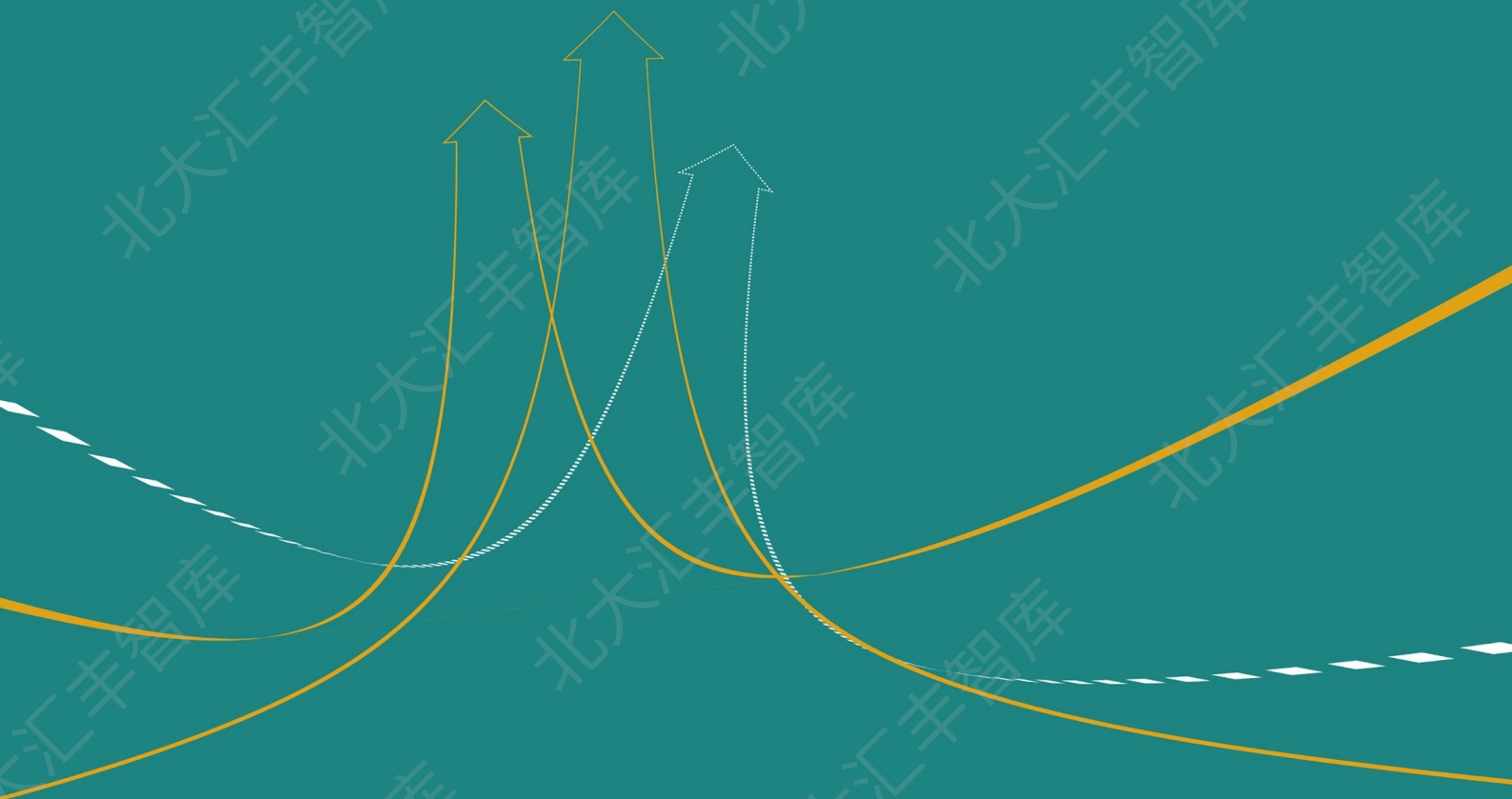
经济分析系列
Economic Analysis Series

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2026年第三季度



北大汇丰智库

内需持续承压，出口和生产走强

2026 年 7 月和 8 月，外需强劲带动生产回升，社消和固投仍然低迷有待政策发力，输入型通胀难以向下游传导使得 PPI 增速高于 CPI 增速，结汇需求强劲支撑人民币汇率升值，宏观政策较为克制，为四季度预留空间。根据北大汇丰智库测算，**预计 2026 年第三季度 GDP 增速为 4.5%**。

展望四季度，随着存量财政政策加快落地，预计内需将会修复，但在国际油价处于高位和美联储加息的背景下，预计出口增速高位放缓。北大汇丰智库预测 2026 年四季度和全年的 GDP 增速为 4.7%，料将顺利完成全年经济增长目标。

建议政府：加快存量政策落地，稳定内需和预期；加快税制改革，对冲土地财政转型压力；海外贸易保护主义盛行，要以互利共赢为原则重构全球分工体系。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：张娜，数据预测由邹欣负责）

成稿时间：2026 年 10 月 11 日| 总第 187 期 | 2026-2027 学年第 13 期

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、国内外重大事件回顾和中国经济增速预测

（一）三季度国内外重大事件回顾

三季度国内外发生的主要事件如下：

一是中美元首会晤，双方经贸团队第八轮经贸磋商达成多项共识，有助于稳定四季度外贸预期。9 月 20 日至 23 日，中美经贸团队在纽约和华盛顿举行第八轮经贸磋商，就贸易理事会工作规程、对等降税框架及产品清单等达成共识，为两国元首会晤贡献了经贸领域的成果。双方商定延续吉隆坡经贸磋商成果，并对各自约 300 亿美元的进口产品实施对等降税，其中超过 90%的产品将免除双方相互加征的全部关税，享受最惠国关税待遇。被纳入降税范围的主要是不涉及国家安全和高科技等非敏感领域的商品。同时双方商定建立投资理事会，在经贸磋商机制下开展首次人工智能对话。从经济影响看，双边关系继续朝着管控分歧，保持稳定的方向发展，相关安排有望降低部分商品的贸易成本，缓解企业对年末关税政策变化的担忧，为出口接单和跨境经营提供更稳定的预期。

二是中东局势紧张升级，全球经济面临新一轮能源供应短缺冲击。9 月以来，美伊冲突再度升级，也门胡塞武装加大对沙特能源设施及红海航运的袭击，战火外溢使霍尔木兹海峡、曼德海峡与沙特红海出口通道同时承压。国际能源署指出，管道停运进一步削弱了替代出口能力，全球石油库存已较冲突开始时减少 5 亿桶以上，IEA 成员国累计释放应急库存超过 3 亿桶；美国战略石油储备也已降至较低水平（见图 1）。若主要海峡通行和管道修复持续受阻，全球能源供应紧张可能由短期风险溢价转化为更持久的实物缺口，原油与成品油现货价格仍存在突破前高的风险。整体来看，本轮冲击已由原油运输向炼化、航运、化肥和基础化工等中下游环节传导。高油价将抬升美国通胀预期，并对中期选举前的民生压力和美联储利率路径形成约束，相关连锁反应仍具不确定性。对亚太而言，部分基础化工品、关键零部件和新能源产业链产品的区域替代需求可能增加对中国产能的依赖；但中国也需防范原油进口来源扰动、海运成本上升及上游价格向国内产业链传导的风险。

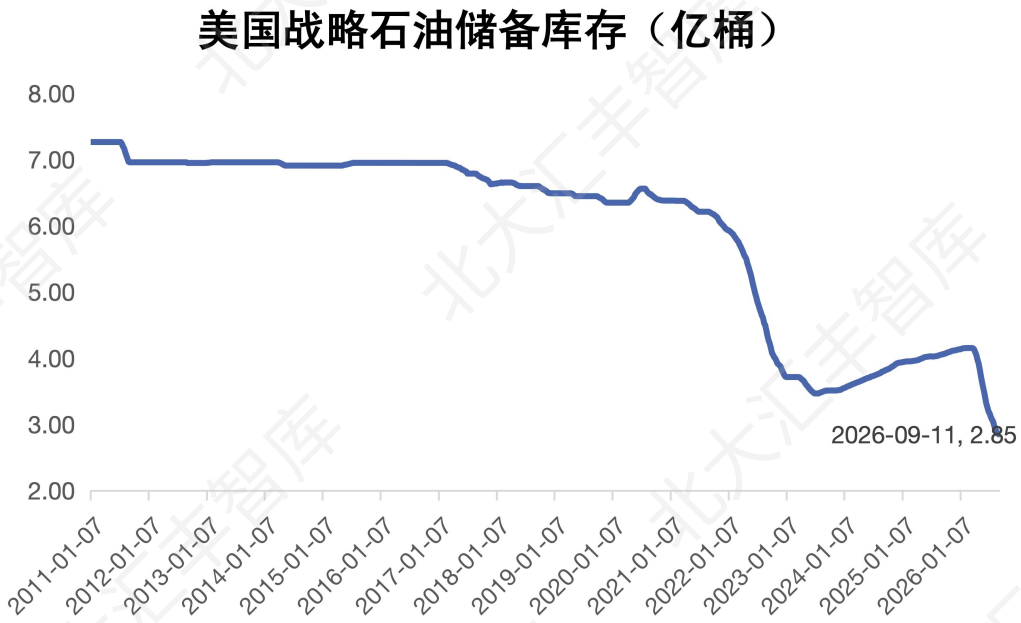


图 1：美国战略石油储备库存（亿桶）
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

三是美联储加息叠加美长债收益率上行，全球金融不确定性上升。9 月 16 日，美联储将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 3.75%—4.00%，点阵图显示年内仍存在进一步加息的可能；若能源价格持续推升通胀，政策利率维持高位的时间可能延长。9 月 15 日，10 年期美国国债收益率盘中升至 5.03%附近，创 2007 年以来新高。长端利率上行意味着美债价格承压，也将通过无风险利率和融资利差共同压低高估值资产的估值水平。美国科技企业正处于人工智能资本开支和发债融资扩张阶段，融资成本抬升将提高其数据中心及大模型投资的回报门槛；同时，来自中国大模型和开源生态的技术与价格竞争加剧，若未来盈利兑现不及预期，美股科技板块存在较大的估值回调风险。另一方面，美国国债规模已超过 40 万亿美元（美国国债利息支出及其占财政收入的比例见图 2），高赤字、通胀预期和长期国债供给压力均可能抬升期限溢价。高利率环境将压制全球风险偏好，流动性的紧张也会加大资产价格的震荡，全球金融市场的风险整体处于较高状态。

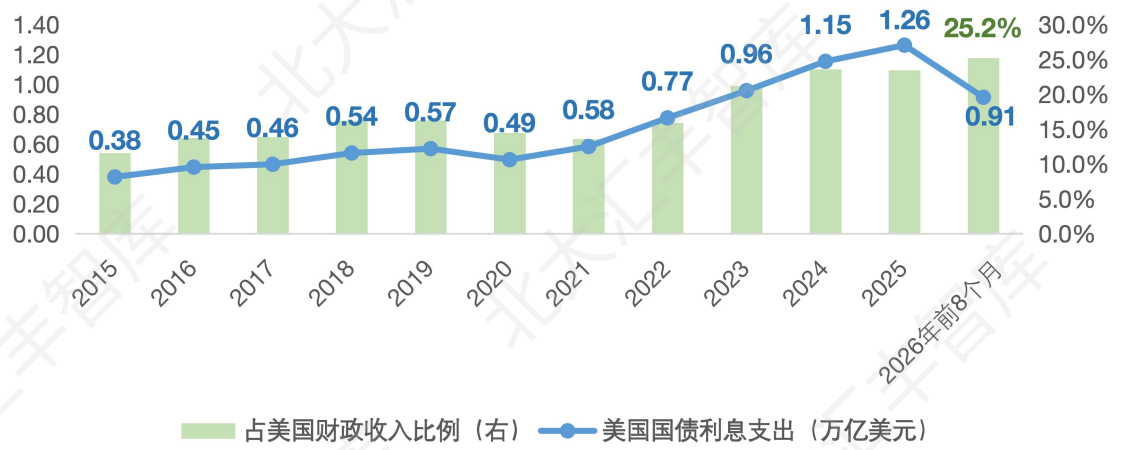


图 2：美国国债利息支出及占财政收入比例

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

四是楼市新政与税改政策密集出台，房地产开发模式与地方财源结构逐步转型。8 月 28 日，住房城乡建设部等五部门围绕销售、信贷和融资出台配套政策，推动房地产开发由“高周转、重预售”转向“重交付、重品质、重项目现金流”。现房销售和强化资金监管有助于降低延期交付风险，但也将延长房企资金回笼周期，提高前期资本金和项目运营能力要求。新房市场将更加重视“好房子”品质，二手房市场分化可能加深，优质地段和配套完善房源更具价格韧性。保障性住房继续面向新市民、青年人、工薪收入群体和各类人才分类供给，有助于形成“市场归市场、保障归保障”的双轨体系。随着房企项目开发门槛提高，土地出让收入或进一步承压。与此同时，7 月和 8 月，多项涉及消费税、环境保护税及跨境和资本所得个人所得税的改革政策出台，通过规范征管、调整优惠和完善税基，拓宽一般公共预算税源。本轮税改并非面向居民的普遍性加税，有助于缓解土地财政转型压力，但难以完全填补土地出让收入缺口。后续需兼顾税收公平与市场预期，避免合规成本和税负预期过快上升影响投资、分红与消费，延续收入端规范征管、支出端定向支持的政策取向。

五是国常会提出加大逆周期调节力度，财政部和央行落地稳增长增量政策。9 月 28 日国常会提出“针对当前经济运行中出现的问题，要加大宏观政策逆周期调节力度”，9 月 29 日，财政部和央行出台一系列增量政策。财政部公告自 10 月 1 日起对居民购房贷款实施贴息政策。政策目标是去库存和稳房价，主要针对三四线城市和二线远郊，目标人群是大学生、新市民等新购房群体刚需的增量支持。

该政策仅覆盖低总价新房，期限为一年，预计会对房地产市场起到一定托底作用。同日央行出台政策，加大结构性货币工具的运用力度。一方面，央行明确将“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持领域，并下调 PSL 利率 25BP 至 1.5%。本次 PSL 降息和扩容预计将推升政策性银行使用意愿，有利于引导其加大对“六张网”建设的资金支持。另一方面，央行增加科创技改、支农支小再贷款额度，合计新增 7000 亿元。本次额度提升和使用优化，预计将有利于进一步加大对科技企业、设备更新、涉农、小微企业等重点领域的资金支持。

（二）对 2026 年下半年主要经济指标的预测与展望

根据北大汇丰智库测算，如表 1 所示，预计 **2026 年第三季度 GDP 当季同比为 4.5%**，应能实现今年政府工作报告中提出的全年“4.5%-5%左右”的目标。受益全球 AI 景气度持续走高，叠加海外供应链受损凸显中国制造竞争优势，预估第三季度出口增速（按美元计）为 26.2%。出口强劲及高技术产业高增长支撑工业生产增长，三季度规上工业增加值增速预测为 5.1%左右。受内需相关行业增长动能走弱的影响，预计三季度社消和固投增速分别为 0.9%和-14.1%。

表 1：对 2026 年下半年经济增速的预测

当季同比					
	GDP	**规上工业增加值**	**社消**	**固投**	**出口（按美元计）**
2026q1	5.0%	6.1%	2.4%	1.7%	14.7%
2026q2	4.3%	4.7%	0.1%	-11.0%	20.1%
2026q3	4.5%e	5.1%e	0.9%e	-14.1%e	26.2%e
2026q4	4.7%e	4.9%e	2.8%e	-12.2%e	15.7%e
累计同比					
	GDP	**规上工业增加值**	**社消**	**固投**	**出口（按美元计）**
2026q1	5.0%	6.1%	2.4%	1.7%	14.7%
2026q2	4.7%	5.4%	1.3%	-5.7%	17.5%
2026q3	4.6%e	5.3%e	1.1%e	-8.5%e	20.6%e
2026q4	4.7%e	5.2%e	1.7%e	-9.4%e	19.3%e

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2026 年 9 月 20 日。

数据来源：Wind、自行测算。

展望全年，**整体上看，预计 2026 年全年 GDP 同比为 4.7%**。预计全年出口都将保持高增长，预计增速为 19.3%。同时，由于高景气行业对生产仍有一定支撑，全年规上工业增加值增速预计为 5.2%。由于四季度宏观政策效果有望加强，对内

需有一定的改善作用，预计全年社消增速为 1.7%，固投增速为-9.4%。

二、当前宏观经济的现状分析

表 2 是 2026 年 7 月和 8 月主要的经济指标，进出口增速高于市场预期，社消、固投增速整体低于市场预期。

表 2：2026 年 6 月至 8 月主要经济指标汇总

主要经济指标		202606	202607	202608
GDP 当季同比（%）	实际值	4.3	——	——
	市场预期	4.65	——	——
工业增加值当月同比（%）	实际值	5.3	4.5	5.2
	市场预期	4.8	4.9	4.7
固定资产投资累计同比（%）	实际值	-5.7	-6.7	-7.2
	市场预期	-5.0	-6.0	-7.2
社会消费品零售当月同比（%）	实际值	1.0	0.6	0.4
	市场预期	0.1	1.3	0.7
出口当月同比（美元计，%）	实际值	26.9	23.9	25.0
	市场预期	18.5	22.9	21.9
进口当月同比（美元计，%）	实际值	35.8	27.5	28.2
	市场预期	24.3	27.0	28.1
贸易差额当月值（亿美元）	实际值	1254.7	1125.0	1190.9
1 美元兑人民币汇率（月末值）	实际值	6.81	6.79	6.78
FDI 累计同比（美元计，%）	实际值	-5.0	-6.2	-5.3
CPI 当月同比（%）	实际值	1.0	0.5	0.8
	市场预期	1.2	0.8	0.8
PPI 当月同比（%）	实际值	4.1	3.5	3.8
	市场预期	4.1	4.0	3.6
M2 同比（%）	实际值	8.0	7.7	7.5
	市场预期	8.5	7.8	7.6
M1 同比（%）	实际值	4.0	4.0	4.1
新增人民币贷款当月值（亿元）	实际值	16,100.0	-3,400.0	600.0
	市场预期	19,389.8	253.6	3,800.0
社融新增当月值（亿元）	实际值	33,671.0	14,068.0	16,577.0
	市场预期	35,293.5	11,520.5	19,865.0
一般公共预算收入累计同比（%）	实际值	4.7	5.8	5.7
一般公共预算支出累计同比（%）	实际值	1.5	1.3	1.2

注：市场预期来自于 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

供给端，高技术和出口链相关领域工业生产较强，传统内需相关行业偏弱。

需求端，基建、制造业和房地产等三大投资增速整体走弱，只有少数高景气行业资本开支仍保持增长；消费增长动能也有待加强，但通讯器材产品消费仍然亮点突出；外贸方面，几乎所有类型产品出口都很强，中国成为海外供应链的稳定器。**物价方面**，PPI 与 CPI 同比剪刀差仍然较大。**政策方面**，宏观政策较为克制，预留空间给四季度。

（一）供给端：高技术和出口链相关领域工业生产较强，传统内需相关行业偏弱

2026 年 7 月和 8 月，规模以上工业增加值同比增长分别为 4.5%和 5.2%，较 6 月 5.3%的增速有所下降，工业生产呈现出以下特点：

第一，高端制造继续保持较快增长，设备制造仍是工业生产的重要支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、专用设备制造业继续保持两位数增长。受益于人工智能、数字化和高端装备投资带动制造业升级，集成电路和工业机器人产量增速进一步提升，高技术制造业与整体工业增加值增速的差值进一步拉大（见表 3）。三季度汽车出口继续保持强劲带动汽车生产维持较高增速。7 月和 8 月汽车出口数量同比增速分别为 81.3%和 65.3%，其中新能源汽车出口数量同比增速分别为 150%和 130%，原油价格上涨与海外供应链受损，驱动我国新能源汽车海外需求旺盛。但另一方面汽车类商品零售额同比增速则由 6 月的-16.1%进一步降至-17.0%和-18.5%，国内零售端和出口端及生产端的分化走扩，国内汽车消费尚未企稳，需求仍在走弱。

表 3：2026 年 6 月至 8 月部分制造业生产指标

类别	指标（同比增速，%）	6 月	7 月	8 月
工业增加值	高技术制造业	14.1	16.9	16.7
	计算机、通信和其他电子设备制造业	15.7	19.1	17.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	18.2	13.6	13.4
	专用设备制造业	10.0	12.6	11.4
	汽车制造业	8.7	8.7	8.7

类别	指标（同比增速，%）	6月	7月	8月
产品产量	集成电路	18.8	20.7	20.6
	工业机器人	28.1	30.2	34.6

第二，受益于全球能源价格上涨，能源行业生产有所改善。7月和8月，煤炭开采和洗选业增速分别为-10.8%/-5.6%，8月降幅较7月收窄5.2个百分点，一方面是因为受国际油价上涨带动，另一方面是因为部分产能7月受安全监管影响导致减产，8月起相关产能生产逐步恢复；石油和天然气开采业增速分别为6.1%/6.2%，较6月1.0%的增速有明显提升。

表 4：19个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	-5.6%	化学原料和化学制品制造业	0.0%	通用设备制造业	9.8%	农副食品加工业	4.3%	医药制造业	5.2%
石油和天然气开采业	6.2%	橡胶和塑料制品业	4.3%	专用设备制造业	11.4%	食品制造业	8.8%	汽车制造业	8.7%
		非金属矿物制品业	-4.1%	电气机械和器材制造业	9.3%	酒、饮料和精制茶制造业	3.0%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.4%
		黑色金属冶炼和压延加工业	1.0%			纺织业	3.0%	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.2%
		有色金属冶炼和压延加工业	-4.1%						
		金属制品业	8.1%						

注：表格中数值是2026年8月不同行业增加值的当月同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是2025年7月至2026年8月不同行业工业增加值的当月同比的走势，表格中的横线代表0值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，传统内需相关行业生产仍偏弱，房地产链与可选消费链拖累叠加。7月和8月，化学原料和化学制品制造业增加值同比为-1.2%和0%，非金属矿物制品业为-3.3%和-4.1%，黑色金属冶炼和压延加工业仅增长0.3%和1.0%，有色金属冶炼和压延加工业为-2.5%和-4.1%。橡胶和塑料制品业虽维持5.0%和4.3%的增长，但较6月的6.5%有所放缓。钢材产量7月、8月同比分别-4.1%和-5.5%，水泥产量同比分别-11.6%和-11.7%，反映房地产调整和地方传统项目放缓对建材、化工、金属加工等上游行业的需求约束仍强。以纺织、家居为代表的下游传统劳动密集型

和可选消费行业也缺乏增长动能，7 月和 8 月纺织业、农副食品加工业、酒、饮料和精制茶制造业增加值同比分别增长 2.3%/3.8%/2.6%和 3.0%/4.3%/3.0%，均低于整体工业增速（见表 4）。

第四，工业企业利润分化加剧，AI 相关的行业仍核心支撑。8 月工业企业利润累计同比增长 15.7%，较 6 月的 18.7%有所回落。利润改善仍呈现较强的结构性。8 月电子行业利润累计同比增长 1.1 倍，对全部规上工业利润增长的贡献率达 62%，其中光电子器件制造、半导体分立器件制造利润分别高增 72%、51.8%；高技术制造业利润增长 54.7%，在算力基础设施加速建设带动下，光纤制造、光缆制造行业利润分别增长 5.3 倍和 1.0 倍。与此同时，受国际油价和有色金属价格上行带动，原材料制造业利润增长 47.3%，其中有色、化工行业利润分别增长 82.9%和 51.0%，石油加工行业扭亏为盈。另一方面，传统内需行业复苏偏弱，上游涨价终端传导不畅，导致企业盈利承压。8 月非金属矿物制品、黑色金属冶炼和压延加工业利润累计同比分别为-46.7%和-62.4%，地产链仍是主要拖累；汽车、农副食品加工、电力热力、电气机械和专用设备制造业利润同比分别为-16.0%、-17.4%、-15.1%、-5.2%和-2.1%，同样呈下滑趋势（见表 5）。

表 5：18 个细分制造业行业利润总额累计同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	51.6%	化学原料和化学制品制造业	51.0%	通用设备制造业	2.5%	农副食品加工业	-17.4%	医药制造业	3.9%
石油和天然气开采业	17.0%	橡胶和塑料制品业	-3.2%	专用设备制造业	-2.1%	食品制造业	1.6%	汽车制造业	-16.0%
		非金属矿物制品业	-46.7%	电气机械和器材制造业	-5.2%	酒、饮料和精制茶制造业	-34.7%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	10.8%
		有色金属冶炼和压延加工业	82.9%			纺织业	11.9%	计算机、通信和其他电子设备制造业	109.9%
		金属制品业	-6.3%						

注：表格中数值是 2026 年 8 月不同行业利润总额的累计同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是 2025 年 7 月至 2026 年 8 月不同行业利润总额的累计同比的走势，表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第五，城镇失业率略有上升。7 月和 8 月，城镇调查失业率分别为 5.2%和 5.3%，较 6 月 5.0%的失业率略有上升。青年失业率有所上升，7 月和 8 月，16-24 岁劳动力失业率（不含在校生）分别为 17.9%和 18.9%，较 6 月的 14.9%有所上升，主要受新毕业学生集中进入劳动力市场的季节性影响。7 月和 8 月，25 至 29 岁和 30 至 59 岁劳动力的城镇调查失业率分别为 7.2%/3.9%和 7.5%/3.9%，较 6 月的 7.1%和 4.0%基本持平。

（二）需求端：消费与投资持续承压，外贸保持较高景气

1. 消费：消费增长动能有待加强，通讯器材产品消费仍是亮点

2026 年 7 月和 8 月社会消费品零售总额同比增长分别为 0.6%和 0.4%，与 6 月 1.0%的增速相比有所下滑（见图 3）。消费市场呈现出以下特点：

第一，服务业消费仍强于商品零售，但增长动能也出现放缓迹象。8 月服务零售额累计同比增长 4.9%，虽然较 6 月 5.3%有所回落，但仍明显高于商品零售 1.0%的增速。服务消费需求的增长韧性更强，在一定程度上对冲了商品消费走弱，但尚不足以带动整体社零明显回升。

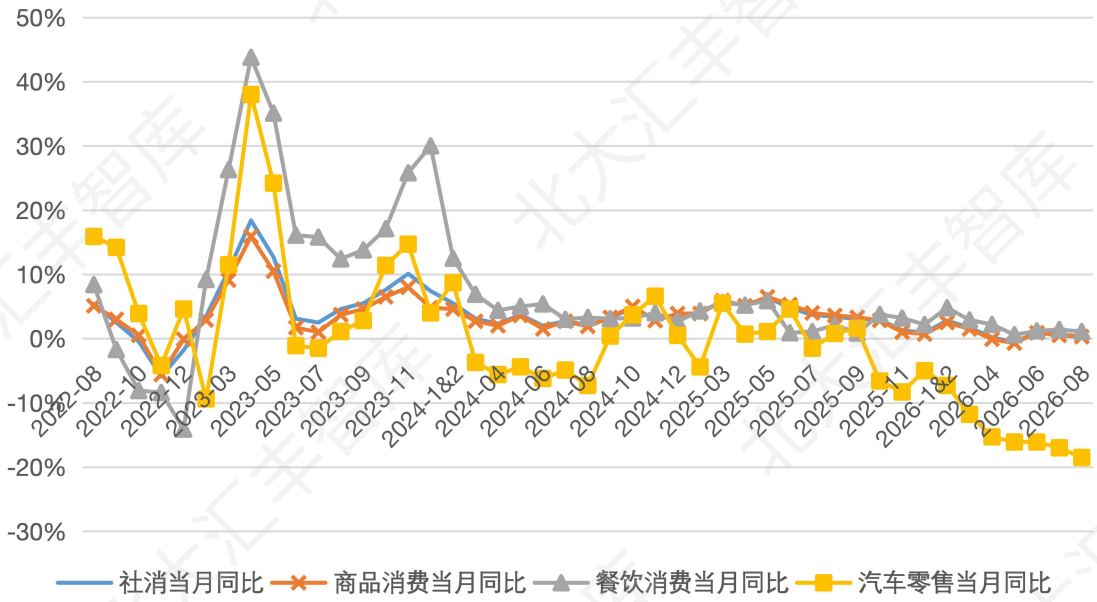


图 3：社会消费品零售总额当月增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，通讯器材零售仍是亮点，部分品类价格因素对名义增速贡献较大。7 月

和 8 月通讯器材类零售同比分别增长 20.4%和 27.3%，较 6 月的 16.5%出现加速增长趋势。开学季需求、数码产品更新、以旧换新补贴及人工智能终端新品周期共同形成支撑。同时存储芯片等硬件成本的上涨也带动通信工具价格同比增长，也对通信器材销售额形成一定抬升。

第三，汽车类和石油制品类消费降幅走扩。汽车零售增速从 6 月的-16.1%下降至 7 月和 8 月的-17.0%和-18.5%，显著低于社零整体增速，汽车销售仍是当前社零最主要的拖累。7 月和 8 月，石油及制品类消费增速分别为-7.6%和-7.0%，较 6 月的-5.1%继续下降（见图 4），中东局势紧张升级，原油及成品油价格再度上涨，预计未来仍会压制石油制品消费。

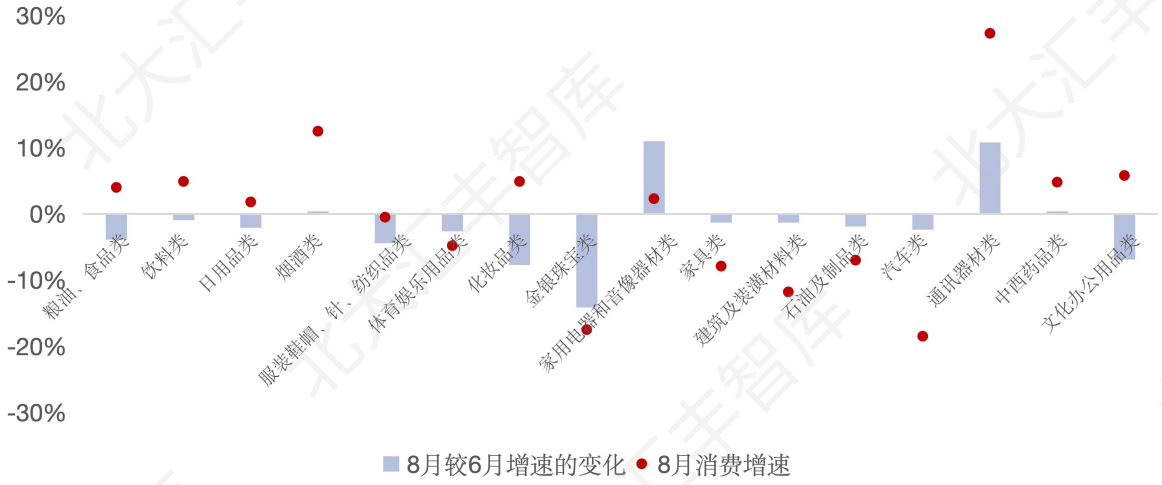


图 4：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

2. 投资：基建、制造业和房地产投资增速整体走弱，少数高景气行业资本开支仍保持增长

2026 年 7 月和 8 月，固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增速分别为-6.7%和-7.2%，与 6 月份-5.7%的增速相比呈下行趋势，投资结构呈现以下特点：

第一，国有投资降幅扩大，民间投资增速连续 15 个月负增长。8 月国有投资累计同比为-3.6%，较 6 月-2.3%的增速继续下滑，财政支出力度仍有待加强；民间固定资产投资额累计同比增速为-10.1%，较 6 月份-8.5%的降幅走扩（见图 5）。按照产业划分，7 月和 8 月民间固定资产投资额在第一、第二和第三产业的累计同比

增速分别为-10.5%/-11.9%、-3.8%/-4.5%和-14.1%/-15.0%，较 6 月-9.0%、-3.3%和-12.8%的增速均呈下降趋势。民间投资走弱主要受到房地产拖累、内需偏弱和经济预期谨慎等因素影响。一是房地产投资持续下行，拖累民间投资整体表现。二是内需偏弱，制造业企业投资意愿不强。扣除房地产后的民间投资降幅由 6 月的 4.9%扩大至 8 月的 6.4%，表明投资压力已超出房地产领域。企业虽然仍可依托存量产能维持生产和出口，但对新建产能、设备更新和跨周期扩张更加谨慎。三是对未来一年经济走势的预期偏弱，制约企业扩大投资。北大汇丰智库三季度消费者信心调研显示，预计未来一年经济变好的受访者占比由上季度的 18%降至 14%，33%认为基本不变，53%预计变坏，反映受访群体对经济前景较为谨慎。与此同时，民间投资与国有投资的差距也在扩大，由 6 月 6.2 个百分点增加至 8 月的 6.5 个百分点，说明稳增长项目和政府主导投资虽形成一定托底，但其带动尚未充分传导至民营企业。

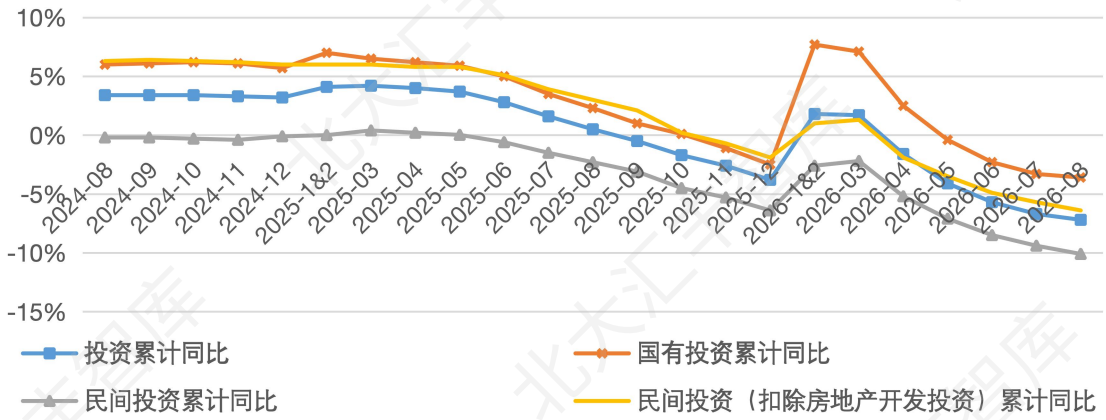


图 5：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，制造业投资端弱于生产端，资本开支仍集中于少数高景气行业。8 月制造业投资同比增速为-2.3%，较 6 月-1.2%的增速有所下滑。但 8 月制造业的规上工业增加值的累计同比为 5.7%，生产端明显强于投资端。分行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业投资分别增长 16.3%和 8.1%，保持较高增速水平。但汽车、化工、医药、专用设备等行业投资普遍下降，与少数高景气行业形成反差（见表 6）。传统制造业面临需求偏弱，

投资止跌拐点仍未到来。

表 6：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	-8.1%	通用设备制造业	0.9%	农副食品加工业	-2.0%	医药制造业	-8.3%
有色金属冶炼和压延加工业	-4.1%	专用设备制造业	-9.0%	食品制造业	-10.4%	汽车制造业	-6.0%
金属制品业	-8.9%	电气机械和器材制造业	0.8%	纺织业	5.4%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	16.3%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	8.1%

注：表格中数值是 2026 年 8 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2025 年 7 月以来，不同行业投资累计同比的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，基建投资继续回落，未来需加快项目落地。2026 年 8 月基建投资累计同比为-4.0%，较 6 月-2.4%的增速有所走弱。传统地方主导项目承压较为明显，道路运输、水利管理和公共设施管理业投资分别为-8.0%、-12.0%和 11.2%。当前专项债资金更多投向化债、部分政策性金融工具尚未充分形成实物工作量，四季度需要观察项目能否加快落地，起到有效托底作用。8 月全国房地产投资累计同比-21.5%，降幅较 6 月的-18.0%有所扩大（见图 6），销售端仍不足以有效修复房企现金流，“828 楼市新政”出台后，资金监管加强预计会对房企的现金流和拿地都会产生一定压制作用。

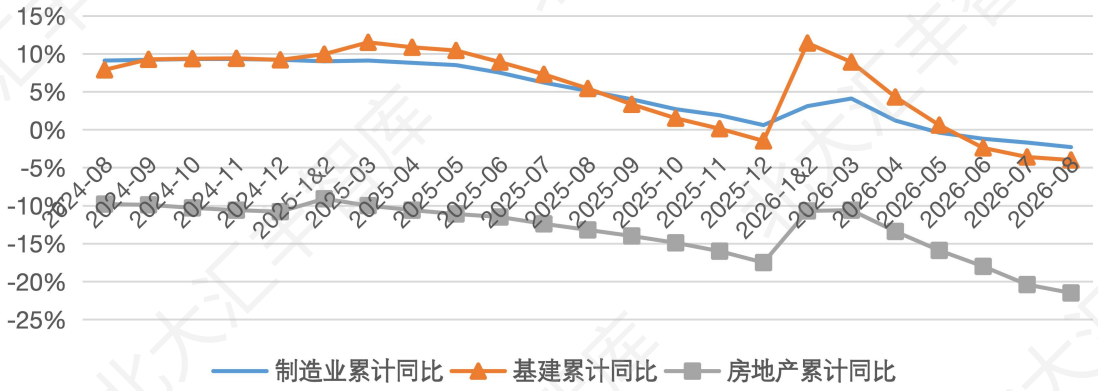


图 6：制造业、基建和房地产投资增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，房地产市场投资跌幅有所走扩，新政出台后市场预计会进一步调整。8

月全国房地产投资累计同比-21.5%，降幅较 6 月的-18.0%有所扩大。8 月商品房新开工面积累计同比增速为-25.4%，6 月为-24.1%；施工面积累计同比增速为-13.2%，6 月为-12.9%；竣工面积累计同比增速为-25.4%，6 月为-25.3%；销售面积累计同比增速为-13.0%，6 月为-12.4%；销售额累计同比增速为-13.1%，6 月为-13.7%。总体来看，下降趋势尚未出现明显扭转，销售端仍不足以有效修复房企现金流，“828 楼市新政”出台后，资金监管加强预计会对房企的现金流和拿地都会产生一定压制作用。

3. 外贸：几乎所有类型产品出口表现较强，中国是海外供应链的稳定器

按美元计，2026 年 7 月和 8 月中国出口同比分别增长 23.9%和 25.0%，与 6 月 26.9%的增速相比继续保持高速增长。外贸高增并非仅由少数高技术产品拉动，农产品、服装、玩具、家电及通用机械等多个品类均出现改善。中东局势动荡和全球极端气候使海外供应链受损，中国制造强大的供给能力在这一背景下凸显出优势，驱动海外日常消费、工业生产和技术升级需求对中国出口的依赖程度进一步提升。具体来说，出口数据呈现以下特点：

第一，对美出口增速提升，主要由于去年基数较低，以及 AI 相关产品出口高增长驱动。2026 年 7 月和 8 月中国对美国出口分别为 419.3 亿美元和 424.8 亿美元，同比分别为 17.0%和 34.4%，与 6 月 13.9%的增速相比呈上升趋势。7 月和 8 月，中国对美的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 24.6%/9.4%、8.8%/56.8%、16.9%/23.7%、8.0%/30.1%、24.3%/39.8%（见图 7）。三季度对美出口增速较高，一方面是因为去年基数较低，2025 年 7 月和 8 月中国对美国出口增速分别为-21.7%和-33.1%（2026 年 8 月中国对美国出口的产品结构见图 8）；另一方面是圣诞假期前的季节性补库需求，以及美国可能对华额外加征 7.5%关税的预期，可能促使部分进口商提前采购备货，对短期出口形成拉动。

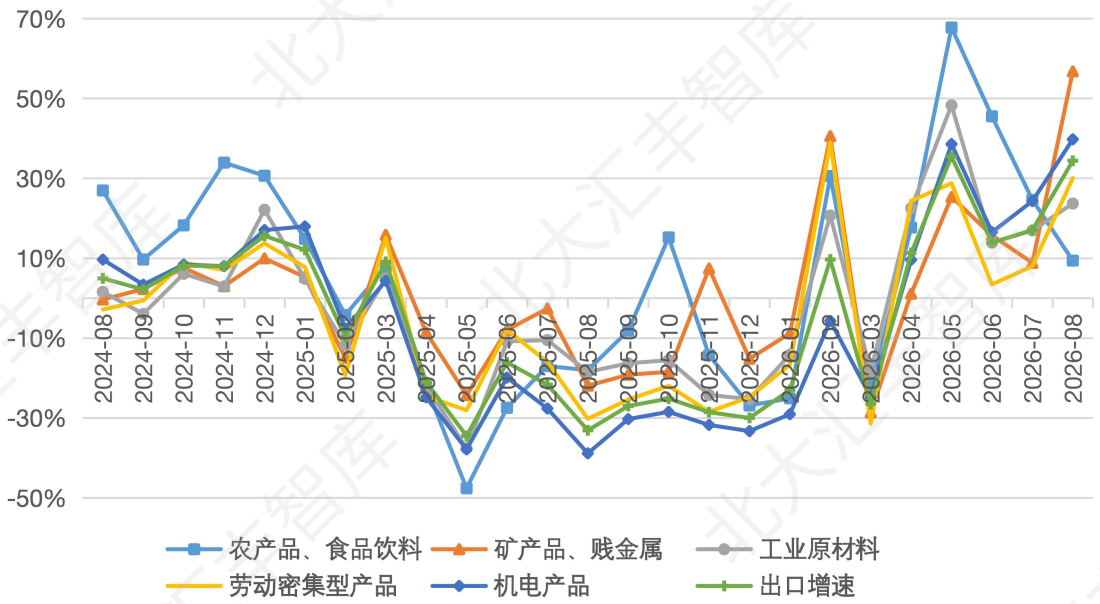


图 7：中国对美国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：根据 HS 大类进行划分，农产品、食品饮料指的是 HS 编码第 1 至第 4 类；矿产品、贱金属指的是 HS 编码第 5、第 15 类；工业原材料指的是 HS 编码第 6、第 7 类，比如化工产品、塑料、橡胶等；劳动密集型产品指的是 HS 编码第 8 至第 13 类、第 20 类，比如服装、鞋帽、玩具、箱包、家具等；机电产品指的是 HS 编码第 16 至第 18 类，比如汽车、手机、家电、集成电路、船舶、运输设备、医疗仪器等，与海关口径直接公布的机电产品可能有所不同；其他就是剩余的品类，主要是珠宝、贵金属、武器、艺术收藏品、古董等，略去不讨论；下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

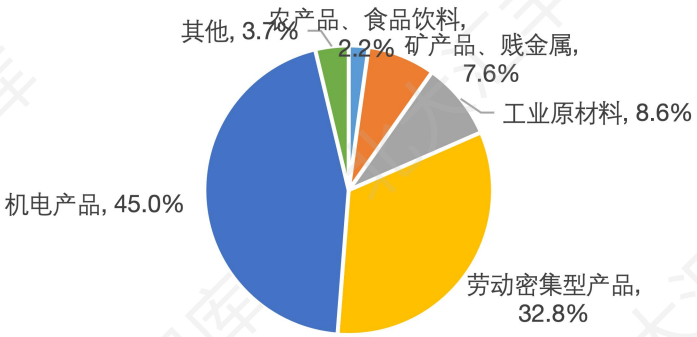


图 8：2026 年 8 月中国对美国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，受益于全球 AI 领域资本开支增长，中国对东盟出口保持较高增速。7 月和 8 月中国对东盟七国出口分别为 733.6 亿美元和 723.3 亿美元，对东盟出口金额同比增长分别为 38.4%和 30.2%，与 6 月 34.5%的增速相比保持了较高的增速水平。从对东盟七国的出口产品结构来看，机电产品表现最为突出。7 月和 8 月，对

东盟七国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 6.3%/15.4%、22.1%/40.5%、18.3%/12.5%、4.7%/6.8%、62.2%/42.6%（见图 9）。东盟是中国电子、机械、化工和零部件的重要下游加工与组装基地，全球 AI 硬件投资高增长的背景下带动中国电子产品出口高增长，也使东盟的半导体封装测试、电子组装和数据中心建设等配套组装加工行业景气度走高，对中国上游设备与中间品形成需求（2026 年 8 月中国对东盟七国出口的产品结构见图 10）。

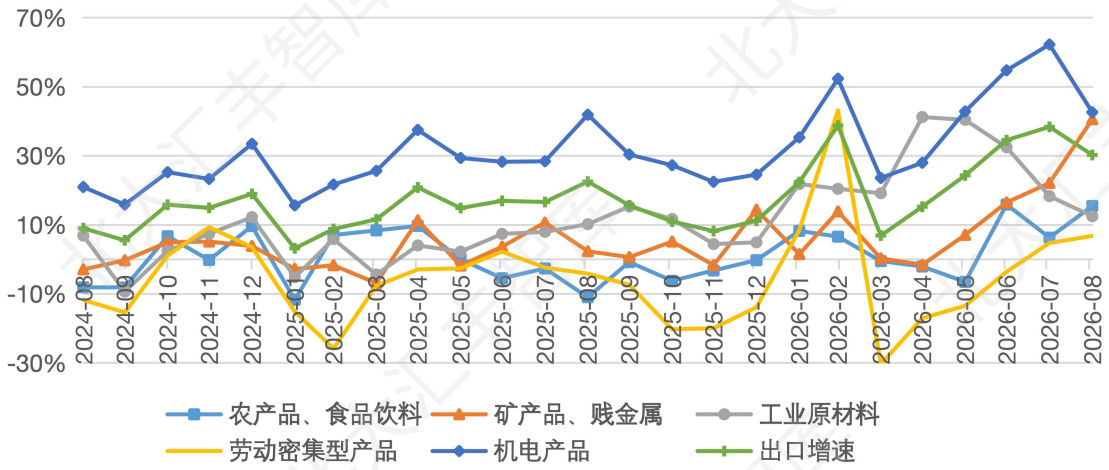


图 9：中国对东盟七国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：由于海关总署只提供了越南、泰国、新加坡、菲律宾、缅甸、马来西亚、印度尼西亚东盟七国的 HS 编码数据，所以这里只统计了东盟七国不同类型商品的数据；下同。图中东盟出口增速是东盟十国的出口增速。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

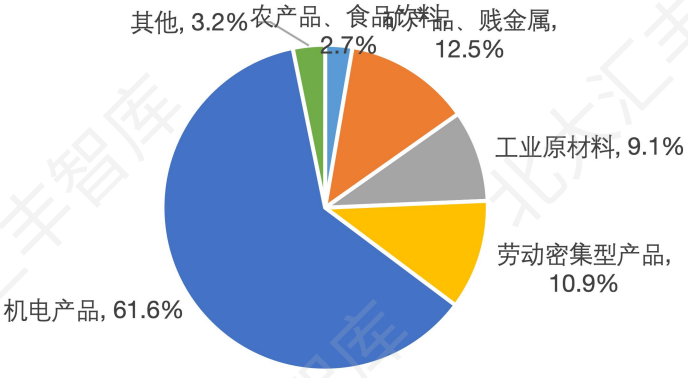


图 10：2026 年 8 月中国对东盟七国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，对欧盟出口增速下降，主要原因为贸易政策限制及欧盟经济增长放缓。

7 月和 8 月中国对欧盟出口分别为 579.8 亿美元和 551.1 亿美元，同比分别增长 16.0%和 6.6%。与 6 月 18.5%的增速相比呈下滑趋势，一方面是因为欧盟对华的贸易政策限制，另一方面是因为欧盟经济景气度下降，终端需求和工业投资偏弱所导致。按不同品类拆分，7 月和 8 月我国对欧盟农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 8.0%/7.8%、6.2%/3.4%、25.4%/-1.0%、4.2%/-1.6%、28.3%/16.8%（见图 11，2026 年 8 月中国对欧盟出口的产品结构见图 12）。

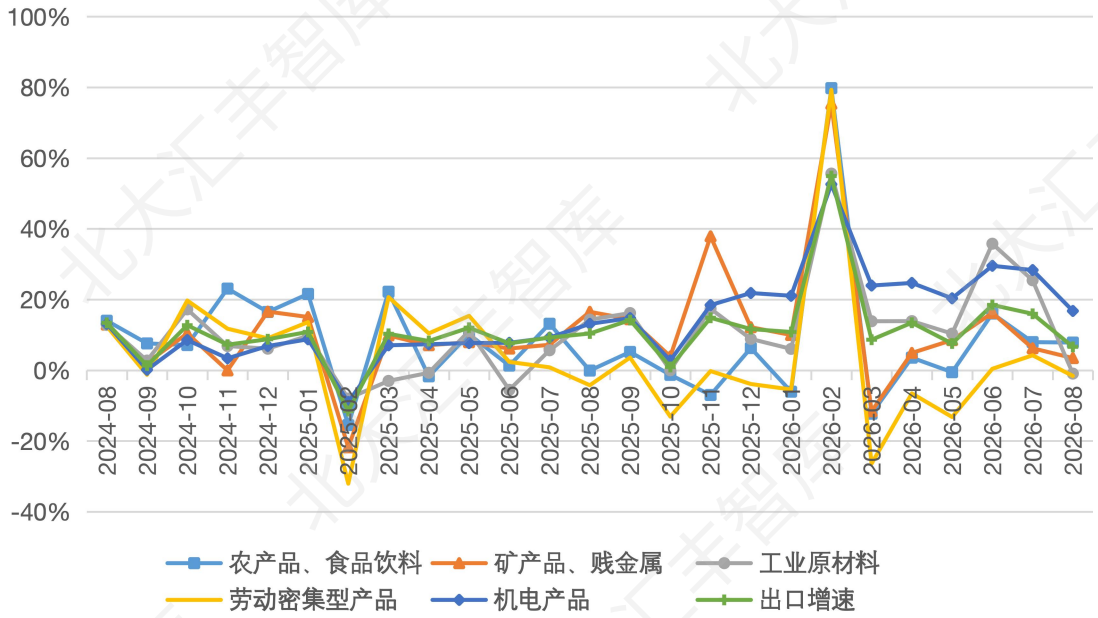


图 11：中国对欧盟不同类型商品的出口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

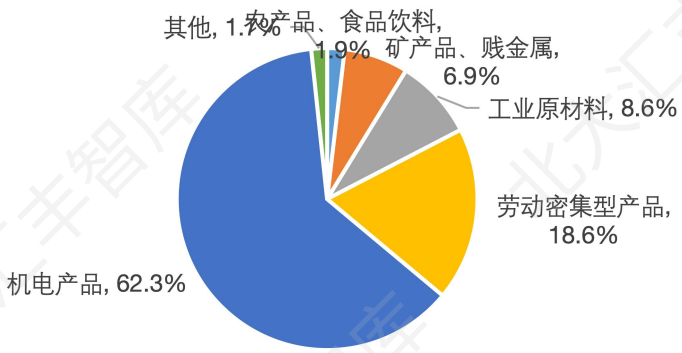


图 12：2026 年 8 月中国对欧盟出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第四，东盟、拉丁美洲和欧洲（除欧盟、英国）等新兴市场的出口占比略有

上升。按累计值占比计算，7 月和 8 月，中国对亚洲（除东盟、日韩）、东盟、拉丁美洲、非洲、欧洲（除欧盟、英国）的出口占比分别为 25.0%/25.0%、18.6%/18.7%、7.5%/7.6%、6.1%/6.1%、3.7%/3.8%。与 6 月相比，东盟，拉丁美洲和欧洲（除欧盟、英国）占比略有上升（见图 13）。

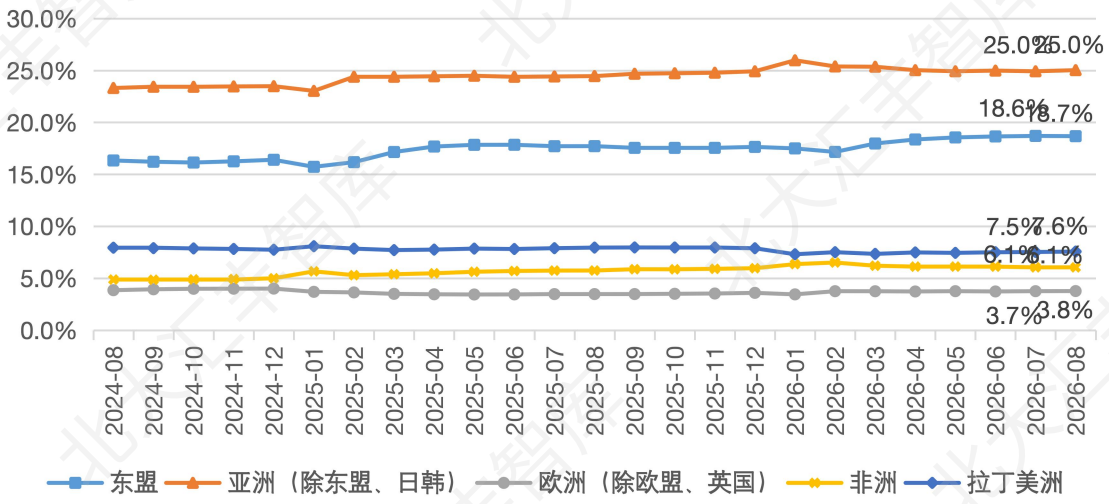


图 13：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）

注：分别用中国对不同地区的每月出口累计值除以中国每月出口累计值；俄罗斯被统计在欧洲。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第五，机电产品出口整体呈现较高增速，AI 相关商品出口景气度高位加速。7 月和 8 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车和汽车底盘、船舶的出口增速分别为 27.8%/29.8%、67.9%/77.0%、6.7%/10.8%、116.8%/130.6%、31.5%/15.2%、60.4%/43.2%、94.3%/21.4%（见图 14）。机电产品出口的优异表现，凸显出中国在先进制造方面的优势。7 月，自动数据处理设备及其零部件和集成电路合计出口金额，对当月出口增速的贡献为 42.0%，8 月则为 45.1%。

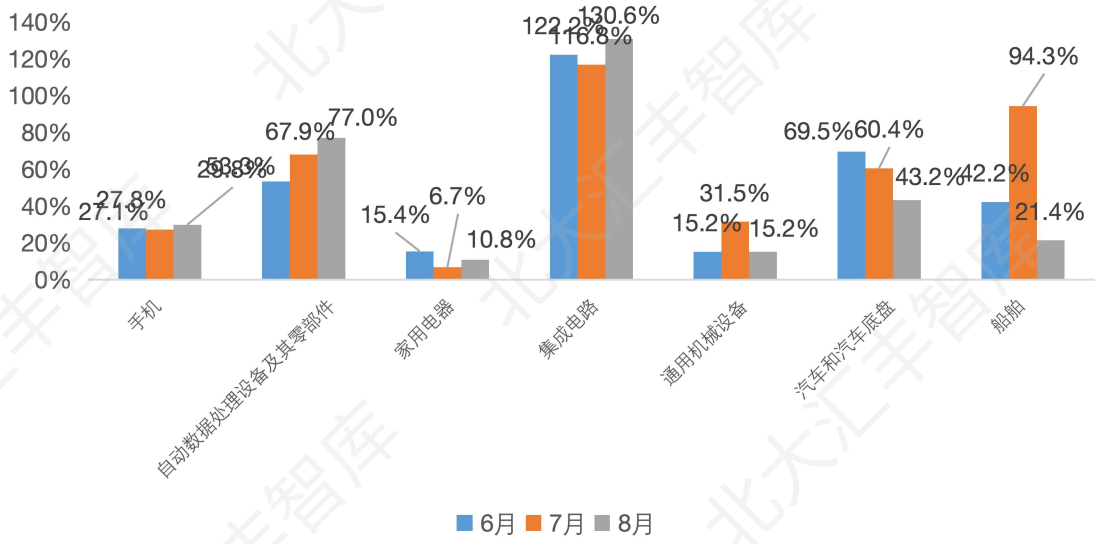


图 14：2026 年 6-8 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计，2026 年 7 月和 8 月，进口增速分别为 27.5%和 28.2%，与 6 月 35.8%的增速相比有所回落。进口主要有以下特点：

第一，对主要国家进口保持较高增速，AI 相关行业是重要驱动。7 月和 8 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口增速分别为 15.3%/17.8%、-1.4%/0.7%、29.3%/20.0%、97.8%/108.1%、36.0%/35.0%、56.8%/49.5%、26.8%/47.0%、25.0%/3.7%、36.6%/41.5%、17.3%/5.3%（见图 15）。韩国、中国台湾、印度为亚洲电子供应链的重要来源，东盟与中国在电子元件、集成电路等产品的加工组装方面有较为密切的合作，AI 的高景气度支撑中国对相关经济体进口的快速增长。而中国对俄罗斯等新兴经济体的进口增速同样较高，主要与进口能源、矿产等大宗商品的需求增长有关。

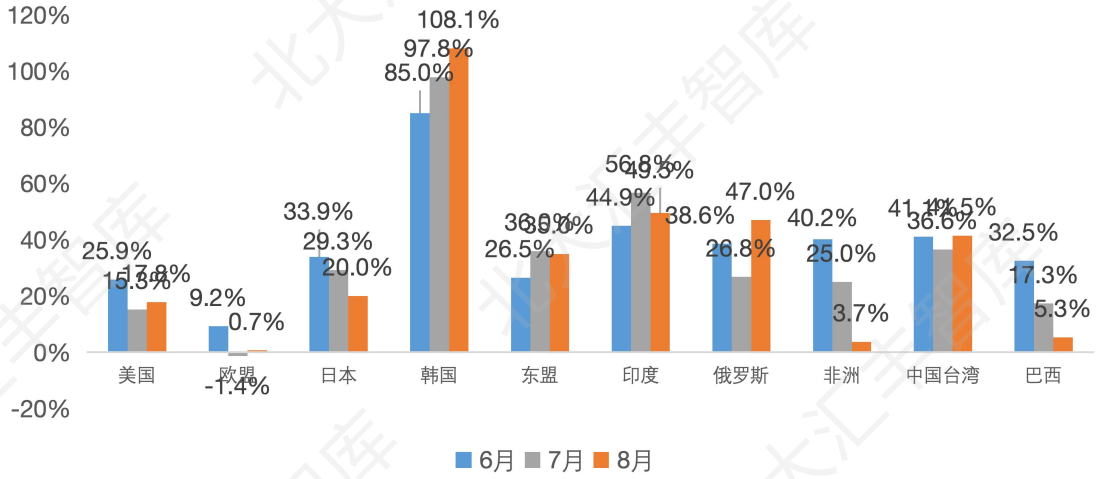


图 15：2026 年 6-8 月中国对主要国家和地区的进口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，对机电产品的进口增速继续加快。7 月和 8 月，中国对农产品、铁矿石、原油、机电产品 (海关口径) 的进口增速分别为 7.7%/5.5%、12.0%/1.0%、-5.2%/-9.2%、46.0%/51.7%。相较 6 月的进口增速，只有机电产品高位加速，其他品类的进口增速整体都有所回落（见图 16）。

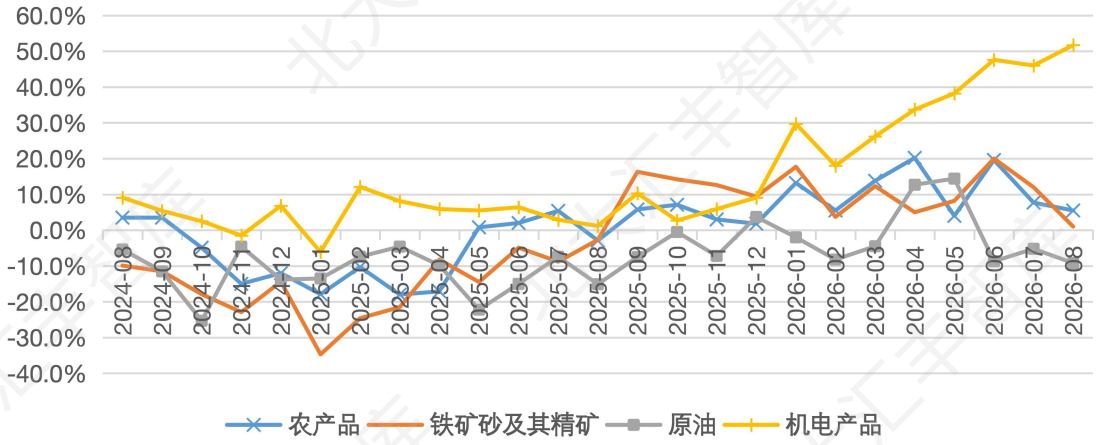


图 16：中国对主要产品的进口增速（按美元计）

注：这里的机电产品是海关直接公布的口径，除非特别提到海关口径，文中的机电产品指的是 HS 编码口径，下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，贸易顺差持续扩大。7 月和 8 月，中国净出口的金额分别为 1125 亿美元和 1191 亿美元，同比分别为 15.5%和 17.9%，较 6 月 10.3%的增速有所加快。今年 1-8 月我国的贸易顺差累计为 8055 亿美元，同比 3.1%。照此趋势，全年贸易顺差有望突破去年的 1.2 万亿美元，再创历史新高。

（三）价格端：人民币汇率延续升值，PPI 增速持续高于 CPI

1. 汇率：人民币汇率延续升值，高技术产业使用外资增速加快

2026 年 7 月和 8 月，人民币汇率和外商对华投资主要有以下特点：

第一，人民币兑美元汇率延续升值趋势。2026 年 9 月 18 日，人民币汇率为 6.70，较 2026 年 6 月 30 日升值 1.3%；人民币中间价位 6.75，较 2026 年 6 月 30 日升值 0.9%；美元指数为 100.79，较 2026 年 6 月 30 日上升 0.9%（见图 17）。尽管美联储决定加息，但人民币兑美元仍然维持了升值趋势，说明目前中美利差已不再是人民币汇率的主要因素，市场交易的重点放在了美元自身的信用问题。美国面临持续的高财政赤字、债务规模扩大、美债供给压力，以及进入加息周期后，市场开始交易的是期限溢价和信用风险，导致美债收益率被额外推高。中国外部信用基本面极强，中国拥有全球最大的外汇储备、持续的经常账户顺差、净债权国地位，以及政府对外部债务的明确支持意愿。市场对中国主权信用的信心在汇率方面就体现在近来人民币升值趋势的延续。



图 17：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，FDI 增速降幅略有扩大，高技术产业使用外资加速增长。根据商务部口径，2026 年 1-8 月实际使用外资为 4799.5 亿元人民币，同比-5.3%，较 6 月-5.0%的降幅略有扩大。在结构上，高技术产业实际使用外资较为突出，实际使用外资规模为 2002.6 亿元人民币，同比增长 35.1%，与 6 月 33.2%的增速相比呈现高位加

速的趋势，占全国实际使用外资的 41.7%，较去年同期提升 12.4 个百分点。其中，研发与设计服务、科技成果转化服务、电子及通信设备制造业实际使用外资分别增长 74%、64.2%、41.9%。

第三，外资机构减持证券，主要是因为股票减持。2026 年 7 月和 8 月，根据外管局数据，银行涉外代客收付款中的证券投资分别为净流出 206 亿美元和净流出 268 亿美元。根据中国债券信息网数据，境外机构持有的银行间债券分别增持 17 亿和减持 9 亿美元（人民币折算）。前两项数据相减，大致估算，外资持有股票分别减持 223 亿美元和减持 259 亿美元。

2. 物价：PPI 与 CPI 同比剪刀差仍然较大

与 2026 年 6 月相比，2026 年 7 月和 8 月 CPI 同比的变化主要有以下特点：

第一，CPI 增速呈现先回落后反弹的走势。7 月和 8 月，CPI 和核心 CPI 同比分别为 0.5%/0.8%和 0.9%/1.0%，与 6 月 1.0%/1.0%的增速相比先跌后涨（见图 18）。国际油价先跌后涨，带动国内成品油价格环比由降转升，成为影响 CPI 走势的重要因素。7 月和 8 月交通工具用燃料价格同比增速分别为 0.8%/8.3%，与 6 月 15.3%增速相比先跌后涨。算力需求快速增长推动消费电子价格普涨，AI 产业链涨价效应持续向终端传导。7 月和 8 月通信工具价格同比增速分别为 8.3%/10.6%，与 6 月 7.6%的增速相比继续加速上涨，延续了今年以来增速持续加快的趋势。

第二，食品价格仍是 CPI 的主要拖累，猪肉价格仍然低迷。7 月和 8 月鲜菜价格同比分别为-0.3%和-2.8%，与 6 月-0.3%的增速相比有所回落，高温多雨叠加换茬推升鲜菜价格环比上涨，但涨幅弱于季节性水平，导致 8 月同比跌幅走扩；猪肉价格同比分别为-13.3%和-11.8%，与 6 月-15.9%的增速相比有所收窄，生猪出栏减少带动猪肉价格环比边际修复，但同比仍然保持两位数的跌幅，价格持续承压。

第三，食品和非食品价格分化明显。7 月和 8 月食品价格和非食品价格同比分别为-1.5%/-1.4%和 0.8%/1.2%，与 6 月-1.6%和 1.5%的增速相比仍然呈现分化走势。食品作为 CPI 中的高权重核心分项，仍对 CPI 造成拖累。

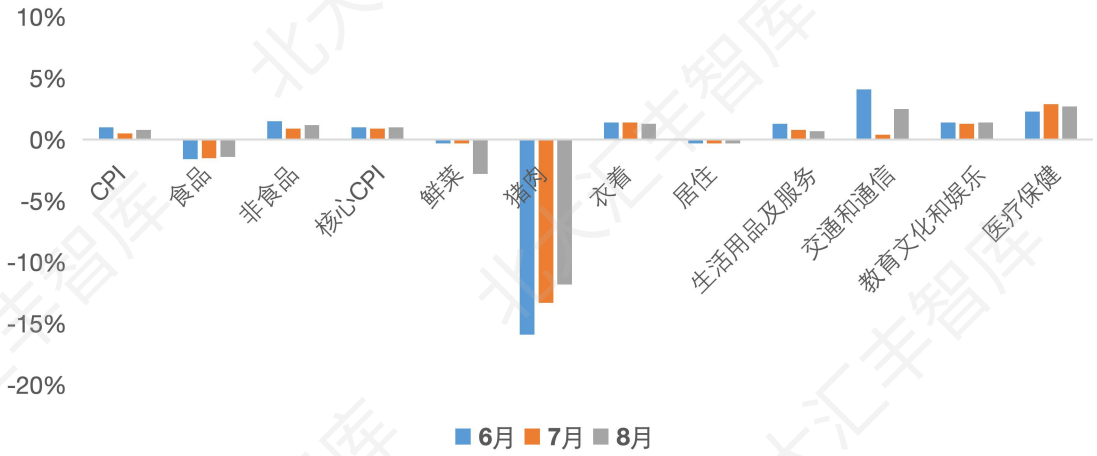


图 18：CPI 当月同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

2026 年 7 月和 8 月，PPI 同比分别为 3.5%和 3.8%，较 6 月的 4.1%同样呈现先跌后涨的趋势。PPI 主要有以下特点：

第一，能源与有色仍是 PPI 上行的主要来源。7 月和 8 月石油和天然气开采，石油、煤炭及其他燃料加工行业的 PPI 同比分别为 3.2%/8.2%和 10.5%/11.1%，与 6 月的 16.8%和 16.7%的增速相比先跌后涨，主要受国际油价走势的影响。7 月和 8 月煤炭开采和洗选的 PPI 同比分别为 27.1%和 26.6%，除了受油价的输入型价格上涨的影响外，三季度煤炭行业受安全监管影响减产也是导致煤价上行的重要因素。7 月和 8 月有色金属矿采选，有色金属冶炼和压延加工行业的 PPI 同比分别为 22.6%/20.2%和 21.1%/20.8%，国际大宗商品价格上行带动有色金属行业 PPI 上涨。

第二，新兴产业对部分制造业价格形成支撑，但黑色系、非金属矿和多数下游行业 PPI 同比偏低。7 月和 8 月计算机、通信和其他电子设备制造业同比分别为 4.4%和 5.3%，反映 AI 算力和电子信息相关产业链的需求较强。与此同时，黑色金属矿采选业，黑色金属冶炼和压延加工业，非金属矿物制品业 PPI 同比分别为 4.7%/2.7%/-3.9%/-2.3%和 1.1%/-0.3%/-3.2%/-2.2%，反映出地产基建的低迷表现。多数下游行业 PPI 同比增速偏低，农副食品加工、食品制造，茶酒饮料，纺织服装等与基本生活消费相关行业的 PPI 同比负增长，汽车制造业 PPI 同比分别为-2.3%和-2.2%，反映可选消费和大宗耐用消费需求不足仍制约价格传导（见表 7）。

第三，价格传导不畅导致 PPI 与 CPI 同比剪刀差仍然较大。资源品和上游原

材料行业受益于价格上涨，而中下游加工制造业面临成本抬升与终端需求偏弱的双重压力。输入型通胀难以向下游传导，正在挤压企业利润空间。1—8 月工业企业利润率为 5.66%，较 1—6 月的 5.70%下降 0.04 个百分点，企业盈利能力有所走弱。当前物价回升具有较强输入性和结构性特征，后续能否形成更广泛的价格修复以及工业企业盈利能力的提升，仍取决于消费、房地产及基建需求能否改善。

表 7：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	26.6%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.5%	通用设备制造业	-0.5%	农副食品加工业	-1.7%	医药制造业	-3.7%
石油和天然气开采业	10.5%	石油、煤炭及其他燃料加工业	11.1%			食品制造业	-1.2%	汽车制造业	-2.2%
黑色金属矿采选业	1.1%	化学原料和化学制品制造业	9.1%			酒、饮料和精制茶制造业	-5.3%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.1%
有色金属矿采选业	21.1%	化学纤维制造业	9.6%			烟草制品业	0.1%	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.3%
非金属矿采选业	-2.2%	橡胶和塑料制品业	1.5%			纺织业	1.7%	电力、热力生产和供应业	-3.6%
		非金属矿物制品业	-3.2%			纺织服装、服饰业	-1.2%	燃气生产和供应业	4.2%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-0.3%			造纸和纸制品业	1.4%	水的生产和供应业	-0.1%
		有色金属冶炼和压延加工业	20.8%			印刷和记录媒介复制业	-2.4%		
		金属制品业	1.6%						

注：表格中数值是 8 月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比 2025 年 8 月至 2026 年 8 月的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

（四）政策端：宏观政策较为克制，预留空间给四季度

2026 年三季度，货币政策方面的具体特点如下：

第一，货币市场流动性延续宽松，政策利率基本保持稳定。截至 9 月 18 日，7 天逆回购利率（7 天 OMO 利率）维持在 1.40%的水平不变，存款类金融机构质押式回购利率（DR007）报收 1.44%，货币市场利率水平低位平稳运行。8 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率分别报 3.0%和 3.5%，较上一季度没有变化。7 月和 8 月央行各项公开市场操作累计净投放 2090 亿元，其他期限逆回购和 MLF 分别净投放 9000 亿元和 0。各项货币政策工具灵活搭配下资金利率平稳运行、波动极小。

第二，M2 和社融增速都在放缓，居民贷款收缩，社融主要靠直接融资支撑。

货币供给方面，7 月和 8 月，M1 同比增速分别为 4.0%和 4.1%，M2 同比增速分别为 7.7%和 7.5%；二者增速剪刀差分别为-3.7 和-3.4 个百分点，较 6 月的-4.0 个百分点有所收窄（见图 19）。剪刀差收窄主要源于 M2 增速下行快于 M1 回升，背后主要原因是信贷派生偏弱、存款增长放缓，而非企业活期资金和经营交易显著增强。7 月受缴税、政府债缴款及财政资金集中入库影响，银行存款增长偏弱；8 月环比回升，主要是对前期财政归集和企业资金外流的修复，但仍同比少增，反映实体部门收入、融资和交易活跃度较低，存款派生能力偏弱，制约货币供给增长。此外，三季度 A 股市场赚钱效应较去年同期明显减弱，资金入市意愿下降，也削弱了非银存款增长动能。**资金需求及融资总量方面，**7-8 月人民币贷款合计净减少，且两个月均弱于去年同期，信贷收缩态势仍在延续。7 月和 8 月末，社会融资规模存量同比分别增长 7.4%和 7.2%，增速有所回落；8 月新增社融规模虽环比回升，但同比由 7 月的多增转为少增，融资扩张动能有所减弱。从融资结构看，社融主要依靠政府债券和直接融资支撑，企业债券与股票融资均同比多增，合计新增规模超过新增信贷。银行信贷中，居民短期和中长期贷款持续减少，企业中长期贷款需求偏弱，信贷投放仍较多依赖票据融资，反映居民消费、购房及企业投资需求仍待提振（见表 8）。

表 8：2026 年 7—8 月货币供应与融资情况

单位：亿元

类别	指标	7 月	7 月同比变化	8 月	8 月同比变化
存款	人民币存款增量	300	少增 4,700	12,000	少增 8,600
	居民部门存款增量	-6,300	多减 4,800	400	少增 700
	企业部门存款增量	-16,300	多减 1,709	2,800	少增 197
	财政性存款增量	9,785	多增 2,085	1,100	少增 800
	非银存款增量	11,100	少增 10,300	5,600	少增 6,200
社会融资	新增社会融资规模	14,068	多增 2,761	16,577	少增 9,083
	政府债券融资	13,176	多增 694	10,097	少增 3,575
	企业债券融资	4,536	多增 1,788	2,712	多增 1,374
	股票融资	1,128	多增 623	639	多增 183
人民币	人民币贷款增量	-3,400	多减 2,900	600	少增 5,300

类别	指标	7 月	7 月同比变化	8 月	8 月同比变化
贷款	居民短期贷款	-3,400	少减 427	-1,219	多减 1,324
	居民中长期贷款	-1,202	多减 102	-822	多减 1,022
	企业票据融资	3,757	少增 4,954	1,000	多增 469
	企业短期贷款	-2,500	少减 3,000	-1,600	多减 2,300
	企业中长期贷款	-2,300	少减 300	3,200	少增 1,500

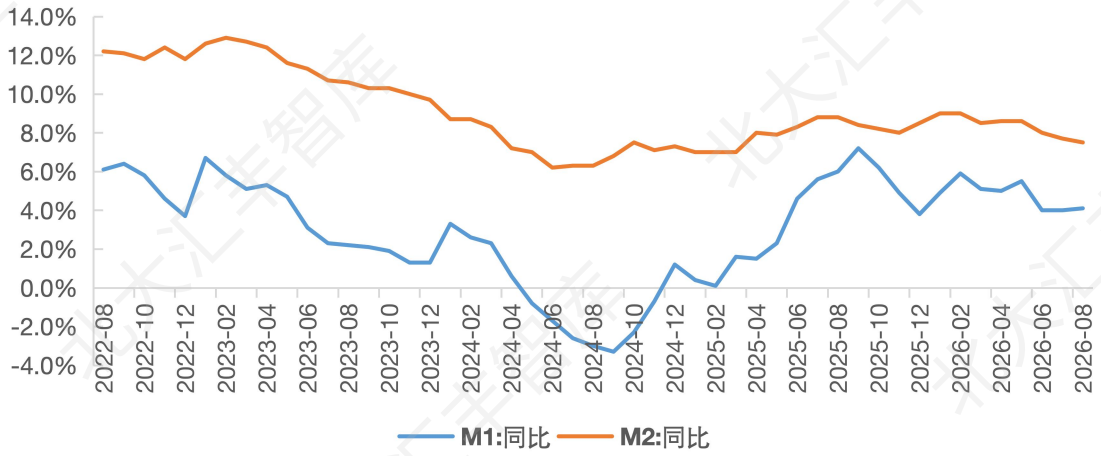


图 19：M1 和 M2 当月同比

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

2026 年 7 月和 8 月，财政政策的主要特点如下：

第一，财政收入增速高于支出，财政政策预留空间给四季度。8 月全国一般公共预算收入同比累计增长 5.7%，支出累计同比增长 1.2%。收入比支出增速高 4.5 个百分点，前八个月财政赤字只完成计划的 42.1%。从财政支出结构来看，民生领域（涵盖教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）依旧是投入重点。7 月和 8 月，民生支出增速分别为 1.5%和 2.4%，基建支出增速分别为-3.6%和-3.7%，债务支出增速分别为 10.3%和 7.0%。这两个月中，民生、债务、基建支出占一般公共预算支出的比例分别为 43.0%/5.0%/19.5%和 43.4%/6.6%/18.4%。三季度债务付息等刚性支出占比进一步抬升，基建类支出占比持续下行，民生类支出总体保持稳定。财政整体发力节奏相对克制，政策投放保持稳健，为四季度应对外部可能的地缘政治和金融系统风险，预留了稳增长扩内需所需的政策空间与财力余量。

从收入端来看，1-8 月进口货物增值税与消费税同比增长 12.6%，受外贸高景

气的带动，保持两位数的增速；国内增值税、企业所得税、个人所得税累计同比分别为 5.9%、7.3%和 14.5%，税收征管政策效能强化，推动相关税种收入较快增长；受股票市场交易活跃驱动，证券交易印花税累计 82.0%，带动整体印花税增长 35.6%，保持较高增速。消费税，契税和土地增值税累计同比分别为-3.6%、-14.2%和-13.6%，表明消费和房地产相关税源仍较弱。

第二，政府性基金收入支出同比下降，四季度降幅有望收窄。1-8 月，全国政府性基金预算收入 21419 亿元，同比-19.0%。其中，国有土地使用权出让收入 13753 亿元，同比-28.6%，对政府性基金收入持续形成拖累。1-8 月，政府性基金预算支出增速为-17.0%。截至 2026 年 8 月底，今年新增专项债发行 2.93 万亿元，完成计划的 66.6%，较去年同期的 74.1%进度有所滞后。今年 9 月起，8000 亿元新型政策性金融债开始发行，随着专项债加快发行使用、“六张网”“两重”重大项目建设的推进，预计四季度政策效应逐步体现，支出降幅有望收窄。

三、政策建议

第一，进一步加快存量政策落地，稳定内需和市场预期。当前消费和投资增长动能偏弱，政策应着力改善就业、收入和经营预期。北大汇丰智库三季度消费者信心调研显示，70%的受访者认为本季就业困难，较上季度提高 7 个百分点；选择增加储蓄的比例升至 56%，提高 12 个百分点；63%的受访者认为当前不适合购买耐用品，提高 11 个百分点。这项以珠三角地区企业界人士为主的调查反映出受访群体对就业和消费的判断更趋谨慎[①]。建议加快专项债、政策性金融工具及消费支持政策落地，推动财政资金及时拨付、项目尽快开工和补贴加快兑现，形成实际需求。同时，将促消费政策与就业支持、社会保障和基本公共服务相结合，缓解居民对未来收入与支出的担忧，降低预防性储蓄动机。加强政策衔接和执行反馈，保持规则稳定、透明和可预期，推动政策支持转化为市场信心和内生需求。

[①] 本调研面向北京大学汇丰商学院校友及全国各地企业界人士，共回收有效问卷 135 份，有效回收率为 54%。受访者所在企业总部位于珠三角地区的占 77%，民营企业占 56%。问卷涵盖经济预期、消费投资及企业经营等内容，本文主要引用就业形势、耐用品购买意愿、消费储蓄倾向及储蓄动机等问题。各项比例按相应题目有效回答人数计算。季度间样本结构有所变化，结果需谨慎比较，不宜直接推及全国。

第二，加快税制改革，对冲土地财政转型压力。“828 楼市新政”短期内可能增加房企资金占用、削弱拿地意愿，进一步压缩地方土地出让收入，并影响房地产相关税收，加大地方财政收支压力。应推动地方财源由依赖土地出让向培育持续、稳定的税源转变。一方面，支持生产性服务业、数字经济和新型消费发展，促进新产业、新业态形成稳定税收贡献，减少低效招商和过度税收优惠对税基的侵蚀。另一方面，推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善地方税体系和税收分享机制，提高地方从消费与服务业发展中获得的财力。同时，完善资本所得和跨境所得征管规则，规范相关收入申报，减少税收流失。改革应注重稳定税负预期、简化合规程序，避免以短期增收为导向加重企业和居民负担，兼顾财源培育与投资、消费活力。

第三，在贸易保护主义盛行的背景下，以互利共赢为原则推动全球分工体系重构。中国出口保持强劲，先进制造业的国际竞争力持续提升，但也引发部分贸易伙伴对本国产业和就业受到冲击的担忧。例如，欧盟已对中国电动汽车征收反补贴税，反映出中国制造扩大海外市场面临的贸易阻力。应推动产品出口与海外产业合作协同发展，让贸易伙伴更多分享中国先进制造业发展的收益。鼓励企业结合东道国的资源禀赋、产业基础和市场需求，合理布局海外生产、零部件配套和市场服务，通过合资经营、本地采购、就业培训和联合研发，带动当地企业进入供应链，使东道国获得就业、税收和产业升级机会，形成国内研发与核心配套、海外制造与本地服务相互支撑的分工体系。政策层面，应加强产业合作与投资协定对接，完善海外投资、融资保险和合规服务，并通过扩大相关设备、原材料和服务进口，深化双向贸易与投资，以更紧密的利益联系增强贸易伙伴的合作意愿，提升中国制造参与全球分工的可持续性。

附录：预测方法简介

1. GDP 增速的预测

参考纽约联储在 2020 年提出的 WEI（Weekly Economic Index）方法[①]，使用生产法，对中国季度 GDP 增速进行建模和预测。具体使用的指标见附表 1。WEI 模型使用高频指标，可以实时捕捉经济变化。

附表 1：WEI 预测模型中使用的指标

经济总量/结构	对应细分指标	细分指标发布频率
GDP	GDP 当季同比	季度
农业	中国:平均批发价:猪肉	日频
工业	南华工业品指数	日频
	唐山:高炉开工率	周频
餐饮、文娱业	全国电影票房金额	周频
批发和零售业	临沂商城价格指数总指数	周频
	中国公路物流运价指数	周频
	乘用车日均零售额	日频
房地产和建筑业	30 大中城市商品房成交套数	周频
	水泥价格指数	日频
	100 大中城市成交土地溢价率	周频
交通运输、仓储和邮政业	CCFI 综合指数	周频
	SCFI 综合指数	周频
	中国港口集装箱吞吐量	周频

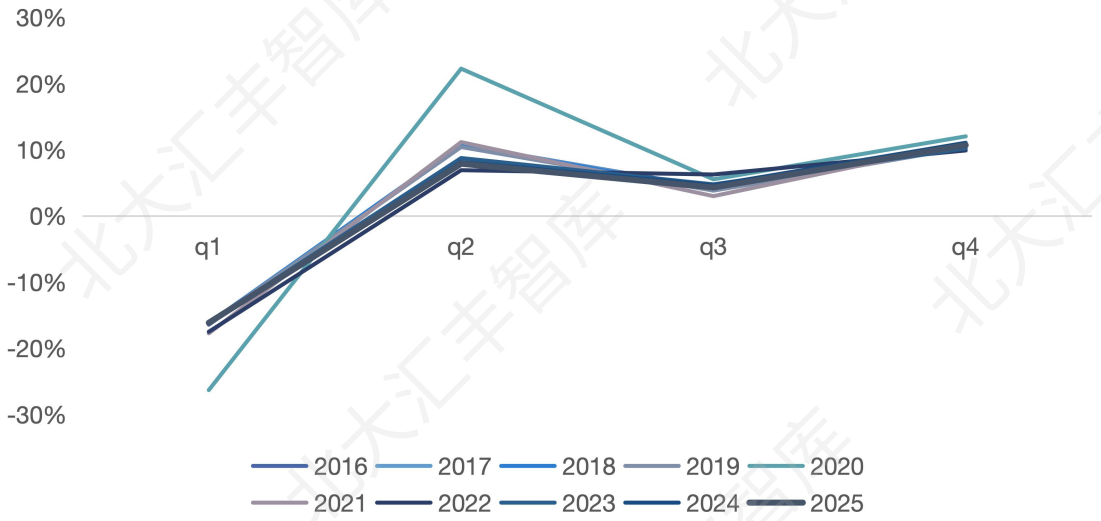
注：样本从 2015 年开始，由于中国港口集装箱吞吐量最新数据从 2023 年 3 月 19 日开始，之前缺失值使用趋势回归模型拟合后填补。
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

由于 WEI 的解释变量指标可以实时更新到当季所在最后一个月的数据，所以 WEI 模型对于预测本季度值效果比较好，但对最新数据所在季度的下一季度预测

[①] 参见 https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index。

能力有限，因为下一季度的解释变量相关指标的预测使用 AR（2）模型进行自动填充，与实际情况可能有较大差别。所以，这里使用 WEI 模型预测 2026 年三季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2026 年四季度 GDP 当季同比。

GDP 当季环比变化存在明显季节性特征（见附图 1），可以根据环比增速波动的历史数据，对 2026 年三季度、四季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2026 年四季度 GDP 当季值的环比分别为 11.0%，那么 2026 年四季度 GDP 当季同比分别为 4.7%。



注：由于统计局公布的 GDP 不变价当季值计算的当季同比与统计局直接公布的 GDP 不变价当季同比有出入，以 2015 年 GDP 当季名义值作为不变价的基期（数值只作为参考，绝对数值对结果的分析影响不大），根据 GDP 不变价当季同比计算出 GDP 不变价当季值，再计算 GDP 不变价当季环比。

附图 1：GDP 不变价当季值环比季度比较

2. 三大需求增速的预测

基本思路如下：**首先**，根据经验，假定投资、出口的增速；**然后**，根据支出法构建 GDP 增速对消费、投资、出口增速的模型；**最后**，将 WEI 模型预测的 GDP 增速，假设的投资、出口增速带入该模型，得出消费增速。

1）对固投增速的估算过程如下：目前，房地产投资占总的固定资产投资的规模不到 20%，2025 年是 8.28 万亿元，其中，地方政府卖地收入 4.15 万亿元，也就是说建安和购置设备：土地购置的比例接近 1:1。房地产市场自 2022 年以来经历

了三年多的调整，目前建安和购置设备、土地购置多以国资背景的企业为主力，而且这些国企的资金来源可能主要是专项债或者以专项债作为资本金引入的社会资本。假设 2026 年，房地产投资中 30%是民企资金，民企资金减少 80%，那么房地产开放投资的资金缺口为 8.28*30%*80%≈1.99 万亿元。考虑到“828 楼市新政”的影响，改为现售后，房企现金流将进一步承压，房地产投资增速将进一步下滑。假设 2026 年前三季度、全年房地产投资资金缺口分别为 1.5 万亿元、1.99 万亿元，那么，2026 年前三季度、全年房地产投资增速分别为-22.2%、-24.0%。假定 2026 年前三季度、全年房地产投资占固定资产投资的比例分别为 15.5%、14.3%，预计 2026 年前三季度、全年固投的增速分别为-8.5%、-9.4%。

2）对出口增速的估算过程如下：分为四步，一是假设某段时间内中国对美出口弹性，用其乘以该时间段内美国对中国关税税率变化百分点，得到该时间段内中国对美出口增速；二是使用该时间段内中国对美出口增速，得到该季度当季中国对美出口额；三是假设该季度中国对美国出口占中国出口的比例，计算该季度中国出口额；四是根据该季度中国出口额，计算该季度中国出口增速。

2026 年 7 月 23 日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布依据《1974 年贸易法》第 301 条，以所谓“强迫劳动”为名对数十个国家和地区加征 10%至 12.5%的关税，24 日生效，中国的税率为 12.5%。那么，2026 年 8 月至 10 月美国对中国关税税率较上年同期变化-7.5pct，11 月至 12 月为+2.5pct。假设 2026 年 8 月至 10 月中国对美国出口弹性为-4，11 月至 12 月为 3，假设 2026 年三季度、四季度中国对美出口占比分别为 10.41%、10.3%，测算显示，预计 2026 年三季度、四季度中国出口当季同比（按美元计）分别为 26.2%、15.7%。

3）对社消增速的估算过程如下：由于商品零售占社消的比例接近九成，通过假定商品零售的增速和占社消的比例，测算社消的增速。考虑到存储涨价对消费电子和新能源汽车价格的影响，预计社消增速将有所修复。假设 2026 年前三季度、全年商品零售累计同比分别为 1.1%、1.5%，假设 2026 年前三季度、全年商品零售占社消比例分别为 89.0%、89.2%，预计 2026 年前三季度、全年社消增速分别为 1.1%、1.7%。

3. 规上工业增加值增速的预测

对规上工业增加值增速的测算思路如下：首先，根据前文预测的季度 GDP 累计同比，计算每个季度的 GDP 累计值。其次，假设 2026 年上半年、前三季度、全年的工业增加值占 GDP 的比例分别为 30.81%、30.25%、29.88%，计算 2026 年四个季度的工业增加值累计同比。最后，用工业增加值累计同比对规上工业增加值累计同比回归，根据回归系数，计算 2026 年四个季度的规上工业增加值累计同比。

1998 年三季度至 2026 年二季度的季度模型如下：

$$gind_t = 1.2299^{***} ind_t - 0.0046^{**} dummy1 - 0.0082^{*} dummy2$$
$$R^2 = 98.8\%$$

其中，$gind_t$ 是 t 期的规上工业增加值累计同比，ind_t 是 t 期的工业增加值累计同比。*dummy1* 和 *dummy2* 是虚拟变量，分别以 2012 年二季度和 2024 年一季度为分界点，分界点以后为 1，分界点前为 0。所有参数估计都是显著的，***、**、*分别表示 1%、5%、10%以内显著。

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、任颋、魏炜、林双林。

北大汇丰智库

北大汇丰智库微信公众号

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055
Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China
TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn
http://thinktank.phbs.pku.edu.cn