建银国际 CCB International

建银国际证券 | 研究部

# 谋定后动：2026 年下半年中国经济的十大问题




赵文利
(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



姜越
(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



邹炜
(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com


年初我们的中国经济展望报告《正道沧桑》主要侧重于结构分析，讨论在旧的地产—信用循环退潮之后，新质生产力、内需与结构转型能否顺利接棒。截至 7 月，和年初相比，除了经济增长的速度外，市场愈发关心增长的“形态”：出口、高技术制造和上游价格意外更强，消费、固定资产投资、房地产和私人部门信用却比预期更弱。总量仍维持在合理区间，内部却呈现更陡峭的 K 型分化。

这种错位解释了为何宏观韧性与微观体感之间存在明显差异。上行的一端由 AI 硬件、电网投资、设备更新、产业升级和贸易价格支撑，资本密集、政策含量较高；下行的一端则落在建筑施工、民间投资、地产财富和居民自主消费，就业与收入乘数相对更大。强项托住了产出和出口，却尚未充分转化为更广泛的订单、工资和现金流。

我们维持年初 2026 年实际 GDP 的增速预测 4.8%，上调我们对 PPI 以及进出口的预测，同时略微下调我们对固定资产投资和社零的预测。这组调整看似矛盾，其实揭示了同一件事：净出口和新产业抬高实际增长，地产与传统建安压低投资总量，外部成本推动 PPI 先修复，而居民端通胀和内生需求仍需等待。

与 2024 年“9.24”不同，当前银行间流动性充裕、价格传导总体顺畅，真正约束更多在企业和居民的中长期融资需求。因此，当前政策的取态更倾向“谋定后动”。我们预计降准概率高于降息，货币政策更重结构性再贷款、贴息、担保和风险分担。财政端传统工具并未明显扩容，关键已从额度转向存量兑现，观察支付、开工、施工和民资跟投能否形成实物工作量。所谓“后动”，不是缺席，而是等待政策乘数更清晰之后再集中发力。

居民增收政策也已进入分阶段兑现。育儿、教育和养老等家庭减负政策率先落地，最低工资和技能人才增收进入具体文件制定，而初次分配和财产性收入仍待进一步细化。下半年真正值得观察的，是政策能否从“财政补居民”进一步走向“制度性增收入”，从而改善消费修复的内生基础。

房地产仍是判断弱端能否止跌的关键。核心城市二手房成交和改善型需求已出现局部稳定，但全国价格、库存、房企回款和开发投资尚未形成闭环。城市更新可以托住部分投资并改善住房品质，却很难复制 2015–2017 年货币化棚改对商品房需求的全国性拉动。地产对经济的贡献短期更可能表现为“少拖累”，而不是重新成为增长发动机。

价格同样需要区分来源。PPI 转正更多来自能源、金属和外部供应冲击，CPI 能否起来，取决于冲击是否直接进入居民篮子，以及工资、服务价格与终端需求能否形成二轮效应。若只有上游涨价，结果往往是利润在产业链重新分配；若生活资料、核心 CPI 和工资同步回升，才意味着名义增长真正扩散。

人民币或仍处于渐进式价值重估阶段。中国相对更低的通胀已造成实际有效汇率明显回落，经常账户和货物顺差却升至高位，名义汇率与贸易、价格和资产负债表基本面之间的裂口仍未完全闭合。年初以来收汇结汇率边际回落，并不妨碍结汇绝对额保持高位，因为可供结汇的跨境收入和顺差底盘更大我们预计年末美元兑人民币约 6.70，期间人民币仍有阶段性进一步走强的可能，不排除在岸或离岸汇率一度触及 6.70 甚至更强水平，但年内整体仍以 6.65 – 6.85 区间内的双向波动为主。下半年到明年一季度，中美元首互动、APEC、美国中期选举、中欧经贸谈判、中央经济工作会议和 2027 年两会将连续提供政策与外部环境的观察窗口。真正决定 2027 年起点的，不是强项还能多强，而是政策效果、价格和外需能否从上端扩散到收入、消费、民间投资和居民资产负债表，从而推动弱项进一步修复。

**CCBI Securities | Research**

# To deliberate before acting: China's 2H2026 outlook in ten questions



**Cliff Zhao**
(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



**Vera Jiang**
(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



**Wilson Zou**
(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com

Our report earlier this year asked whether new productive forces, external demand and policy support could replace the old property-credit cycle without a sharp loss of growth. The market's largest mistake was not a decimal point in GDP, but the shape of the economy: exports, high-tech manufacturing and upstream prices have been much stronger than expected, while consumption, fixed-asset investment, property and private credit have been weaker than expected.

This divergence explains why statistical resilience and a soft macro feel can coexist. The upper arm of the K is driven by AI hardware, grid investment, equipment renewal, industrial upgrades and trade prices—segments that are capital-intensive and policy-supported. The lower arm includes construction, private investment, property wealth and discretionary household spending, where employment and income multipliers are larger. Strong sectors have supported output but have not yet generated broad orders, wages and cash flow.

We maintain our forecast from the beginning of the year for 4.8% real GDP growth in 2026; we raise our projections for PPI and imports/exports, while slightly lowering our forecast for fixed-asset investment and retail sales. This set of adjustments may appear contradictory, but it actually reveals a consistent underlying logic: Net exports and new industries support real activity, property and construction depress aggregate investment, and an external cost shock lifts PPI before domestic demand and CPI.

The policy stance is best captured by'deliberate before acting'. Unlike the 2024 "9.24" package, short-term liquidity is ample and price transmission is functioning; the tighter constraint is weak medium- and long-term borrowing demand from firms and households. We expect reserve-requirement cuts to be more likely than broad rate cuts; structural relending, interest subsidies, guarantees and risk-sharing should matter more. Fiscal tools have not materially expanded in headline size, so the focus has shifted from quotas to execution—payments, starts, construction and private co-investment that can translate existing resources into real activity.

Household-income policy is also moving into a phased implementation stage. Measures that reduce family costs through redistribution—such as childcare, education and elderly care—have moved first, while minimum-wage and skills-related income policies are entering the rule-making process. Primary-distribution reform and property income still await more concrete measures. The key H2 question is whether policy can move from fiscal support for households toward more durable income formation.

Property remains the hinge for the weak side of the K. Secondary-market transactions and upgrade demand have stabilised in pockets of core cities, but national prices, inventories, developer cash flow and investment have not formed a self-reinforcing loop. Urban renewal can support local investment and improve housing quality, yet it is unlikely to reproduce the nationwide home-purchase impulse of the 2015-2017 monetised shantytown programme. Property is more likely to become less of a drag than to regain its role as the growth engine.

Prices also need to be separated by source. PPI has turned positive mainly because of energy, metals and external supply shocks. CPI requires either a direct hit to the household basket or second-round effects through wages, services and final demand. Upstream inflation alone redistributes profits along the supply chain; simultaneous gains in consumer-goods prices, core CPI and wages would signal genuine reflation.

The RMB is again in a valuation-reset phase. Lower inflation than trading partners has depressed the real effective exchange rate even as the current-account and goods surpluses reached high levels. A softer monthly conversion ratio does not contradict large settlement volumes: the pool of cross-border receipts available for conversion is larger. We forecast USD/CNY near 6.70 at year-end. It may briefly trade below 6.70, but our base case remains two-way movement in a 6.65 – 6.85 range rather than a one-way appreciation trend.

The next phase is about building strength through the new economy while waiting for transmission. China-US leader-level contacts, APEC, the US midterms, China-EU trade negotiations, the Central Economic Work Conference and the 2027 Two Sessions create a sequence of policy and geopolitical windows. The decisive question for 2027 is not how strong the upper arm can become, but whether policy, prices and external demand can spread into income, consumption, private investment and household balance sheets.

# 目录

Q1｜2026 年出现了哪些预期差？ ..... 4
Q2｜K 型分化是否仍在持续？ ..... 7
Q3｜货币增量政策会不会出现？与“9.24”有何不同？ ..... 12
Q4｜财政政策进入“存量兑现期”：已安排资金还能形成多少实物工作量？ ..... 17
Q5｜房地产是否已逐步企稳？ ..... 22
Q6｜价格低位运行是否已经结束？ ..... 27
Q7｜出口缘何大超预期？有哪些潜在逆风？ ..... 31
Q8｜城乡居民增收计划何时落地？ ..... 36
Q9｜人民币未来走势如何？ ..... 40
Q10｜未来需要观察哪些重要事件窗口？ ..... 43

## 专题研究

专题研究一：为什么本轮 K 型分化可能比以往持续更久？ ..... 11
专题研究二：为什么财政发力没有等比例转化为 FAI？ ..... 20
专题研究三：历史经验显示冲击落点决定 CPI 能否上行 ..... 30
专题研究四：中欧贸易摩擦风险不容小视 ..... 35
专题研究五：人民币或仍处于渐进式价值重估阶段 ..... 42

# 谋定后动：2026 年下半年中国经济的十大问题

## Q1 | 2026 年出现了哪些预期差?

最大主要的预期差不是在于经济增长速高低，而是内需增长持续乏力来源、名义宏观变量与居民微观体感彼此错位。我们年初关于“韧性不等于弹性”的判断仍成立，但下半年需要观察强项能否向订单、工资、民间投资和居民资产负债表扩散。

2026 年是“十五五”开局之年。政府工作报告将全年经济增长预期目标设定为 4.5%—5%，并提出“在实际工作中努力争取更好结果”。区间目标为稳增长、调结构、防风险和促改革之间的统筹留下了更大空间。政策层面继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强调建设强大国内市场、推动价格合理回升、加快新旧动能转换，并通过地方专项债、超长期特别国债和新型政策性金融工具支持“两重”“两新”、科技创新及重大项目建设。总体政策取向是在保持经济运行稳定的同时，进一步提高增长质量和宏观治理效能。

在这一政策背景下，市场年初对 2026 年经济形成了较为一致的判断。外部方面，美国关税调整、地缘政治冲突和全球经济放缓可能压低中国出口增速；国内方面，财政资金前置、消费支持政策扩围、货币条件宽松以及核心城市房地产政策优化，将推动投资和消费逐步恢复。因此，年初市场预期总体上表现为外需压力上升、内需边际改善，财政和房地产将承担更主要的稳增长功能。

上半年的实际运行与上述预期存在明显差异。上半年 GDP 同比增长 4.7%，符合全年经济增长目标；1—7 月规模以上工业增加值增长 5.3%，按人民币计货物进出口增长 17.3%，服务业生产和就业总体稳定，显示经济仍具有较强韧性。与此同时，社会消费品零售总额仅增长 1.2%，固定资产投资下降 6.7%，其中民间投资下降 9.4%，建筑安装工程投资下降 9.2%，房地产开发投资仍处于较深调整阶段。经济增长主要依靠出口、工业生产、新产业和部分服务业支撑，消费、投资和房地产的恢复则明显低于市场年初预期。

**出口是上半年最主要的正向预期差**。年初市场较多关注美国关税上升和全球贸易环境变化对中国出口的影响，但中国出口企业通过市场多元化、产品结构升级和产业链配套优势对冲了部分外部压力。全球 AI 资本开支增长带动集成电路、自动数据处理设备、电力设备、光通信设备及相关中间品出口，高技术产品和部分资本品成为出口的重要增量来源。能源、金属和航运价格上涨也提高了部分贸易商品的名义金额。出口表现因此显著高于年初市场预测，并继续对工业生产和实际 GDP 形成支撑。

- 出口强劲仍需结合结构和价格因素进行分析。部分出口增长集中于 AI 硬件、电子设备、能源化工和少数高技术产业链，传统行业、劳动密集型行业以及以国内市场为主的企业改善相对有限。国际能源与原材料价格上涨也同时推高出口、进口和 PPI，名义贸易增速高于实际需求的改善幅度。此外，中国出口份额进一步提升，可能促使美国和欧洲在关税、原产地规则、产业补贴和非关税壁垒等方面加大限制。出口仍是下半年增长的重要支撑，但其持续性将更多取决于全球科技资本开支、外部价格环境及贸易政策变化。

**消费复苏**低于市场年初预期。以旧换新、消费补贴、服务消费支持和消费贷贴息等政策对耐用品及部分服务消费形成了一定支撑，线上消费、服务消费、农村消费和部分政策支持领域表现相对较好。但居民消费仍受到收入预期、就业结构和房地产财富效应影响，传统商品消费、中端可选消费及城市居民自主消费恢复偏慢。政策支持有助于稳定消费，但由收入增长和居民预期改善带动的内生消费动能尚未充分形成。

- 消费内部的分化也较年初更加明显。高端服务消费和性价比较高的商品与服务仍有增长，中端改善型消费承受的压力更大；必选消费总体稳定，可选消费对收入和资产价格变化更为敏感。居民储蓄仍然偏高，部分家庭更倾向于提前偿还债务或增加低风险资产配置。消费总量保持稳定，但不同收入群体、不同城市和不同消费类别之间的差距仍在扩大。因此，消费能否进一步改善，主要取决于居民收入、就业预期和房地产价格，而不能完全依赖补贴及信贷成本下降。

**固定资产投资**是上半年最主要的负向预期差。年初财政赤字、地方专项债、超长期特别国债和政策性金融工具的总体规模较大，市场普遍预计财政资金前置将推动基建和固定资产投资改善。但从结果看，政策融资尚未等比例体现为当期固定资产投资。设备工器具购置投资仍保持增长，反映设备更新和产业升级政策继续发挥作用；建筑安装工程、房地产和民间投资则明显下降，传统施工投资未能形成同等强度的支撑。

- 政府性基金支出、国有控股投资和建筑安装工程投资的表现显示，**投资传导的主要约束可能位于资金发行之后**。一方面，土地出让收入下降继续限制地方政府项目支出和配套能力；另一方面，部分财政资金用于化债、清偿政府拖欠款和促消费，并不直接形成新增固定资产投资。项目从申报、审批和资金支付到施工及投资确认也存在时间差，民间资本的跟投意愿则受到项目回报、地方财政状况和市场需求影响。下半年稳投资的重点将逐步从增加融资规模转向加快资金使用、项目实施和实物工作量形成。

**房地产**调整进一步影响投资、消费和地方财政。核心城市在政策优化后出现阶段性成交改善，但二手房仍以价换量，全国新房价格、房企回款、土地市场和房地产开发投资尚未形成一致性企稳。房价疲软削弱居民财富效应，土地收入下降限制地方财政能力，房企现金流收缩又影响施工、拿地和上下游企业订单。房地产对经济的影响已经由单一行业投资下降，逐步扩展至居民资产负债表、地方财政和信用需求。

- 8 月末出台的商品住房销售制度和房地产融资制度改革，进一步明确了现房销售、封顶后预售、竣工备案后发放个人按揭、项目主办银行制和资金封闭管理等方向。政策重点正在由恢复过去的高杠杆和高周转模式，转向稳定交付、保障购房人权益和建立以项目为中心的融资机制。相关改革有利于降低房地产长期风险，但销售回款时点后移也可能增加开发商建设期资金占用，房地产投资的恢复预计仍将晚于交付风险和核心城市成交的改善。

**价格走势**同样出现较大预期差。PPI 在上半年较早实现由负转正，主要受到外部冲击下能源、金属、航运价格以及部分高技术产品价格上涨推动；CPI 和核心消费价格则保持温和运行，终端商品和服务价格的上涨幅度明显低于上游。价格变化更多反映外部成本和产业结构影响，尚未充分体现国内需求全面改善。下半年 PPI 仍可能保持相对较高水平，但其对企业利润和名义增长的支持能否持续，将取决于外部商品价格以及中下游企业能否顺利传导成本。

**人民币走势也强于市场年初预期**。在中美利差仍然较大、市场一度担心外部摩擦加剧的情况下，人民币升至 6.7 附近。较大的贸易顺差、人民币实际有效汇率是否偏低的讨论、外汇供给增加以及美元周期变化，共同抵消了部分利差压力。人民币升值有利于降低进口成本和稳定境内资产预期，但过快升值也可能增加出口企业汇兑压力并削弱竞争力，因此政策仍将更重视双向波动和汇率基本稳定。

**宏观政策节奏**总体较为克制，这也是我们标题《谋定后动》的来源。年初市场对广谱降准降息的预期较高，但上半年政策更多通过结构性货币工具、财政贴息、政策性金融和房地产项目融资等方式支持重点领域。当前经济面临的主要约束不仅在资金成本和流动性，也包括有效融资需求、项目回报、风险分担和政策执行效率。7 月政治局会议提出，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，并要求宏观政策发力提效、加快财政支出和债券资金使用进度。这表明下半年仍有增量政策空间，但政策将更加重视传导效果和实际需求。

与我们在《正道沧桑》中的年初判断相比，**2026 年经济运行的基本方向大致得到验证**，但不同部门的变化幅度和节奏需要重新评估。地产信用循环继续调整，增长更多依靠**制造业升级、能源转型、出口和公共投资**；消费仍呈现 **K 型分化**，房地产也没有重新成为主要增长动力。相比年初判断，**出口和 PPI 表现更强，消费、固定资产投资和房地产调整更深，财政融资向固定资产投资的传导更慢，人民币升值则相对提前。**

**图表 1: 2026 年中国经济出现的主要预期差**

| 主题 | 市场年初主流预期 | 截至 7 月的结果 | 预期差背后的机制 |
|---|---|---|---|
| 增长 | 外部冲击或拖累，政策需托底内需 | H1 GDP 4.7%，但出口和新产业强、内需弱 | 支撑总量韧性的部门与预期存在差异 |
| 出口 | 关税或冲击出口 | H1 美元出口+17.6%，7 月仍高增 | AI 硬件、价格、转口与市场多元化共同放大 |
| 消费 | 政策推动消费复苏 | H1 社零+1.3%，服务和农村好于商品与城市 | 补贴托底但收入、财富和预期约束更强 |
| 投资 | 五年规划和专项债发行稳定投资 | 1—7 月 FAI-6.7%，建安和民间投资偏弱 | 融资没有等比例转化为项目施工和跟投 |
| 房地产 | 核心城市带动全国复苏 | 成交局部改善，价格、回款和投资仍弱 | 二手房以价换量，二三级城市库存和人口约束持续 |
| 价格 | 通胀温和修复 | PPI 更早转正、CPI 仍低位 | 外部能源与金属先推上游，终端需求没有同步接力 |
| 货币政策 | 广谱降准降息 | 总量工具克制，结构性工具增加 | 流动性不是主要堵点，需求和风险分担更关键 |
| 人民币 | 利差和贸易摩擦带来贬值压力 | 人民币升至 6.7 附近 | 大额顺差、实际汇率低估和外汇供给抵消利差压力 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

我们总结预期差背后的不同机制，可以大致分为三类：

- 第一类来自外部冲击的名义放大效应。伊朗及霍尔木兹海峡局势不仅改变油价，也通过化工、有色、煤炭和运费传导到 PPI、进口金额与出口价格。AI 资本开支则通过存储芯片、计算设备、电力设备和光通信拉动高技术贸易。由此形成的强出口、强进口和正 PPI，部分是价格和结构效应，并不等同于国内需求全面回升。
- 第二类来自内部弱项之间的相互强化。地产销售下行削弱土地收入，商品房价格影响居民财富感受，地方财政约束拖慢项目和清欠，民企现金流与预期又反过来压低投资和招聘。尽管在每一类弱项中，我们在上半年的细分数据中都看到了改善的亮点，但多条负反馈叠加后，投资与消费同步走弱的幅度更大。
- 第三类来自政策出台和兑现时间上的滞后。以固定资产投资 FAI 为例，财政额度、项目清单、专项债发行进度上符合预期，但开工、施工、FAI 确认和社会资本跟投存在时滞。这一方面限制了新政策出台的必要性，但另一方面又客观造成了实际数据的弱于预期。

**图表 2: 年初以来对各项经济指标及政策的提法**

| 类别 | 代表性判断／新提法 | 场合 | 含义 |
|---|---|---|---|
| 总体 | 运行在合理区间，高质量发展向新向优；下半年推动经济“向新向优向好” | 7 月 30 日中央政治局会议 | 总量仍稳，但政策目标已从守住区间转向巩固回升和结构扩散 |
| 工业与新动能 | 生产供给平稳增长，装备制造业和高技术制造业较快增长 | 8 月 17 日国家统计局 1—7 月发布会 | 工业韧性主要来自设备、数字和高技术部门，不等于终端需求同步走强 |
| 出口 | 外贸较快增长，新的市场竞争优势逐步确立 | 5 月 18 日国家统计局 4 月经济解读 | 高技术、绿色产品和市场多元化减弱了单一关税冲击，但也加大外部再平衡压力 |
| 消费 | 消费市场总体稳定，新型消费发展向好 | 7 月 15 日国家统计局上半年发布会 | “稳定”而非“加速”；线上、服务和政策消费好于传统商品与自主可选消费 |
| 投资 | 投资结构持续优化，新兴领域投资增长 | 7 月 15 日国家统计局上半年发布会 | 官方更强调结构亮点，反面是房地产、建安和民间投资仍拖累总量 |
| 房地产 | 房地产市场仍在调整转型，止跌回稳仍需努力 | 7 月 15 日国家统计局上半年发布会 | 核心城市局部成交改善尚不能定义为全国价格与投资拐点 |
| 价格 | 居民消费价格温和回升，工业生产者价格由降转涨 | 7 月 15 日国家统计局上半年发布会 | PPI 先于 CPI 修复，更多反映外部成本和上游价格，不是全面需求再通胀 |
| 就业与收入 | 就业形势总体稳定，居民收入稳定增长 | 7 月 15 日国家统计局上半年发布会 | 均值稳定但中位数、财产性收入和地产敏感家庭体感更弱 |
| 政策 | 充分发挥存量政策效能，及时谋划务实管用的增量政策 | 7 月 30 日中央政治局会议 | 政策处于“先看传导、再加工具”的储备期，增量更强调精准与乘数 |

*资料来源：中国政府网、新华社、国家统计局、建银国际整理；截至 2026 年 8 月 17 日*

基于上半年经济表现和最新政策变化，我们维持年初 2026 年实际 GDP 的增速预测 4.8%，上调我们对 PPI 以及进出口的预测，同时略微下调我们对固定资产投资和社零的预测。GDP 增长保持稳定与部分项目的下降可以同时出现：出口、新产业和服务业对实际产出形成支撑，房地产、传统建筑施工和民间投资则继续拖累资本形成。下半年经济能否进一步改善，将取决于出口和工业利润能否带动企业投资及就业，财政资金能否形成项目施工和社会资本跟投，房地产能否从稳定交付逐步转向稳定价格，以及上游价格改善能否向中下游企业利润和居民收入扩散。

- 我们维持 2026 年实际 GDP 增速预测为 4.8%；社零和美元出口预测分别为 1.7%和 20.0%，CPI 与 PPI 分别为 0.7%和 2.5%，美元兑人民币年末约 6.70。出口、新产业和价格贡献托住实际增长，地产与传统建安仍压低投资；我们预计年末美元兑人民币约 6.70，期间人民币仍有阶段性进一步走强的可能，不排除在岸或离岸汇率一度触及 6.70 甚至更强水平，但年内整体仍以 6.65 – 6.85 区间内的双向波动为主，而非形成单边行情。

总体看，2026年上半年经济在外部压力和国内结构调整中保持了较强韧性，高质量发展向新向优的趋势进一步巩固，但内需不足、投资下降和房地产调整仍是下半年需要重点应对的问题。政策取向将继续坚持稳中求进，统筹扩大内需、优化供给、化解风险和保障民生，在充分发挥存量政策效能的基础上，根据经济运行和外部环境变化适时推出增量措施。下半年政策效果将更多取决于执行效率、传导机制以及对企业和居民预期的实际改善。

**图表 3: 2026 年中国经济预测表 [1]**

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025 | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 实际 GDP (% 同比) | 5.4 | 5.2 | 4.8 | 4.5 | 5.0 | 4.3 | 4.6 | 5.1 | 5.0 | 5.0 | 4.8 |
| 工业增加值 (% 季度同比) | 6.5 | 6.3 | 5.8 | 5.0 | 6.1 | 4.6 | 4.2 | 4.6 | 5.8 | 5.9 | 4.8 |
| 固定资产投资 (% 同比，年初至今) | 4.2 | 2.8 | (0.5) | (3.8) | 1.7 | (5.7) | (8.9) | (5.0) | 3.2 | (3.8) | (5.0) |
| 社会消费品零售总额 (%同比) | 3.6 | 4.0 | 3.5 | 2.7 | 2.4 | 1.3 | 1.4 | 1.7 | 3.5 | 3.7 | 1.7 |
| 出口 (美元，% 同比) | 5.6 | 6.1 | 6.4 | 3.7 | 14.7 | 20.1 | 23.4 | 21.1 | 5.8 | 5.5 | 20.0 |
| 进口 (美元，% 同比) | (6.8) | (0.8) | 4.7 | 3.7 | 23.5 | 29.4 | 28.6 | 28.9 | 1.0 | 0.0 | 27.7 |
| 消费价格指数 (% 同比) | (0.1) | (0.0) | (0.2) | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 0.5 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.7 |
| 生产价格指数 (% 同比) | (2.3) | (3.2) | (2.9) | (2.1) | (0.6) | 3.6 | 3.5 | 3.4 | (2.2) | (2.6) | 2.5 |
| 美元/人民币 (期末值) | 7.26 | 7.16 | 7.12 | 6.99 | 6.89 | 6.79 | 6.75 | 6.70 | 7.30 | 6.99 | 6.70 |
| 有效预算内赤字 (%占 GDP 比重)* | | | | | | | | | (4.9) | (5.1) | (5.4) |

** 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移*
*资料来源: 国家统计局，CEIC，彭博，建银国际*

[1] *注：工业增加值季度历史数据采用国家统计局单季度同比口径，年度数据为全年同比；CPI 和PPI 季度及年度数据均为期内平均同比；固定资产投资季度数据为年初至今同比；美元兑人民币为期末值。*

## Q2 | K 型分化是否仍在持续?

2026 年以来，中国经济的主要特征并非各部门同步回升，而是少数资本密集、技术密集和外向型行业继续扩张，同时房地产、建筑施工、传统消费、中小企业和就业市场承受压力。高技术制造、机电出口、设备购置和部分上游行业构成向上的一端，其较高增速支撑了工业生产、出口和企业利润；房地产投资、建筑安装、民间投资及地产相关消费构成承压的一端，其覆盖的企业、就业和居民资产范围更广。这种“窄上行、宽承压”的非对称结构，解释了经济总量保持韧性而企业和居民体感偏弱的并存。8 月制造业订单有所改善，但尚未充分扩散到中小企业、服务业、建筑业和就业端，下半年经济修复仍将具有较强的结构性。

**K 型增长**正在成为理解 2026 年中国经济最重要的结构性线索之一。中国 GDP 同比增长 4.7%，其中一季度增长 5.0%，二季度增长 4.3%。经济在外部冲击、房地产调整和地方财政约束下仍保持中速增长，显示中国制造业体系、出口竞争力及新兴产业具备较强韧性。但总量增速只能回答经济创造了多少产出，不能完整回答产出由哪些行业创造、利润流向哪些企业，以及增长能否转化为更广泛的就业、收入和消费。

当前中国经济的 K 型分化具有明显的非对称性。向上的一端主要集中于高技术制造、人工智能产业链、机电出口、先进设备和部分资源品行业。这些行业增速较高，对工业生产、出口和利润贡献较大，但资本和技术密集度也较高，直接吸纳就业和带动居民收入的能力相对有限。承压的一端则覆盖房地产、建筑业、地方传统基建、地产相关消费、中小企业和部分生活服务业。这些部门增速偏弱，却连接了更广泛的就业、企业现金流、地方财政和居民资产负债表。

因此，当前的 K 并不是上下两端规模相近、影响对称的两条线。更接近现实的图景是：一条相对狭窄但增长较快的上行线支撑经济总量，一条覆盖面更广的承压线影响企业经营和居民体感。新动能已经能够抵消部分旧动能下行，但尚未形成对收入、就业和内需的全面接力。

**图表 4: K 型增长结构的观察**

| 分化维度 | 向上的一端 | 承压的一端 | 主要含义 |
|---|---|---|---|
| 产业结构 | 高技术制造、电子设备、AI 产业链 | 地产、建筑材料、传统重化工业 | 新旧动能转换继续推进 |
| 投资结构 | 设备购置、知识产权、数字基础设施 | 建筑安装、房地产、传统公共设施 | 资本形成由土地和建筑转向设备与技术 |
| 利润结构 | 电子、有色、化工及部分资源行业 | 汽车、钢铁、非金属建材、农副食品 | 利润修复快于需求修复，且集中度较高 |
| 企业规模 | 大型企业、产业链龙头 | 中小企业、部分民营经营主体 | 订单、融资和成本承受能力分化 |
| 内外需求 | 机电出口、外向型制造、线上服务 | 地产消费、耐用品、建筑和线下零售 | 外需及特定政策需求强于广谱内需 |
| 收入与就业 | 高技能劳动者、部分新经济地区和行业 | 青年就业、建筑和生活服务岗位 | 产出改善尚未充分转化为劳动收入 |

*资料来源: 综合媒体、建银国际证券*

当前的 K 型结构并非上下两端规模相近、影响对称。上行端行业数量较少，集中于人工智能硬件、半导体、通信设备、高端装备、电力设备以及部分上游原材料行业；这些行业生产和利润增速较高，对工业增加值、出口和名义增长的贡献显著。下行端的单项降幅未必都同样突出，但涉及房地产、建筑施工、地方投资、传统制造、线下消费及中小企业，经济关联和居民覆盖面更广。由此形成了“较窄的上行端支撑总量、较宽的下行端影响体感”的非对称格局。

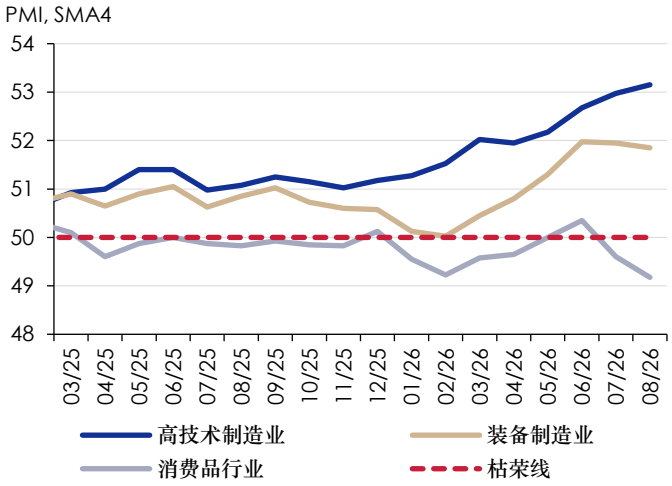
我们在这里列出一些我们认为重要的 K 型，并且给出我们的解读。

### 第一条 K：高技术制造保持高景气，传统行业仍在出清

工业是当前经济增长中最稳定的部分，但工业内部的分化已经远大于工业总量本身所显示的变化。1—7 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，其中高技术制造业增长 13.8%，装备制造业增长 9.7%，分别明显快于工业整体。7 月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长 19.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 13.6%，专用设备制造业增长 12.6%。同期水泥产量下降 11.6%，非金属矿物制品业增加值下降 3.3%，传统建筑链继续受到房地产和施工需求不足的影响。

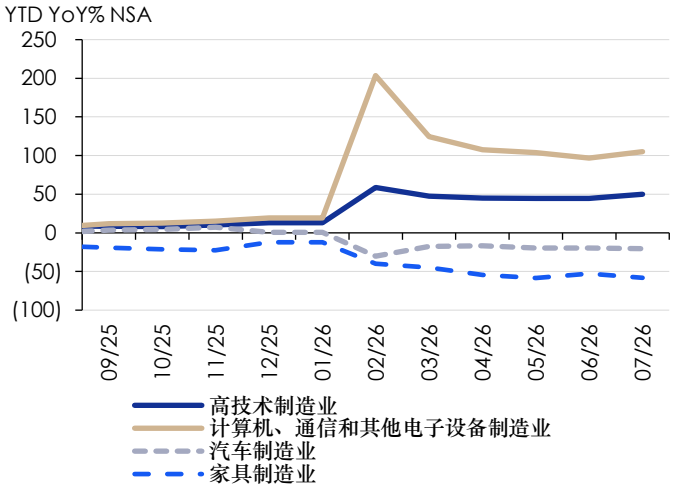
8 月 PMI 进一步确认了这一结构。制造业 PMI 由 49.2 回升至 49.8，生产和新订单指数分别升至 50.4 和 50.6，表明 7 月受到天气、外部冲击和需求放缓影响的制造业活动有所修复。但从行业看，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 52.9 和 51.4，继续处于扩张区间；消费品行业和高耗能行业虽然较 7 月改善，仍分别只有 49.0 和 47.9。电气机械以及计算机通信电子设备行业的生产和新订单指数均高于 53，而化工和黑色金属行业产需仍在收缩。

**图表 5: PMI 显示高技术等扩张，消费品低于荣枯线**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**图表 6: 工业利润呈现明显的 K 型分化**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

## 第二条 K：工业利润显著改善，但利润池高度集中

1—7 月规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，工业企业营业收入利润率同比提高 0.54 个百分点。价格回升、AI 相关需求扩张及部分上游商品涨价，使工业利润结束此前长期承压的状态。但利润改善并没有平均分布在各行业。

- 1—7 月计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长 1.1 倍，化学原料和化学制品制造业增长 56.6%，煤炭行业增长 50.4%。与此同时，汽车制造业利润下降 20.4%，家具制造业下降 58.2%，非金属矿物制品业下降 48.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 51.2%，农副食品加工业下降 12.3%。
- 其中，汽车行业尤其具有代表性。7 月汽车制造业增加值仍增长 8.7%，新能源汽车产量增长 29.9%，但 1—7 月汽车行业利润同比下降 20.4%。产量保持增长而利润明显下滑，说明部分行业的竞争仍然体现为以价换量，生产扩张并不等同于盈利能力改善。相比之下，电子和资源品行业同时受益于数量、价格及需求改善，成为本轮工业利润增长的主要来源。

**企业现金流也没有与账面利润同步好转**。7 月末工业企业产成品存货同比增长 10.8%，应收账款增长 8.5%；产成品存货周转天数增加 0.6 天，应收账款平均回收期增加 0.9 天。利润总额改善的同时，库存和应收账款继续积累，意味着部分企业仍面临销售回款慢、营运资金占用增加的问题。

这说明制造业订单已经开始改善，但**改善更多集中于具有技术升级、设备更新和外部需求支撑的行业**。传统制造业并未跟随总体订单同步进入扩张，行业间景气差异仍然明显。利润分化还反映了当前价格修复的结构。上游能源、金属及人工智能产业链价格上涨，改善了部分工业企业的营业收入和利润率；多数下游消费行业的终端需求和定价能力仍然有限，成本上涨也未必能够顺利传导至零售价格。因此，PPI 回升和工业利润增长对名义 GDP 形成支撑，却尚未完全转化为广泛的企业盈利改善和居民消费价格回升。强势一端更多体现为外需、产业投资和上游价格共同推动的生产端扩张，内生需求仍处在相对弱势的一端。

## 第三条 K：投资重心正在由建筑和土地转向设备、软件和知识产权

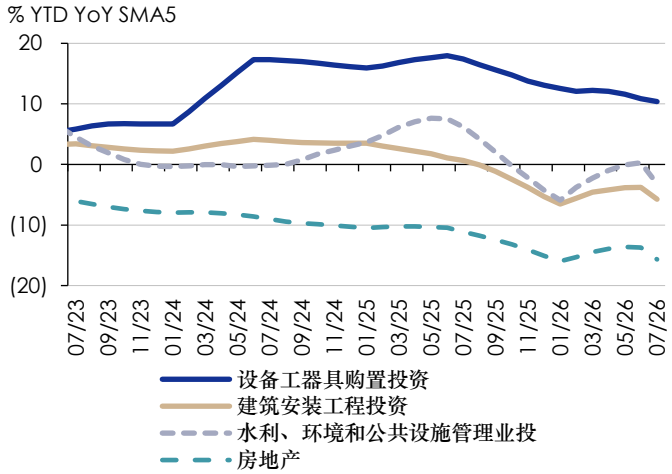
**投资结构的变化**，是当前新旧动能转换最清晰的体现。1—7 月固定资产投资同比下降 6.7%，但设备工器具购置投资增长 9.0%，知识产权产品投资增长 9.1%，高技术产业投资增长 5.0%。其中，电子电路制造业投资增长 57.7%，锂离子电池制造业增长 23.0%，集成电路制造业增长 11.5%，信息服务业投资增长 19.2%。

与此形成鲜明对比的是，建筑安装工程投资下降 9.2%，房地产开发投资下降 19.2%，基础设施投资下降 3.6%，水利、环境和公共设施管理业投资下降 9.1%。从投资主体看，国有控股投资下降 3.3%，民间投资下降 9.4%。从环比看，固定资产投资在 4—7 月连续下降，7 月环比下降 1.42%，说明投资总量仍处于收缩过程中。

中国的**资本形成方式**正在发生变化：过去较多投资表现为土地购置、住宅建设、道路和公共设施施工；当前更多表现为设备、算力、研发、软件和知识产权投入。这种调整有助于提升长期生产率，也更符合产业升级方向。但设备和知识产权投资的体量目前仍小于房地产、传统基建和建筑施工，且对建筑工人、低技能岗位及地方产业链的拉动弱于传统投资。

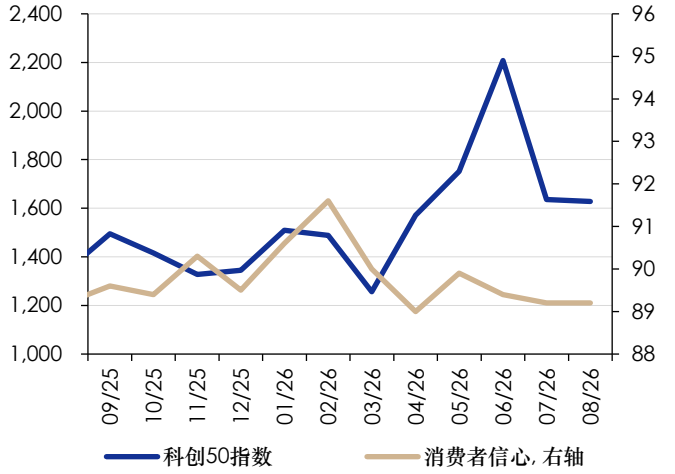
**因此，新投资的较快增长暂时无法完全填补传统投资回落形成的缺口。**投资结构在改善，投资总需求仍然偏弱，两者可以同时成立。

图表 7: FAI 内部形成明显的“机器扩张、土木收缩”的 K 型




资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券

图表 8: 科技资产表现较强，居民消费信心仍处历史低位




资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券

## 第四条 K：出口和机电产品保持强势，国内需求仍以结构性修复为主

按人民币计，前 7 个月中国货物出口同比增长 14.0%，机电产品出口增长 21.2%，占出口总额的 63.8%；电动汽车、锂电池、风力发电机组等绿色产品出口保持较快增长。相比之下，劳动密集型产品出口下降 1.4%。出口的增长来源已经由传统劳动密集型商品进一步转向设备、电子、零部件和绿色产品。

8 月新出口订单指数回升至 50.1，重新进入扩张区间，表明全球 AI 资本开支、制造业设备需求和中国供应链竞争力仍在为出口提供支持。但出口结构升级也意味着，同样规模的出口增长可能由更少、规模更大、自动化程度更高的企业完成，其对低技能就业和劳动收入的带动弱于过去以纺织、家具、玩具等劳动密集型产品为主的出口周期。

内需端的改善则相对缓慢。1—7 月社会消费品零售总额增长 1.2%，7 月仅增长 0.6%；固定资产投资同比下降 6.7%。8 月服务业和建筑业商务活动指数分别为 49.3 和 46.9，其新订单指数分别为 44.5 和 42.4，显示**制造业订单回升尚未传导至更广泛的服务和建筑需求**。

因此，当前的内外需分化也不宜简单概括为“出口强、内需弱”。更准确的表述是：外需集中支撑机电、高技术和绿色制造，国内制造业订单也出现边际修复，但居民消费、房地产、建筑和地方投资尚未形成同等强度的改善。

## 第五条 K：消费没有全面收缩，但不同品类、渠道和人群的差异扩大

消费数据内部同样存在清晰分化。1—7 月商品零售增长 1.1%，餐饮收入增长 2.6%，网上商品和服务零售增长 4.8%，其中网上服务零售增长 5.2%。通讯器材零售增长 15.1%，粮油食品增长 7.2%，化妆品增长 6.3%；汽车、建筑装潢材料、家电和家具则分别下降 13.2%、9.5%、6.6%和 4.5%。

这一结构说明，消费需求主要集中在三类领域：一是食品、日用品等刚性需求；二是线上服务、旅游出行和部分体验型消费；三是受到技术迭代和政策支持的通讯设备等升级类商品。房地产及家庭资产负债表相关程度较高的汽车、家具、家电和装修材料仍然偏弱。

消费渠道也呈现类似差异。1—7 月便利店和超市零售额分别增长 6.1%和 3.8%，百货店和品牌专卖店分别下降 2.4%和 9.3%。居民消费并未停止，但更强调即时性、实用性和性价比，对高客单价、可延迟以及需要较强收入预期支撑的消费保持谨慎。

城乡消费差异也值得关注。1—7 月乡村消费品零售增长 2.4%，高于城镇的 1.1%；上半年农村居民人均消费支出增长 4.6%，也高于城镇的 3.0%。这并不意味着农村居民收入水平已经超过城镇，而是反映城镇家庭受到住房资产调整、耐用品需求透支和收入预期变化的影响更为明显。

## 第六条 K：大型企业率先改善，中小企业仍受订单、成本和融资约束

8 月大型企业 PMI 升至 50.6，重新进入扩张区间；中型企业 PMI 为 49.4，小型企业 PMI 仅为 47.9。大型企业通常更容易获得信贷、政策项目和出口订单，也具有更强的议价能力和成本吸收能力。中小企业更多集中于传统制造、零售、餐饮、地产服务和产业链下游，因此对国内需求、房价和居民消费的变化更加敏感。

价格变化进一步加大了这种差异。8 月制造业原材料购进价格指数升至 56.6，出厂价格指数为 50.4，两者相差 6.2 个百分点；非制造业投入品价格指数为 51.1，销售价格指数只有 49.3。上游价格回升快于下游售价，意味着部分企业虽然面对成本上涨，却仍难以向终端消费者转嫁。大型龙头及资源品企业可能受益于价格回升，中小企业和下游服务商的利润率反而受到挤压。

这也解释了工业利润增长 17.6%与部分企业体感仍然偏弱的并存。利润总额增长并不代表企业利润的中位数同步上升；少数行业和大型企业的利润改善，可能掩盖更多中小企业订单不足、回款放缓和成本上升的压力。

## 第七条 K：生产和订单开始改善，就业与居民收入的扩散仍然偏慢

科技和设备投资对产出的拉动已经较为明显，但向**就业和劳动收入的传导仍然有限**。8 月制造业生产和新订单指数分别为 50.4 和 50.6，制造业从业人员指数却降至 48.7；服务业和建筑业从业人员指数分别只有 45.8 和 43.0。企业可以在订单改善后先提高设备利用率和人均产出，只有当订单持续性得到确认，才会扩大招聘。

- 就业的年龄结构同样存在分化。7 月全国城镇不包含在校生的 16—24 岁劳动力失业率为 17.9%，25–29 岁为 7.2%，30–59 岁为 3.9%。7 月青年失业率上升包含毕业季的季节性影响，但青年就业压力长期高于核心年龄劳动者，仍说明新增就业岗位与毕业生的专业、地区和薪资预期之间存在错配。
- 居民收入内部同样存在分化。上半年居民人均可支配收入名义增长 5.2%，收入中位数增长 4.7%，中位数相当于平均数的 82.8%；工资性收入增长 5.3%，经营净收入增长 6.5%，财产净收入仅增长 1.1%。房地产和低利率环境压低财产收入增长，而收入分布上端对平均数的拉动相对更强。科技企业利润和相关金融资产上涨能够改善部分高收入和专业人群的资产负债表，但中国居民财富仍主要配置于住房，股票等金融资产持有更加集中。科技资产上涨形成的财富效应覆盖面有限，暂时难以抵消住房价格调整对更广泛家庭消费倾向的影响。

这正是宏观数据和居民体感产生差异的重要环节：新产业能够创造较高增加值和利润，但其直接就业人数较少；房地产、建筑、零售和传统服务业增加值增长较慢，却承载着更多就业和家庭资产。只有当新经济增长进一步转化为工资、就业、企业订单和公共服务需求，K 型分化才会真正收敛。

### 专题研究一：为什么本轮 K 型分化可能比以往持续更久？

K 型分化并非中国独有，也并非第一次出现。技术革命、资产价格调整和重大外部冲击往往会使不同企业、行业和居民群体沿着不同方向修复。区别在于，何种力量能够重新连接向上和承压的两端。

**专题表 9：历史上主要 K 型分化及其收敛方式**

| 阶段或经济体 | 向上的一端 | 承压的一端 | 分化如何收敛 | 对当前的启示 |
|---|---|---|---|---|
| 中国 2009 年前后 | 基建、地产、重工业 | 出口和沿海制造 | 信贷与政府投资迅速扩大总需求 | 传统投资吸收能力强，但积累了债务和产能问题 |
| 中国 2015—2017 年 | 上游资源、地产和出口 | 下游利润、中小企业 | 房地产回升、棚改和 PPI 上涨改善名义增长 | 地产曾是连接财政、信用和居民需求的重要桥梁 |
| 中国 2020—2022 年 | 出口、线上平台、医疗及数字经济 | 线下服务、小微企业 | 经济重启、人员流动恢复及政策支持 | 疫情冲击消退后，服务业具有较强自然修复动力 |
| 美国疫情后 | 科技、资产持有人和高收入家庭 | 线下服务、低收入劳动者 | 大规模财政转移、失业救济和劳动力市场修复 | 直接改善居民现金流可以缩短需求修复时滞 |
| 日本 1990 年代 | 出口龙头和部分先进制造 | 地产、建筑、内需企业和中小企业 | 企业长期修复资产负债表，分化持续较久 | 资产价格调整叠加债务约束，可能削弱宽松政策效果 |
| 中国当前 | AI、高技术制造、机电出口和设备投资 | 房地产、建筑、传统消费及中小企业 | 尚在形成过程中 | 房地产难以重新承担全面加杠杆功能，新动能的就业和收入扩散成为关键 |

与中国自身 2009 年和 2015 年相比，本轮房地产难以再次通过大规模加杠杆承担连接上下两端的作用；与 2020 年相比，当前承压部门面对的也并非单一的临时冲击，而是人口、住房需求、地方财政和增长模式的共同变化。因此，即使外部冲击缓和，K 型分化也未必会自然消失。

国际经验表明，科技投资通常首先提高采用新技术企业的生产率和工资，但收益更容易集中在具有资金、数据、人才和配套软件能力的大中型企业。科技增长能否转化为更广泛的宏观复苏，取决于中小企业能否使用新技术、劳动者能否获得相应技能，以及高生产率部门能否形成新的服务、消费和就业需求。

## 下半年判断：K 型上端仍有支撑，关键观察弱端能否停止下沉

8 月 PMI 释放了一个相对积极的信号：制造业生产和新订单重新回到扩张区间，新出口订单也升至 50 以上，说明 7 月的经济放缓并未演变为制造业需求的持续恶化。但当前改善仍主要集中于高技术、装备制造和大型企业，综合 PMI 仍为 49.5，服务业、建筑业、中小企业和就业指标继续处于收缩区间。

下半年 K 型分化能否收敛，需要观察三个层次。

- 制造业订单改善能否从电子、设备和出口行业扩散到消费品、传统制造和中小企业。如果中小企业 PMI、服务业新订单和民间投资同步改善，说明新动能开始向更广泛的企业部门传导。
- 企业利润改善能否转化为工资、招聘和居民收入。工业利润目前已经明显回升，但就业指标仍弱，财产收入增长也较慢。就业和收入将决定消费修复能否从政策补贴和个别品类扩展为更稳定的内生需求。
- 房地产和地方财政能否从持续拖累转向低位稳定。房地产未必需要重新成为主要增长引擎，但销售、价格、投资和地方土地收入至少需要停止加速下滑，才能降低对居民财富效应、建筑就业和地方支出的进一步冲击。

基准情景下，高技术制造、AI 产业链、机电出口和设备投资仍将构成经济的主要支撑，房地产和传统投资的拖累可能在政策支持下逐步减弱，但难以迅速逆转。中国经济有望维持总量韧性，修复过程仍将表现为结构先行、总量跟随。真正决定经济体感能否改善的，并非上行端还能增长多快，而是增长能否跨越行业、企业和收入分配的边界，向更广泛的居民和经营主体扩散。

## Q3｜货币增量政策会不会出现？与“9.24”有何不同？

增量政策窗口较上半年明显打开，但尚未进入类似 2024 年“9.24”的集中落地阶段。当前银行间流动性充裕，政策利率向贷款利率的价格传导总体顺畅，真正的约束在于企业和居民的中长期融资需求。我们预计年内降准概率高于降息，降息更偏相机抉择；更重要的增量来自结构性再贷款与财政贴息、担保和风险分担的组合。

增量政策信号较去年明显增强，但尚未进入类似 2024 年“9.24”的集中落地阶段。2025 年下半年央行工作会议更多强调抓好已有政策执行、“盘活存量、用好增量”，而 2026 年进一步提出“及时谋划出台务实管用的增量政策”“加大逆周期调节力度”，并将货币政策工具表述调整为“综合运用并适时调整”。我们认为，政策重心已由单纯释放存量政策效能，重新向存量与增量并重转变；但与“9.24”直接公布降准、降息及资本市场工具的具体幅度和规模相比，当前仍主要处于政策储备与信号强化阶段。

金融体系并不缺乏短期流动性，且价格传导总体顺畅，当前传统银行信贷约束更多来自实体融资需求，尤其是中长期融资需求。我们构建的金融条件指数仍明显低于 2013—2019 年历史基准期，显示整体金融环境处于偏宽状态；近期 DR001、DR007 已运行至 7 天逆回购政策利率附近，阶段性甚至低于政策利率。从传导链看，7 天逆回购利率下调后，DR007、1 年期 AAA 同业存单收益率以及一般贷款加权平均利率均持续下降，说明从政策利率到银行间市场、银行负债成本再到实体融资成本的价格传导并未出现明显阻塞。

下半年总量工具仍有空间，但边际效果下降；相比“大水漫灌”，政策更可能强化结构性工具与财政协同。我们认为年内仍有降准空间，且落地概率高于政策利率下调，主要功能是补充中长期流动性、降低银行负债成本并配合财政扩张；政策利率进一步下调的必要性相对下降，更偏相机抉择。真正值得关注的增量则可能来自结构性再贷款进一步扩容、支持范围扩展，以及与财政贴息、担保和风险分担机制更深度结合，从信贷供需两端共同提高政策乘数。

### 一、从“用好增量”到“出台增量”：下半年政策信号重新增强

2026 年下半年货币政策最值得关注的变化，首先来自政策语言本身。相比 2025 年更强调既有政策的执行和传导，2026 年 8 月央行工作会议进一步提出“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”，同时将总量工具表述调整为“综合运用并适时调整货币政策工具”，并强化与地方财政、产业部门协同。与 2024 年“9.24”直接公布工具、幅度和规模相比，当前仍处于政策储备与信号强化阶段，但增量政策窗口已明显重新打开。

**图表 10：2024 年“9.24”、2025 年及 2026 年下半年货币政策口径比较**

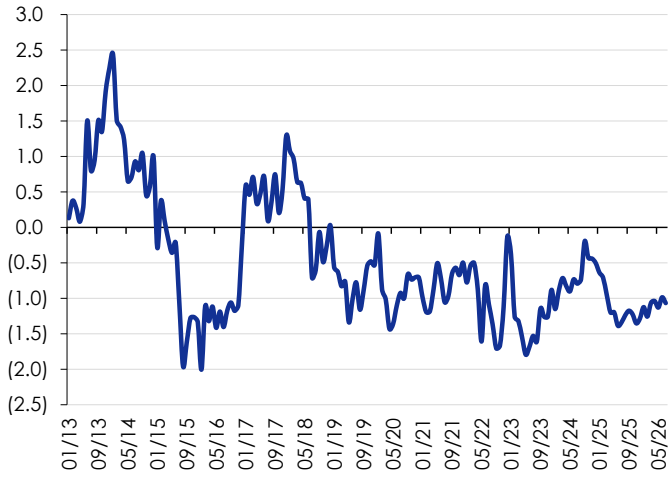
| 维度 | 2024 年 9.24 | 2025 年下半年央行会议 | 2026 年下半年央行会议 | 我们的解读 |
|---|---|---|---|---|
| 政策性质 | 直接宣布一揽子增量政策 | 强调执行已有政策 | 重新明确增量政策储备和出台 | 2026 明显比 2025 更积极，但仍是“信号期” |
| 总量工具 | 明确降准 50bp，释放长期流动性约 1 万亿元；7 天逆回购政策利率下调 20bp | “综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕” | “综合运用并适时调整货币政策工具” | “适时调整”比 2025 多了一层政策动作含义 |
| 增量政策措辞 | 已经直接公布工具、幅度和规模 | “盘活存量，用好增量，提高资金使用效率” | “充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策” | 这是今年最重要的措辞升级 |
| 逆周期调节 | 实际进行了强逆周期加码 | 未突出“加大逆周期调节力度” | 明确提出“加大逆周期调节力度” | 2026 政策紧迫性提高 |
| 信贷要求 | 通过降息、降准等直接降低金融条件 | “保持信贷合理增长”“畅通货币政策传导” | “增强信贷投放均衡性” | 更关注信用投放节奏，而非单纯总量扩张 |
| 政策传导 | 直接压低政策利率和融资成本 | 明确提出“畅通货币政策传导、提升政策实施效果” | 更强调降低融资中间费用、维持综合融资成本低位 | 传导问题从“利率传导”进一步转向“有效融资需求” |
| 结构性政策 | 地产+资本市场政策力度非常大；创设两项资本市场工具 | 科技、消费、小微、外贸、“两重”“两新”等 | 继续结构性工具，同时强化与地方财政、产业部门协同 | 2026 财政货币协同明显增强 |
| 资本市场 | 首创证券基金保险公司互换便利、股票回购增持再贷款 | 优化两项资本市场工具安排 | 继续发挥两项资本市场工具作用 | 更多是延续，而非新的主增量 |
| 政策目标 | 快速扭转市场与经济预期 | 提升存量政策效率 | 扩大内需 + 优化供给 + 增量政策 | 2026 明显更聚焦需求不足 |

*资料来源：中国人民银行、国务院新闻办公室、建银国际证券*

## 二、流动性并非当前主要约束：短端资金价格已处偏宽区间

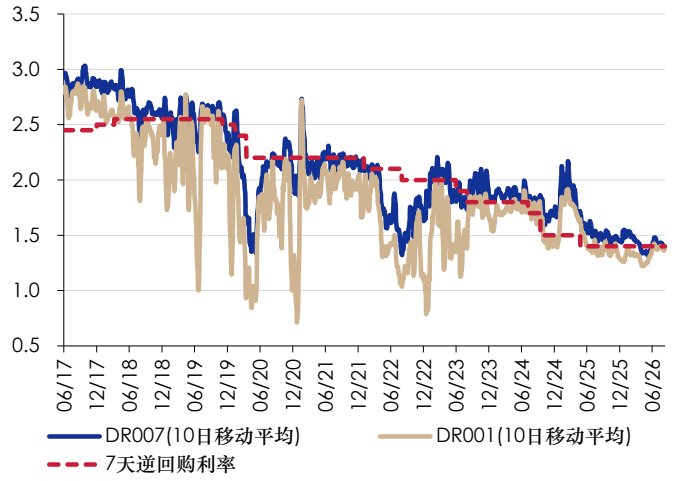
从金融条件整体来看，目前货币金融环境并不紧张。**我们继续采用主成分分析 (PCA)框架构建中国金融条件指数 (FCI)**，综合利率水平、信用定价、融资环境、资产价格及外部金融条件等多项指标，并以 2013—2019 年为历史基准期。指数上升代表金融条件收紧，下降代表金融条件趋松。最新结果显示，FCI 虽然在过去几个月有所回升，意味着金融环境相比前期最宽松时期略有收紧，但绝对水平仍明显低于历史平均区间。因此，从跨市场综合金融条件来看，目前并不存在系统性的金融条件紧缩。

**图表 11: 中国金融条件指数仍处历史偏宽区间**




*资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、建银国际证券*

**图表 12: DR001、DR007 近期运行至政策利率附近或下方**




*资料来源：CEIC、人民银行、建银国际证券*

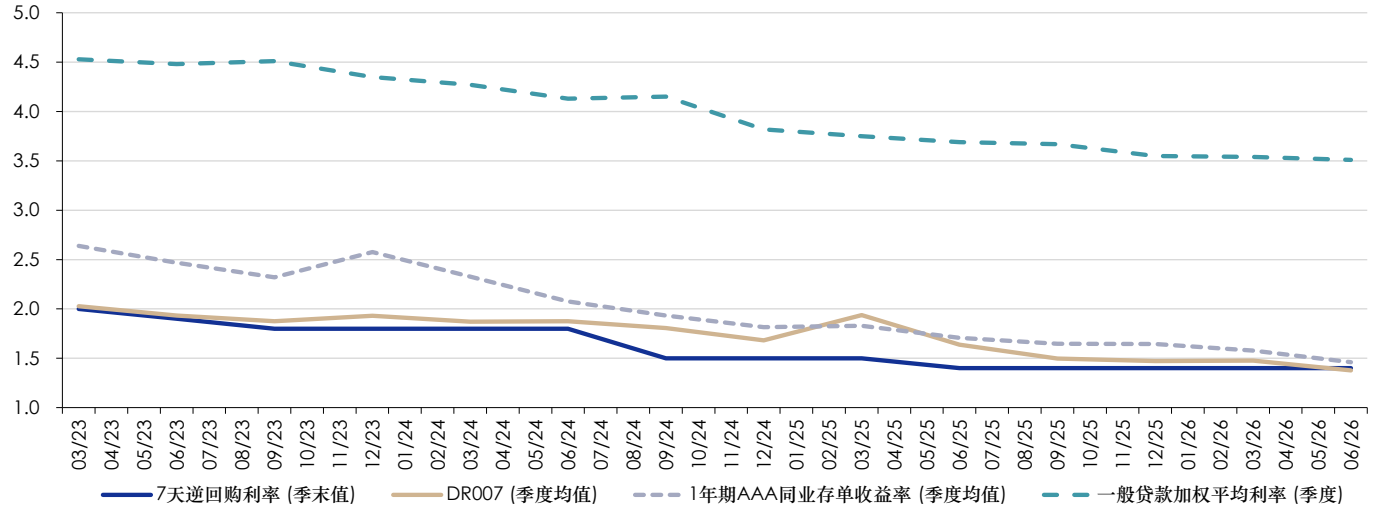
短端利率调控机制今年进一步完善。2026 年 6 月陆家嘴论坛后，央行进一步强化隔夜利率调控，将临时隔夜正、逆回购操作利率调整至 7 天逆回购政策利率上下各 25bp，并在常规公开市场操作中新增隔夜逆回购品种。在新的框架下，7 天逆回购利率继续作为主要政策利率，而隔夜工具更多承担对短期资金波动的精细化调节功能，DR001 的重要性进一步提升，成为观察短端流动性与政策操作的重要指标。

今年以来 DR001 和 DR007 总体围绕 1.40%的 7 天逆回购政策利率运行，7 月月均分别为 1.39%和 1.43%，8 月中旬 DR001 和 DR007 曾同时运行至 1.40%的 7 天逆回购政策利率下方，月末前后则回到政策利率附近。公开市场操作进一步体现陆家嘴论坛后短端流动性管理的变化：8 月 11 日至 20 日，7 天期逆回购连续 8 个交易日零操作，但同期央行通过隔夜逆回购精准补充短期资金，月末 7 天期逆回购又恢复投放。由此看，短端管理正从单一依赖 7 天工具，转向“政策利率定锚+隔夜工具精准调节”；因此，下半年即使进一步使用降准等数量工具，其目的也更可能是补充中长期资金、改善银行负债结构并配合财政融资，而非解决银行间短期流动性不足。

## 三、价格传导并未明显受阻：从政策利率到实体贷款成本均已下降

如果流动性不是主要约束，下一个问题自然是：货币政策是否在传导环节被阻塞？我们按照当前央行利率调控框架，将价格传导链条拆分为四层：7 天逆回购政策利率 → DR007 → 1 年期 AAA 同业存单 → 一般贷款加权平均利率。其中，7 天逆回购代表央行政策价格；DR007 代表银行间短期资金价格；1 年期 AAA 同业存单收益率可以作为商业银行市场化中期负债成本的代理指标；一般贷款加权平均利率则代表实体部门最终获得信贷的融资成本。为了与央行季度披露的一般贷款利率保持一致，我们将 DR007 及 1 年期 AAA 同业存单日频数据转换为季度平均值，并以季末 7 天逆回购政策利率作为政策价格锚。结果显示，过去几年四个层次的利率均明显下行。

**图表 13: 政策利率向银行负债及实体贷款利率的价格传导总体顺畅**



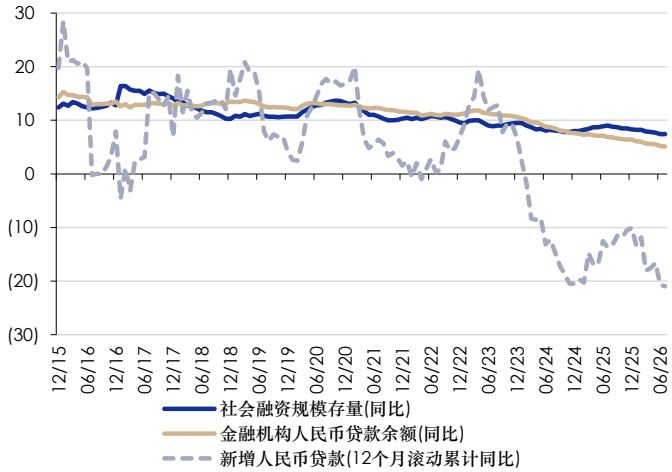

*资料来源：人民银行、CEIC、WIND、中证指数、建银国际证券*

其中，DR007 近年来基本围绕政策利率运行；1 年期 AAA 同业存单收益率也从此前较高水平明显回落，银行市场化负债成本持续下降；一般贷款加权平均利率则延续下行趋势。从这一传导链来看，当前并不能简单将信用偏弱解释为“央行降息没有传到实体”。相反，从政策利率到银行间市场、再到银行负债端和贷款端的价格传导总体有效。这与 3 月年度报告中的判断有所推进：当时我们更多关注政策利率框架改革能否缩短传导链条，以及银行资产负债端定价不对称可能形成的约束；截至目前，数据显示至少在“价格向下传导”这一层面，政策效果已经较为明显。因此，货币政策当前面临的问题开始由“融资成本是否足够低”逐步转向“融资成本下降之后，企业和居民是否愿意增加融资”。

## 四、“价降量弱”：信用扩张的核心约束进一步转向需求端

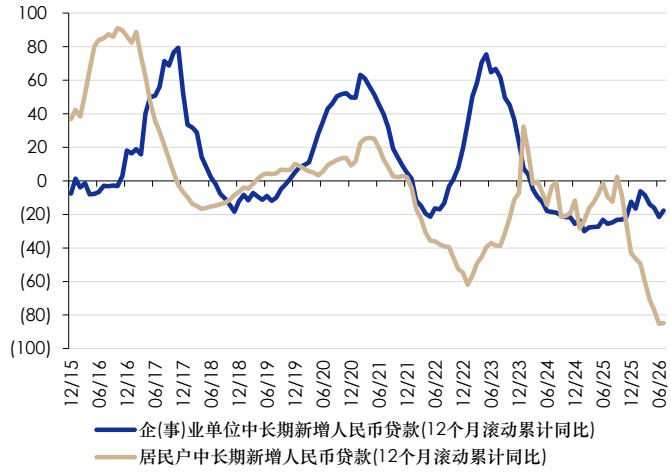
从数量端来看，融资成本下降并未带来信用扩张的同步加速。社会融资规模存量同比和人民币贷款余额同比近年来整体延续下行趋势，而新增人民币贷款 12 个月滚动累计同比也明显走弱。换言之，在贷款价格持续下降的同时，融资数量端并未形成相应的上行斜率。

**图表 14: 融资成本下降尚未转化为信用总量明显扩张**




*资料来源：人民银行、WIND、建银国际证券*

**图表 15: 企业与居民中长期新增融资均明显走弱**




*资料来源：人民银行、WIND、建银国际证券*

这一特征在中长期融资中体现得更为明显。我们进一步将企业中长期新增贷款和居民中长期新增贷款转化为 12 个月滚动累计同比，以消除月度季节性扰动。结果显示，2023 年以后企业中长期贷款增量持续回落，最新已出现明显负增长；居民中长期新增贷款则更弱，显示住房及居民部门中长期加杠杆意愿仍然低迷。

因此，目前仍呈现较为明确的“价量背离”，但数量端的弱更多集中在传统银行信贷：资金价格持续下降，企业和居民中长期贷款需求仍偏弱；与此同时，债券融资对社融形成明显支撑，前 7 个月政府债和企业债净融资合计 10.28 万亿元，占同期社融增量约 46%；仅 7 月政府债净融资约 1.32 万亿元，已接近当月约 1.41 万亿元的社融增量，而实体人民币贷款当月转为净减少。这意味着当前的核心约束已经越来越难用“流动性不足”或“政策利率传导不畅”来解释，而更可能来自投资回报预期、居民资产负债表、房地产调整以及企业和居民风险偏好偏弱。

这也意味着，当信用需求已经成为主要约束后，传统货币政策工具的乘数效应将自然下降：从“有没有钱”转向“有没有值得借钱去做的事情”，是当前货币政策面临的核心变化。

## 五、下半年总量政策判断：降准仍有空间，降息更偏相机抉择

### 降准：年内仍有空间，主要功能转向补充长期流动性

我们认为，下半年仍有降准空间，且落地概率高于政策利率下调。但这一判断并不是因为当前短端资金紧张。恰恰相反，我们的 DR001、DR007 数据已经显示短期流动性较为充裕，因此未来降准的功能更可能集中在三方面：第一，补充银行体系中长期低成本资金，进一步优化银行负债结构；第二，配合财政与政府债券融资节奏，对冲后续政府债发行和财政支出带来的阶段性流动性波动；第三，降低银行综合负债成本，为维持低位实体融资成本以及潜在小幅政策利率调整创造条件。

因此，我们预计降准仍可能发生，但其作用更多类似于一种资产负债表工具，而非推动短端资金价格继续大幅下行的价格工具。制度层面上，5%已形成事实上的操作下限：当前大型银行存款准备金率约 7.5%，距离这一“红线”仍有约 2.5 个百分点空间；中型银行约 5.5%，已接近下限；小型银行则已处 5%，后续全面降准的覆盖面和释放效果因此会进一步向大中型机构集中。如果下半年经济和信用修复明显弱于预期，或政府债发行、财政支出对中长期流动性的需求进一步上升，降准落地的必要性也会相应提高；但在当前短端流动性已经较为充裕的环境下，其主要功能仍是优化银行负债结构和补充中长期流动性，而非进一步压低短端资金价格。

### 降息：必要性下降，更偏相机抉择

相比降准，我们对下半年政策利率调整更加谨慎。从我们的传导数据来看，政策利率、银行间利率、同业存单收益率和一般贷款利率均已经显著下降，而银行信贷、尤其是中长期融资需求仍然偏弱。因此，再通过较大幅度降低政策利率刺激信用需求的边际效果可能低于过去。银行端约束也在边际变化：2Q2026 商业银行净息差为 1.41%，较 1Q 的 1.40%回升 1bp，为 2022 年以来首次单季环比回升；大型银行由 1.29%升至 1.31%。这说明净息差仍处历史低位，但持续下行压力暂时缓解，银行盈利仍约束连续、大幅降息。政策同时需兼顾汇率及外部利率环境。

因此，我们对下半年政策利率调整保持谨慎，不排除在经济和物价明显弱于预期时实施一次小幅调整，但维持政策利率不变同样是基准情形之一。总体而言，我们维持“降准概率高于降息，数量型工具仍有空间，但总量工具整体更偏相机抉择”的判断。这与 3 月年度展望的判断一脉相承，但证据链进一步深化：年初我们已判断金融条件整体偏宽、需求与风险偏好是主要约束，并主要从财政供给、MLF 到期和政策节奏判断降准窗口；截至 8 月，短端资金利率、银行负债成本和实体贷款利率进一步验证流动性与价格传导总体顺畅，而信贷数据则更清晰地确认企业和居民中长期融资需求偏弱。

## 六、真正的增量或不在“降准降息”：结构性工具正在与财政政策进一步融合

在信用需求成为核心约束后，我们认为，下半年最值得关注的增量政策未必是传统总量工具，而可能是结构性货币工具与财政政策进一步结合。2026 年初央行已经明显加大结构性工具力度：将各类结构性货币政策工具利率统一下调 25bp，将一年期再贷款利率降至 1.25%；同时单设 1 万亿元民营企业再贷款，将科技创新和技术改造再贷款额度由 8,000 亿元增加至 1.2 万亿元，并设立合计 2,000 亿元的科技创新与民营企业债券风险分担工具。

值得注意的是，新工具实际使用速度较快。截至 7 月末，1 万亿元民营企业再贷款余额已约 8,000 亿元；6 月末支持金融“五篇大文章”的结构性货币政策工具余额已达到 4.6 万亿元。这意味着，如果下半年继续强化民营、小微、科技和消费领域融资支持，相关再贷款工具存在进一步扩额度、扩范围的现实可能性。

但相比单纯扩容，我们认为更重要的变化是：货币工具正在从单独降低银行资金成本，进一步转向与财政贴息、担保和风险分担机制组合使用。这一机制非常契合当前环境。传统降息主要作用于“政策利率 → 银行资金成本 → 贷款利率”，但当贷款利率已经较低、企业和居民仍缺乏融资意愿时，再降低 10bp 资金价格对最终需求的刺激可能相对有限。

而财政贴息、政府担保或风险分担可以直接改变借款人的实际融资成本和风险收益比：结构性再贷款解决银行“愿不愿意贷”；财政贴息解决企业和居民“愿不愿意借”；担保与风险分担解决银行“敢不敢贷”。这构成一套更加完整的信用创造机制。

因此，我们预计，下半年货币政策增量更可能集中在三个“扩”：一是扩额度，对使用较快的民营企业、科技创新、服务消费等再贷款工具进一步增加政策空间；二是扩范围，将更多人工智能、技术改造、服务消费、养老健康等新经济和内需领域纳入支持对象；三是扩协同，加强再贷款与财政贴息、政府担保及风险补偿的组合，提高单一货币政策资金的杠杆效果。2026 年下半年央行工作会议专门新增“加强与地方财政、产业部门协同，放大政策激励效能”的表述，我们认为这并非一般性的政策协调，而很可能代表货币政策下一阶段的重要实施方向。

## 七、货币政策正在从“提供资金”走向“提高资金使用效率”

综合来看，2026 年下半年货币政策面临的环境已经与 2024 年“9.24”存在明显不同。彼时市场和经济同时面临较明显的预期与金融条件压力，因此降准、降息和资本市场政策需要集中释放，以快速扭转金融条件。

而目前，金融条件本身已经较宽松：银行间不缺短期资金；政策利率能够有效传至货币市场；银行负债成本已经下降；实体贷款利率也处于低位。真正没有明显改善的是传统银行信贷，尤其是企业和居民中长期融资需求；与此同时，政府债和企业债融资仍对社融形成一定支撑。因此，我们认为，货币政策下一阶段的核心目标不再只是“把钱变得更便宜”，而是如何让已有的低成本资金真正形成有效融资和有效需求。

这也决定了我们的下半年基准判断：降准方面，年内仍有操作空间，其政策功能更多在于中长期流动性补充、银行负债成本下降以及配合财政扩张；降息方面，进一步下调的必要性下降，更依赖经济、价格和外部利率环境相机落地，维持政策利率不变同样是基准情形之一。

而相比传统总量工具，真正值得关注的增量则是：结构性再贷款扩容 + 财政贴息 + 担保与风险分担 + 财政和产业项目共同创造融资需求。

如果这一政策组合逐步落地，货币政策的逻辑将进一步从过去的“宽货币 → 宽信用”转向“财政创造需求 + 货币降低融资成本 + 风险分担提高金融机构放贷意愿 → 有效信用扩张”。这也意味着，下半年宏观政策效果的决定因素将不再只是央行“还会不会降准降息”，而在于财政项目、产业政策与货币工具之间能否真正形成政策合力。

## Q4 | 财政政策进入“存量兑现期”：已安排资金还能形成多少实物工作量?

下半年财政要回答的不是“有没有资金”，而是“已安排的资金能形成多少投资”。传统财政工具年度额度整体并未明显扩容，前端项目和资金安排反而偏快，但地方政府性基金支出、建筑安装和民间投资仍弱，说明约束已经从额度转向支付、施工、FAI 确认和社会资本跟投。基准情形下，下半年财政支出节奏有望明显加快，但能否带动 FAI 止跌仍取决于存量政策执行效率；8,000 亿元新型政策性金融工具构成较明确的年度增量。

2026 年下半年财政政策更值得关注的，并非传统财政工具再次出现数量级扩张，而是已经确定的资金和项目能否更快转化为实际投资。今年“两重”、设备更新和新增专项债年度规模与 2025 年基本持平，中央预算内投资仅小幅增加；与此同时，部分中央投资资金和项目安排明显前置，其中“两重”前两批资金下达进度已明显快于去年。

需要强调的是，前端资金和项目安排较快，并不意味着对应资金已经完成支付，也不意味着等额形成固定资产投资。“项目清单下达”“债券发行”“财政资金拨付”和“形成固定资产投资”是不同环节。1—7 月基础设施投资已由年初两位数增长转为下降 3.6%，即使扣除房地产开发投资，固定资产投资仍下降 3.7%；财政部也在部署下半年专项债工作时明确要求加快资金拨付使用、尽快形成实物工作量。

因此，我们认为，下半年财政投资的主要变量已经逐步从“还有多少项目和额度可以安排”，转向“已经安排的项目能够形成多少新增投资”。传统财政工具的年度额度总体变化有限，基准情形下，下半年财政的主要可观察弹性更可能来自存量政策执行提效，而不是传统财政额度再次显著扩张；8,000 亿元新型政策性金融工具构成较明确的年度增量，但由于 2025 年的 5,000 亿元同样集中于下半年投放，不宜将 8,000 亿元整体视为下半年净增量。

这与 3 月年度报告中的判断有所推进：当时我们更多基于“十五五”开局、专项债与“两重”项目逐步落地，预计固定资产投资呈“上半年承压、下半年改善”，全年增速约 0.5%。截至 7 月，实际运行表明，项目储备和年度额度本身并不足以保证投资按预期修复，资金拨付、施工组织和投资形成效率已成为新的关键约束。因此，下半年投资的观察重点也需要从“有没有项目”进一步转向“项目能否形成工作量”。

### 一、从“项目和资金安排”到“形成投资”：先把政策执行链条拆开

财政投资的执行并不是一条“额度批下来、投资立刻增加”的直线。更准确地说，需要分别观察三个问题：第一，资金和项目有没有安排到位；第二，项目有没有真正进入建设；第三，开工以后形成了多少投资完成额。固定资产投资统计本身也是按报告期内已经完成的建造、购置工作量逐步确认，并不需要等到整个项目竣工后才一次性计入。

专项债的官方表述最能说明这一差别。截至 7 月底，2026 年新增专项债已发行 2.4 万亿元，约完成全年 4.4 万亿元额度的 55%，支持建设项目超过 1.8 万个；上半年已有超过 1700 亿元专项债资金被用作项目资本金。财政部 8 月 21 日进一步明确，下半年仍有 2 万多亿元地方政府专项债券和超长期特别国债待发行使用，并要求加强项目前期准备、推动项目尽快开工建设、形成更多实物量。因此，“债券已经发行”之后仍要经历资金拨付、项目建设，最终才形成统计意义上的投资完成额。

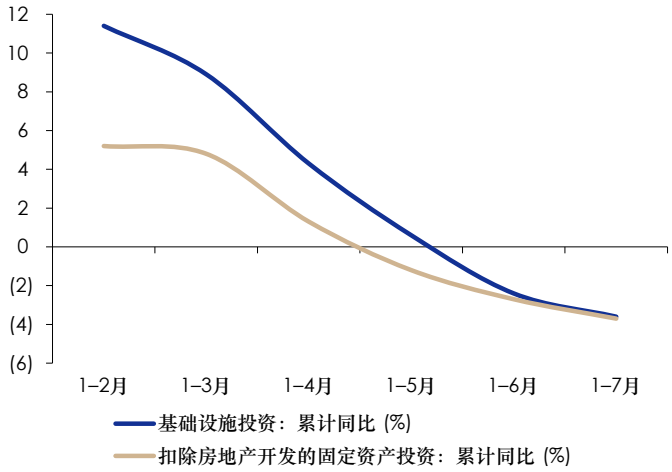
### 二、部分中央资金和项目安排确实前置，但投资脉冲并未持续

今年前端推进较快，最明确的证据来自“两重”。2026 年前两批“两重”建设资金累计下达 6,065 亿元，占全年 8,000 亿元的 76%，国家发展改革委明确指出下达进度明显快于去年；7 月初第三批 1,935 亿元下达后，全年 8,000 亿元已对应到 1,417 个重大项目，年度项目清单全部下达。8 月 20 日，国家发展改革委又召开“两重”建设工作推进会，重点通报全国项目实施进展并要求各地加快重大项目建设，进一步表明政策重心已由前期项目清单下达转向项目实施和建设。与此同时，7,550 亿元中央预算内投资也已基本下达完毕。需要强调的是，这里的“下达”主要意味着资金预算或项目清单已经明确到具体地区、部门和项目，并不意味着对应资金已全部支付，更不意味着等额计入固定资产投资。

从宏观结果看，前端政策推进并没有自动转化为持续增强的投资脉冲。2026 年基础设施投资累计同比由 1–2 月的 11.4%降至一季度的 8.9%、1–4 月的 4.3%、1–5 月的 0.6%，上半年转为-2.4%，1–7 月进一步降至-3.6%。

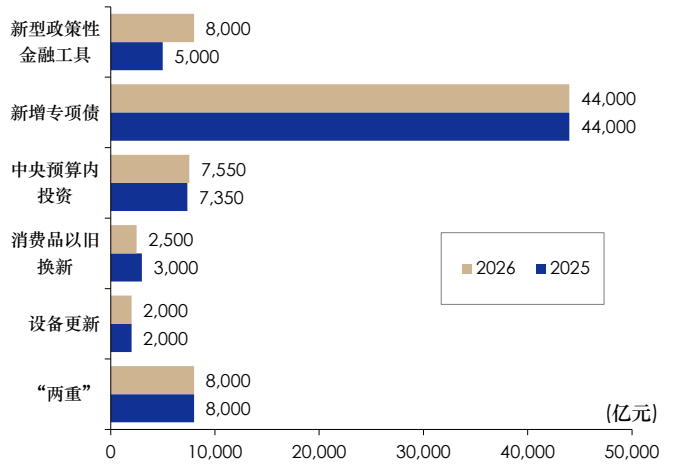
当前投资走弱也不能完全归因于房地产。扣除房地产开发后的固定资产投资，一季度仍增长 4.8%，1–4 月降至 1.3%，1–5 月转为-1.2%，上半年为-2.7%，1–7 月进一步降至-3.7%。投资增速走弱本身不能直接归因于财政资金使用不畅——项目周期、地方财力、项目收益率和建设节奏等都会影响投资 —— 但至少说明，前端项目和资金安排并未自动转化为持续增强的宏观投资脉冲。

**图表 16: 前端政策推进较快，但基础设施与非地产项目投资均明显降温**




*资料来源：国家统计局、建银国际证券*

**图表 17: 2025—2026 年主要投资及内需政策工具对比**




*资料来源：财政部、国家发展改革委、政府工作报告、建银国际证券*

## 三、传统财政工具总体并未扩容，下半年首先是“兑现”而非“加码”

从年度额度比较看，2026 年传统政府投资工具并没有出现明显扩张。“两重”连续两年均为 8,000 亿元，设备更新均为 2,000 亿元，新增专项债均为 4.4 万亿元；中央预算内投资由 7,350 亿元增至 7,550 亿元，仅增加 200 亿元。消费品以旧换新资金则由 2025 年的 3,000 亿元降至 2026 年的 2,500 亿元。相比之下，新型政策性金融工具由 2025 年的 5,000 亿元提高至 2026 年的 8,000 亿元，年度规模增加 3,000 亿元，是投资端更明确的新增政策资源。

但年度增量不等于下半年净增量。2025 年的 5,000 亿元新型政策性金融工具主要在 9—10 月集中投放，本身就位于下半年；2026 年 8,000 亿元虽较上年增加 3,000 亿元，但截至 8 月 25 日全国累计实际投放额仍未统一披露。相关实施方案已于 8 月中旬印发到地方，各地据此组织项目申报；8 月 14 日，国家发展改革委又专门部署加快推进投放并加大对民间投资项目支持力度。因此，更稳妥的判断是：政策性金融工具是 2026 年明确的年度增量，但其下半年同比脉冲仍取决于实际投放节奏。

**图表 18: 2026 年主要财政及准财政政策工具最新执行进度 (截至 2026 年 8 月 25 日)**

| 政策工具 | 年度安排 | 截至目前进度 | 已披露的项目/政策效果 | 下半年主要观察点 |
|---|---|---|---|---|
| “两重” | 8,000 亿元 | 前两批 6,065 亿元，占 76%；7 月初全年项目清单全部下达；8 月 20 日发改委召开推进会督促加快建设 | 支持 1417 个重大项目；推进会已通报全国实施进展，但统一开工率、资金支付率和完成投资额仍未公开 | 项目实际施工、资金支付和投资形成 |
| 设备更新 | 2,000 亿元 | 7 月初全年资金全部下达 | 覆盖 22 个领域约 1.1 万个项目；1—7 月设备工器具购置投资+9.0% | 已获支持项目的建设和投资实施进度 |
| 消费品以旧换新 | 2,500 亿元 | 前三批各 625 亿元，累计 1875 亿元已下达 (75%) | 财政部 8 月 21 日披露：带动相关商品销售额约 1.32 万亿元、惠及 1.78 亿人次 | 剩余 625 亿元投放及消费拉动持续性 |
| 中央预算内投资 | 7,550 亿元 | 已基本下达完毕 | 覆盖城市更新、水利、民生等中央投资项目 | 项目建设和资金实际支付 |
| 新增专项债 | 4.4 万亿元 | 截至 7 月底发行 2.4 万亿元 (约 55%) | 支持建设项目超 1.8 万个；上半年超 1,700 亿元用作项目资本金 | 剩余发行额度及已发行资金的拨付、使用 |
| 新型政策性金融工具 | 8,000 亿元 | 实施方案已印发到地方；8 月 14 日发改委部署加快投放，全国累计投放额暂未统一披露 | 2025 年 5,000 亿元曾支持 2,300 多个项目、项目总投资约 7 万亿元 | 实际投放节奏、对民间投资及配套融资的撬动 |

*资料来源：财政部、国家发展改革委、国家统计局、商务部、建银国际证券；截至 2026 年 8 月 25 日最新可得全国口径*

## 四、专项债与地方政府性基金：剩余预算不等于自动形成工作量

除了逐项跟踪政策工具，地方政府性基金预算可以提供一个更宏观的财政执行观察窗口。政府性基金预算是政府预算体系的一部分，并不是一个单独的“基金产品”；地方政府专项债筹集资金本身也计入政府性基金预算体系。因此，地方政府性基金支出与 4.4 万亿元专项债不能简单相加：前者更适合观察地方财政实际支出节奏，后者是具体的融资工具。

最新财政数据进一步显示，地方政府性基金执行仍偏慢。2026 年 1–7 月地方政府性基金预算支出 4.2691 万亿元，同比下降 9.5%，约完成全年 10.85 万亿元预算的 39.3%，低于 2025 年同期约 41.3%的预算执行进度；同期地方政府性基金本级收入 1.5447 万亿元，同比下降 24.8%，其中国有土地使用权出让收入 1.1731 万亿元，同比下降 30.8%，地方政府性基金自身收入约束仍然明显。2025 年地方政府性基金年初预算 11.41 万亿元，全年实际支出 10.19 万亿元，对应预算执行率约 89.3%。如果 2026 年仅重复去年的预算执行率，则下半年地方政府性基金支出仍会同比小幅下降；按照我们的测算，全年预算执行率需要提高到约 90.7%以上，下半年支出才会开始形成同比正增长。另一方面，从年内节奏看，即使全年仅重复 89.3%的执行率，下半年支出仍将由上半年的约 3.65 万亿元升至约 6.04 万亿元，较上半年增长约 65.7%；2025 年下半年支出较上半年也增长约 55%。因此，2026 年下半年更可能呈现“环比明显改善、同比仍偏弱”的组合。

**图表 19: 地方政府性基金预算执行率与 2026 年下半年支出增速情景**

| 2026 全年预算执行率 | 推算下半年支出 | 下半年同比 | 下半年较上半年 |
|---|---|---|---|
| 89.3% (约等于 2025) | 约 6.04 万亿元 | -2.4% | +65.7% |
| 90% | 约 6.12 万亿元 | -1.2% | +67.8% |
| 91% | 约 6.23 万亿元 | +0.6% | +70.8% |
| 93% | 约 6.45 万亿元 | +4.1% | +76.7% |
| 95% | 约 6.66 万亿元 | +7.6% | +82.7% |
| 100% | 约 7.21 万亿元 | +16.4% | +97.5% |

*资料来源：财政部、建银国际证券测算*

因此，“账面上还剩多少预算空间”只是必要条件，并不是下半年财政加速的充分条件。1–7 月实际执行进度仍偏慢，也进一步说明真正有意义的变量是预算执行率能否提高、专项债资金能否及时拨付，以及支出最终能否对应真实项目和需求。图表 19 仍以上半年实际支出为起点测算 7–12 月情景，同时比较下半年同比和较上半年变化，用于观察全年预算执行率变化对下半年支出的边际影响。这说明下半年财政支出节奏本身存在明显加快空间，为投资边际改善提供支撑；但财政支出增加并不等同于 FAI 同比转正，最终仍取决于资金支付、项目施工强度和配套融资能否同步改善。

### 专题研究二：为什么财政发力没有等比例转化为 FAI?

根据上文我们不难发现，2026 年至今财政整体稳步推进，预算与政府融资端明显扩张，却没有等比例转化为当期可统计的固定资产投资。专项债发行进度与去年大体相当，因此“发债偏慢”不足以解释 FAI 下滑；传导损耗更可能发生在发行之后。

第一，一部分资金被土地收入下降抵消，地方可用于资本金、征地和配套支出的财力受限；第二，政府融资还承担化债、清偿拖欠款、促消费和收储等功能，这些用途有助于修复资产负债表，却不都对应新增 FAI；第三，项目从分配、支付到开工、施工和投资确认存在时滞。

结构变化同样重要。1–7 月设备工器具购置投资增长 9.0%，而建筑安装工程下降 9.2%、国有控股投资下降 3.3%，说明政策并非全面失效，而是更偏向设备更新和产业投资，传统建筑施工接力不足。剔除房地产后的民间投资仍下降 5.7%，也表明公共资金尚未形成广泛跟投。

全国并没有公开统一的“专项债 — 完成投资 — FAI”的高频数据，发行进度、资金支出率和投资完成率的测算和考核是难点，地方也确实存在部分专项债资金闲置、收益不足等问题。因此，我们更适合分阶段跟踪以下结果指标。

**专题表 20: 财政融资向 FAI 传导环节和可观察指标**

| 传导环节 | 可观察指标 | 当前表现 | 判断 |
|---|---|---|---|
| 融资 | 新增专项债发行进度 | 截至 7 月底约 55%，与去年大体相当 | 融资速度并非主要解释 |
| 地方财力 | 土地收入、政府性基金支出 | 1–7 月分别-30.8%、-9.5% | 配套资金和项目支出能力受约束 |
| 资金用途 | 化债、清欠、促消费、收储等 | 并非全部对应新增建安投资 | 先修复现金流，不等于完成工作量 |
| 项目实施 | 拨付、开工、施工、完成投资 | 全国统一支付率和完成投资映射缺失 | 存在跨月、跨季确认时滞 |
| 投资结构 | 建安、设备、国有控股 FAI | 建安-9.2%、设备+9.0%、国有控股-3.3% | 政策更偏设备，施工工作量偏弱 |
| 社会撬动 | 民间投资 (剔地产) | 1–7 月-5.7% | 回报与配套融资尚未带动广泛跟投 |

## 五、“六张网”已由规划进入建设期，但实际投资兑现程度差异较大

作为“十五五”基础设施建设的重要抓手，水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网和物流网正在集中推进。国家发展改革委 7 月底披露，拟于 2026 年内开工的“六张网”重大单体项目多数已经实现开工。8 月 19 日，国家发展改革委进一步召开“六张网”重大项目协调调度机制会，研究建立算力网、新型电网、新一代通信网“2+3+N”（2 家电网+3 家电信运营商+N 家算力相关企业）协调机制，推动重大项目加快建设。需要强调的是，上述全国开工表述针对“六张网”相关重大单体项目，并不等同于 1,417 个“两重”项目的全国开工率；后者目前仍没有统一披露。

官方预计，2026 年“六张网及相关重点领域”投资规模超过 7 万亿元，但这一数字同时包括财政投资、央企资本开支、企业投资及其他社会资本，不能直接理解为 7 万亿元财政刺激。不同“网”的资金来源、施工周期和统计透明度差异很大，因此更适合分别观察建设进度和投资形成，而不是机械相加。

**图表 21: “六张网”2026 年最新建设进度及下半年观察点 (截至 2026 年 8 月 25 日可得全国口径)**

| 六张网 | 全国最新建设进度 | 最新可得投资/建设成果 | 下半年主要观察点 |
|---|---|---|---|
| 水网 | 上半年实施水利项目约 3.3 万个，新开工 25 项重大水利工程 | 完成水利建设投资 5,151 亿元 | 新开工重大工程能否在后续季度形成更多投资完成额 |
| 新型电网 | 特高压、抽水蓄能等重大工程持续推进；8 月 19 日纳入“2+3+N”跨网协调机制 | 国家电网上半年固定资产投资超 3,100 亿元，同比+12.6%；1—7 月电力供应业投资+16.0% | 电网投资能否继续保持较快增长 |
| 算力网 | “8+10+3”空间布局全面铺开，八大枢纽持续互联；8 月 19 日纳入“2+3+N”跨网协调机制 | 上半年智能算力 2185 EFLOPS，同比+177%；1—7 月互联网和相关服务业投资+41.3%；全国统一完成投资额暂未披露 | 智算中心、数据中心及算电协同投资 |
| 新一代通信网 | 5G-A 加快部署，6G 关键技术进入试验阶段；8 月 19 日纳入“2+3+N”跨网协调机制 | 截至 6 月末 5G 基站 510.2 万个，FTTH/O 端口占比 96.6%，10G PON 端口 3,286 万个；统一投资完成额暂未披露 | 从传统覆盖向 5G-A、万兆光网和算网融合升级 |
| 城市地下管网 | “十五五”计划建设改造约 77 万公里 | 2026 年“两重”安排 1,600 亿元，同比增加 250 亿元；全国上半年完成投资额暂未披露 | 已安排中央资金最终形成多少管网施工和投资 |
| 物流网 | 181 个国家物流枢纽、105 个国家骨干冷链物流基地加快互联 | “四横五纵”物流通道继续建设；全国统一完成投资额暂未披露 | 重大物流通道、枢纽补链及存量设施提效 |

*资料来源：国家发展改革委、水利部、工业和信息化部、国家统计局、国务院国资委、国家电网、建银国际证券；截至 2026 年 8 月 25 日最新可得全国口径*

水利是目前全国数据最完整的例子。2026 年上半年新开工 25 项重大水利工程，高于 2025 年同期的 14 项；但今年上半年完成水利建设投资 5,151 亿元，反而略低于 2025 年同期的 5,329 亿元。这说明“项目开工增加”与“当期投资立刻同比加速”并不是同一件事，新项目从开工到进入大规模施工、形成较多投资完成额需要时间。

电网已经体现出较强的投资兑现。国家电网上半年固定资产投资超过 3,100 亿元，同比增长 12.6%；国家统计局数据显示，1–7 月电力供应业投资同比增长 16.0%，进一步印证相关领域仍保持较快投资增速。算力与通信基础设施同样保持较强结构性增量，1–7 月互联网和相关服务业投资同比增长 41.3%。地下管网则处于另一种状态：2026 年“两重”专门安排 1,600 亿元，比上年增加 250 亿元，“十五五”期间计划建设改造约 77 万公里，但全国层面的上半年开工里程和完成投资额尚未统一披露，因此恰恰是下半年需要继续跟踪的财政施工变量。

## 六、下半年财政判断：存量兑现仍是主线，稳投资政策进一步强化

综合来看，2026 年传统财政投资工具本身并没有较 2025 年明显扩容。“两重”、设备更新和专项债规模基本持平，中央预算内投资仅小幅增加。因此，在基准情形下，很难仅凭现有年度额度推导出一轮明显强于 2025 年的传统财政扩张。

但已有政策仍存在进一步释放效能的空间。“两重”项目安排较去年更早，8,000 亿元已对应 1417 个项目，8 月 20 日国家发展改革委又专门召开推进会督促加快建设；设备更新 2,000 亿元已全部下达；截至 7 月底新增专项债已发行 2.4 万亿元、支持建设项目超过 1.8 万个，但财政部仍要求加快资金使用并形成更多实物量；“六张网”中拟于年内开工的重大单体项目多数已经开工，8 月 19 日又建立跨网协调机制推动重大项目加快建设。与此同时，基础设施和非地产项目投资在二季度以来持续走弱。换言之，前端政策资源和项目储备并不缺乏，真正决定下半年财政效果的是后续建设速度和投资形成速度。

政策性金融工具构成较明确的年度增量，但也不宜高估下半年同比脉冲。8,000 亿元年度规模较 2025 年增加 3,000 亿元，可以通过补充重大项目资本金等方式撬动其他资金；相关实施方案已印发到地方，8 月 14 日国家发展改革委再次部署加快推进投放并加大对民间投资项目支持力度，但截至 8 月 25 日全国累计实际投放额仍未统一披露。由于 2025 年的 5,000 亿元本身同样集中在下半年投放，今年下半年真正增加多少，仍取决于实际投放节奏。

进一步看，今年投资弱于去年并不主要源于财政额度或前端下达节奏收缩，而更可能反映财政资金的配套撬动效应和施工强度下降：土地收入下滑削弱地方配套财力，部分存量项目进入收尾而新项目尚未进入施工高峰，同时政策资金更多投向设备和新型基础设施，民间资本与地方国企跟投也偏弱。因此，相近的财政资源安排并未形成与去年相同规模的当期建筑安装和固定资产投资。

因此，**我们对下半年财政的基准判断是：政策重心正在从前端的“项目和资金安排”进一步转向中后端的“资金使用和投资形成”**。8 月 21 日财政部明确，下半年仍有 2 万多亿元地方政府专项债券和超长期特别国债待发行使用，并将推动项目尽快开工建设、形成更多实物量。8 月 28 日，国家发展改革委联合有关部门召开全国投资工作推进会议，进一步提出“加力加紧做好稳投资各项工作，努力推动投资止跌回稳”，并要求加大对“两重”建设和中央预算内投资项目的调度督促力度，加快地方政府专项债券发行使用，抓紧投放新型政策性金融工具资金，加快推进“十五五”规划重大工程项目实施、尽快形成实物工作量。这意味着，存量兑现仍是下半年财政的基准主线，政策关注点进一步从前端资金安排转向项目调度、资金支付和实物工作量形成。基准情形下，下半年财政的主要可观察弹性仍更可能来自既定财政与准财政资源提高执行效率、已经开工的重大项目更快转化为固定资产投资；如后续进一步出台增量政策，则更多提供额外上行空间和对存量兑现不足的补位，而不宜在具体工具和规模尚未公布前提前计入基准情形。

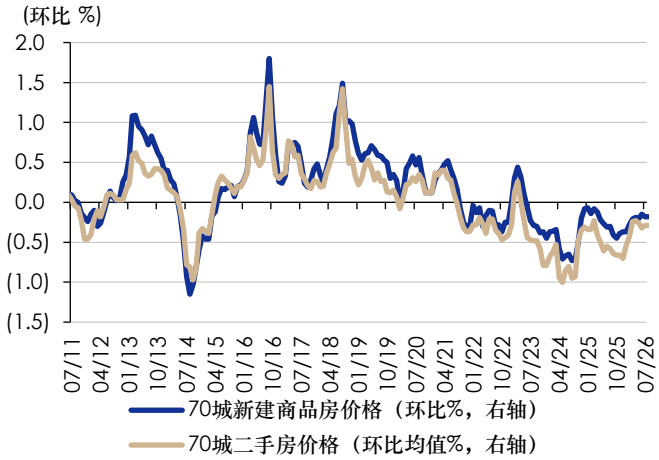
## Q5 | 房地产是否已逐步企稳?

房地产市场正在进入一个“风险先稳、价格后稳、投资更晚”的阶段。今年以来，核心城市二手房成交、优质新房价格和部分热点土地市场出现稳定迹象，但全国销售、房价、房企回款和开发投资尚未形成相互强化的正向循环。8 月 28 日出台的商品住房销售及信贷制度改革，进一步把政策重心从短期扩大销售，推向降低交付风险、重塑项目融资和恢复购房人信任。房地产最集中、最无序的风险有望继续下降，但行业规模收缩、居民财富效应偏弱及房地产投资下行仍将构成下半年内需的主要拖累。

房地产仍是观察中国经济内生需求、居民资产负债表和信用扩张最重要的窗口之一。过去几年，房地产市场经历了从供求关系变化、房企信用收缩到居民预期调整的连续冲击，政策也从降首付、降利率、放松限购，逐步延伸至保交房、项目白名单、收储和城市更新。进入 2026 年，房地产政策进一步触及商品房开发、融资、销售和交付等基础制度，政策重点也从处置存量风险，逐步转向重构行业运行方式。

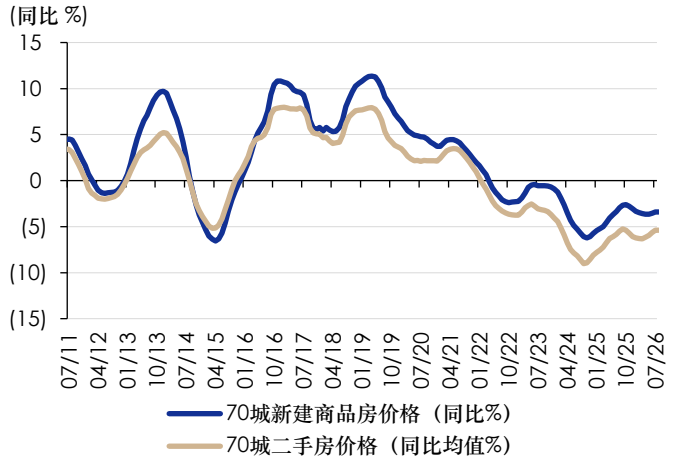
今年以来，我们看到了一些地产边际改善的信号，当前最先改善的是核心城市成交和部分优质项目，库存也在供应收缩下缓慢下降；但价格企稳仍局限于少数城市，房企到位资金、新开工和投资继续明显收缩。市场已经不再是各环节同步下行，却也尚未进入销售改善带动回款、拿地和投资恢复的传统上行周期。

**图表 22: 从环比和同比来看，新房与二手价格下行压力都有缓解**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**图表 23: 但新房价格整体改善幅度更优**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**地产市场非常突出的特点是量与价的背离。**上半年二手房网签面积同比增长 10.2%，二手房交易已经成为住房市场的重要组成部分；但 7 月 70 个大中城市二手住宅价格平均环比下降 0.29%、同比下降 5.39%。成交量有所恢复，价格仍在普遍下行，说明存量住房主要通过降价重新获得流动性，市场尚未从“以价换量”转向“量价企稳”。

**价格仍在调整，也意味着房地产对居民资产负债表和消费的影响尚未结束。**住房既是居民最主要的资产之一，也是家庭信用扩张的重要抵押品。二手房成交增加能够改善住房流动性，却只有在成交价格和挂牌价格同步稳定后，才能逐步缓解居民的负财富效应。由此看，房地产真正意义上的企稳，并不取决于二手房是否“卖得动”，更取决于交易是否仍需不断降价才能完成。

- 新房和二手房之间也存在一条重要的传导边界。**二手房成交主要发生在居民之间**，不会直接转化为开发商的合同销售、定金及预收款和开发投资。二手房交易率先恢复，能够帮助改善型家庭完成“卖旧买新”，但如果二手房价格持续下降，居民出售旧房后能够获得的购房资金也会减少，置换需求向新房传导的力度仍然有限。当前住房市场的流动性有所改善，房企现金流却没有同步修复，正是新房和二手房两个市场表现分化的结果。

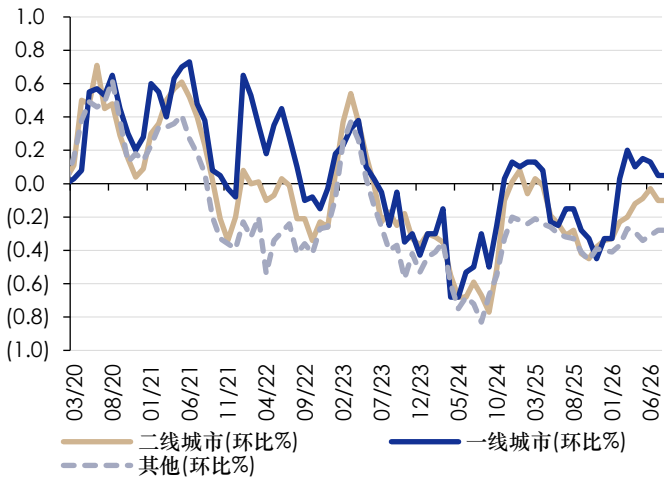
**图表 24: 房地产是否已稳 —— 量、价、库存与开发链的六组证据**

| 观察环节 | 最新表现 | 我们的判断 |
|---|---|---|
| 新房成交量 | 1-7 月新建商品房销售面积-11.8%，住宅销售面积同比-12.7% | 需求仍在收缩 |
| 新房价格 | 7 月 70 城环比-0.18%、同比-3.41%；47 城环比下跌 | 尚未企稳 |
| 二手房成交量 | 上半年网签面积同比+10.2% | 流动性率先恢复 |
| 二手房价格 | 7 月 70 城等权平均环比-0.29%、同比-5.39%；62 城环比下跌 | 仍以价换量 |
| 住宅库存 | 7 月末住宅待售面积 4.06 亿平方米，同比持平 | 去库存进展有限 |
| 房企回款 | 定金及预收款-14.4%，个人按揭-23.5% | 成交改善尚未传导至项目现金流 |

*资料来源：国家统计局、中指研究院、证券时报、建银国际证券；截至 2026 年 7 月*

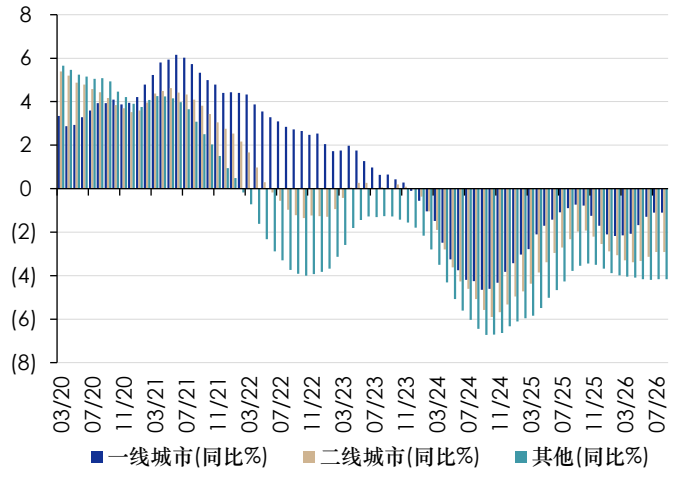
价格层面的分化仍然明显。国家统计局数据显示，7 月一线城市新房价格环比持平，此前在 2 月至 6 月曾连续 5 个月实现环比正增长；7 月二、三线城市分别下降 0.1%和 0.3%；这说明地产的改善主要向核心城市、核心区位和改善型项目集中。

**图表 25: 一线城市新房价格上半年出现环比持续正增长**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**图表 26: 二、三线城市房价环比、同比跌幅均有所收窄**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**从新房开发链条看**，1-7 月新建住宅销售面积和销售额分别同比下降 12.7%和 13.2%，房地产开发企业到位资金下降 20.3%。其中，定金及预收款下降 14.4%、自筹资金下降 18.5%、个人按揭贷款下降 23.5%、国内贷款下降 32.1%。销售回款、企业自有资金和银行开发贷款同时收缩，使房企继续采取减少拿地、压缩新开工和集中资源保障存量项目的策略。

投资数据也反映出相同的传导过程。1-7 月房屋新开工面积下降 24.0%，竣工面积下降 23.2%，房地产开发投资下降 19.2%。新开工降幅明显大于销售降幅，说明房企仍在通过收缩新增供给控制资金需求；竣工面积降幅扩大，则意味着此前保交楼和存量项目集中交付形成的支撑正在减弱。销售尚未改善回款，回款尚未带动扩表，房地产开发链条也就难以进入新的上行阶段。

**库存面积的下降同样需要谨慎理解**。7 月末全国商品房待售面积为 7.59 亿平方米，同比下降 0.8%，但其中住宅待售面积为 4.06 亿平方米，与上年同期持平。国家统计局的待售面积只统计已经竣工但尚未出售或出租的现房，并不包括在建和潜在待入市项目，因而不能覆盖房地产市场的全部库存。

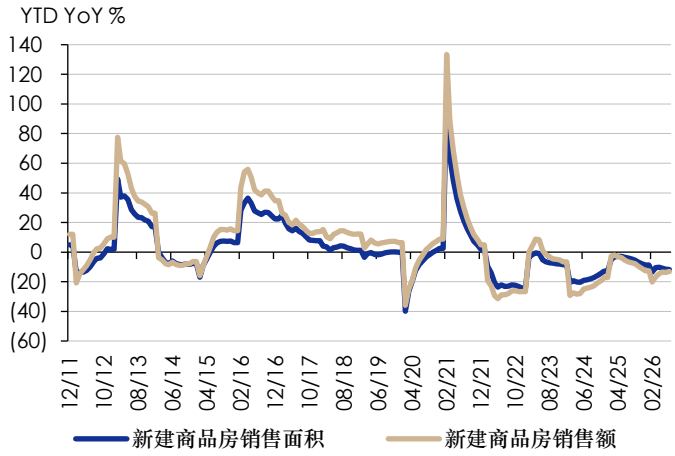
- 库存内部还呈现出新旧分化。待售 3 年以下商品房面积同比下降 3.6%，根据总待售面积倒算，待售 3 年及以上商品房约为 2.04 亿平方米，同比增长约 8%。新增供应收缩使较新的库存有所下降，但部分低能级城市、非核心区位和低流动性项目正逐步沉淀为长期库存。房地产去库存已经从总量问题转向区位、品质和项目现金流问题，单纯观察库存面积下降，容易高估市场修复程度。

**图表 27: 库存面积略微下降，但内部存在分化**




*资料来源：彭博、建银国际证券*

**图表 28: 销售面积和销售额同比仍然处于低位**




*资料来源：彭博、建银国际证券*

房地产市场一边消化存量，一边也在经历发展模式的转换。今年 8 月政策明显加快。北京继续放松购房门槛、提高公积金贷款额度，上海则通过以旧换新补贴、房票安置和收购二手房，疏通一二手房循环。8 月 28 日的全国性政策进一步推进销售和融资制度改革，开始处理预售制度下购房人、开发商和银行之间的风险分配问题。

**图表 29: 近期房地产政策形成需求、库存和制度三条线**

| 时间与政策 | 主要内容 | 政策着力点 | 对市场的作用 |
|---|---|---|---|
| 8 月 7 日，北京政策优化 | 非京籍家庭购买五环内住房所需社保或个税年限降至 1 年；提高公积金贷款额度；扩大带押过户 | 降低核心城市购房门槛 | 支持核心城市刚需和改善需求 |
| 8 月 20 日，上海八项措施 | 外环外二套房首付降至 15%；以旧换新最高补贴 8 万元；推进房票安置；收购中心城区二手房作为保租房 | 疏通一二手房循环、定向去库存 | 有助于稳定二手房流动性并将部分需求导入新房 |
| 8 月 28 日，商品住房销售制度改革 | 封顶后预售、新项目优先现房销售、预售资金封闭监管、交房即交证 | 降低交付风险、恢复购房人信任 | 中长期改善销售制度，短期提高开发商资金占用 |
| 8 月 28 日，房地产信贷制度改革 | 主办银行制、项目独立管理；预售项目开发贷最长 5 年、现房项目最长 7 年；按揭竣工后发放；房贷最长 40 年 | 以开发贷接替预售及按揭的建设融资功能 | 稳项目融资、保护购房人，同时重构行业现金流模式 |

*资料来源：北京市政府、上海市房屋管理局、商品住房销售制度通知。截至 8 月 28 日*

本轮改革首先有利于稳定交付预期。封顶后预售、竣工后发放按揭和项目资金封闭管理，可以减少购房人资金在项目建设阶段的风险暴露，并提高现房和准现房对居民的吸引力。对于过去因担忧停工和延期交付而推迟购买新房的家庭，交付风险下降有助于修复其购房信心。

相应的代价则是房企资金占用时间延长。预售款和按揭进入时间后移后，如果开发贷款不能充分接替，房企会继续压缩拿地和新开工，以更小的开发规模适应更长的资金周期。政策长期有利于降低信用风险和行业波动，短期则可能使房地产开发投资继续承压。新规因而更接近一次发展模式切换，对需求的直接刺激相对有限。

行业分化也可能随之加深。资金实力较强、融资渠道稳定、项目位于核心城市的企业，更有能力承担较长的建设和回款周期；依赖早预售、高周转和跨项目调配资金的企业则需要进一步降低杠杆和开发规模。主办银行制可以推动金融资源从房企集团信用转向项目本身，但银行仍会更加偏好土地质量较好、销售确定性较高的项目。未来房地产行业的集中度可能提高，城市、企业和项目之间的差异也会进一步扩大。

**图表 30: 房地产资金链由预售融资逐步转向项目融资**

| 制度环节 | 过去的主要模式 | 新规安排 | 对市场的含义 |
|---|---|---|---|
| 预售时点 | 部分项目建设早期即可预售 | 主体结构封顶后方可预售 | 首付款进入后移 |
| 个人按揭 | 封顶后可以发放 | 预售项目竣工备案后发放 | 降低未交房先还贷风险 |
| 项目融资 | 预售款、按揭及集团资金调配占比较高 | 主办银行提供或组织项目开发贷款 | 建设融资回归开发商和银行 |
| 资金管理 | 集团内部及跨项目调配较多 | 项目独立、账户封闭、专款专用 | 降低风险交叉传染 |
| 贷款期限 | 与完整建设销售周期未必匹配 | 预售项目最长 5 年，现房项目最长 7 年 | 开发贷覆盖更长建设周期 |
| 房贷期限 | 最长一般为 30 年 | 最长延长至 40 年 | 月供下降，总利息增加 |
| 过渡安排 | / | 已取得建设工程规划许可证的项目沿用原规则 | 对存量项目影响逐步体现 |

*资料来源：商品住房销售制度答记者问、房地产信贷制度改革。截至 8 月 28 日*

## 历次房地产政策相比，本轮更接近发展模式切换

1994 年以来，预售制度在住房短缺阶段加快了供给扩张，也使购房人资金逐步成为房地产建设和高周转的重要来源。当前住房市场进入存量时代，政策开始将建设期风险重新交还开发商和金融机构。其长期收益是交付风险下降、项目融资更加透明、行业波动趋于收敛；相应代价则是周转率、杠杆率和开发投资弹性下降。

**图表 31: 房地产发展模式的历史沿革**

| 时期及政策 | 主要目标 | 资金和风险承担方式 | 对销售与投资的影响 | 与本轮的关系 |
|---|---|---|---|---|
| 1994 年前后：商品房预售制度建立 | 在住房短缺和开发资本不足阶段快速扩大供给 | 购房人首付和按揭较早进入项目，承担部分建设融资 | 提高周转率，推动供给和投资扩张 | 本轮部分逆转购房人提前提供建设资金的模式 |
| 2010 年：加强预售监管 | 防止预售资金挪用，规范销售秩序 | 继续保留预售融资，只强化资金监管 | 对行业融资模式影响有限 | 政策方向相近，但本轮进一步改变预售和按揭时点 |
| 2015–2017 年：棚改货币化 | 去库存、稳定三四线地产需求 | 政策性金融资金进入居民端，再转化为购房需求 | 销售、房价、土地和投资依次上行 | 与本轮作用方向不同，当时侧重扩张需求和居民加杠杆 |
| 2020 年：三道红线及贷款集中度管理 | 降低房企主体杠杆和金融风险 | 压缩房企集团信用融资，但替代融资机制不足 | 融资收缩后，销售、拿地和投资明显下行 | 本轮试图补上项目融资和开发贷的制度安排 |
| 2022–2023 年：保交楼、金融十六条 | 处置停工、烂尾和按揭断供风险 | 专项借款、银行配套融资及存量贷款展期 | 支持存量项目复工，新增投资传导有限 | 属于事后风险处置，本轮将防范交付风险前置 |
| 2024 年以来：白名单、收储与“5·17”政策 | 稳项目融资、降低购房成本、去化已建成库存 | 银行项目融资、地方国企收储和居民按揭 | 支持成交和交付，对新开工带动有限 | 主办银行制和项目封闭管理是白名单的制度化延伸 |
| 2026 年 8 月 28 日：销售及信贷制度改革 | 重构开发、融资、销售和交付制度 | 开发商资本金、项目开发贷及股债融资承担建设期风险 | 短期供应和投资或继续收缩，中长期降低交付风险和行业波动 | 从阶段性纾困转向房地产发展模式重构 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

从更长的历史视角看，这轮调整也与过去的需求刺激政策存在明显差异。2015–2017 年的棚改货币化通过政策性金融资金向居民提供现金或准现金补偿，较快形成商品房购买力，并继续传导到房企回款、土地和开发投资。本轮政策更多通过提高预售门槛、强化资金监管和延后按揭发放保护购房人，同时以项目开发贷款补充建设融资，政策目标从扩大住房需求进一步转向稳定交付、改善融资纪律和降低行业风险。

城市更新能够为房地产调整提供一部分需求和投资缓冲，但同样难以复制棚改货币化的传导方式。《城市更新“十五五”规划》提出，未来五年累计改造城镇危旧房约 50 万套 (间)、新开工改造老旧小区约 11.5 万个、改造城中村约 4,000 个，并完成 36.5 万公里地下管网改造。市场估计城市更新市场容量可能达到 15 万亿–20 万亿元。

**图表 32: 城市更新难以简单复制 2015–2017 年棚改货币化**

| 比较维度 | 2015–2017 年棚改货币化 | 当前城市更新和城中村改造 |
|---|---|---|
| 政策目标 | 去化三四线商品房库存、改善棚户区住房 | 提升存量住房品质、消除安全隐患、完善城市功能 |
| 主要资金来源 | PSL 及政策性银行棚改专项贷款 | 专项债、政策性金融、商业贷款、地方国企和社会资本 |
| 居民端传导 | 货币化安置资金直接形成购房需求 | 实物改造、原拆原建、房票及货币化安置并存 |
| 历史规模 | 2015–2017 年累计开工约 1,816 万套；2017 年货币化安置比例约 60% | 2024 年实施城中村改造项目 1,790 个；“十五五”计划改造城中村约 4,000 个 |
| 对销售的影响 | 2017 年棚改货币化估计贡献约 21%的住宅销售 | 直接购房需求取决于房票和货币化安置比例，整体乘数更低 |
| 对投资的影响 | 拆迁、购房、拿地和开发形成连续扩张 | 项目分散、周期较长，更多拉动建筑、管网、装修和公共设施投资 |
| 主要约束 | 后期推高三、四线房价和居民杠杆 | 地方财政承压，要求“一项目两方案”和资金自平衡 |

*资料来源：综合媒体，建银国际证券*

地产链条退潮后，房地产相关投资正在从高乘数的土地和住宅开发，逐步转向低乘数的存量改造与城市更新。城市更新能够拉动建筑安装、地下管网、装修、建材和公共设施投资，也可能通过房票和以旧换新释放部分改善需求；但其中相当一部分计入基础设施和公共服务投资，无法直接形成商品房销售、房企回款和土地购置。

城市更新可以减缓房地产开发投资下降对固定资产投资和建筑产业链的冲击，却很难重新形成销售、房价、土地和投资同步扩张的旧周期。其意义更多在于托住投资下限、改善住房品质和消化部分存量，房地产投资的上限仍然受到人口、居民收入预期、库存和房企资产负债表的共同约束。

因此，我们对房地产企稳的理解，需要从“市场是否已经触底”进一步转向“市场会稳在哪里”。交付和信用风险可能率先下降，二手房成交量随后稳定；住房价格能否停止普遍下跌，将决定居民资产负债表和消费预期能否修复；新房销售能否进一步改善定金、按揭和开发贷款，则决定房企是否有能力重新拿地和开工。

## Q6 | 价格低位运行是否已经结束?

目前更接近“工业品价格止跌、终端价格仍弱”：PPI 同比转正大概率可以维持，但修复以上游成本和低基数为主，尚未形成广泛的需求拉动，向 CPI 与中下游利润的二轮传导仍需验证。

**本轮 PPI 回升主要由生产资料推动，尚不能视为工业品价格的全面回暖**。自 3 月以来，国际油价、有色金属等大宗商品价格上涨，率先推升资源开采和基础原料价格；与此同时，设备更新、AI 算力及电气机械等领域需求较强，带动加工类生产资料同步转正。

相比之下，生活资料仍受终端**消费需求偏弱、食品及轻工品供给充足和行业竞争激烈制约**，企业向消费端转嫁成本的能力有限，价格整体只表现为低位修复。食品、衣着和一般日用品价格仍处负增长区间，反映日常消费品的定价权尚未明显改善；耐用消费品则受以旧换新、AI 消费电子迭代和部分家电需求支撑，跌幅明显收窄，并在最新数据中小幅转正。

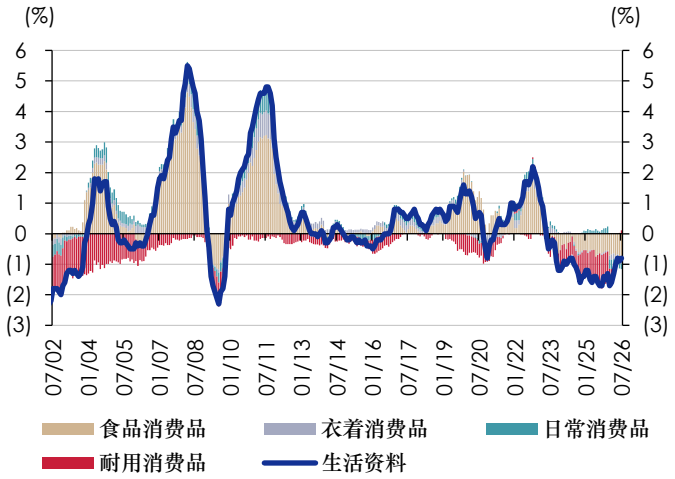
因此，当前 PPI 回升更接近资源品和部分制造业驱动的结构性再通胀，尚不是居民需求带动的广谱价格回升。

**图表 33: 生产资料价格受外部冲击推动，二季度明显上行 [2]**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**图表 34: 生活资料价格仍受消费端偏弱影响**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**PPI 行业**分项也显示出相似特征：

- 7 月 PPI 同比上涨 3.5%，较 6 月 4.1%回落 0.6 个百分点；环比下降 0.7%，降幅较 6 月扩大 0.4 个百分点。输入性因素是主要拖累：石油开采、石油加工和有机化工原料价格环比分别下降 11.8%、8.4%和 4.2%，有色矿采选与冶炼也分别下降 2.1%和 1.7%。换言之，伊朗及霍尔木兹冲击带来的上行脉冲正在退潮。
- 同比结构仍明显偏上游。7 月石油天然气开采、炼化、化工、有色和黑色金属等六个行业合计拉动 PPI 约 2.55 个百分点；煤炭、电气机械和电子设备三个行业合计拉动约 1.53 个百分点。与此同时，电力热力、汽车、非金属矿物、医药和酒饮料茶五个行业合计拖累约 0.76 个百分点。上游涨、中下游仍降，是成本推动而非全面需求推动的典型特征。

上游价格仍将显著影响名义增长与企业利润，但方向取决于“售价—成本”而非 PPI 单一指标。7 月购进价格同比上涨 5.5%，高于出厂价格 3.5%，若原材料回落而终端需求不变，中下游利润率可边际改善；若油价再冲高、下游无法提价，则利润进一步向上游集中。

[2] *注：为便于理解，团队在统计局公布的 PPI 二级分类基础上进行了通俗化命名，并结合相关数据作示意性拆分与拟合；图中拆分与拟合结果均为本报告的分析性处理，不代表官方行业映射或权重。其中，“资源开采品”主要包括煤炭、原油、天然气及矿石等初级资源品；“基础原料与能源”主要包括成品油、钢材、有色金属、基础化工品、水泥及电力等；“生产设备与加工品”主要包括机械设备、零部件、金属制品及其他进一步加工形成的生产资料；生活资料则分为食品消费品、衣着消费品、日常消费品和耐用消费品，分别涵盖工业企业出厂的加工食品、服装鞋帽、日化及一般生活用品，以及家电、消费电子和乘用车等使用周期较长的消费品。由于同一行业可能生产不同用途的产品，上述类别与 41 个工业行业大类并非一一对应，仅用于帮助理解 PPI 内部的价格结构。*

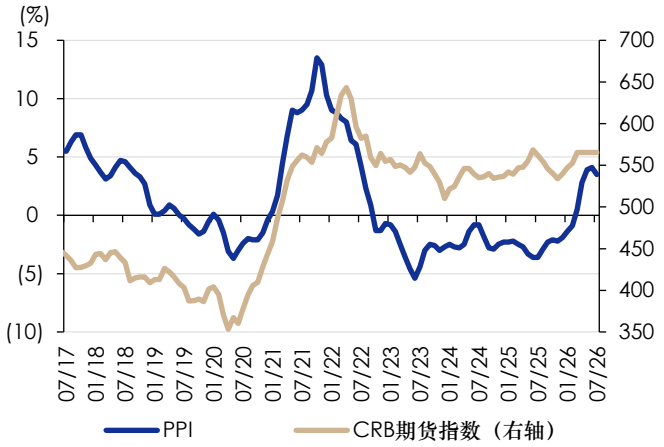
**图表 35: 上游价格影响中国通胀的几种情景**

| 情景 | 油价／大宗假设 | 国内需求 | 通胀路径 | 企业盈利含义 |
|---|---|---|---|---|
| 基准 | 油价回落但高于年初，金属高位震荡 | 财政托底、地产仍弱 | 3Q/4Q PPI 约 3.5%/3.4%，1H2027 逐步回落 | 上游盈利较强，中游分化，下游仍承压 |
| 需求接力 | 商品价格稳定 | 订单、投资与消费改善 | PPI 环比转正，生活资料和 CPI 扩散 | 利润从上游向设备与消费品扩散 |
| 冲击消退 | 油价快速回落、运费正常化 | 内需无明显改善 | PPI 同比更快下台阶，2Q2027 接近零 | 名义收入回落，中下游成本压力缓解 |
| 再度冲突 | 能源与航运再上冲 | 实际需求受损 | PPI 再上行，CPI 仅温和抬升 | 典型滞胀式利润再分配 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

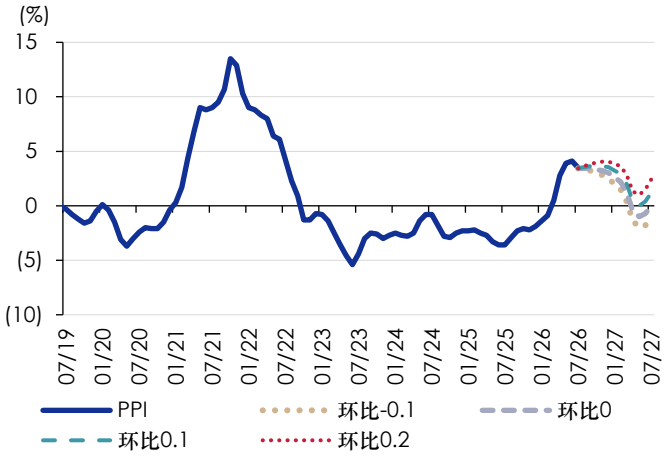
展望未来几个季度，我们预计 PPI 同比保持正增长但斜率回落：3Q 与 4Q 约 3.5%和 3.4%，2027 年一季度进一步回落，二季度同比接近零。原因是 2026 年二季度外部冲击和低基数仍支持同比，但 7 月环比已下降 0.7%，油价、化工和有色的边际脉冲开始退潮。判断是否从成本推动转为需求拉动，应关注 PPI 环比、生活资料、购进—出厂价格差、PMI 出厂价格和中下游利润是否同步改善。

**图表 36: 上游价格驱动本轮 PPI 快速上行**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

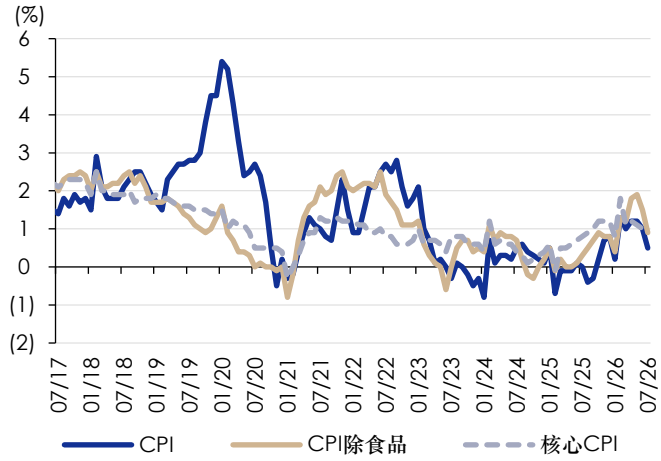
**图表 37: 我们认为 PPI 未来大概率呈现温和回落**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

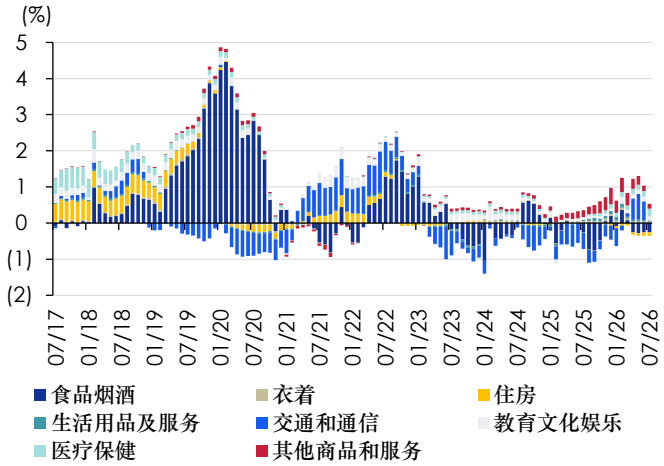
年初以来，CPI 虽然保持温和上涨，**但价格修复的广度仍然有限**，支撑主要来自食品以外项目。需要注意的是，除食品 CPI 仍包含能源，因此二季度的明显走高较大程度受到油价上涨推动；相比之下，剔除食品和能源后的核心 CPI 维持在 1%左右，更能反映内生价格走势。分项来看，服务价格同比保持在 0.7%–0.8%左右，对 CPI 形成约 0.35–0.40 个百分点的稳定支撑；商品端的正贡献则主要集中在“其他用品及服务”中的黄金饰品，以及医疗服务、个人护理和部分信息技术产品。食品和一般消费品价格仍然偏弱，说明当前 CPI 已经具备一定底部支撑，但尚未形成广泛的需求驱动型涨价。

**图表 38: 年初以来 CPI 显示价格修复广度不足**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

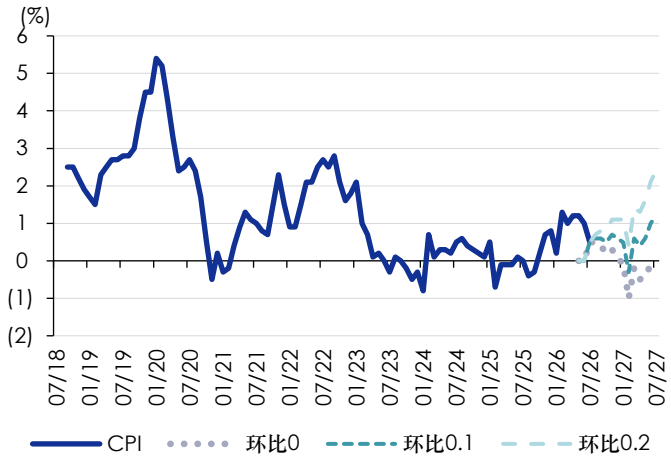
**图表 39: 食品和一般消费品偏弱，对 CPI 产生负面影响 [3]**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

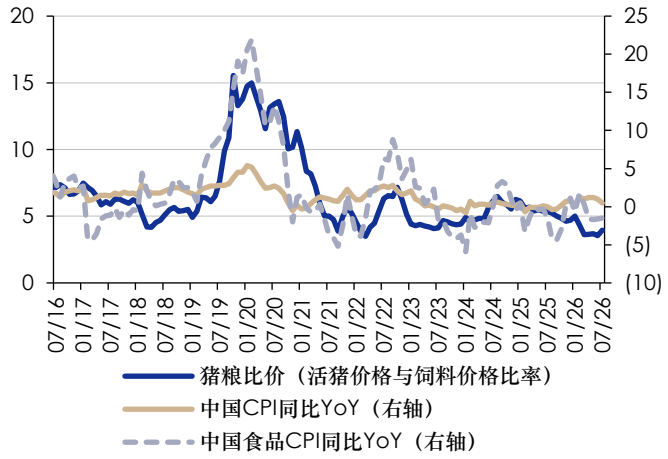
- 展望年末，CPI 同比在后两个季度大概率维持在 0.5%左右，维持温和运行，全年平均同比约为 0.7%。一方面，服务价格仍将构成相对稳定的支撑，猪肉价格随着供给逐步去化，也有望由明显拖累转为接近持平；另一方面，二季度能源价格冲击正在消退，上年末鲜菜和黄金饰品价格较高形成的基数压力也将逐步显现。因此，猪肉带来的增量更多是对能源、黄金及鲜菜贡献回落的对冲，而非推动 CPI 重新升至 1%以上的独立动力。预计 2026 年三、四季度 CPI 同比均在 0.5%左右，2027 年一季度受上年同期较高基数影响回落，二季度随着部分基数压力消退及猪价改善进一步传导有望再回升。整体表现更接近“低位波动、结构改善”，而非趋势性再通胀。
  - 猪粮比方面，随着前期能繁母猪和新生仔猪数量下降逐步传导至出栏端，叠加四季度节日备货和腌腊需求，年末猪粮比有望由当前约 4.5–4.7：1 回升至 5.0–6.0：1 附近。如果生猪价格回升，猪肉 CPI 同比可能由当前两位数下降转为持平或小幅上涨，增加对 CPI 的支撑 (假设生猪价格上升至 12–14 元/公斤，测算得出对比现阶段或形成 0.2–0.4 个百分点的增量 [4])。不过，考虑到其他分项的高基数压力，这一改善更可能表现为猪肉对 CPI 拖累的消失，而非形成显著的通胀推动；如果猪粮比回升主要来自玉米等饲料价格下降，其对猪肉零售价格及 CPI 的实际传导还会更弱。

**图表 40: 未来几个季度 CPI 预计温和维持当前同比水平**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

**图表 41: 猪粮比有望在年末改善，生猪价走高或对 CPI 成边际支持**




*资料来源：国家统计局、彭博、建银国际证券*

[3] *注：类似地，CPI 图中拆分与拟合结果均为本报告的分析性处理，不代表官方行业映射或权重。*

[4] *注：测算方式根据经验假设生猪在屠宰中的屠宰率为 70%-75%，并且考虑到屠宰、损耗、冷链和零售成本，估算零售价格对应生猪价格为约 1.85 倍；猪肉在我们 CPI 模型中的权重约为 1.9%左右；因此可以粗略估计生猪价格同比每上涨 10%大概可以直接拉动整体 CPI 约 0.14 个百分点。*

## 专题研究三：历史经验显示冲击落点决定 CPI 能否上行

历史经验表明，CPI 是否上行的关键并不是 PPI 涨幅有多高，而是冲击落在消费篮子、产业链还是工资与服务价格。PPI 与 CPI 可以由同一冲击同时推动，但单纯依靠上游成本逐级传导至终端，往往会被弱需求、库存和行业竞争所吸收。

2008 年、2011 年以及 2019—2020 年的共同点，是冲击直接命中食品、猪肉和能源等居民高权重品类，或与较强总需求叠加，因此无需等待工业品层层传导，CPI 即可快速上升。2019—2020 年尤其典型：猪肉供给收缩推高食品 CPI，而 PPI 仍为负。

2016—2017 年和 2021—2022 年则相反。煤炭、钢铁、能源和金属价格大幅上涨，PPI 分别达到 6%以上和两位数，但生活资料与 CPI 反应有限。企业更多通过压缩毛利、调整产量或行业利润再分配来吸收成本，形成“上游盈利—中下游承压”，而不是广谱消费通胀。

因此，从 **PPI 走向 CPI 至少需要三项条件之一**：冲击直接进入居民篮子；终端需求强到足以支撑企业提价；工资和服务价格形成持续的二轮效应。若需求偏弱、产能和库存充足、行业竞争激烈，即便购进价格上升，消费端传导也会很慢。

当前更像 2017 年和 2021 年：7 月 PPI 为 3.5%，生产资料 4.8%，生活资料仍为-0.8%，CPI 约 0.5%。这支持“PPI 正增长、CPI 低位”的基准预测。对宏观和资产而言，首要影响是名义工业收入与利润在产业链重新分配；只有生活资料、核心 CPI、工资与服务价格同步抬升，才意味着真正的再通胀。

**专题表 42: 中国几轮价格恢复的历史回顾**

| 阶段 | 主要冲击 | 代表数据 | 传导结果 |
|---|---|---|---|
| 2008/2011 | 食品、能源与较强内需叠加 | 2008 年 CPI 5.9%、食品 14.3%；2011 年 CPI 5.4%、食品 11.8% | CPI 明显上升，主要是食品直接进入消费篮子，并非单纯由 PPI 向下传导 |
| 2016—2017 | 供给侧改革、煤钢去产能及大宗商品回升 | 2017 年 PPI 6.3%、生产资料 8.3%、生活资料 0.7%，CPI 仅 1.6% | 涨价集中在上游，更多体现为产业链利润再分配 |
| 2019—2020 | 非洲猪瘟与猪肉供给收缩 | 2020 年一季度 CPI 4.9%、食品 20.3%，PPI 下降 0.6% | 供给冲击直接命中高权重 CPI 品类，无需经过工业 PPI |
| 2021—2022 | 全球能源、金属和国内煤炭供给偏紧 | 2021 年 10 月 PPI 13.5%、CPI 1.5%；生产资料贡献 PPI 涨幅的 99% | PPI—CPI 剪刀差创高，中下游成本和利润压力上升 |
| 2026 | 伊朗冲突、油价与金属上涨，叠加 AI 链价格 | 7 月 PPI 3.5%、生产资料 4.8%、生活资料-0.8%，CPI 0.5% | 与 2017 和 2021 更相似，尚未形成广泛消费通胀 |

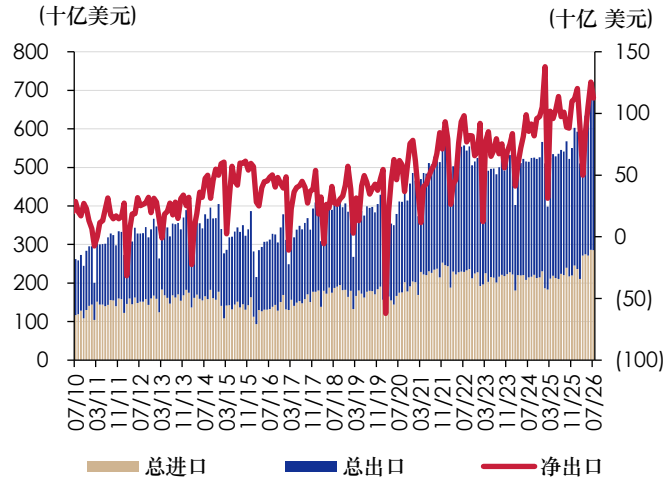
## Q7 | 出口缘何大超预期？有哪些潜在逆风？

2026 年出口超预期是 AI 价格周期、产品升级、市场多元化与外部供应冲击叠加。下半年仍有韧性，但贸易摩擦将从美国关税扩展到欧洲的行业防御、采购规则和经济安全工具。

上半年美元计价出口同比增长 17.6%、进口增长 26.6%；7 月出口增长 23.9%、进口增长 27.5%。出口强项集中在高技术产品、集成电路、计算设备、电力设备和汽车；进口金额则受到能源、金属和中间品价格抬升。7 月高技术出口继续大幅增长，集成电路出口金额接近翻倍，说明本轮外贸强势既有真实需求，也有价格效应。

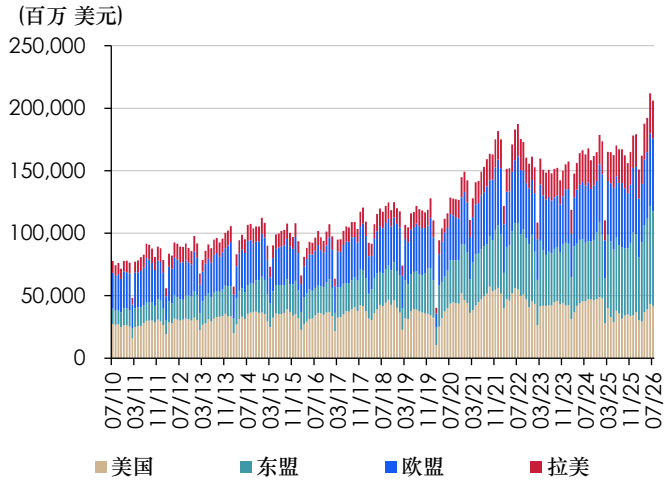
- 出口超预期主要有以下几个原因：一是全球 AI 资本开支强于预期，拉动存储、光通信、服务器、电力与散热链条；二是伊朗冲突和供应扰动抬高部分商品价格并改变贸易流向；三是企业在关税窗口和政策不确定性下提前出货；四是对欧盟、东盟和其他市场的多元化比预期更快。

**图表 43: 总进口和总出口双双强势**




*资料来源：海关总署、彭博、建银国际证券*

**图表 44: 市场多元化进一步深化**




*资料来源：海关总署、彭博、建银国际证券*

2026 年中国出口保持强劲，**直接拉动主要来自机电产品**，背后包含 AI 相关电子产品、汽车及电力设备，同时受到部分订单提前交付和出口市场多元化的支持。

- 按美元计，1–7 月中国出口 2.523 万亿美元，同比增长 18.5%；其中机电产品出口 1.609 万亿美元，增长 26.0%，占出口总额 63.8%。按金额倒算，机电产品贡献了约 84%的出口增量，是解释整体出口强势最直接的因素。细分来看，高新技术产品增长 40.7%，集成电路出口达到 2160 亿美元、增长 99.5%，汽车出口增长 54.9%，而传统劳动密集型产品明显落后于整体出口。

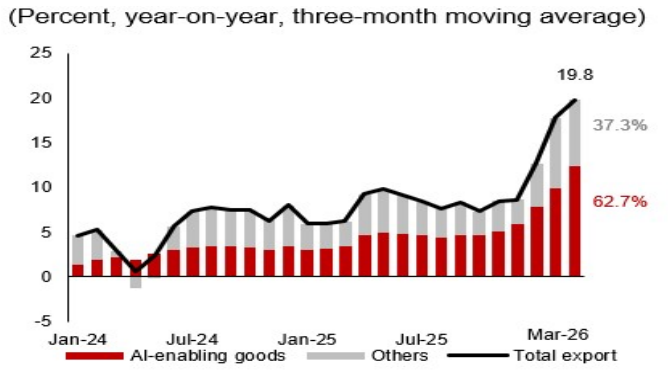
AI 周期解释了科技产品为何表现突出。**中国科技产品出口高增长与 2026 年亚洲 AI 硬件周期基本同步。**

- AMRO [5] 估算，中日韩及东盟 (ASEAN+3)承载了全球约一半的 AI 相关贸易，而 AI 相关商品贡献了该区域一季度约三分之二的出口增量；全球半导体销售额二季度环比增长 35.1%，显示芯片需求在 2026 年进一步加速。
- 亚洲主要科技出口经济体呈现相似结构：上半年韩国 ICT 出口增长 120.5%，其中半导体增长 162.5%；中国台湾出口增长 47.1%，二季度电子及 ICT 产品增长 56.9%；新加坡上半年非油出口增长 18.6%，二季度电子出口增长 88.1%。这说明中国出口强势并非孤立现象，而是全球 AI 投资通过芯片、存储、服务器、通信及电力设备向亚洲供应链扩散的结果。
- 中国主要通过电子零部件、存储、计算设备配套、光通信、电力设备以及区域加工贸易参与这一周期。而中国整体出口还同时受到汽车、电力设备和其他制造品需求支撑。

[5] *注：Kriti Andhare, "Five Key Takeaways from AMRO's July 2026 Quarterly Update of the ASEAN+3 Regional Economic Outlook," AMRO Blog, July 29, 2026, https://amro-asia.org/five-key-takeaways-from-amros-july-2026-quarterly-update-of-the-asean3-regional-economic-outlook/*

- 我们用集成电路和数据处理设备作为 AI 周期关联度高的科技硬件类别，按海关总署公布数量和我们团队的宽口径计算，集成电路和数据处理设备合计仅占中国出口总额的 15.2%，却贡献了约 40.5%的名义美元出口增量 6，合计出口增长 71.6%，明显高于其余商品的 12.3%。这说明 2026 年中国出口增长明显向科技硬件集中。与此同时，其余商品仍贡献了约 59.5%的出口增量，汽车、船舶、电力设备和其他机电产品同样是出口走强的重要来源。

**图表 45: 中日韩及东盟承载了全球约一半的 AI 相关贸易**




Source: S&P Global Trade Analytics; WTO AI-enabling product classification; AMRO staff calculations.
Note: Excludes Brunei, Cambodia, Lao PDR, and Myanmar due to data unavailability. AI-enabling goods refer to raw materials and processed chemicals; intermediate inputs; and equipment essential for AI development and deployment, defined by the WTO.

*资料来源：AMRO、建银国际证券；*

**图表 46: 科技硬件贡献了约四成 2026 年 1—7 月出口增量 [7]**

| 出口口径 | 2026 年 1—7 月 | 同比增速 (%) | 占出口总额* (%) | 占出口增量* (%) |
|---|---|---|---|---|
| 中国出口总额 | 25,226 亿美元 | 18.5 | 100 | 100 |
| 高新技术产品(海关口径) | 7,234 亿美元 | 40.7 | 28.7* | 53.1* |
| —集成电路 | 2,160 亿美元 | 99.5 | 8.6* | 27.4* |
| —自动数据处理设备及其零部件 | 1,663 亿美元 | 45.2 | 6.6* | 13.1* |
| 上述两项科技硬件代理合计 | 3,823 亿美元* | 71.6* | 15.2* | 40.5* |
| 剔除上述两项后的其他出口 | 21,403 亿美元* | 12.3* | 84.8* | 59.5* |

*资料来源：彭博、建银国际证券；测算值应用*标注*

价格上涨和供应链周转进一步放大贸易金额。

- 芯片价格上涨是 2026 年出口金额高增的重要组成部分。1—7 月中国集成电路出口金额增长 99.5%，出口数量仅增长 6.2%，对应平均单位价值粗略估算上升约 88%[8]。AI 服务器对高端存储的需求，以及高价值芯片占比上升，共同推高了出口单价。由此，集成电路出口接近翻倍主要体现为价格和产品结构升级，实物量扩张则相对温和。
- 进口端体现出同样的产业链和价格特征。1—7 月进口 1.835 万亿美元，同比增长 26.7%；其中机电产品进口约 7687 亿美元，增长 34.9%，贡献约一半的进口增量。原油进口量下降 13.2%，进口金额则受到能源价格上涨支撑。芯片、计算设备、能源和其他中间品构成了进口增长的主要来源，反映生产投入、上游涨价和产业链备货活动增加。
- 贸易方式进一步强化了这一特征。1—7 月一般贸易增长 14.5%，加工贸易增长约 31.4%，保税物流增长约 46.5%。加工贸易和保税物流明显跑赢，反映零部件跨境流动、保税备货、组装和转口活动加快。贸易额在区域供应链不同环节形成，而中国本地增加值主要来自其中的加工、制造和服务环节，因此贸易金额的扩张幅度通常高于国内增加值的实际增长。

出口繁荣向利润的传导仍然集中在部分行业，扩散有限。

- 出口和价格上涨已经改善工业利润，但受益主要集中在电子和上游原材料行业。1—7 月规上工业利润增长 17.6%，其中电子行业利润增长 1.1 倍，单独拉动整体利润增长 9.3 个百分点；集成电路行业贡献了电子行业超过八成的利润增量。能源和有色金属价格上涨又带动原材料行业利润增长 55.2%。
- 这意味着，2026 年中国出口强势主要来自 AI 科技链、汽车及部分高端设备需求，并受到芯片和能源价格上涨、加工贸易及保税物流扩张的进一步放大。利润修复也沿着相同路径集中在芯片、电子设备和上游原材料行业，向一般制造业、消费相关企业以及居民收入的扩散仍然有限；部分中下游企业还需要承担能源和原材料成本上升的压力。

[6] *注：上述 40.5%不能直接理解为“AI 贡献了中国 40.5%的出口增长”。集成电路包括存储芯片、功率芯片、成熟制程芯片和封装测试后再出口产品；数据处理设备也包括个人电脑、普通服务器及零部件。更准确的说法是：与 AI 周期关联度较高的两个科技硬件类别，贡献了约 40.5%的出口增量，其中只有一部分能够直接归因于 AI 需求。*

[7] *注：海关表直接公布 2025 年和 2026 年 1—7 月可比美元金额，因此合计增速和增量贡献均使用两期金额直接计算。高新技术产品与集成电路、数据处理设备存在重叠，53.1%只能单独观察，不能与下方两项相加。*

[8] *注：由于“集成电路”包含规格和价格差异很大的产品，这个指标为粗略计算的“平均单位价值”，不能直接等同于同一种芯片的市场价格。海关数据本身只能证明单位价值和产品结构发生了明显变化，不能单独识别其中多少来自存储芯片涨价。但这一估算与第三方数据基本吻合：TrendForce 数据显示，2026 年一季度传统 DRAM 合约价格环比上涨约 93%—98%；其当时预计二季度 DRAM 和 NAND Flash 合约价格将分别上涨 58%—63%和 70%—75%。*

另一方面，关税仍然是影响未来中国贸易不确定性的重要因素之一。

- 2025 年 10 月底釜山会面后，中美关税关系一度进入阶段性缓和。美方下调芬太尼相关关税，继续暂停更高档的“对等关税”，并延长部分传统 Section 301 商品豁免；但 2026 年 2 月最高法院否定 IEEPA 作为征税依据后，美国原有的第二任期关税体系失去主要法律基础。此后，美国先以 Section 122 维持临时关税，再通过 Section 301 和 Section 232 等传统贸易法重建关税框架。整体政策方向并未转向全面降税，而是从覆盖广泛、调整灵活的紧急权力工具，转向程序更完整、行业和议题针对性更强的贸易救济措施。

**图表 47: 2025 年以来美国对华关税政策演变**

| 时间 | 美国对华关税主要动作 | 政策影响 |
|---|---|---|
| 2025 年 10 月 30 日 – 11 月 | 釜山会面后，美方将芬太尼相关 IEEPA 关税下调 10 个百分点，并继续暂停 24 个百分点的高档“对等关税”，仅保留 10%的基础“对等关税”；同时将 178 项传统对华 Section 301 豁免延长至 2026 年 11 月 10 日 | 第二任期新增 IEEPA 关税由高位回落，关税政策进入阶段性休战 |
| 2025 年 11 月 10 日 | 美国暂停执行针对中国海事、物流和造船业的 Section 301 措施，为期一年 | 避免船舶收费等措施立即升级，同时保留后续恢复空间 |
| 2025 年 12 月 | USTR 裁定中国成熟制程半导体相关政策可依据 Section 301 采取行动，但将新增关税推迟至 2027 年 6 月，税率另行公布 | 保留半导体关税工具，但暂不破坏釜山会面形成的贸易休战 |
| 2026 年 2 月 20 日 | 美国最高法院裁定 IEEPA 不授权总统征收关税，此前针对中国的芬太尼关税和“对等关税”失去法律基础 | 当前法定税率不再包括 IEEPA 关税；传统 Section 301 及 Section 232 措施不受影响 |
| 2026 年 2 月 24 日 – 7 月 24 日 | 美国根据 Section 122 对多数进口商品临时加征 10%关税，法定期限为 150 天，中国商品亦在适用范围内 | 在 IEEPA 失效后临时维持关税底线，但该措施已于 7 月 24 日到期 |
| 2026 年 3 月 | USTR 分别启动“结构性产能过剩”和“强迫劳动”Section 301 调查，中国均被纳入调查对象 | 美国开始以程序更完整的 Section 301 替代 IEEPA，重新搭建关税体系 |
| 2026 年 6 月 | USTR 就设立 U.S.-China Board of Trade 及非敏感商品关税调整机制征求意见；市场披露双方可能各选择约 300 亿美元商品进行关税减免 | 关税豁免开始与采购、市场准入和贸易平衡安排结合，但尚无最终商品清单 |
| 2026 年 7 月 24 日 | Section 122 临时关税到期；同日，美国以“强迫劳动”为由，对中国多数非豁免商品实施 12.5%的 Section 301 关税 | 新的 12.5%关税成为第二任期目前仍有效的主要新增关税层 |
| 2026 年 8 月 | 市场报道称，美国可能根据“结构性产能过剩”调查，再对中国商品加征 7.5%关税 | 尚未见 USTR 最终公告，当前大部分税率计算并未计入这项潜在措施 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

## 美国对华关税目前大致处于 20% – 27%

- 不同口径 9显示，美国对华关税水平目前大致处于 20% – 27%的区间。第三方机构根据 2025 年商品贸易结构测算，现行政策下美国对中国商品的加权平均法定税率约为 26.9%左右；也有研究认为若按照关税收入与进口额的比例衡量，2026 年 6 月的实际征收率约为 20.3%，上半年累计约为 23.3%。两者之间的差异主要来自政策生效与清关时滞、商品豁免、不同关税之间的不叠加安排，以及进口结构向低税率品类调整。

- 与 2025 年初相比，第三方研究认为目前有效关税净增加约 6 个百分点；若以 2018 年贸易摩擦前为基准，则累计升幅接近 24 个百分点。这意味着，最高法院裁决虽然消除了 IEEPA 关税，并使美国对华税率较 2025 年高点明显回落，但 2018 年以来形成的主要关税壁垒并未被解除。

[9] *注：加权平均法定税率为 Tax Policy Center 基于 2025 年进口结构的模型测算，不包括反倾销税和反补贴税；关税收入/进口额口径来自 PIIE，其中 2026 年上半年累计值根据其月度底层数据计算。由于不同机构采用的贸易权重和测算方法并不完全一致，跨时期增量为近似比较。现行法定税率已经剔除到期的 Section 122 及被最高法院推翻的 IEEPA 关税，也未计入尚未正式落地的潜在 7.5%关税。*

**图表 48: 当前美国对华关税的主要政策组成**

| 特朗普关税的政策组成 | 是否计入当前20%-27%的关税测算 | 口径说明 |
|---|---|---|
| 最惠国基础税率 (MFN) | 是 | 贸易战前美国对华平均税率约为 3%，构成基础税率层 |
| 2018 年以来的传统对华 Section 301 | 是 | 仍是当前对华关税壁垒的主要组成部分，部分产品继续享有豁免 |
| 2024 年以来的战略性产品税率调整 | 是 | 主要集中在电动车、电池、半导体、太阳能等产品 |
| 强迫劳动 Section 301 关税 | 是 | 中国适用的名义税率为 12.5%，但存在产品豁免，Section 232 产品亦不重复适用，因此对平均税率的贡献低于 12.5 个百分点 |
| Section 232 及 Section 201 产品关税 | 是 | 主要覆盖钢铝及部分特定产品，与其他措施可能存在不叠加安排 |
| IEEPA 关税 | 否 | 最高法院已裁定 IEEPA 不授权总统征收关税，相关税率不再计入当前口径 |
| Section 122 临时关税 | 否 | 临时措施已于 2026 年 7 月 24 日到期 |
| 潜在新增 7.5%关税 | 否 | 尚未见 USTR 最终公告、商品清单和生效日期 |

*资料来源：Tax Policy Center、PIIE、USTR、综合媒体、建银国际证券*

## 最新变化：潜在 7.5%关税仍处于政策讨论阶段

- 近期市场关注美国可能对中国商品新增 7.5%关税。据媒体援引知情人士报道，该措施可能与 USTR 此前启动的“结构性产能过剩”Section 301 调查有关，并可能在下一次两国元首会晤前公布；但截至目前，USTR 尚未发布最终决定，媒体报道也未获得独立确认。因此，在正式 notice、商品清单、生效日期和豁免范围公布前，7.5%应被视为潜在政策情景，而不是已经生效的关税。
- 按 USTR 的政策叙事，中国通过产业补贴、低成本融资、国有企业的非商业性经营以及相对偏弱的国内需求维持较高制造业产能，并通过出口消化部分供给，由此对美国制造业投资、就业和贸易平衡造成压力。需要注意的是，这项“结构性产能过剩”调查覆盖包括中国、欧盟、日本、韩国和东南亚经济体在内的 16 个经济体，并非仅针对中国；7.5%是否最终成为中国特定措施，仍取决于 USTR 的最终裁定。
- 本轮变化的第一个重要信号，是美国关税政策的法律工具已经由 IEEPA 转向 Section 301、Section 232 等传统贸易法。最高法院于 2026 年 2 月裁定 IEEPA 本身不授权总统征收关税后，行政部门正在以程序更完整、针对性更强的贸易法工具重新搭建关税体系。Section 301 通常需要经过调查、征求意见、听证和最终裁定，政策落地速度慢于 IEEPA，但措施生效后仍可由 USTR 进行修改、暂停或给予产品豁免，因此具有较强的谈判工具属性。
- 第二个值得关注的信号是 7.5%的数字。中国方面此前披露，美方在谈判中承诺，替代 IEEPA 的新增关税最高控制在 20%左右；美国目前已经对中国实施 12.5%的强迫劳动 Section 301 关税，如果再增加 7.5%，两项名义税率相加恰好达到 20%。不过，美方公开文件尚未以相同措辞确认这一上限，因此 20%更适合作为谈判信号和情景假设，而不是具有法律约束力的税率承诺。
- 这里的“20%”指第二任期替代 IEEPA 措施的名义新增关税层，并不是美国对华总体平均关税。同样，如果 7.5%最终落地，也不能直接将当前 26.9%机械相加为 34.4%；实际增幅取决于商品覆盖范围、产品豁免、Section 232 排除以及不同关税之间是否允许叠加。

## 我们的判断：12.5%接近政策底线，7.5%构成可逆的谈判空间

- 综合现有信息，我们倾向于认为，潜在新增 7.5%更接近两国元首会晤前的筹码补充，而非已经确认的新一轮全面贸易战。12.5%的强迫劳动 Section 301 税率已经正式生效，程序基础相对完整，更接近现阶段美国新增对华关税的政策底线；潜在 7.5%则具有“可以执行，也可以暂停或撤回”的特征，为后续谈判保留空间。这里的“底线”是政策判断，并非法律意义上不可调整的永久下限。
- 此前中美还在讨论通过 U.S.-China Board of Trade，对双方各约 300 亿美元的非敏感商品实施关税减免。如果谈判取得进展，后续可能出现的安排包括：保留 20%的名义新增关税框架，但暂停其中 7.5%的执行；或者通过约 300 亿美元商品清单给予针对性豁免，使实际税负低于名义税率。第一阶段经贸协议期间，美国曾将部分 Section 301 税率由 15%下调至 7.5%，并暂停另一批尚未生效的 Section 301 措施，说明上述操作在现有法律框架下具备先例。

**图表 49: 潜在 7.5%关税的后续情景**

| 后续情景 | 可能的关税安排 | 市场含义 |
|---|---|---|
| 维持现状 | 7.5%不落地，现行 12.5%强迫劳动关税继续执行 | 当前加权法定税率维持在约 26.9%，政策扰动相对有限 |
| 先加后谈 | 7.5%正式落地，使相关新增关税名义上达到 20% | 关税筹码在会晤前补足，但仍保留后续暂停或下调空间 |
| 谈判减让 | 暂停 7.5%，或对约 300 亿美元非敏感商品给予豁免 | 名义税率框架可能保留，实际征收率和企业税负下降 |
| 措施扩大 | 7.5%覆盖范围较广、豁免有限，并与既有 301 税率叠加 | 对华加权平均税率明显上升，政策性质更接近新一轮贸易摩擦升级 |

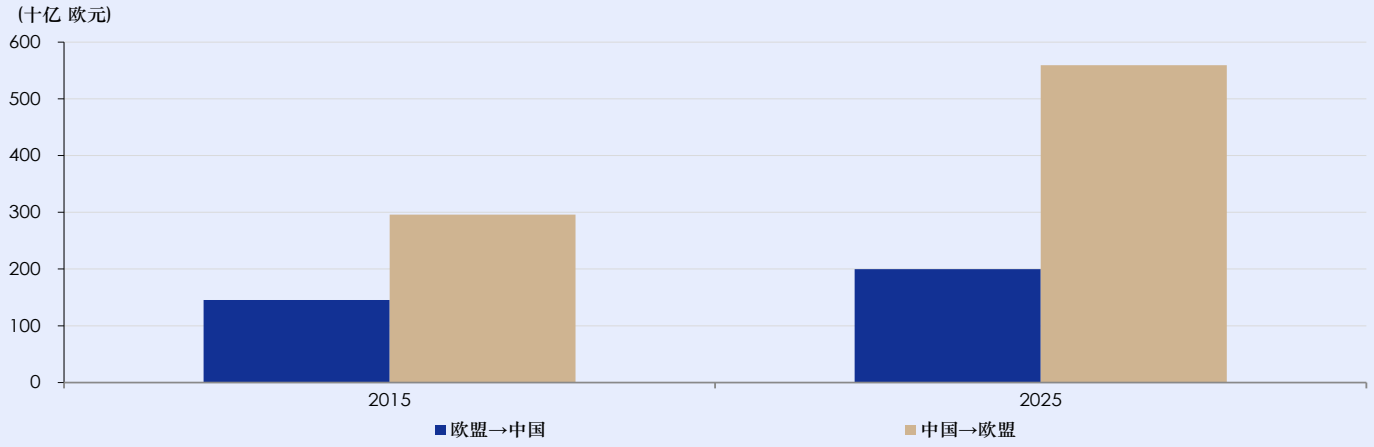
*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

## 专题研究四：中欧贸易摩擦风险不容小视

在过去二十年，中欧经贸关系具有较强的产业互补性。欧洲向中国出口汽车、机械设备、化工产品和消费品牌，中国则向欧洲提供价格较低的消费品、中间品和电子产品。中国市场的扩张能够转化为欧洲企业总部利润、欧洲本土生产和就业，因此主要成员国长期倾向于控制经贸摩擦的范围。

这一结构正在松动。中国内需增长放缓、本土企业替代进口以及欧洲企业在华生产本地化，使中国市场销售与欧洲本土出口、就业之间的联系减弱；与此同时，中国制造业开始在欧洲本土和第三方市场与欧洲企业直接竞争。

**专题表 50: 中欧商品贸易差距持续扩大**




出口技术结构的趋同，是中欧摩擦升温的重要背景。ECB 数据显示，中国中高技术产品占制造业出口的比例由 2019 年的 28%升至 2024 年的 42%，已经与欧元区的 41%基本相当。汽车、化工、电气设备和机械工程均属于这一层级，也是欧洲长期以来最重要的出口和就业部门。

| 中欧贸易风险传导渠道 | 主要暴露行业 | 欧洲可能采取的政策 |
|---|---|---|
| 美国关税推动部分中国出口转向欧洲 | 汽车及零部件、钢铁、机械、电气设备 | 反倾销、保障措施及进口监测 |
| 中欧产业结构和出口市场进一步重合 | 汽车、机械、化工、电池及绿色技术 | 反补贴调查、最低价格、配额及本地含量要求 |
| 欧洲提高贸易壁垒后，中国采取针对性反制 | 农产品、消费品牌、政府采购及关键原材料 | 采购限制、出口许可及产品关税 |

但另一方面，欧盟仍受到内部利益分歧以及对中国稀土、磁体、电池和部分电子供应链依赖的约束，短期内演变为中美式全面关税战的概率较低。基准情景仍是“管理式摩擦”：电动车关税继续保留，机械、化工、钢铁和绿色技术的贸易救济措施逐步增加，同时以最低价格、销量配额和在欧投资换取部分市场准入。

| 贸易冲突 | 中欧 | 中美 |
|---|---|---|
| 覆盖范围 | 以汽车、绿色技术、采购和补贴审查等重点行业为主 | 关税、技术出口管制、投资限制和金融制裁覆盖更广 |
| 政策协调 | 27 个成员国利益不同，法国偏保护，德国及部分中东欧国家更重视出口和投资 | 联邦政府决策更集中，跨部门经济安全工具更易协调 |
| 相互依赖 | 欧洲对中国关键工业投入品依赖较高，中国仍需要欧洲开放市场 | 美国对华高端技术杠杆更强，双方战略安全冲突更深 |
| 可能均衡 | 行业逐项谈判，以最低价格、配额、本地投资和采购准入控制摩擦 | 更可能维持长期、全面的战略竞争和高关税基线 |

## Q8｜城乡居民增收计划何时落地？

居民增收计划已经进入分阶段落地，而非等待一次统一政策包。再分配（育儿、教育、养老等家庭减负）已率先执行；劳动收入（最低工资、技能人才增收等）进入具体文件制定，是下半年确定性最高的增量；初次分配与财产性收入仍主要处于制度建设阶段。四季度重点观察工资端细则和综合增收框架能否进一步明确，政策能否从“财政补居民”走向“制度性增收入”。

我们认为，2026 年上半年居民增收政策已经出现较为明确的边际变化：政策正在从一般性的“增收减负”，进一步走向围绕工资形成、初次分配、财产性收入和社会保障的系统性安排。尤其值得关注的是，促消费政策开始由主要依赖商品端刺激，进一步延伸至改善居民现金流、降低家庭刚性支出和增强持续消费能力。

但这一转向仍不均衡：育儿、教育、养老等家庭减负政策已率先进入实际执行，最低工资、技能人才增收等工资端政策正在由制度部署走向具体文件制定，而初次分配与财产性收入仍主要处于制度建设阶段。因此，下半年真正需要观察的，不再是“会不会提出城乡居民增收计划”，而是工资端政策能否率先落地，并为低收入群体增收、初次分配和财产性收入政策的后续细化打开空间。

### 一、政策原文已经发生变化：从“增收减负”到“收入形成机制”

2026 年居民增收政策最值得重视的变化，已经可以直接从政策原文中看到。2025 年政府工作报告仍表述为“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负”；到 2026 年，政府工作报告则直接提出“制定实施城乡居民增收计划”，并进一步点名促进低收入群体增收、增加居民财产性收入、完善薪酬和社保制度等具体方向。国务院新闻办在政府工作报告解读中也明确称，这是政府工作报告层面“今年第一次提出实施城乡居民增收计划”。这意味着居民增收已经从促消费框架中的一项措施，上升为具有独立政策名称和明确工具方向的政策主线。

更深一层的变化在于，政策目标已不再停留于“增收减负”。2026 年“十五五”规划纲要明确提出“提高居民收入在国民收入分配中的比重”和“提高劳动报酬在初次分配中的比重”，并进一步要求完善劳动者工资决定、合理增长和支付保障机制，健全最低工资标准调整机制，加强企业工资分配宏观指导，加快构建技能导向的薪酬分配制度；同时提出增加城乡居民财产性收入、健全上市公司分红激励约束机制。政策因此从“居民收入能否增长”，开始向“增长成果如何在企业与居民之间分配、工资和财产性收入如何形成”推进。

进入 6—7 月，这一方向又从综合规划进入部门专项政策。国务院《实施就业优先战略“十五五”规划》单列“完善工资收入分配制度”，要求健全最低工资标准调整机制、完善工资指导线制度并加快构建技能导向薪酬制度；7 月《扩大消费“十五五”规划》则在“着力提升消费能力”章节明确提出稳步提高最低工资标准，并通过资本市场、社会保障和转移支付等多渠道促进居民增收。到 7 月 22 日，人社部已明确表示正在“研究制定 2026 年最低工资标准调整国家年度指导意见”，同时研究制定促进技能人才增收政策文件。政策状态已经从“规划提出”进入“具体文件制定”。

**图表 51: 居民增收政策由“目标升级”逐步进入“细则制定”**

| 时间 | 文件 | 政策原文 (摘录) | 相比此前的变化 |
|---|---|---|---|
| 2025 年 3 月 | 政府工作报告 | “多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负” | 增收仍主要作为提振消费中的一项措施，重点是中低收入群体和工资正常增长 |
| 2025 年 3 月 | 《提振消费专项行动方案》 | “以增收减负提升消费能力”；单列“城乡居民增收促进行动” | 第一次在促消费专项行动中单列居民增收，但不少工具仍处研究或起步阶段 |
| 2025 年 10 月 | “十五五”规划建议 | “实施城乡居民增收计划” | 从促消费措施上升为“十五五”收入分配改革主线，并明确“提低扩中”的结构目标 |
| 2026 年 3 月 | 政府工作报告 | “制定实施城乡居民增收计划” | 政府工作报告层面首次以独立“计划”部署，并点名低收入、财产收入、薪酬和社保四类抓手 |
| 2026 年 3 月 | “十五五”规划纲要 | “提高居民收入在国民收入分配中的比重”“提高劳动报酬在初次分配中的比重” | 从收入增速上升到分配结构目标，并明确工资决定、最低工资、技能薪酬及财产性收入等制度安排 |
| 2026 年 6 月 | 《实施就业优先战略“十五五”规划》 | “完善工资收入分配制度” | 工资端进入专门就业规划，工资决定、合理增长、支付保障、集体协商和技能薪酬被制度化 |
| 2026 年 7 月 | 《扩大消费“十五五”规划》 | “稳步提高最低工资标准” | 居民增收被直接纳入“提升消费能力”，并与财产性收入、社保、转移支付和公共服务形成闭环 |
| 2026 年 7 月 22 日 | 人社部例行发布会 | “研究制定 2026 年最低工资标准调整国家年度指导意见” | 从规划要求进入具体文件制定；同时推进技能人才增收政策文件，下半年落地确定性明显提高 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

这与 3 月年度报告中的判断形成了一次更清晰的“政策兑现检查”。年初 Q4 将居民增收拆分为劳动收入、初次分配、财产性收入和再分配四条主线；截至 8 月，政策已经基本沿着四条路径展开，但兑现节奏明显分化：再分配（育儿、教育、养老等家庭减负）率先进入执行，劳动收入（最低工资、技能人才增收等）正在从制度部署走向具体文件，初次分配（劳动报酬占比与工资形成机制）与财产性收入（分红回购、资本市场长期回报等）则仍主要处于制度建设阶段。因此，下半年的问题已经不是“会不会提出增收计划”，而是最低工资、技能人才增收等工资端政策能否率先落地，并进一步观察低收入群体增收、初次分配和财产性收入等领域能否从原则性安排走向可执行细则。

*资料来源：2025 年、2026 年《政府工作报告》，国务院新闻办公室，“十五五”规划纲要，《实施就业优先战略“十五五”规划》，《扩大消费“十五五”规划》，人力资源社会保障部，建银国际证券；截至 2026 年 8 月 21 日*

## 二、财政有没有真正“补居民”？核心不在总量搬家，而在新工具开始进入家庭现金流

判断政策是否发生结构性变化，不能把任何民生支出都当作新增消费刺激，也不能简单根据以旧换新额度变化推导“财政从商品搬到居民”。2026 年以旧换新仍安排 2,500 亿元，同时新设 1,000 亿元财政金融协同促内需专项资金，短期需求管理并没有退出。真正值得关注的是，政策工具开始从商品价格和融资成本，进一步扩展到直接改善家庭现金流和降低生命周期刚性支出。

更有意义的证据，是一些过去停留在研究或局部试点阶段的居民端政策开始形成明确预算和全国执行机制。育儿补贴是最典型的例子：2025 年 3 月仍是“研究建立”，制度正式实施后，中央财政 2025 年实际执行 903.58 亿元；2026 年预算进一步增至 999.3 亿元，同比增长 10.6%，国家基础标准为每孩每年 3,600 元。财政部 6 月已下达 999 亿元中央补助资金。与消费券和以旧换新不同，这类补贴不要求居民购买指定商品，而是直接改善家庭现金流。

免费学前教育则代表另一种路径：不是直接增加居民收入，而是降低家庭必须承担的固定支出。2026 年中央财政支持学前教育发展资金 458 亿元，较 2025 年执行数增加 125.62 亿元、增长 37.8%，主要由于 2025 年秋季开始实施的学前一年免保育教育费在 2026 年全年执行。该政策惠及超过 1,400 万名儿童，财政部测算可减轻家庭教育支出超过 200 亿元。

从居民资产负债表看，直接增收与减少刚性支出具有相近的现金流含义：可自由支配现金流不仅取决于名义收入，也取决于教育、生育、医疗和养老等必须支出。由此，2026 年居民端政策的变化并不是转向大规模无差别发钱，而是财政开始更系统地介入家庭生命周期成本，使促消费政策从“降低某件商品的购买价格”进一步延伸至“提高居民持续消费能力”。

*资料来源：财政部、中共中央办公厅、国务院办公厅、建银国际证券*

## 三、四条增收路径的兑现度已经明显分化：再分配先行，工资端正在接棒

沿用 3 月 Q4 的四条收入框架观察，当前政策兑现呈现明显的先后顺序。再分配端的育儿、教育、养老等家庭减负政策最容易通过财政预算直接落地，因此执行最快；劳动收入端已经从规划中的最低工资和技能薪酬安排进入具体文件制定；初次分配虽然首次在本轮规划中被更明确地落到“提高劳动报酬比重”和工资形成机制，但仍缺乏强约束、可执行的全国性制度；财产性收入政策表态明显升级，但数据兑现仍最弱。换言之，当前政策正在由“财政端先行”逐步向“收入形成机制”推进。

**图表 52: 年初四条居民增收路径的政策兑现度与下半年观察点**

| 增收渠道 | 3 月年度报告判断 | 截至 8 月政策兑现 | 下半年主要观察点 |
|---|---|---|---|
| 劳动收入 | 从“就业数量”转向“收入质量”，提高工资现金流稳定性 | “十五五”纲要和就业规划已部署最低工资、技能导向薪酬；7 月人社部进一步进入具体文件制定阶段 | 最低工资指导意见、技能人才增收政策能否正式出台并形成地方执行 |
| 初次分配 | 打通“企业改善→工资增长”的传导，提高劳动报酬占比 | 顶层目标已提升到“提高劳动报酬在初次分配中的比重”，工资形成机制更清晰，但可执行约束仍偏少 | 工资增长与企业盈利、生产率和产业支持政策之间是否形成更具体约束与激励 |
| 财产性收入 | 提升资本市场分红与长期回报，使其成为居民“第二收入引擎” | “十五五”纲要和消费规划均明确增加财产性收入、强化上市公司分红机制，但上半年居民财产净收入增速仍明显偏弱 | 分红回购、财富管理和长期资金入市能否转化为居民可感知的资产回报 |
| 再分配 | 通过养老、医疗、托育等降低长期支出不确定性 | 育儿补贴、免费学前教育等已进入预算化和全国执行，兑现度最高 | 观察待遇标准、覆盖面及“一老一小”等减负政策是否进一步扩围 |

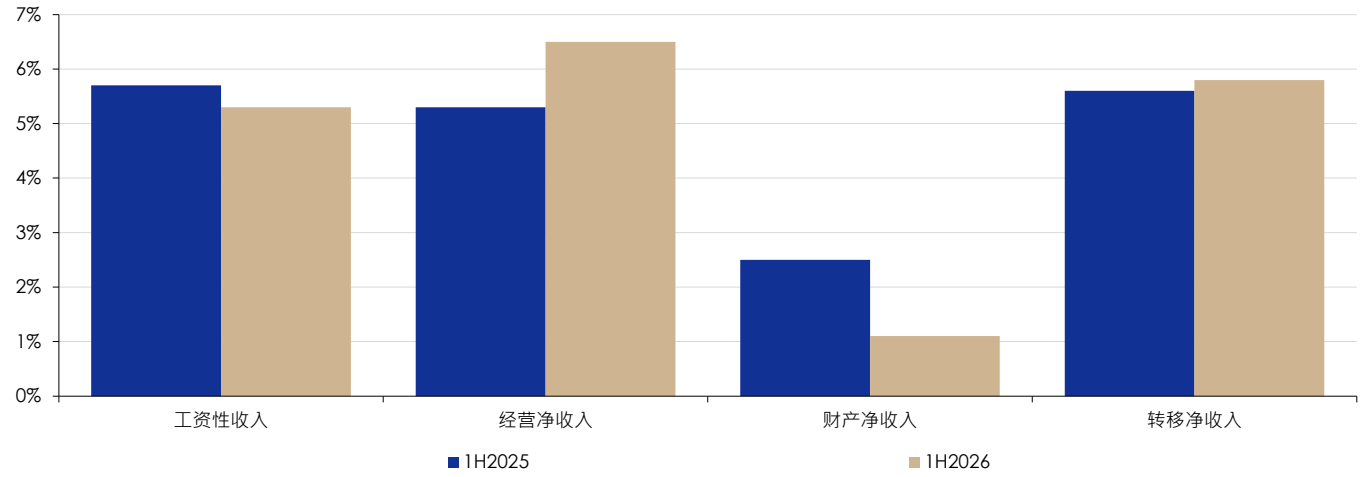
*资料来源：“十五五”规划纲要、财政部、人力资源社会保障部、国家发展改革委、建银国际证券*

## 四、数据也显示政策仍有必要继续推进：收入总量尚稳，但财产端和消费转化仍偏弱

上半年居民收入总量并不算弱。2026 年上半年全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.2%，实际增长 4.2%；但同期人均消费支出名义增长仅 3.7%、实际增长 2.7%。相比 2025 年上半年收入增长 5.3%、消费增长 5.2%的基本同步，今年收入与消费之间的名义增速差扩大至 1.5 个百分点，说明收入增长并未完全转化为消费。

收入内部的结构问题更加突出。2026 年上半年工资性收入增长 5.3%、经营净收入增长 6.5%、转移净收入增长 5.8%，但财产净收入仅增长 1.1%，较 2025 年上半年的 2.5%进一步放缓；城镇居民财产净收入甚至同比下降 0.1%。同时，全国居民人均可支配收入中位数增长 4.7%，低于平均数 5.2%。城乡相对收入差距则仍在持续收窄：城乡居民收入比由 2012 年的 2.88 降至 2025 年的 2.31；2026 年上半年农村居民收入增长 6.4%，继续快于城镇的 4.4%，城乡收入比同比由 2.42 降至 2.37。由此看，增收政策的边际重点已不只是继续缩小城乡差距：农村低收入群体和公共服务短板仍需补齐，同时也需更加关注城镇中低收入和中等收入群体的工资增长、就业质量和财产性收入修复。

**图表 53: 2026 年上半年居民财产净收入增速进一步落后于其他收入来源**




*资料来源：国家统计局、建银国际证券*

这也解释了为什么仅依靠再分配并不足以完成居民增收计划的全部目标。育儿、教育、养老等政策可以改善特定家庭的现金流和支出预期，但要让消费从政策托底转向更广谱的内生修复，仍需要工资性收入和财产性收入形成更加稳定的增长来源。特别是对城镇中等收入群体而言，房地产财富效应减弱后，财产收入和资本市场长期回报不足，已经成为消费能力修复的一项结构性约束。

## 五、下半年最值得关注什么？工资收入政策确定性最高，初次分配和财产收入更具结构意义

截至 8 月，最明确的下半年政策线索来自工资端。7 月 22 日人社部明确表示，正在研究制定 2026 年最低工资标准调整国家年度指导意见和促进技能人才增收政策文件，并提出下一步推动各地落实最低工资标准调整国家指导意见。这意味着工资端已经进入“中央形成指导—地方落实执行”的具体政策链条，是下半年最有可能率先兑现的增收抓手。

国家发展改革委的政策研究进度则提供了另一条时间线。就业收入分配和消费司 4 月启动“促进城乡居民增收政策举措研究”，5 月确定北京师范大学和北京大学中国社会科学调查中心为承担单位，课题要求最迟 10 月 31 日提交最终成果。课题研究本身不等同于正式政策发布时间，但至少说明截至二季度，城乡居民增收计划的部分顶层制度仍在深化论证，因此四季度仍是观察综合框架进一步清晰的重要窗口。

**图表 54: 2026 年下半年城乡居民增收政策观察重点**

| 政策方向 | 截至 8 月进展 | 下半年关键观察 |
|---|---|---|
| 工资性收入 | “十五五”纲要及就业、消费专项规划均已明确最低工资和技能导向薪酬；7 月人社部进一步进入具体文件制定阶段。 | 最可能率先落地。关注最低工资指导意见的幅度和地区执行节奏，以及技能人才增收政策能否形成工资分配和企业激励的具体安排。 |
| 低收入群体增收 | 政府工作报告将其列为增收计划的重要方向，但目前尚未形成辨识度较高的全国性专项政策包。 | 关注就业、救助、社保和工资政策能否形成更明确的组合式工具。 |
| 初次分配 | “提高劳动报酬在初次分配中的比重”已经上升为规划目标，但执行层面仍主要依靠工资增长、集体协商和企业工资指导等机制。 | 关注是否出现更具约束力的工资合理增长机制，以及企业盈利向劳动报酬传导的具体安排。 |
| 财产性收入 | 增加居民财产性收入、强化上市公司分红等方向已经明确，但上半年财产净收入增长仍明显偏弱。 | 关注资本市场长期回报、上市公司分红及居民资产配置机制是否出现新的制度安排。 |

*资料来源：政府工作报告、“十五五”规划纲要、国家发展改革委、人力资源社会保障部、建银国际证券；截至 2026 年 8 月 21 日*

## 六、如何定义“进入落地期”？从“财政补居民”走向“制度性增收入”才是第二阶段

因此，下半年不能因为育儿补贴继续发放、养老金继续调整或以旧换新继续执行，就简单宣布城乡居民增收计划已经全面进入第二阶段。这些政策更多是在夯实育儿、养老等家庭减负和社会保障支持。真正构成新的政策催化，应是收入形成机制出现全国性细则：工资端形成最低工资和技能人才增收等指导文件，低收入群体支持从分散的就业、救助和社保政策进一步形成更清晰的增收组合；如果初次分配和财产性收入也从原则表述进入可执行制度，则政策含义更强。

在这一意义上，2026 年的政策变化可以分为两个阶段：上半年主要完成政策框架升级，并由育儿、教育、养老等家庭减负政策率先形成实际执行；下半年则要验证“居民收入是怎样形成的”能否进一步发生变化。如果工资、初次分配和财产性收入政策进入细则执行，促消费政策才可能真正从“财政补居民”走向“制度性增收入”。

## Q9 | 人民币未来走势如何?

人民币 2026 年走强，不是简单的“美元弱—结汇潮”故事。年初以来月度收汇结汇率反而边际回落，但跨境收入和贸易顺差的底盘更大，使结汇绝对额与结售汇顺差仍处高位；国内再通胀交易改善增长、盈利和人民币资产回报预期；同时，此前相对低通胀形成的实际有效汇率折价，尚未被名义升值与国内价格回升完全修复。我们预计年末美元兑人民币约 6.70，期间人民币仍有阶段性进一步走强的可能，不排除在岸或离岸汇率一度触及 6.70 甚至更强水平，但年内整体仍以 6.65 – 6.85 区间内的双向波动为主。

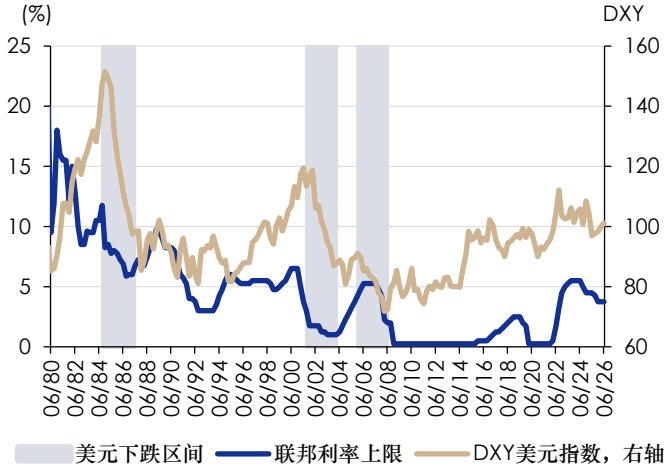
传统人民币框架主要看美元指数、中美利差、风险偏好和政策中间价。但是 2026 年需要再加入两个数量变量：外汇收入的规模，以及其中真正被兑换成人民币的比例。我们观察到去年年末到今年年初，企业结汇率曾经一度上行，此后尽管出现边际回落，但因货物顺差和跨境收入增长，较低比例乘以更大底盘，结汇金额仍处于较高水平。

**图表 55: 2026 年下半年人民币汇率的主要驱动因素 46**

| 变量 | 人民币走强信号 | 人民币走弱信号 | 2H2026 判断 |
|---|---|---|---|
| 美元／美联储 | 美元回落、美国降息 | 美国通胀黏性、加息提前 | 仍重要，但无法单独解释今年人民币韧性 |
| 美中名义／实际利差 | 中国实际利率上行更快或美国回落更快，美中利差收窄 | 美国实际利率上行更快或中国回落更快，美中利差扩大 | 中美实际利率均回升；美中实际利差仍偏不利，但近期边际收窄 |
| 实际有效汇率估值 | 实际有效汇率低于中期均衡水平，估值折价有待修复 | 名义升值或国内价格相对海外回升，使实际汇率折价快速收敛、进一步升值空间缩小 | 折价仍有一定修复空间，但学术界和业界对于实际有效汇率有不同的估算方式 |
| 贸易与跨境收入 | 出口与货物顺差保持高位 | 价格脉冲退潮、进口付汇上升 | 当前最强的外汇供给底盘 |
| 收汇结汇率 | 贬值时逢高结汇、待结汇盘释放 | 升值时结汇意愿下降、自然对冲增加 | 年初以来观察月度比率边际回落，不宜假设持续“结汇潮” |
| 政策与资本流动 | 中间价稳定、外资回流 | 对外投资、贸易摩擦和风险事件 | 政策容忍双向波动，不追求单边或特定点位 |

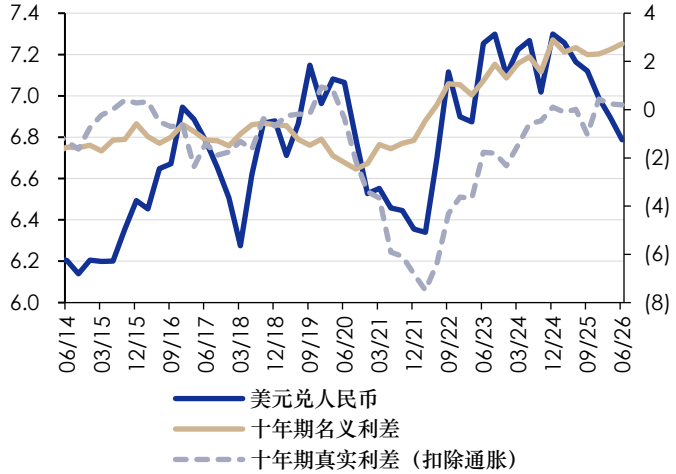
*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

**图表 56: 外部方面，近年去美元化和加息恐慌驱动 DXY 走势反复，但人民币在近期 DXY 升值中仍然坚挺**




*资料来源：彭博、建银国际证券*

**图表 57: 中美实际利率同步回升，美中实际利差近期边际收窄，人民币利率端压力有所缓和**

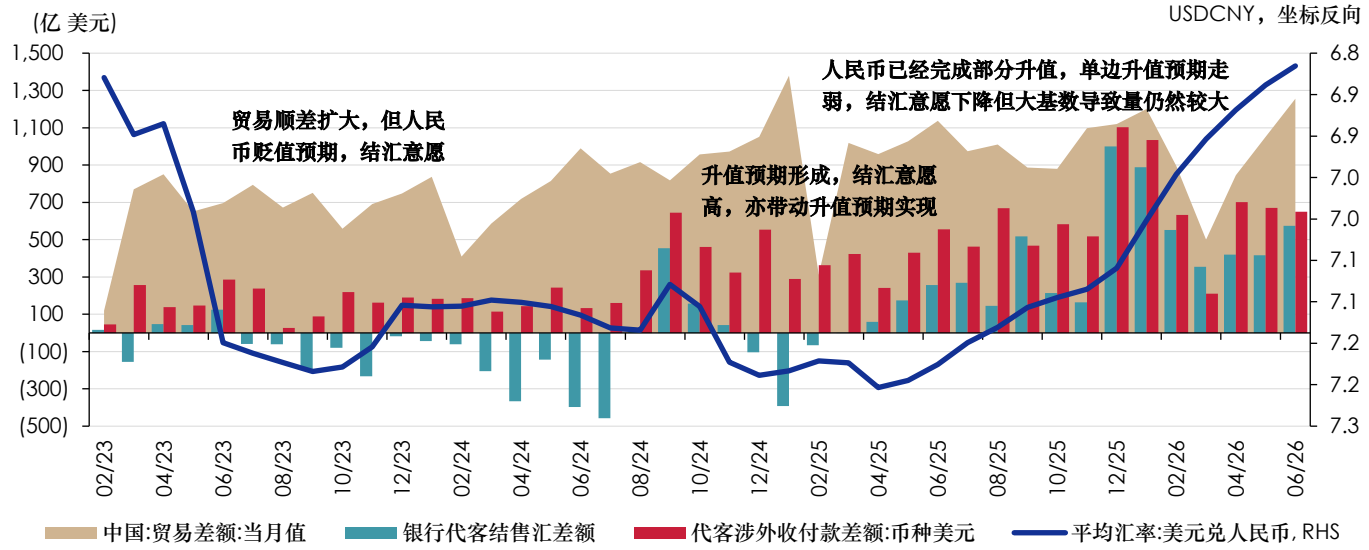



*资料来源：彭博、建银国际证券*

短期驱动更为复杂，主要包括企业结售汇行为与央行预期管理：

- **2026 年货物贸易和跨境收入抬高了可供结汇的基数，**同时 2022 年以来实际有效汇率折价也在部分修复。微观结汇行为方面，剔除远期履约后的收汇结汇率在年初强势，后几个月略微下降，外汇局广义口径的上半年结汇率则为 65%、与 2025 年大体持平。两组数据口径不同，却共同说明当前人民币获得的支撑主要来自更大的外汇收入底盘，而非结汇比例持续上行。

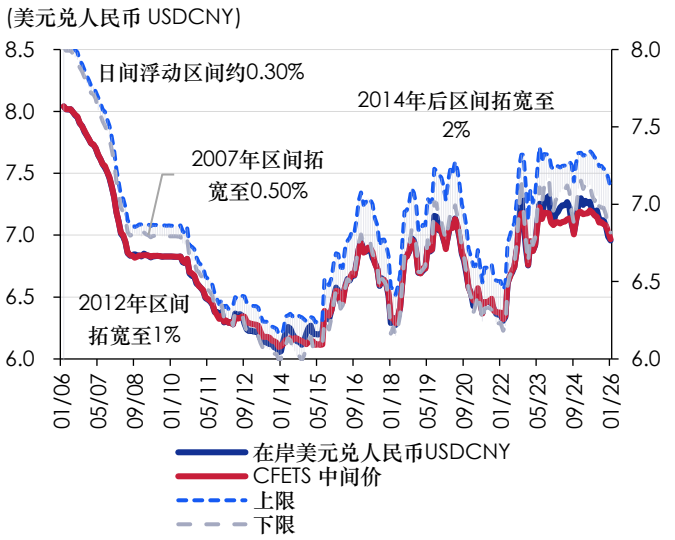
**图表 58: 从年初到现在，随着人民币升值，结汇比例边际走弱，但因为外汇收入基数走高，整体结汇金额仍然较高**




*资料来源：彭博、外汇管理局、海关总署、同花顺、建银国际证券*

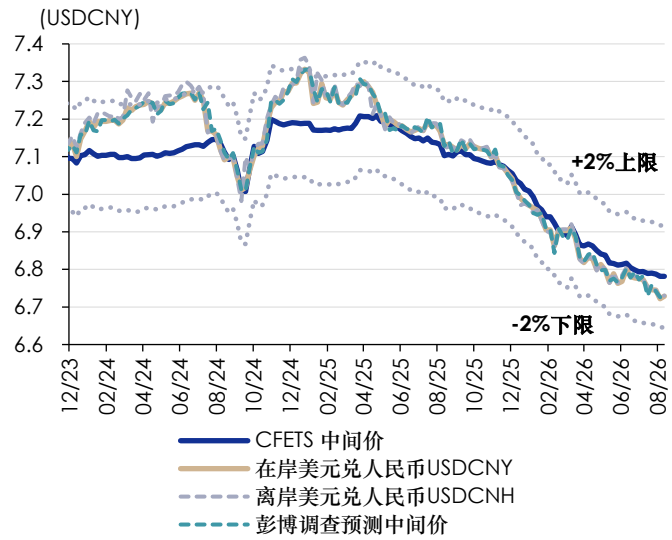
- 人民币的预期管理
  - 运行机制层面：在数十年的市场改革后，人民币管理浮动基本形成“中间价 — 在岸 — 离岸”：通过中间价与波动区间 (目前为中间价上下±2%)管理稳定预期，并在离岸通过流动性/利率工具管理，随后推动中间价、在岸与离岸逐步“三价合一”；
  - 在 2023—2025 年前期，人民币主要面临贬值压力，此时官方公布较强的人民币中间价，防止单边贬值预期的强化；到 2025 年底，人民币的升值预期形成，官方公布的人民币中间价与市场预期比较，更为温和，政策上更倾向人民币的有序升值；
  - 2026 年以来，我们看到中间价和实际在岸、离岸价格进一步偏离，这进一步说明央行维护人民币双向波动、推动有序升值的政策取向。

**图表 59: 人民币运行机制框架决定 USDCNY 围绕中间价波动**




*资料来源：CFETS、彭博、建银国际证券*

**图表 60: 2026 年以来，中间价预期引导有序升值，实际交易价格进一步偏离**




*资料来源：CFETS、彭博、建银国际证券*

## 专题研究五：人民币或仍处于渐进式价值重估阶段

人民币“历史性低估”的外部讨论在 2026 年进一步增强。IMF 最新外部部门评估显示，2025 年中国经常账户顺差升至 GDP 的 3.8%，经周期调整后的顺差为 3.6%，明显高于其估计的 0.6%合理水平。按照经常账户缺口与实际汇率之间的关系，IMF 推导人民币实际有效汇率低估中值为 21.3%，低估区间为 17.3%—25.3%，较上一年度评估的 8.5%明显扩大。这一变化反映的既有低通胀造成的价格竞争力积累，也有国内投资和消费偏弱所对应的储蓄过剩。

这一结果不宜直接理解为人民币还要对美元升值 21%。IMF 的两种直接汇率回归模型仅显示人民币处于大体均衡至轻微低估状态，说明汇率估值高度依赖模型选择。经常账户模型回答的是：如果中国储蓄率、投资率和内需回到更接近基本面的水平，需要多大幅度的实际汇率调整；它并不回答美元兑人民币应在短期内运行到哪个点位。人民币低估的修复既可以通过名义汇率升值完成，也可以通过国内价格回升、工资和服务价格上涨以及进口需求扩大完成。

2026 年的特殊之处在于，名义汇率已经开始修复，国内外价格差却仍未完全收敛。IMF 数据显示，截至 2026 年 3 月人民币实际有效汇率虽然较 2025 年平均水平升值 2.8%，但仍较 2021 年低 11.8%。与此同时，上半年经常账户顺差达到 3,794 亿美元，国际收支口径货物贸易顺差达到 5,263 亿美元。经常账户形成的外汇收入，部分通过企业和银行结汇进入境内市场，另一部分则转化为境内主体持有的海外资产，因此强劲顺差与资本金融账户流出可以同时发生。

人民币价值重估因而更可能表现为中枢缓慢上移，而非形成 2005—2008 年式的单边升值。随着人民币走强，企业减少即期结汇、增加外汇留存和自然对冲，进口企业也会增加逢低购汇；银行结售汇顺差更多转化为银行境外资产，而不会像过去一样全部形成央行外汇占款。市场自身的调节机制将限制汇率升值的速度和幅度。

我们的判断是，人民币均衡中枢已经由 7 附近逐步向 6.7 附近移动。外需、经常账户和实际汇率估值仍支持人民币偏强运行，6.70 下方可以出现；但只要国内价格修复仍然温和、中美利差保持倒挂、居民和企业继续增加海外资产配置，人民币就难以复制过去的单边升值。年末 6.70 附近既体现价值重估，也保留了汇率服务于稳增长和外贸稳定的政策空间。

**专题表 61：历次人民币快速升值的驱动与本轮差异**

| 阶段 | 大致幅度 | 核心驱动 | 与 2026 对比 |
|---|---|---|---|
| 2005–2008 | 8.11 至 6.83，约+16% | 汇改、经常与资本双顺差、高增长和升值预期 | 当时央行持续买汇、升值更单边；当前资本流动更双向 |
| 2010–2014 | 6.83 至 6.04，约+12% | 危机后增长与利差优势、资本流入、向均衡汇率收敛 | 当前中美利差相反，主要依靠经常账户和真实汇率修复 |
| 2017 | 全年约+6.8% | 美元转弱、国内复苏、逆周期因子与预期逆转 | 本轮美元因素解释不完全，贸易顺差权重更大 |
| 2020–2021 | 阶段累计约+10% | 疫情出口、较高利差、证券流入和美元回落 | 当前利差和资本流入弱于当时，升值速度理应更温和 |
| 2025–2026 | 至今约+8% | 历史高位顺差、实际汇率低估、人民币补涨与政策稳定预期 | 结汇比例没有单边上升，价值重估与自动稳定器并存 |

## Q10 | 未来需要观察哪些重要事件窗口？

从今秋到 2027 年两会，中国经济将连续经过外部关系重新定价、国内政策定调和年度预算落地三个窗口，而重心在于外部不确定性能否下降到企业愿意恢复订单和投资，国内政策能否把资源更有效地传导至居民收入、房地产和有效投资。

从今秋到 2027 年两会，中国经济将连续经过外部关系重新定价、国内政策定调和年度预算落地三个窗口。中美、中欧谈判决定出口与汇率的尾部风险，美国中期选举决定 2027 年贸易政策面临的政治约束，三季度数据、中央经济工作会议与两会则把储备政策逐步转化为增长目标和财政规模。2026 年下半年的“谋定后动”，将在这些窗口中逐步完成定价。

**图表 62: 未来主要事件窗口**

| 时间窗口 | 主要事件 | 重点观察 | 对中国经济的含义 |
|---|---|---|---|
| 9 月下旬，待确认 | 中美秋季高层会晤 | 关税、农产品、科技与出口管制能否形成可执行清单 | 决定四季度出口尾部风险，以及企业是否继续抢出口 |
| 2026H2 | 中欧电动车价格承诺与市场准入谈判 | 最低进口价、销量约束、在欧投资、补贴认定及监督机制 | 决定摩擦能否由普遍关税转向企业化解决方案 |
| 10 月中旬 | 三季度 GDP 及 9 月经济数据 | FAI 能否向全年约-5%收敛，地产量价、PPI 和消费修复情况 | 决定中央经济工作会议对增量政策必要性的判断 |
| 11 月 3 日 | 美国中期选举 | 国会控制权、关键州结果及对华议题的选举动员 | 改变 2027 年关税、产业补贴和科技限制的政治约束 |
| 11 月 10 日前后 | 部分中美经贸安排到期 | 关税暂停和 301 排除是否续期、扩大或并入新的安排 | 直接影响 2027 年订单、库存和供应链布局 |
| 11 月 18 日-19 日 | APEC 第三十三次领导人非正式会议 | 区域贸易、数字经济、AI、供应链合作及双边会见 | 检验秋季高层共识能否进入多边和执行层面 |
| 12 月中旬 | 中央经济工作会议 | 增长目标倾向、财政力度、居民增收、地产和城市更新 | 把“储备政策”转化为 2027 年预算和工具安排 |
| 12 月 14–15 日 | 迈阿密 G20 领导人峰会 | 全球失衡、贸易、汇率、AI 治理及可能的中美互动 | 可能成为年内外部关系的收官和 2027 年的定调窗口 |
| 2027 年 1–3 月 | 新一届美国国会、地方债前置发行及全国两会 | 赤字率、专项债、超长期特别国债、GDP 目标和地产政策 | 最终确认 2027 年内需能否接替外需成为增长支撑 |

*资料来源：综合媒体、建银国际证券*

### 一、未来半年不宜期待一次性“大刺激”，而是观察三道政策窗口能否相互衔接

过去几年的经验表明，宏观环境的转折往往不会由一次会议或一项政策独立完成。外部关系首先改变出口和供应链的尾部风险，企业随后调整订单、库存和资本开支，国内政策最后通过预算、债券发行和项目执行落实到经济数据。从这一角度看，2026 年秋季至 2027 年两会之间的事件并非彼此孤立，而是一条从外部预期、国内定调到政策落地的连续链条。

第一道窗口是外部关系的重新定价。中美高层互动、11 月经贸安排到期、深圳 APEC 和迈阿密 G20 将依次检验年内形成的经贸缓和能否转化为跨年度安排；中欧电动车价格承诺及市场准入谈判则决定欧洲方向的摩擦能否继续局限在少数行业。第二道窗口来自美国政治周期。11 月中期选举不会直接决定某一档关税，却会改变国会控制权、产业政策立法和行政部门使用关税及出口管制工具的边际约束。第三道窗口落在国内。三季度经济数据决定逆周期政策的必要性，中央经济工作会议决定 2027 年的政策基调和优先级，地方债前置发行和全国两会最终确认财政规模。

### 二、中美关系的关键除了高层会晤外，更在于“休战”能否进入执行

2026 年中美关系已经由年初的高强度摩擦逐步转向边谈边执行。秋季高层会晤、11 月经贸安排到期、APEC 和 G20 构成一组连续窗口：秋季会晤负责形成政治框架，11 月到期节点检验既有安排能否续期，APEC 和 G20 则观察框架能否扩大到区域合作、全球失衡和科技治理等更长期议题。

市场对中美关系的定价需要分为三层。第一层是双方是否维持高层沟通，它决定极端情形发生的概率；第二层是关税、农产品采购、稀土及科技出口管制能否形成可核验的行动清单，它决定企业是否愿意恢复正常订单和库存；第三层是这些安排能否跨过美国中期选举和 11 月到期节点，它决定短期休战能否转化为 2027 年的相对稳定框架。

对中国增长而言，最重要的传导变量依然是企业行为。如果高层互动停留在原则性表述，出口企业仍会提前安排订单和出货，随后面临库存回落和基数压力；如果双方能够形成跨年度、分阶段执行的安排，企业抢出口的必要性将下降，订单和制造业投资反而可能更加平稳。因此，中美关系改善对增长的积极影响未必首先体现为出口增速进一步上升，更可能体现为出口回落幅度收窄、投资期限重新拉长以及人民币风险溢价下降。

## 三、中欧谈判决定外部摩擦会否继续局限于行业层面

中欧关系与中美关系的政策逻辑并不相同。欧洲面临的核心问题是产业竞争、贸易逆差和本地就业，政策工具更强调反补贴调查、最低进口价、本地投资和可监督的企业承诺。电动车价格承诺谈判的意义，正在于能否用企业化、可执行的方案替代统一的高关税。

如果价格承诺能够兼顾最低进口价格、销量、在欧生产及监督机制，欧洲贸易措施可能继续局限在电动车和少数绿色产业，中国企业也可以通过本地化生产和供应链投资保留欧洲市场。如果谈判进展有限，欧洲对“产能过剩”和贸易失衡的关注可能由电动车进一步扩展到机械设备、医疗器械、化工和其他绿色产品。中欧谈判因此不仅影响汽车出口，也决定中国制造业外部风险是否从单一市场摩擦逐步演变为主要发达经济体的协调行动。

## 四、美国中期选举将改变政策工具，却很难逆转对华竞争方向

11 月 3 日美国中期选举是外部政策的另一处分水岭。选举前，两党均有动力强化关税、制造业回流和对华科技限制等议题，贸易政策措辞可能继续偏强。选举之后，国会控制权和关键委员会结构将决定产业补贴、投资审查、出口管制和对华立法的推进方式。

如果行政部门与国会分属不同政党，全面立法的难度可能上升，但行政部门也可能更多使用关税、实体清单和出口管制等单边工具；如果执政党维持较强的国会控制力，产业政策和对华限制可能获得更系统的立法支持。两种结果都不意味着对华政策方向发生根本逆转，差别更多体现在政策的覆盖范围、执行速度和可预测性。对市场而言，中期选举后的核心观察点应从竞选语言转向政策工具：行业性限制是否扩大、既有关税是否延续，以及经贸谈判能否形成对行政措施的约束。

## 五、国内政策窗口决定外部环境改善能否真正转化为内需

所有外部窗口最终都要落到国内增长。三季度数据、中央经济工作会议和 2027 年两会构成国内政策的三个阶段。三季度数据负责验证经济运行中最突出的预期差：固定资产投资能否由当前低位向全年约-5%收敛，核心城市房地产量价能否停止进一步下行，PPI 修复能否由上游向中下游扩散，以及居民消费能否摆脱补贴集中行业的局部改善。

中央经济工作会议通常负责明确下一年度的政策排序，但不会一次性公布全部财政规模。若三季度经济仍能维持 4.6%或以上的增长，外部风险有所缓和，地产和投资不再加速下滑，会议更可能延续“存量政策加快兑现、增量工具保持储备”的组合；若外需、房地产和固定资产投资同时转弱，储备工具则需要更早转化为中央财政、准财政工具、居民增收和城市更新安排。

2027 年初地方债发行、重大项目清单和全国两会将完成最后一步确认。赤字率、专项债、超长期特别国债以及中央对地方转移支付决定财政资源总量，居民增收、房地产去库存和城市更新政策决定资金投向，项目开工和资金支付则决定这些资源能否真正形成投资和需求。因此，中央经济工作会议主要回答“政策向哪里发力”，全国两会进一步回答“投入多少资源”，其后的财政执行才回答“形成多少增长”。

## 六、从事件新闻走向宏观判断，需要跟踪三条传导链

未来半年事件较多，但判断经济方向仍可归结为三条传导链。

第一条是外部环境到企业订单。需要观察关税安排能否跨年、出口订单是否由提前交付回到正常排产，以及制造业企业是否延长资本开支周期。第二条是国内定调到财政落地。会议表述只有进一步转化为预算规模、债券发行、财政支付和项目施工，才会进入固定资产投资和 GDP。第三条是外汇收入到人民币汇率。贸易顺差提供外汇收入底盘，但最终汇率仍取决于企业结汇、居民和企业对外投资以及政策对汇率波动速度的调节。

综合来看，2026 年下半年并不存在一个可以独立改变经济轨迹的单一时间窗口。基准情形下，中美和中欧摩擦仍将持续，但极端升级风险保持可控；国内政策在中央经济工作会议前继续观察既有政策效果，会议之后逐步转向 2027 年预算和项目的前置安排。若外部风险下降、房地产停止进一步恶化，政策将更强调存量兑现和结构调整；若外需与地产同步转弱，增量工具的推出时间将相应提前。

“谋定后动”在这一阶段并不意味着等待。它意味着政策在观察 K 型分化、外部谈判和地产调整之后，逐步明确资源投向，并在中央经济工作会议、地方债前置发行和全国两会之间完成从政策储备到实际规模的转换。未来半年最重要的信号，正是这三道窗口能否最终汇合为 2027 年内需的接力。

**分析师证明：**

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息／非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**免责声明：**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显着不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及／或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在读阅本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、

损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（"建银国际证券"）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**
**香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼**
**电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097**