宏观经济深度报告

雄关漫道真如铁—2027年国内宏观主线

核心观点

回头看，“不按剧本走”才是2026真正的主线。展望2027，“科技+政治”双周期格局延续，但中美“攻守易位”，关键在于拎清明年的工作重心。

核心诉求：求稳＞谋远＞守底

2027年经济工作不宜按常规年份来理解。明年是“十五五”规划集中落实的关键之年，也是党的二十一大召开之年。因此，做好明年经济工作，要从党和国家事业的全局出发进行把握。我们将其归纳为“一个中心、两个大局”：以迎接重要会议为中心，统筹科技优先与合理增长两个大局。

明年增长目标或效仿近几次会议年份，小幅调整为“4.5%左右”。但在多元约束下，大概率选择“通胀换增长”，重回供强需弱加剧、PPI承压的格局。

现实挑战：总需求面临“三座大山”

①外需拉动减弱，算力出口承压。AI资本开支进入“戒断期”，海外高利率压制需求，贸易壁垒也将进一步升级，硅基出口面临量、价和基数三重压力。

②化债与地产拖累投资。“退平台”与“清欠”双节点，挤占地方财力与基建开支；“828”新政下房企拿地、开工谨慎，压制地产投资。

③收入预期制约消费修复。收入“K型”分化、财富缩水和“国补”透支，共同约束居民支出。

破局关键：因势利导、守正出奇

明年“求稳”框定上限，改革与政策难有实质突破；“谋远”指向科技仍是最大确定性；“守底”则意味着增速底线不容有失。明年并非简单“保数据”，结构上仍有较多抓手有望带来预期差。

①发挥制度优势，期待中美AI基建“温差”。我国算力规模总体落后，结构上“美国缺电、中国缺芯”。海外AI投资步幅放缓、算力产业链产能分配格局松动，正是我国加大跨周期投入的战略机遇，坚定不移加快算力基础设施建设和核心科技攻关，形成“自研为主＋多元抢购”的双重模式。

②用好政策空间，腾挪修补、结构优化。稳投资以中央加力和结构性扩张为主，中央预算内投资和“两重”加力、“六张网”承接，高技术、AI算力与垂类应用成为制造业投资主增量，预计固投回稳至0%。促消费从撬动转向赋能，个税优化和育儿补贴加力扩围是潜在方向，预计社零回升至2.0%左右。稳出口依靠结构优化与汇率弹性，传统制造业、新兴市场和电网设备等有望接力，稳定外贸基本盘，预计出口回落至9%附近。

③统筹货币财政，维持总量强度、重在结构调整。财政要“扛大旗”，不依赖赤字率突破，而通过中央加杠杆、专项债扩容和政策性金融工具加码腾挪挖潜。货币政策考验操作艺术，维持“适度宽松”但“推绳子”难度加大。双降空间保留，由风险突发事件激活；LPR调整优先级更高，推动“换锚”向贷款传导；此外，“结构降息＋专项贴息”有望成为精准降成本标配。

风险提示：海外波动加剧，政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究·宏观深度

证券分析师：王奕群
0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

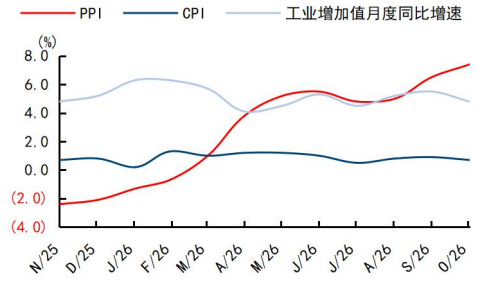
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-8.10
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	35.20
M2	7.14

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美丽新世界——“科技-政治”双周期下的若干思考》——2026-11-22
《宏观经济深度报告-中期选举后的“变”与“不变”》——2026-11-03
《宏观经济深度报告-有形之手（7）：年内财政“托”得住经济吗？》——2026-09-10
《黄油与大炮——追赶中的K型与哑铃策略》——2026-08-21
《宏观经济深度报告-黄油与大炮——新政策框架下的资产逻辑》——2026-08-14

内容目录

1. 核心诉求：一个中心、两个大局 5
2. 现实挑战：需求需求需求 7
3. 破局关键：因势利导、守正出奇 10
风险提示 19

图表目录

图1： 重要会议年中央对“稳定”关注度提高 5
图2： 同期地方对“稳定”关注度同样提高 5
图3： 近年来我国 GDP 与增长趋势出现偏离 6
图4： 同期房地产增加值占比跌落 6
图5： 从生产端观察，2026 年 K 型分化显著加剧 6
图6： 完成 2035 目标所要求的未来增速测算 6
图7： 近三次重要会议所在年份经济增长目标下调 7
图8： 需求可能成为明年主要压力源 7
图9： 全球主要央行纷纷加息，联储利率中枢偏高 7
图10： 海外 AI 云厂商资本开支预计放缓 8
图11： 出口高增背后，能源与硅基带来的涨价效应不容忽视 8
图12： 明年上半年隐债化解仍有压力 9
图13： 土地相关的财政收入继续承压 9
图14： 消费支出弱于经济和收入增速 9
图15： “主流”居民的收入改善相对较慢 9
图16： 房地产市场持续调整 10
图17： 国补商品增速大幅转负 10
图18： 今年 PPI 的三项主要贡献明年均可能回落 11
图19： 明年 CPI 或维持温和水平 11
图20： 我国 AI 算力总规模仍处于追赶阶段 11
图21： 全球数据中心容量预测 11
图22： 近两年固投分项同步走弱，预计明年低基数企稳 12
图23： 房地产投资预计继续承压 12
图24： 预计中央预算内投资规模扩大 12
图25： 基建结构向“六张网”靠拢 12
图26： 六张网“十五五”规模合计在 25 万亿左右 12
图27： 工业企业利润增速开始回暖 12
图28： 我国当前个税起征点已维持约 8 年 13
图29： 生育补贴总额随出生人口下降而收缩 13
图30： 今年贸易顺差并未远超季节性 14
图31： 今年净出口对 GDP 贡献远不如 2025 年 14
图32： 电子类商品在我国出口中占比仅不到 20% 14
图33： 明年人民币贬值或成为出口的重要缓冲变量 14
图34： 政府广义赤字规模扩张 15
图35： 我国政府杠杆率正在快速上行 15
图36： 化债清欠资金年度安排规模 16
图37： 城投有息债务增速显著下降 16

图 38： 财政第一二本账支出完成率预测 16
图 39： 各科目短支额度排序 16
图 40： 部分来源于短期冲击，税收高增难以持续 17
图 41： 土地出让收入与地方债付息估算 17
图 42： 今年成为居民贷款缩表“元年” 17
图 43： 关注 LPR 单独“补降”可能 17
图 44： 我国社会融资结构发生深刻变化 18
图 45： 增加中长期流动性投放，压缩滚隔夜压力 18

表 1： 2027 年主要经济指标预测 10
表 2： 财政各类工具预测，广义赤字规模增长，但净融资量下降 15

回头看，“不按剧本走”也许才是 2026 真正的宏观主线。放眼全球，在“科技+政治”双周期叠加下，宏观波动高度非线性，传统假设沦为反指，“编外”事件成为“基准情形”。落到国内，“十五五”开局经济运行大体平稳，输入性因素反而占据主导，算力繁荣、中选前地缘博弈、美联储掉头成为关键变量。

展望 2027，“双周期”格局延续，但中美“攻守易位”主动权将回归国内。如何从纷杂的头绪中拎出主要矛盾，关键是弄清明年的主线任务，及其优先次序。我们不妨从这开始。

1. 核心诉求：一个中心、两个大局

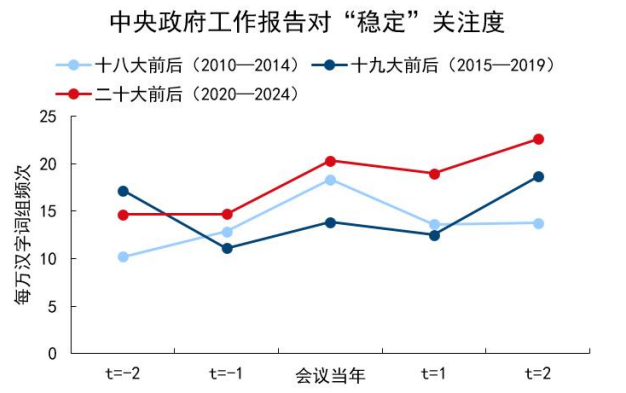
一个基本判断是，2027 年经济工作不宜作为常规年度来理解。明年是“十五五”规划集中落实的关键之年，也是党的二十一大召开之年。**因此，做好明年经济工作，要从党和国家事业的全局出发进行把握。我们将其归纳为“一个中心、两个大局”：前者是总前提，后者是总前提下的两方面具体工作。**

一个中心是迎接重要会议胜利召开，本质是“求稳”。

从内部看，党的二十一大是“在基本实现社会主义现代化的关键时期、向第二个百年奋斗目标进军新征程上召开的一次十分重要的代表大会”，承担着总结过去五年、明确未来五年前进方向和行动纲领的功能。从外部看，随着美国中选“蓝潮”横扫带来的“行政-立法”对立以及共和党内分裂，美国进入“后特朗普时代”，我国严峻的外部环境总体缓和，客观上可以将注意力更多转向国内。

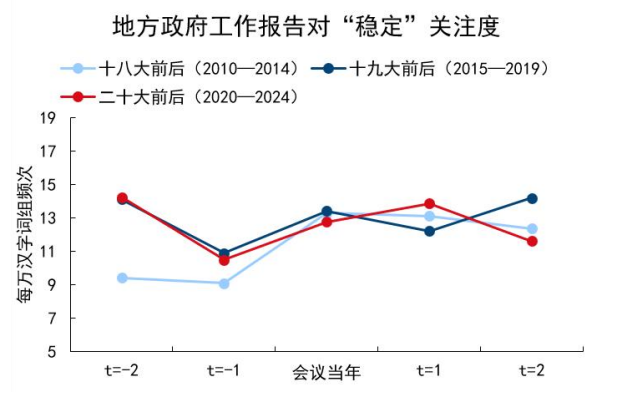
明年工作的基本方针也因此明确：稳字当头、统筹兼顾。各级政府将转入“风险厌恶”模式，对经济平稳运行、社会大局稳定的诉求显著上升。一方面，宏观政策难以明显收缩，重大项目与民生保障将保持必要强度。另一方面，一些重大改革举措将延后落地。一言蔽之，“多言数穷，不如守中”。

图1：重要会议年中央对“稳定”关注度提高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：同期地方对“稳定”关注度同样提高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在这一基本前提下，“科技优先”与“合理增长”两个大局要坚定不移、统筹兼顾。本质上，这是“谋远”与“守底”的关系。

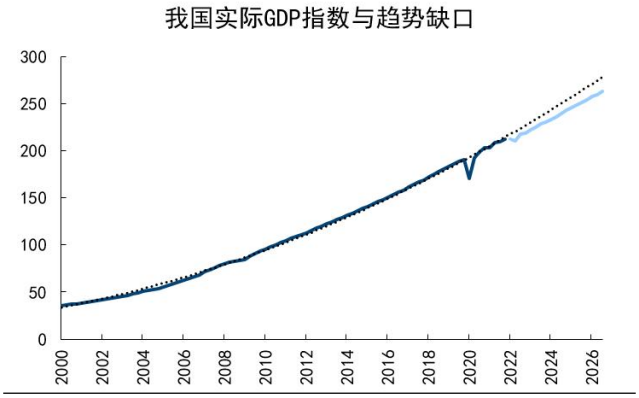
当前，社会上对两者存在一些争议。今年以来，在 AI 浪潮的席卷下，经济 K 型分化，新锐“硅基”是否对主流“碳基”形成挤出？进一步说，科技与民生孰轻孰重？我们认为，不应将两者简单对立，而是放在我国发展的优先次序中辩证看待。

首先要明确，“科技优先”是当前的基本国策。今年“730”政治局会议以来，“加

快推动新旧动能转换”被多次强调，意味着中央判断当前经济整体承压是动能转换期的客观产物，改善经济的根本在于压缩这一过程，因而需要加码“超常规措施”，帮助新技术和新动能尽快“决定性突破”。

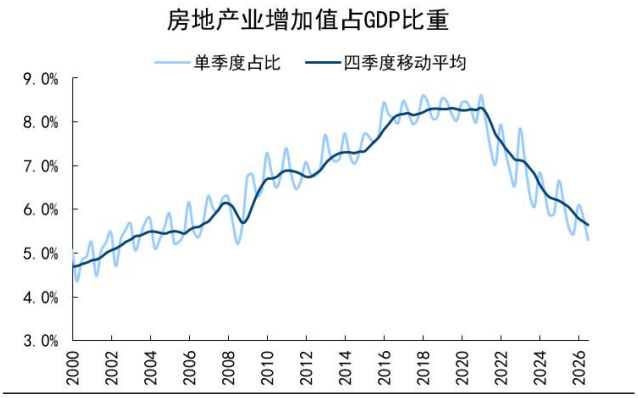
“科技优先”并非一时之策，而是我国推动动能接续的必然选择。回顾这一进程，“十四五”开局大力度整改地产，传统“碳基”发展模式走向尾声。5 年后“828”新规落地，事实上标志着地产过渡期已基本结束，钢筋混凝土不再作为拉动增长的主引擎。未来“碳基”逆周期政策将进一步边缘化。与此同时，做好动能接续成为“十五五”的关键命题，恰逢 AI 产业变革，其背后的“硅基”链条，从能源、芯片、模型再到更上游的矿产、人才、生态，成为决策者关注的重点。

图3：近年来我国 GDP 与增长趋势出现偏离



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：同期房地产增加值占比跌落

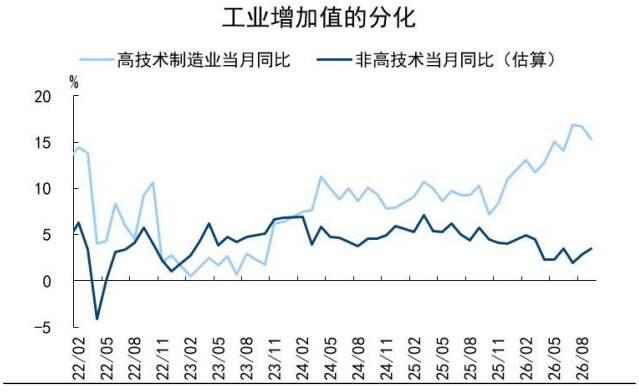


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

这一关键节点，又恰逢外部政治环境发生重大变化，“科技优先”的紧迫性进一步加强。美国民主党“横扫”后，叠加关键企业格局调整，少数游说者和理性声音式微，对华科技管制料将进一步收紧，我国追赶窗口期收窄。

与之对应，转换期经济也要兜住“合理增长”的底线。合理的本质是遵循经济运行的内生规律，不刻意追求高增速。在动能转换期，若一味“恋战”通过“碳基”刺激对冲磨底压力，不仅可能耗费大量资源，更可能延缓转型、贻误战机。因此，2025 年中央经济工作会议首提的“超常规”一词，已从经济政策改为科技攻关，这反映了中央对于发展思路的重要转变。对经济表现的定性，也自此从总量性的“稳中有进”改为结构性的“向新向优”。

图5：从生产端观察，2026 年 K 型分化显著加剧



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：完成 2035 目标所要求的未来增速测算

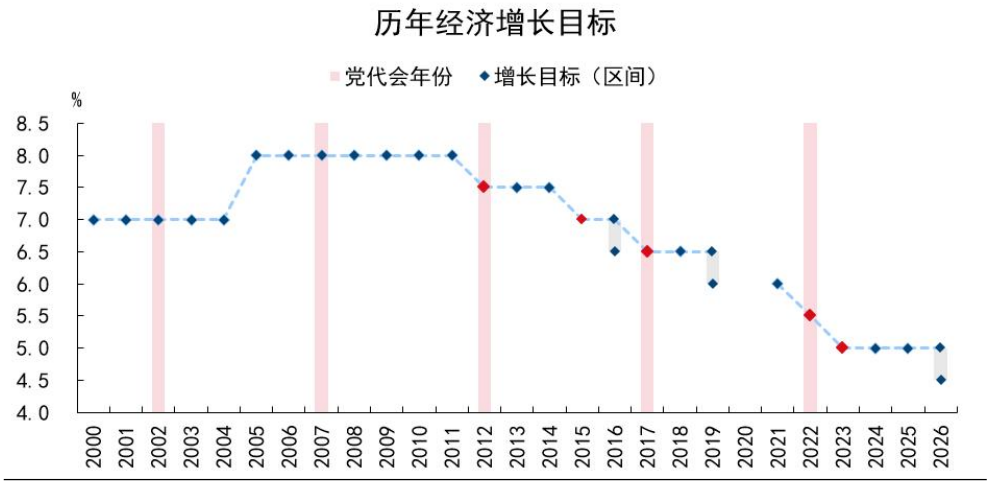


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

但是，这不意味着明年增长目标可以“撒手不管”。主要出于三方面考虑：①增速即民生，转型初期的陡峭斜率下，经济裂口拉大，绝大多数的普通劳动者体感将显著弱于总体 GDP 增速，“下半撇”将成为关注重心；②引导预期，中高速增长关键点位（4.5%以上）一旦失守，未来稳增长、稳市场难度更大；③长期要求，实现 2035 远景目标要求“十五五”“十六五”实际复合增长 4.2%，增速过早下滑将使后续压力陡增。

做个小结，“求稳 > 谋远 > 守底”，是明年我国宏观目标的优先级。明年增长目标或将效仿近几个会议年份的做法，小幅调整为“4.5%左右”。但在多元约束下，大概率选择通过“通胀换增长”，重回供强需弱加剧、PPI 承压的宏观格局。

图7：近三次重要会议所在年份经济增长目标下调

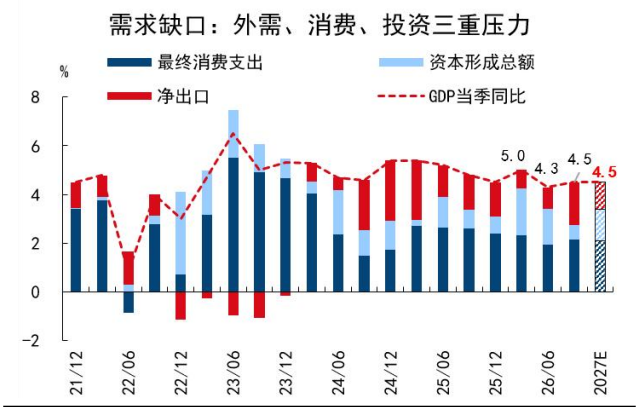


资料来源：Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

2. 现实挑战：需求需求需求

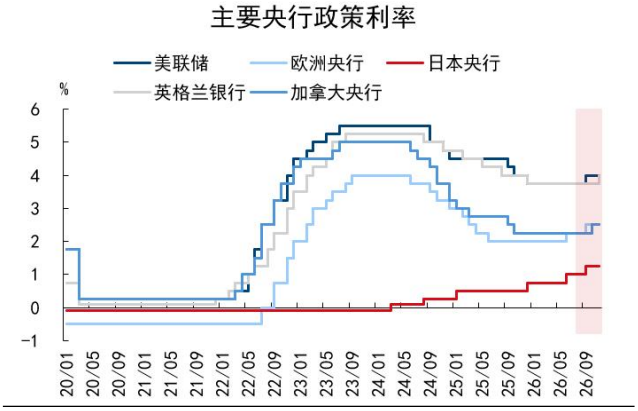
我们面临的现实是，明年总需求可能出现“三座大山”。

图8：需求可能成为明年主要压力源



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：全球主要央行纷纷加息，联储利率中枢偏高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一是出口带动效应减弱。主要是三重压力：

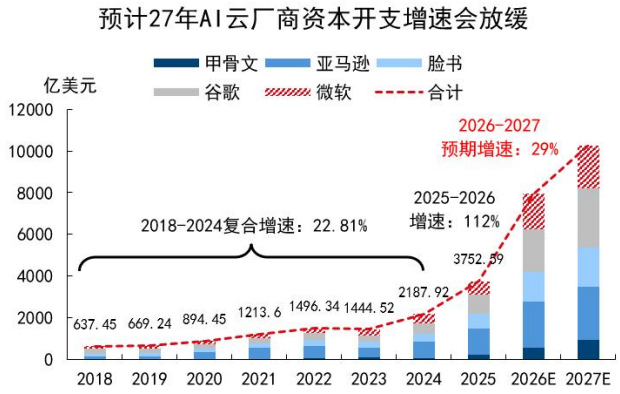
①AI 资本开支进入“戒断期”。美国 AI 基建正面临电力与并网瓶颈，同时，“AI

民粹主义”（AI populism）下两党围绕电价、监管等“伟光正”议题反复拉扯，将抬升项目成本，导致 AI 资本开支“二阶导”拐折。今年我国出口高增有赖硅基产品“量价齐升”，明年则可能面临数量、价格与基数的“三杀”。

②海外政策环境收紧，高利率压制需求。能源抬升全球通胀中枢，货币政策短期难现宽松。预计美联储 12 月再加息一次，政策利率升至 4%以上；往后即便中东局势缓和，明年高利率中枢仍会压制居民消费、企业补库及资本开支。

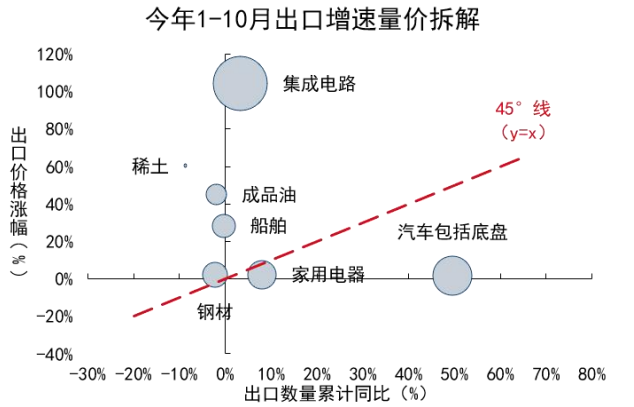
③面临多维贸易壁垒。除中美外，中欧产业竞争与贸易失衡问题交织，欧盟态度强硬，正通过反补贴调查、价格承诺及外国补贴条例（FSR）等工具加强对华贸易壁垒。仅就我国占据优势的“新三样”看，混动及插混出口面临“四年减半”限制；光伏、电池等优势产业面临类似压力，未来环境料将进一步恶化。

图10：海外 AI 云厂商资本开支预计放缓



资料来源：Wind、上市公司官网、美国证券交易所、国信证券经济研究所绘制

图11：出口高增背后，能源与硅基带来的涨价效应不容忽视



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制。气泡大小代表我国 1-10 月累计出口规模

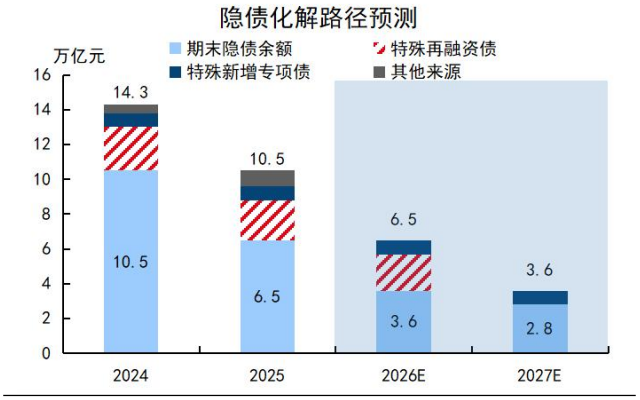
二是“630”与“828”压制投资。曾几何时，投资是稳经济的压舱石。而当下情况似乎出现反转：

①化债清欠收官，压制基建投资。“双 630”成为明年的关键节点，城投“退平台”和“清欠”两大任务在年中集中收官，上半年地方财力将被显著挤占，基建相应承压；此后，资金腾挪压力有望阶段性缓解。

从“退平台”进度看，今年 9 月全国剩余平台数较 2023 年 3 月下降 92%，6 月末经营性债务减少 79%。下降较慢主要是平台退出要求隐债清零：前期大量小平台退出后，经营性债务转为普通国企债务，对规模影响不大；但剩余平台体量大、清零难，退出前负债仍纳入经营性口径，无法“压缩”。而这些平台多是区县级或重点地区尾部城市，可盘活资产少、财政回旋余地小，成为“硬骨头”。此外，退平台后经营性债务接续、基层“三保”仍在分流现金，对新增隐债和融资也将进一步趋严，基建难有强反弹。

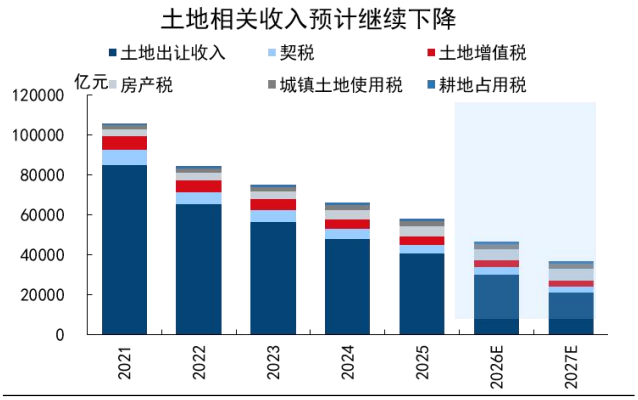
②“828”新政进一步传导，地产投资探底。新政事实上将期房转为现房模式，开发商回款与融资延后，将进一步拖累新开工和施工等环节。此外，房企拿地更趋谨慎，土地出让收入可能从今年约 3 万亿继续大幅下行至 2 万亿左右。

图12：明年上半年隐债化解仍有压力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：土地相关的财政收入继续承压

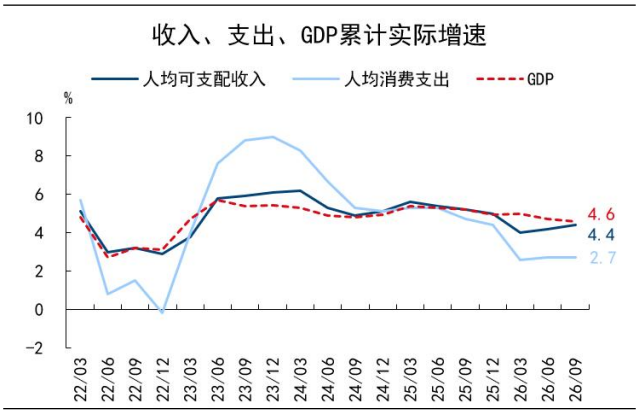


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

三是收入预期继续压制消费，叠加耐用品消费被“国补”前置：

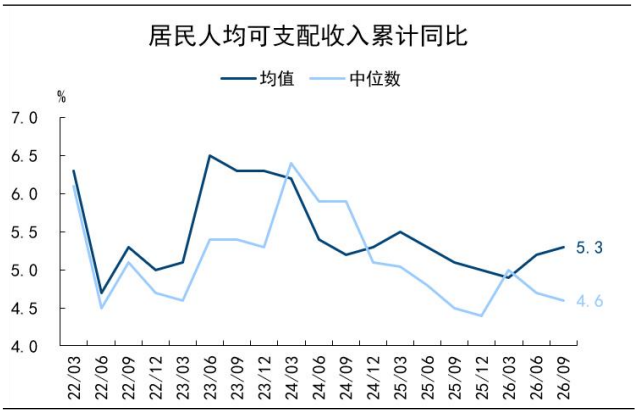
①钱没有很好流入“需要的人”手中。GDP、居民人均可支配收入和消费支出实际增速梯次回落，反映经济增长对居民消费的传导受阻。这一情况明年可能延续：“新经济”目前仍是少数人的游戏和多数人的代价。收入处于中位的“主流”群体改善较慢，实际体感弱于平均水平。若明年 K 型分化延续，新增收入将持续向消费倾向较低的少数高收入群体集中，对消费不利。

图14：消费支出弱于经济和收入增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：“主流”居民的收入改善相对较慢

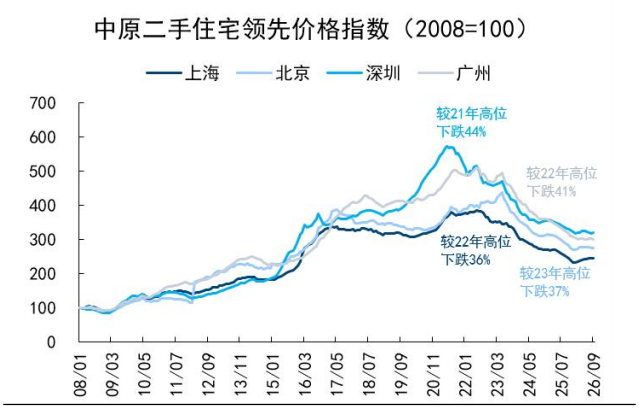


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

②居民财产持续缩水。以住房为例，其仍占居民家庭财富近五成。一线城市房价较前期高点回落逾 35%，且尚未明显企稳；租金等收入减少、房价预期偏弱，也会推高预防性储蓄、促使居民提前还贷，进一步挤压消费。

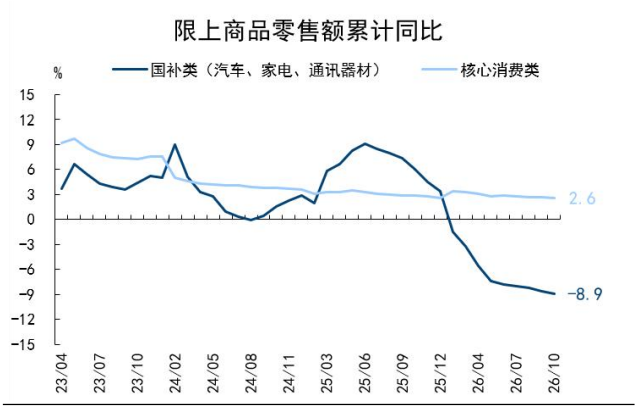
③“国补”效果趋于饱和。截至今年 10 月，限上“国补类”商品零售额累计同比下降 8.9%，明显弱于核心消费类的 2.6%，开始“反噬”社零。考虑到耐用品更新周期较长，短期内新增需求难以接续，低基数难抵消透支效应。若明年补贴继续退坡，政策托底作用将持续弱化。

图16：房地产市场持续调整



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：国补商品增速大幅转负



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3. 破局关键：因势利导、守正出奇

挑战之中蕴含转机，破局在于因势利导。**明年“求稳”划定上限，改革与政策难有实质突破；“谋远”指向科技仍是最大确定性；“守底”则意味着增速底线不容有失。**

表1：2027 年主要经济指标预测

经济指标	2024	2025	2026E	2027E
GDP 增速(实际/名义，%)	5.0/4.2	5.0/4.0	4.6/5.9	4.5/5.0
工业增加值增速（%）	5.8	5.9	5.3	5.0
社会消费品零售总额增速（%）	3.5	3.7	0.9	2.0
固定资产投资增速（%）	3.2	-3.8	-6.0	0.0
房地产	-10.6	-17.2	-22.0	-20.0
基建	9.2	-1.5	-5.0	4.0
制造业	9.2	0.6	-2.0	2.0
出口/进口增速（%）	5.9/1.2	5.4/0.3	19.0/25.0	9.0/11.0
PPI/CPI 增速（%）	-2.2/0.2	-2.6/0.0	2.5/0.9	-0.1/1.0
社融增速（%）	8.3	8.3	7.6	7.3
隔夜逆回购利率（%）	—	—	1.25	1.25
赤字率（%）	3.0	4.0	4.0	4.0
新增地方专项债（万亿元）	3.9	4.4+0.2	4.4+0.25	4.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

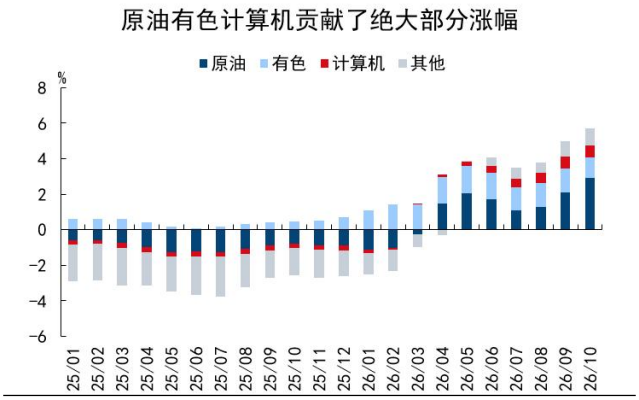
综合来看，我们认为明年仍可实现不低于 4.5%的经济增速。

①顶层设计：“守底”要求经济不能失速，预计 2027 年实际 GDP 目标设定“4.5%左右”，实际完成不低于 4.5%。

②供需错位：为保障这一增长目标，即便总需求可能偏弱，但工业生产将维持刚性，预计增速在 5.0%附近。

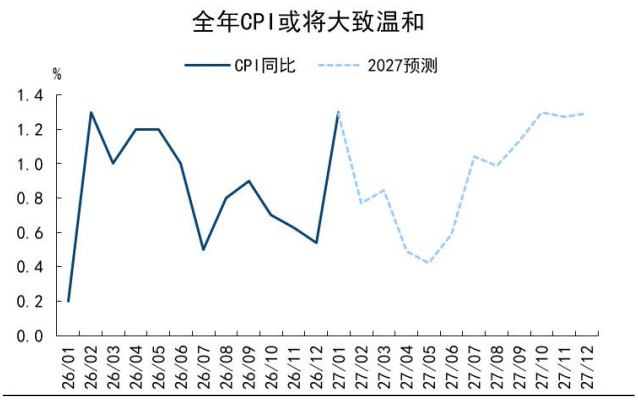
③价格承压：在供需错位的情况下，叠加外部涨价因素消退，预计 PPI 可能“打回原型”，下半年显著转负；生猪价格和农产品对 CPI 形成支撑，但油价回落和消费偏弱限制其上行，预计 CPI 上涨 1.0%左右。对应名义 GDP 增速 5.0%。

图18：今年 PPI 的三项主要贡献明年均可能回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：明年 CPI 或维持温和水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

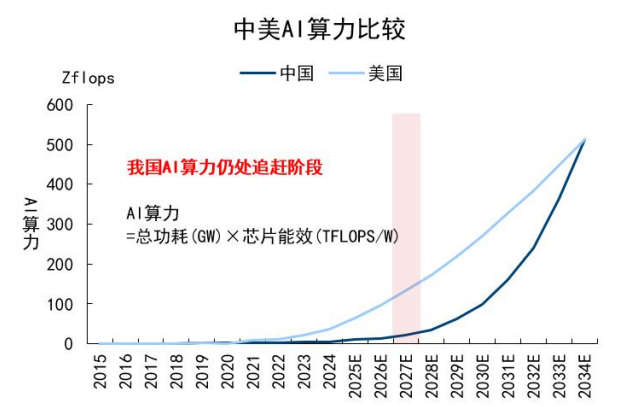
尽管如此，明年并非简单“保数据”，结构上仍有较多作用点能带来预期差。

一是发挥制度优势：中美“龟兔赛跑”，算力投资大有可为。

算力是 AI 时代的原油，中美存在显著差距，算力投资大有可为。2026 年美国 AI 算力规模约为中国的 6.4 倍[1]，结构上美国缺电、中国缺芯，各方均在补短板。

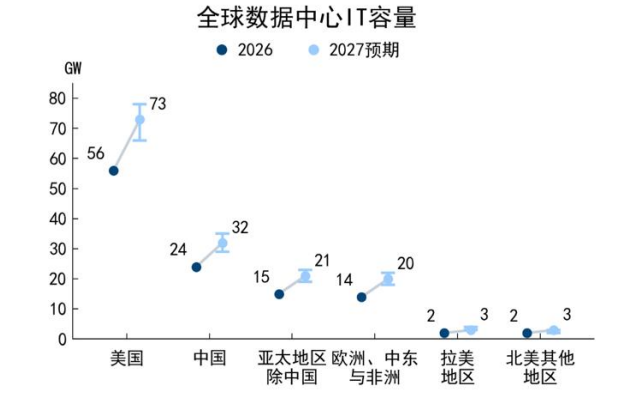
美国先发优势明显，但近期步幅放缓；我国既然看准 AI 作为新一轮技术革命主赛道的战略意义，并把突破包括芯片在内的核心科技作为既定国策，就不会跟随美国节奏。此前“算力繁荣”下的涨价潮有所缓和，全球算力产业链的产能分配格局出现松动，正是我国加大跨周期投入力度的机遇期，自研为主+多渠道补足。

图20：我国 AI 算力总规模仍处于追赶阶段



资料来源：Bloomberg、BNEF、伯恩斯坦、国信证券经济研究所整理，AI 算力=总功耗（GW）×系统能效（TFLOPS/W），按 FP8 稀疏精度衡量，表示理论计算能力

图21：全球数据中心容量预测



资料来源：Wind、Semi-Analysis、国信证券经济研究所估算

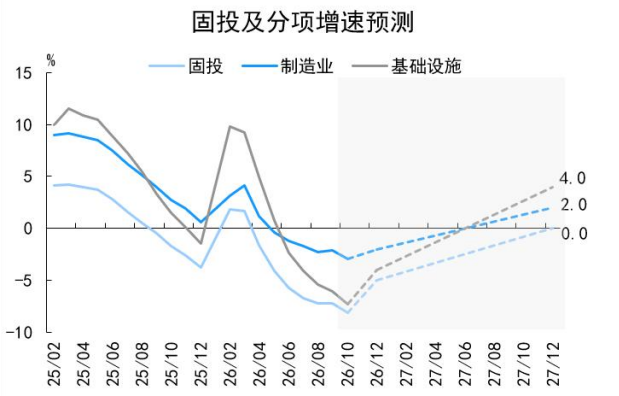
二是用好政策空间：腾挪修补，结构优化。

换届年总量强度难有实质突破，但结构上仍有腾挪空间。

①稳投资，中央加力和结构性扩张为主。2027 年必须重新激活投资，推动基建由负转正，并稳住制造业投资。预计明年地产投资继续深跌，但固投回稳至 0%左右。

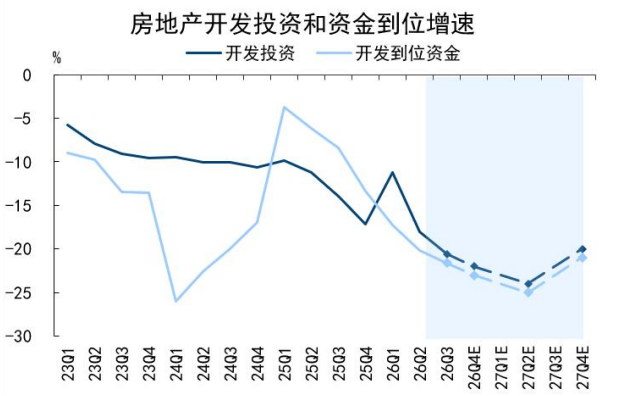
[1] 按照同模型、同使用强度、同效率假设测算

图22：近两年固投分项同步走弱，预计明年低基数企稳



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：房地产投资预计继续承压



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

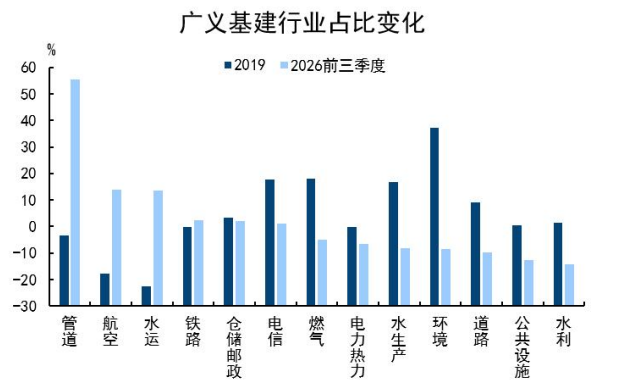
一方面，中央接力基建，“六张网”形成项目抓手。预计中央预算内投资将继续扩大至 7900 亿元；“两重”建设资金有望增至 1 万亿元；“六张网”规模合计约 25 万亿元，将成为主要载体。叠加低基数，预计带动明年基建投资回升至 4.0%。

图24：预计中央预算内投资规模扩大



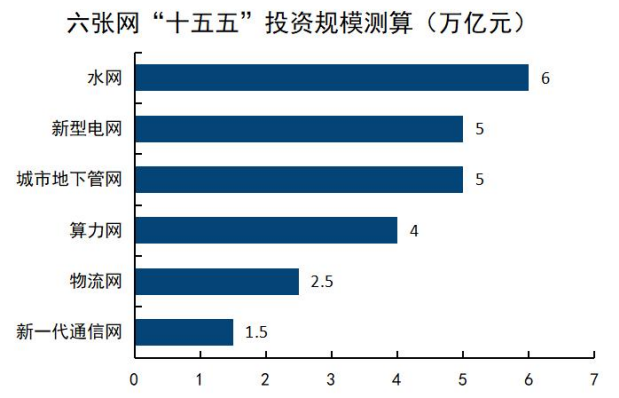
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图25：基建结构向“六张网”靠拢



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图26：六张网“十五五”规模合计在 25 万亿左右



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图27：工业企业利润增速开始回暖



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

另一方面，制造业与新基建联动，高技术、AI 算力与垂类应用等方向成为主增量。

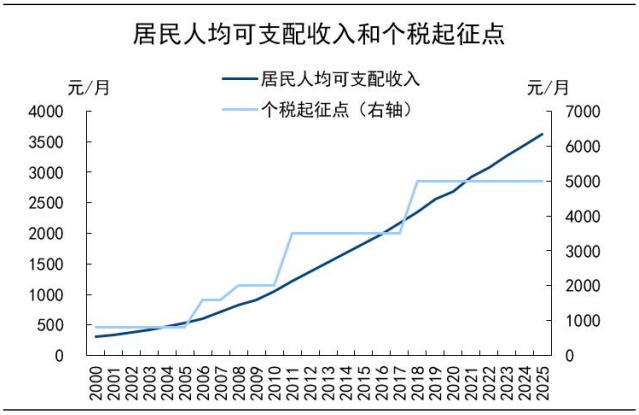
今年企业盈利修复，为资本开支扩张打下基础：1-9 月，工业企业利润同比增长 15.5%，其中制造业增长 17.0%；同时，高技术产业投资增长 4.9%，其中电子电路制造业增长 58.7%，信息服务业增长 20.2%。后续叠加财政补贴、再贷款等支持力度加大，明年制造业投资有望回升至 2.0%左右。

②促消费，从撬动转向赋能。“国补”刺激效应递减，应放弃“花小钱办大事”的思路，回归增收的本源。中央多次强调要切实增加居民获得感，其中个税调整和育儿补贴均在选项中，群众基础好、见效快。在政策支持的基础上，叠加汽车等耐用品出现低基数，预计社零回升至 2.0%附近。

调高个税起征点。现行基本减除标准为每月 5000 元，而 2025 年全国居民人均可支配收入已达每月 3615 元。根据近 4 次上调起征点的规律看，目前窗口已经打开。此外，1-10 月个税收入同比增加 22.9%，高收入群体成为主要贡献，客观上也为调节税收结构打下基础。

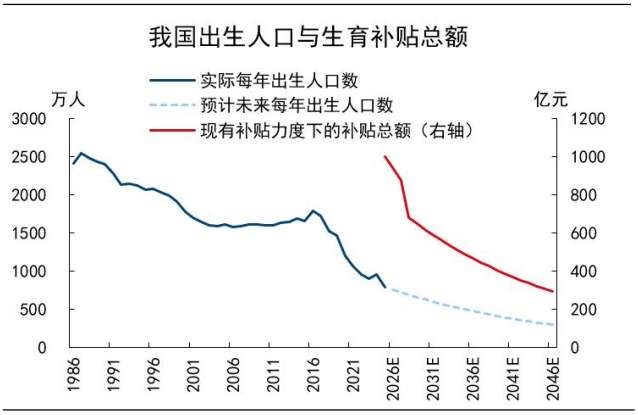
提高育儿补贴力度。现行标准为每孩每年 3600 元，2025 年落地以来社会反馈积极。2027 年受益补贴的三年滚动人口预计下降约 420 万人，维持单孩标准不变将使补贴总额自然缩减约 15.7%。因此，有必要适时加力扩围。

图28：我国当前个税起征点已维持约 8 年



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图29：生育补贴总额随出生人口下降而收缩



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

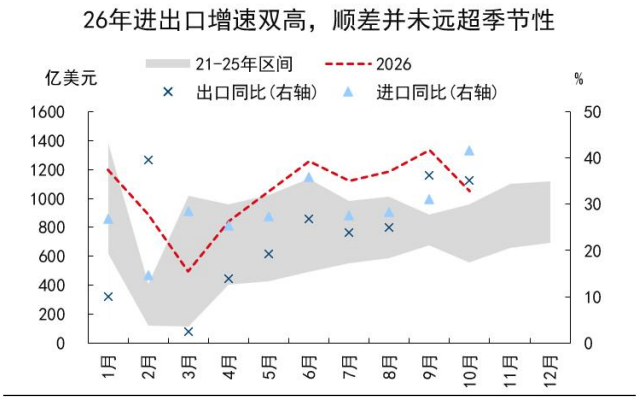
③稳出口，结构优化与汇率弹性稳定出口基本盘。算力出口是典型的“叫好不叫座”，进出口同升同降，对顺差影响有限。同时，我国“硅基”“碳基”出口有望接力对冲，叠加人民币单边升值预期缓解，明年传统商品出口有望维稳。我们判断明年出口增速或回落至 9%左右。

一方面，顺差对出口韧性“脱敏”。一定要区分出口和顺差对于经济的影响。今年我国 AI 出口出现“来料加工”特征，体现为算力品出口的扩张，伴随着芯片、存储等高附加值中间品进口高增。因此顺差并未显著强于季节性，对 GDP 增长的贡献更显著低于传统出口主导的 2025 年。随着海外算力开支放缓，算力品出口承压的同时，进口也会同步回落，形成对冲。

另一方面，结构轮动与人民币升值趋缓，有望稳定外贸基本盘。美国 AI 资本开支放缓，但其“缺电”逻辑仍将支撑电网、变压器等设备需求，形成产业链内部接力。同时，算力相关电子产品占我国出口不足 20%，占 80%以上的传统制造业和新兴市场仍是出口“基本盘”。

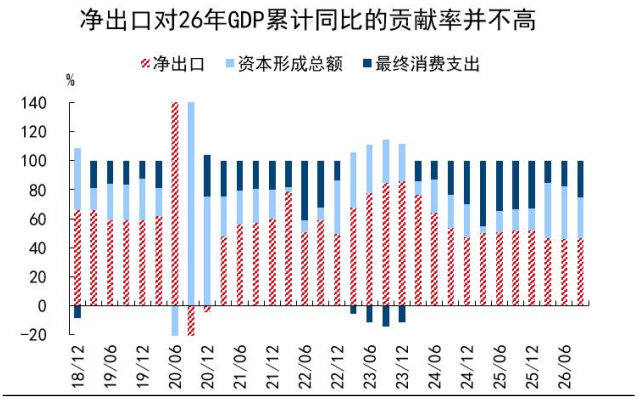
此外，11 月 3 日，央行上调外汇存款准备金率 2 个百分点，释放出防范人民币过快升值、稳定汇率预期的政策信号。明年随着出口增速回落、结汇需求减弱，叠加强美元扰动，人民币升值动能进一步趋缓，为传统商品出口提供适宜环境。

图30：今年贸易顺差并未远超季节性



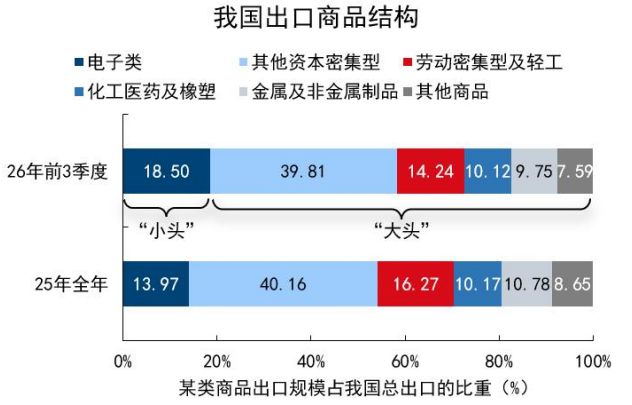
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：今年净出口对 GDP 贡献远不如 2025 年



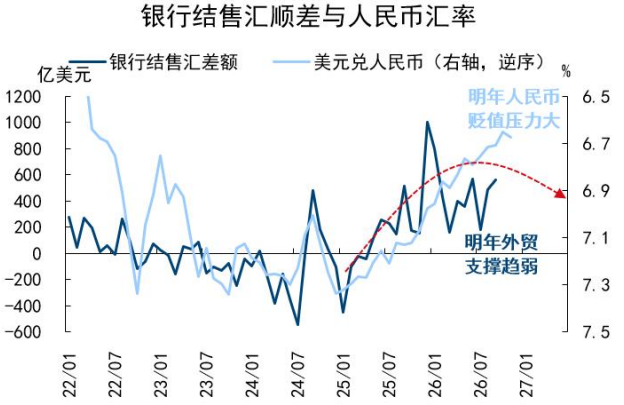
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理。2020 年数据为极端值，为便于比较其他年份，图中对该年柱形作截断显示

图32：电子类商品在我国出口中占比仅不到 20%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制。劳动密集型及轻工为 HS41-43、50-67、94-96；化工医药及橡塑为 HS28-40；金属及非金属制品为 HS68-83（不含 77）；资本密集型为 HS84-93，其中手机、集成电路、自动数据处理设备及零部件单列为电子类

图33：明年人民币贬值或成为出口的重要缓冲变量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

三是统筹货币财政：维持总量强度，重在结构调整。

财政是重心，在总需求不足和地方被束缚的情况下，中央财政要“扛大旗”。主要举措是维持广义赤字率、加码中央支出和准财政工具，以对冲地方收缩压力。

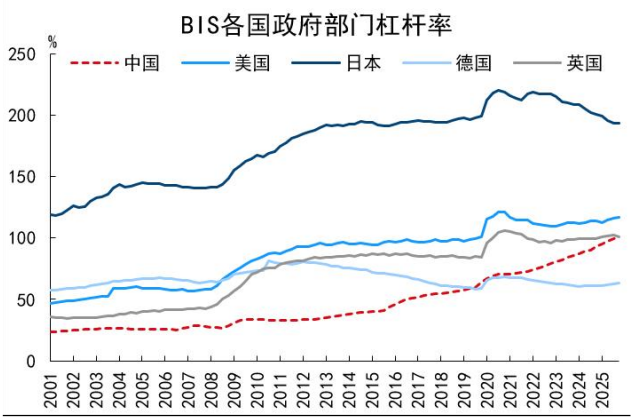
预计 2027 年财政力度自然扩张，即狭义赤字率（4%）、广义赤字率（8.1%）基本不变。不依赖赤字率突破，而是通过中央加杠杆、专项债扩容和政策性金融工具加码等手段腾挪挖潜，聚焦预算的实际落地能力，提升一二本账支出完成度。

图34：政府广义赤字规模扩张



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图35：我国政府杠杆率正在快速上行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

①总量温和扩张，增量更多来自广义财政工具。

中央历来对提升预算赤字率十分谨慎，2025 年在预判外部挑战加剧的情况下，决定加大“超常规”逆周期调节，方突破 3%这一心理关口。明年保持 4%的赤字率，既合理兜底内需，也为未来发力留有空间。假设 2027 年名义 GDP 增长 5%，狭义赤字规模预计约 6.23 万亿元，较今年增加约 3400 亿元。

第二本帐上，预计新增专项债加码到 4.8 万亿元，对冲置换债发行结束后的地方财力缺口；超长期特别国债增至 1.5 万亿元，其中“两重”1 万亿元、设备更新 2000 亿元、消费“国补”预计 2000-2500 亿元并可能拓展至服务消费、财政金融协同专项 1000 亿元，增量基本填补注资特别国债停发后的空档。上述工具与财政赤字合计形成约 12.53 万亿元广义赤字，较今年增加 6400 亿元。

此外，四季度大概率仍按惯例，使用地方债结存限额约 5000 亿元，补充地方综合财力；政策性金融工具增至 1 万亿元，主要考虑其不增加显性债务、资金撬动能力较强，并可满足“六张网”等重大项目的资本金需求。

表2：财政各类工具预测，广义赤字规模增长，但净融资量下降

指标（亿元）	2023	2024	2025	2026	2027E
中央赤字	41600	33400	48600	50900	54300
地方赤字	7200	7200	8000	8000	8000
新增专项债	38000	39000	44000	44000	48000
地方债结存限额使用	0	4000	5000	5500	5000
置换隐债专项债	0	20000	20000	20000	0
特别国债	0	10000	18000	16000	15000
其中：超长期特别国债	0	10000	13000	13000	15000
其中：“两重”建设	0	7000	8000	8000	10000
其中：大规模设备更新	0	1500	2000	2000	2000
其中：消费品以旧换新	0	1500	3000	2500	2000-2500
注资特别国债	0	0	5000	3000	0
合计（含置换及结存限额）	86800	113600	143600	144400	**130300**
广义赤字（不含置换及结存限额）	86800	89600	118600	118900	**125300**
广义赤字率（%）	6.7	6.6	8.4	8.1	8.1

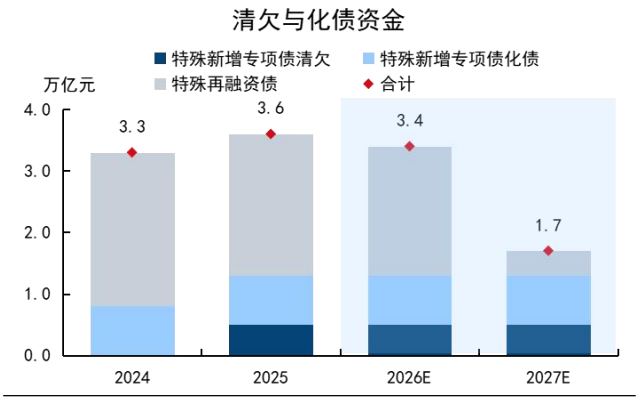
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

②化债进入收官，重心转向“清欠”和经营性债务接续。

随着每年 2 万亿元置换额度发行完毕，2027 年显性化债资金将明显收缩；但剩余隐债规模与后续化债资金基本匹配，预计不会出台大规模接续政策。特殊再融资专项债仍明年仍可能继续发行 4 千亿左右收尾补漏。

“清欠”由专项债和金融工具对半完成。其中，财政资金主要支持政府部门和全额拨款事业单位，专项贷款等金融资金则覆盖其他事业单位、地方国企和融资平台。2024 年“630”台账预计尚余 6000 亿元左右。此外，“退平台”后，重点将转向消化经营性债务，通过展期降息、低成本置换、债务重组等方式分类处置。

图36：化债清欠资金年度安排规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图37：城投有息债务增速显著下降



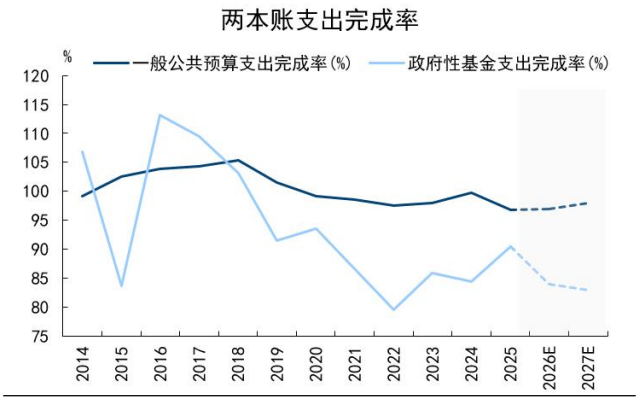
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

③节奏上，支出“U”型，收入承压。

支出方面，明年初有望受约 1.5 万亿元结余资金提振高开；年中受换届、化债等因素影响，支出可能放缓；年末重新聚焦经济、资金加快使用落地，增速回升。结构上，农林水、城乡社区等工程类支出仍可能存在缺口。

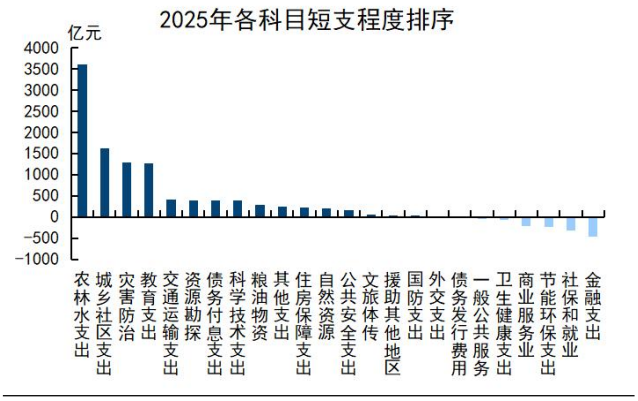
收入方面，税收和土地财政压力较大。高基数、PPI 回落将削弱增值税等主要税种的增长；土地出让收入下降，叠加债务付息规模上升，地方财政紧平衡压力加大。后续可能有三条“开源”：对新发政府债券利息恢复征收所得税；研究遗产税，但受高免征额和征管难度制约，短期规模可能有限；三是推动消费税征收环节后移并下划地方、扩大高档消费品征税范围。

图38：财政第一二本账支出完成率预测



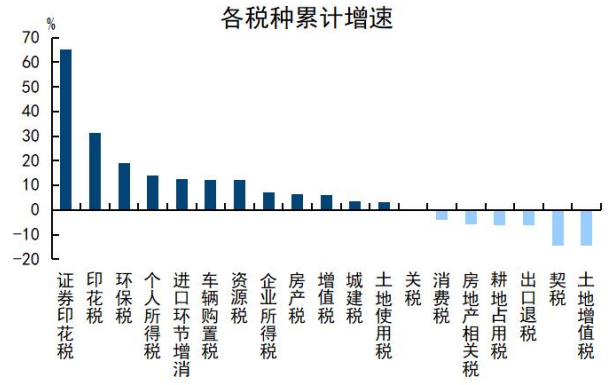
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图39：各科目短支额度排序



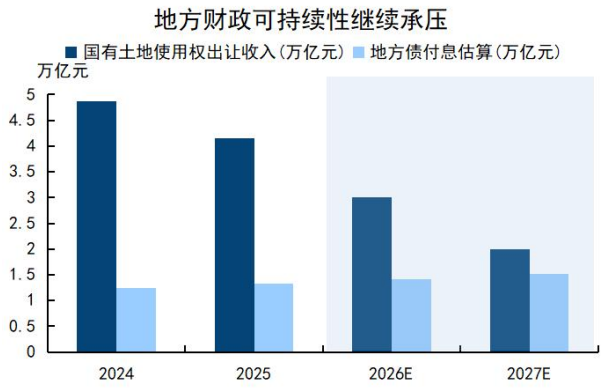
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：部分来源于短期冲击，税收高增难以持续



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图41：土地出让收入与地方债付息估算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

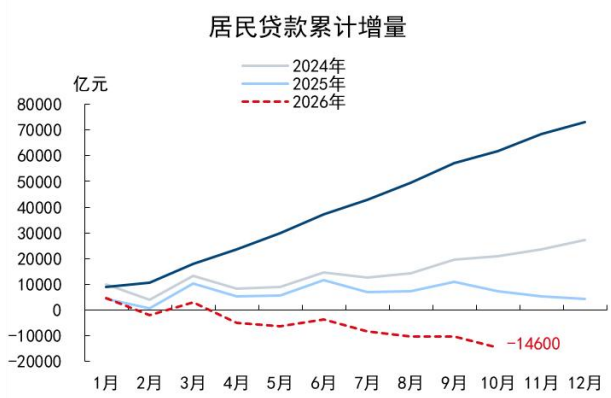
货币则以结构调控为主，全年保留一次降准降息空间但使用将较为谨慎。

坦白讲，2027 年非常考验主管部门的操作艺术。一方面，需要作为。经济总体承压，货币无法保持缄默，需延续“适度宽松”。另一方面，“推绳子”难度加大，过犹不及，甚至产生透支。货币政策作用于实体经济，目前我国主要抓手还是贷款。但目前无论贷款利率还是债券利率，相较主要经济体在同等政策利率水平时期，已然显著偏低。此外，受银行息差、汇率和债市等综合约束，明年总量力度料较为克制，重心由简单降息转向改善传导，并进一步完善货币政策操作框架。

①双降有空间，但激活条件主要在风险对冲。当前“宽信用”遇冷，贷款余额同比（4.7%）已低于名义 GDP 增速，居民大幅缩表，企业无力扩张。这背后并非政策“不够给力”，堵点还在经济本身，并非简单降息、投放流动性能够解决。例如，“硅碳分化”下，大量传统碳基产业处于收缩环境，而硅基更多直接融资。

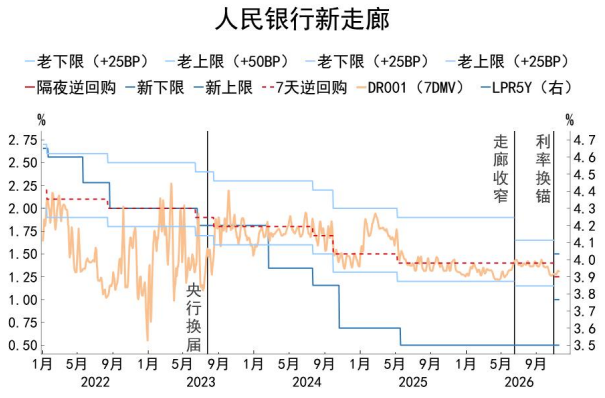
退一步讲，即便降息，也会优先 LPR 利率。今年央行“换锚”，隔夜暂定 1.25%、假设 7 天位于同样水平，事实上相较此前调降了 15BP。在这一调整尚未完全映射至贷款利率前，央行再度单独降息可能性不高，意义也不大。考虑到目前银行体系净息差已稳定在 1.41%，进一步优化银行负债，使 LPR 利率兑现换锚成果更为现实。但观察央行对 10 年国债利率下行空间的态度，短期似乎不急于降成本。

图42：今年成为居民贷款缩表“元年”



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图43：关注 LPR 单独“补降”可能



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

当然，双降并非不可能，其核心在于“提振信心”的宣誓效用。这将更多出现在风险事件、突发事件的短期对冲时刻。仅就实际效果而言，可能更多是成本而非

成果。如何平衡，取决于央行的操作艺术。

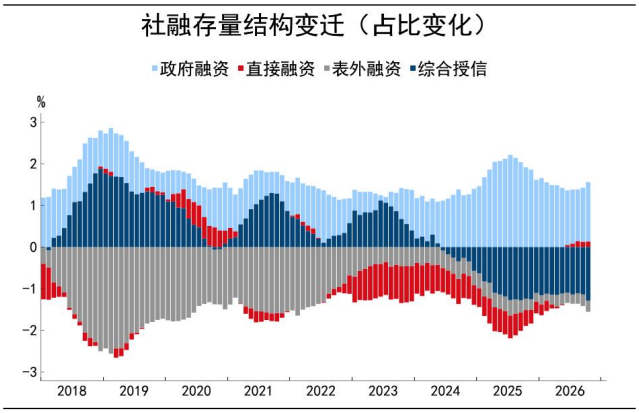
②当下看，结构性工具是更现实的选择。在总需求不足时，盲目扩大信贷刺激只会加大信用风险，今年以来央行不断提倡“不以规模论英雄”，侧面显现出决策者对于转型期信贷的自然萎缩已有充分认识。预计明年“宽信用”主要抓手仍是结构性工具。

此外，与财政的联动愈发被重视。今年前 10 个月社融增量中，政府债券净融资占比达 40.2%，私人部门去杠杆、政府部门加杠杆成为趋势。未来在精准支持的关键领域，货币结构降息+财政专项贴息将成为标配。从稳内需角度看，“929”房贷贴息政策并未显著拉动居民中长期贷款，未来公积金利率可能下调协同。目前新发首套 5 年以上公积金贷款利率已降至 2.6%，与商贷平均利率仅相差约 45BP。5 年期以上 LPR 下调后，公积金贷款降息空间打开。

③进一步完善“换锚”后的操作机制。近年来央行不断优化完善其特色现代货币政策框架，取得显著进展，其中政策利率“换锚”是重要里程碑。从目前的情况看，每日隔夜滚续量较大可能成为下一步完善的重要方向之一。美联储等机构在进行日常隔夜回购操作时，投放量往往仅在数十亿美元量级。

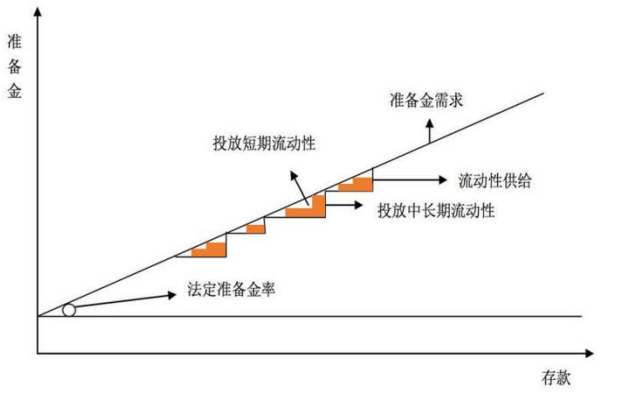
事实上，目前我国央行短、中、长期流动性投放框架已然初步成型，在原有“结构性流动性短缺”体系下，月度 MLF 投放机制进一步细化为旬度节点，即月初与月中的两次 MDS，以及月末的 MLF。随着申报机制进一步完善和司库对于流动性缺口的管理更加精细，未来央行隔夜 OMO 的常态滚续量有望逐步下降，资金面将更加趋于稳定可控。

图44：我国社会融资结构发生深刻变化



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图45：增加中长期流动性投放，压缩滚隔夜压力



资料来源：人民银行、国信证券经济研究所整理

风险提示

海外波动加剧，政策调整滞后，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032