”即是指半耐用品中的服装消费延迟的现象。但半耐用品又没有补贴政策带来的刺激与透支，因而不像耐用品增速一样大起大落。而餐饮消费从 2025 年下半年以来系统性下台阶，今年大多在 2%上下波动。

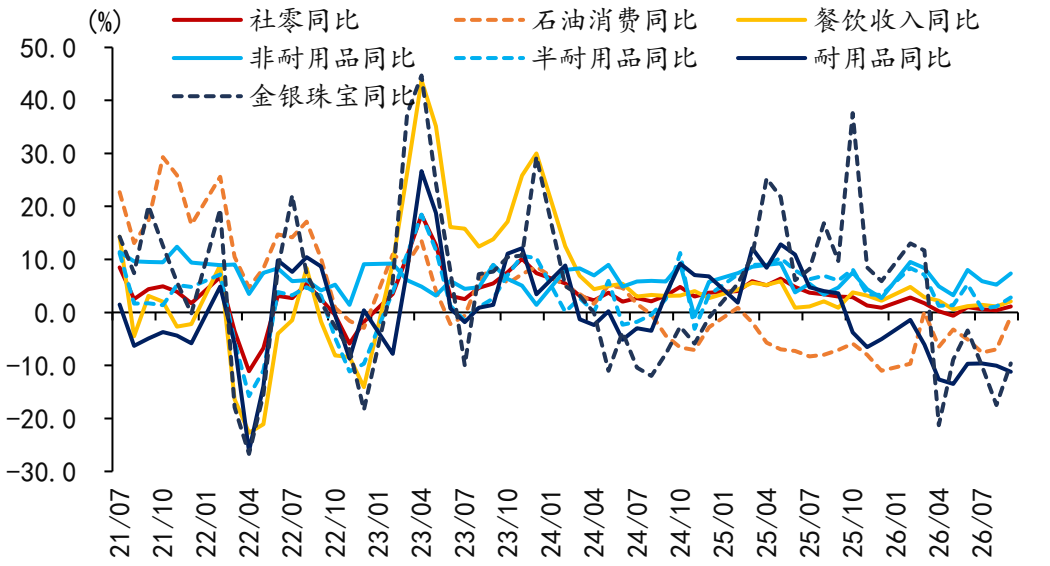
最低层是耐用品、石油和金银珠宝，前三季度这三类商品月均增速分别为-9.3%、-5.8%、-5.0%。其中，耐用品消费主要受到“以旧换新”补贴带来的基数效应和透支效应影响；同时，耐用品在社零中的比重接近 20%，对整体社零增速的影响最大。

石油消费和金银珠宝消费都是量在收缩，但驱动力不同。石油消费量收缩，是因为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

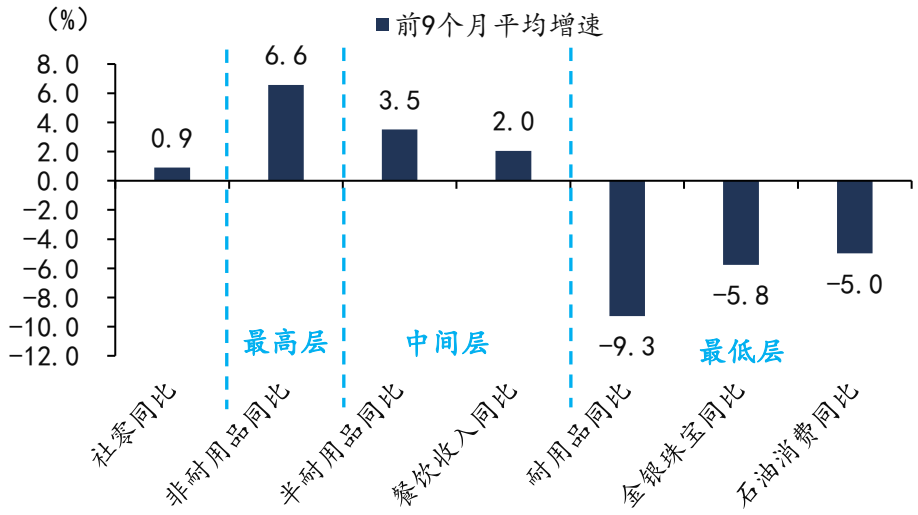
居民用车从“油车”到“电车”转型，“油车”能源计入社零，“电车”能源不计入社零，居民能源消费未必减少，只是统计变化。金银珠宝消费量的收缩，是因为金银价格处于历史高位，投资需求强劲，而消费需求收缩。根据中国黄金协会[3]，2026 年前三季度，我国黄金消费量 684.623 吨，同比增长 0.28%。其中，黄金首饰 178.612 吨，同比下降 33.86%；金条及金币 444.576 吨，同比增长 26.26%；工业及其他用金 61.434 吨，同比增长 1.41%。

图34：各类消费增速变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：非耐用品不含石油消费，耐用品不含金银珠宝

图35：2026 年前 9 个月消费结构分为三层



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：非耐用品不含石油消费，耐用品不含金银珠宝

[3] 中国黄金协会

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2.2. 透支终有结束时：2027 年消费会更乐观

展望 2027 年，我们认为有三重因素驱动消费增速回升。

第一，从宏观定位来看，2027 年消费增速与名义 GDP 增速差距将收窄。

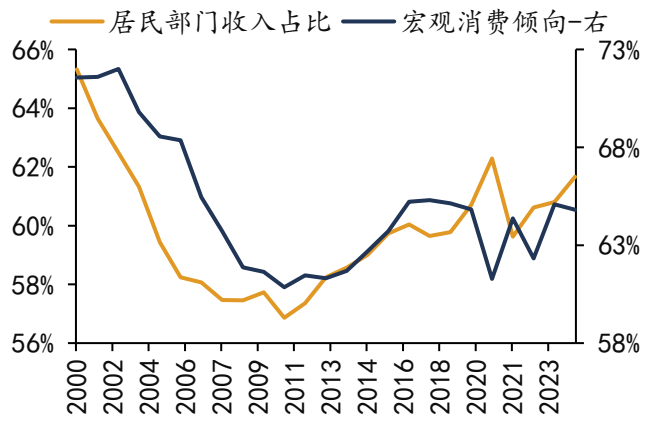
以“服务 CPI-PPI”衡量的消费率周期可能在 2027 年出现拐点。我们在 11 月 2 日外发报告《反常识和消费不等式：谁决定消费增速？》中提出，消费增速≈经济增速+k，其中 k=居民收入占 GDP 比重变化+消费倾向变化=居民消费率变化。2010 年以来，k≥0 是长期趋势，因而“消费增速≥经济增速”大多时候成立，仅在 PPI 回升周期里出现例外。进一步，我们用“服务 CPI-PPI”作为月度高频指标，跟踪 k 的变化，二者趋势基本一致。2026 年处于 PPI 回升阶段，压低了“服务 CPI-PPI”与 k 值；而 2027 年 PPI 将步入下行周期，“服务 CPI-PPI”有望转入上升通道，带动 k 大概率回升。因此，消费率周期或在 2027 年迎来拐点，不会再像 2026 年那样大幅下降，可能转为小幅下滑甚至回升。这就意味着，2027 年名义消费与 GDP 增速的差距将明显收窄，甚至有小概率出现消费增速追平或赶超经济增速的情况。

从逻辑来看，2027 年中国 PPI 同比增速回落将通过产业链利润再分配有效带动消费增速回升。在终端定价权偏弱的“内卷式”竞争格局下，今年工业成本上涨并没有带动消费价格明显上涨，而是更多体现为中下游消费制造与服务企业的利润挤压。

我们预计 2027 年 PPI 趋于回落，下游消费制造业利润率趋于改善。而这些行业相比涨价行业，覆盖了更多就业，因而其利润率改善可以转化为薪酬增长与就业预期稳定，进而传导至终端消费。

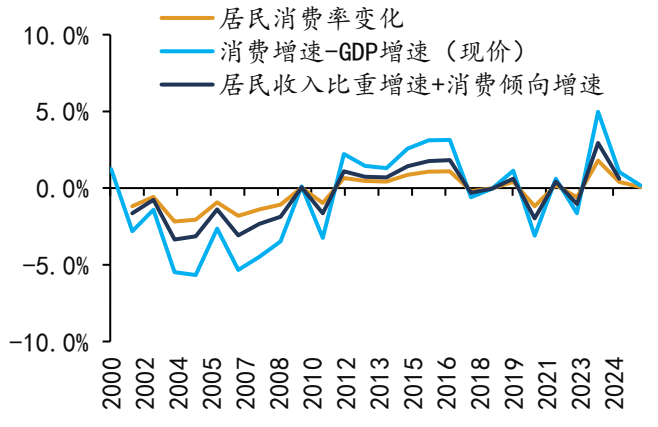
当然，服务 CPI 若能回升，将是更重要的指标，原因是服务价格是当前消费循环中最重要的堵点。

图36：2010 年后居民收入比重和消费倾向未明显下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

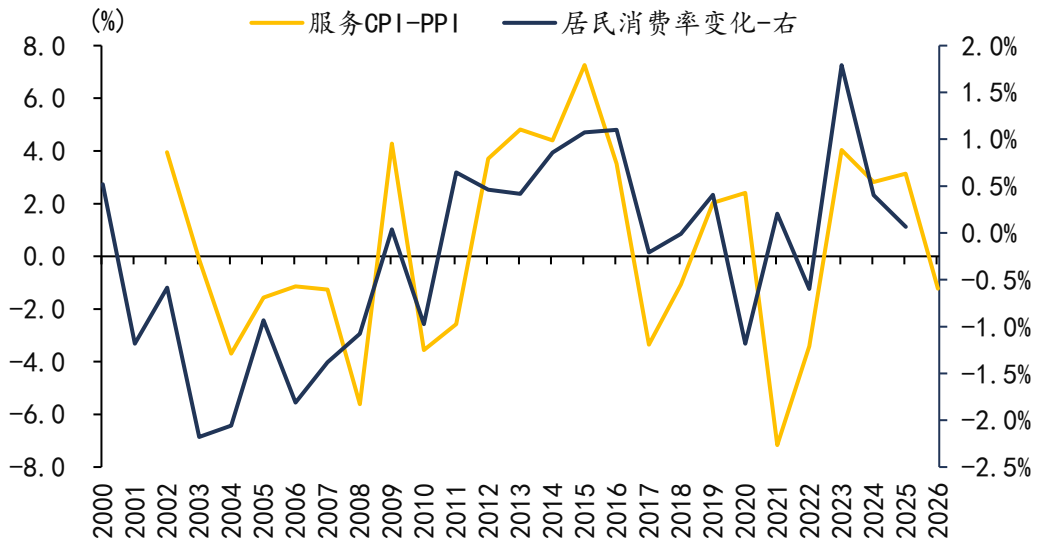
图37：2010 年后消费率大多年份上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图38：“服务 CPI-PPI”跟居民消费率变动趋势一致



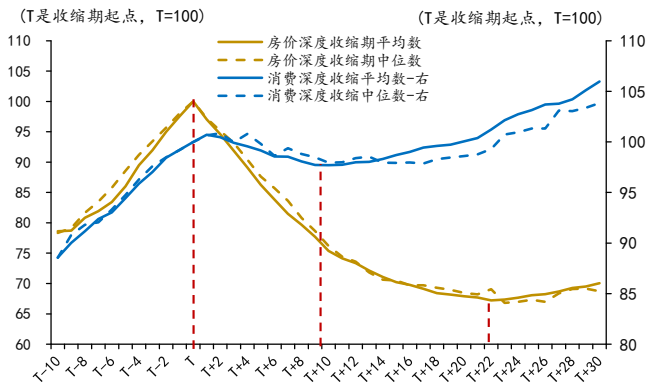
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 年为前 8 个月数据

第二是伴随着房地产走向止跌回稳，消费改善的基础更加稳固。

我们的研究发现，从全球 57 个经济体、190 次房地产下行周期的历史规律来看，消费具有领先于房价修复的特征。这意味着房价临近拐点时，消费更易反弹。在 48 次深度衰退样本中，消费拐点平均在房价下跌的第 10 个季度（T+10）见底，领先于房价拐点（T+22），在能够识别消费拐点的样本中，消费领先房价的样本比例高达 86.8%。

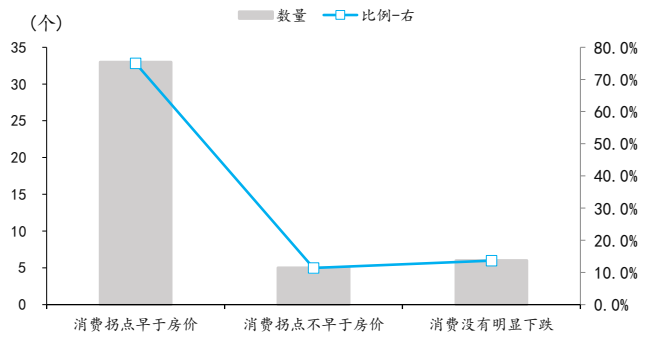
消费领先房价改善的驱动力来自于两方面。一方面，消费本质上是受收入、就业与政策托底驱动的流量变量，对宏观经济企稳更为敏感（跨国经验中 GDP 拐点平均在 T+8 先于房价见底），一旦房地产止跌消除了负财富效应并稳住宏观大盘，消费改善便会先于冗长的资产负债表与信贷扩张周期启动。二是消费品的“饱和—更新周期”短于住房，需求更早修复。

图39：深度下行期，消费拐点明显早于房价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：44 个有数据的深度衰退期样本分布



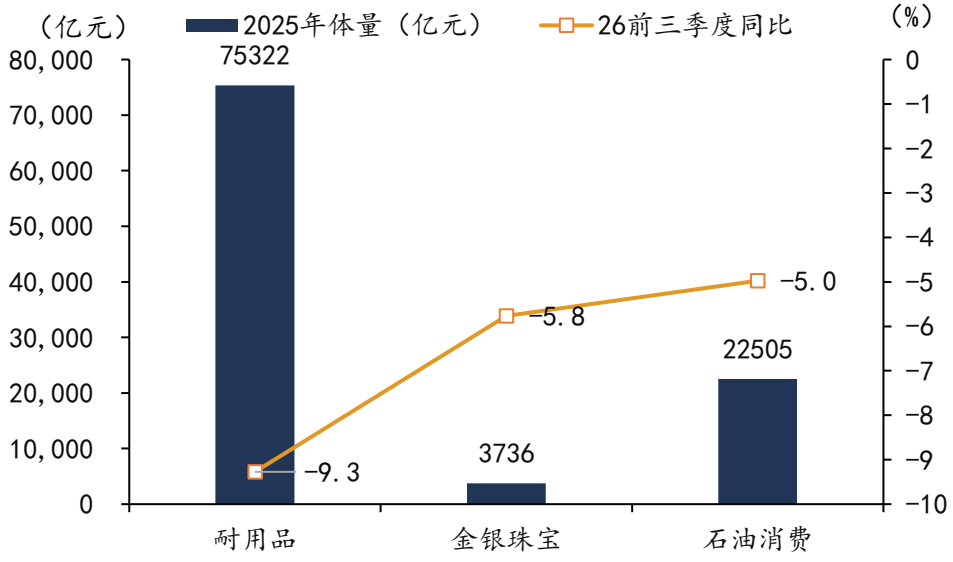
数据来源：OECD，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第三是耐用品消费的拖累将明显减小。

社零的三大短板中，耐用消费品影响最大。从体量来看，2025 年限额以上口径来看，耐用品零售额约为 7.5 万亿，石油及其制品约为 2.3 万亿，金银珠宝约为 3700 亿。从增速来看，今年前三个季度耐用品同比-9.3%，降幅也远大于另外两类。

图41：社零三大短板的体量和增速



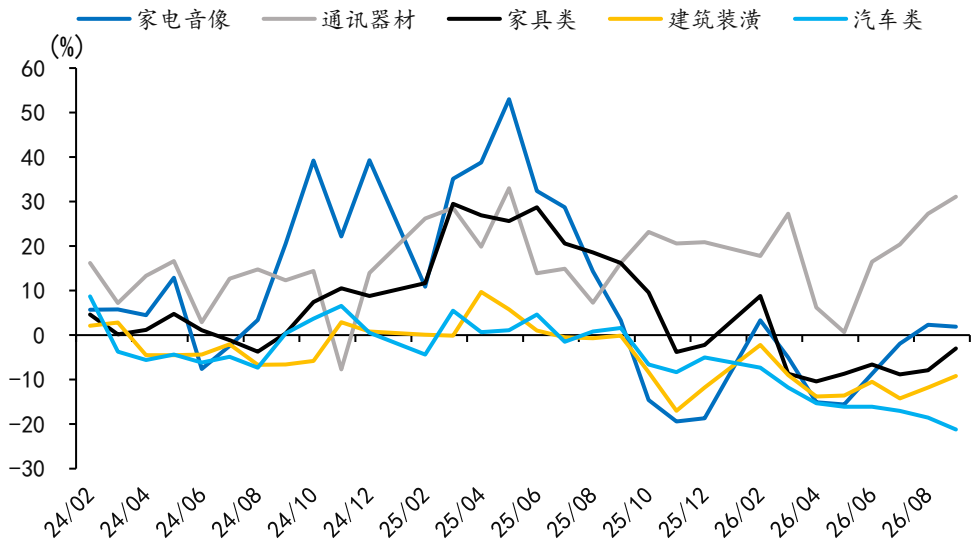
数据来源：Wind，东吴证券研究所

耐用品消费也是三大短板中唯一有望回升的。从影响因素来看，“油转电”是影响石油消费的长期趋势，未来几年仍将继续；而金银珠宝消费量收缩，消费金额取决于金价变化，波动和不确定性都较大，二者很难贡献社零增量。但耐用品不同，从历史经验来看，补贴后的耐用品减速是有明显的回升时间的，大致在 2-2.5 年。

从实际数据来看，除了汽车之外，其他的耐用消费品同比增速都已经度过短期最低点。从年内最低增速到 9 月来看，家具零售同比从-10.4%收窄至-3.0%，家电音像从-19.4%到 1.9%，建筑建材从-17%到-9.2%，通讯器材从 0.7%到 31.1%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图42：除汽车外的耐用品增速都已过最低点

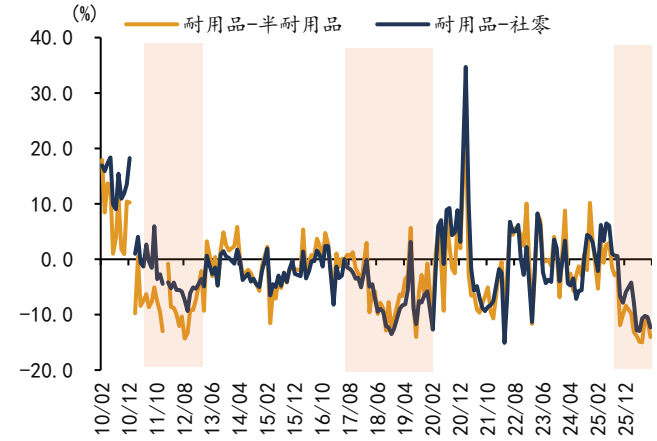


数据来源：Wind，东吴证券研究所

历史上有三次耐用品跟非耐用品的分化，原因都是耐用品补贴拉高短期增速，之后出现透支效应导致增速下降。第一次是 2012 年耐用品增速明显下降，主要是因为此前两年的“家电下乡”和“以旧换新”政策预支了需求，2009 年底，耐用品消费增速一度接近 50%，远高于其他品类。第二次是 2018-2019 年耐用品增速低于非耐用品，原因是 2015~2017 年的购置税优惠政策，提前释放了大量汽车消费需求，2016 年年底，耐用品消费增速达到 13.3%，是所有消费品类中增速最高的，2018 年政策退出后，增长相对乏力。第三次就是 2025 年下半年以来，2024 年 9 月到 2025 年 6 月，“以旧换新”政策提前预支了大量耐用消费品需求，致使 2025 年下半年以来需求减少。

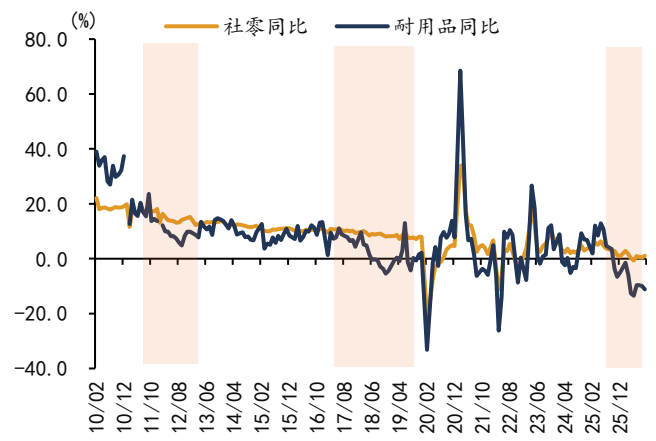
因此，我们可以参考历史经验，假设耐用品和社零的增速差，按照前两次 2012 和 2018 年历史均值的轨迹收敛，并假设非耐用品增速大致稳定于过去两年同期同比的均值，由此可以算出 2027 年社零同比约 2.3%（如图 46）。

图43：三次补贴透支期间耐用品和其他消费的增速差



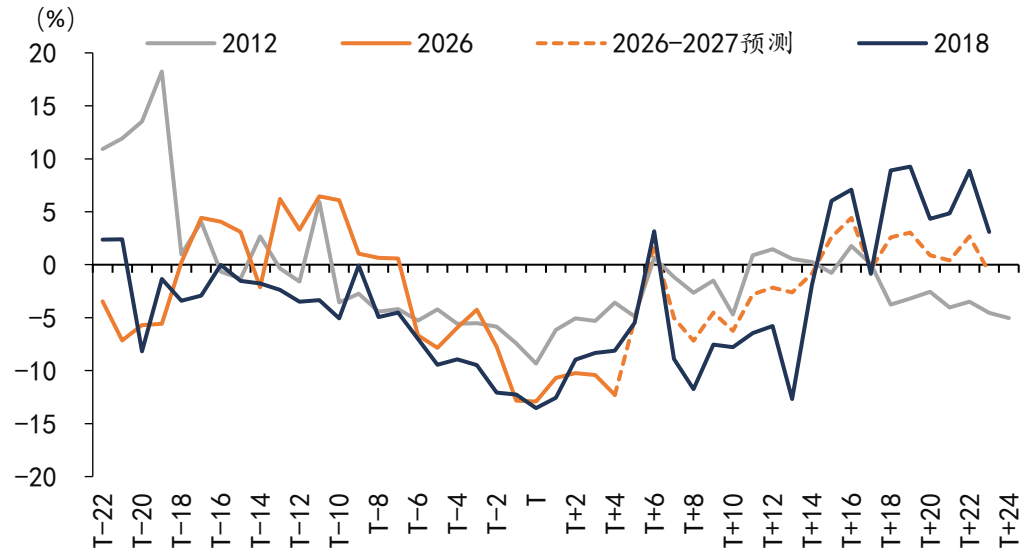
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图44：三次补贴透支期间耐用品和社零增速



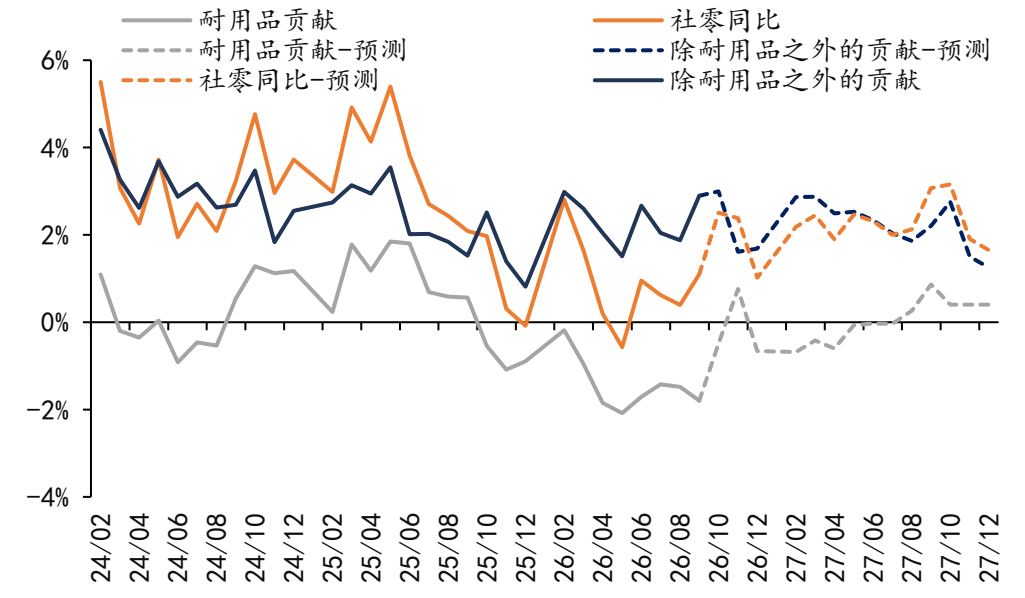
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图45：三次补贴透支后“耐用品-社零”增速差的演变



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：T 为增速差最低值附近，T+1 为后一个月，以此类推

图46：2027 年社零预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 企业部门：出口增速边际放缓是主要矛盾

之所以强调 2027 年需要依靠政府有效支出与居民私人需求回归来接力内需，核心原因在于企业部门面临的主要矛盾将发生转折，即出口增速的边际放缓。回顾 2026 年，

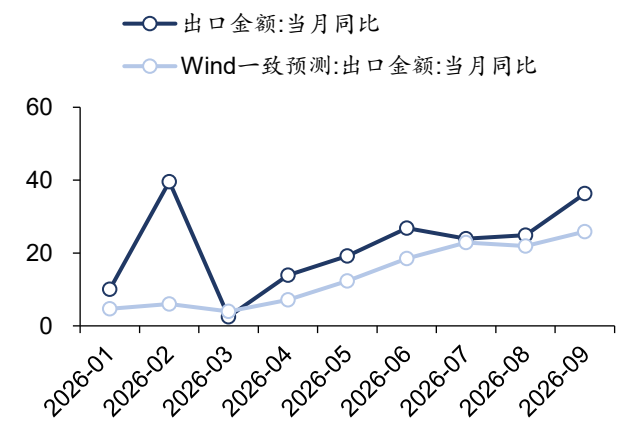
在全球 AI 资本开支扩张、高油价催生“新三样”替代需求以及传统消费品“供给替代”的三重驱动下，出口逆势高增成为拉动我国企业营收与宏观增长的最大引擎。展望 2027 年，伴随高基数效应、全球 AI 资本开支增速放缓、退税调整与中欧贸易摩擦扰动，我国出口增速预计将回落至 10%左右的稳态区间。不过，出口增速也不会大幅下降，AI 硬件“以量补价”与车企议价能力仍将构筑出口韧性。

3.1. 2026 年出口高增的三条线索

2026 年以来，在美伊冲突对全球需求造成扰动的背景下，我国出口逆势增长，连续超出市场预期，成为了年内拉动我国经济增长的主要动力。

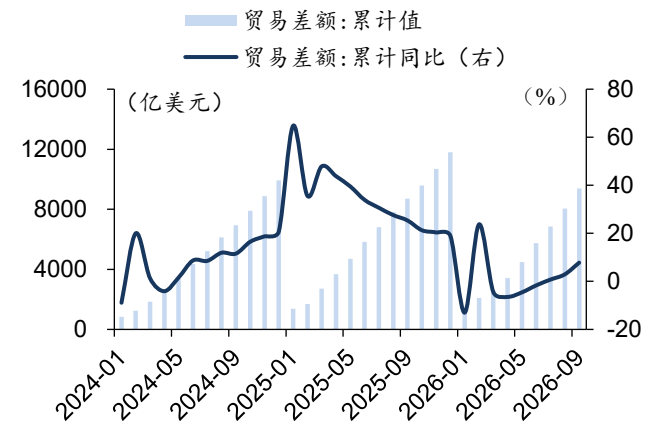
2026 年前 9 个月，我国出口总额录得 33707.0 亿美元，同比增长 21.3%，出口额录得同期历史新高，同期我国进口总额录得 24325.8 亿美元，同比增长 27.5%，同样超预期的进口使得我国贸易顺差增速有所放缓，前 9 个月我国贸易顺差录得 9381.1 亿美元，同比增长 7.8%（2025 年全年同比 18.9%）。以支出法衡量，前 9 个月净出口对我国实际 GDP 的拉动约为 1.2 个百分点，考虑到近几个月我国贸易顺差增速持续回暖，我们预计全年净出口对实际 GDP 的拉动会更加显著。

图47：今年以来我国出口持续超市场预期（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图48：我国贸易顺差增长速度有所放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

拆解结构来看，今年我国出口增长有三条线索：

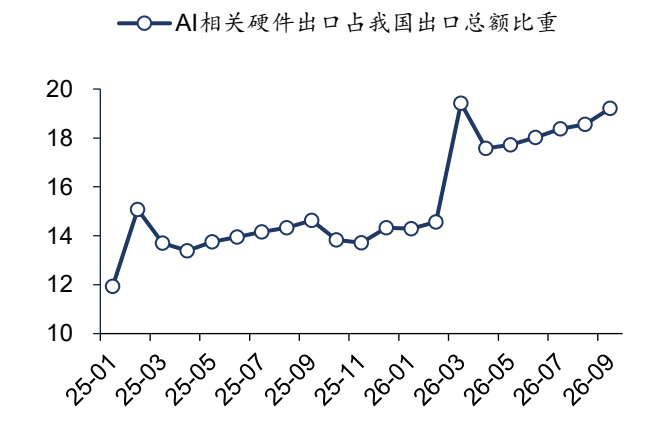
一是全球 AI 资本开支扩张下 AI 相关需求成为我国出口的核心增长极。今年前 9 个月，我国 AI 相关的硬件产品出口金额约为 5945.1 亿美元，累计同比增长 54.6%，贡献了同期出口增量的约 35.5%，拉动了前 9 个月我国出口 7.6 个百分点，占我国出口总额的比重从 2025 年全年的 13.9%增长到了今年前 9 个月的 17.6%，且从趋势上来看，AI 相关硬件产品的出口占比还在不断提升。

而拆分 AI 相关出口的量价特征来看，今年以来 AI 相关产品出口的增长主要由价格因素驱动，出口数量的增长并不显著。以集成电路出口为例，今年前 9 个月我国集成电路出口金额约为 3017.3 亿美元，同比增长 107.8%，其中出口数量同比增长仅有 3.2%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

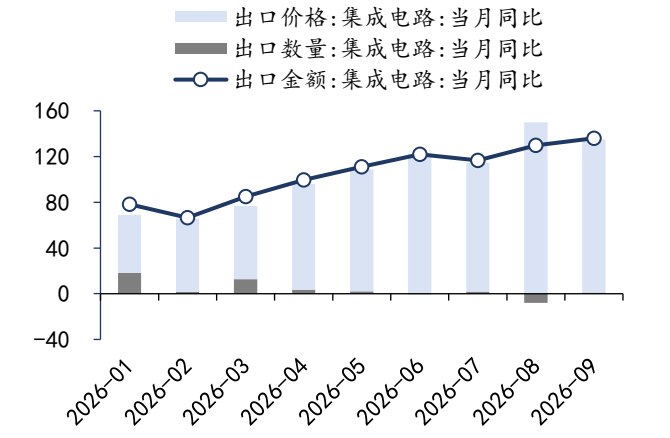
而出口价格同比增长高达 101.4%，出口价格的增长对集成电路出口的贡献度超过 90%。全球人工智能基建需求使得存储芯片、功率半导体和模拟芯片等相关产品供不应求，带动了这些产品价格的不断上行，成为了推动我国出口增长的重要原因之一。

图49：AI 相关硬件出口占比不断提升（%）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

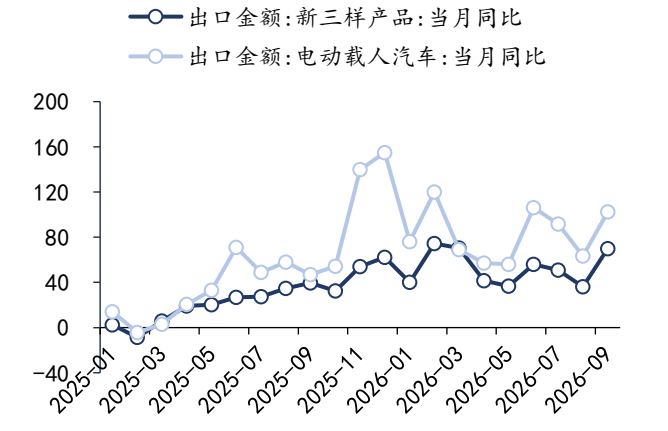
图50：集成电路出口增长主要由价格驱动（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

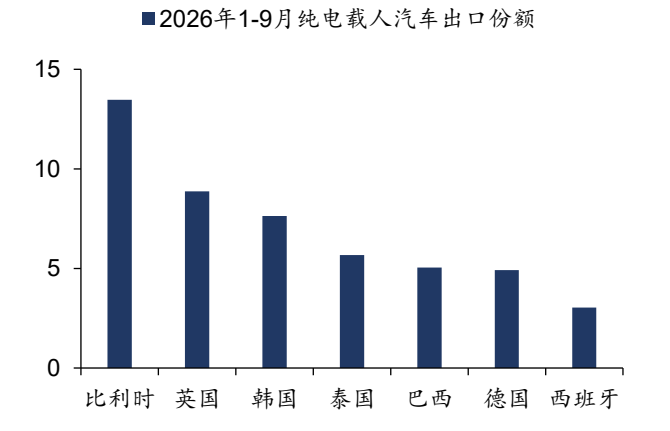
二是在美伊冲突扰动使得油价高企的背景下，我国新能源汽车在内的“新三样”出口录得高速增长。美伊地缘冲突已持续数月，作为全球原油运输核心咽喉的霍尔木兹海峡通航持续承压，日均原油运输量较战前大幅萎缩，叠加市场对中东能源供应中断的长期担忧，国际油价始终维持在高位震荡。持续的高油价直接推高了全球各国的化石能源进口成本，使得全球能源转型进程有所加速，对新能源相关需求明显提升，而我国凭借全球最完整的新能源产业链供给体系与成熟的技术优势，在相关产品出口方面表现强劲。

图51：新三样产品出口录得高速增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图52：欧盟仍是我国新能源汽车出口的主要目的地（%）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

前 9 个月，我国新三样产品出口总额约为 1925.8 亿美元，累计同比增长 51.8%，较去年全年加快 25.4 个百分点，占我国出口总额的比重也由 2025 年的 4.8%增长到今年前 9 个月的 5.7%。其中，前 9 个月电动载人汽车出口额约为 854.1 亿美元，累计同比增长 80.3%，是新三样产品中表现最为亮眼的部分。量价关系方面，与 AI 相关出口品主要由

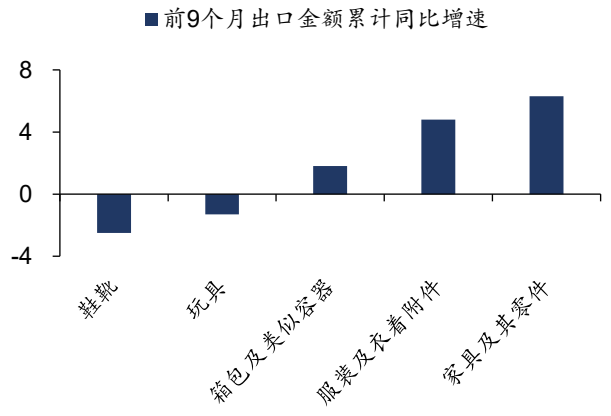
请务必阅读正文之后的免责声明部分

价格驱动增长所不同的是，我国电动载人汽车出口增长主要由数量因素驱动，前 9 个月我国电动载人汽车出口数量累计同比增长 77.8%，而出口价格累计同比增长仅 1.5%。结构方面，尽管今年中欧在贸易领域关系不确定性有所上升，但欧盟仍是我国电动载人汽车出口的主要市场，前 9 个月我国对比利时、德国和西班牙等欧盟国家纯电动载人汽车（以 HS 编码 870380 和 870240 衡量）出口份额均有不同程度提升，其中比利时作为我国出口西欧、北欧、东欧的集散地，占同期我国纯电动载人汽车出口份额约 13.5%，是我国纯电动载人汽车出口的第一大目的地。

三是传统消费品在美伊冲突后出现了持续修复，对出口的影响由拖累转为拉动。除了 AI 和新能源对我国出口的拉动以外，传统消费品出口的逐步修复是我国出口持续超预期的重要增量之一。前 9 个月，我国玩具、服装、家具和箱包等传统消费品出口累计同比增速均较去年明显改善，其中服装和家具出口累计同比增速已转为正增长，前 9 个月出口增速分别录得 4.8%和 6.3%。

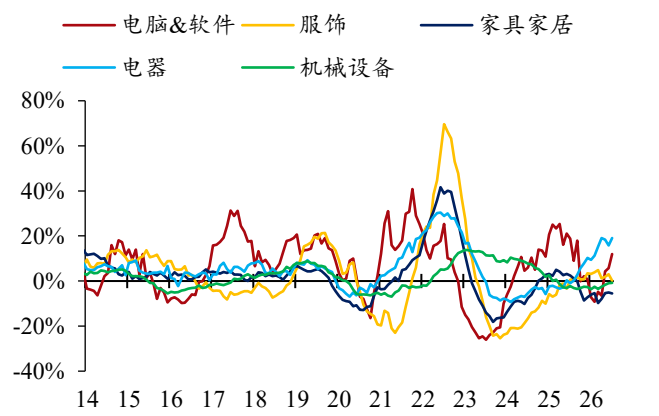
在美伊冲突爆发以来，持续高企的油价使得各国制造业生产成本明显上升，而由于我国原油储备充足且对外部能源的依赖度较低，因此油价上涨冲击对我国制造业产能的影响相对有限，稳定的供给能力使得我国对东盟和拉美等地区产生了一定的“供给替代”，因此我们传统消费品在二季度以来出现了持续修复。除了“供给替代”以外，去年 4 月美国对我国加征关税后导致对美出口的低基数也对今年传统消费品出口读数起到了一定的支撑作用，而进入四季度，欧美等主要经济体的年末补库需求或将继续给传统消费品出口带来增量支撑。

图53：今年多数传统消费品出口增速转正（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图54：美国部分行业已逐步进入补库周期



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 2027 年出口增速或将放缓但仍保持 10%左右的增长

3.2.1. 数量能否接棒价格支撑 AI 相关出口增长

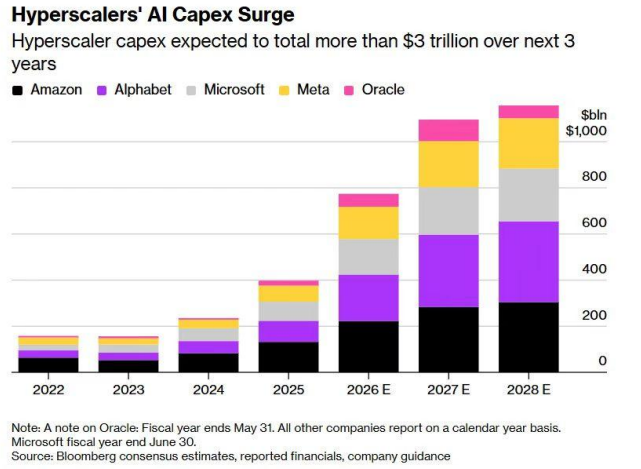
在前文我们提及，2026 年我国 AI 相关产品出口的高增长几乎全部是由价格因素驱动的，AI 相关产品的出口数量并未出现明显增长，而展望 2027 年，价格对 AI 出口的支撑力度是否仍强？数量能否接棒价格成为 AI 出口新的增长动力？两方面变化是 AI 相关产品出口能否维持高增长的核心因素。

一方面，从价格来看，2027 年 AI 相关产品的供需缺口难以明显收窄，预计芯片价格仍将进一步上行，但上涨趋势或将更加温和。

从需求端来看，2027 年 AI 相关产品的增量需求仍强。从海外 AI 资本开支的角度来看，目前主流机构的一致预期是 2027 年 AI 资本开支的增速会有所放缓，如 Gartner 预计 2027 年全球 AI 资本开支将达到 3.64 万亿美元，同比增长 34.8%，而 2026 年增速预计为 49.5%，尽管在资本开支增速上有所放缓，但从绝对规模来看，2027 年 AI 资本开支增量预计较 2026 年较为接近，这意味着 2027 年数据中心等 AI 基础设施建设对于 AI 相关产品的需求仍将维持高位。从供给端来看，尽管 2026 年以来包括三星、海力士和美光等在内的厂商相继推出新一轮的扩产计划，但产能落地周期通常需要 2-3 年，这意味着短期内有效产能难以快速释放，且随着龙头厂商逐步将产能从普通 DRAM 转向 HBM，使得传统消费电子芯片的产能被进一步压缩。

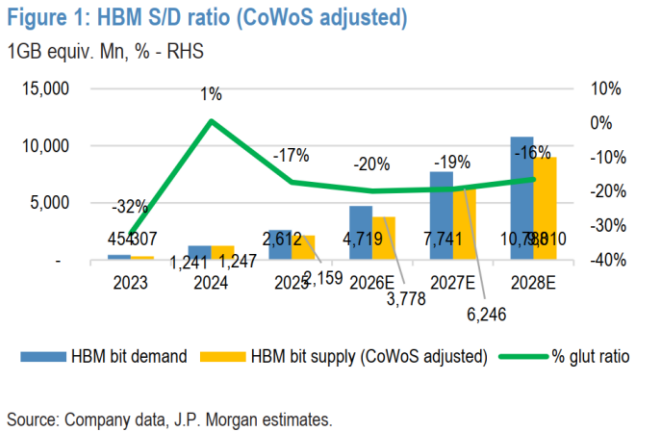
因此综合供需两端来看，2027 年 AI 相关产品或将延续供不应求的趋势，尤其是在芯片领域，高端芯片和传统芯片价格均有望延续上涨趋势，但随着供给约束的逐步放松以及长期协议（LTA）模式的普及，价格上涨的趋势或将更加温和。

图55：2027 年 AI 资本开支增速或将放缓



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图56：2027 年高端存储芯片仍将供不应求



数据来源：摩根大通，东吴证券研究所

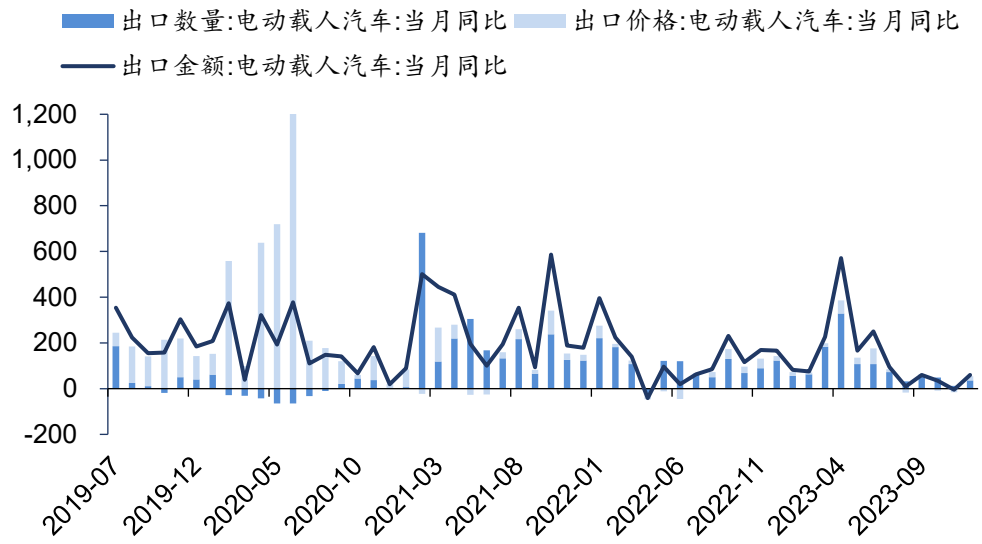
另一方面，从数量的维度来看，AI 数据中心建设对于高端芯片的需求相对更大，因此即使明年 AI 资本开支降速，更多的也是冲击高端芯片的相关需求，而对于中低端消费级芯片的影响相对较小。前文我们提到三星等龙头厂商正削减 DDR4 等普通 DRAM

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的产能转向 DDR5 和 HBM 等高端产品，这意味着中低端消费级芯片在明年可能存在更大的供给缺口，在此背景下我国凭借着制造业产能方面的优势，有望进一步承接全球 DDR4 的需求，对我国 2027 年芯片出口数量起到一定的支撑作用。

此外，我们类比 2019 年下半年开启的新能源汽车出口增长周期，当下 AI 对出口增长的拉动可能仍处于早期阶段。2019 年在国内新能源汽车补贴退坡以及全球新能源汽车需求快速增长的背景下，我国新能源汽车出口开启了高速增长，尤其是 2019 年下半年，我国新能源汽车出口金额由上半年的月均 0.5 亿美元增长至月均 1.7 亿美元，单月同比增速均超过 100%。而在这轮新能源汽车出口增长周期内，早期出口金额的高速增长也由价格驱动，从 2019 年 7 月到 2020 年末近一年半的时间里，价格增长对新能源汽车出口的贡献要显著高于数量增长，该阶段新能源汽车出口整体处于量稳价增（受疫情冲击部分月度录得出口数量的负增长）的阶段。而在 2021 年到 2023 年间，随着新能源汽车供需关系的逐步修复，新能源汽车量的增长开始超过价格的增长，成为驱动新能源汽车出口延续高增的主要动力，即新能源汽车进入了以价换量的阶段，但当前 AI 仍处于量价齐升的高景气区间。

图57：新能源汽车出口走高初期也是受到价格因素驱动（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

因此与 2019 年下半年开启的新能源汽车出口增长周期相比，目前 AI 相关产品出口仍处于量稳价增的初期阶段，预计随着供给端的逐步增长，AI 相关产品在明年或将逐步进入以价换量的阶段，且在全球 AI 需求保持稳定增长的背景下，AI 相关产品在中长期仍有望处于量价齐升的高景气区间。

综合以上两方面，我们认为 2027 年我国 AI 相关产品出口仍将保持较高景气度，是我国出口稳定增长的压舱石，但在较高的基数以及全球 AI 资本开支增速大概率放缓的背景下，AI 相关产品的出口增速或较今年出现一定回落，从结构来看价格的支撑作用或明显减弱，而量则会保持相对平稳的增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

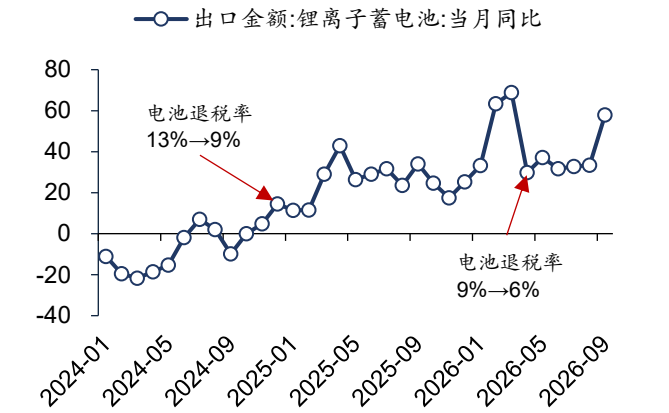
3.2.2. 出口退税调整和中欧贸易摩擦下汽车出口能否突围

汽车作为 2026 年拉动我国出口增长的又一大增长点，在 2027 年面临着出口退税调整和中欧贸易摩擦两方面的影响。

一方面，2026 年 10 月 12 日，财政部、税务总局发布《关于调整部分产品出口退税政策的公告》，明确自 2027 年 4 月 1 日起，新能源汽车增值税出口退税率由 13%下调至 9%，是 2019 年退税率从 16%下调至 13%后的首次下调，至此年内新三样产品出口退税率均出现了调整。

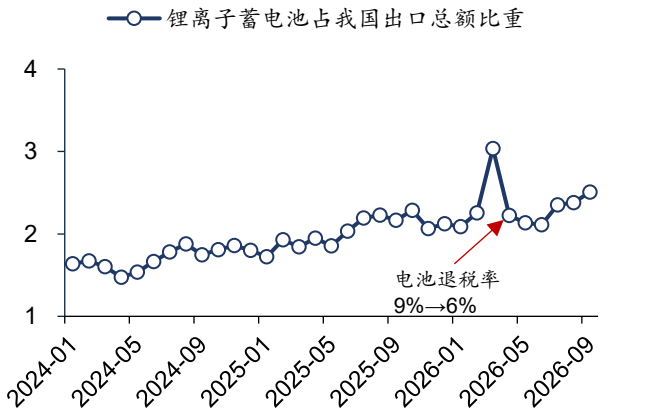
复盘来看，出口退税下调并不一定意味着出口的阶段性下滑，且中长期来看并不会削弱相关产品的出口竞争力。以锂离子蓄电池为例，2024 年 11 月财政部和税务总局公告自 2024 年 12 月 1 日起将电池产品的出口退税率由 13%下调至 9%，但锂离子蓄电池出口并未受到明显扰动，2024 年 12 月锂离子蓄电池出口环比增速仍录得 4.3%的正增长（前值 3.7%），且出口同比增速也进一步上行至 14.5%（前值 4.8%），而在后续的 2025 年中锂离子蓄电池出口也保持了较高的景气度。

图58：出口退税调整并不意味着出口增速下滑（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图59：今年出口退税调整使锂离子蓄电池抢出口（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

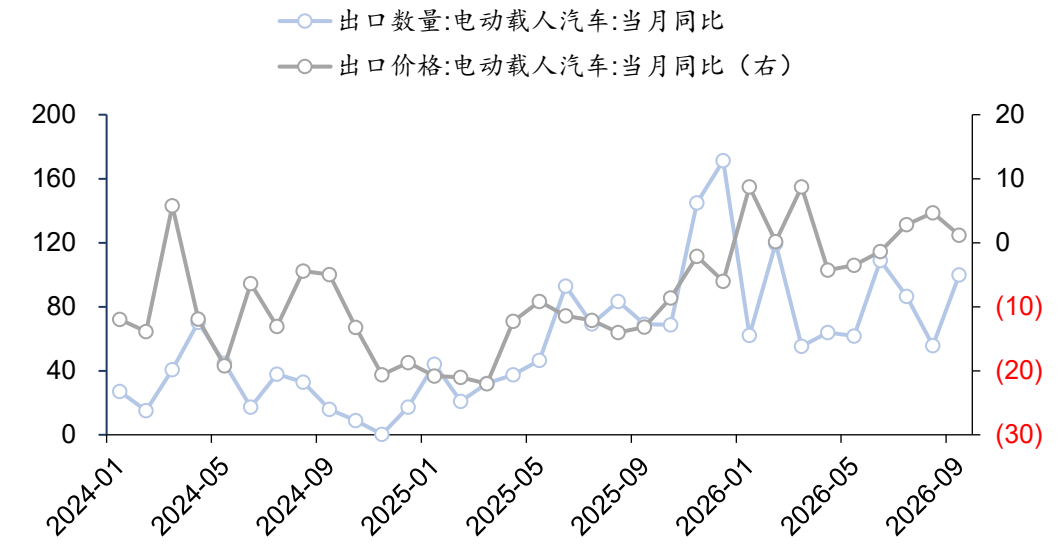
今年的出口退税调整则有所不同，2026 年 1 月财政部和税务总局公告 2026 年 4 月 1 日起至 2026 年 12 月 31 日，将电池产品的增值税出口退税率由 9%下调至 6%，由于存在 3 个月的窗口期，可以看到锂离子蓄电池在期间出现了明显的“抢出口”特征，尤其是 3 月份锂离子蓄电池环比出口增速高达 44.1%，远高于同期整体出口增速（7.1%），单月占我国出口总额的比重达到了历史新高的 3.0%，而在 4 月份出口退税调整落地后，4 月锂离子蓄电池出口环比增速录得-18.1%，同比增速也较 1-3 月份明显回落，占我国出口总额的比重也出现了显著下行，这意味着今年出口退税调整对锂离子蓄电池出口造成了一定的阶段性扰动。而进入三季度，我国锂离子蓄电池出口景气度再度回暖，环比增速和同比增速均优于我国整体出口，占我国出口总额的比重也逐月回升，AI 基建对于储能电池的需求以及原油价格高企对于新能源产品的需求使得全球对于锂离子蓄电池的需求持续提升，而我国凭借产业链方面的优势在锂离子蓄电池出口方面仍具有比较优

请务必阅读正文之后的免责声明部分

势，即使出口退税调整提升了相关企业的出口成本，但其能够通过较强的议价能力部分抵消其负面影响。

因此展望明年，2027 年电池出口退税和新能源汽车退税调整可能会使相关产品在今年四季度出现一定的“抢出口”，对明年“新三样”出口造成一定扰动，但考虑到我国“新三样”产品在全球具有较强竞争力，所以企业一定程度上可以通过提高价格以对冲成本的上升，对相关产品中长期出口的影响相对较小，预计 2027 年“新三样”出口增速可能放缓，但对我国出口仍有较强的拉动作用。

图60：价格对于新能源汽车出口的边际贡献或将继续提升（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

另一方面，更加需要关注的是中欧在汽车贸易领域可能存在的风险。在 2024 年欧盟对我国制造的纯电动汽车加征反补贴税后，我国对欧盟出口混动车的数量明显增长，根据欧盟统计局的相关数据，2024 年欧盟自中国进口混动汽车 10.7 万辆，2025 年为 30.2 万辆，而 2026 年前四个月，欧盟从中国进口的混合动力汽车总额已达 31.76 亿欧元，首次超过纯电动汽车的 28.08 亿欧元，因此今年以来欧盟开始将矛头转向了我国混动汽车出口领域。根据路透社相关报道，欧盟执委会计划将中国混合动力汽车进口量限制在每年 35 万辆，并允许每年增长 6%，该措施预计最早于 12 月初生效，若该措施在 2027 年正式生效，则会对我国对欧盟混合动力汽车造成一定冲击。

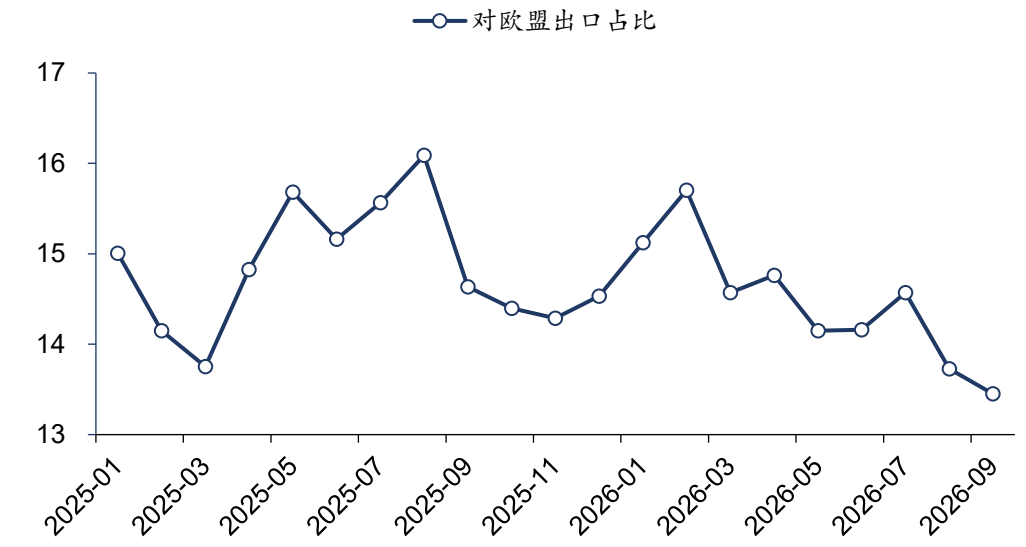
如何定量测算欧盟混合动力汽车进口配额的冲击？2026 年前 9 个月，我国累计出口混合动力汽车 213.0 万辆，累计同比增长 110.5%，我们假定 2026 年欧盟从我国进口混合动力汽车增速与我国前 9 个月出口混合动力汽车的累计增速相一致，则 2026 年我国对欧盟出口混动汽车约为 63.6 万辆。若 2027 年我国对欧盟出口混动汽车数量降至 35 万辆，且出口均价保持不变（2026 年前 9 个月混动汽车出口均价为 19145.6 美元/辆），则对应 2027 年我国对欧盟混动汽车出口金额将下滑 54.8 亿美元，拖累我国对欧盟出口增速 0.86 个百分点，进而拖累 2027 年我国出口增速约 0.14 个百分点。在更极端的情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下，如果以欧盟预计 2026 年从我国进口 80 万辆混动汽车的口径下，则将拖累 2027 年我国对欧盟出口增速 1.34 个百分点，进而拖累 2027 年我国出口增速约 0.21 个百分点。

考虑到中欧贸易关系不确定性仍高，实际影响可能相对更加复杂。其一，10 月 29 日商务部例行发布会回应了欧盟方面正研究将中欧在混合动力汽车领域达成的贸易谅解安排延伸至化工等领域，这意味着欧盟对我国贸易限制仍有进一步加码的可能性；其二，欧盟在汽车零部件等部分领域对我国有较高进口依赖，为保证欧盟供应链的稳定性，欧盟也难以在对华贸易限制措施方面做出大范围调整；其三，近几年我国车企陆续在欧盟建立了动力电池和整车生产工厂，因此我国车企或通过中间品出口当地组装的模式以部分规避对整车出口方面的限制，但欧盟方面同时可能在该方面引入更苛刻的穿透式条款。

图61：今年以来对欧盟出口份额已趋于下行（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

因此，综合以上两方面影响来看，预计 2027 年我国汽车出口可能会受到一定的阶段性扰动，但对我国整体出口的影响相对可控，且中长期来看我国汽车出口仍将保持较强竞争力，对我国出口增长起到重要的支撑作用。

3.2.3. 出口对名义 GDP 增速的贡献或将明显提升

总体来看，我们认为 2027 年我国 AI 相关产品和新能源汽车出口增速虽然会出现一定放缓但预计仍将保持较高增速，这两部分仍将是 2027 年我国出口增长的基本盘，传统消费品则有望随着美国补库需求的回升以及全球经济增长的回暖而延续修复态势，即今年上半年出口呈现 K 型分化态势有望进一步收敛，预计 2027 年我国出口增速仍有望录得 10%左右的中高速增长。

值得关注的是，尽管明年出口增速较今年可能会出现一定的下滑，但从对经济增长贡献的角度，2027 年净出口对于名义 GDP 增速的拉动会较今年明显提升。今年以来，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在我国出口录得高增长的同时，原油等能源品价格的上涨使得我国进口增速高于出口增速，贸易顺差的同比增速较去年有所放缓，净出口对名义 GDP 增长的贡献也明显转弱。展望 2027 年，我们预计中东冲突的长期化或使得油价中枢较冲突前有所提升，但较此前的高位或出现一定的回落，指向能源相关产品的进口金额或在 2027 年出现明显下滑，而在出口端，新能源汽车或因为成本的提升出现出口价格的上涨，即 2027 年价格因素对出口的贡献或超过进口端，使得净出口对名义 GDP 增长的贡献高于今年。

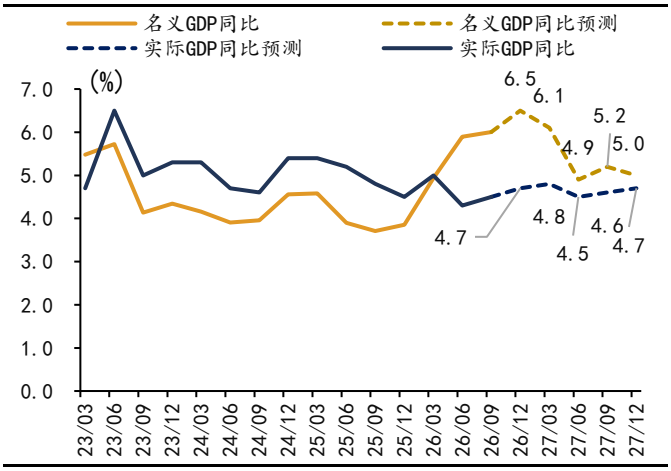
4. 增长、通胀和经济预测

综合来看，经济增长方面，我们认为 2027 年经济增速仍会保持在 4.6%左右。为了完成 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家水平的战略目标，2026-2035 年实际经济增速不得低于 4.17%。由此倒推，“十五五”期间平均增速可能需要稳定在 4.5%左右，为“十六五”预留出一定空间。

考虑到出口放缓带来的增长压力，需要关注经济增长目标是否会从 4.5%-5.0%调整至 4.5%左右。但无论是否调整，2027 年仍有潜力稳定在 4.5%以上。

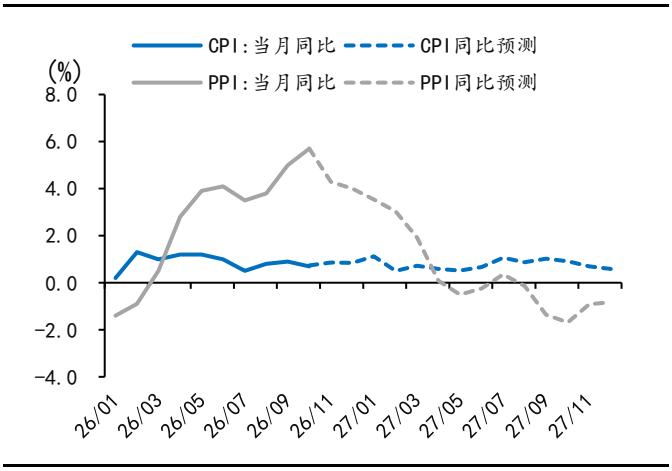
通胀方面，我们预计 2027 年 CPI 同比 0.8%、PPI 同比 0.3%，GDP 平减指数 0.6%。当然，这个预测依赖于几个假设，一是油价下行缓慢，假设 2027 年内从 100 美元/桶左右逐步缓慢回落至年底的 80 美元/桶左右。二是假设油价之外的因素大致持平。三是假设 CPI 动能与前几年的历史均值接近。

图62：2027 年中国经济增长预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图63：2027 年中国物价预测



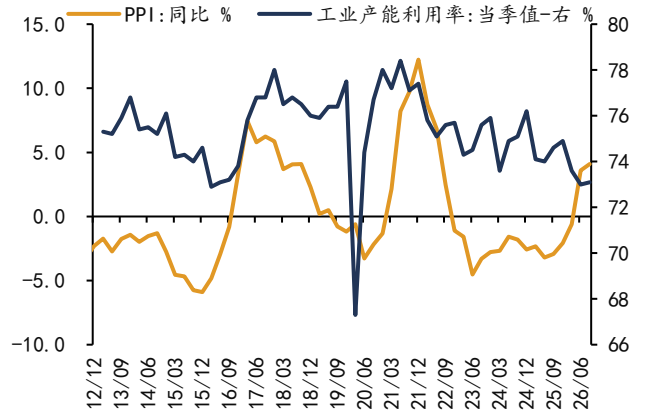
数据来源：Wind，东吴证券研究所

明年 PPI 回落对经济增长而言利大于弊，可能会带来工业亏损面的收窄。今年 PPI 的回升，虽然带动了工业部门整体利润的大幅上涨，但并没有缓解结构问题。一方面，今年工业产能利用率并未伴随 PPI 回升，这表明物价上涨更多是少数行业的供给冲击导致，在产能周期再平衡方面没有明显变化。另一方面，从历史来看，PPI 回升周期也是工业企业亏损面缩小的周期，但今年并未出现明显变化。此前有类似情况的是 2004~2005

请务必阅读正文之后的免责声明部分

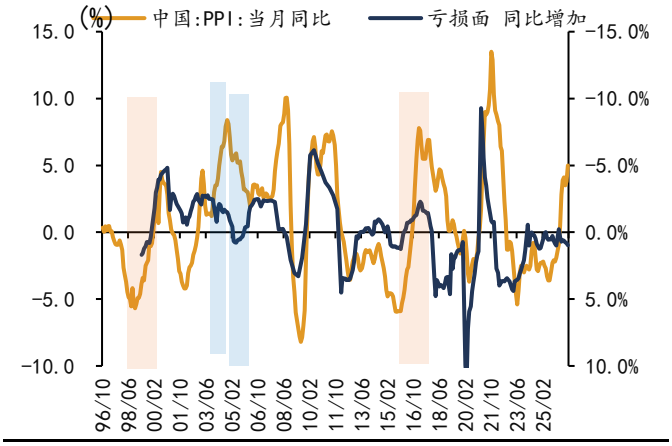
年，PPI 回升周期也没有带来亏损面缩小，之后随着 PPI 回落，亏损面减小。这表明，当需求改善不大并且产能没有去化时，单纯原材料价格上涨，对整体工业部门而言更多是利润挤压，随着 PPI 回落，明年有望看到利润挤压的改善，看到工业亏损面的收窄。一旦企业亏损面收窄，就业和收入也会改善，从而改善经济循环。

图64：工业产能利用率并未伴随 PPI 回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图65：工业企业亏损面并未伴随 PPI 回升而缩小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：2027 年主要经济数据预测

指标（除投资外，季度都为当季同比）	预测值						实际值
	2027F	27Q4	27Q3	27Q2	27Q1	2026E	2025
GDP(%)	4.6	4.7	4.6	4.5	4.8	4.6	5.0
工业增加值(%)	5.3	5.3	5.2	5.0	5.5	5.2	5.9
固定资产投资(%，累计同比)	0.6	0.6	1.4	1.9	2.5	-7.0	-3.8
固定资产投资:制造业(%)	2.9	2.9	3.3	3.8	4.5	-1.9	0.6
固定资产投资:基础设施建设(%)	2.0	8.0	8.6	9.0	9.6	-3.8	-2.2
固定资产投资:房地产开发(%)	-20.0	-20.0	-19.0	-17.8	-16.0	-22.0	-17.2
社会消费品零售(%)	2.3	2.2	2.4	2.2	2.3	1.3	3.7
进口(%，美元)	12.6	10.1	7.7	13.1	19.3	28.0	0.3
出口(%，美元)	10.3	7.8	5.4	10.8	17.0	22.8	5.4
CPI(%)	0.8	0.7	1.0	0.6	0.8	0.9	0.0
PPI(%)	0.3	-1.1	-0.4	-0.2	2.8	3.0	-2.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

（1）耐用品透支的消化节奏存在不确定性。2027 年透支效应边际缓解的判断依据历史经验，但本轮居民资产负债表、补贴退坡节奏与过往周期差异较大，透支或延续，社零增速可能低于预期。

（2）房地产市场不及预期的风险。我们对房价延续止跌回稳趋势的基准判断参照国际比较经验，但本轮调整在供需格局、房企资产负债表和人口条件上均有特殊性，若销售与投资重回收缩，地产链拖累将超出预期。

（3）地缘政治与全球 AI 产业演进构成双向扰动。美伊局势若再生变数，将推升能源价格与航运成本；AI 产业若超预期扩张或不及预期收缩，将分别经由外部限制与出口链渠道传导至国内。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn