中国社会科学院国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development,CASS

NIFD季报

主编:原磊

中国宏观金融

曹婧　江振龙　张策　高崧耀　王瑶　王庆

2026 年 10 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

经济增长动能改善 向新向优态势延续

——2026 年三季度中国宏观金融报告[1]

摘　要

2026 年第三季度，国际环境复杂多变，中东冲突反复，能源价格高位震荡，主要发达经济体通胀回升，货币政策趋紧。9 月，美联储、欧央行和日本央行同步加息 25 个基点，全球金融市场波动加大。在全球金融条件趋紧的背景下，美国人工智能（AI）相关投资仍保持较快增长，成为支撑美国经济增长的重要力量，对就业影响呈现“总量稳定、结构分化”的特征。

我国经济运行总体平稳，经济增长动能有所改善，向新向优态势延续。前三季度国内生产总值同比增长 4.6%，三季度增长 4.5%，比二季度加快 0.2 个百分点。供给端工业生产保持韧性，高技术制造业、装备制造业较快增长，新动能支撑作用增强；需求端出口保持较快增长，消费温和恢复，投资仍处调整阶段。价格水平有所回升，工业品价格涨幅较大，生产端与消费端走势分化。人民币汇率温和升值，货币政策保持适度宽松，实体经济融资需求仍待恢复，政府债务资金使用效益有待提升。房地产发展新模式加快构建，住房销售和融资制度改革稳步推进，资本市场加强对人工智能等科技产业的融资支持。

当前，国内有效需求仍显不足，经济回升向好基础尚需巩固。2026 年是“十五五”开局之年，应加强财政、货币政策协调，提高政府债务资金使用效率，促进居民消费和民间投资恢复。持续深化房地产和资本市场制度改革，改善市场预期，提高金融服务实体经济的质效。加强外部风险研判，防范外部冲击向实体经济传导，推动经济平稳运行和结构持续优化，为“十五五”时期经济高质量发展开好局、起好步。

---

[1] 本报告作者：曹婧、江振龙、张策、高崧耀、王瑶、王庆，中国社会科学院国家金融与发展实验室中国宏观金融研究团队。

目 录

一、全球宏观经济金融形势分析 1
（一）主要发达经济体面临滞胀风险 1
（二）美欧日同步加息的原因及对我国的影响 2
（三）AI 对美国投资、经济增长与就业的影响 3
二、国内宏观经济金融形势分析 5
（一）经济运行总体平稳，供给和需求表现分化 5
（二）价格水平温和回升，生产端与消费端分化加大 7
（三）人民币汇率温和升值 8
（四）实体经济信用收缩压力加大 9
（五）政府债务资金使用效率下降 11
（六）货币政策呈现“价格回归中性、数量高位回落”的特征 12
（七）加快构建房地产发展新模式，以制度变革稳定市场 ... 12
（八）全球流动性收紧加剧市场波动，资本市场助力中国 AI 产业链融资 14
三、政策建议 15

一、全球宏观经济金融形势分析

（一）主要发达经济体面临滞胀风险

新冠疫情以来，尽管俄乌冲突延宕反复、中东冲突再起，但全球经济展现出较强韧性。支撑因素主要有三点：一是政策支持。国际货币基金组织（IMF）在2026年1月发布的《世界经济展望更新》中指出，在经历供应链中断、能源粮食危机和全球同步加息后，很多国家积极有力的刺激政策对全球经济韧性形成支撑。二是私人部门快速调整。世界银行在2026年1月发布的《全球经济展望》中指出，全球经济超预期表现受益于企业提前应对关税、供应链重组以及AI领域投资激增。三是能源结构持续改善。可再生能源占比上升、传统化石能源依赖度下降，削弱了油气价格冲击的传导效应。尽管如此，全球增长脆弱性依然突出。世界银行指出，21世纪20年代仍将是20世纪60年代以来全球增长最疲弱的十年，且复苏分化加剧，超过四分之一的发展中经济体人均收入尚未恢复至2019年水平。

全球经济增长预期下调与通胀反弹共存，主要经济体滞胀风险有所上升。从经济增长看，IMF 2026年7月《世界经济展望更新》预计全年全球增长3.0%，较1月下调0.3个百分点。其中，美国、欧元区和日本分别为2.3%、0.9%和0.6%，较1月各下调0.1、0.4和0.1个百分点（见图1）。世界银行6月将全球增长预测由1月的2.6%下调至2.5%，为2021年以来最低水平；贸发组织10月9日发布的《2026年贸易和发展报告》预计全年增长2.6%，低于2025年的2.9%，提示全球增长动能趋弱。从通胀看，IMF对全球通胀率的预测则由1月的3.8%上升至7月的4.7%，表明能源冲击已打断此前通胀回落进程。对能源进口国而言，油气价格上涨既推升生产成本，又压缩居民实际购买力；若进一步传导至工资和通胀预期，不得不采取的货币紧缩将加大经济下行压力。

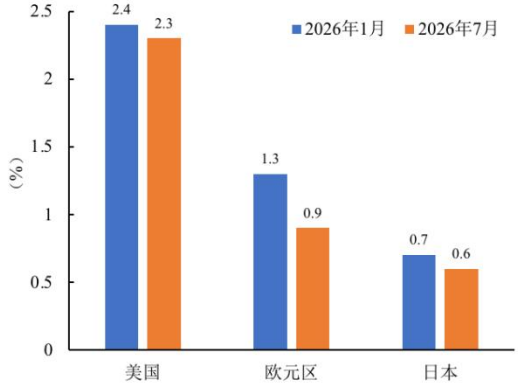


图 1　IMF 对美欧日经济增速预测

数据来源：IMF。

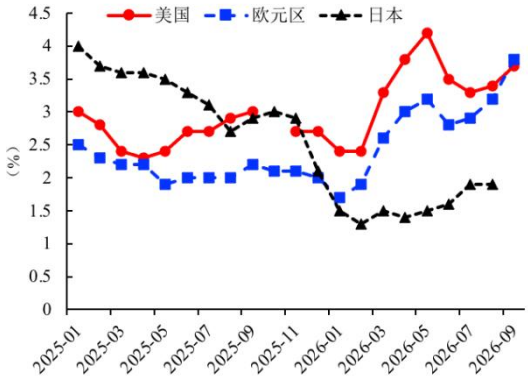


图 2　美欧日 CPI 同比增速2

数据来源：CEIC。

具体看，美国经济增长仍具一定韧性，但面临能源价格飙升与融资成本上升的压力。美国 2026 年第二季度实际 GDP 环比折年率为 2.2%，较一季度下降 0.3 个百分点；9 月美国 CPI 同比增长 3.7%，较 8 月增长 0.3 个百分点，其中能源价格同比增长 20.4%；剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长为 2.6%，均高于美联储追求的 2%目标通胀水平。欧元区低增长与通胀反弹的矛盾更为突出。欧元区 2026 年第二季度 GDP 环比增长 0.6%，尽管高于一季度的零增长，但居民消费仅贡献 0.2 个百分点，固定资本形成贡献约为零，说明内需修复较为疲弱；欧元区 9 月 CPI 同比增长 3.8%，较 8 月上升 0.6 个百分点，其中能源价格上涨 18.8%，核心 CPI 同比增长为 2.5%。相比之下，日本则面临增长动能放缓、通胀压力快速上升的局面。日本 2026 年第二季度实际 GDP 环比增长 0.4%，折合年率为 1.4%，较一季度分别下降 0.1 和 0.5 个百分点。日本 8 月 CPI 同比增长 1.9%，核心 CPI 同比增长 1.7%。尽管日本通胀率低于美欧，但日本央行对通胀前景的担忧明显上升。根据日本央行预计，2026 财年日本实际增长 0.6%，核心 CPI 同比增长 2.5%，高油价、日元贬值和企业工资成本正加快向价格传导。

（二）美欧日同步加息的原因及对我国的影响

主要发达经济体货币政策趋紧，美欧日央行同步加息，英国央行维持政策利率不变但警惕通胀上行风险。美联储于 9 月 16 日以 12 票赞成、0 票反对一致同意将联邦基金目标区间上调至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。欧

[2] 根据美国劳工统计局（BLS）发布的说明，2025 年 10 月美国 CPI 数据因联邦政府停摆而缺失。

央行于 6 月和 9 月各加息 25 个基点，存款机制利率由 2.00%升至 2.50%。日本央行 9 月 18 日以 7 票赞成、2 票反对加息 25 个基点，将无担保隔夜拆借利率目标提高至 1.25%，为 2024 年 3 月启动货币政策正常化以来的第六次上调政策利率。与此同时，英国央行 9 月 17 日虽以 6 票赞成、3 票反对维持政策利率不变，但 3 名委员主张加息，货币紧缩倾向明显。尽管主要发达经济体央行调整货币政策的节奏存在差异，但均指向通胀压力回升这一共同挑战。

美欧日央行加息的共同背景是中东冲突引发的能源冲击使通胀快速反弹，但具体动因仍有所差别。美联储强调美国经济活动和国内支出仍在扩张，加息旨在推动通胀回归 2%的目标水平。欧央行加息在于防范中东冲突所引发的成本冲击向核心价格和通胀预期传导。日本央行则是在通胀接近 2%、实际利率偏低的背景下推动货币政策正常化，此次加息既考虑外部成本冲击，也关注工资上涨向价格的传导压力。

美欧日同步加息对我国的影响主要沿以下四条渠道传导。一是外需渠道，全球货币趋紧影响市场需求，影响我国出口。二是成本渠道，油气和运输费用上涨可能挤压制造业利润，削弱人民币升值对我国进口成本的缓冲。三是金融渠道，全球利率上行可能抬升企业外币融资成本，引发跨境资产配置调整，进而带动风险资产估值重估；日元融资成本上升还可能促使套利头寸平仓。四是预期与汇率渠道，利差走阔与美元走强可能加剧人民币汇率双向波动幅度，单边结售汇容易放大冲击。

（三）AI 对美国投资、经济增长与就业的影响

AI 投资扩张先形成资本开支，再通过国内资本形成和生产率影响增长。根据高盛的估计，美国四家超大规模云服务商（Alphabet、亚马逊、Meta 和微软）2026 年资本开支约 8000 亿美元，同比增长 94%，[3]并预计 2027 年增至 1.2 万亿美元。[4]此外，若纳入私募企业及非美国公司的投资并剔除非 AI 相关支出，2026 年全球 AI 投资总额预计将达到 1.019 万亿美元。鉴于企业资本开支同时包含海外项目和非 AI 用途，故不能直接将资本开支总额除以 GDP 后视为 AI 资本形成占比，但以算力、数据中心及配套设施为代表的 AI 相关支出对设备和相关产业

3 Goldman Sachs（2026）. Can AI Investment Drive S&P 500 Earnings Even Higher?，September 23。

4 2027 年的预测针对五家超大规模云服务商，口径较 2026 年有所扩大。

需求形成有力支撑，对美国投资发挥了重要支撑作用。

AI 相关投资是观察美国增长的重要变量。据美国经济分析局（BEA）更新数据，2026 年一、二季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 2.5%和 2.2%，增速边际放缓。从增长动能看，二季度人工智能相关投资对 GDP 贡献明显回落。一季度计算机及外围设备、软件投资分别拉动 GDP 增长 0.62 和 0.60 个百分点，合计 1.22 个百分点；二季度分别拉动-0.09 和 0.33 个百分点，合计降至 0.24 个百分点。从二季度支出结构看，居民消费、私人投资、净出口和政府支出对 GDP 的贡献分别为 2.51、0.82、-1.10 和-0.01 个百分点，合计约 2.22 个百分点。其中，固定投资拉动 1.35 个百分点，库存变化拖累 0.53 个百分点（见表 1）。

表 1　美国 2026 年第一、二季度实际 GDP 增长分解

指标	2026 年第一季度	2026 年第二季度
实际 GDP 环比折年率（%）	2.5	2.2
居民消费	0.49	2.51
私人国内投资	1.25	0.82
其中：固定投资	1.07	1.35
其中：库存变化	0.18	-0.53
净出口	-0.04	-1.10
政府消费和投资	0.80	-0.01
计算机及外围设备投资	0.62	-0.09
软件投资	0.60	0.33

注：实际 GDP 增速为经季节调整的环比折年率（%）；其余指标为各项支出对实际 GDP 环比折年率增长的贡献（个百分点）。分项加总与公布增速之间的微小差异来自四舍五入及显示精度。计算机及外围设备、软件均为私人非住宅固定投资细项，已包含在固定投资及私人国内总投资贡献中，不可重复加总。

数据来源：美国 BEA，NIPA 表 1.5.2 及 FRED 转载序列。

AI 对美国就业影响呈现“总量稳定、结构分化”的特征。从总量看，2026 年 9 月美国非农新增就业 2.9 万人，失业率 4.1%，目前尚未出现 AI 导致美国大规模失业的现象。根据现有研究估算，2026 年 AI 对美国总就业的净拖累不足 0.4%。

[5]相比之下，AI 对美国就业的影响集中体现在青年群体和入门级岗位。斯坦福大学数字经济实验室基于美国自动数据处理公司（ADP）薪资数据研究发现，截至 2026 年 6 月，22—25 岁劳动者在高 AI 暴露职业中的就业水平，比按同龄低 AI 暴露群体增速推算的参照水平低约 19%，而资深员工在不同程度的 AI 暴露职业中尚未出现类似分化现象。[6]根据 SignalFire 发布的《2026 年科技人才报告》，美国大型科技企业应届及入门级招聘人数较 2019 年下降约 65%。[7]由于 AI 对常规认知任务的替代效应叠加后疫情时代企业招聘策略的审慎化，导致美国劳动力市场对高技能劳动者的需求快速上升，而初级和低技能劳动者则面临较大失业压力。

二、国内宏观经济金融形势分析

（一）经济运行总体平稳，供给和需求表现分化

三季度，我国经济增速稳中有升，GDP 同比增长 4.5%，比二季度加快 0.2 个百分点；前三季度累计增长 4.6%。

供给端韧性较强，先进制造业和工业新动能支撑作用增强。三季度，全国规模以上工业增加值增长 5.1%，增速较二季度加快 0.4 个百分点，7、8、9 月同比增速分别为 4.5%、5.2%和 5.5%，工业生产回升向好。从行业结构看，三季度规模以上装备制造业、高技术制造业增加值分别增长 11.8%和 16.2%，分别快于全国规模以上工业增加值 6.7 和 11.1 个百分点。前三季度，以高技术制造业、数字产品制造业等为代表的新动能领域以两成多的增加值占比，贡献了超过五成的工业增长，其中三季度贡献率超过六成，已成为工业增长的重要支撑。与此同时，部分传统行业生产仍处于调整过程中，9 月煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业增加值仍分别下降 3.3%、2.4%和 5.1%，钢材、水泥产量分别下降 3.8%和 5.3%。9 月制造业 PMI 升至 50.1%，生产指数升至 51.7%，新订单指数为 50.5%，表明制造业生产活动扩张加快，市场需求保持在

[5] Salomé Baslandze, Zachary Edwards, John Graham, Ty McClure, Brent H. Meyer, Michael Sparks, Sonya R. Waddell, and Daniel Weitz, “Artificial Intelligence, Productivity, and the Workforce: Evidence from Corporate Executives,” NBER Working Paper No. 34984, 2026.

[6] Erik Brynjolfsson, Bharat Chandar, and Ruyu Chen, “Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence,” Rev. ed., Stanford Digital Economy Lab, August 2026.

[7] SignalFire，State of Talent Report 2026，2026 年 6 月 22 日；统计对象为报告覆盖的大型科技企业。

扩张区间；但中小型企业 PMI 仍低于临界点，不同规模企业的景气表现仍有差异。

需求端恢复仍不均衡，消费、投资和出口表现分化：

一是消费市场温和恢复，服务消费表现较好，汽车消费持续承压。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 1.1%，其中商品零售额增长 1.0%；9 月社零同比增长 1.1%，比 8 月加快 0.7 个百分点，剔除汽车后的消费品零售额增长 3.9%，明显高于社零整体增速。限额以上单位汽车类零售额前三季度累计下降 14.9%，7、8、9 月单月同比分别下降 17.0%、18.5%和 21.2%，降幅持续扩大，成为制约商品零售增长的重要因素，这可能受到前期需求释放、上年同期基数较高以及补贴政策调整等因素共同影响，部分以旧换新支持品类销售有所放缓。相比之下，服务消费保持较快增长，前三季度服务零售额增长 5.0%，比商品零售额高 4 个百分点，旅游、文体休闲等相关消费表现较好。

表 2　2026 年三季度宏观数据概览

宏观数据概览								
		较前值	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
生产（当月同比，%）	工业增加值	0.3	5.5	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1
	采矿业	2.7	1.3	-1.4	-4.2	-2.2	2.3	3.8
	制造业	-0.1	6.0	6.1	5.5	6.0	4.4	4.0
	电力、燃气及水	0.7	5.6	4.9	5.0	7.4	7.6	5.3
	高技术产业	-1.4	15.3	16.7	16.9	14.1	15.1	12.8
	服务业生产指数	0.7	4.8	4.1	4.3	4.7	4.4	4.3
需求（累计同比，%）	固定资产投资	0.0	-7.2	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6
	制造业	0.2	-2.1	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2
	房地产	-0.7	-20.6	-19.9	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7
	基建	-0.2	-4.2	-4.0	-3.6	-2.4	0.6	4.3
	高技术产业	-0.3	4.9	5.2	5.0	4.6	4.5	6.1
	民间固定投资	-0.3	-10.4	-10.1	-9.4	-8.5	-7.1	-5.2
	社会消费品零售	0.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.9
	出口	1.8	16.4	14.6	14.0	13.4	11.8	11.3
	进口	0.3	22.3	22.0	22.0	22.2	20.7	20.5
（当月值，%）		较前值	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
就业	调查失业率	-0.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.1	5.2
景气	制造业PMI	0.3	50.1	49.8	49.2	50.3	50.0	50.3
通胀	CPI同比	0.1	0.9	0.8	0.5	1.0	1.2	1.2
	PPI同比	1.2	5.0	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8
金融	社融同比	-0.1	7.1	7.2	7.4	7.4	7.7	7.8
	M2同比	-0.3	7.2	7.5	7.7	8.0	8.6	8.6
	M1同比	-0.9	3.2	4.1	4.0	4.0	5.5	5.0
	M2-M1	0.6	4.0	3.4	3.7	4.0	3.1	3.6

数据来源：Wind。

二是投资仍处调整阶段，但投资结构有所优化。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 7.2%，降幅与 1—8 月持平。从主要领域看，房地产开

发投资同比下降 20.6%，民间投资下降 10.4%，基础设施投资和制造业投资分别下降 4.2%和 2.1%，房地产持续调整和企业投资意愿偏弱仍是投资增长的主要制约。从投资结构看，科技创新、设备更新和部分重点基础设施领域投资保持较快增长。前三季度，高技术产业投资增长 4.9%，知识产权产品投资增长 9.3%，设备工器具购置投资增长 9.7%，信息传输业投资增长 30.8%，航空运输业和水上运输业投资分别增长 13.8%和 13.5%。

三是出口增势进一步加快，科技产品和汽车出口表现突出。前三季度，我国货物贸易进出口总额 39.94 万亿元，同比增长 18.8%，外贸增速为近 5 年同期最快。其中出口 23.2 万亿元，增长 16.4%；9 月单月出口 3.03 万亿元，增长 29.6%，增势进一步加快。从产品结构看，出口产品加快向智能化、绿色化方向拓展，集成电路出口增长 99.1%，电动汽车、锂电池、风力发电机组及其零件分别增长 72.3%、36.4%和 22.4%，反映我国在电子信息产业链、汽车制造和绿色能源装备等领域的出口竞争力持续增强。同时，自主品牌出口增长 26.7%，占出口总值的 24.8%，比重较去年同期提高 2 个百分点，出口产品的品牌竞争力进一步提升。从贸易伙伴看，前三季度我国对共建“一带一路”国家进出口增长 17.1%，对东盟进出口增长 22.7%，对全球 180 多个国家和地区贸易实现增长，外贸市场多元化继续推进。

（二）价格水平温和回升，生产端与消费端分化加大

消费价格低位回升，能源价格推升作用较为明显。三季度以来，CPI 同比涨幅逐月扩大，7、8、9 月分别上涨 0.5%、0.8%和 0.9%；环比分别下降 0.1%、上涨 0.4%和上涨 0.2%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比则由 7 月的 0.9%升至 8 月和 9 月的 1.0%，反映核心价格保持温和上涨。从结构看，8 月以来能源价格上涨对 CPI 形成较为明显的推升作用。9 月汽油价格同比上涨 16.6%，涨幅比上月扩大 7.3 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.47 个百分点，带动能源价格同比涨幅由 8 月的 4.1%进一步扩大至 9 月的 7.3%。与此同时，食品价格仍对 CPI 形成明显下拉，9 月同比下降 1.7%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点；其中猪肉和鲜菜价格分别下降 10.0%和 8.1%，合计影响 CPI 同比下降约 0.33 个百分点。服务价格总体平稳，9 月同比上涨 0.8%，与上月持平。总体看，三季度 CPI 逐步回升，能源价格上涨是近期价格回升的重要

推动因素，核心 CPI 改善也反映国内需求对价格形成了一定支撑；但食品价格仍然偏弱，消费端价格涨幅整体较为温和。

工业品价格涨幅扩大，上游行业价格上涨较快。前三季度 PPI 同比上涨 2.3%；三季度各月 PPI 同比涨幅逐步扩大，7、8、9 月分别上涨 3.5%、3.8%和 5.0%；环比则由 7 月下降 0.7%转为 8 月上涨 0.4%、9 月上涨 1.2%，工业品价格上涨势头明显增强。从结构看，价格上涨主要集中在生产资料和产业链上游。9 月生产资料价格同比上涨 6.5%，其中采掘工业、原材料工业分别上涨 25.4%和 9.4%，明显高于加工工业的 3.4%，而生活资料价格仍下降 0.1%。分行业看，煤炭开采、石油和天然气开采、石油加工以及有色金属等上游行业价格涨幅较高，主要原因是国际原油、有色金属等大宗商品价格上涨，叠加冬季备煤、部分建材需求恢复以及人工智能、算电协同等新兴领域需求增长，共同推动相关行业价格走高。9 月工业生产者购进价格同比上涨 6.9%，高于 PPI 的 5.0%，而生活资料价格仍略有下降，表明当前工业品价格上涨仍主要集中在上游环节。

（三）人民币汇率温和升值

三季度人民币总体延续升值态势。如图 3 所示，2026 年 6 月 30 日至 2026 年 10 月 9 日，美元兑在岸人民币即期汇率从 6.79 升值至 6.6921，升值幅度为 1.44%，创 2023 年 2 月以来近三年半新高；美元兑人民币中间价从 6.81 升值至 6.73，升值幅度为 1.17%；CFETS 人民币汇率指数也从 2026 年 6 月 30 日的 102.59 升至 2026 年 9 月 30 日的 103.2，三季度上涨约 0.59%，反映出人民币汇率韧性的增强。从驱动因素看，主要有四方面：

一是贸易顺差扩大，企业结汇需求增加。人工智能产业链相关产品（集成电路、自动数据处理设备）和汽车出口成为主要拉动力量，2026 年 7-9 月的出口规模为 3978.5 亿美元、4014.4 亿美元和 4471.8 亿美元，分别同比增长 23.9%、25%和 36.3%。外贸保持较快增长，为企业结汇提供资金来源，叠加企业结汇需求释放，7 月和 8 月的银行结售汇顺差分别为 183 亿美元和 485 亿美元，单月结售汇顺差不仅高于 2023-2025 年-61 亿美元、-92 亿美元、164 亿美元的月度均值，更是显著高于 2010 年至今 56 亿美元的历史平均水平，从而为人民币汇率提供持续买盘，构成升值的基本面。

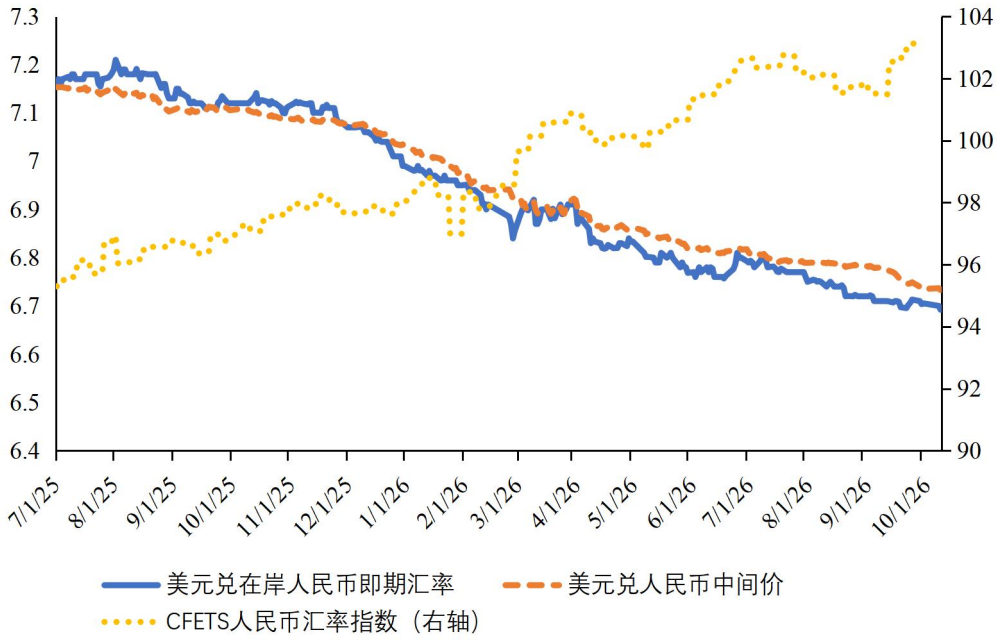


图 3　人民币汇率走势

数据来源：Wind。

二是美元指数阶段性下行。2026 年 7 月 30 日至 9 月 15 日，美元指数均在 100 以下浮动，最低降至 9 月 9 日的 98.79，相较于 7 月 27 日的 101.59 回撤约 2.76%。这主要基于以下两方面原因：一方面，市场对美国财政可持续性和政策不确定性的定价削弱了美元资产吸引力，导致美元信用基础松动；另一方面，8 月的美日联合干预日元汇率带动日元显著回升，直接压制美元指数。

三是资本流动双向分化。居民部门虽有一定流出压力，但人民币资产相对避险属性增强，外资流入改善。据中央结算公司数据，7 月和 8 月份境外机构分别增持中国国债约 95 亿元和 16 亿元，已连续四个月增持，持有总规模已升至近 2.03 万亿元。

四是中美利差与利率平价逻辑阶段性失效。在中美利差不断扩大的趋势下人民币不贬反升，表明当前汇率主导因素已由利差切换为贸易顺差、结汇行为与美元周期。需要指出的是，美国长端利率高企意味着利差约束尚未消除，若美联储继续加息或出口边际走弱，人民币汇率仍存在双向波动风险。

（四）实体经济信用收缩压力加大

居民部门持续去杠杆，制约消费潜力释放。2026 年三季度，居民部门杠杆率下降 1.3 个百分点，由二季度的 57.7%下降至 56.4%，自 2024 年二季度以来杠

杆率持续下降。居民部门资产负债表收缩压力加大，主要表现为：从负债端看，住房贷款自 2023 年二季度起连续 14 个季度负增长，原因在于二手房交易以全款或低杠杆成交为主，以及房贷—存款利差扩大激励居民提前还贷。居民就业增收压力加大，拖累消费，以致消费信贷降幅扩大。2026 年前三季度，居民人均可支配收入累计同比增长 4.4%，低于 4.6%的实际 GDP 增速，表明居民实际购买力增长乏力。从资产端看，房价整体尚未止跌回稳，2026 年三季度，二、三线城市新房和二手房销售价格环比继续下降，但降幅有所收窄。全球科技股共振下跌引发资本市场震荡，金融资产缩水加大居民财富损失。

企业部门杠杆率再度下行，民间投资活力不足。2026 年三季度，非金融企业杠杆率下降 0.9 个百分点，从二季度的 179.5%下降至 178.6%。输入性通胀带动名义 GDP 增速回升，叠加企业部门债务增速放缓，推动企业部门杠杆率连续两个季度下行。美伊以军事冲突持续升级、沙特与胡塞冲突加剧导致能源价格涨幅扩大，叠加全球 AI 资本开支扩张，带动 PPI 同比增速大幅上行至 5.0%。PPI-CPI 剪刀差从年初的-1.6%扩大至 9 月的 4.1%，创 2022 年 6 月以来新高。民营企业主要集中在产业链中下游，PPI-CPI 剪刀差持续扩大挤压中下游民营企业盈利空间，民营企业去杠杆幅度加大，导致民间投资同比增长-10.4%。

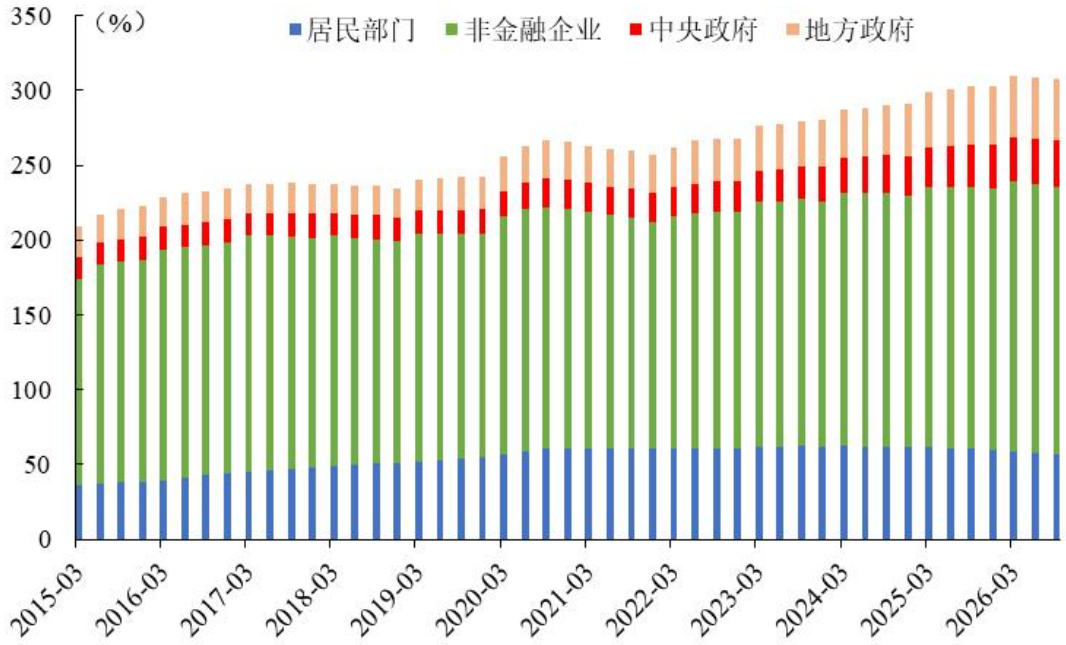


图 4　中国宏观杠杆率

数据来源：中国社科院国家资产负债表研究中心。

（五）政府债务资金使用效率下降

政府部门继续加杠杆，债务支出效率下降。2026 年三季度，政府部门杠杆率上升 1.6 个百分点，从二季度的 71.4%上升至 73.0%。其中，中央政府杠杆率上升 0.9 个百分点，从二季度的 30.6%上升至 31.4%；地方政府杠杆率上升 0.7 个百分点，从二季度的 40.9%上升至 41.6%。受地方化债挤占基建资金、土地出让收入大幅下降、优质基建项目储备不足等因素影响，政府债券资金滞留形成财政存款。2026 年三季度，政府债务余额同比增长 13.6%，财政存款同比增长 13.7%，“钱等项目”导致政府债务支出效率下降，债券资金未能形成实物工作量，基建投资同比下降 4.2%。

10 月 9 日，财政部安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，用于提高县区一般公共预算保障能力和支持地方扩大有效投资。一方面，盘活一般债务结存限额 3000 亿元，减轻区县财政压力对政府债务支出进度的拖累作用。另一方面，盘活专项债务结存限额 2500 亿元，分配给今年第四季度有实际项目资金需求的地区，并向经济大省倾斜，优先保障在建项目资金需求。新建项目聚焦“六张网”建设等重点领域，与 PSL 降息扩容助力“六张网”建设形成政策合力，托底四季度及明年初基建投资。



图 5　政府债务—财政存款增速差

数据来源：财政部，中国人民银行，国家统计局。

（六）货币政策呈现“价格回归中性、数量高位回落”的特征

根据第二季度报告介绍的指标和计算方法，从“量价”两个维度分析我国货币金融条件，结果如图 6 所示。与二季度相比，三季度货币政策呈现“价格回归中性、数量高位回落”的特征。从价格方面看，DR007 季度均值由 1.38%小幅升至 1.41%，CPI 月度同比的季度均值由 1.13%回落至 0.73%，共同推动实际利率缺口上升 0.43 个百分点。通胀回落是价格端宽松程度减弱的主要原因；实际利率缺口 Z 值由 0.51 降至 0.15，回到中性区间。从数量方面看，M2/GDP 和社融/GDP 的 Z 值分别由 1.60、1.60 降至 1.49、1.58，仍显著高于 0.5 阈值，表明流动性保持相对充裕。三季度末的 M2 和社融存量较二季度末分别增长 0.82%和 1.32%，均低于滚动四季度名义 GDP 的 1.45%，由此驱动两项数量指标小幅回落。总体看，三季度货币政策保持适度宽松取向，为巩固经济稳中向好态势创造了适宜的货币金融环境。

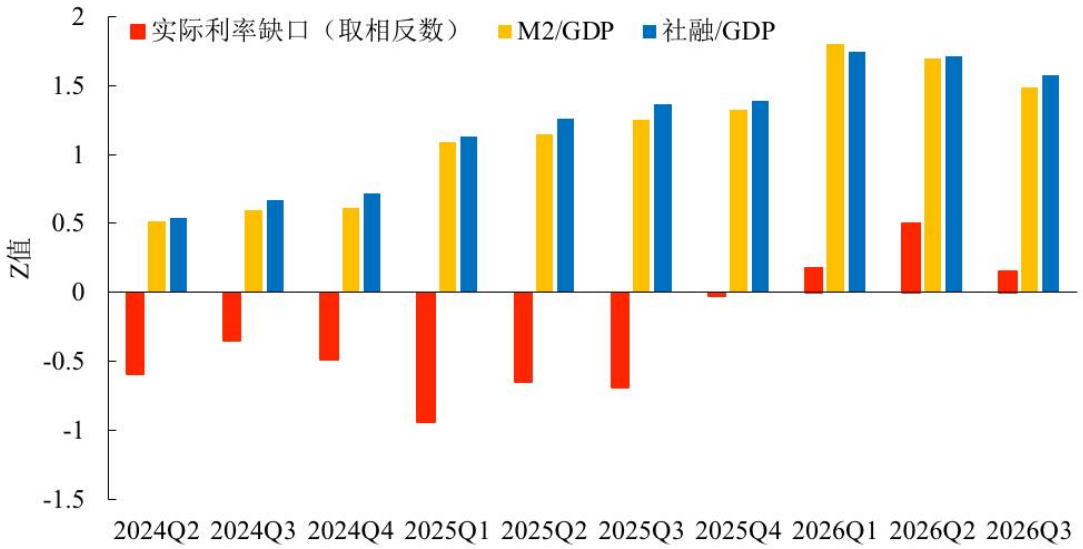


图 6　中国货币政策量价走势

注：价格指标取实际利率缺口 Z 值的相反数，三项指标均为数值越大、相对越宽松。零值对应 2020Q1 至 2026Q3 样本均值，±0.5 为经验阈值。

数据来源：中国人民银行、国家统计局、全国银行间同业拆借中心。

（七）加快构建房地产发展新模式，以制度变革稳定市场

8 月 28 日，住房和城乡建设部、自然资源部、国家金融监督管理总局联合印发《关于完善商品住房销售制度的通知》，中国人民银行、

国家金融监督管理总局以及中国证监会同步推出房地产信贷和资本市场支持政策，成为加快构建房地产发展新模式的标志性事件。

表 3 《关于完善商品住房销售制度的通知》主要内容

改革领域	主要政策内容	政策作用
完善预售制度	单体建筑应完成主体结构封顶方可预售；首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户	降低预售资金被挪用和项目烂尾风险
推进现房销售	新出让土地项目优先选择现房销售，存量项目鼓励实行现房销售，实现“所见即所得”	减少商品住房交付纠纷，从根本上防范交付风险
改革融资模式	实行项目主办银行制，开发贷款与项目建设周期相匹配，支持股权、债券等多渠道融资	将融资管理由房企下沉至具体项目，降低项目风险的外溢传染
完善开发管理	实行项目开发公司制，强化工程质量责任，建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”	引导房企从高周转转向精心打磨“好房子”
完善交易登记	推行“交房即交证”，优化网签、登记、抵押贷款等流程	降低购房交易成本和产权风险

资料来源：《关于完善商品住房销售制度的通知》。

此次改革的政策作用主要体现在三个方面。一是从源头降低房地产风险。通过提高预售条件、强化预售资金风险监管、实行项目融资管理，将房地产风险管理由过去主要依靠事后风险处置前移至事前风险防范。二是倒逼开发企业精心打磨建设“好房子”。现房销售、项目开发公司制和质量责任制度弱化了高杠杆、高周转的扩张空间，倒逼房企竞争更多转向产品质量。三是以交付和产权确定性改善居民信心。对于居民而言，房地产风险不仅来自价格波动，也来自延期交付和项目停工，现房销售、资金监管和“交房即交证”等制度，能够显著降低购房过程中的不确定性。“8·28 新政”之后，9 月份市场已经出现一些边际改善迹象：一、二、三线城市商品住宅销售价格同比降幅均收窄；9 月末，新建商品房待售面积 74825 万平方米，同比下降 1.5%，已连续七个月下降，并且降幅还在扩大。这说明，在明确提高交付保障、引导建设“好房子”等制度改革方向后，原本处于观望

状态的居民重新进入售楼处和看房市场，虽然短期未必改变房地产市场的供求基本面，但有效改善了居民对于房地产的预期和情绪，有望在未来对房地产成交和价格形成支撑。

居民购房贷款贴息政策，具有较强的结构性支持特征。9 月 29 日，三部门联合出台居民购房贷款贴息政策，由中央财政承担主要贴息成本。这一政策的重要意义不仅在于降低居民购房成本，而且在于中央财政直接投入“真金白银”稳定市场，而不仅仅是政策表态和信贷宽松。当前三、四线城市库存压力明显高于核心城市，根据中指研究院数据，截至 8 月末，一线城市新房可售库存出清周期为 12.3 个月，二线代表城市为 23.0 个月，三、四线代表城市为 32.1 个月，约为一线城市的 2.6 倍。贴息政策设置住房面积和总价限制，客观上能够覆盖更多三、四线城市普通商品住房需求，有助于将政策资源更多导向去库存压力较大的地区。

（八）全球流动性收紧加剧市场波动，资本市场助力中国 AI 产业链融资

美联储货币政策转向加剧全球资本市场剧烈波动。2026 年第三季度，全球股票市场波动明显加大，一个重要背景是全球流动性环境由此前对降息的期待，迅速转向对美联储重启加息以及利率在更高水平维持更长时间的担忧。美联储政策预期在第三季度持续转鹰，并于 9 月份兑现 25 个基点的加息，同期美国 10 年期国债收益率突破 5%。受全球流动性收紧影响，中国、韩国以及部分欧洲和新兴市场出现不同程度调整。上证综指由 6 月末 4094 点下降至 9 月末 3842 点，季度下跌 6.2%；法国 CAC40 指数跌幅约 5.2%，韩国 KOSPI 指数跌幅达到 19.3%。

科技公司盈利状况影响全球股票市场涨跌和分化。美国市场表现尤为典型，尽管加息预期压制资产价格，但大型科技企业凭借 AI 相关业务的高速增长支撑市场。2026 年二季度标普 500 企业盈利同比增长约 33%（剔除部分 AI 股权投资公允价值收益后），美国科技龙头的盈利兑现成为支撑标普 500 保持韧性的重要因素。与美国相比，中国优势更多集中于光模块、存储、服务器等制造和设备环节，在平台生态、商业化规模以及全球龙头企业影响力方面仍有差距。但是，中国 AI 产业链企业业绩同样快速增长。以高速光模块龙头中际旭创为例，上半年营业收入 417.78 亿元，同比增长 182.5%，归母净利润 136.51 亿元，同比增长 241.7%。企业盈利的改善和三季度的调整明显消化了前期的高估值，未来对于订单确定性高、盈利持续兑现的企业仍具有较大的上涨空间。

当前全球 AI 建设已经进入高度资本密集阶段，竞争已经延伸至芯片、存储、服务器、光模块、数据中心、电力和液冷等完整产业链。在这一过程中，中国资本市场的重要作用不仅是为企业定价，更是将闲散社会资本转化为高质量的产业投资。2026 年以来，科创板进一步放宽对高研发、长盈利周期 AI 企业的上市约束，长鑫科技、燧原科技等企业陆续登陆资本市场，长江存储 IPO 申请获得受理。资本市场持续向 AI 长产业链提供风险资本，不仅有助于增强中国 AI 产业竞争力，也将成为未来股票市场中长期上涨的重要基本面支撑。

三、政策建议

第一，加大货币政策逆周期调节力度，合理扩大有效融资需求。一是加强逆周期调节，保持货币金融条件合理宽松。综合运用逆回购、中期借贷便利（MLF）、国债买卖等工具，保持流动性合理充裕和市场利率平稳运行。兼顾美联储加息、中美利差变化及银行净息差等约束，审慎把握总量工具使用节奏，增强货币政策调控的灵活性。二是强化结构性货币政策支持，提高金融资源配置效率。加快落实抵押补充贷款（PSL）降息扩围、科技创新和技术改造再贷款增额等政策，重点支持重大项目建设、设备更新及民营小微企业，推动金融资源向有效需求和重点领域集聚。三是优化融资结构，增强金融服务实体经济的适配性。在直接融资占比提高的趋势下，推动银行信贷、债券和股权融资协调发展，支持科技创新及新兴产业多元化融资。加强货币政策与财政贴息、风险分担等政策协同，降低企业综合融资成本，改善民间投资融资条件，促进金融支持与实体经济实际需求相匹配。

第二，提高债务资金使用效率，发挥政府投资带动作用。一是通过财政转移支付、健全社保体系、公共服务均等化以及国有资本收益更多用于民生等方式，推动公共财富适度向居民部门转移，特别是增强中低收入群体的收入保障和消费能力，加快修复居民资产负债表。二是动态调整专项债用作项目资本金范围和比例限制，探索“专项债+PPP”模式吸引更多民营资本参与公共领域投资。三是对连续两年额度使用率偏低且项目储备不足的地区，由中央按比例收回结存限额并全国统一再配置，优先分配给人口流入多、项目成熟度高、投资收益好的地区。四是允许当年未使用的债务限额在全国范围内跨省调剂，将临时性盘活升级为常态

化机制，提高限额资源整体使用效率。

第三，以制度供给和秩序监管稳定市场。一是持续完善房地产发展新模式，增强居民购房信心。进一步落实预售资金监管、现房销售、“交房即交证”等制度安排，持续增强居民购房信心。引导房地产企业由高杠杆、高周转转向产品品质竞争，围绕安全、舒适、绿色、智慧等标准建设“好房子”。同时，适度降低二手房交易税费和交易成本，提高住房置换效率，继续对库存压力较大的三四线城市给予针对性支持。二是增强资本市场制度供给，引导资金流向具有真实融资需求的科技型企业。进一步完善科创板、创业板上市、再融资和并购重组制度，更好适应人工智能、芯片、存储、光模块等科技企业高研发投入、盈利周期较长的特点。强化对募集资金用途和产业化前景的审核，引导资本优先流向具有核心技术、真实研发投入和明确扩产需求的企业。三是强化市场秩序监管。房地产市场应严厉查处虚假宣传、违规预售和挪用监管资金等行为；资本市场应加强对人工智能等热点领域的信息披露监管，严厉打击蹭概念、夸大技术成果、操纵股价等行为。通过持续制度供给与严格秩序监管并举，增强政策可信度和市场稳定的内生基础。

第四，加强外部风险研判，防范外部冲击向实体经济传导。一是持续关注美联储等主要央行的货币政策取向，加强对国际经济金融形势的分析研判，完善常态化监测机制，准确评估外部环境变化及其对我国可能产生的外溢冲击，提高政策应对的前瞻性和有效性。二是坚持稳中求进、以我为主，立足国内经济发展需要，加强政策统筹协调，支持经营主体增强适应国际市场变化的能力，切实提升金融服务实体经济的质效。