联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

宏观经济信用观察

（二零二六年三季报）

经济增长边际回暖
结构分化格局延续

主要经济指标情况

指标名称	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3
GDP 当季值(万亿元)	35.4	38.8	33.4	36.2	**37.5**
GDP 当季同比(%)	4.8	4.5	5.0	4.3	**4.5**
工业增加值增速(%)	6.2	5.9	6.1	5.4	**5.3**
固定资产投资增速(%)	-0.5	-3.8	1.7	-5.7	**-7.2**
房地产投资增速(%)	-13.9	-17.2	-11.2	-18.0	**-20.6**
基建投资增速(%)	3.3	0.6	8.9	-2.4	**-4.2**
制造业投资增速(%)	4.0	0.6	4.1	-1.2	**-2.1**
社零增速(%)	4.5	3.7	2.4	1.3	**1.1**
出口总额增速(%)	6.1	5.4	14.7	17.5	**21.3**
进口总额增速(%)	-0.9	0.3	23.6	26.7	**27.5**
CPI 涨幅(%)	-0.1	0.0	0.9	1.0	**0.9**
PPI 涨幅(%)	-2.8	-2.6	-0.6	1.5	**2.3**
调查失业率均值(%)	5.2	5.1	5.3	5.1	**5.2**
社融存量增速(%)	8.7	8.3	7.9	7.4	**7.1**
宏观杠杆率变动(百分点)	1.9	0.1	6.9	-1.1	**-0.3**
工业企业利润增速(%)	3.2	0.6	15.5	18.7	**15.5**

注：1. GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2. 工业增加值、固定资产投资、社零、出口、价格指数、工业企业利润均为累计同比增速；3. 调查失业率为季度均值；4. 社融存量增速为期末值；5. 出口、进口数据均以美元计价；6. 宏观杠杆率变动为季度环比变动

数据来源：国家统计局、中国人民银行、国家资产负债表研究中心、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2026 年前三季度，GDP 同比增长 4.6%，三季度增速较二季度边际回升。新动能对增长的支撑进一步增强，高技术制造与装备制造业引领作用突出，一定程度上对冲了传统部门的下行压力。需求端“外强内弱”格局延续：出口三季度增速进一步加快，固定资产投资整体下降，消费弱修复延续。物价方面，CPI 温和上涨，PPI 涨幅扩大，价格回暖仍以上游和输入性因素为主，终端需求对价格的拉动偏弱。展望后续，宏观经济有望延续“外需韧性托底、内需政策托底、新动能持续发力”的格局。
- 宏观信用表现方面，前三季度，信贷“降速提质”延续，直接融资对贷款的替代加速。居民部门主动去杠杆持续深化，“多存少贷”特征较上半年更为突出；政府加杠杆仍是信用扩张的主要支撑。工业企业利润增速高位放缓，电子与上游行业主导格局强化，中下游拖累加深。商业银行资产质量总体平稳，零售不良压力犹存，主动出清节奏加快；信用利差全面收窄，等级分化有所缓解。
- 宏观政策环境方面，前三季度，货币政策延续“适度宽松”基调，总量工具保持克制，结构性工具在季末集中加码，PSL 降息扩围与科创、支农支小再贷款扩容成为主要发力方式；财政政策保持积极取向，季末盘活地方债结存限额、推出购房贷款贴息；产业政策聚焦“六张网”与“人工智能+”，新质生产力制度支撑进一步强化。四季度政策重心将从工具出台转向落地见效，逆周期调节力度有望继续，确保完成全年经济增长目标。

联合资信研究中心

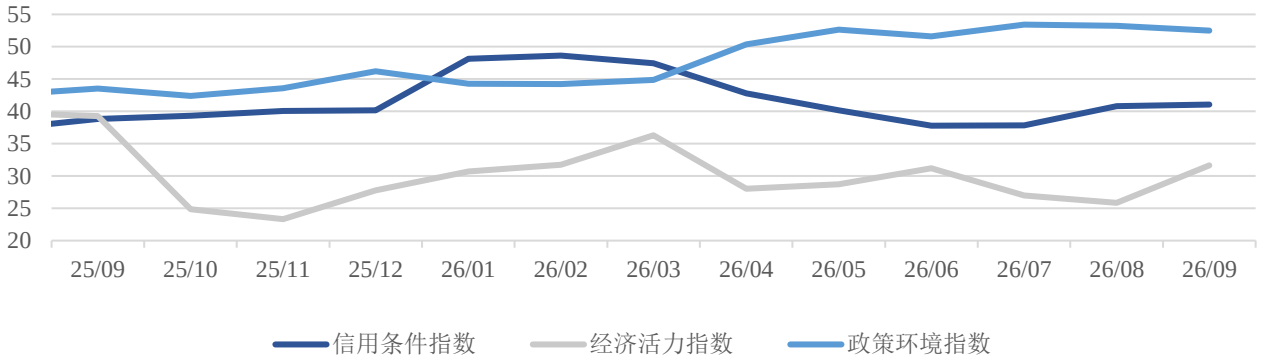
张　振　zhangzhen@lhratings.com

王　妍　wangyan@lhratings.com

一、宏观指数体系

在传统宏观分析框架的基础上，**宏观指数体系**创新性地利用对部门信用与资产负债表状况的分析，构建了包含经济运行、信用表现和宏观政策的指数系列。经济增长维度关注经济核心活动与基本平衡。信用表现维度关注部门信用与资产负债表情况。宏观政策维度关注政策对系统短期稳定与长期发展的调节能力，具体涵盖货币调控、财政收支，以及能够激发潜在经济增长力的技术产业政策。信用条件指数衡量信用创造的规模、结构、效率和风险，是整套指数的先行核心。经济活力指数衡量信用传导至实体经济的效果，包括生产、需求以及企业盈利水平，是同步验证指标。政策环境指数量化宏观政策的松紧程度，为信用周期提供背景。**宏观指数体系以信用周期驱动经济周期为核心，抓取信用总量、融资结构因素，信用环境指数总体上领先经济活力指数 1 至 2 期，且“40”是信用环境冷暖的关键分水岭。2026 年前三季度，三项指数呈现“政策环境高位跃升、信用条件先抑后扬、经济活力持续承压”的分化格局，**三者走势的错位勾勒出政策驱动与内生修复之间的“缺口期”特征，经济自发修复的拐点尚未确认。**信用条件指数**走出了一条“高位回落—跌破警戒线—弱势回升”的曲线。年初为 48.1，2 月微升至 48.6 后持续下行，4 月降至 42.8，6—7 月连续两个月停留在 37.8，跌破“40 警戒线”。8 月回升至 40.8，9 月进一步升至 41.1，连续两个月站上 40，但仅高出警戒线约 1 个百分点，处于“弱扩张”状态。从领先关系看，信用条件指数在 6—7 月的跌破 40，对应经济活力指数在 7—8 月的加速下行；8—9 月的回升，则对应 9 月经济活力的反弹，领先期约 1—2 期，与历史规律一致。**经济活力指数**的波动幅度最大，呈现“冲高—回落—再冲高—再回落—反弹”的 W 型轨迹。1 月为 30.7，3 月升至 36.3 的年内高点；4 月骤降至 28.0，5—6 月小幅修复至 31.2；7—8 月再度走弱，8 月降至 25.8 的年内低点；9 月大幅反弹至 31.6，单月回升 5.8 个百分点，为年内最大单月涨幅。9 月的反弹使指数回到与 2 月高点相近的水平，但反弹的持续性尚待验证——低基数与中秋国庆双节错位放大了同比读数，固投和房地产投资的累计降幅仍在扩大。**政策环境指数**是三者中趋势最明确、波动最平稳的一项。1—3 月在 44.2—44.9 的区间蓄力，4 月跃升至 50.3，5—7 月连续处于 51.6—53.4 的高位，8—9 月小幅回落至 52.5—53.3，仍处于 2021 年以来的较高区间。指数的跃升对应财政政策从“蓄力”转向“发力”的节奏变化——专项债发行提速、高技术制造业持续高增、增量工具接续落地，共同支撑了政策环境的高位运行。

图1.　宏观指数体系走势

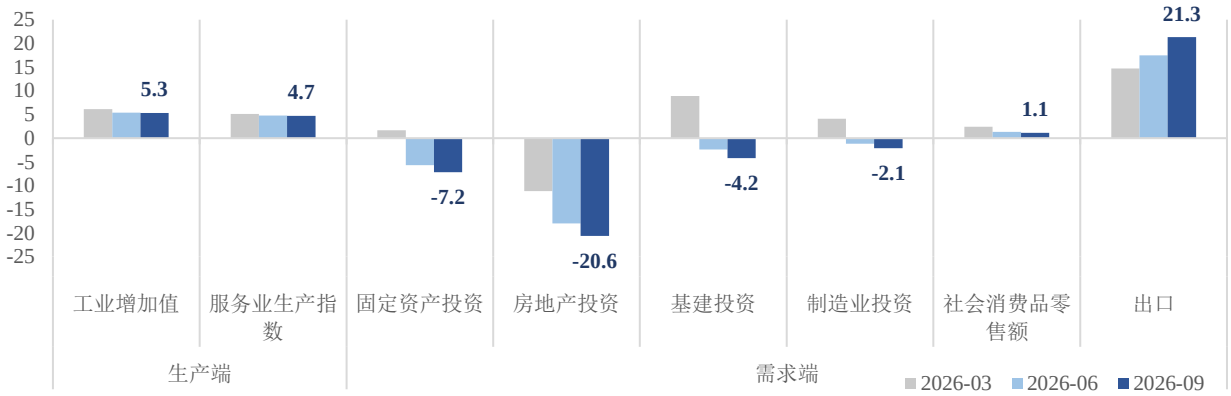


数据来源：联合资信测算

二、宏观经济运行

2026 年前三季度 GDP 累计增长 4.6%，在政策托底与出口韧性支撑下经济运行仍处合理区间。出口延续超预期高增，装备制造、集成电路、新能源汽车等新动能贡献突出，新质生产力持续壮大，高端制造和现代服务对增长形成重要支撑。价格信号保持回暖，GDP 平减指数连续为正，名义增速高于实际增速。但结构性矛盾仍未缓解，供强需弱、外强内弱、新强旧弱格局持续，内需修复基础不牢。固定资产投资累计仍处负增长，房地产深度调整继续拖累投资，消费改善更多受假期前置等临时因素带动，居民内生消费动力偏弱。外部环境不确定性仍高，中东地缘冲突推升能源价格，输入性成本压力犹存，全球贸易博弈持续扰动。总体看，前三季度经济呈现低位企稳态势，但内需自我修复机制尚未形成，经济持续向好基础仍待巩固。

图2.　主要经济指标累计同比增速（%）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

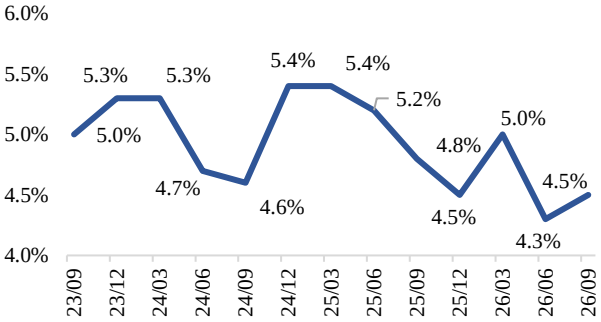
展望后续，四季度宏观经济有望延续低位企稳、结构修复态势，呈现“外需韧性犹存、内需政策托底、新动能持续发力”的格局。外部层面，出口仍具较强韧性，装备制造、AI 相关产品及海外补库形成支撑，但价格拉动放缓、贸易平衡压力上升，名义出口增速或有所回落。内部层面，政策重心仍在内需修复，前期专项债和新型政策性金融工具加快形成实物工作量，“六张网”建设对基建投资形成托底，投资降幅有望收窄；消费端政策支持继续向服务消费倾斜，但居民收入和预期约束仍在，复苏预计平缓。产业政策持续赋能新质生产力，巩固高端制造、数字经济等增长优势。价格方面，新兴产业和服务消费释放对物价形成支撑，宏观政策托底和供给保障下物价不具备大幅波动基础，但仍需关注地缘冲突和全球贸易博弈带来的外源性扰动。全年经济有望实现 4.6%左右增长，但内需自我修复仍需政策接续。

1.　经济增长：低位企稳，结构分化格局延续

经济增长低位企稳，内需拉动仍然偏弱。2026 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）为 107.1 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%，其中，三季度 GDP 同比 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，环比增速由 0.9%小幅升至 1.2%。出口韧性与新质生产力持续形成支撑，但最终消费拉动作用仍处低位，资本

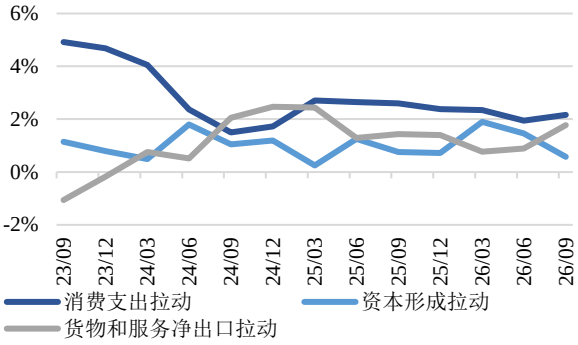
形成拉动作用持续减弱，房地产深度调整、居民消费内生动力不足、财政实物工作量落地偏慢，共同制约增长修复，经济内生动力有待进一步巩固。

图3. GDP 当季同比增速（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动

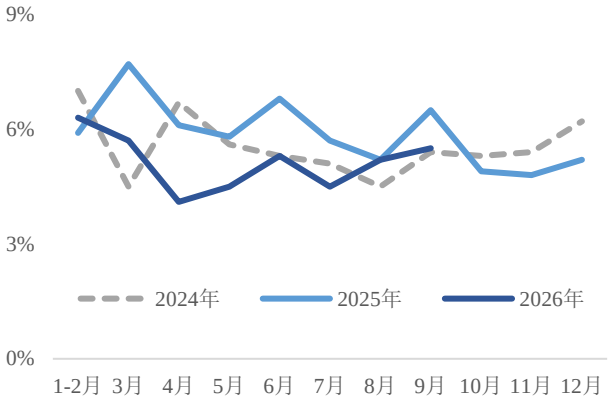


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

生产端总体平稳，工业与服务业保持较快增长，产业升级与新动能支撑态势延续。

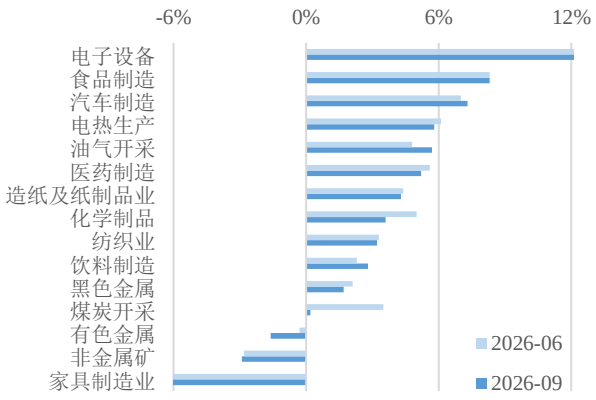
工业生产保持较快增长，新动能支撑作用进一步凸显。2026 年前三季度，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，三季度增长 5.1%，增速较二季度加快 0.4 个百分点，各月呈逐月加快态势。分门类看，前三季度制造业增长 5.7%，持续高于整体工业增速。行业方面，高技术制造业、数字产品制造业等新动能领域对规上工业增加值增长的贡献率超五成；装备制造业增加值同比增长 10.2%，占全部规上工业比重升至 37.6%，其中电子设备行业继续居工业各大类行业首位，AI 产业链和绿色制造相关行业景气度保持高位。

图5. 工业增加值当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 主要工业行业增加值累计同比增速[1]



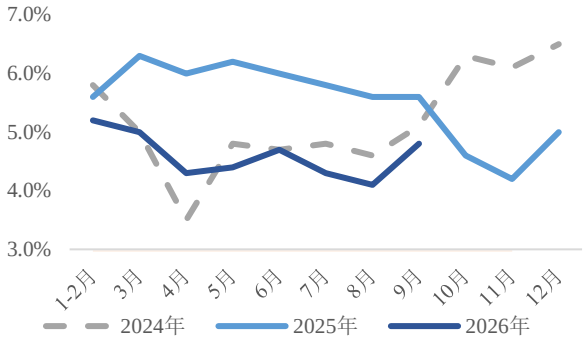
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业经济平稳增长，现代服务业活力持续释放。2026 年前三季度，服务业生产指数累计同比增长 4.7%，服务业增加值累计同比增长 5.2%。9 月服务业生产指数同比增长 4.8%，增速较 8 月加快 0.7 个百分点。从主要行业看，随着“人工智能+”行动深入实施，信息技术、商务服务等现代服务业增加值保持较快

[1]图中电子设备全称为计算机、通信和其他电子设备制造业；电气机械为电气机械及器材制造业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；油气开采为石油和天然气开采业；电热产供为电力、热力的生产和供应，酒和饮料为酒、饮料和精制茶制造业，下同。

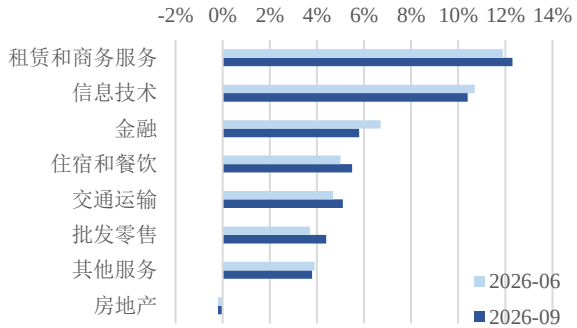
增长，前三季度分别录得 12.3%及 10.4%的累计增长；同期，资本市场保持活跃，金融业增加值增长 5.8%。

图7. 服务业生产指数当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8. 服务行业增加值累计同比增速[2]



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

需求端外强内弱格局延续，出口仍是主要支撑，产品结构提质扩面，市场布局巩固多元化格局；内需修复偏弱，固定资产投资整体下降，主要领域投资均处负增长，仅高技术产业投资保持韧性；消费延续弱修复，服务消费景气明显优于商品消费，居民消费信心和内生动力仍显不足。

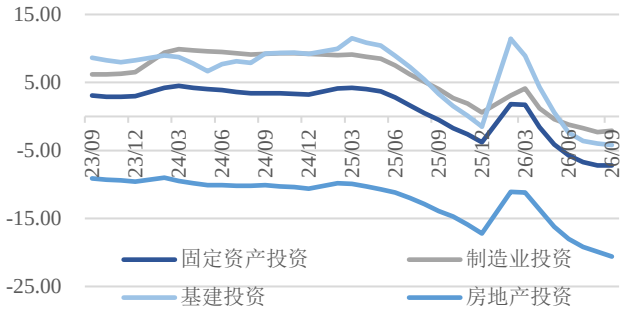
固定资产投资同比下降，结构分化延续。2026 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 7.2%，与 1—8 月持平，止住 6 月以来跌幅扩大势头；扣除房地产开发投资后的固定资产投资下降 4.2%。分领域看，房地产仍是最大拖累。高技术产业投资增长 4.9%，信息服务业、航空航天器等行业保持较快增长，新兴领域继续对冲传统投资下行。

三大领域投资跌幅扩大且走势分化，新动能投资是主要的结构性支撑。前三季度，基础设施投资下降 4.2%，降幅较 1—8 月扩大 0.2 个百分点，传统基建实物工作量落地偏慢，但信息传输业、航空运输业投资分别增长 30.8%和 13.8%，“六张网”相关新基建形成局部对冲。前三季度，制造业投资下降 2.1%，降幅较 1—8 月收窄 0.2 个百分点，传统行业扩产意愿整体仍弱。前三季度，房地产仍是最大拖累，房地产开发投资下降 20.6%，降幅较 1—8 月扩大 0.7 个百分点，商品房销售面积、销售额分别下降 13.2%和 13.9%，房企到位资金下降 21.6%，销售与资金负反馈未见切断，随着 8·28 房地产制度改革顶层文件出台，预计四季度更多地方配套细则落地，短期房企进一步面临资金压力。值得关注的是，三季度新增专项债发行约 1.48 万亿元，创年内单季新高，四季度实物工作量形成具备一定资金储备，但政策效果仍取决于项目落地节奏和房地产负反馈能否被有效阻断。

结构性亮点方面，新质生产力相关投资持续发力，对冲传统投资下行压力。前三季度高技术产业投资同比增长 4.9%，拉动全部投资增长 0.5 个百分点。其中，信息服务业、航空航天器及设备制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 20.2%、12.5%和 7.6%；知识产权产品投资同比增长 9.3%，占全部投资比重升至 15.6%，拉动全部投资增长 1.2 个百分点。设备工器具购置投资增长 9.7%，企业研发创新与数字化转型投入持续加码，产业升级、动能转换态势明确，新动能投资继续成为固定资产投资中最为稳定的结构性支撑。

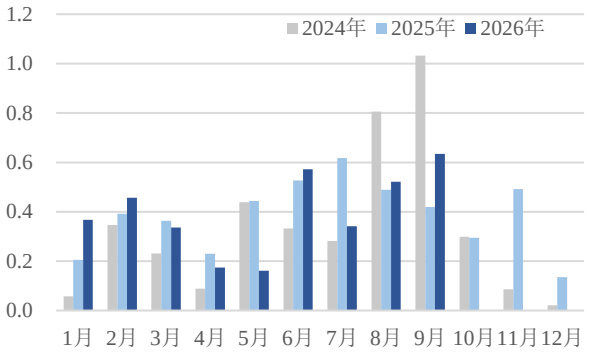
[2] 图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

图9. 固定资产投资累计同比增速（%）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 当月新增专项债发行额情况（万亿元）

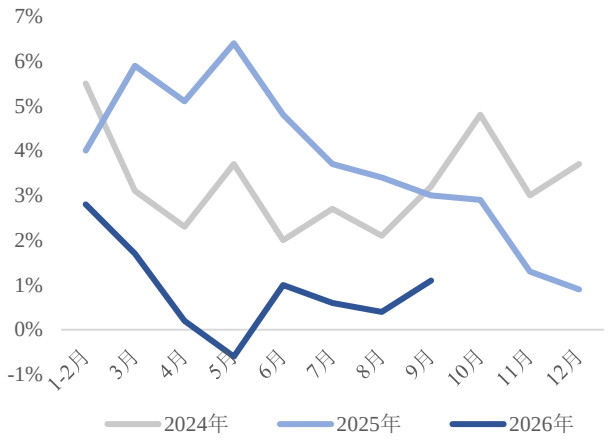


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

消费总量弱修复、内部分化加深，服务消费继续领跑。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 1.1%，三季度单季增速约 0.7%，较二季度小幅回升，但仍处低位；9 月社零同比增长 1.1%，除汽车以外增长 3.9%，汽车类零售额同比下降 21.2%，连续多月成为最大拖累项。结构上，餐饮收入快于商品零售，9 月通讯器材类在涨价与换机需求带动下同比增长 31.1%，是商品消费中为数不多的结构性亮点，而家具、建材等地产链消费继续偏弱，前三季度家具类零售额累计下降 4.7%，建筑及装潢材料类累计下降 9.7%。

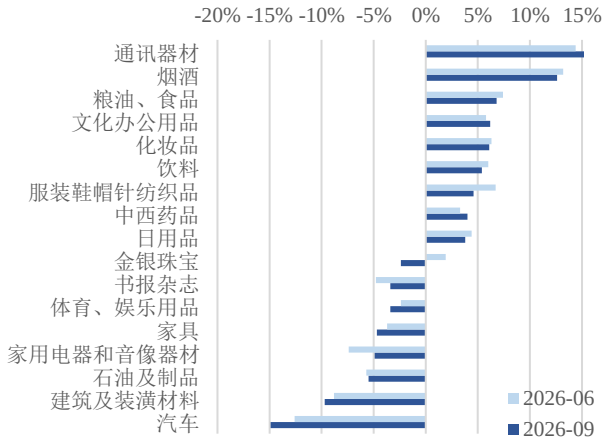
消费修复的脆弱性集中体现在“收入改善、支出迟疑”的传导阻滞上。前三季度居民人均可支配收入实际增长 4.4%，人均消费支出实际仅增长 2.7%，收入增速快于支出，居民消费倾向仍低于往年同期，增量收入的边际消费倾向进一步走弱。9 月社零回升很大程度上受益于中秋假期前置，并非内生需求的实质性改善。服务消费的景气也高度集中于旅游、文体等假期敏感型领域，以旧换新补贴边际效率递减后，商品消费的政策接力尚不清晰。消费复苏仍高度依赖政策托底和假期脉冲，从“收入与预期驱动”的内生修复尚未真正启动。

图11. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图12. 主要商品零售额累计同比增速情况

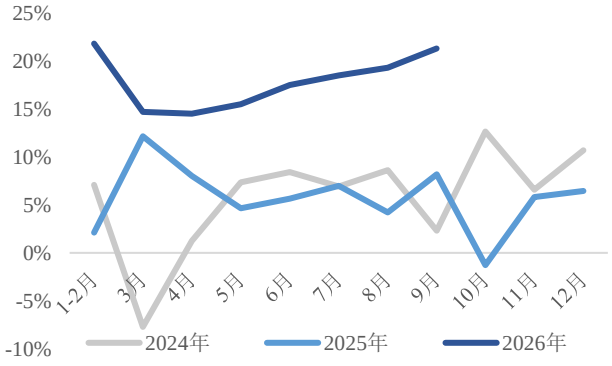


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

外贸规模再创新高，三季度增速进一步加快。前三季度，中国货物贸易进出口总值 5.8 万亿美元，同

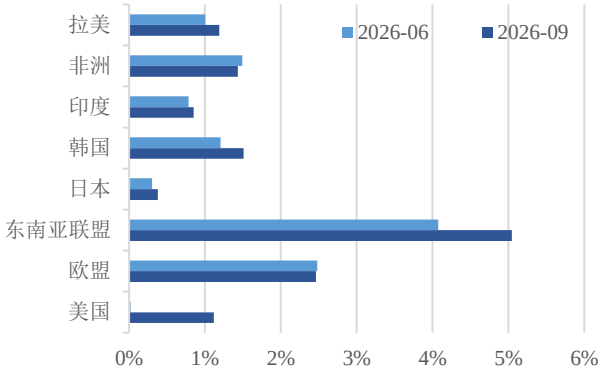
比增长 23.9%，其中出口 3.4 万亿美元，增长 21.3%；进口 2.4 万亿美元，同比增长 27.5%。三季度出口规模增速较二季度进一步加快；9 月当月出口 4472.5 亿美元，同比增长 36.3%，单月规模创历史新高，增速较 8 月大幅加快 11.4 个百分点。三季度出口的再加速，是外需景气、价格抬升与产品升级三者叠加的结果。**从需求端看，**全球 AI 算力基础设施投资延续扩张，半导体及存储产品需求持续释放；海外补库与对美经贸关系边际缓和，也带动传统消费品出口回暖。从价格端看，半导体涨价成为突出的名义拉动因素，9 月集成电路出口额同比增长 136%，价格贡献远超数量；国际油价中枢上移则继续推升能源相关产品出口金额和海运成本。**从产品结构看，**向新向优的趋势更加明确，且外需增长扩面。前三季度装备制造业贡献了近九成出口增量，中间品占出口总值比重超过一半；集成电路出口增长 99.1%，电动汽车、锂电池分别增长 72.3%和 36.4%。三季度，外需增长扩面，服装、纺织物等传统商品出口加深。**从贸易伙伴看，**市场多元化格局进一步巩固，对美贸易持续回升。前三季度，对东盟出口对出口累计同比拉动 5.1%，较上半年提高近 1 个百分点；对美国贸易持续回升，累计拉动出口 1.11%，较上半年提高超 1 个百分点；对欧盟、日本、非洲等地区出口保持稳固。西部陆海新通道的带动效应继续显现，中部、西部地区进出口分别增长 20.5%和 25.7%，内陆开放对区域增长的牵引作用进一步增强。

图13. 当月出口同比增速情况（以美元计价）



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图14. 主要出口国家对出口累计同比拉动



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

2. 价格与就业：物价中枢抬升，资产价格分化加剧，就业平稳

物价水平方面，前三季度 CPI 温和上涨，核心 CPI 稳步回升；PPI 自 3 月转正后连续 7 个月同比上涨，累计涨幅达 2.3%，输入性因素与新兴产业需求共同推升工业品价格，但“上游强、终端弱”的结构性分化仍然明显。

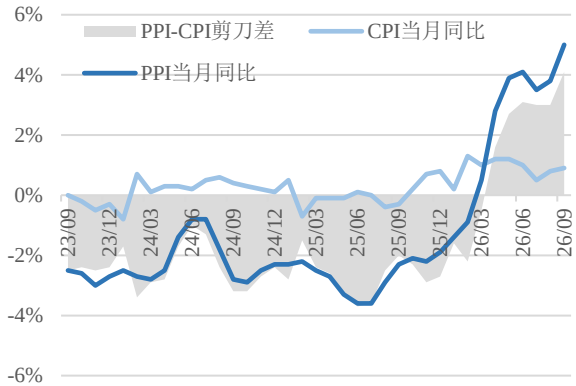
CPI 温和上涨，核心价格中枢小幅抬升。前三季度，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.9%，涨幅较上年同期和上年全年均有明显回升；扣除食品和能源的核心 CPI 累计上涨 1.1%，比上年同期扩大 0.5 个百分点。食品价格仍是主要拖累，前三季度食品烟酒及在外餐饮类价格同比下降 0.4%，猪肉均价维持两位数跌幅，尽管 6 月以后同比降幅有所收窄，但整体尚未扭转为正。能源价格形成反向支撑，受国际原油价格中枢上移影响，前三季度交通工具用能源累计同比上涨 6.6%。服务价格温和回升，前三季度累计

同比上涨 0.8%，养老、托育等生活服务需求稳步增长形成支撑。整体看，CPI 月度涨幅持续稳定在 1%左右，在全球通胀压力上升的背景下保持了温和运行态势。

PPI 转正后持续上行，累计涨幅 2.3%。前三季度，全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 2.3%，自 3 月走出下行区间以来已连续 7 个月同比上涨，9 月当月同比升至 5.0%的年内高点。国际输入性因素是主要驱动因素，受中东地缘政治冲突影响，今年 3 月以来国际能源价格大幅上涨，国内油气开采、石化、化工、煤炭开采四个行业合计影响 PPI 同比上涨约 1.02 个百分点。国内需求端也形成结构性拉动，人工智能、算电协同等领域加快发展，带动有色金属冶炼、智能消费设备制造等行业价格明显上涨。然而，生活资料价格持续偏弱，前三季度消费品制造业价格同比下降 0.3%，终端消费品价格并未跟随上游同步上行，PPI 回升的传导链条主要停留在上游和中游环节。

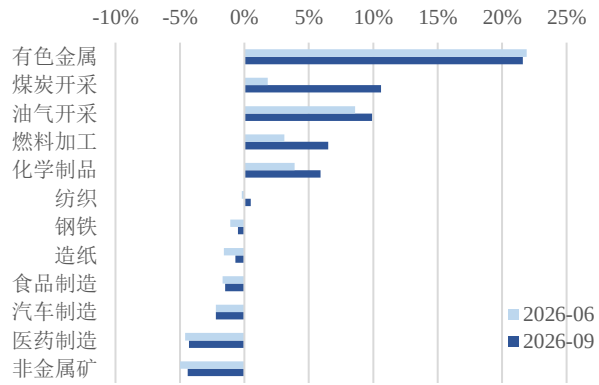
总体来看，前三季度物价中枢较上年同期有所抬升，通缩格局进一步缓解，名义增长环境改善对企业盈利修复形成支撑。然而，价格回暖的不均衡性同样突出，能源和 AI 相关产业链是主要拉动力，食品和终端消费价格仍然低迷，价格信号的内需驱动力尚不充分，物价持续回升的基础仍需需求端的实质性修复来巩固。

图15. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图16. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



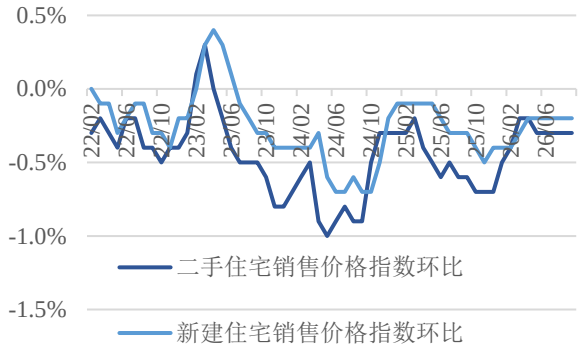
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

资产价格方面，主要类别资产走势分化加剧。A 股冲高回落、风格剧烈再平衡，科创类指数仍录得正收益，但三大核心指数抹去上半年涨幅，成交刷新历史纪录而增量资金退潮；债券市场震荡走强，长端利率逐级下行、曲线明显走平，超长端表现突出；人民币汇率升值提速，“美元强、人民币更强”的独立行情贯穿前三季度，结汇需求集中释放推动中枢进一步上移；房地产价格整体仍处下行通道，但同比降幅逐季收敛，一线城市率先企稳、二三线城市仍在磨底。

前三季度，70 城房价整体仍处下行区间，但当月同比降幅呈逐季收敛态势，价格探底特征趋于明确。1—9 月，70 城新建商品住宅销售价格累计平均同比降幅较上半年收窄，二手住宅累计降幅同步收敛。分能级看，一线城市率先企稳，新房价格自 2 月起止跌后持续环比正增长，二手房环比连涨 7 个月；二线城市边际改善，新房环比由降转平，累计同比降幅较上半年明显收窄；三线城市仍处缓跌通道，环比降幅虽未转正但已不再扩大。整体看，“一线企稳、二线止跌、三线缓跌”的分层格局贯穿前三季度，房价的累计修复信号较为清晰，但全国性止跌回稳仍局限于核心城市，多数三线城市的价格企稳尚待销售端持续改善

和居民预期的进一步修复。

图17. 住房销售价格



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图18. 股市与债市价格



数据来源：中证指数、Wind，联合资信整理

A 股前三季度冲高回落、风格剧烈再平衡，科创 50 仍为正收益但三季度遭遇大幅回撤。前三季度，上证指数累计下跌 3.19%，深证成指下跌 4.71%，创业板指下跌 2.12%，三大指数均抹去上半年涨幅；科创 50 凭借上半年科技行情累积的涨幅，前三季度仍上涨 13.82%。市场交投刷新历史纪录，前三季度总成交额 465.48 万亿元，已超 2025 年全年水平，但融资资金净买入仅 548.82 亿元，较上年同期逾 5200 亿元大幅收缩，杠杆资金明显退潮。行情驱动逻辑从前期的“科技单极扩张”切换为“杠杆出清与风格再平衡”。上半年 AI 与算力主线驱动科创类指数大幅上行；三季度海外流动性收紧叠加中东地缘扰动，极致拥挤的算力交易遭遇全球性杠杆出清，创业板指、科创 50 单季分别下跌 27.8%和 30.7%，银行、煤炭、资源品等红利与低估值资产则逆势走强。行业“K 型”分化进一步极端化。展望四季度，三季报业绩验证将成为风格分层的核心标尺，科技主线的微观结构修复与红利资产的防御价值仍将并行，市场从估值扩张向业绩兑现的切换尚未完成。

债券市场震荡走强，长端利率逐级下行，收益率曲线明显走平。前三季度 10 年期国债收益率从年初的 1.85%附近震荡下行至 9 月末的 1.68%，较二季度末进一步下行 5BP，季度内最低触及 1.67%、最高行至 1.74%，运行区间较上半年整体下移。30 年期国债表现更为强势，9 月末下行至 2.12%，30-10 年期限利差收窄至 44.75BP，超长端成为机构集中挖掘利差的方向。驱动逻辑上，二季度担忧的政府债供给高峰并未形成实质性冲击，三季度地方债发行虽有所提速，但利率债发行整体同比微降，供需紧平衡格局反而延续。更关键的预期差来自资金面与政策面：央行持续呵护流动性，政治局会议宽货币表态，共同推动配置需求加速进场，10 年期收益率在 7 月下旬至 8 月中旬由 1.73%快速下行至 1.67%。信用债表现优于利率债，“资产荒”逻辑进一步强化，三季度信用利差全面收窄，城投利差同步下行，弱资质与中长端品种表现占优。展望四季度，政府债供给高峰已基本过去，但长债估值偏贵、宽货币预期边际降温及机构止盈压力或制约进一步下行空间，10 年期国债收益率预计在 1.60%—1.70%区间低位震荡，超长端利差压缩仍是结构性主线。

人民币汇率升值提速，“美元强、人民币更强”的独立行情贯穿前三季度。9 月 30 日，人民币对美元

中间价报 6.7351，前三季度累计升值近 4.1%。在美元指数前三季度上涨 3.3%的背景下，CFETS 人民币汇率指数仍上涨 4.7%，人民币多边汇率与双边汇率同步走强。升值提速的核心驱动已从上半年的外部环境改善及出口韧性的共同作用，切换为结汇需求的集中释放。前三季度银行代客结售汇顺差达 4606 亿美元，远超上年全年；9 月单月结售汇顺差 629 亿美元，规模环比扩大。出口高增带来真实美元供给，持汇收益已不足以覆盖汇兑损失，企业结汇意愿系统性增强，“升值—结汇—再升值”的正向循环在三季度加速运转。中美 10 年期利差倒挂扩至约 350BP，人民币对利差的敏感度却显著下降，传统利率平价框架对本轮升值的解释力明显弱化。政策取向延续“不逆转方向、只平滑斜率”。2 月下调远期售汇风险准备金率的效应在三季度持续显现，央行通过中间价偏弱引导和逆周期因子转正，管理升值速度而非改变升值方向。展望四季度，年末季节性结汇潮或为人民币提供额外升值动能，在岸汇率核心运行区间在 6.60—6.70，但单边上行节奏预计放缓，双向波动仍将是常态。

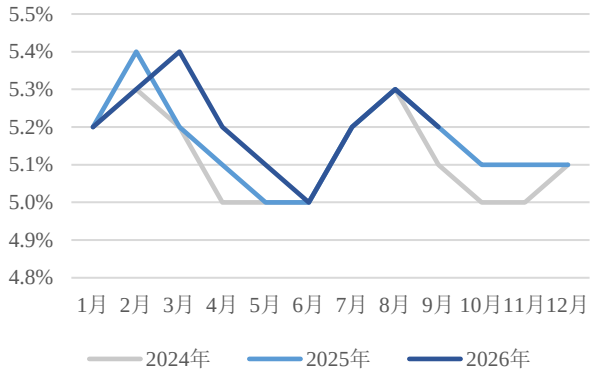
图19. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

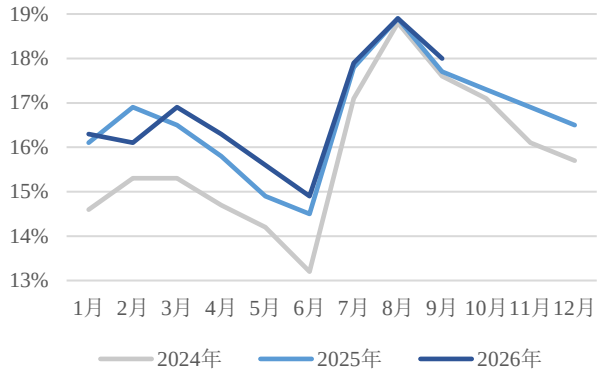
就业形势总体稳定，失业率均值与上年持平。2026 年前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，与上年同期持平，其中一、二、三季度均值分别为 5.3%、5.1%、5.2%。三季度受毕业季及暑期高温多雨天气影响，7、8 月失业率环比升至 5.2%和 5.3%，9 月随毕业生逐步落实岗位回落至 5.2%。制造业就业规模基本稳定，信息传输软件和信息技术服务业就业显著增长；文旅消费持续扩容带动住宿餐饮、交通运输仓储和邮政业就业扩大，交通运输业从业人员数量近期有所增加，共同支撑就业基本盘。展望下阶段，稳岗扩容提质行动持续深化，服务业促就业政策有望加快落地，劳动力市场预计延续总体稳定态势。

图20. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图21. 16-24 岁城镇调查失业率



数据来源：人力资源和社会保障部、Wind，联合资信整理

三、宏观信用表现

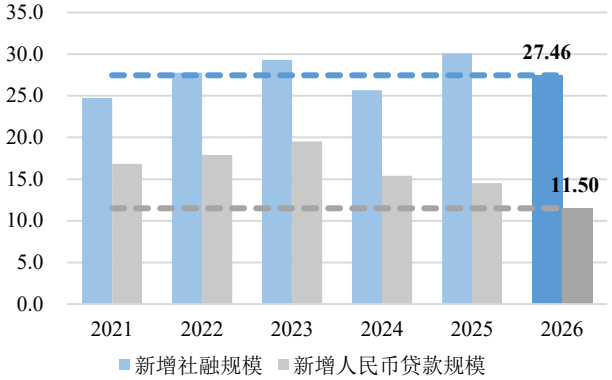
2026 年前三季度，信用总量延续“政府加杠杆、企业债券融资扩张、居民信用收缩”格局。社融增量累计 27.46 万亿元，同比少增 2.63 万亿元。结构上，直接融资对间接融资的替代从趋势性苗头转为阶段性主导。宏观杠杆率延续二季度以来“居民主动去、企业被动降、政府温和加”的格局，居民端去杠杆进一步加深。工业企业利润增速高位放缓，前三季度规上工业利润同比增长 15.5%，较上半年 18.8%的高点回落 3.3 个百分点，电子与上游行业仍是主要支撑，汽车、黑色金属等中下游拖累加深。银行资产质量总体平稳，零售不良转让占比约八成，不良转让与核销“双放量”，主动出清节奏加快。信用利差三季度全面收窄，但房地产行业利差仍居各行业之首。展望后续，社融结构的“换轨”是长期趋势而非短期波动，居民资产负债表修复进度仍是决定信用能否从政府端向私人部门传导的核心变量。

1. 债务与杠杆水平：直接融资规模占比继续抬升，结构性工具推动信用换轨

社融总量延续少增，但直接融资占比稳定超过人民币贷款。前三季度，社会融资规模增量合计 27.46 万亿元，较上年同期少增 2.63 万亿元；9 月末社融存量 468.17 万亿元，同比增长 7.1%，增速较二季度末小幅回落 0.3 个百分点。总量少增的同时，结构发生了具有标志性意义的变化：**债券与股票融资在社融增量中的占比升至 49.48%，首次稳定超过人民币贷款占比，直接融资与间接融资的“一增一减”已从趋势性苗头演变为阶段性主导格局。首先，直接融资接棒成为社融的核心支撑。**前三季度企业债券净融资 2.75 万亿元，同比多增 1.18 万亿元；非金融企业境内股票融资 5359 亿元，同比多增 2191 亿元。政府债券净融资 10.3 万亿元，同比少 1.16 万亿元，财政融资节奏放缓是社融总量少增的主要来源之一，但企业信用债的放量在很大程度上对冲了政府债的收缩。融资结构的变化并非单纯的金融现象，它映射的是经济转型中企业资产负债表修复方式从“信贷依赖”向“多元融资”的迁移。**其次，科创债“提质放量”，科技金融的债市通道加速打开。**前三季度科创债累计发行 1488 只、规模 1.46 万亿元；民营企业发行 177 只、规模 1714.81 亿元，同比分别增长 11.32%和 29.88%，民企参与速度明显加快。央行 2000 亿元科技创新与民营

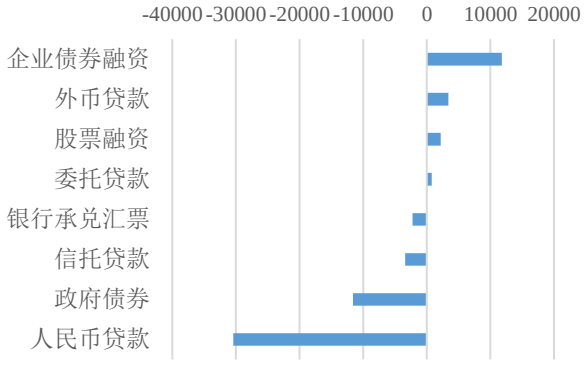
企业债券风险分担工具的杠杆效应开始显现，叠加地方贴息政策的配合，科创债从“标准品”向“一案一策”定制化方案演进，算力基础设施、低空经济等前沿领域首次出现在公开债市的产品序列中。民企科创债的提速是结构性亮点，但发行主体仍集中于行业龙头，尾部科技型中小企业的债市覆盖尚待拓展。**再者，信贷“降速提质”延续，企业中长期融资需求边际回暖。**前三季度人民币贷款增加 11.5 万亿元，同比少增约 3.04 万亿元，贷款余额增速降至 4.8%。企（事）业单位贷款增加 12.55 万亿元，其中中长期贷款增加 6.53 万亿元，9 月企业中长期贷款新增约 8900 亿元，占当月新增贷款的八成以上，与新型政策性金融工具的投放方向形成呼应。社融的“总量放缓、结构换轨”是当前金融数据最值得关注的宏观信号，信用扩张没有消失，而是在从地产和基建驱动的旧轨道，向科技、绿色和直接融资驱动的新轨道迁移。

图22. 前三季度新增社融及信贷（万亿元）



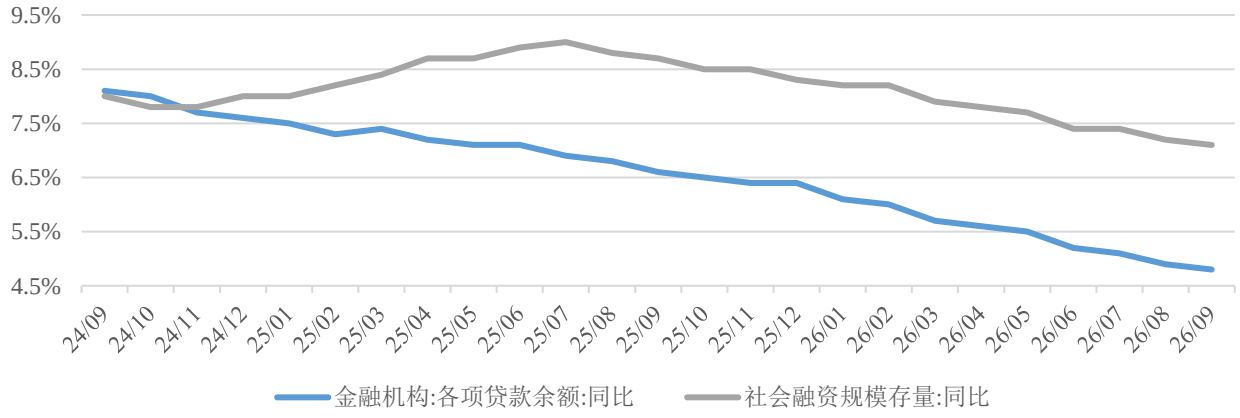
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图23. 前三季度分项净融资同比变化（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图24. 社融存量与贷款余额同比增速情况

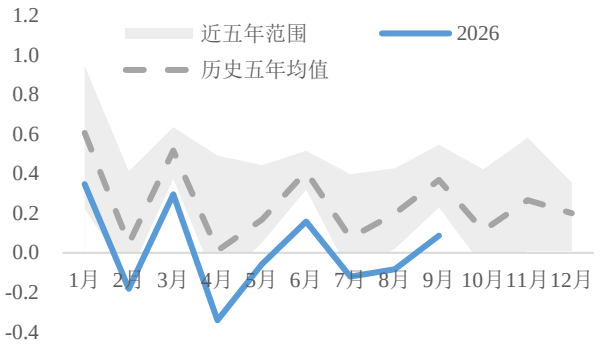


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

居民加杠杆意愿偏弱，信贷资源向实体和新质生产力倾斜。前三季度，人民币贷款余额 283.44 万亿元，同比增长 4.8%，增速较二季度末回落 0.4 个百分点，信贷“降速提质”特征进一步显性化。分部门看，住户贷款收缩幅度显著扩大，前三季度减少 1.03 万亿元；其中短期贷款减少 1.14 万亿元，居民消费与短期周转需求持续审慎；中长期贷款仅增加 1062 亿元，按揭需求在贴息政策落地前修复极为有限，9 月单月住户贷款新增为零，居民加杠杆意愿仍处低位。企（事）业单位贷款仍是信贷增长主体，前三季度增加 12.55 万亿元，其中短期贷款增加 4.64 万亿元，中长期贷款增加 6.53 万亿元，占比过半，9 月对公中长期贷款继

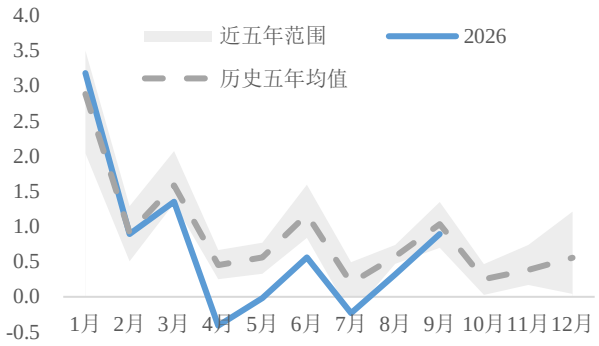
续担当主力；票据融资增加 1.24 万亿元，季末冲量特征在需求偏弱环境下依然突出。结构性工具持续发力，科技创新和技术改造再贷款额度维持 1.2 万亿元，民营企业再贷款余额超 7600 亿元；9 月企业新发放贷款加权平均利率略低于 3%，同比低约 0.2 个百分点，低利率环境未变。信贷增速放缓并非金融支持减弱，而是融资结构从贷款单一渠道向债券等多元渠道迁移的镜像，信贷资源的产业适配度仍在边际改善。

图25. 居民新增中长期贷款（亿元）



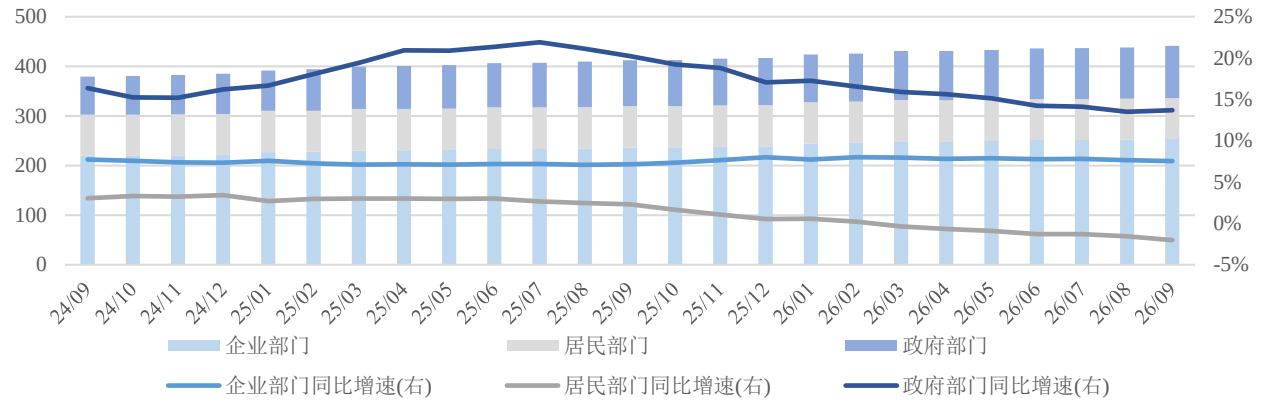
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图26. 企业新增中长期贷款（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图27. 各部门信用总量及同比增速情况（万亿元）

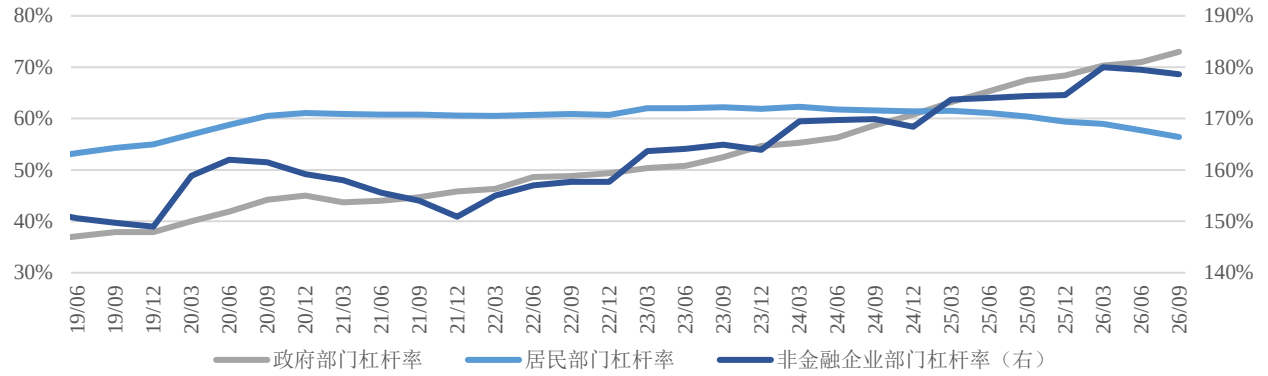


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2026 年三季度，宏观杠杆率连续第二个季度回落，“居民加速去、企业被动降、政府继续加”的格局进一步固化。三季度宏观杠杆率从二季度的 308.6%降至 307.9%，单季回落 0.7 个百分点，较一季度 309.3%的峰值累计下降 1.4 个百分点。**居民部门主动去杠杆的深度进一步走阔。**三季度居民杠杆率从二季度的 57.7%降至 56.4%，单季下降 1.3 个百分点，自 2024 年二季度以来持续下行，累计去杠杆近 5.4 个百分点。房贷连续 14 个季度负增长，消费贷款降幅同步扩大，居民资产负债表修复仍停留在“缩表”阶段。**企业部门杠杆率延续被动下行，融资结构从贷款向债券的迁移加速。**非金融企业杠杆率从二季度的 179.5%降至 178.6%，下降 0.9 个百分点。PPI-CPI 剪刀差维持高位，中下游民营企业盈利受挤压，民间投资降幅继续扩大，企业杠杆率下降仍带有“需求不足驱动”的被动色彩。**政府部门是唯一确定性的加杠杆主体，但资金使用效率下降值得关注。**三季度政府部门杠杆率从二季度的 71.4%升至 73.0%，单季上升 1.6 个百分点，创 1992 年以来新高；中央政府杠杆率从 30.5%升至 31.4%。财政发力主体上移的趋势未变，但债务资金向实物工作量的转化效率有所减弱，政府举债对总需求的边际撬动效应弱于以往周期。展望四季度，居民端贴息政策效果尚待验证，企业端债券对贷款的替代仍将延续，政府端加杠杆空间仍在但效率约束趋紧。居民资产负

债表能否从“缩表”转向“修复”，仍是决定杠杆率能否从被动回落转为主动再平衡的核心条件。

图28. 各部门杠杆率情况



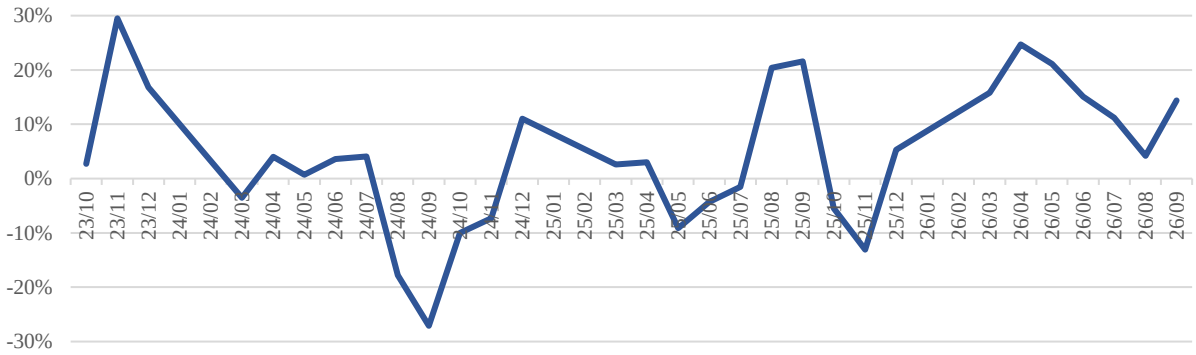
数据来源：国家资产负债表研究中心、Wind，联合资信整理

2. 盈利能力：工业利润增速高位放缓，电子与新动能仍是核心支撑

前三季度，工业企业利润延续两位数增长，但增速较上半年温和回落，“电子主导、上游拉动”的利润格局进一步固化，中下游行业的分化压力同步加深。前三季度全国规模以上工业企业实现利润总额 60337.4 亿元，同比增长 15.5%，较 1—8 月回落 0.2 个百分点，较上半年 18.7%的高点放缓 3.2 个百分点；营业收入同比增长 6.6%；营业收入利润率 5.68%，同比提高 0.44 个百分点。量价支撑仍在，但利润增速的边际减速表明，上半年由价格修复和出口放量驱动的高弹性阶段正在过去。受 AI 算力与先进存储需求带动，电子专用材料制造利润增长 2.2 倍，半导体分立器件制造增长 51.7%，光电子器件、电子电路制造分别增长 69.8%和 62.5%。高技术制造业利润增长 52.0%，占规上工业利润比重升至 25.5%，同比提高 6.2 个百分点。新动能对利润的支撑已从“边际增量”变为“主体力量”，但其高度集中于电子链条的特征也意味着，全球 AI 资本开支周期的波动将更直接地传导至工业利润读数。

结构性拖累同步加深，是利润数据中值得警惕的一面。汽车制造业利润下降 22.8%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 73.3%，非金属矿物制品业下降 46.9%，电气机械和器材制造业下降 5.9%。汽车行业对整体利润的拖累幅度居前，反映出终端需求偏弱与价格竞争对中下游盈利的挤压远未缓解。展望四季度，电子行业的高基数效应将逐步显现，利润增速大概率延续温和放缓态势；“六张网”建设、新型政策性金融工具落地及全球 AI 基础设施投资延续，对电子、高端装备和部分原材料行业仍形成需求支撑。但利润修复的持续性取决于两个条件：上游价格中枢能否在需求偏弱的背景下维持，以及汽车、地产链等中下游行业的盈利拖累能否在政策托底下收窄。在此之前，工业利润“总量尚可、结构失衡”的格局不会因单季读数而改变。

图29. 工业企业利润当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

3. 信用质量：商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位

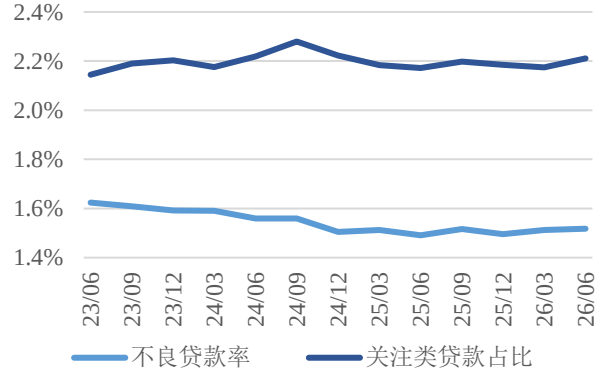
前三季度信用质量呈现“总量温和承压、处置加速出清、利差全面收窄但尾部风险犹存”的格局，零售不良的轮动暴露与中小机构资产质量反弹是核心边际压力。

商业银行资产质量总体平稳，但结构分化进一步加深。二季度末商业银行不良贷款率 1.52%，较一季度末微升 0.01 个百分点；拨备覆盖率 202.87%，风险抵补能力整体充足。分机构看，国有大行、股份行不良率稳定在 1.22%左右，城商行、农商行分别升至 1.87%和 2.83%，中小机构压力明显集中。零售领域成为风险释放的主渠道：前三季度个人类不良资产转让占市场总量约八成，信用卡透支转让占比从一季度的不到 6%攀升至三季度的超 36%，消费贷向信用卡的风险轮动清晰可见。处置端“双放量”特征突出：前三季度不良贷款转让本息约 3410 亿元，9 月单月 762 亿元创年内新高；贷款核销 12702 亿元，同比增长 23.3%，其中三季度单季核销 4646 亿元、增幅达 34.5%，银行主动出清节奏显著加快。

信用利差方面，三季度全面收窄，“资产荒”与化债政策共振继续压缩风险溢价。中短期票据方面，1 年期各等级中短票利差季末较上季度末收窄 11—20BP，3 年期利差呈先升后降走势，AAA 级利差小幅走阔，AA+级利差基本持平，AA 级、AA-级利差分别收窄 4.78BP、16.78BP。城投债利差整体处于近一年最低分位，强区域利差已压缩至较低区间，但贵州、陕西、云南等尾部区域利差仍有走阔或居于高位，区域分化并未消失。产业债中房地产利差收窄 9.15BP，但绝对水平仍居各行业之首，房地产开发投资与销售降幅仍在扩大，行业流动性风险尚未出清。科创债在一级放量的同时，中低评级主体信用增进工具覆盖不足，担保与风险缓释凭证尚不普及，尾部科创主体的信用甄别压力正在累积。

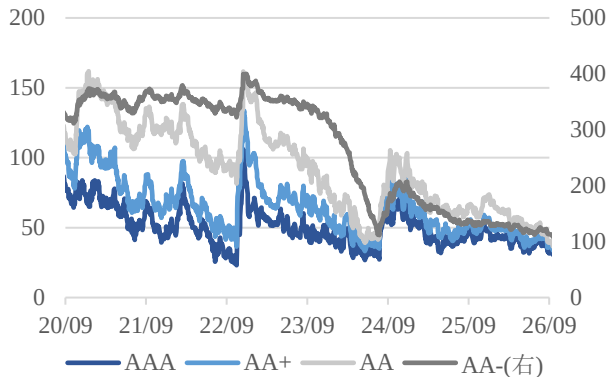
展望四季度，零售不良的生成斜率能否见顶取决于居民收入与就业修复的持续性，中小银行资产质量仍面临改革化险的尾部压力；信用利差在低位进一步压缩的空间有限，尾部区域城投与房地产行业的信用重定价风险仍需保持警惕。

图30. 商业银行信贷资产质量情况



数据来源：国家金融监督管理总局、Wind，联合资信整理

图31. 三年期各等级产业债信用利差（BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

四、宏观政策环境

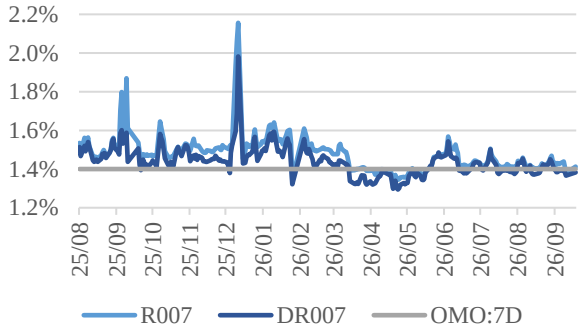
2026 年前三季度，宏观政策在“更加积极有为”的总体基调下，重心由年中的“靠前发力”转向“发力提效”，存量政策加快落地与增量工具季末集中加码并行，为三季度经济低位企稳提供了关键托底。7 月政治局会议将上半年经济定调为“动能向新、结构向优”，明确要求“充分发挥存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”。9 月国常会进一步要求加大逆周期调节力度，用好债务结存限额，研究出台稳地产、促就业等增量政策。展望四季度，政策重心将从“工具出台”切换为“落地见效”，财政结存限额的分解下达与新型政策性金融工具的配套融资跟进是观察政策成色的关键窗口，货币总量工具仍留有储备，但结构性发力仍是主线（更多政策内容请参考二季度宏观报告）。

1. 货币政策：总量工具保持克制，结构性工具季末集中加力

前三季度，货币政策延续“适度宽松”基调，但操作重心从总量刺激转向结构工具集中发力，“总量克制、结构精准、定向加力”的特征较上半年更为鲜明。市场在三季度初对降准降息抱有较强预期，但全面降准降息在整个三季度并未落地，LPR 连续 16 个月持稳，1 年期、5 年期以上分别维持在 3.0%和 3.5%，7 天逆回购政策利率维持在 1.4%附近。央行的选择是以结构性工具替代总量宽松，在保持流动性充裕的同时避免释放过强的总量信号。**流动性管理延续精细操作，资金面中枢小幅上移但总体平稳。**三季度 MLF、买断式逆回购和国债买卖等工具合计净投放约 8356 亿元，对冲了政府债券供给高峰带来的扰动，DR001 月均值稳定在 1.38%—1.39%区间，较上半年低点有所回升，但未出现趋势性收紧。**结构性工具在季末集中加码，是三季度货币政策最具标志性的动作。**9 月 29 日，央行一次性推出四项增量调整：下调 PSL 利率 0.25 个百分点至 1.50%，并将“六张网”建设正式纳入 PSL 支持领域；科技创新和技术改造再贷款额度增加 2000 亿元至 1.4 万亿元，支持比例从 60%统一提高至 100%；支农支小再贷款增加 5000 亿元，其中民营企业再贷款额度增加 3000 亿元。这一组合的指向清晰：PSL 以中长期基础货币对接“六张网”的长期资

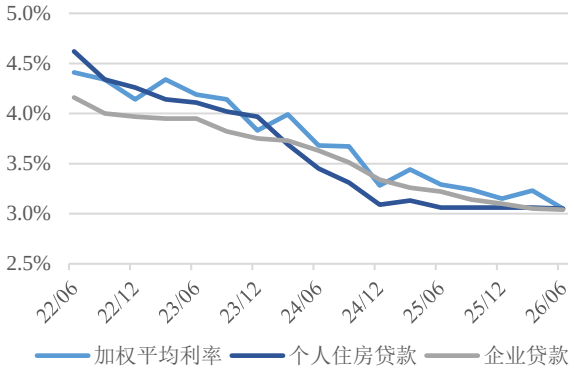
金需求，科创再贷款通过提高支持比例缓解中小科技企业抵押不足的痛点，支农支小则继续兜底薄弱环节。**融资成本维持历史低位，信贷结构持续向政策引导方向倾斜。**9 月企业新发放贷款加权平均利率略低于 3.0%，比上年同期低约 0.2 个百分点；个人住房贷款加权平均利率约 3.1%，与上年同期基本持平。结构性工具的效力在信贷投向中有所体现：9 月末普惠小微贷款余额 38.50 万亿元，同比增长 6.7%；不含房地产业的服务业中长期贷款余额 62.81 万亿元，增长 9.2%，均高于同期各项贷款增速。**展望四季度，货币政策的操作逻辑大概率延续“结构优先、总量保留”的路径。**虽然为后续降准降息预留了空间，但在物价中枢回升、银行净息差约束仍存的背景下，全面宽松的紧迫性不高。PSL 降息扩容和科创再贷款提额的政策效果将在四季度逐步显现，重点观察“六张网”项目落地对中长期信贷的拉动，以及结构性工具能否在居民信贷需求持续偏弱的格局下，托住企业端的中长期融资意愿。

图32. 市场利率变化趋势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图33. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整

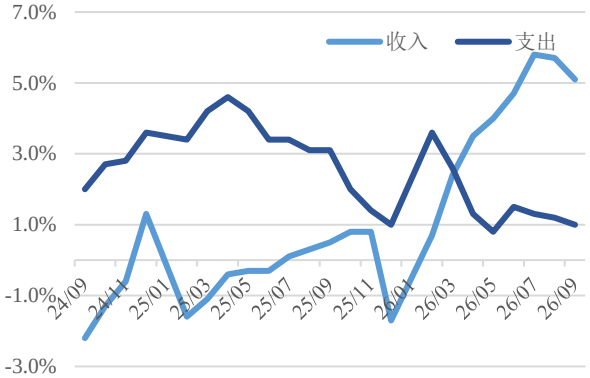
2. 财政政策：积极财政持续加力，增量工具季末集中落地

前三季度，财政政策延续更加积极有为的基调，存量政策效能加速释放与增量工具集中落地并行。财政收入平稳增长，税收增幅逐季提高。前三季度，全国一般公共预算收入 17.23 万亿元，同比增长 5.1%，增幅较上半年提高 0.4 个百分点；其中税收收入 14.07 万亿元，增长 6.1%，增幅较上半年提高 0.8 个百分点，主要受益于工业和服务业持续增长及 PPI 上行带动企业产值及盈利修复。中央一般公共预算收入 7.67 万亿元，增长 8.3%；地方本级收入 9.56 万亿元，增长 2.7%，央地收入增速差进一步拉大，地方财力修复偏慢的格局未变。**财政支出保持必要力度，民生导向进一步强化。**前三季度全国一般公共预算支出 21.02 万亿元，同比增长 1%，完成全年预算的约 70.0%。中央本级支出 3.28 万亿元，增长 5.8%；地方支出 17.74 万亿元，仅增长 0.2%，地方支出扩张明显受限。支出结构上，社会保障和就业支出 3.67 万亿元，增长 5.2%；卫生健康支出 1.69 万亿元，增长 7.7%；教育支出 3.20 万亿元，增长 1.1%。“投资于人”的导向持续兑现，民生类支出增速普遍高于整体支出增速，而农林水、交通运输、节能环保等传统基建相关支出分别下降 5.1%、4.1%和 12.5%，财政支出从“投资于物”向“投资于人”的迁移在数据层面已较为清晰。**政府性基金预算持续承压，土地财政拖累加深。**前三季度全国政府性基金预算收入 2.50 万亿元，同比下降 18.6%，降幅较

上半年收窄 3.0 个百分点，但仍处深度负区间；其中国有土地使用权出让收入 1.61 万亿元，同比下降 27.9%，土地市场修复的持续性不足。政府性基金预算支出 6.28 万亿元，下降 16.2%，收入端收缩对支出端的硬约束仍在延续，地方可用财力的结构性缺口尚未被有效填补。

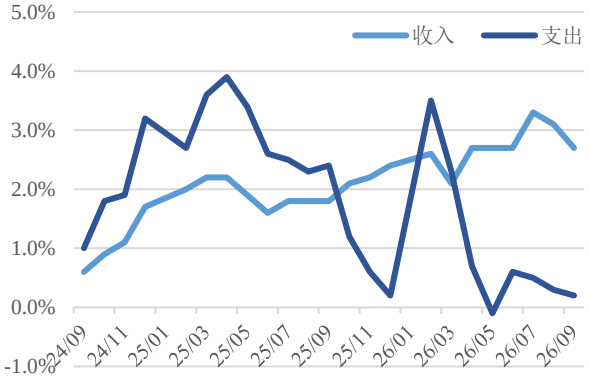
增量政策在季末集中落地，是前三季度财政运行最具标志性的边际变化。前三季度新增专项债发行约 3.56 万亿元，进度达 81%，9 月单月发行 6339 亿元、同比多增 2148 亿元，发行显著提速；超长期特别国债 1.3 万亿元基本完成发行。此外，9 月末国常会部署盘活地方政府债务结存限额，安排使用 5500 亿元用于提高县区一般公共预算保障能力和扩大有效投资；财政部、央行、金融监管总局联合推出居民购房贷款贴息，财政工具以直补居民的方式介入住房需求端；8000 亿元新型政策性金融工具自 9 月起加速投放，与 PSL 降息扩围形成财政金融协同的稳信用链条。**展望四季度，财政政策的重心将从“增量工具出台”切换为“已出工具落地见效”。**5500 亿元结存限额的分解下达、购房贴息对销售的提振效果、以及新型政策性金融工具配套融资的跟进节奏，是观察财政发力成色的三条主线。

图34. 全国一般公共预算收支累计同比增速



数据来源：财政部、Wind，联合资信整理

图35. 地方一般公共预算收支累计同比增速



数据来源：财政部、Wind，联合资信整理

3. 扩内需从阶段性刺激升级为制度化国家战略

7 月 13 日，国务院批复《扩大消费“十五五”规划》（以下简称《规划》）。《规划》明确，到 2030 年社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右，围绕促进服务消费提质惠民、推动商品消费扩容升级、培育消费新业态新模式新场景、提升消费能力、优化消费环境、完善促进消费制度机制六大方面，部署 28 条重点任务，并围绕银发经济、育儿产品和服务、文化和旅游消费、健康消费、汽车消费等设置 9 个专栏。尤为突出的是，《规划》将服务消费置于六大任务之首，明确“人工智能+消费”、首发经济、体验式消费等增量方向，并首次将“多渠道增加城乡居民财产性收入”“严格落实职工带薪休假制度”嵌入扩消费框架。此番《规划》以“五年专项规划+60 万亿锚点”将扩大消费从阶段性政策刺激升级为制度化、长期性的国家战略，标志着扩内需逻辑从“补供给”转向“补需求、惠民生”。在当前社零增速低位运行、居民消费率与发达国家仍有明显差距的背景下，此举释放出以制度性安排稳定消费预期的清晰信号，有望推动服务消费和新型消费加快接续商品消费的放缓，为“十五五”开局注入内需动能。

4. 生态治理常态化监管落地

8 月 7 日，生态环境部等部门联合印发《生态保护“十五五”规划》（以下简称《规划》），将“以强化生态保护与修复监管为主线”写入总体要求。《规划》明确，到 2030 年生态空间格局持续优化，生态质量稳步改善，生物多样性丧失趋势有效缓解，国家生态安全得到有效保障；展望 2035 年，智慧高效的生态保护与修复监管体系全面建立。具体目标包括自然保护地陆域面积占比不低于 18%、生态质量指数（EQI）提升至 86.5、森林覆盖率达到 25.8%。《规划》部署持续优化生态空间格局、统筹推进生态系统保护与修复、全面加强生物多样性保护、强化生态质量监测评估、严格生态保护监督执法、健全生态保护保障体系、深入推进生态文明示范建设等 7 方面重点任务。此番《规划》以“监管主线”重构生态保护治理逻辑，推动物种保护由抢救性保护向常态化监管转变，将生物多样性保护从阶段性专项行动嵌入日常治理。在“十五五”绿色投资需求旺盛而财政投入边际受限的背景下，此举释放出以监管效能提升撬动生态产品价值实现的清晰信号，为美丽中国建设从“扩面”转向“提质”提供制度支点。

5. 资本市场助力建设房地产发展新模式

8 月 28 日，证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，支持上市房地产开发企业再融资以及综合运用发行股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产；加大债券融资支持力度，支持房地产开发企业发行公司债券用于符合政策要求的房地产项目，鼓励发行商业地产抵押贷款支持证券(CMBS)、不动产资产支持证券(ABS)；支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行不动产投资信托基金(REITs)或作为 REITs 扩募资产，稳慎推进商业不动产 REITs 发展。该项政策将推动房地产开发融资方式从依赖主体信用向基于项目情况转变。政策在上市房企再融资、并购重组、公司债券和 ABS、REITs 和不动产私募投资基金等工具均有所优化和放宽，同时强调资金应投向符合政策要求的房地产项目。在严格约束资金投向的基础上，政策支持房企合理融资需求，并在监管和防范化解风险方面进行强化。兼顾行业发展与风险规范，在更充分地发挥资本市场功能作用的同时，着力防范化解房地产领域涉资本市场风险。

6. 信贷管理助力建设房地产发展新模式

8 月 28 日，中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于改革完善房地产信贷管理　推动加快构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》），明确房地产开发贷款实行主办银行制，预售项目贷款期限最长不超过 5 年，现房销售项目最长不超过 7 年。《意见》还明确，个人住房贷款期限最长不超过 40 年；所购新建住房实行现房销售的，个人住房贷款应在销售备案后发放；实行预售的，应严格在项目竣工备案后发放。政策涉及三大变化：一是房地产开发贷款确立了主办银行制，即单个房地产项目对应一家银行作为主办银行（单家贷款行或银团贷款牵头行），对项目资金进行封闭管理；二是房地产开发贷款期限针对不同销售模式进行了区分，现房销售项目贷款期限长于预售项目贷款，使得贷款政策更加适配销售制度改革；

三是首次还本日期原则上应在项目竣工备案后，还款时点与现房销售制度的销售回款时点形成闭环，保证项目现金流的精细化闭环管理。

7. 中小企业规划力推专精特新与债市科技板

9 月 3 日，工信部等十部门印发《促进中小企业发展“十五五”规划》（以下简称《规划》），从稳企业稳就业、强化企业培育、强化生产要素供给等方面明确了七方面主要任务。《规划》提出了一系列具体金融支持举措，包括加强中小企业上市培育力度、深化区域性股权交易市场“专精特新”专板建设、大力发展创业投资、设立国家中小企业发展基金二期等。《规划》在保持中小企业规模稳定增长的基础上，着力推动质量提升、智能化绿色化融合化转型、分层分类精准施策三大方向，引导中小企业走“专精特新”高质量发展之路。同时，《规划》还提出“高质量建设债券市场‘科技板’，支持符合条件的中小企业债券融资。”，为科技型中小企业开辟直接债务融资通道，可以有效缓解其研发投入高、技术不确定性强、回报周期长与金融市场“短期偏好”之间的矛盾，补齐了科技型中小企业债权融资的短板。

8. 金融适配轻资产，服务业融资破局

9 月 25 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》（以下简称《意见》），从提升金融机构专业能力、加大生产性和生活性服务业支持、做强做优金融服务业等方面提出 19 项务实举措。针对服务业企业普遍轻资产、缺抵押的结构性融资困境，《意见》明确要求金融机构“转变传统重资产重抵押的融资支持理念”，做好首贷、信用贷、中长期贷款支持，健全知识产权质押融资机制，依托经营流水和场景数据完善信用画像。在直接融资端，支持符合条件的服务业企业发行债券、上市融资和并购重组，完善“投早、投小、投长期、投硬科技”的融资体系，发展壮大耐心资本。在金融基础设施端，健全征信服务体系，逐步培育具有全球话语权的信用评级机构。此番《意见》以“理念转变+工具扩容+跨部门协同”重塑服务业金融供给逻辑，核心不在于增加融资总量，而在于提高金融资源与服务业资产形态、经营模式的适配性。在服务业占 GDP 比重已近六成、轻资产企业融资难仍是突出短板的背景下，此举释放出以金融结构性改革支撑扩内需与促转型并重的清晰信号，有望推动服务消费潜力和生产性服务业能级加快释放，为“十五五”服务业扩能提质提供制度性支点。

9. 购房贷款贴息直补刚需

9 月 29 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》，中央财政首次对商业性个人住房贷款实施直接贴息。政策自 10 月 1 日起在全国范围实施，暂定一年。聚焦首套刚需：新发放商业性个人住房贷款购买首套住房（新房、二手房均可），面积不超过 120 平方米、总价不超过 150 万元；财政部门按贷款本金给予“年化 1 个百分点、期限最长 5 年”的贴息，单户贴息贷

款规模上限 100 万元，贴息资金由中央与地方按 9:1 分担，经办银行“免申即享”自动抵扣月供。此番贴息不同于此前的信贷宽松或地方补贴，中央财政以真金白银分担居民前五年月供，是住房领域保障和改善民生方式的一次实质性探索。在居民房贷连续多季负增长、居民部门去杠杆持续加深的背景下，此举释放的是结构性托底而非全面刺激的清晰信号：覆盖对象集中于新市民、青年人和城镇工薪家庭，受益城市更多在弱二线和三四线城市，政策目标在于修复刚需入市信心、托底低总价普通住宅的流动性。

联系人

投资人服务　010-85679696-8704　investorservice@lhratings.com

相关研究

《经济增长前高后低，动能向新结构向优——宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》

《经济超预期开局，需求结构冷暖分化——宏观经济信用观察一季报（2026 年 3 月）》

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。