中美关系新定位下的经济形势及其对债市的影响

技术研究部|涂文婕

2026 年 10 月 26 日

摘要：

2026 年是中国“十五五”开局之年，中国经济在复杂外部环境中呈现向新向优向好态势。中美两国元首在半年内实现互访，在“建设性战略稳定关系”共识基础上进一步确立“基于尊重、公平、对等”的新定位，达成八点成果共识，涵盖对等降税、贸易与投资理事会机制建立、人工智能对话启动等务实安排，这些进展为中国经济提供了可预期的发展窗口。宏观层面，2026 年中国经济或将呈现 V 型走势，三季度 GDP 增速回升至 4.5%，全年增速有望达到 4.6%至 4.7%。政策层面，宏观政策在 9 月底呈现出显著的加码态势，结构性货币政策工具“降价、扩围、增量”，财政部将动用 5,500 亿元地方债结存限额，用于改善县区财力和支持投资。产业层面，《国务院关于发展新质生产力的意见》出台（以下简称《意见》），明确“创新主导、改革为要、因地制宜、先立后破”四条原则，传统产业数智化改造、新兴产业集群化发展、未来产业场景化孵化、数据要素驱动产业服务、科技金融与耐心资本五条产业路径加速成型，为新质生产力从技术变量转化为经济增量提供了制度支撑。对债券市场的影响来看，债市定价逻辑已由围绕政策预期的博弈，转向经济基本面修复、地方债供给节奏与流动性变化三者之间的动态平衡，信用利差大概率延续“低位震荡、结构分化”的格局。

关键词：中美关系；宏观经济；产业发展；债市；信用利差

正文：

一、中美关系新定位：从“危机应对”到“平等对话”的转换

（一）战略定位：“尊重、公平、对等”，开辟大国相处正确之道

中美八点成果共识的第一条，是双方同意构建“基于尊重、公平、对等的中美建设性战略稳定关系”，回应了“修昔底德陷阱”这一长期笼罩在中美关系上空的战略焦虑。

“修昔底德陷阱”的逻辑在于，守成大国与崛起大国之间的结构性矛盾不可调和，冲突乃至战争是大概率事件。这一预设曾深刻影响美国对华战略定位，以压力求让步、以脱钩促改变。然而，这一逻辑运行数年，效果已被现实证伪，高额关税未能压服中国，技术封锁未能阻断中国产业升级，反而使美国自身承受通胀压力、供应链失衡与盟友体系离心。当压制难以为继时，转向稳定便成为理性选择。习近平主席明确指出：“‘修昔底德陷阱’是可以跨越的。中美建设性战略稳定关系不是一句口号，而应该是相向而行的行动。只要切实体现尊重、公平、对等，中美一定能通过对话协商，共同走出一条两个不同文明、不同制度、不同道路国家在这个星球上长期和平共处的正确相处之道”。

“尊重、公平、对等”的内涵，据人民日报《开辟大国相处正确之道 书写中美关系历史新篇》阐释：“尊重就是尊重彼此主权和领土完整，尊重各自选择的社会制度和发展道路，尊重对方核心利益和重大关切。公平意味着开展互利合作，协商处理分歧，不搞你输我赢的零和博弈，不追求单方面的绝对优势。对等意味着两国主权平等，没有高低之分，不搞霸道霸凌，对等解决各自关切，平衡发展各领域合作。”这段阐释为评估双方行为提供了明确尺度。从信用角度看，这意味着双方为彼此设定了一个可以核验的基准：每一次背离“尊重、公平、对等”的行为，都可以被指认为对共识的违反，而非各说各话的认知分歧。对于中美这样体量的大国关系而言，是一种重要互信基础的铺设。

（二）经贸共识：沟通规则共建，开辟中美合作新空间

八点成果共识中，经贸领域的安排较为具体，与 2025 年多轮暂停、延期、再暂停的模式相比，此次共识的突出特征在于沟通机制化，着手搭建一套可预期、可追溯、可累积的规则框架，为中美经贸合作开辟新的路径，“稳定了两国经贸关系、稳住了市场信心”。

第一，“300 亿美元”对等降税安排。双方同意建立贸易理事会和投资理事会，在此基础上推进约 300 亿美元规模的对等降税。从金额看，300 亿美元约占中美双边贸易总额的 5%左右，规模有限。但关键不在金额本身，而在操作方式：商品范围、税率调整、实施期限被纳入清单管理，双方可以持续沟通、逐项核对、动态调整。这意味着关税不再是可以随时被改变的博弈筹码，而是进入了可预期、可追溯的管理轨道。对于两国企业而言，这种可预期性比单次降税的金额重要得多，它意味着投资决策、供应链布局和长期合同可以建立在一个相对稳定的规则基础之上。

第二，吉隆坡磋商联合安排的延续与确认。回溯2025年10月的吉隆坡磋商，双方在芬太尼关税、出口管制穿透性规则、301调查措施等议题上达成了一揽子安排，核心模式是美方暂停、中方相应暂停。八点共识确认并延续了这一模式，使对等暂停从临时安排固化为可参照的先例。在国际经贸关系中，一旦“你暂停、我也暂停”成为双方默认的互动规范，任何单方面恢复制裁的行为都会面临更高的信誉成本。这种规范的累积，正是从“一事一议”走向有章可循的关键一步。

第三，贸易理事会与投资理事会的建立。此前的经贸磋商机制以牵头人会谈为主要形式，层级高但频次受限。今年5月两个理事会的设立，意味着中美经贸关系获得了一个常设化的沟通平台，其功能不限于危机管控，更包括日常性的政策协调与信息互通。贸易理事会负责协调非敏感商品领域的双边贸易问题，双方可讨论具体产品的互惠降税安排；投资理事会作为政府间平台，围绕投资机会、投资障碍、政策透明度和可预期性开展常态化对话。常设机制的价值在于它使“沟通”本身成为一种默认状态，而非需要双方反复确认的例外事件。当沟通渠道持续存在时，误判和误解导致的信用风险会显著降低。更重要的是，理事会为两国工商界提供了可预期的对话入口，使企业的关切能够进入政策流程，而非被政治博弈所淹没。

综合来看，经贸共识正从被动应对摩擦转向主动开辟合作新空间。这一转变的可信度，取决于沟通机制的运转频次、议程透明度和执行力度。机制的生命在于运转，规则的价值在于累积，这一点，将在未来数月内接受检验。

（三）人工智能：管理竞争而非消除竞争

人工智能对话机制的建立，是八点共识在科技领域最具前瞻性的成果。“双方同意建立中美人工智能对话，交流人工智能相关风险和惠益。下次对话将于今年11月举行。双方同意建立人工智能事件的沟通渠道。”建立对话机制的意义，不是消除竞争，而是为竞争设定边界和规则。

目前中美两国的人工智能发展呈现出以下显著特点：**一是两国的发展路径差异显著。**美国聚焦于通用人工智能的技术突破与通用智能，四大科技企业2026年在AI领域的总支出达6,500亿美元，重心在于智能本身的发展；中国则强调AI与实体经济的深度融合，将人工智能定位为全局性经济增长引擎，通过“人工智能+”行动推动技术渗透到制造业、服务业等广泛场景。**二是两国的技术路径各有侧重。**美国依托资本密集和算力规模优势，打造闭源通用大模型，通过高溢价构建封闭生态，占据全球技术制高点。中国在模型优化上追求高性价比和算力效率，通过开源模式降低技术使用

门槛，实现技术普惠，快速渗透至各行各业。**三是两国的风险治理路径发力点不同。**双方治理差异主要源于发展阶段、产业基础、安全关切和治理理念的不同。中美作为人工智能技术发展的主导经济体，均建立了各具特色的治理框架。中国治理更强调现实风险、系统性风险和国家安全，关注内容安全、数据安全、网络攻防及技术自主；美国治理更关注前沿技术风险、模型能力边界及超级智能风险，侧重通过技术标准、透明度义务和应急机制进行管控。

正是在这一格局下，AI 对话机制的价值得以凸显。正如习近平主席在世界人工智能大会上所强调的，应“强化风险意识，确保安全可控”。中美作为 AI 两大力量，建立常态化对话渠道，既是落实“建设性战略稳定关系”的具体行动，也是为全球 AI 治理提供基础框架的必要起点。

二、宏观经济：V 型走势、政策转向与结构性分化

（一）增长轨迹与当前经济运行信号

2026 年中国经济或呈现 V 型走势。一季度 GDP 同比增长 5.0%，二季度回落至 4.3%，上半年增速为 4.7%。二季度的放缓主要源于消费偏弱与投资承压，但工业生产和出口保持了较强韧性。三季度经济在出口强劲与低基数效应共同作用下实现边际改善，消费与生产有所企稳，三季度 GDP 增速回升至 4.5%，全年增速有望达到 4.6%至 4.7%。从运行特征看，当前经济呈现生产端率先修复、需求端滞后的格局，四季度能否实现从生产回暖向需求改善的传导，是判断全年走势的关键。以下四个信号值得重点关注：

信号一：工业生产加速回暖，但生产改善强于新增需求。三季度工业生产恢复较为明确，外需拉动与政策托底共同发力。装备制造业和高技术制造业景气度明显高于传统高耗能行业，行业分化继续加剧。制造业采购经理指数重回扩张区间，产需两端均处于扩张状态，但传统行业开工率仍偏低迷。值得注意的是，当前生产的回升更多来自前期订单带动排产恢复，尚未形成新增需求持续加速的局面。这意味着工业回暖的可持续性取决于四季度内外需能否形成接续，如果外需基数抬升后回落而内需未能及时释放，生产端可能面临再度放缓的压力。

信号二：出口维持高景气，AI 产业链成为核心支撑，但四季度面临基数考验。三季度出口仍是经济运行的主要亮点，外需景气延续改善，全球制造业 PMI 回升带动中国出口量改善，港口集装箱吞吐量同比大幅转正。AI 产业链对进出口的支撑尤为突出，半导体价格上行和全球 AI 需求旺盛共同推动出口量价齐升，成为出口高增的核心逻辑。但需要看到，10 月以后随着基数抬升，进出口同比读数或有所放缓，出口对经济

增长的边际贡献可能减弱。由于进口弹性大于出口，贸易顺差可能有所改善，四季度经济增长需要更多依靠内需接续。

信号三：内需修复基础仍不牢固，消费与投资延续低位分化，四季度政策发力方向明确。消费呈现居民出行改善与商品消费偏弱并存的特征，假期效应带动线下消费和出行链修复，但汽车、家电等耐用品消费明显走弱，就业需求偏弱制约消费意愿回升。投资端整体仍处低位，制造业投资和基建投资降幅有所收窄，但房地产开发投资降幅走阔，地产周期仍待筑底。四季度内需改善的政策抓手已经明确：一是 8000 亿元新型政策性金融工具支持项目密集落地，有望拉动先进制造业和广义基建投资；二是抵押补充贷款降息并扩展至六张网建设，引导政策性银行加大对水网、新型电网、算力网、城市地下管网、物流网等领域的金融支持；三是居民购房贷款财政贴息落地，从需求端稳定地产销售。这些政策的共同特征是兼顾短期稳增长与长期结构优化，但其效果取决于资金能否有效转化为实物工作量。

信号四：物价温和复苏，金融数据偏弱但政策工具加速落地，四季度关注信用扩张能否实现。物价方面，油价反弹带动 PPI 同比升高，CPI 受假期备货和以旧换新政策效应支撑温和回升，价格指数整体呈现边际改善态势。金融数据仍偏弱，新增贷款和社融同比少增，M2 和 M1 增速边际回落，反映内生融资需求不足。但政策端积极信号密集释放，9 月末抵押补充贷款利率下调、支持范围扩展至六张网、结构性再贷款额度扩容、居民购房贷款财政贴息落地，加之 8,000 亿元新型政策性金融工具已在多地启动投放，政策观察重点将由增量工具出台转向资金能否形成实际信用扩张。四季度如果政策资金能够有效转化为贷款、投资和实物工作量，金融数据有望边际企稳，进而支撑内需改善；如果传导不畅，则经济修复仍将主要依赖外需和生产端。

总体看，三季度经济修复更多由生产端率先体现，需求端尚未形成同步上行动能。四季度经济能否进一步企稳，关键在于三个传导链条能否打通：一是政策性金融工具和财政资金能否有效转化为信用扩张和实物工作量，二是外需基数抬升后内需能否及时补位，三是居民收入预期和企业投资意愿能否在政策助力下有所改善。

（二）政策基调的转向：从保持力度到提升效能

9 月稳增长政策有所加码，政策重心从保持力度转向提升效能。9 月 28 日国务院常务会议研究宏观政策发力提效、促进有效投资有关工作，并作出一系列针对性部署。会议指出，针对当前经济运行中出现的问题，要加大宏观政策逆周期调节力度，推动经济持续向新向优向好发展，努力完成全年经济社会发展目标任务。

货币政策方面，结构性货币政策工具“降价、扩围、增量”。9 月 29 日中国人民银行宣布调整完善多项货币政策工具。一是下调抵押补充贷款利率 0.25 个百分点，一年期抵押补充贷款利率从 1.75%降至 1.5%，更好激励政策性银行支持实体经济、服务国家战略。二是扩大抵押补充贷款支持领域，将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等六张网建设纳入抵押补充贷款支持领域，引导政策性银行加大对六张网建设的金融支持，助力扩大有效投资，深入挖掘内需潜力。三是结构性再贷款额度合计增加 7,000 亿元，同时居民购房贷款财政贴息落地，政策进一步覆盖投资端和居民需求端。货币政策继续保持适度宽松，短期重点进一步转向结构性工具落地与财政金融协同。10 月 19 日，央行行长潘功胜在 2026 金融街论坛发表《关于当前市场关注若干问题的思考》的主题演讲，明确将把公开市场主要操作品种期限由 7 天切换为隔夜，隔夜回购利率将相应成为主要政策利率，DR001 作为市场基准利率围绕政策利率在利率走廊内波动并成为调控目标利率。后续重点关注隔夜投放量能否持续匹配资金需求，宽松力度取决于边际投放量。

财政政策方面，呈现精准发力与财政金融协同并重的特征。加快存量资金落地并盘活结存限额空间。第一，地方债务结存限额盘活。动用地方政府债务结存限额约 5,500 亿元，其中 3,000 亿元用于提高县区一般公共预算保障能力，2,500 亿元支持经济大省符合条件的项目建设，重点投向“六张网”建设等领域。第二，新增专项债方面，截至 2026 年 9 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模达 3.55 万亿左右，发行金额较上年同期有所降低，后续新增专项债亦有发力空间。新增专项债资金更多流向市政和产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程等基建领域，项目收益债占比回升，对基建投资的拉动效应逐步显现。第三，财政金融协同发力，通过贴息政策、新型政策性金融工具补充项目资本金以及特别国债注资金融央企，形成财政贴息、央行再贷款、政策性银行投放的机制闭环，撬动社会资本参与重大项目建设。

（三）K 型分化的风险与防范

当前经济运行中一个值得关注的结构性特征是 K 型分化。房地产深度调整与科技行业加快发展形成行业回报率剪刀差，金融、人才、数据等要素进一步向科技和高端制造集中，区域增长动能也随之分化。这种分化在一定程度上是市场配置资源的自然结果，符合产业升级的一般规律。但如果分化从阶段性现象演变为固化格局，可能带来多方面风险：就业压力加大，因为科技产业的就业吸纳能力与传统地产链条存在结

构性差异；部分地方政府公共服务能力削弱，税源向科技集聚区集中的同时传统产业区财政承压；头部企业市场支配地位强化，可能衍生价格歧视、账款拖欠等问题。

防范 K 型分化固化的政策思路正在形成。一是宏观政策平衡总量与结构，在保持适度宽松、扩大内需的同时，通过结构性货币政策和财政贴息精准支持中小微企业与传统产业转型，避免大水漫灌加剧资源极化，并稳妥化解地方债务风险，防止化债过程对实体经济投资产生挤出效应。二是产业转型推动新旧动能融合，加大 AI 等新技术对传统产业的渗透，提升传统产业生产率，延长产业链，拓宽就业吸纳渠道，同时优化产业布局，避免新兴产业盲目跟风，防范局部产能过剩和资产泡沫。三是收入分配完善调节机制，提高劳动报酬在初次分配中的比重，推动劳动者报酬与劳动生产率同步增长，规范社会保障体系，通过转移支付和社会救助缓冲转型对弱势群体的冲击，降低居民预防性储蓄动机。治理 K 型分化的核心不是消除分化，而是把握好分化的度，防止结构分化演变为长期的结构失衡，推动经济在结构优化中实现平稳、高质量发展。

三 、产业发展：新质生产力布局新信号与新机遇

2026 年 9 月 25 日至 10 月 4 日，《人民日报》连续刊发十篇署名金轩的文章，聚焦“新机遇新空间新动能”，阐述了新质生产力的发展方向与产业布局。10 月 9 日，国务院发布《关于发展新质生产力的意见》，进一步明确了新质生产力的顶层设计与实施路径，为新质生产力从技术变量转化为经济增量提供了制度支撑。

（一）信号意义与层次结构

第一，确立了创新引领的总体方略。《意见》将大力推进科技创新列为五大任务之首，围绕科技创新、产业创新、发展方式创新、体制机制创新、人才工作机制创新五个方面提出 19 项重点举措。在产业层面，《意见》作出梯度安排，改造提升传统产业、培育壮大新兴产业、前瞻布局未来产业。其中，改造提升传统产业被列于首位，明确支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业，点名矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等行业。传递的信号很明确，培育新质生产力不等于只发展新兴产业和未来产业，传统产业不是落后产能，而是经济增长的基本盘、接续新产业的基础。

第二，新发展理念划定发展底线与节奏。《意见》确立了创新主导、改革为要、因地制宜、先立后破的十六字原则，确保新质生产力发展不走偏、不冒进、不泡沫化。《意见》在加强组织实施部分进一步强调，不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化，不

能出现产业空心化或产业断层现象，不能盲目求新、顾此失彼，并明确严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策，对一哄而上、盲目投资等造成重大损失的严肃追究责任。

第三，新动能层次结构的清晰呈现。在“十五五”开局之年这一关键时间，连续十篇文章重磅发声，核心指向“加快推动新旧动能转换”的要求。开篇三篇分别聚焦北斗、生物制造、智能经济，是因地制宜发展新质生产力的代表性赛道。北斗代表新兴支柱产业，正在挑起大梁；生物制造代表未来产业，尚在积蓄后劲；智能经济代表增长方式重塑，正在改变全局。三个方面各就其位、拾级而上。中间三篇转向产业底座，分析现代综合交通运输体系、物流效率变革与高水平安全如何为新动能成长提供流通支撑和安全保障。后四篇聚焦内需与活力，涵盖服务业扩能提质、新场景培育、民营经济发展、强大国内市场建设，从产业到基础环境再到制度环境，展现了产业持续跃升的整体面貌。

（二）新机遇与新空间

第一，传统产业数智化改造。《意见》要求“以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业”。冶金、化工、机械、纺织等传统产业可借助工业大模型、数字孪生、智能传感器等技术，实现工艺数字化、能耗智能化、产品定制化，向服务型制造转型正在成为传统制造企业差异化竞争的关键路径。

第二，新兴产业集群化发展。《意见》要求“因地制宜建设各具特色、优势互补的战略性新兴产业集群”。新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、机器人、生物医药、高端装备、航空航天等战略性新兴产业，通过链主企业牵引，带动上下游配套企业集聚，形成产业集群。企业可依托产业集群，共享智算中心、中试平台、检测实验室等资源，降低创新成本，提升竞争力。

第三，未来产业场景化孵化。《意见》在未来产业领域提出“建立未来产业投入增长和风险分担机制”。量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业，通过开放公共场景，用场景需求倒逼技术迭代。企业可参与城市治理、工业生产、医疗、物流等场景试点，加速技术商业化落地，形成可验证的商业模式。

第四，数据要素驱动产业服务。数据要素确权、流通、交易机制逐步落地，催生独立的数据服务产业。企业可通过工业互联网平台、行业大模型服务商，向产业链中小企业输出模型、算力、数据分析能力，实现数据资产化，创造新的利润来源。

第五，科技金融与耐心资本。《意见》在科技创新部分明确“建立企业研发准备金制度”“将符合国家战略需求的企业研发项目按程序上升为国家项目”“支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务”，支持天使投资、风险投资、私募股权投资等长期资本投向硬科技领域。对于硬科技企业而言，当前的政策窗口提供了多元化的融资通道。企业可通过科技创新债券、上市融资、并购重组等方式，获得资金支持，加速技术研发和产业化进程。

四、对债券市场与信用利差影响

9 月底一揽子稳增长政策集中落地后，债市主要影响因素已从围绕政策博弈切换为经济基本面、地方债供给节奏与流动性变化三者的动态平衡。一方面，货币政策维持“精准滴灌”基调，结构性工具定向发力而非总量宽松，“资产荒”逻辑依然成立；另一方面，财政政策边际加码，四季度政府债净融资预计约 3.7-4 万亿元，较去年同期有所增加，供给放量将对债市形成阶段性扰动。

四季度信用利差大概率延续“低位震荡、结构分化”的格局。一是货币政策维持呵护姿态，截至 10 月 25 日，10 月买断式逆回购合计净投放 4,000 亿元，央行提前对冲政府债发行和税期扰动，资金面整体无忧；二是理财回表资金回流与摊余债基建仓形成配置力量，“资产荒”逻辑未逆转；三是信用债供给端收缩，城投债净融资转负，供需格局对利差形成保护。

行业与区域分化格局将延续。产业债方面，计算机、钢铁等前期利差明显收窄行业的下行动能减弱，低利差行业利差大概率维持窄幅震荡；房地产等仍存基本面压力的行业，利差易受消息面扰动，存在阶段性波动风险。城投债方面，行情更多体现区域分化特征，经济财政实力较强区域的利差继续下行空间有限，弱资质省份仍需关注化债进展和市场风险偏好变化的影响。

对科创债和“六张网”的结构性机会值得关注。在政策持续加持和机构配置需求推动下，科创债的流动性和定价效率有望逐步改善；与“六张网”建设相关的信用主体，其融资可得性和信用资质有望获得政策支撑。但需注意，这类品种的政策溢价能否持续兑现，取决于项目落地进度和现金流回收情况。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。