证券研究报告

开源证券

浪潮下中美经济的增长路径

宏观经济2027年度投资策略

姓名 潘纬桢（分析师）

证书编号：S0790524040006

邮箱：panweizhen@kysec.cn

姓名 沈美辰（分析师）

证书编号：S0790524110002

邮箱：shenmeichen@kysec.cn

2026年 11月 15日

核心观点

➢ **中期选举之后：美国政策的变与不变**

民主党在中期选举大获全胜，顺利拿下众议院与参议院的控制权，特朗普在接下来的2年时间内，施政或面临一定掣肘。但我们认为，实际变化可能不大：

1. 总统可以依靠大量的行政令来实现自己的政策意图，这一点在特朗普第2任期内尤为显著，其发布的行政令数量远超其前任的3任总统；

2. 分裂政府下，美国财政扩张或受到一定限制，但无需过度担忧。美国财政支出中社会保障占比较高，因此两党均不会大幅削减支出，避免触怒选民；

3. 民主党的AI严监管方案短期或难有效成型。民主党要求对AI进行严监管以及暂缓数据中心建设，更像是一个选战策略，无有效共识和确切路径；

4. 美伊之间谈判条件分歧明显，军事冲突风险并未消除。由于谈判条件分歧明显，特朗普可能会对伊朗进一步采取军事打击，迫使伊朗接受美国的条件。

➢ **通胀波动与AI投资仍将是美联储加息、美国经济的关键变量**

1. 油价与通胀波动或仍是美联储2027年加息的关键变量。由于通胀反弹，美联储9月加息一次。10月虽暂停加息，但后续或将继续加息。2027加息的决定因素，或仍在油价与通胀的波动上。劳动力市场以及美联储的长期改革举措或影响较小。基准情形下，我们认为2026年12月、2027年3月或各有一次加息。

2. AI相关投资对美国经济、通胀影响仍在提升。美国大型科技公司的大规模资本投资，使得投资正在成为美国经济增长的重要增量与变量，对通胀也有一定的抬升作用。数据上看，2025Q4-2026Q1期间AI相关的投资贡献了美国GDP同比增长的约30%。AI投资正成为美联储加息、美国经济的关键变量。

➢ **中国经济展望：内需温和修复，财政有待加码**

1. 2026年外需和新兴产业托底，内需修复仍有分化。 前三季度实际GDP同比增长4.6%，预计四季度增长约4.5%，全年增长约4.6%。AI与机电产业链带动出口和工业生产，设备更新支撑部分制造业投资。地产开发和传统基建仍偏弱，消费则表现为服务相对有韧性、耐用品需求偏弱。

2. 2027年出口增速回落，基建和制造业投资有望转正。 电子和设备出口仍有支撑，但2026年下半年高基数将压低美元出口同比。跨年财政资金和专项债支持在建项目续建，设备更新与电子、电气设备投资带动制造业回升。地产投资降幅有望收窄，但销售改善传导至拿地和新开工仍需时间，开发投资继续拖累总量。

3. 消费温和提速，财政支出有望前置。 随着就业和收入逐步修复、促消费政策接续，预计2027年社零多数月份同比增长约2%—3%，汽车、家电等耐用品的修复幅度仍取决于收入预期、补贴节奏和住房需求。财政延续托底，年初看结转资金和新增专项债能否及时拨付，年中看项目开工和施工能否跟上。

➢ **风险提示：** 国内政策不及预期、美国经济超预期衰退、关税反复超预期。

目 录
CONTENTS

1 中期选举之后：美国政策的变与不变

2 通胀波动与AI投资仍将是美联储加息、美国经济的关键变量

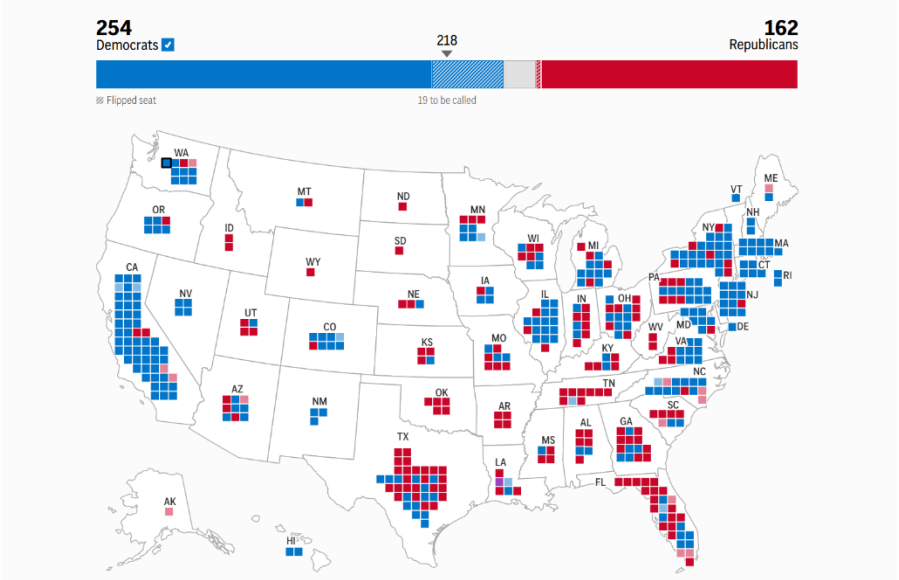
3 中国经济展望：内需温和修复，财政有待加码

4 风险提示

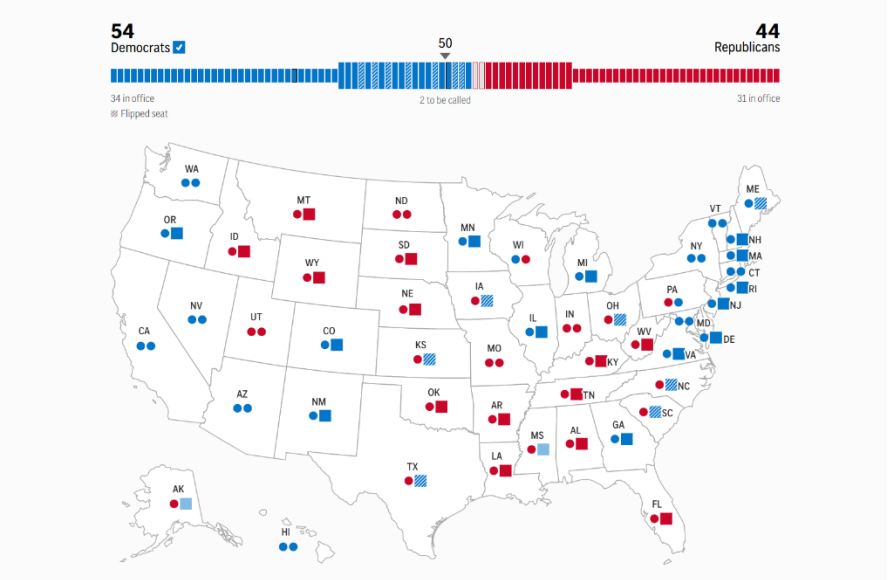
1.1 民主党横扫两院，特朗普政府陷入“跛脚状态”

- **民主党拿下参众两院，特朗普后2年执政将受到一定约束**。从目前中期选举的结果来看，民主党在本次中期选举实现了比较罕见的横扫，不仅同时拿下了参众两院，且胜选的席位数也较多，这意味着特朗普在后续2年的执政中，无论是财政预算的通过（众议院职责）、人事任免权（参议院职责）都将会受到一定的约束，内政方面的政策将面临较大的制约。
- 除去施政受阻之外，**特朗普可能还将面临民主党国会的多项调查。**诸如家族的部分商业行为、加密货币交易甚至于部分政策的法律依据等等，都将会接受民主党的调查。甚至于再次受到弹劾，届时或对美国政策与市场情绪产生一定的扰动。

图：民主党在众议院赢得超过250席



图：民主党在参议院取得胜利



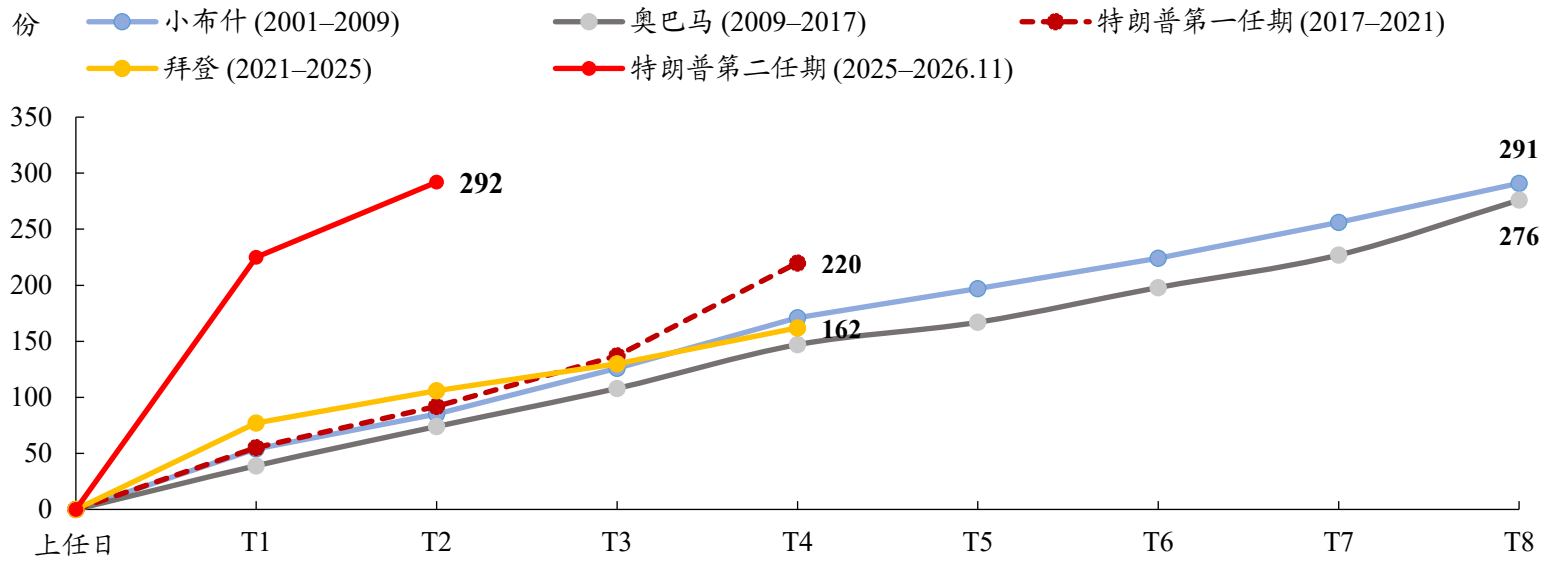
KYSEC

资料来源：AP、开源证券研究所

1.1 民主党横扫两院，特朗普政府陷入“跛脚状态”

- **但民主党并未拿下2/3以上席位，这意味着总统行政权仍然有较大的发挥空间**。虽然民主党在国会立法层面对特朗普会形成一定制约，但在美国当下的政治框架中，总统行政权依旧很大。历史上来看，美国总统的行政权已经历了较为明显的扩张。根据布鲁金斯学会的统计，美国国会已授予总统超过 120 项紧急权力，其中许多赋予总统广泛的自由裁量权。
- 事实上，在特朗普第二任期，其对总统行政令的使用已较前几任总统有非常大的提升。截至2026年10月底，特朗普共签署了292项行政令，超过前3任总统任期内的全部行政令数量。如果加上其第一任期内签署的220条行政令，特朗普执政对行政令的依赖程度远较其他总统要高。

图：特朗普的总统行政令数量较前3任总统都要多



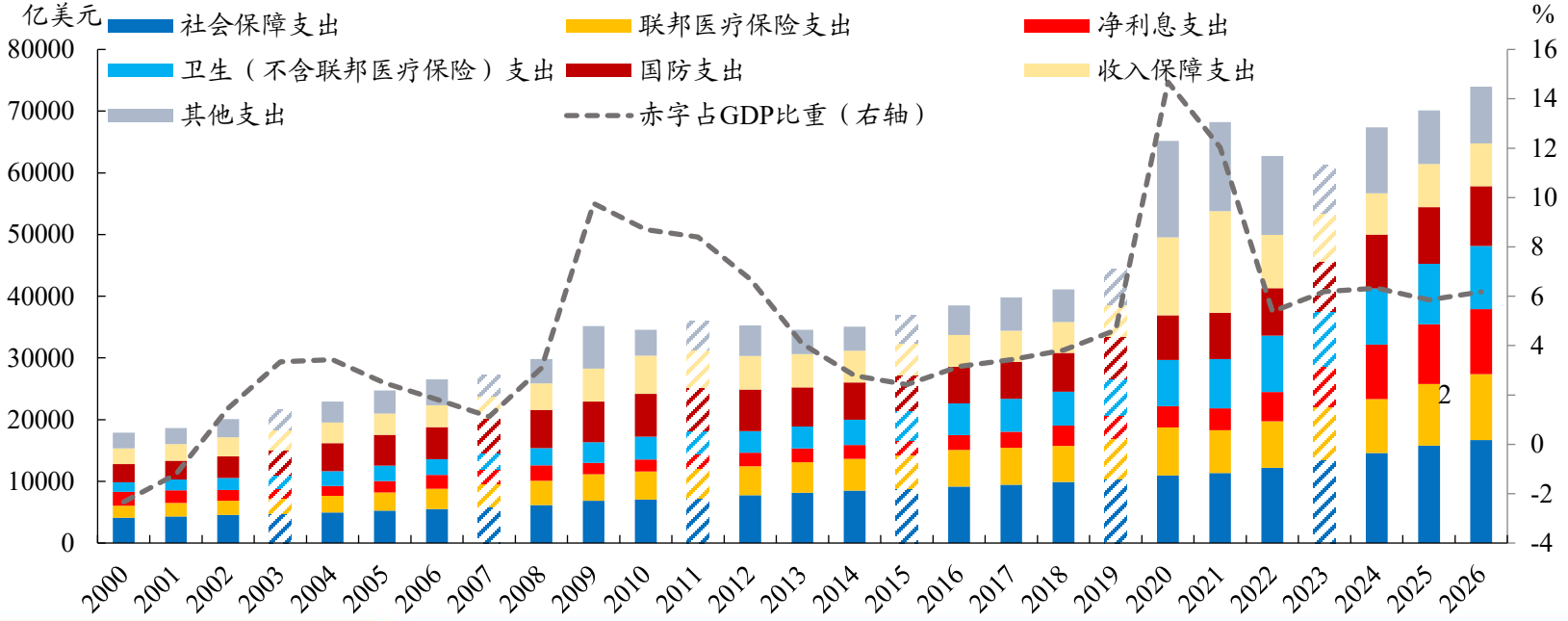
KYSEC

数据来源：Federal Register、开源证券研究所（T1表示总统上任第一年，数据做累加处理。）

1.2 分裂政府下，美国财政扩张或受到一定限制，但无需过度担忧

- **众议院掌握美国财政的拨款权，分裂政府下特朗普的财政扩张可能受到一定限制。**特朗普政府2024年再度就职后，由于掌握参众两院，在财政上仍然保持了较高的支出和赤字率（2025-2026年赤字率均超过5%），理论上民主党掌握众议院后特朗普政府的财政扩张会面临一定约束。
- 但实际上自2008年金融危机后，**美国财政呈现出明显的易升难降的局面**。这背后的原因在于，美国财政支出中社会保障、医疗保险的占比较高，两党都不敢大幅度的削减相关支出，以避免触怒选民。因此即使民主党掌握参众两院，美国财政大概率也不会出现明显下降。

图：美国中期选举后的财政支出与赤字并未出现明显下降



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所（虚线柱状图为中期选举后第2年财政支出）

1.2 分裂政府下，美国财政扩张或受到一定限制，但无需过度担忧

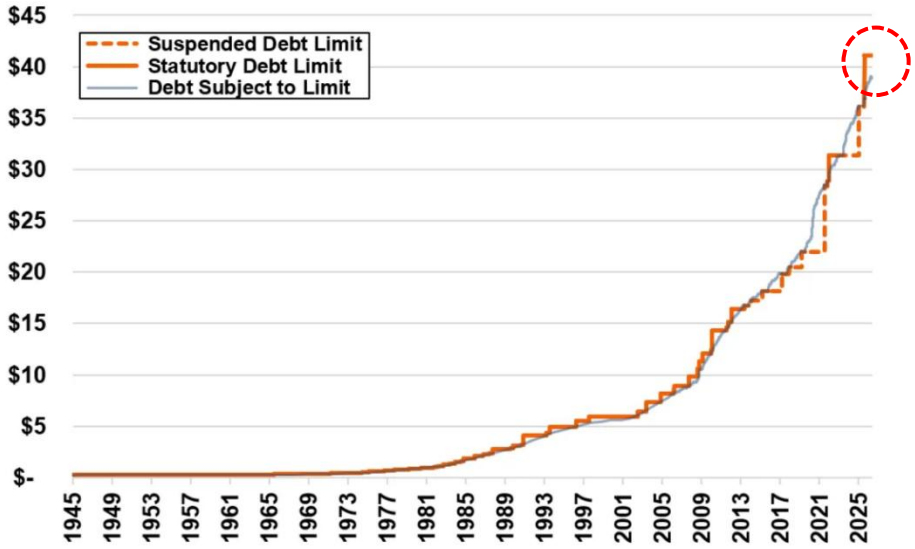
- **特朗普政府可能利用未来2个月的窗口期推进2027财年预算法案的通过。**下一届国会正式就职还需要到2027年1月3日，特朗普可能将利用剩余的2个月时间，来推动2027财年的财政法案通过。届时两党或将进行较为激烈的博弈。随着12月11日临时拨款到期，美国政府有一定可能再度出现关门。但从民主党众议院领袖杰弗里斯（Hakeem Jeffries）胜选后的发言看，也没有出现可操作的削减赤字措施。
- **特朗普及共和党可能还会尝试再度提高美国的债务上限。**虽然美国的债务上限在OBBBA后被提升至41.1万亿美元，但由于财政赤字较高，BPC预计最晚在2027年夏季又将达到新的债务上限，为了避免后续受制于此，特朗普政府可能会选择利用2个月的窗口期来推进债限的进一步提升。

图：民主党的核心主张并未包含大幅紧缩财政

核心主张	具体政策建议
可负担性（Affordability）	在最初的 100 天内，众议院民主党人必须采取行动，逆转医疗补助削减、恢复SNAP(补充营养援助计划）资金、延长《平价医疗法案》税收抵免、消除特朗普关税，并停止在伊朗鲁莽的选择性战争。
问责（Accountability）	✓我们必须根除腐败的价格欺诈，清理最高法院的烂摊子，并禁止国会议员进行股票交易。 ✓国家因特朗普卡特尔而经历的严重腐败，解释了为什么帮助普通美国人的事情几乎毫无进展。这种情况将立即改变。任何窃取美国人民利益、欺诈美国人民或坑害美国人民的人再也无法藏身。我们将追究这些不法分子的责任。
美国价值观（American Values）	我们必须恢复经典的美国价值观，如人人享有自由与正义、法律面前平等保护、代议制民主中不受限制的投票权，以及我们作为移民国家的传统。

资料来源：美国众议院、开源证券研究所

图：美国债务上限近年来不断上升



资料来源：CRFB、开源证券研究所

1.3 民主党的AI严监管方案短期或难有效成型

- **民主党目前提出的AI监管方案较为混乱，对AI监管的方向还不明确，所提法案也基本都处于暂停状态。**虽然民主党成功夺取参众两院，且选前很多民主党人表示要对AI强监管，但9月份民主党在众议院正式提出的《禁止人工超级智能法案》（编号H.R.10538 / S. 5493 ）、在参议院正式提出的《AI风险管理与安全法案》（编号S. 5576）均停留在委员会提交阶段，暂未有进一步行动。此外，民主党目前也没有提出得到全党认可的AI监管规则与方向，我们认为，由于AI发展速度较快，监管规则难以在短期内形成有效共识，亦难形成明确有效的方案。
- 即使民主党内部能够达成相对一致的AI监管方案，如果非常激进亦或是对AI发展有较为明显的负面冲击，特朗普大概率会选择行使总统否决权。
- **两党目前对数据中心造成的成本提升问题，有一定的共识。**两党均认为目前大规模的数据中心建设导致了普通中小企业和居民的电费出现明显上升，导致了可负担性下降的问题。但目前两党对如何就这些费用进行分担，尚缺乏共识，后续或将进一步讨论。

图：民主党目前提出的AI监管方案都无有效进展

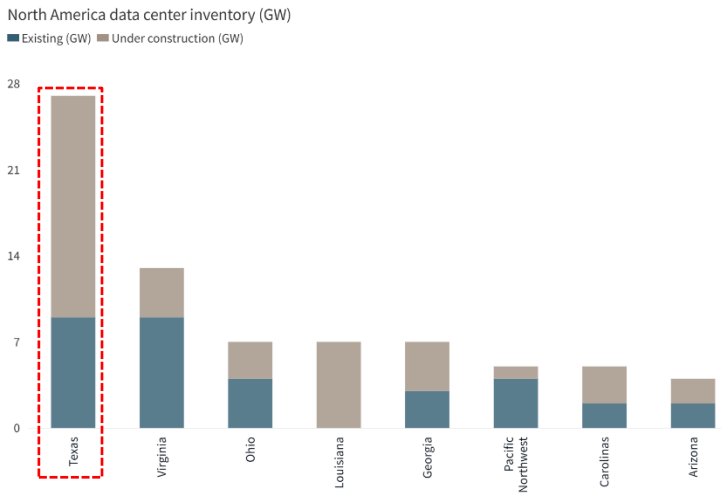
法案名称	法案层级	提出者	法案内容	目前进展
禁止人工超级智能法案（Ban Artificial Superintelligence Act of 2026）	众议院&参议院	2026年9月，参议员伯尼·桑德斯（Bernie Sanders）&民主党众议员格雷格·卡萨尔（Greg Casar, D-TX）	➢ 新设联邦AI部。以训练算力≥10^{25}次整数或浮点运算界定先进AI，门槛每年调整。法案生效后，暂停受管系统的训练、修改和微调，并限制尚未发布的系统部署，直到AI部配齐人员并出台规则。 ➢ 此后，开发或分发先进模型需要特许，部署前须获批准。对符合定义的超级智能及具有前兆特征的系统，另设开发、部署、持有、资助等禁令。 ➢ 该法案还将规定违规处罚，包括对个人最高20年监禁，并确立美国政策，以推动旨在防止全球开发人工超级智能的国际协议、盟友协调和出口管制。	提出后未有进展
AI风险管理与安全法案（Artificial Intelligence Risk Management and Security Act of 2026）	参议院	民主党参议员Mark Warner、Brian Schatz、Andy Kim	➢ 在商务部设常设AI安全委员会，以模型能力及其对国家安全、经济安全或公共安全的风险界定监管对象。 ➢ 开发商须在模型进入州际或对外商业流通前至少45天向委员会提供模型访问，包括运行所需的权重等材料。 ➢ 建立强制安全标准、模型安全计划和事故数据库。须申报的已确认事故通常在30天内报告，构成紧迫威胁时缩短至72小时。	提出后遭遇反对，目前无进展
电力用户保护法案（Ratepayer Protection Act）	众议院&参议院	共和党众议员Gabe Evans与民主党众议员Kathy Castor共同提出	提出一项联邦标准：为符合条件的数据中心扩建发电、输电或配电设施时，电力公司应向该客户收回全部新增成本，并在开工前取得财务担保或出资。法案强制的是州监管机构在限期内审议并作出决定，是否采纳标准仍由州监管机构决定。	众议院已通过，参议院未能推进，法案尚未生效。

资料来源：美国国会、开源证券研究所

1.3 民主党的AI严监管方案短期或难有效成型

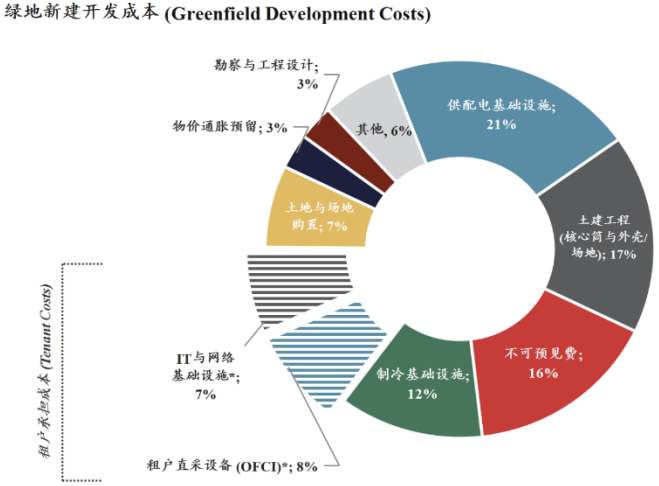
- **州一级层面，对AI进行严监管以及暂缓数据中心建设，更像是一个选战议题。**由于数据中心建设击中了美国选民关于**生活成本**上升的痛点，美国民众对此反对意见较高，叠加大量在建或规划中的数据中心位于共和党主导的州（德克萨斯等，主因监管宽松、土地相对便宜），导致民主党在选举中对此大力抨击。但从我们前述分析来看，民主党对AI监管也并无明确共识，因此这更像是一个选战议题。
- **选举结束后，数据中心建设或将继续，不过建设成本可能会相应提升。**州长选举中民主党亦获得了较大的胜利成果，得克萨斯州等传统红州也被民主党人翻盘。但随着选举结束，新州长上任之后，也要处理税收、就业等民生议题。因此我们认为民主党州长上任之后，长时间大规模暂停数据中心建设可能性不大，但可能要求科技公司投入资金补贴当地居民，亦或者减少税收优惠，长期看建设成本将上升。当然，不同州的政策可能会略有差异，要看科技公司、州政府及当地民众的谈判与博弈情况。

图：新建的数据中心很多位于传统红州



资料来源：JLL、开源证券研究所

图：美国新建数据中心建造成本中不可预见费用占比较高

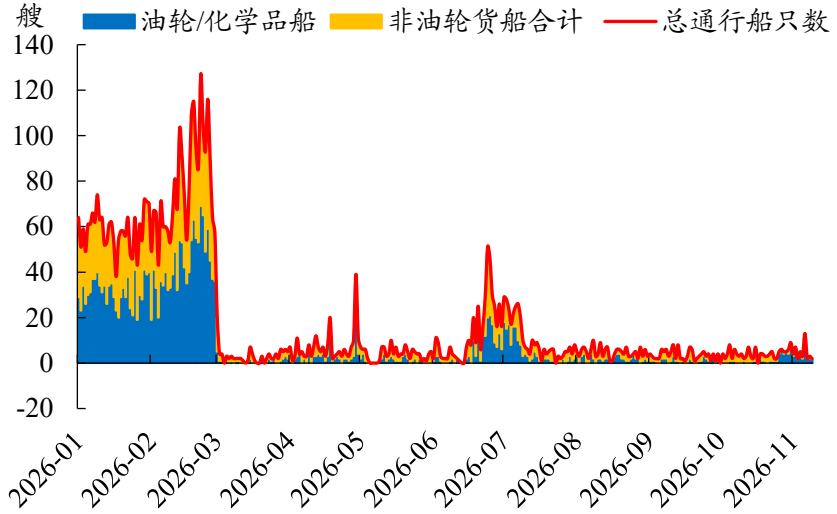


资料来源：Cushman & Wakefield Research、开源证券研究所

1.4 美伊之间谈判条件分歧明显，军事冲突风险并未消除

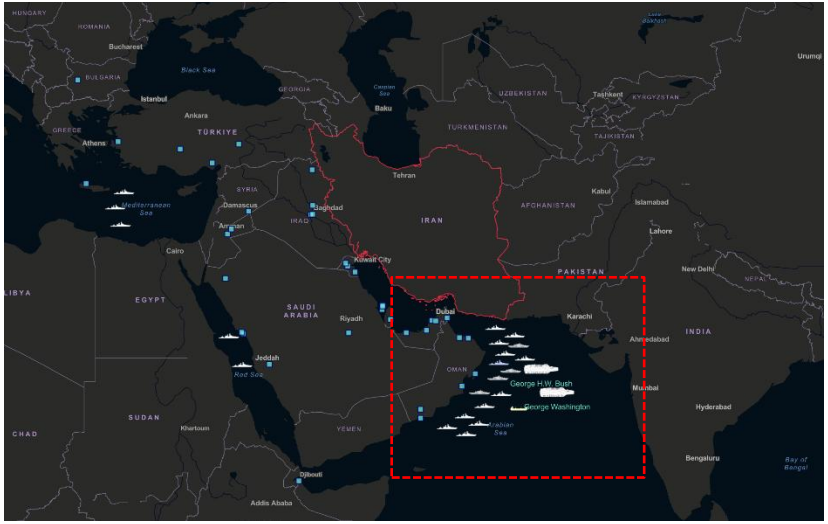
- **美伊再度发生军事冲突的风险并未消除。**自2月底美以联合对伊朗发动军事打击，霍尔木兹海峡的通航受阻已持续超过8个月。虽然6月份美伊双方曾达成一份谅解备忘录，但随后双方小冲突不断，停火处于较为脆弱的状态，霍尔木兹海峡的通航仍不顺畅。
- **特朗普政府有可能通过升级军事打击，来迫使伊朗政府进行谈判。**从前期美伊双方公开的谈判条件来看，双方之间的分歧明显，单纯通过谈判似乎难以弥补。中期选举结束后，虽然共和党遭遇较大失败，但对特朗普来说，进一步军事打击伊朗的国内政治约束亦同时解除。我们认为，**特朗普可能会对伊朗进一步采取军事打击，从而迫使伊朗接受美国的谈判条件。**从目前的情况来看，美军不断在伊朗周边集结，双方之间的军事冲突升级可能性并未显著下降，相关风险仍需防范。

图：霍尔木兹海峡通航遭遇较大阻碍



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图：美军在伊朗周边部署了大量兵力

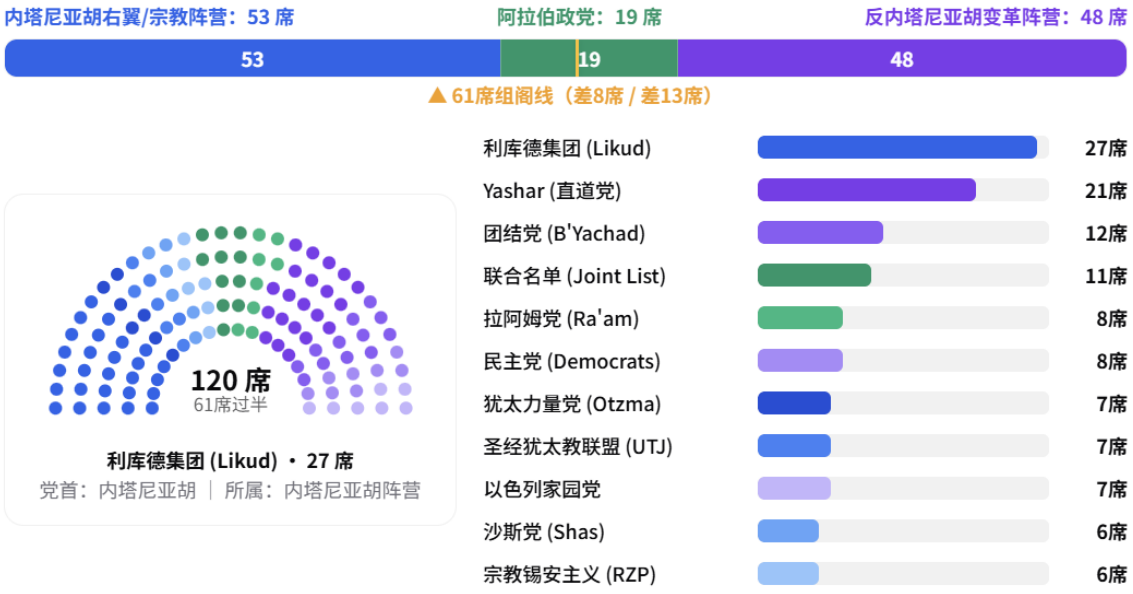


资料来源：INSS、开源证券研究所

1.4 美伊之间谈判条件分歧明显，军事冲突风险并未消除

- **以色列选举结果出炉，内塔尼亚胡未获得一半以上席位。**以色列议会选举结果在11月4日出炉，无任何一方赢得过半数。内塔尼亚胡所领导的利库德阵营虽仍是国会最大党团，但未获得组阁权。从目前情况来看，反内塔尼亚胡的正直党获得组阁权，但组阁谈判分歧明显。如果其组阁失败，以色列有可能需要再度进行选举，在此期间内塔尼亚胡则将继续担任看守总理。
- **内塔尼亚胡或将积极游说特朗普发动军事打击，从而打破国内政治僵局。**对内塔尼亚胡来说，如果可以联合美国发动对伊朗的新一轮军事打击，则反对派将会面临较大的政治压力，大选僵局反而可能会被打破。因此以色列的行动，可能会成为美伊之间再度发生军事冲突的催化剂。

图：内塔尼亚胡领导的利库德集团及其联盟未获得超过一半的议会席



KYSEC

资料来源：以色列国会、新华社、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 中期选举之后：美国政策的变与不变

2 通胀波动与AI投资仍将是美联储加息、美国经济的关键变量

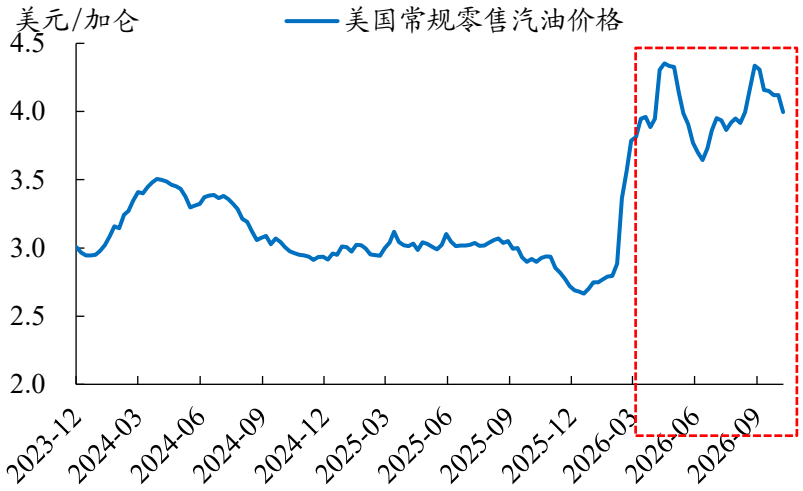
3 中国经济展望：内需温和修复，财政有待加码

4 风险提示

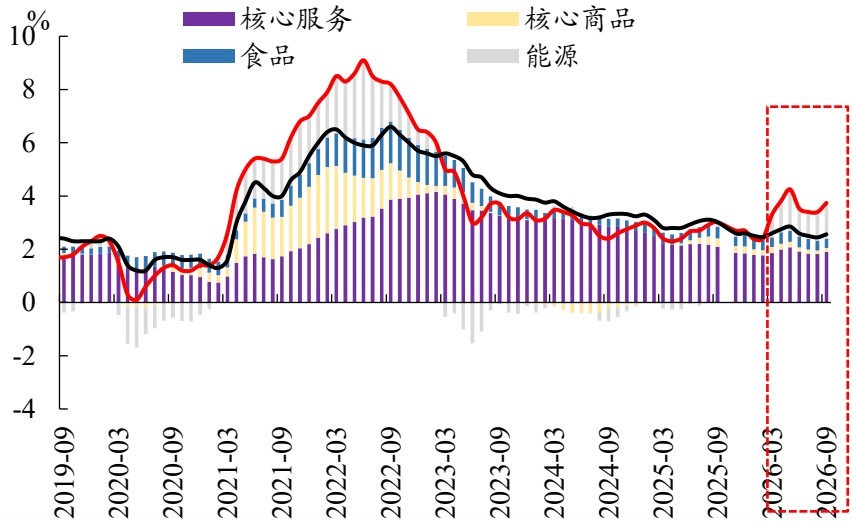
2.1 油价与通胀波动或仍是美联储2027年加息的关键变量

- **美伊冲突导致油价大幅上行，美国通胀压力逐渐提升。**美伊冲突后霍尔木兹海峡通行受阻，导致美国国内汽油价格上涨较多，整体通胀水平在能源价格的推动下出现了较为明显的反弹。冲突爆发前，美国汽油价格维持在3美元/加仑以下，但9月份美国汽油平均价格最高超过4.3美元/加仑。油价高企下，9月美国CPI同比上升3.74%，核心CPI同比上升2.6%，均出现一定程度的反弹，且能源项在其中发挥了较为重要的推动作用。
- **通胀压力不断增加之下，美联储在2026年9月加息一次，**为2024年降息开启以来的首次加息。10月份虽暂停加息，但整体加息行动大概率还将延续。**2027加息的节奏及关键变量，或仍在油价与通胀的波动上。劳动力市场以及美联储的长期改革举措或影响较小。基准情形下，我们认为2026年12月、2027年3月或各有一次加息。**

图：美国汽油价格在3月份后快速上涨



图：美国9月CPI出现较为明显的上行

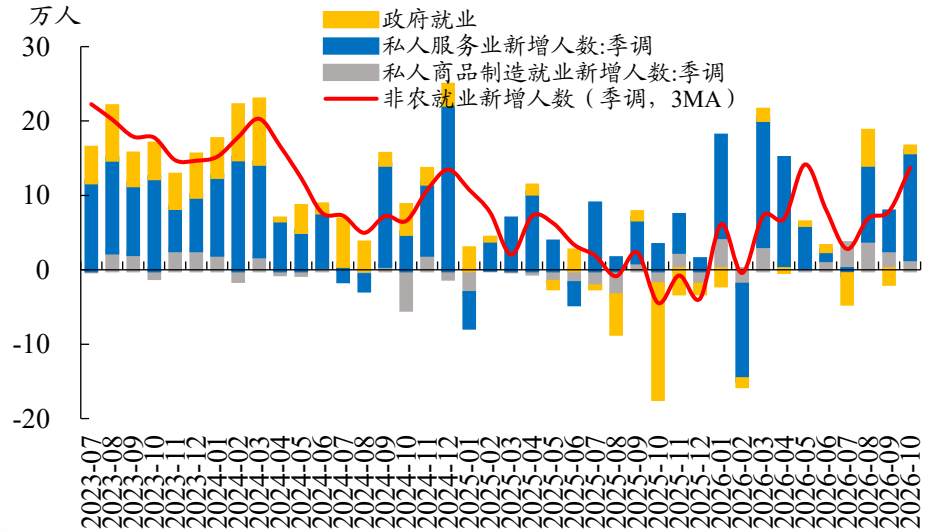


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

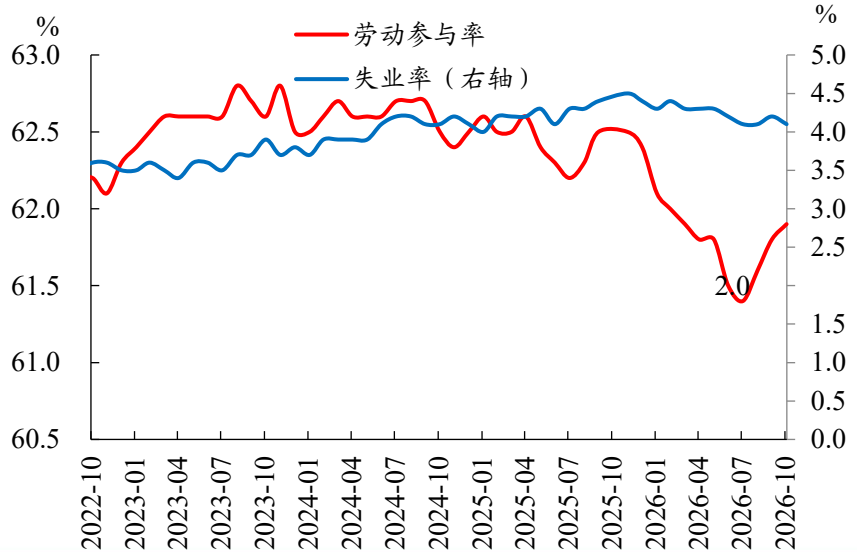
2.1 油价与通胀波动或仍是美联储2027年加息的关键变量

- **美国就业市场在高通胀及加息环境下，展现了较为明显的韧性。**维持就业市场稳定是美联储货币政策的关键目标之一，若就业市场走弱，则美联储的政策中心或将转向降息以保护就业。但10月美国新增非农就业16.5万人，较9月增加10.5万人，且8-9月的新增非农累计上修8.4万人，显示当前美国就业市场出现较为明显的回暖。
- 失业率方面，10月美国劳动参与率录得61.9%，失业率录得4.1%，分别较9月回升、回落0.1个百分点，失业率整体亦处于相对低位。
- 总的来看，美国就业市场韧性体现的较为明显，特别是失业率未走高，对美联储来说较为重要。在此背景下，劳动力市场不会成为美联储加息的拖累因素。

图：美国10月非农就业出现了一定幅度的反弹



图：美国10月失业率出现回落，且维持在相对低位



KYSEC

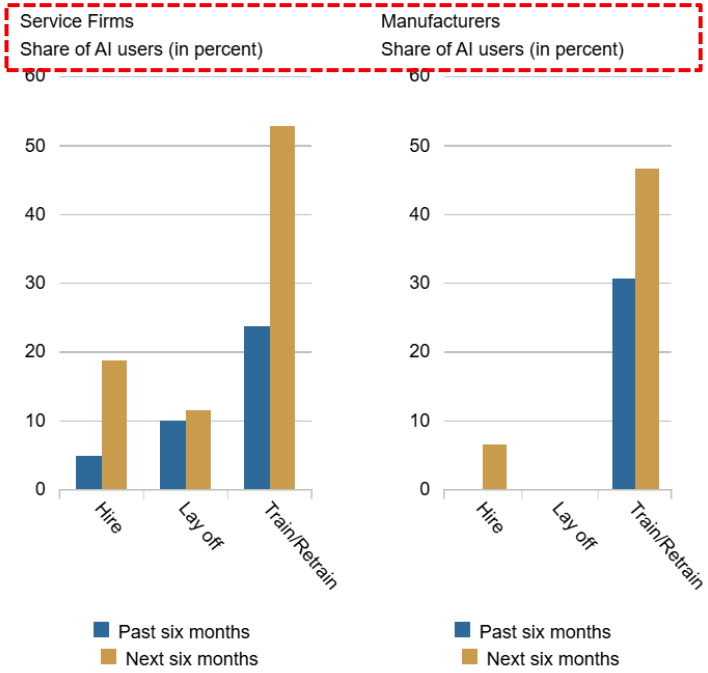
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 油价与通胀波动或仍是美联储2027年加息的关键变量

AI发展对就业可能带来一定的负面冲击，但目前这一因素尚未显现。

- **近期美国部分科技巨头宣布了自愿裁员计划，AI可能会对美国就业市场造成越来越严重的负面冲击。**10月微软宣布向6万员工提供自愿离职补偿，AI发展对美国就业市场的负面冲击可能会越来越明显，引发市场对美国就业市场走弱的担忧。
- **但实际上，美国劳动力市场或处于“供需两弱”的状态，即在需求端企业不裁员，但招聘需求变少；供给端，由于特朗普的移民驱逐政策，劳动力供给也逐渐减少，整体处于一个“脆弱平衡”的状态。**根据纽约联储的研究与调查，虽然AI在美国的扩散速度非常快，但企业更多的倾向于对员工进行再培训，当然由于效率提升，企业的招聘需求也有所放缓。因此在特朗普移民政策导致美国劳动力供给减少的情况下，美国劳动力市场出现了就业岗位减少，但失业率同步降低的景象，这显示美国劳动力市场虽然走弱，但整体仍相对平衡。

图：企业预计为使用 AI 而接受再培训的工人比例将增长

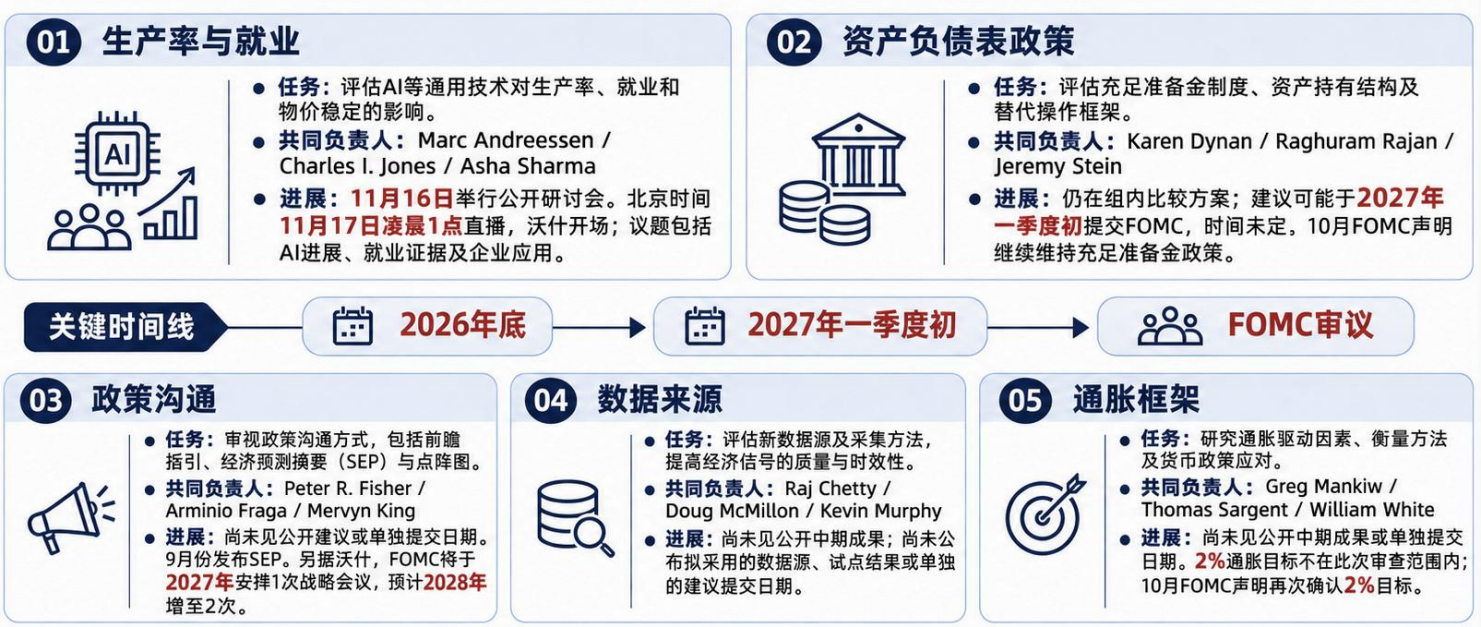


资料来源：纽约联储、开源证券研究所

2.1 油价与通胀波动或是美联储2027年加息的关键变量

- **美联储5大工作组成果在短期内或难对美联储决策产生影响。**美联储主席沃什在就职后，宣布成立了5个工作小组，涵盖沟通机制改革、美联储资产负债表机制、对现有数据来源的使用与依赖、转型时期的生产率与就业、美联储通胀框架。按照美联储的介绍，这5大工作小组将独立运作，并为联邦公开市场委员会产出严谨的研究结论。
- 但从目前的进展来看，除去生产率与就业小组将在11月16日举行听证、资产负债表小组可能在2027年1季度提交成果之外，其他3个小组目前均无有效行动进展，这意味着其对美联储在2027年的货币政策制定几乎没有影响。

图：5大工作小组目前尚无有效成果出炉

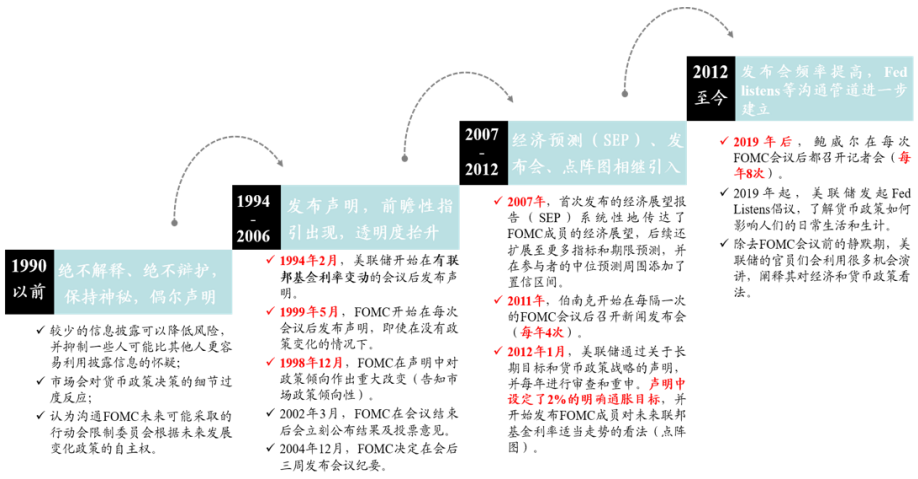


资料来源：美联储、开源证券研究所

2.1 油价与通胀波动或是美联储2027年加息的关键变量

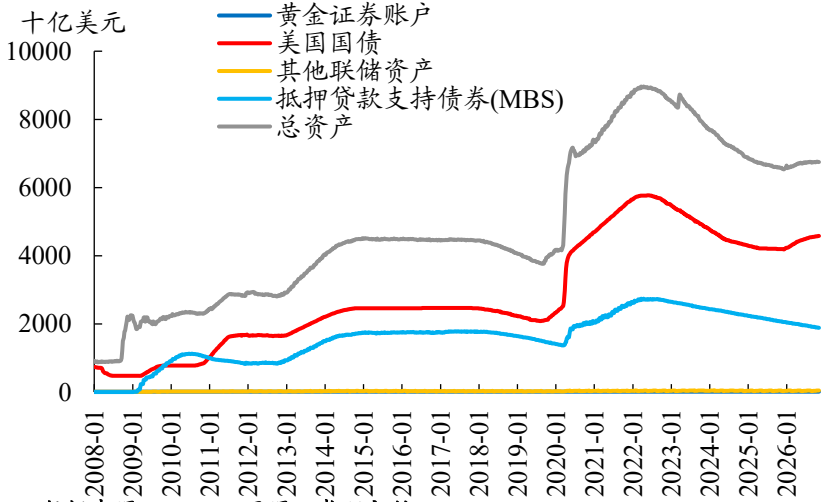
- **沃什力推动的5大工作组改革，大多在短期内难有实质性进展。**对当前的美联储来说，其主要的工作方式、制度流程已经经历过多次变革，整体高度规范化，如FOMC会议的召开、议题讨论都需要与会人员投票通过，短期内很难出现较大的改变。
- **短期来看，唯一有可能发生改革的是沟通方式改革。**自格林斯潘起，美联储开始稳步提升其对外沟通的方式，政策透明度不断提升。但至鲍威尔担任美联储主席期间，市场对美联储如此频繁甚至过度沟通的批评一直络绎不绝。因此短期内对美联储的沟通方式进行改革，或最有可能在2027年实现，但美联储仍需要提供自己的政策反应函数，透明化的沟通方向或很难实质性逆转。
- 市场关心的资产负债表政策改革，短期内充裕准备金制度也难以撼动。事实上，美联储自2008年起的资产负债表扩张主要是应对各类危机所致，主动缩减资产负债表需要很长时间的尝试与推进，可能的方向或从缩减其资产久期开始。

图：美联储货币政策沟通透明度自1990年代开始稳步提升



资料来源：美联储、《21世纪货币政策》、开源证券研究所

图：金融危机及新冠疫情后，美联储资产负债表大幅扩张

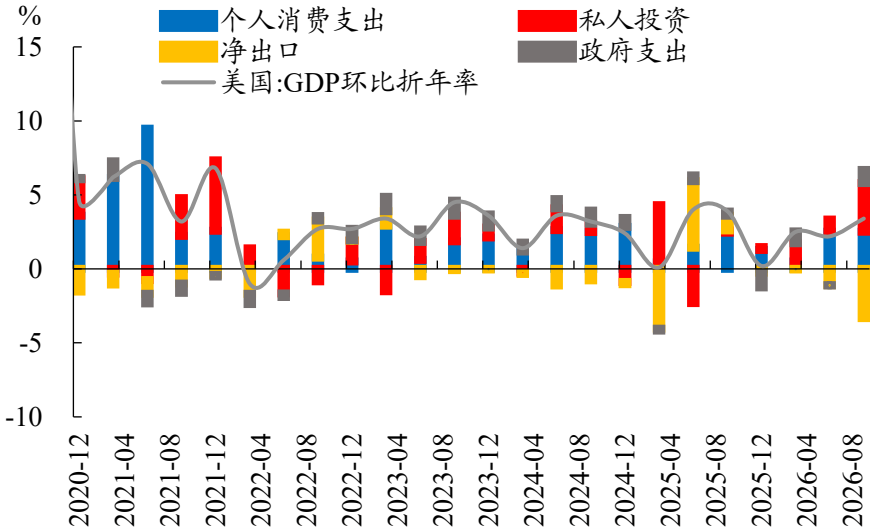


数据来源：Wind、开源证券研究所

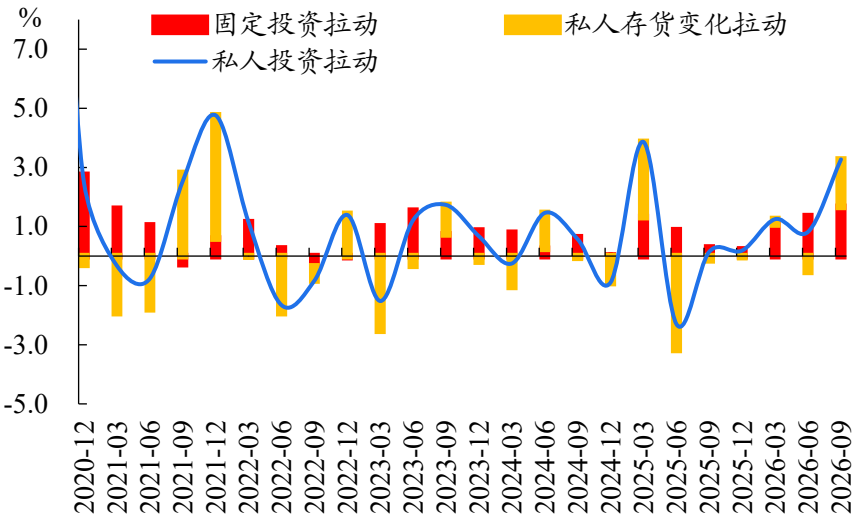
2.2 AI相关投资对美国经济、通胀影响仍在提升

- 美国3季度实际GDP环比上升3.4%，较1季度回升1.2个百分点，同比增速回落至2.1%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动2季度GDP环比增长2.52、3.27、-3.32、0.9个百分点。
- 从2026年1-3季度的美国GDP数据来看，最大的亮点在于**投资与消费交替成为经济增长的支撑力量**，其中消费是美国经济增长的关键基础与韧性所在，投资则是美国经济的重要增量与变量，推动美国经济走向复苏。**这其中最关键的驱动力则在于美国科技公司的大规模资本开支。**
- 数据上来看，自2023年后科技公司带动的AI相关投资对美国经济增长的拉动作用较为明显，根据美联储的研究，**2025Q4-2026Q1期间AI相关的投资贡献了美国GDP同比增长的约30%**。

图：美国3季度经济增长有所回升



图：美国投资出现了较为明显的加速

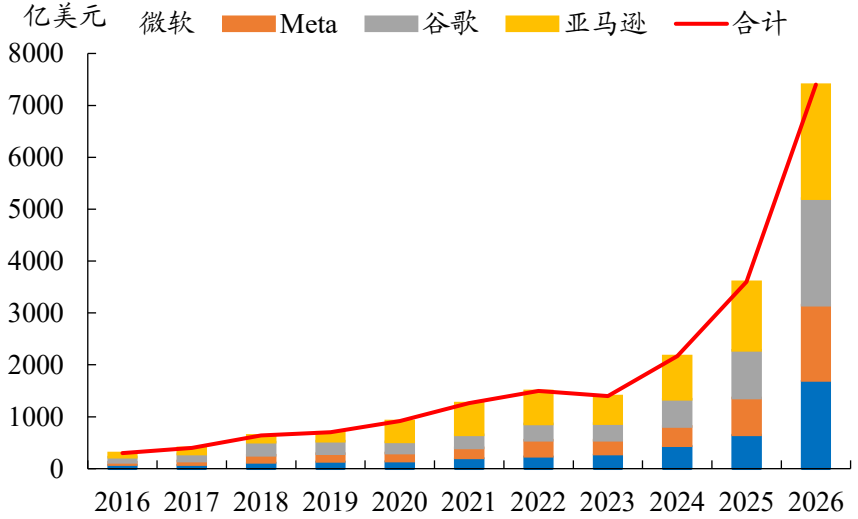


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 AI相关投资对美国经济、通胀影响仍在提升

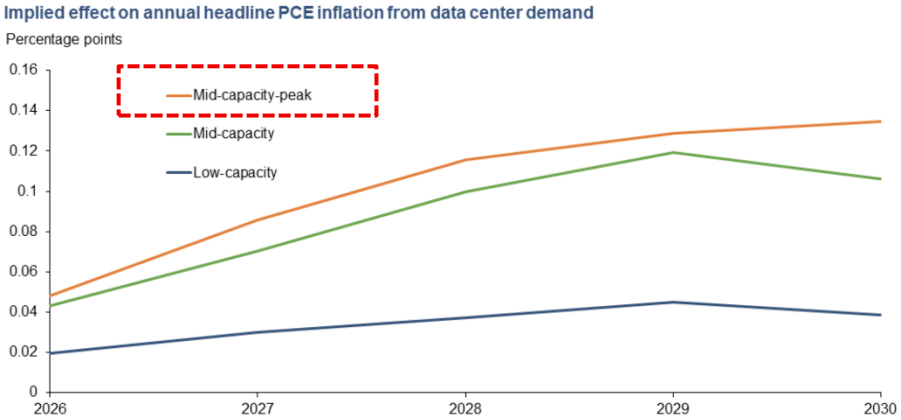
- **美国科技公司目前仍然大规模进行资本开支，且似乎仍计划在2027年继续加码。**自2024年以后，美国主要科技公司开启大规模资本开支，用于建设AI相关基建，最大可能在AI时代获得先发优势。截至2026财年，4大科技公司的全年资本开支指引月7400亿美元，较2025年增长超过100%。2027年的资本开支指引虽然仍未给出，但似乎仍打算继续增加相关投入，若进一步增加，则对美国经济的推动作用将更强。
- **AI基建在提升经济增长的同时，也在抬高美国的通胀。**AI数据中心的大规模建设，在推动美国经济增长的同时，由于其会消耗大量能源，对美国公用基础设施（电网等）造成较高负担，相关费用逐渐上升。根据达拉斯联储测算，在较合理的数据中心建设和利用率情景下，仅居民电价渠道就可能使2030 年美国总体 PCE 通胀高出 0.04–0.13 个百分点。

图：美国科技公司进行了超大规模的资本开支



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（2026财年金额为指引预估）

图：数据中心抬升电价，推动美国PCE实现一定提升



资料来源：达拉斯联储、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 中期选举之后：美国政策的变与不变

2 通胀波动与AI投资仍将是美联储加息、美国经济的关键变量

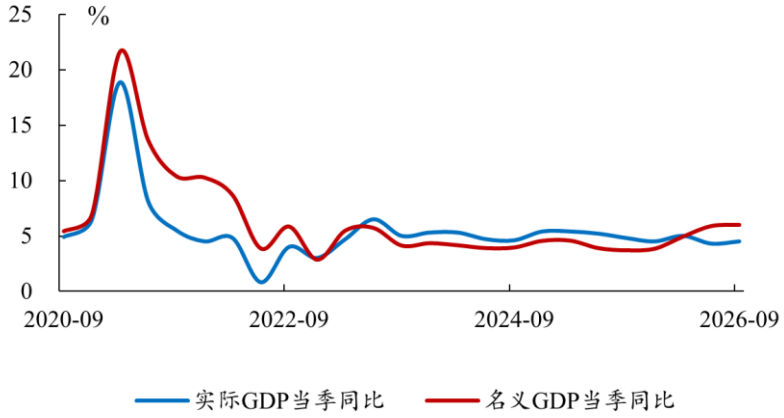
3 中国经济展望：内需温和修复，财政有待加码

4 风险提示

3.1 2026年增长复盘：外需托底，内需修复偏慢

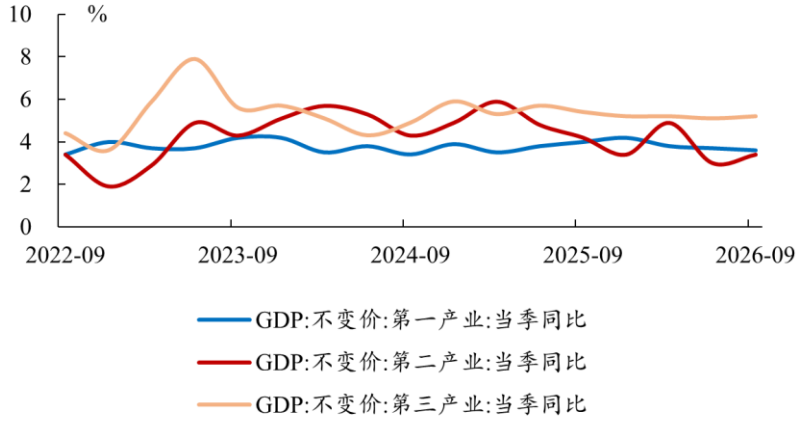
- **前三季度实际GDP同比增长4.6%，三季度回升至4.5%。预计四季度同比约4.5%，全年约4.6%。出口与新兴产业继续托底，地产和传统投资拖累仍在。**外需可能较9月高位回落，但韧性仍具。投资方面非地产类投资有望温和改善，取决于广义财政资金下达进度和地方债投向结构改善；地产政策起效需时间，年内或仍是主要拖累。消费同比或小幅回升，去年以旧换新退坡基数走低，但消费的长变量暂无改善。
- **增长动能改善。**三季度实际GDP同比增长4.5%，季调环比增长1.2%，均较二季度提高。第二、第三产业分别增长3.4%、5.2%。
- **修复仍有结构性。**三季度名义GDP同比增长约6%。外需与新兴产业提供支撑，投资和消费的持续改善仍需政策落地验证。

图：三季度实际GDP回升至4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：三季度第二产业增速有所改善

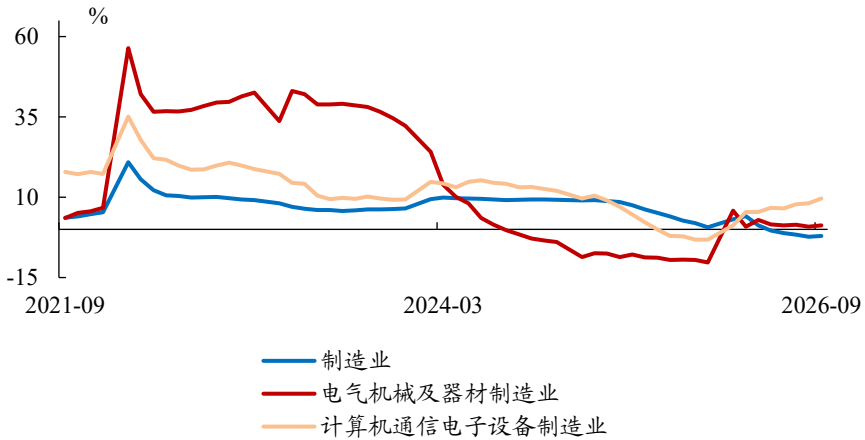


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 2026年增长结构：新旧动能分化

- **全年增长预计仍由优势制造、现代服务和出口链支撑。算力与设备需求向上游传导，但地产、建筑与传统基建修复较慢，行业景气分化延续。**AI和出口链继续提供支撑，二季度受扰动的石油、煤炭等行业恢复，商贸、运输及商务服务同步改善，使总量能够在地产和传统投资仍弱的情况下回升。与此同时，9月消费和部分投资降幅收窄，也降低了内需拖累。
- 出口、工业生产和利润的亮眼表现，部分来自同一条AI及机电产业链，总量增长更需要检验需求来源的持续性。

图：优势产业形成循环，传统链条修复偏慢

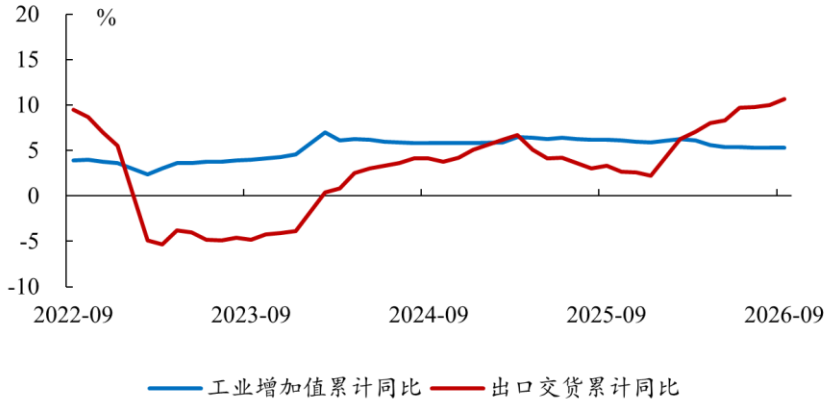


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 生产：新兴制造和现代服务支撑增长

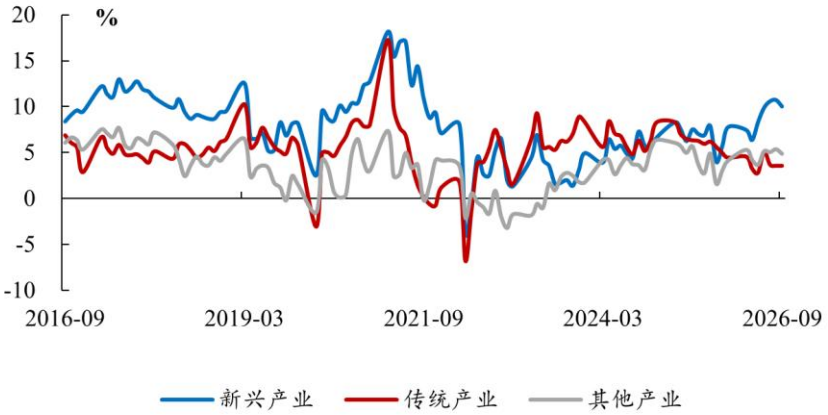
- **前三季度规上工业增长5.3%，高技术制造业增长14.3%。预计四季度出口交付和电子链仍有支撑，全年生产端表现强于国内商品需求。**9月工业增加值同比增长5.5%，较8月加快0.3个百分点。采矿、公用事业改善，制造业增速小幅放缓。
- 新兴产业仍是支撑。高技术制造业增长15.3%，增速高位回落。电子、专用设备产能利用率同比提高，工业整体利用率仍偏低。
- 服务业同步修复。9月服务业生产指数增长4.8%，较8月加快0.7个百分点，信息服务、商务服务保持较快增长。

图：9月出口交货值增速再度走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：新兴产业生产增速边际回落

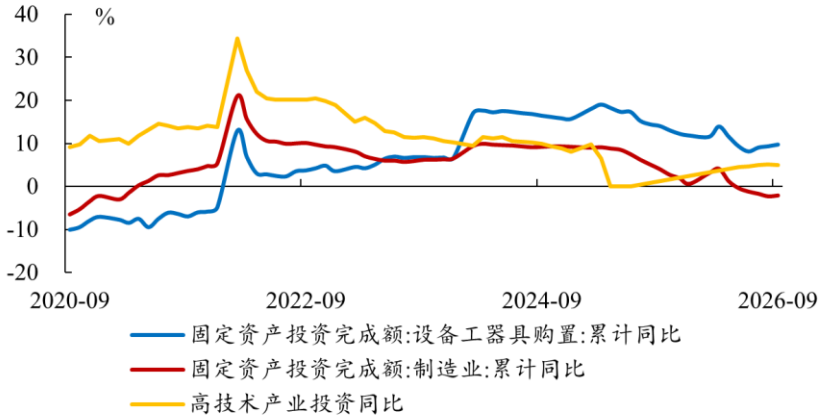


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 制造业投资：设备更新托底，电子链领先

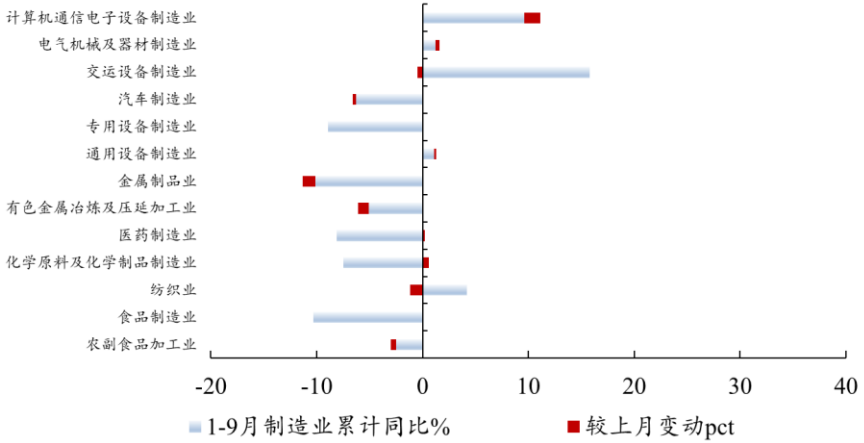
- **2026年前三季度制造业投资下降2.1%，电子设备制造投资增长9.6%。预计四季度设备更新延续，全年制造业投资仍偏弱，增量集中在电子等优势行业。**
- **AI产业链相关投资较强。**计算机通信电子设备制造投资增长9.6%，较前8个月加快1.5个百分点。电气机械投资也有所改善。
- **设备更新保持较强支撑。**设备购置投资增长9.7%，增速加快0.4个百分点。汽车、化工投资仍降，关注修复能否扩散。

图：设备工器具购置增速继续走强，制造业或迎来拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图：计算机电子设备、电气机械制造投资加速



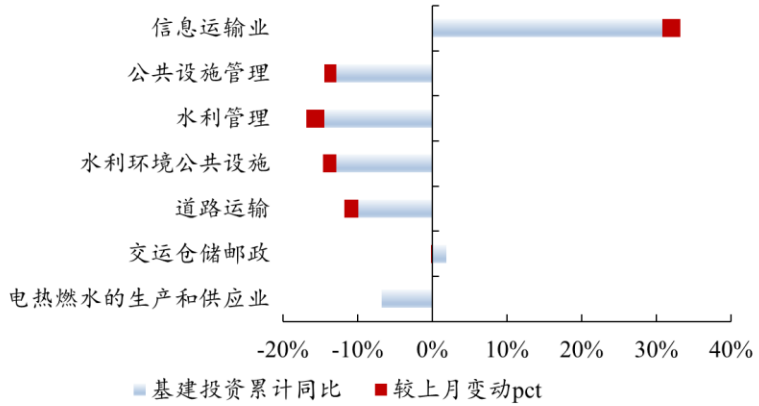
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 基建：项目为主要制约，新旧依然分化

- **前三季度基建投资下降4.2%，信息传输业投资增长30.8%。四季度资金到位有助于收窄降幅，项目开工和施工进度决定全年改善幅度。新旧基建表现分化。**前三季度基建投资下降4.2%，9月单月同比降幅由-6.9%缩窄至-5.5%，边际改善趋势已现。结构上算力新基建是亮点。信息传输业投资增长30.8%，道路运输、水利、公共设施管理等传统领域仍弱。

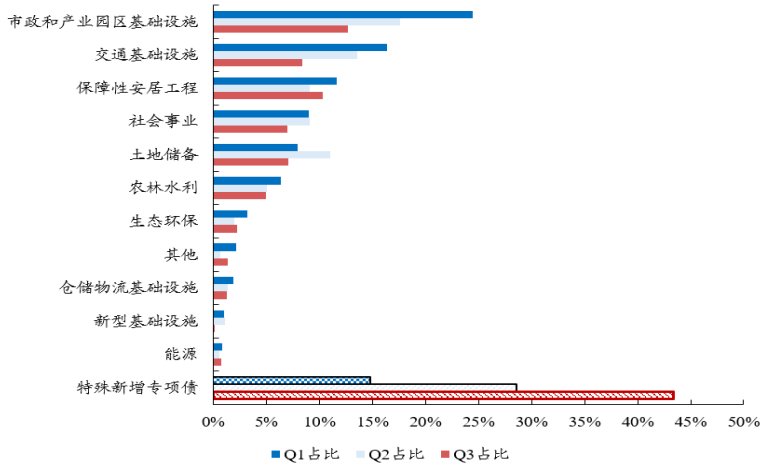
政策加快推动项目落地。面对项目约束，政策的针对性解决方案逐步落地。9月28日国常会提出“加大宏观政策逆周期调节力度”、“加紧加力推动各项政策落地落实”、“推动‘十五五’规划、‘六张网’实施方案等明确的重大工程项目尽早开工建设”，推动项目加速。9月专项债发行显著加速，达到全年最高点，10月财政部下达专项债务结存限额2500亿元，分配给有实际项目资金需求地区，体现形成实物工作量的紧迫性。后续投资修复关键取决于项目。

图：传统基建投资增速延续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：前三个季度专项债投向变化：Q3化债需求提升

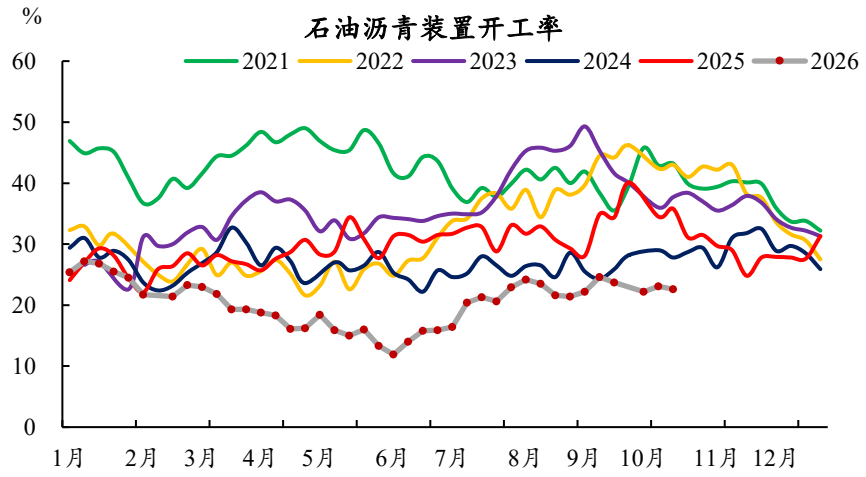


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 基建投资：六张网进度需高频跟踪

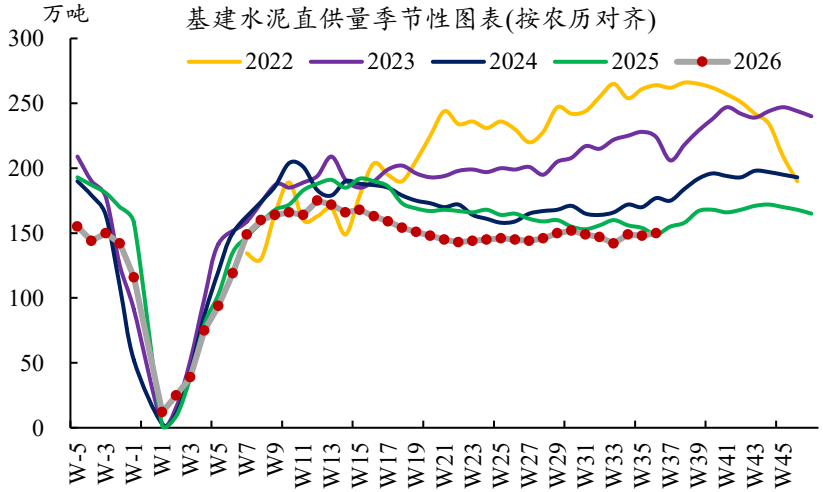
➢ **10月基建施工呈现节后恢复特征，资金改善向实物工作量的传导仍待进一步观察。**9月基建水泥直供量较8月明显回升，但10月周均值为147.2万吨，较9月下降1.4%、同比下降6.0%；月底虽恢复至150万吨，仍未超过9月高点。同期，全国水泥出库量、磨机运转率及发运率有所回升，反映建筑施工总体需求边际修复，但基建专项用料和沥青开工指标尚未同步走强。资金端，样本建筑工地资金到位率持续改善，但仍低于去年相近时期。

图：10月石油沥青开工率改善有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：10月水泥直供量缓步回升



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

3.3 一个重要线索：跟踪六张网的开工与施工

- 预计电网、水网、地下管网等存量改造项目提供底盘，算力网贡献结构性增量。年度投资取决于项目清单、资本金和配套融资，重点跟踪招标、开工和施工进度。

表：六张网分网对比

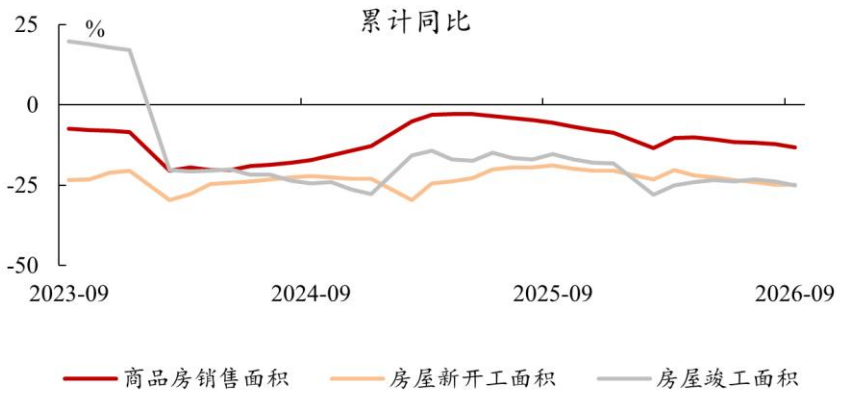
六张网	“十五五”投资规模	投资增速/景气判断	主要资金来源	2027年边际变化	对经济拉动效果
水网	>6万亿	较“十四五”继续扩张，但增速不是最高	**财政主导**：两重、专项债、中央预算内投资、政策性金融	**加速**：2026Q3受资金约束，2027项目+资金匹配后实物量有望改善	**较强**：工程属性最强，直接拉动建筑、水泥、机械
新型电网	（固定资产投资）约5万亿+	明显高于十四五	**央企CAPEX主导**：国网、南网+政策性金融	**较确定**：特高压、配网、储能、跨省输电进入建设高峰	**较强**：投资乘数+设备制造，制造业拉动强于建筑
算力网	新增直接投资约4万亿	六网最快	**企业投资为主，民间资本占比较高**	**最大弹性**：关键看大量“筹备项目→开工”	**弹性最大**：服务器、芯片、光模块、IDC+电力需求
新一代通信网		传统5G CAPEX过峰，整体偏平	**三大运营商CAPEX为主**	**小幅上行**：5G-A接棒，但难完全复制5G建设高峰	**偏弱**：直接投资不大，但数字经济外溢效应强
地下管网	约5万亿	明显加速	**财政主导**：专项债、中央资金、政策性金融+地方	**高弹性**：城市更新+77万公里改造进入施工期	**很强**：工程投资属性强，管材、机械、建筑链受益
物流网		温和增长	财政+央国企+社会资本	**温和改善**：枢纽、多式联运、冷链继续推进	**中等**：短期投资拉动一般，长期通过降物流成本提高TFP

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 房地产：销售和开工偏弱，开发投资承压

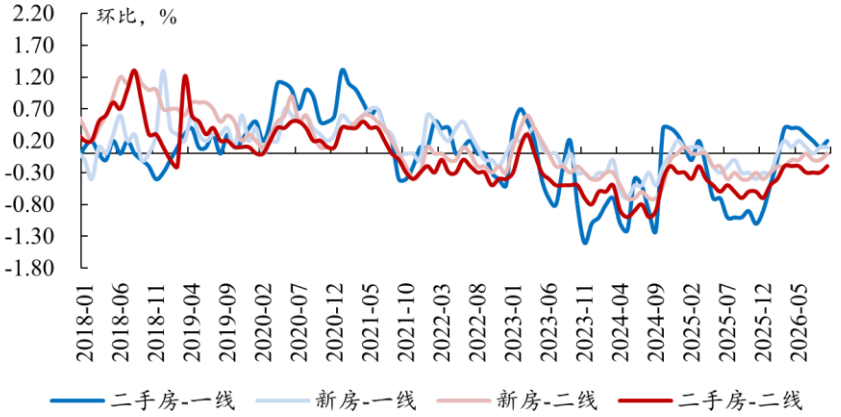
➢ **2026年前三季度房地产开发投资下降20.6%，新房销售面积下降13.2%。预计四季度局部市场改善向全国开发投资传导有限，全年开发投资仍明显下滑。**9月新旧房成交分化，价格局部企稳。量上，1-9月新房销售面积同比下降13.2%，降幅较1-8月扩大1.1个百分点，二手房网签面积则同比增长10.7%（1-8月10.6%），新房需求仍弱。价上，9月一线城市二手住宅价格环比上涨0.2%，一线城市的新房和二手房环比保持正增且同比降幅持续收窄；二、三线价格环比仍有波动，价格企稳尚未普及。市场改善仍集中于二手房成交和核心城市价格，传导至新房销售及开发投资仍需时间。

图：地产销售和开工增速仍处低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：一线城市房价在正区间企稳

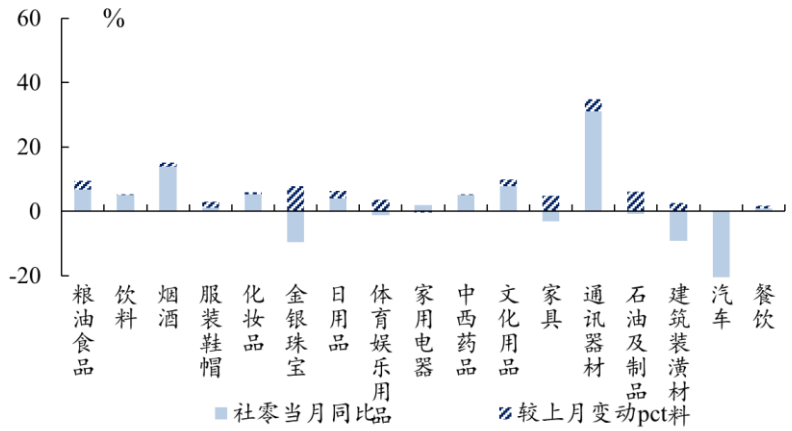


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 消费：服务相对有韧性，商品需求偏弱

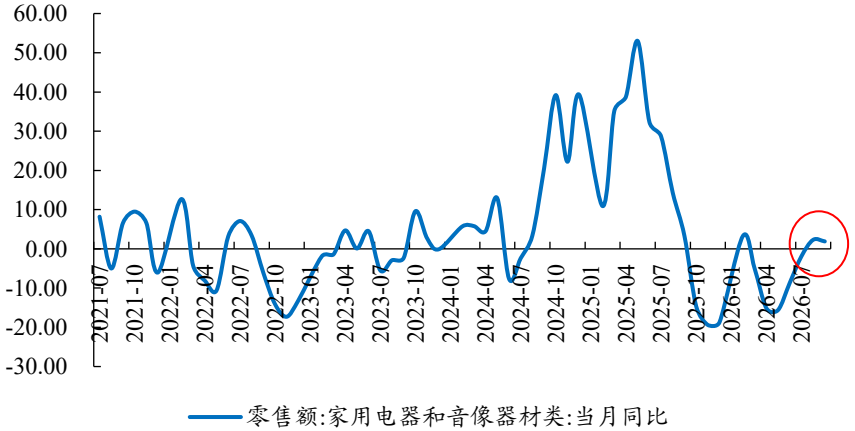
- 三季度末社零当月同比回升至1.1%，除汽车外增长3.9%。预计四季度节日和促消费政策支撑零售，汽车和地产相关耐用品仍有拖累，全年消费温和增长。

图：9月金银珠宝、石油及制品等分项改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：家电零售增速在基数修复周期再次向下

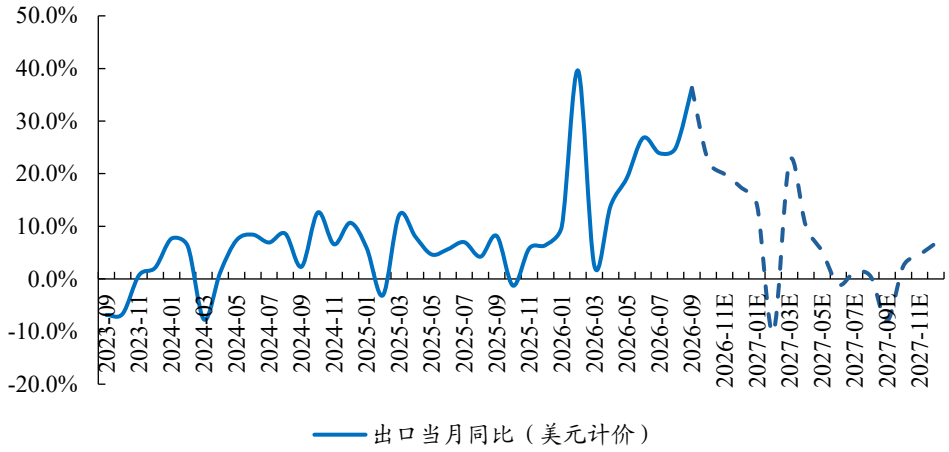


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6 2027年展望

- **2027年，预计出口增速从2026年高位回落，国内需求则有望温和改善。投资修复主要来自基建和制造业，房地产开发投资仍将拖累总量。消费增速有望小幅抬升，但修复幅度取决于就业、收入和住房市场能否同步改善。**基准情景下，国内需求对增长的支撑有所增强，能否弥补出口降速带来的缺口，仍取决于财政资金向实物工作量和居民支出的传导效率。
- **2027年出口仍有结构性支撑，但同比增速预计将低于2026年下半年。**2026年三季度，美元计价出口同比由7月的23.9%升至9月的36.3%，抬高了2027年同期的比较基数。我们判断基准情形下海外需求温和增长，主要贸易市场的关税和准入限制不显著升级，电子、设备等优势产品继续支撑出口。随着2026年高增速逐步进入比较基期，即使2027年出口额仍高于2025年同期，部分月份也可能出现同比下降。

图：2027年出口部分月份可能出现同比下降

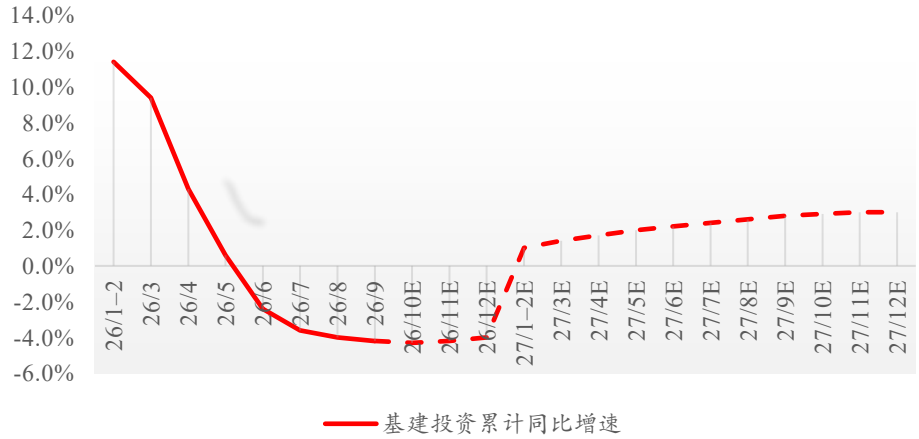


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.7 2027年展望——基建投资

- **资金接续带动转正，施工进度决定修复幅度**
- **预计基建投资累计同比由2026年末约下降4%转为2027年末约增长3%。**修复主要来自两方面。一是上年结转资金和新一年度专项债支持在建项目续建，已有项目具备较快形成实物工作量的条件。二是电网、水网、地下管网等领域的更新改造，以及算力等新型基础设施建设，为投资提供增量。2026年下半年的较低基数也有助于2027年累计增速改善。
- **基建回升的关键在于资金能否进入施工环节。**债券发行之后，资金还需完成拨付、落实配套融资并进入项目建设。我们判断明年年初温和转正、年内累计增速逐步抬升。应重点观察专项债投向、项目开工和施工强度。若发行提速而施工指标改善有限，投资修复可能后移。

图：2027年基建投资或温和修复

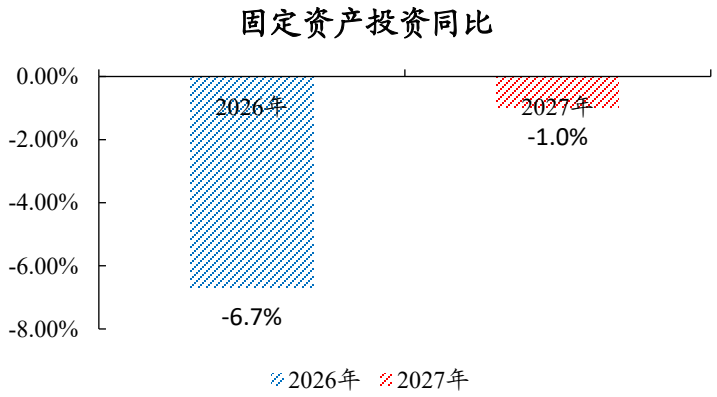


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.8 2027年展望——制造业&地产投资

- **制造业投资：设备更新或支撑转正，扩产仍集中在优势行业**
- **预计2027年制造业投资累计同比回升。**设备更新为企业资本开支提供较稳定的支撑，电子、电气设备等行业则有望受益于算力建设、产业升级和出口需求。2026年制造业投资基数偏低，也降低了2027年恢复正增长所需的新增投资幅度。行业分化仍会约束制造业投资的整体弹性。
- **地产投资：投资降幅或收窄，销售改善向开发端传导偏慢**
- 预计2027年房地产开发投资累计降幅有所收窄。降幅收窄一方面来自2026年的低基数，另一方面来自核心城市成交可能率先企稳，以及存量项目续建对施工的支撑。销售企稳到投资回升之间存在时滞。成交改善后，房企通常先改善现金流、推进在建项目和交付。只有当去化更稳定、库存压力减轻时，新增拿地和开工才更有可能回升。核心城市的成交改善也可能与全国市场表现分化。

图：2027年固定资产投资降幅或有效收窄



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

- **消费：社零温和提速，耐用品修复取决于收入和住房需求**
- **预计2027年社零多数月份同比增长约2%—3%，较2026年下半年的低增速温和改善。**基准情景假设就业和居民收入逐步修复，促消费政策延续，餐饮和日常商品零售保持韧性。2026年部分月份社零增速较低，也为2027年同比回升提供基数支持。服务消费有望继续支撑居民支出，其中餐饮计入社零，旅游、文娱等更广泛的服务消费需结合服务零售额观察。消费修复的上限取决于收入预期和耐用品需求。

图：2027年消费增速或温和回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线为预测值

3.10 2026年四季度财政｜存量资金支撑跨年衔接

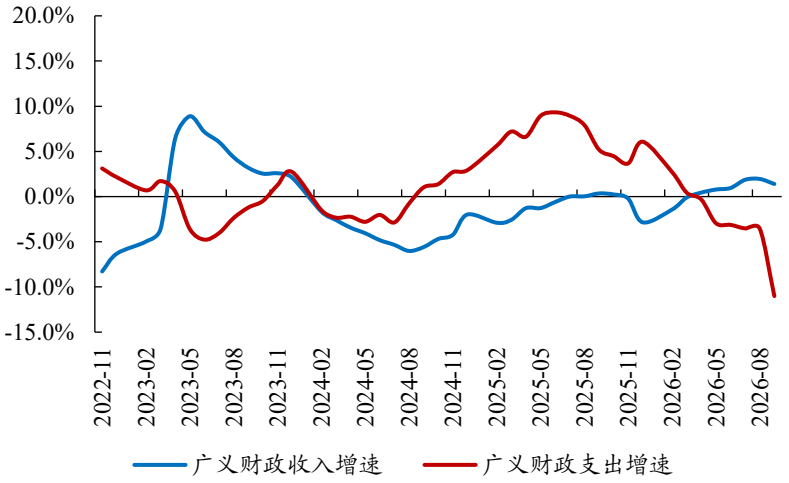
预计11—12月广义财政额度同比多约6000亿元。该数额为测算值，实际支出取决于发行、拨付和项目执行进度，部分项目可能在2027年形成工作量。

表1：11-12月财政额度同比增量

政府债剩余额度（亿）	2025年同期	2026年测算	同比增量
专项债（不含化债）	6,354.4	7,748.6	1,394.2
特别国债	0	0	0
政策性金融工具（发完可使用的额度）	5,000.0	8,000.0	3,000.0
投资端财政+准财政剩余总额度	11,354.4	15,748.6	4,394.2
财政存款	13700	16300	2600
加总	/	/	6994

数据来源：Wind、开源证券研究所

图：广义财政支出增速降至低点



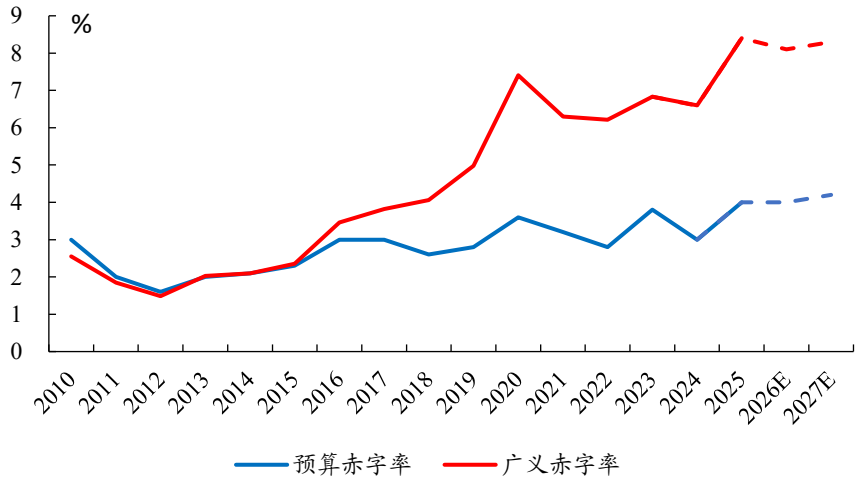
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.10 2027年财政展望：年初看资金接续，年中看支出转化

预计2027年财政延续托底，预算增量温和，实际支出有望前置。

我们预计，2027年预算安排赤字率约4%（基准情形），赤字规模约6.5万亿元，地方政府专项债4.8万亿元，超长期特别国债1.3万亿元。考虑到2027年出口增速预计回落、房地产开发投资仍处于负增长，财政仍需支撑内需，财政扩张必要性提高的情况下，狭义赤字率或仍维持在4%左右，专项债和超长期特别国债额度有望较2026年有所提高。

图：2027年广义财政赤字率有望小幅增长



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线为预测值

3.11 政策衔接｜2026年落地进展与后续观察

表：各项政策落地进展及后续展望

政策方向	重要会议及相关表述	是否已落地	后续判断
提前下达2027年新增地方债额度	**9月28日国常会**：“优化财政支出安排”。但会议未直接明确“提前下达明年额度”，**10月23日财政部发布财政收支数据时**，已提及拟提前下达2027年部分地方债限额。	**已释放明确安排信号，尚未确认正式下达。**	年内落地概率较高，主要衔接明年初发债和项目建设，对今年增长直接作用有限
科技、产业及基础研究支持	**7月政治局会议**：“加强对基础研究的长期稳定支持”，部署深入实施“人工智能+”行动、推动前沿技术突破和未来产业发展、推动传统产业改造升级。**2025年中央经济工作会议**：“制定一体推进教育科技人才发展方案”。	**部分落地，配套仍待完善。**10月已发布发展新质生产力顶层意见；具体安排未出台	产业支持延续，但细则落地时间不明确
稳就业、重点群体支持	**7月政治局会议**：“加大重点群体就业支持力度”。**9月28日国常会**：“研究出台……促进就业增收等政策措施”。财政部10月9日报告继续强调稳就业促增收和重点群体帮扶。	既有政策在执行，新增具体举措未明确	稳岗返还、一次性扩岗补助和技能提升补贴等措施今年已出台。后续可能仍有相关举措
城乡居民增收计划	**2025年中央经济工作会议**：“制定实施城乡居民增收计划”。**9月28日国常会**再次提出研究出台促进就业增收政策。	尚未落地，待观察	属于已有高层部署、但具体方案还在研究的政策；年内可关注进展，规模、工具和时点仍不明确
全国统一大市场建设条例	**7月政治局会议**：“制定实施全国统一大市场建设条例”，并部署继续综合整治“内卷式”竞争、常态化解决企业账款拖欠问题	条例尚未确认正式出台。9月16日司法部发布会称，已起草初稿，下一步按程序公开征求意见	有明确会议依据和立法进展；今年或明年初可能推进
财税改革、补充地方财力	**2025年中央经济工作会议**：“健全地方税体系”“重视解决地方财政困难”。更具体的“推进消费税征收环节后移并稳步下划地方、地方附加税改革”等，来自**财政部长《求是》署名文章**	持续推进，未全面落地	属于制度调整，今年和明年可能逐步推进
资本市场稳定与制度支持	**7月政治局会议**：“提升资本市场韧性和信心”。**10月证监会座谈会**上，专家建议“研究储备更多增量政策工具”。**10月金融街论坛**进一步披露ETF、减持监管、先行赔付、再融资等安排	部分落地，部分待实施。首批18只主动ETF已获注册；违规转让证券处罚规则已发布、12月1日施行	稳市方向明确，但新增政策预期下降
货币政策利率挨锚及贷款定价改革	**9月央行三季度例会**：“推动货币政策操作框架改革完善”。**10月19日金融街论坛**：“将研究择机把央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜”，隔夜回购利率将相应成为主要政策利率	**改革方向已宣布，正式挨锚尚未落地。**隔夜操作已开展，DR基准贷款已有试点，后续政策指引待发布	属于货币政策框架改革。不能直接认定为已实施全面降息
全面降准降息	**7月政治局会议、9月28日国常会**均使用“综合运用并适时调整货币政策工具”等表述；9月28日国常会还明确增加科技创新和技术改造、支农支小等再贷款额度	**结构性调整已落地**	年内降准降息概率较低。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

4 风险提示

国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

关税反复超预期：如果美国关税反复超预期，可能会对我国乃至全球经济造成影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券