

## 慢牛深化，长路徐行

——元瞻经纬总量月报（2026年1月）

### ● 报告要点：

“924”以来，在政治局会议指引下各部委联合推出超预期政策组合拳，叠加产业与监管政策协同，重塑市场生态，推动A股进入慢牛周期。2026年开年以来，A股开年表现亮眼，演绎出“开门红”的强势上涨行情，上证指数连阳，多次创出阶段性新高，成交量端也表现活跃，反映出投资者风险偏好显著提升和市场参与度的快速提高。我们认为，本轮“开门红”行情虽呈现出显著的**季节性和结构性行情特征**，但其驱动力不仅有“春季躁动”的情绪催化、政策打造高质量资本市场的制度引导，同时也有基本面的**边际改善提供支撑**。从宏观层面来看，2026年财政有望呈现前置发力的特征，在财政支出扩大并确保必要支出力度的同时，持续释放出稳投资、促消费的政策信号。此外，从企业层面来看，“开门红”行情亦有企业盈利端**边际改善的预期支撑**。展望后市，在政策呵护与基本面支撑的共同作用下，我们对市场仍保持相对积极的判断，但也需要看到，1月上旬在成交额与杠杆情绪阶段性快速放大后，监管“防风险”的取向仍是一以贯之的。一方面，从市场所处位置看，部分宽基指数与行业板块的估值已处于相对偏高区间，短期内对情绪的扰动更为敏感。另一方面，从潜在增量资金来源看，居民存款活化、内外部环境趋稳背景下的**外资回流**，以及机构中长期资金持续入市，仍是我们值得保持积极的理由。

### ● 本期总量跟踪

**工业与生产篇：**2025年全年PPI累计同比增速-2.6%，连续6个月降幅收窄。从分项数据来看，有色金属采选和冶炼在同比和环比增速上均居前列，是促进2025年12月PPI降幅收窄的重要项目，而随着2026年国际有色金属价格上涨的持续，2026年开年PPI有望延续降幅收窄的走势。

**消费篇：**按全年维度来看，2025年以旧换新政策仍取得了与2024年相近的成果，但其前高后低的结构特征暗含着政策刺激作用的减弱。2026年的以旧换新政策更加注重“缩量提质”，引导我国消费市场向更优质方向转型。此外，在国补力度逐渐退坡、政策刺激作用逐渐减弱的当下，服务业正成为我国促消费、稳就业、扩内需的越来越重要的抓手，并已表现出良好的发展态势。

**进出口篇：**经贸摩擦背景下，出口韧性显著，全年顺差首破万亿。从全年累计看，对东盟/非洲/欧盟出口累计同比增速分别为+13.40%/+25.80%/+8.40%，而对美累计同比降幅为20%。整体上，出口增量更多由东盟、非洲等新兴市场支撑，目的地结构的分散度继续上升。全年出口商品结构呈现**高端制造偏强、传统消费品偏弱**的特征。

**金融篇：**2025年12月金融数据整体呈现“社融与信贷边际回暖，M1增速持续回落、M2小幅反弹”的特点，实体经济融资需求仍待修复。全年视角，2025年社会融资规模增量累计约为35.6万亿元，比上年多约3.35万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加15.91万亿元，同比减少约1.13万亿元，体现直接融资对社融的支撑作用增强。实体经济资金需求表现为政府债拉动，人民币贷款托底、居民信贷拖累、非标收缩的分化格局反映企业融资渠道多元化。

### ● 风险提示

内外需超预期下滑；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解出现偏差；测算假设与约束条件偏理想化。

### 相关研究报告

- 《2026年总量与政策年度展望：风至势起，进而有为》
- 《经济大省视角下，区域经济高质量发展之路——元瞻经纬总量月报（2025年11月）》
- 《“十五五”承前启后，接续奋进谱新篇——元瞻经纬总量月报（2025年10月）》
- 《繁荣起点周年再续，合力厚植沃土方兴——元瞻经纬总量月报（2025年9月）》

### 报告作者

分析师	吴光杰
执业证书编号	S0020525100002
邮箱	wuguangjie@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	黄轩辕
执业证书编号	S0020524120001
邮箱	huangxuan@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	陈兆祥
邮箱	chenzhaoxiang@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	李卿
邮箱	liqing3@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	喻炜易
邮箱	yuweiyi@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 内容目录

1.当下权益市场的“慢牛”格局展望 .....	5
1.1 政策驱动下，市场有望继续震荡上行.....	5
1.2 宏观托底下，基本面总体稳健，财政前置发力，“开门红”可期.....	6
1.2.1 基本面：2025 年经济运行稳健，服务消费、出口表现出较强韧性..	6
1.2.2 政策信号：政策前置发力确定性较强，托底开年经济增长.....	8
1.2.3 政策路径：“稳投资”政策信号强，基建投资有望成为主要抓手 .....	8
1.2.4 企业利润：上市公司业绩指引分化，引导结构性行情.....	11
1.3 情绪催化下，后市仍有一定的空间 .....	12
1.3.1 市场所处的位置偏热，但并不极端.....	12
1.3.2 政策和基本面的呵护下，潜在的增量资金或许在路上.....	16
2.本期总量跟踪 .....	20
2.1 工业与生产篇：PPI 同比降幅收窄 .....	20
2.2 消费篇：以旧换新政策“缩量提质”，服务业在零售额增速与就业方面成为 K 型曲线的上行端.....	22
2.2.1 以旧换新政策的评价与展望 .....	22
2.2.2 服务业成为促消费、稳就业的重要抓手.....	25
2.3 进出口篇：经贸摩擦背景下，全年顺差首破万亿 .....	28
2.4 金融篇：社融与信贷边际回暖.....	31
3.风险提示.....	32

## 图表目录

图 1：国内规上企业工业增加值同比增速 .....	6
图 2：2025 年工业增加值同比增速季节性表现较强（%） .....	6
图 3：2025 年最终消费支出对 GDP 的贡献率逐季提升.....	7
图 4：2025 年服务消费表现对整体消费形成有力提振.....	7
图 5：2025 年出口在稳增长中发挥了重要支撑作用。.....	7
图 6：2025 年出口金额当月值的平均中枢不断抬升.....	7
图 7：即便下半年补贴退坡，“以旧换新”惠及商品全年表现不错.....	7
图 8：“十三五”、“十四五”期间基建增速“前快后慢”.....	9

图 9: 2025 年用于实际项目的专项债较上年减少约四千亿 .....	9
图 10: 政府预期专项债规模有望持续扩大 .....	10
图 11: 2026 年各省固定资产投资预期增速 (截至 2026.1.27) .....	11
图 12: 中国工业企业利润累计同比增速 (截至 2025.12) .....	11
图 13: 中国工业企业利润当月同比增速 (截至 2025.12) .....	11
图 14: 全市场成交额升至较高的活跃水平 .....	13
图 15: 全 A 换手率已突破近十年 90% 分位水平 .....	13
图 16: 在监管引导作用下, 杠杆买入情绪有所降温 .....	13
图 17: 两融余额与流通市值的比值已处高位, 但并不极端 .....	14
图 18: 万得全 A 的风险溢价仍有进一步下探的空间 .....	14
图 19: 热门行业成交额占全市场成交额的比重有所抬升 .....	16
图 20: 新增开户数尚未达到极端水平 .....	16
图 21: 相较于上一个十年, 从 2021 年开始有较为明显的居民超储行为 .....	16
图 22: 个人存款占上市银行客户存款的比例有所提升 .....	17
图 23: 定期存款占个人存款的比重亦显著提高 .....	17
图 24: 个人定期存款中 3—12 个月内到期部分占比 .....	17
图 25: 3-12 个月内到期的个人定期存款增量 .....	17
图 26: 居民的储蓄意愿仍然处于较高的位置 .....	18
图 27: 储户的投资意愿中选择股票的比例有所提升 .....	18
图 28: 境外配置 A 股的比例仍有提高的空间 .....	18
图 29: 美国总统访华事件上证指数表现汇总 .....	19
图 30: 我国 PPI 累计同比增速 .....	20
图 31: 中国 PPI 当月同比增速 .....	20
图 32: 2025 年 12 月当月 PPI 同比涨跌幅及其变化 .....	21
图 33: 2025 年 12 月当月 PPI 环比涨跌幅及其变化 .....	21
图 34: 2025 年黄金、白银现货价格变化 (美元/盎司) .....	22
图 35: 2025 年铜现货价格变化 (美元/吨) .....	22
图 36: 各以旧换新品类增速 .....	23
图 37: 服务零售额增速与商品零售额增速出现 K 型分化 .....	26
图 38: 全国城镇调查失业率 (%) .....	26
图 39: 制造业 PMI: 从业人员 (%) .....	27
图 40: 非制造业 PMI: 从业人员 (%) .....	27

图 41: 非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%) .....	27
图 42: 非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%) .....	27
图 43: 服务业与制造业 PMI 从业人员指数的“倒 K 型分化” .....	27
图 44: 服务业与建筑业 PMI 从业人员指数的“K 型分化” .....	27
图 45: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....	28
图 46: 对主要地区贸易顺差情况 .....	28
图 47: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....	28
图 48: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....	28
图 49: 2025 年全年主要出口商品金额累计同比增速 (按增速降序排列) ....	31
图 50: 12 月新增社融分项 (亿元) .....	32
表 1: 2026 年“激发民间投资”、“促进居民消费”六项财政政策 .....	8
表 2: 新质生产力方向企业表现亮眼, 部分板块表现分化 .....	12
表 3: A 股主要宽基指数估值与涨跌幅 .....	14
表 4: A 股主要行业指数估值与涨跌幅 .....	15
表 5: 2025 年与 2024 年以旧换新政策实施效果对比 .....	22
表 6: 2026 年“以旧换新”政策详情与主要区别 .....	24
表 7: 主要出口目的地出口金额 (亿美元) 与变化 .....	29
表 8: 主要出口商品金额 (美元计价) 同比增速 (单位: %) .....	30
表 9: 12 月社融分项及同比增减 (亿元) .....	32

## 1. 当下权益市场的“慢牛”格局展望

2026年A股迎来“开门红”行情。2026年开年以来A股开年表现亮眼，延续2025年末的上涨势头，演绎出“开门红”的强势上涨行情，上证指数连阳，并多次创出阶段性新高；深证成指、创业板等主要指数也均创多年高位，反映出投资者风险偏好显著提升和市场参与度的快速提高；成交量端也表现活跃，周成交规模连续多日保持在高位水平，融资余额持续攀升。从中长期视角看，市场对于“长牛”的预期升温。我们认为，本轮“开门红”行情虽呈现出显著的季节性和结构性行情特征，但其驱动力不仅有“春季躁动”的情绪催化、政策打造高质量资本市场的制度引导，同时也有基本面的边际改善提供支撑。从宏观层面来看，2026年财政有望呈现前置发力的特征，在财政支出盘子扩大并确保必要支出力度的同时，持续释放出稳投资、促消费的政策信号；此外，出口方面有望延续2025年四季度以来的稳健运行态势，为一季度经济增长提供有力支撑。从企业层面来看，2026年的“开门红”行情亦有企业盈利端边际改善的预期支撑。

### 1.1 政策驱动下，市场有望继续震荡上行

“924”以来，在政治局会议指引下央行、证监会、金融监管总局联合推出超预期政策组合拳，叠加产业与监管政策协同，重塑市场生态，推动A股进入政策驱动的慢牛周期。2026年作为“十五五”开局之年，宏观政策将以“稳增长、促转型、防风险”为主线，财政、货币、资本市场政策协同发力，支撑市场稳步推进慢牛行情。宏观政策将延续“货币适度宽松+财政积极发力”组合，市场整体有望震荡上行，结构性机会集中于科技成长（AI应用及产业链）与低波红利风格。

从货币方面看，下调结构利率，总量政策可期。2025年中央经济工作会议明确实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，支持“十五五”开好局、起好步。2026年1月15日，央行宣布下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点。各类再贷款一年期利率从目前的1.5%下调到1.25%，其他期限档次利率同步调整，标志着“十五五”开局之年货币政策以“精准滴灌”方式加力支持经济高质量发展。谈及降准降息，央行表示，从今年看还有一定的空间。目前金融机构的法定存款准备金率平均为6.3%，2025年以来银行净息差已经出现企稳的迹象，连续两个季度保持在1.42%，为政策调整留出了空间。预计2026年将有1-2次降准（50-100BP）和1-2次降息（10-20BP），货币政策将持续发力支持实体经济高质量发展。

从科技领域看，增加科技创新和技术改造再贷款额度并扩大支持范围。将科技创新和技术改造再贷款额度从8000亿元，增加4000亿元至1.2万亿元，并将研发投入水平较高的民营中小企业等纳入支持领域。此举意在引导银行以更低利率向民营小微企业、科技创新、绿色转型等领域放贷。货币政策以结构性工具为主，同时为降准降息预留空间，保持货币政策灵活性。

从财政方面看，总量充足，结构更优。2026年1月20日，财政部表示今年财政赤字、债务总规模和支出总量将保持必要水平，确保总体支出力度“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”。结合2025年的情况来看，预计今年赤字率保持4%左右，新增政府债务规模14万亿元左右，发行特别国债5000亿元以上，安排8000亿元左右新增专项债券，补充地方政府综合财力和扩大有效投资。“精准滴灌”聚焦新基建、城市更新、消费升级等领域。2026年财政资金将重点投向5G、人工智能、数据中心

等新型基础设施建设，以及城市更新、保障性住房、地下管廊等民生工程。财政将继续安排资金支持消费品以旧换新，调整优化补贴范围和标准，重点支持绿色智能家电、新能源汽车等消费升级领域。此外，“投资于人”与民生保障也是未来重要的投入方向，多渠道增加居民收入。这一系列政策取向将为“十五五”开局，提供强劲动力，同时为 A 股市场提供“盈利改善+估值支撑”的双重利好。

从市场影响看，流动性合理充足，为成长股估值提供支撑，科创板受益明显。盈利逐步改善，民营企业、科创企业融资成本下降，盈利能力提升，推动相关板块业绩增长。AI、高端制造、新能源、消费升级等领域获政策倾斜，传统周期板块支持力度减弱，市场风格进一步分化。政策明确支持实体经济，增强市场对经济复苏的信心，风险资产吸引力上升。

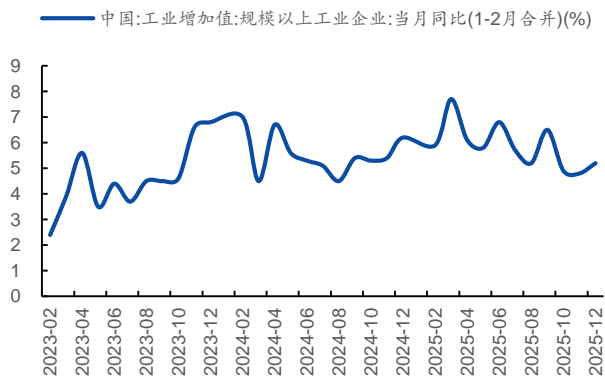
## 1.2 宏观托底下，基本面总体稳健，财政前置发力，“开门红”可期

### 1.2.1 基本面：2025 年经济运行稳健，服务消费、出口表现出较强韧性

回顾 2025 年整体经济走势，我国经济呈现“顶压前行、向新向优发展”的总体特征，但也存在供强需弱的突出矛盾，上半年在关税等外部扰动下，经济基本盘尤其是出口依旧表现出较强韧性；下半年虽然受消费补贴退坡、地产持续探底和高基数等因素影响有边际走弱倾向，但全年整体运行稳中有进。

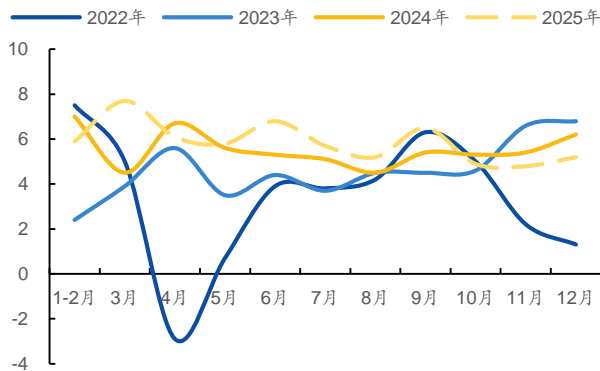
从供给端来看，规上工业增加值的同比增速自 2022 年 4 月以来持续保持正增长，进一步从近四年的季节性走势观察，当前工业增加值增速整体仍处于相对不低的区间，反映出供给端运行总体平稳，这种稳健运行的态势有望在 2026 年开年继续延续。

图 1：国内规上企业工业增加值同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

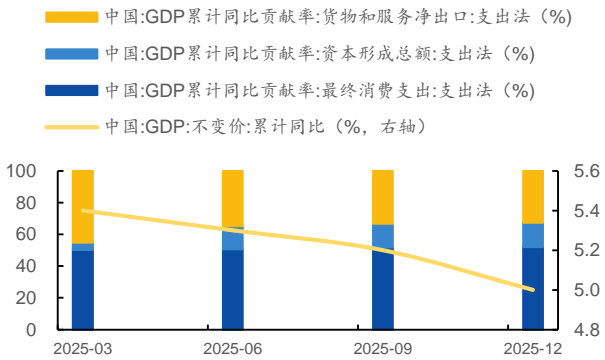
图 2：2025 年工业增加值同比增速季节性表现较强 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

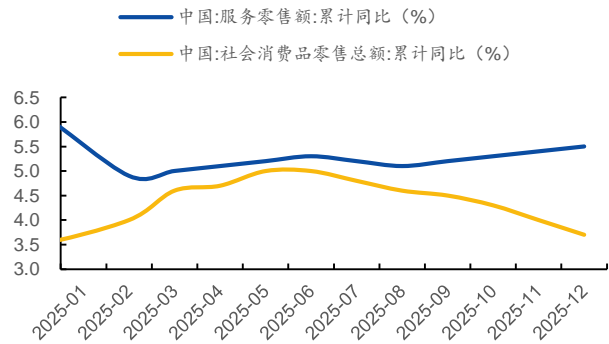
从需求端来看，尽管 2025 年整体内需修复偏弱，但其对经济贡献程度边际提升，并且在结构上，服务消费表现稳健，对整体消费形成有力提振；商品消费则在“两新”政策支持下，在 2025 年上半年显著高增，虽然下半年受补贴退坡影响增速下滑，但全年表现仍然不错。出口在外部环境扰动和内需修复偏弱的背景下仍具备较强韧性。从出口金额走势看，以美元计价的出口金额的运行中枢（12 个月移动平均值）持续抬升，已升至 3100 亿美元以上，处于近年来相对高位。

图 3：2025 年最终消费支出对 GDP 的贡献率逐季提升



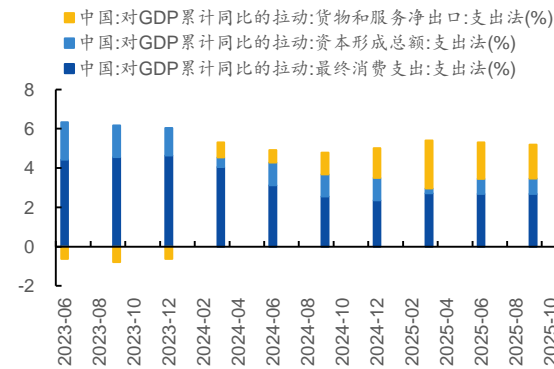
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：2025 年服务消费表现对整体消费形成有力提振



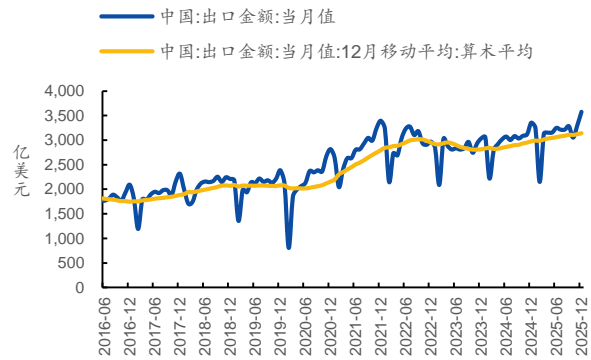
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：2025 年出口在稳增长中发挥了重要作用



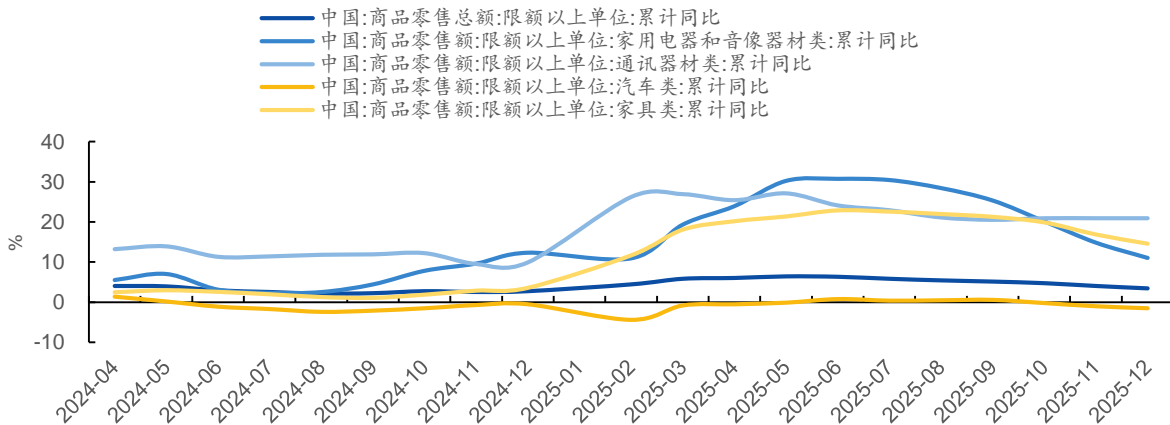
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：2025 年出口金额当月值的平均中枢不断抬升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 7：即便下半年补贴退坡，“以旧换新”惠及商品全年表现不错



资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 1.2.2 政策信号：政策前置发力确定性较强，托底开年经济增长

节奏上，2026 年政策靠前发力的确定性较强，决策执行部门 2026 年经济工作部署中多体现“靠前发力”的指向。2025 年 12 月中央经济工作会议中提出“有些‘十五五’规划项目准备好了，可以提前开工建设”。2025 年 12 月 19 日国常会在政策执行层面进一步对贯彻落实中央经济工作会议决策部署作出安排，明确“要靠前发力抓落实，以扎实有效的工作不断巩固拓展经济稳中向好势头，确保‘十五五’开好局、起好步”，此外多部委在学习中央经济工作会议精神中，均提出 2026 年相关工作的靠前发力。

从 2026 年年初以来，政策落地节奏快。2026 年 1 月 20 日，财政部在新闻发布会上公布“六项政策”，其中四项是支持民间投资的政策，另外两项是支持促进消费的政策，旨在“激发民间投资”、“促进居民消费”。

表 1：2026 年“激发民间投资”、“促进居民消费”六项财政政策

序号	内容	详情
1	中小微企业贷款贴息政策	主要是对相关领域企业贷款予以贴息，重点包括新能源汽车、工业机器人、医疗装备、移动通讯设备等 14 个重点产业链及上下游产业，以及科技、物流、信息和软件等生产性服务领域，还有农林牧副渔等领域。贴息为贷款总额的 1.5 个百分点，最长贴息期 2 年，可享受贴息政策的单户贷款额度上限是 5000 万元。
2	民间投资专项担保计划	主要是为中小微民营企业贷款提供担保，符合条件的中小微民营企业，因为生产场景的拓展、改造、升级，以及改扩建厂房、店面装修等生产经营活动需要的中长期贷款，均可获得支持。单家企业可享受担保的贷款额度为 2000 万元。
3	支持民营企业债券风险分担机制	中央财政专门安排风险分担资金，与央行现有政策协同，为民营企业和私募股权投资机构发行债券提供增信支持，代偿投资人部分损失。
4	设备更新贷款贴息政策	重点是扩大了贴息范围，在原有设备购置项目的基础上，将与设备更新相关的固定资产贷款，以及科技创新类贷款纳入贴息范围。
5	服务业经营主体贷款贴息政策	这是对去年出台政策的一次优化。此次将单户贷款额度由现有的 100 万元提高到 1000 万元，贴息 1 个百分点，贴息 1 年，一家企业最多可享受贴息 10 万元。
6	个人消费贷款贴息政策	居民使用个人消费贷款，只要是用于消费的，都可以享受 1 个百分点的贴息。这次政策还将信用卡账单分期业务纳入了贴息支持范围。

资料来源：新华网，国元证券研究所

**第一批“两重”、“两新”资金均已下发。**2025 年 12 月末，国家发展改革委会同财政部已向地方提前下达 2026 年第一批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划。2025 年 12 月 31 日，在国家发展改革委新闻发布会上，国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示，近日已下达 2026 年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划，共计约 2950 亿元。

### 1.2.3 政策路径：“稳投资”政策信号强，基建投资有望成为主要抓手

2025 年 12 月中央经济工作会议中，提出“推动投资止跌回稳”，要“适当增加中央预算内投资规模，优化实施‘两重’项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，有效激发民间投资活力”。

2025 年 1-12 月，我国固定资产投资累计同比增速-3.80%，较前值-1.20pct；12 月当月固定资产投资同比增速-15.21%，较前值+14.34pct。从分项数据来看，基建方面，1-12 月广义基建投资同比增速-1.48%，较前值-1.61pct，12 月当月广义基建投

资同比增速-16%，较前值-4.14pct；1-12月狭义基建投资同比增速-2.20%，较前值-1.10pct，12月当月狭义基建投资同比增速-12.2%，较前值-2.49pct。制造业投资方面，1-12月制造业投资同比增速+0.60%，较前值-1.30pct，12月当月制造业投资同比增速-10.55%，较前值-6.10pct。房地产投资方面，1-12月房地产投资同比增速-17.20%，较前值-1.30pct，12月当月房地产投资同比增速-36.85%，较前值-5.49pct。

我们认为，2026年在稳投资政策的引导下，固定资产投资增速或将迎来反弹，其中，基建投资有望成为政府稳投资政策的重要抓手。

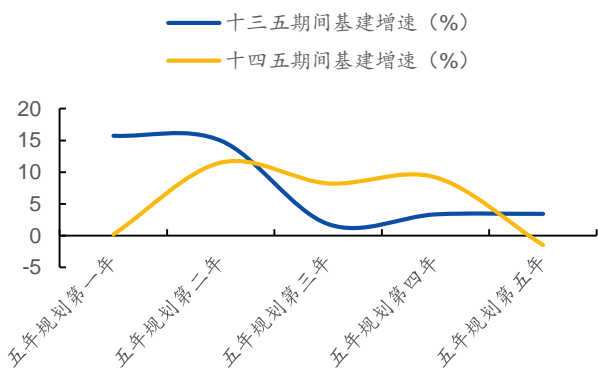
对基建投资的“开门红”而言，我们主要关注两个问题：第一，什么制约了2025年，尤其是2025年下半年基建投资的表现？第二，什么支撑2026年基建投资的表现？

1) 什么制约了2025年基建投资的表现？制约2025年基建投资增速的核心因素有两方面：首先，从周期维度看，2025年处于“十四五”规划收官之年，多数项目处于收尾阶段，受项目周期节奏影响，实物工作量偏弱。据中国能源报报道，截止2025年5月20日，“十四五”规划102项重大工程所涉及的5000多个具体项目，已完成规划目标任务的99%。从“十三五”、“十四五”期间历年基建增速对比可以看到，近两个五年规划中基建投资增速均呈现出前快后慢的特征（除2021年受公共卫生事件冲击影响，基建投资增速几乎为0）。

其次，从资金使用结构上来看，2025年基建增速偏弱，部分原因在于专项债资金投入化债和土地收入，“挤出”了地方政府用于基建投资的资金。根据企业预警通的数据，2025年全年用于项目建设专项债资金减少近4000亿元。2025年，新增专项债发行规模共计4.59万亿，其中1.34万亿特殊新增专项债用于化债、4804亿元用于土地储备、260亿元用于中小银行发展，剩余用于项目建设的专项债规模约2.75万亿，较2024年3.12万亿，减少了3715亿元。可见化债、土储等用途的“挤出效应”，也是造成2025年基建增速下降的原因之一。

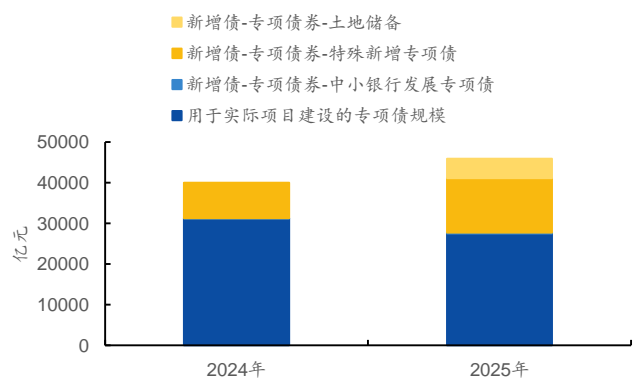
综合来看，2026年，作为“十五五”开局之年，五年的项目储备有望为2026年基建投资提供充足的项目供给势能，此外，地方政府化债对基建投资项目的“挤出”虽无法彻底消除，但在化债和土储规模不显著增加的假设下，专项债规模有望持续扩大，用于项目建设的资金或将增加，对基建投资形成制约的主要因素在2026年均有望得到边际改善。

图8：“十三五”、“十四五”期间基建增速“前快后慢”



资料来源：Wind, 国元证券研究所

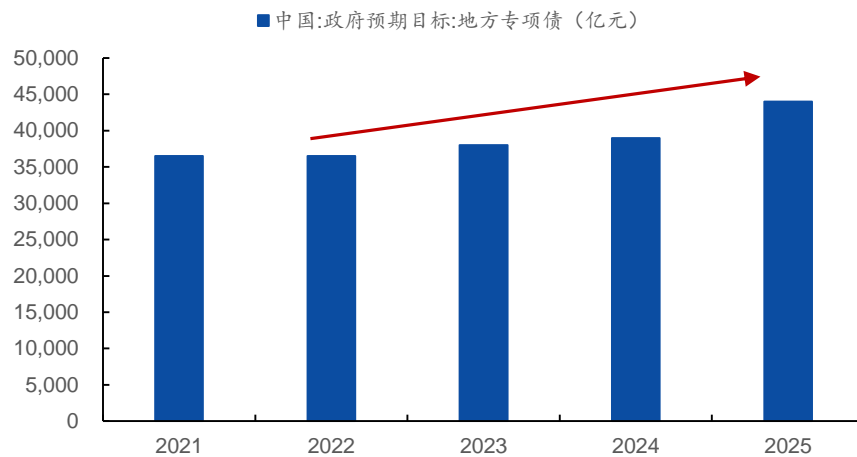
图9：2025年用于实际项目的专项债较上年减少约四千亿



资料来源：企业预警通, 国元证券研究所

2) 除了制约基建投资因素的边际改善之外，我们看什么支撑 2026 年基建投资的表现？基建投资在资金保障方面量是充足的，节奏是靠前的。2025 年 9 月 29 日国家发展改革委新闻发布会公布，会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金，截至 10 月 30 日，5000 亿元新型政策性金融工具已全部投放完毕，共支持 2300 多个项目，项目总投资约 7 万亿元。此外，2025 年 12 月 31 日，首批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划也已于 2025 年 12 月末下达，规模近 3000 亿元。

图 10：政府预期专项债规模有望持续扩大



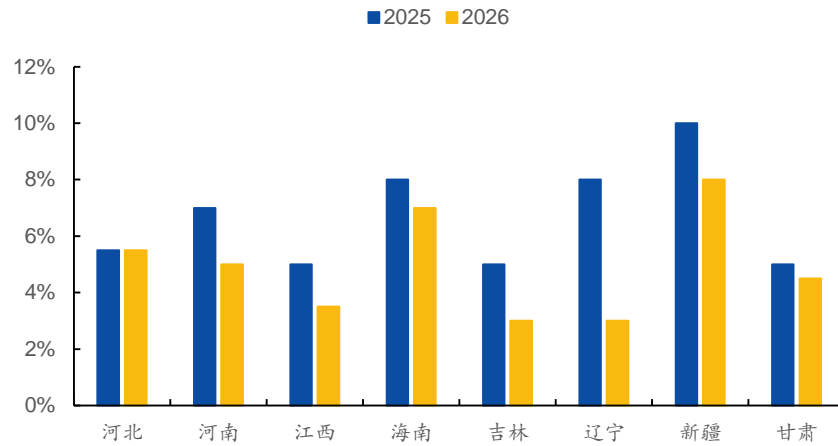
资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 3) 央企或将在基建“开门红”中扮演更重要角色

2025 年 12 月 23 日，决策层对中央企业工作作出重要指示，“中央企业要充分认识肩负的职责使命，更好服务党和国家工作大局，服务经济社会高质量发展”、“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯基础、全面发力的关键时期，中央企业要把思想和行动统一到党中央对形势的科学判断和决策部署上来，进一步明确方位、找准定位，切实担负起职责和使命。要在推进重大基础设施建设中提供强力保障，加快传统基础设施更新和数智化改造，适度超前开展新型基础设施建设。”2026 年 1 月 15 日，国家电网宣布，“十五五”期间固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”时期增长 40%，每年固定资产投资额度约 8000 亿元，占我国全年固定资产投资比重近 2%。

我们认为，2026 年乃至“十五五”期间，央企有望在国家基建投资领域发挥更大作用，这不仅基于央企在新时代下职责使命的认识，更是结合地方政府当前财政现状及统筹诸如化债等工作的综合考量。截至 2025 年 1 月 27 日，陆续已有十几个省市的人代会已经开幕，从已披露 2026 年年度投资计划的省份信息来看，2026 年，多个省份下调 2026 年固定资产投资增速。

图 11：2026 年各省固定资产投资预期增速（截至 2026.1.27）



资料来源：证券时报，河南省金融办，凤凰网，人民网，海口国际投资促进局，吉林省人大，辽宁省人民政府，新疆维吾尔自治区人社厅，新疆维吾尔自治区人民政府，国元证券研究所

### 1.2.4 企业利润：上市公司业绩指引分化，引导结构性行情

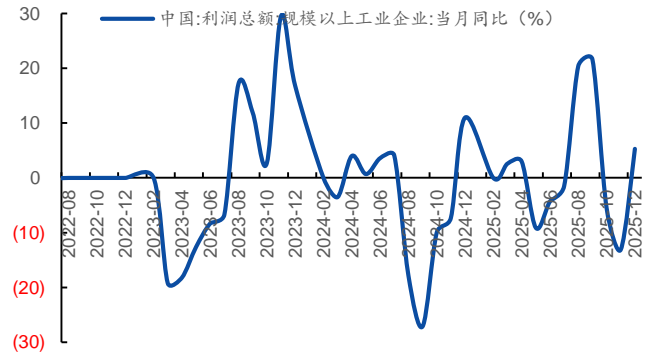
从企业层面来看，2026 年的“开门红”行情亦有企业盈利端边际改善的预期支撑：1) 首先，在总量数据维度，2025 年 12 月，当月全国工业企业利润同比增速回正，+5.3%，从全年增速来看，2025 年 1-12 月工业企业利润同比增速+0.6%，结束了 2022 年以来连续 3 年的负增长，尽管盈利水平整体仍处底部，但已呈现出明确的边际改善。

图 12：中国工业企业利润累计同比增速（截至 2025.12）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：中国工业企业利润当月同比增速（截至 2025.12）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 其次，从上市公司维度，近期 A 股上市公司披露的业绩预告呈现结构性分化特征，这进一步催化了春季结构性行情的演绎，资金有望进一步流向基本面得到清晰业绩验证的板块。根据金融投资报援引内容，截至 1 月 25 日，A 股超过 950 家上市公司先后发布了 2025 年年度业绩预告或快报数据，进入业绩披露高峰期。在这些已披露业绩预告的公司中，业绩向好的公司占比达到约四成左右，表现出较为积极的盈利预期改善态势；其次，从具体业绩表现看，不同行业之间业绩结构性分化，新质生

产力相关板块表现相对占优。例如，代表新质生产力的中高端制造行业表现亮眼，如2025年半导体产业链上市公司业绩增势强劲，受人工智能、数据中心建设及国产替代需求拉动，半导体产业链上市公司特别是存储芯片、设备及材料领域，多家公司净利润翻倍。医药行业公司约有五成业绩预喜，截至1月26日，已有超过60家医药上市公司披露业绩预告，其中约半数公司业绩向好，创新药、器械等赛道龙头企业表现出色，而部分盈利能力单一的药企则相对承压。

**表 2：新质生产力方向企业表现亮眼，部分板块表现分化**

所属板块	公司	业绩表现
半导体产业	中微半导	公司1月25日公告，预计公司2025年实现营业收入11.22亿元左右，同比增长约23%；归母净利润2.84亿元，同比增长约107%
	炬芯科技	公司1月25日公告，预计2025年实现营业收入9.22亿元，同比增长41.44%；归母净利润2.04亿元，同比增长91.40%
	佰维存储	公司预计2025年实现营业收入100亿元至120亿元，同比增长49.36%至79.23%；归母净利润8.5亿元至10亿元，同比增长427.19%至520.22%
	德明利	公司预计2025年归母净利润为6.50亿元至8.00亿元，同比增长85.42%至128.21%，其中第四季度单季归母净利润达到6.77亿元至8.27亿元，同比大增1051.59%至1262.41%。
	香农芯创	公司预计2025年归母净利润为4.80亿元至6.20亿元，比上年同期增长81.77%至134.78%
	神工股份	公司预计2025年实现营业收入4.3亿元至4.5亿元，同比增长42.04%至48.65%；净利润为1.1亿元至1.3亿元，同比增长135.30%至178.09%
医药产业	昭衍新药	公司预计2025年归母净利润约2.33亿元至3.49亿元，同比增长约214%至371%；扣非后的归母净利润约2.46亿元至3.7亿元，同比大增约945%至1468%
	上海谊众	公司预计2025年归母净利润为6000万元至7000万元，同比增长760.18%至903.54%
	力生制药	公司预计2025年归母净利润为4亿元至4.4亿元，同比增长116.77%至138.44%
	以岭药业	公司预计2025年归母净利润为12亿元至13亿元，上年同期为亏损7.24亿元
	智飞生物	公司预计2025年归母净利润巨亏107亿元至137亿元，上年同期为盈利20亿元
	康华生物	公司预计2025年归母净利润约1.91亿元至2.33亿元，同比下降41%至52%

资料来源：Wind，金融投资报，国元证券研究所

### 1.3 情绪催化下，后市仍有一定的空间

展望后市，在政策持续呵护与基本面支撑的共同作用下，我们仍保持相对积极的判断，但也需要看到，1月上旬在成交额与杠杆情绪阶段性快速放大后，监管“防风险”的取向仍是一以贯之的。我们看到，一方面，从市场所处位置看，部分宽基指数与行业板块的估值已处于相对偏高区间，短期内对情绪与资金面的扰动更为敏感。另一方面，从潜在增量资金来源看，居民存款活化、内外部环境趋稳背景下的外资回流，以及机构中长期资金持续入市，仍是我们值得保持积极的理由。

#### 1.3.1 市场所处的位置偏热，但并不极端

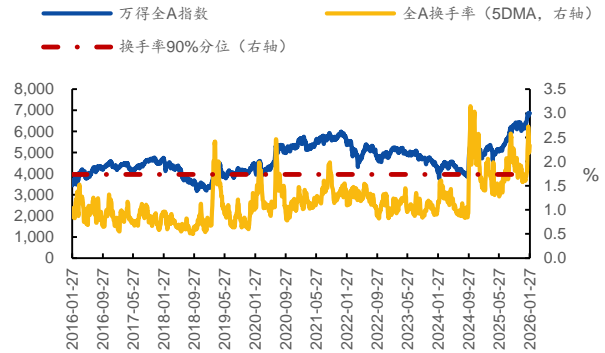
从成交额水平的角度来看，今年以来全市场成交额五日均值已基本突破了上一轮的高点，来到三万亿左右的水平。全A换手率也基本接近2024年9月24日后政策驱动的反转行情高点，基本超过近十年90%的分位数（按五日移动均值计算）。

图 14：全市场成交额升至较高的活跃水平



资料来源：Wind, 国元证券研究所；截止 2026 年 1 月 28 日

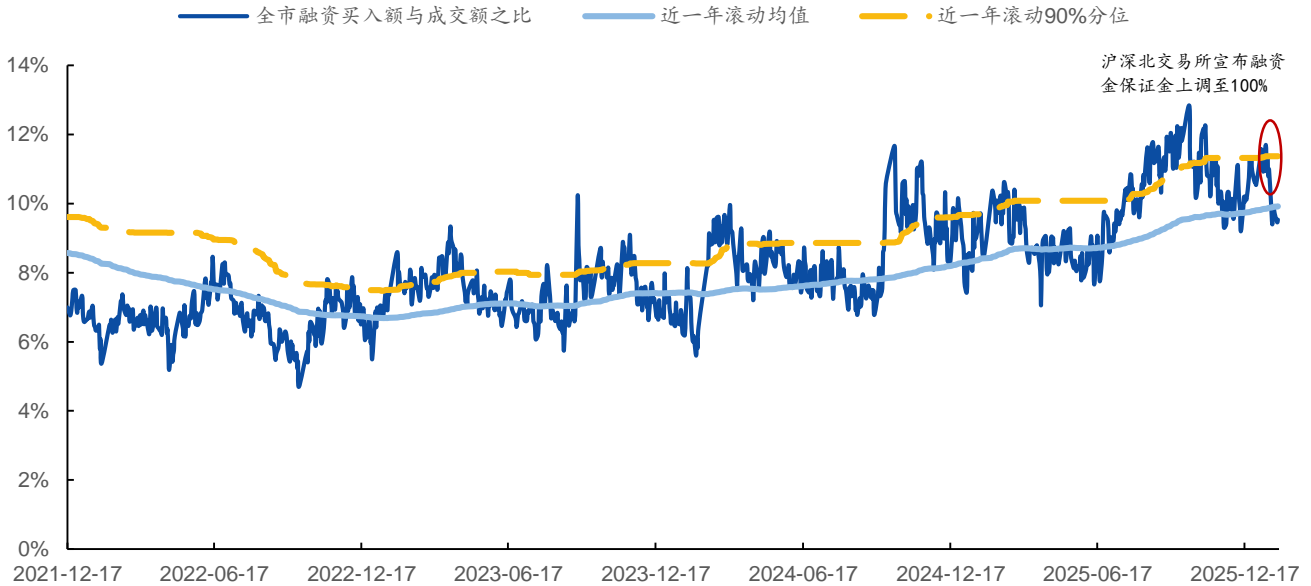
图 15：全 A 换手率已突破近十年 90%分位水平



资料来源：Wind, 国元证券研究所；截止 2026 年 1 月 28 日，分位数按五日均值计算

从杠杆情绪看，1 月 A 股市场情绪经历了从偏热向中性回归的过程。截至 2026 年 1 月 27 日，沪深北三市当日融资买入额为 2784.97 亿元，占全 A 成交额的 9.53%，低于近一年滚动均值 9.92%。近 20 个交易日内，融资买入占比主要在 9.4%—11.5% 区间波动，对应 Z-score 大致在 -0.43 至 1.58 之间，杠杆情绪由 1 月上旬的相对偏热阶段（Z-score 一度升至 1.58）逐步回落至当前的中性水平。1 月 14 日融资保证金上调后，在监管引导下，杠杆资金加杠杆的节奏明显放缓，买入热情趋于平稳。从两融余额占沪深两市流通市值的比例看，该指标已回升至相对偏高区间，但与历史极端高位相比仍有一定差距。

图 16：在监管引导作用下，杠杆买入情绪有所降温

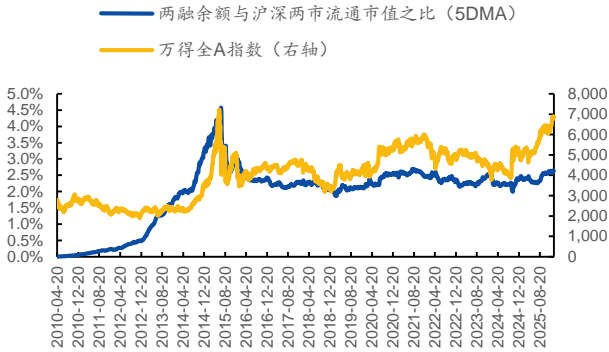


资料来源：Wind, 国元证券研究所；截止 2026 年 1 月 27 日

从 A 股权益的风险溢价 (ERP) 角度看，经历一轮上涨后，当前 ERP 约 2.43%，已低于近五年均值，但从历史的绝对水平看仍具备一定安全边际。若以近五年 10%分位 (约 2.1%) 作为阶段性底部参照，当前仍有约 0.3 个百分点的下行空间，对应指

数层面仍有一定上涨余地。

图 17: 两融余额与流通市值的比值已处高位, 但并不极端



资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2026 年 1 月 27 日

图 18: 万得全 A 的风险溢价仍有进一步下探的空间



资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2026 年 1 月 27 日

从主要宽基指数的估值水平看, 当前 A 股市场整体处于近十年的历史高位区间。截至 2026 年 1 月 28 日, 上证指数 PE (TTM) 为 17.15 倍, 分位数达到 99.9%, 接近历史顶部。经过 2025 年全年的上涨及 2026 年开年的继续上攻后, 市场整体估值已处于较为昂贵的位置。与此同时, 部分大盘蓝筹指数估值压力相对可控, 沪深 300 指数 PE 为 14.14 倍, 10 年分位数为 83.2%, 虽已处于历史偏高区间, 但相较于小盘股仍显温和。中小盘中估值分化显著。中证 500 的 PE 为 38.70 倍, 分位数 87.9%; 中证 1000 的 PE 为 50.97 倍, 分位数 83.4%; 而中证 2000 的 PE 高达 169.04 倍, 分位数达 99.8%; 科创 50 的 PE 达 179.53 倍, 分位数 98.4%。值得注意的是, 创业板指 PE 为 42.80 倍, 10 年分位数仅为 50.5%, 处于历史中位水平。尽管 2025 年创业板指大涨 49.6%, 但由于历史估值中枢较高, 当前反而是少数估值处于合理区间的宽基指数之一。综合来看, 当前市场整体估值已处于历史高位, 尤其是小盘股估值过热。相比之下, 创业板指估值处于历史中位, 具备一定安全边际, 沪深 300 虽处偏高区间, 但估值压力一定程度上小于中小盘。

表 3: A 股主要宽基指数估值与涨跌幅

代码	主要指数	2026 以来涨跌幅 (%)	2025 年涨跌幅 (%)	PE (TTM)	10 年 PE 分位数 (%)
000001.SH	上证指数	4.60	18.41	17.15	99.92
000300.SH	沪深 300	1.90	17.66	14.14	83.24
000510.SH	中证 A500	5.46	22.43	17.38	88.67
000688.SH	科创 50	15.67	35.92	179.53	98.37
000852.SH	中证 1000	10.59	27.49	50.97	83.36
000905.SH	中证 500	15.21	30.39	38.70	87.93
399001.SZ	深证成指	6.05	29.87	33.03	93.70
399006.SZ	创业板指	3.76	49.57	42.80	50.49
881001.WI	万得全 A	7.07	27.65	23.47	98.31
932000.CSI	中证 2000	10.43	36.42	169.04	99.83

资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2026 年 1 月 28 日

从主要行业的估值水平看, 当前 A 股行业估值呈现明显两头分化的格局。截至 2026

年 1 月 28 日，按申万一级行业分类，科技成长板块估值处于历史高位，电子行业 PE 达 75.37 倍，10 年分位数高达 99.7%；计算机 PE 为 94.13 倍，分位数 98.8%；通信和传媒分位数也分别达到 88.6%和 89.3%。这些板块在 2025 年经历了大幅上涨后，估值已处于极度扩张状态。周期板块估值同样偏高，基础化工、钢铁、煤炭的估值分位数均超过 80%。与之相对，金融与部分消费板块处于历史估值洼地，食品饮料 PE 仅 20.29 倍，分位数低至 4.5%；银行 PE 为 5.95 倍，分位数 29.8%；非银金融分位数仅 8.0%；家用电器分位数为 37.7%。此外，有色金属在 2025 年涨幅达 94.7% 的背景下，估值分位数仍为 60.6%，处于相对合理区间。

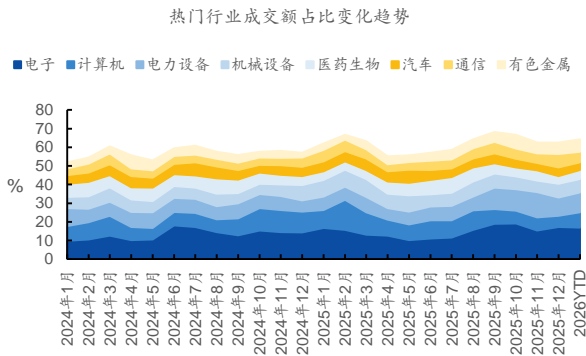
**表 4：A 股主要行业指数估值与涨跌幅**

代码	主要指数	2026 以来涨幅 (%)	2025 年涨跌幅 (%)	PE (TTM)	10 年 PE 分位数 (%)
801010.SI	农林牧渔(申万)	-3.03	17.79	23.15	21.03
801030.SI	基础化工(申万)	12.48	33.29	34.05	86.41
801040.SI	钢铁(申万)	7.61	26.55	34.36	83.79
801050.SI	有色金属(申万)	23.48	94.73	35.23	60.63
801080.SI	电子(申万)	13.33	47.88	75.37	99.69
801110.SI	家用电器(申万)	0.07	9.14	14.82	37.75
801120.SI	食品饮料(申万)	-2.73	-9.69	20.29	4.53
801130.SI	纺织服饰(申万)	5.17	13.18	29.23	67.26
801140.SI	轻工制造(申万)	4.67	20.07	34.41	82.66
801150.SI	医药生物(申万)	5.78	11.94	38.19	64.56
801160.SI	公用事业(申万)	3.90	1.03	20.12	42.57
801170.SI	交通运输(申万)	-0.04	1.13	18.42	60.44
801180.SI	房地产(申万)	3.32	1.84	61.18	97.12
801200.SI	商贸零售(申万)	1.97	8.21	52.21	99.46
801210.SI	社会服务(申万)	6.82	9.71	49.30	53.54
801230.SI	综合(申万)	15.18	43.55	63.79	84.72
801710.SI	建筑材料(申万)	11.24	22.13	32.12	85.21
801720.SI	建筑装饰(申万)	7.29	6.70	13.80	77.70
801730.SI	电力设备(申万)	7.50	41.83	42.41	71.15
801740.SI	国防军工(申万)	9.50	34.30	100.19	85.79
801750.SI	计算机(申万)	10.20	18.24	94.13	98.81
801760.SI	传媒(申万)	16.18	27.17	50.30	89.33
801770.SI	通信(申万)	3.39	84.75	51.22	88.63
801780.SI	银行(申万)	-7.11	7.00	5.95	29.84
801790.SI	非银金融(申万)	-0.95	10.06	13.17	7.97
801880.SI	汽车(申万)	3.22	24.25	30.40	81.71
801890.SI	机械设备(申万)	9.14	41.69	42.88	78.67
801950.SI	煤炭(申万)	3.77	-5.27	18.47	82.74
801960.SI	石油石化(申万)	10.48	11.71	22.54	77.19
801970.SI	环保(申万)	7.58	16.89	31.08	78.00
801980.SI	美容护理(申万)	2.19	0.39	39.11	52.04

资料来源：Wind，国元证券研究所；截止 2026 年 1 月 28 日

综合来看，今年年初以来市场成交与换手已显著升温并处于阶段性高位，杠杆情绪在监管引导下由偏热回落至中性，新增开户等增量指标尚未走向极致。但从估值端角度看，市场已进入整体偏贵、结构分化的状态，行业层面则表现为科技成长与部分周期估值高位、金融与部分消费处于历史洼地，市场后续上涨的空间或更加依赖盈利改善的驱动而非普遍的估值扩张。

图 19：热门行业成交额占全市场成交额的比重有所抬升



资料来源：Wind，国元证券研究所；截止 2026 年 1 月 27 日

图 20：新增开户数尚未达到极端水平

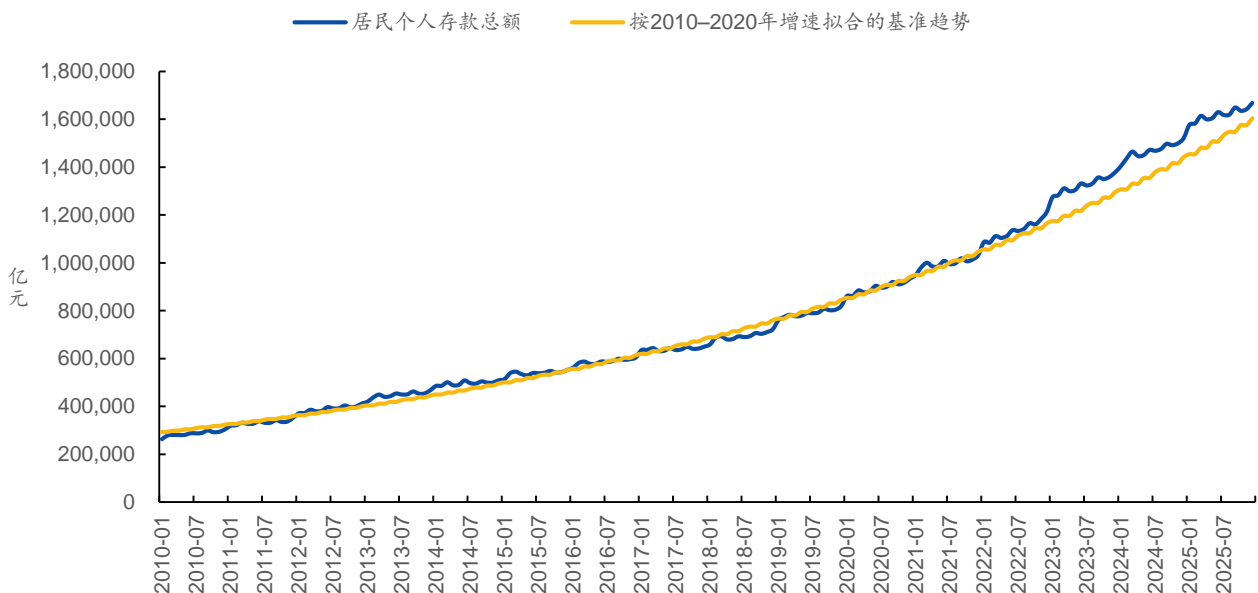


资料来源：Wind，国元证券研究所

### 1.3.2 政策和基本面的呵护下，潜在的增量资金或许在路上

当下，从潜在增量资金来源来看，居民存款活化、内外部环境趋于平稳下的外资流入以及机构中长期资金入市仍是我们值得保持乐观的理由。

图 21：相较于上一个十年，从 2021 年开始有较为明显的居民超储行为



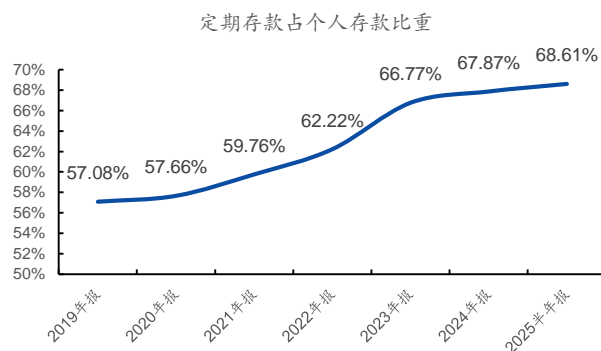
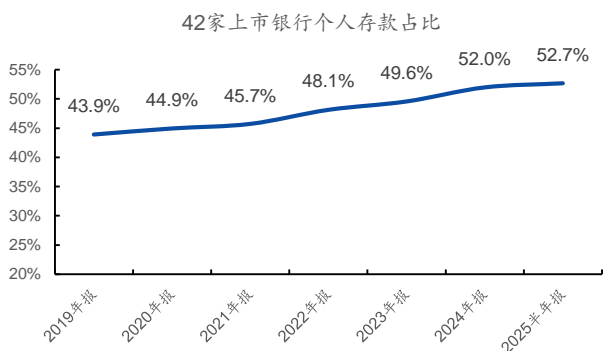
资料来源：Wind，国元证券研究所

总体而言，“居民存款搬家”这一叙事在近年来居民存款的结构中呈现出两个值得关注的特征：一是居民部门在 2021—2023 年出现了相对 2010—2020 年长期趋势更为显著的超额储蓄。二是银行体系内个人存款占比与定期化程度同步抬升，反映出

资金在居民端的沉淀更深，期限更长。一方面，从居民存款与趋势线的对比可以看到，2021至2023年期间相较于2010—2020年的基准增长线，居民存款存在明显的“超储”现象。另一方面，从沪深两市42家上市银行的存款结构变化也可印证这一点，自2019年至2025年中报，个人存款占银行客户存款的比例由43.9%提升8.8个百分点至52.7%；同时，个人存款中定期存款占比由57.08%显著上升至68.61%。

图 22：个人存款占上市银行客户存款的比例有所提升

图 23：定期存款占个人存款的比重亦显著提高



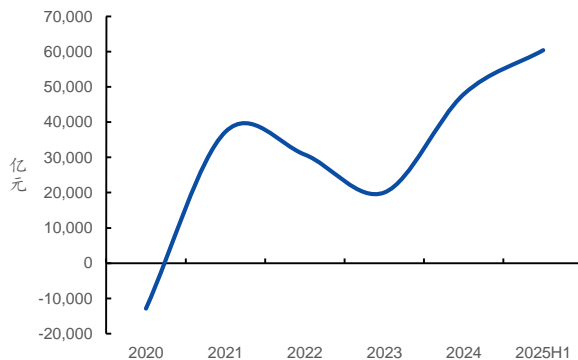
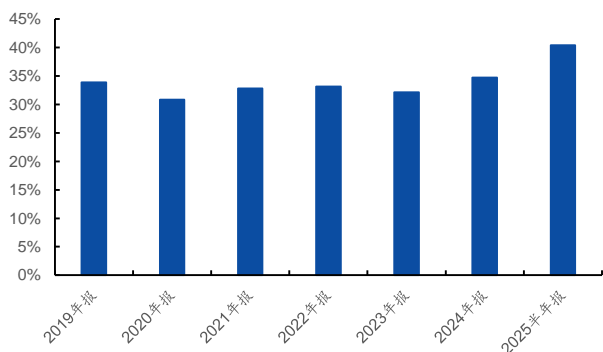
资料来源：42家上市银行年报，Wind，国元证券研究所估算

资料来源：42家上市银行年报，Wind，国元证券研究所估算

基于此，我们进一步拆解了42家上市银行在负债端流动性风险管理披露中的“吸收存款”的剩余期限结构，并将其近似视作定期存款的到期分布。在不考虑续存与提前支取的假设下，我们以个人存款占比对各期限的到期规模进行拆分测算（该口径在现实中可能偏保守）。结果显示，自2021年起，1—5年期限区间的到期余额增量明显加速。同时，以2025年6月30日为基准，3—12个月内到期的存款占比较2024年提升接近6个百分点，这在一定程度上印证了市场对2026年到期存款规模或高于往年的判断。在2025年6月底这一基准下，若假设3—12个月与1—5年期限内的个人定期存款在各自期限内均匀分布到期，则基准情形下，2026年42家上市银行或有约22万亿元个人定期存款到期，若再按42家上市银行吸收存款占全行业的比重外推，则2026年全行业全年或有约32万亿元定期存款到期。

图 24：个人定期存款中3—12个月内到期部分占比

图 25：3-12个月内到期的个人定期存款增量



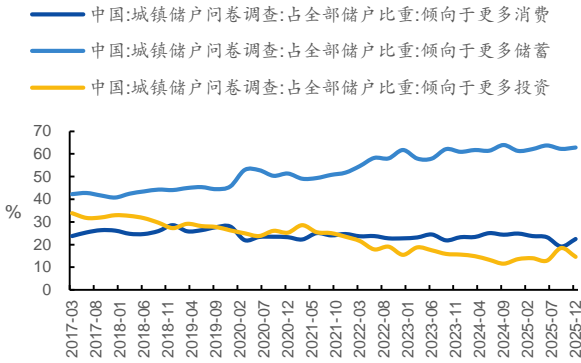
资料来源：42家上市银行年报，Wind，国元证券研究所估算

资料来源：42家上市银行年报，Wind，国元证券研究所估算

不过，存款到期本身并不必然意味着居民资产配置偏好会发生显著变化。央行于1月28日披露的2025年四季度城镇储户调查显示，储户储蓄意愿仍维持在高位，投资

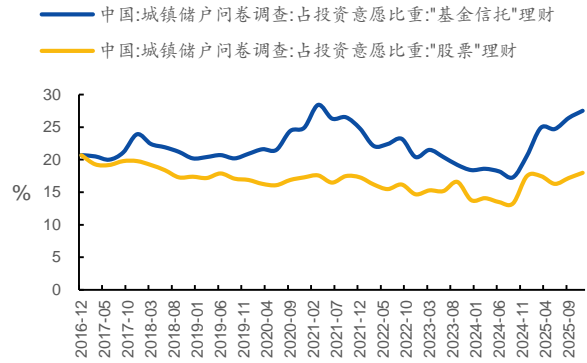
意愿甚至较 2025 年三季度有所回落。尽管如此，考虑到测算的到期资金规模庞大，我们仍审慎认为，即便仅有极小比例的资金发生再配置并流入股市，也可能形成较为可观的边际增量资金来源。

图 26：居民的储蓄意愿仍然处于较高的位置



资料来源：Wind, 国元证券研究所

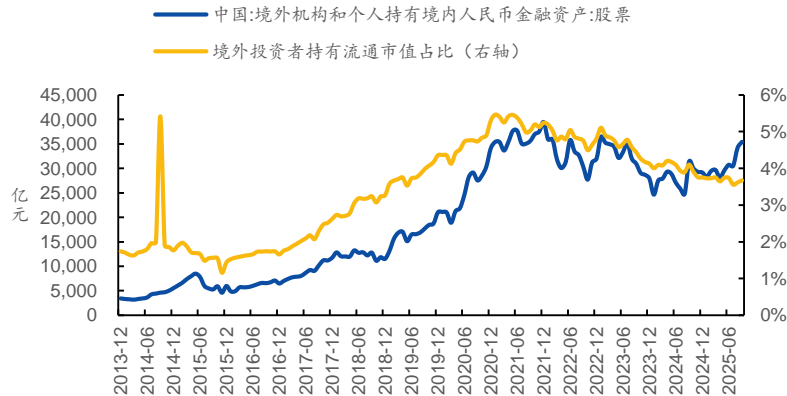
图 27：储户的投资意愿中选择股票的比例有所提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

除此之外，我们认为上半年在特朗普表达明确的访华意愿之下，中美的经贸摩擦烈度可能会小于 2025 年上半年同期，同样也为 A 股创造较为平稳的外部环境。一方面，从数据上看，外资对于 A 股的配置占比仍有上升的空间，尚未达到 2021 年的高位。

图 28：境外配置 A 股的比例仍有提高的空间

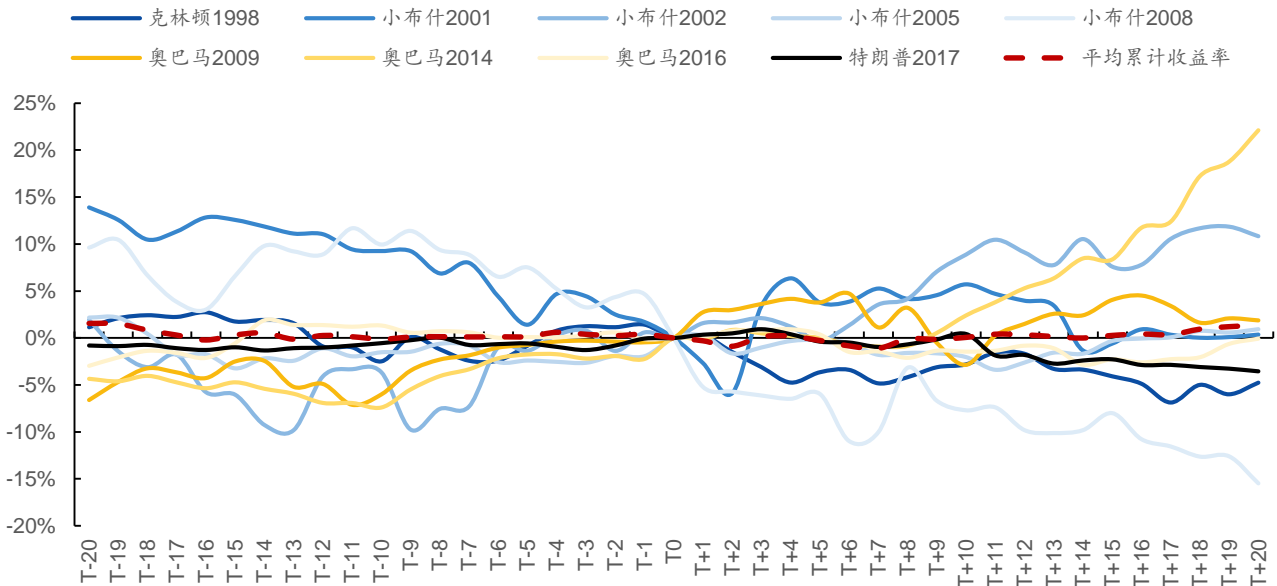


资料来源：Wind, 国元证券研究所

另一方面，根据美国国务院历史办公室（Office of the Historian）维护的总统出访（Travels Abroad of the President）清单统计，我们发现自上证指数发布以来，美国共有四位总统九次访华。其中，民主党两位（克林顿、奥巴马），共和党两位（小布什、特朗普）。从访问频次看，小布什访华次数最多，共计 4 次；奥巴马 3 次；克林顿与特朗普各 1 次。从历次访华事件后 20 个交易日的累计收益率表现看（以访华当日为 T0），上证指数在访华后的市场反应并不一致。按政党派别划分，民主党总统访华后的累计平均收益率约为 4.8%，共和党总统访华后的累计平均收益率为 -1.38%；不分党派的整体累计平均收益率为 1.36%。总体而言，中美元首的会晤对 A 股短期影响更偏中性，尚不足以构成明确的单边利好或利空信号，仍需结合后续的宏观环境

与和政策预期进一步观察。

图 29：美国总统访华事件上证指数表现汇总



资料来源：美国国务院, Wind, 国元证券研究所

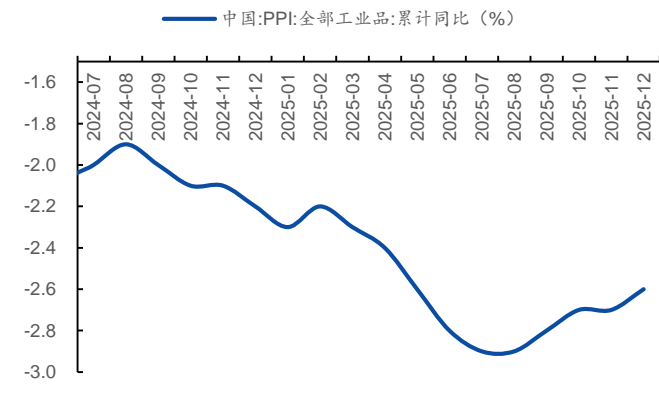
最后，我们在《长期资金入市蓄活水，考核制度完善优生态》报告中曾测算，“长钱长投”的制度改革下，各类中长期机构资金有望为资本市场每年带来上万亿元级别的增量资金。综上，在政策制度持续呵护、基本面边际向好、市场情绪尚未走向极端、增量资金仍具一定空间的背景下，我们判断“慢牛”式的市场格局有望进一步深化。

## 2. 本期总量跟踪

### 2.1 工业与生产篇：PPI 同比降幅收窄

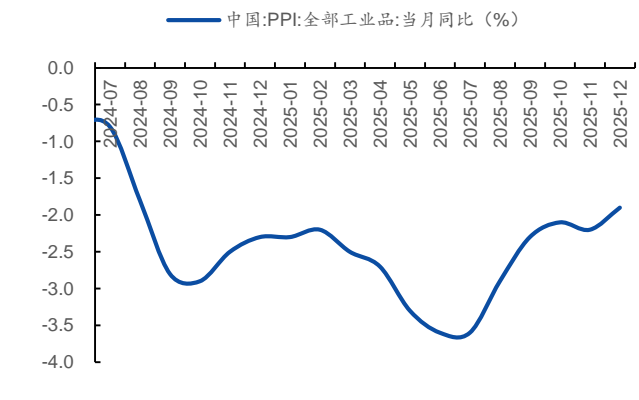
2025 年 1-12 月 PPI 累计同比增速降幅持续收窄。2025 年 1-12 月 PPI 累计同比增速-2.6%，自 2025 年 7 月以来连续 6 个月降幅收窄；12 月 PPI 当月同比增速-1.9%，前值-2.2%，较前值+0.3pct。

图 30：我国 PPI 累计同比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

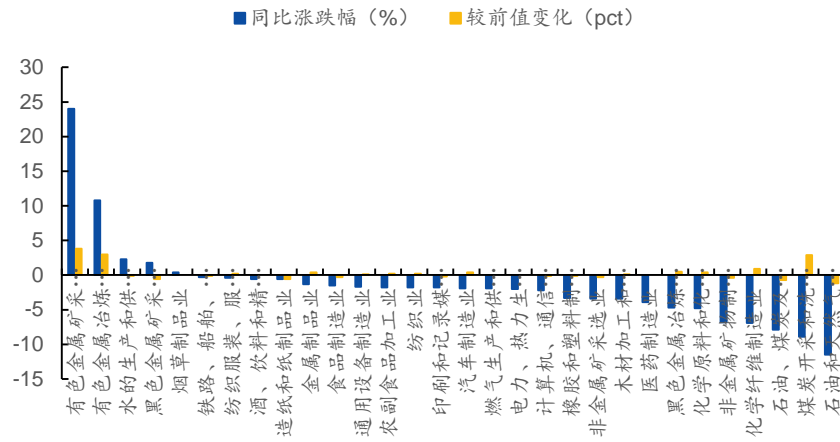
图 31：中国 PPI 当月同比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

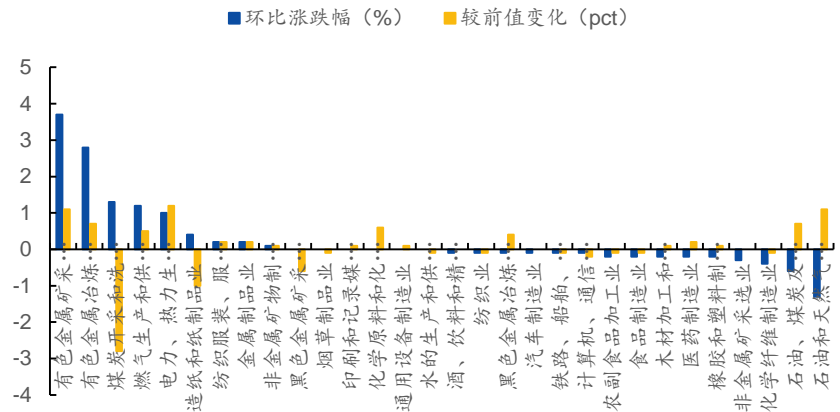
从分项数据来看，有色金属采选和冶炼在同比和环比增速上均居前列，是促进 2025 年 12 月 PPI 降幅收窄的重要项目。2025 年 12 月，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业同比涨幅分别为+24%、+10.8%，较前值+3.8pct、+3pct；其环比涨幅分别为+3.7%、+2.8%，较前值+1.1pct、0.7pct。有色金属采选业价格水平的变化主要受国际有色金属价格上行的推动，2025 年 12 月，伦敦金/银/铜现价涨幅分别为+2.79%/+33.54%/+10.86%。截至 2026 年 1 月 28 日，伦敦金/银/铜现价较月初涨幅分别为+23.19%/+56.68%/+4.3%，国际有色金属价格上行的推力年初仍将持续，2026 年开年 PPI 有望延续降幅收窄的走势。

图 32：2025 年 12 月当月 PPI 同比涨跌幅及其变化



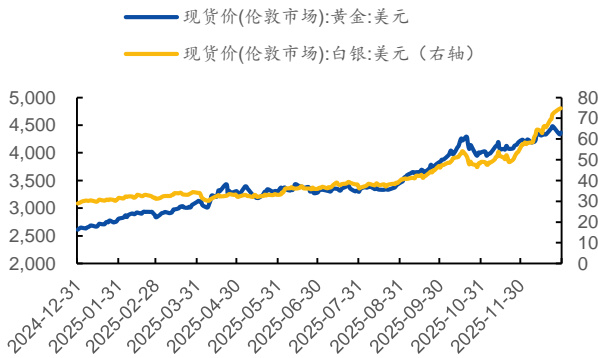
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 33：2025 年 12 月当月 PPI 环比涨跌幅及其变化



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 34：2025 年黄金、白银现货价格变化（美元/盎司）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 35：2025 年铜现货价格变化（美元/吨）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 2.2 消费篇：以旧换新政策“缩量提质”，服务业在零售额增速与就业方面成为 K 型曲线的上行端

### 2.2.1 以旧换新政策的评价与展望

在比较 2025 年与 2024 年以旧换新政策的实施效果时可以发现，2025 年国补资金对以旧换新相关商品销售额的刺激效率与 2024 年相同（单位资金的刺激作用相同），不同品类刺激效果有分化。2024 年，中央财政以 1500 亿消费品以旧换新资金带动相关产品销售额超 1.3 万亿元，而 2025 年中央财政以双倍资金（3000 亿元）带动相关产品销售额翻倍（全年销售额超 2.6 万亿元）。汽车、家电、家装厨卫、电动自行车以旧换新量均有所增长，但各品类增长率差异较大，其中电动自行车实现同比 805.8% 的增长，而汽车仅增长 69.1%。2026 年，第一批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划已提前下达，若各季度下达资金比例与 2025 年相同，则全年预计下达约 2315 亿元国补资金；若各季度下达资金相同，则全年预计下达 2500 亿元国补资金。

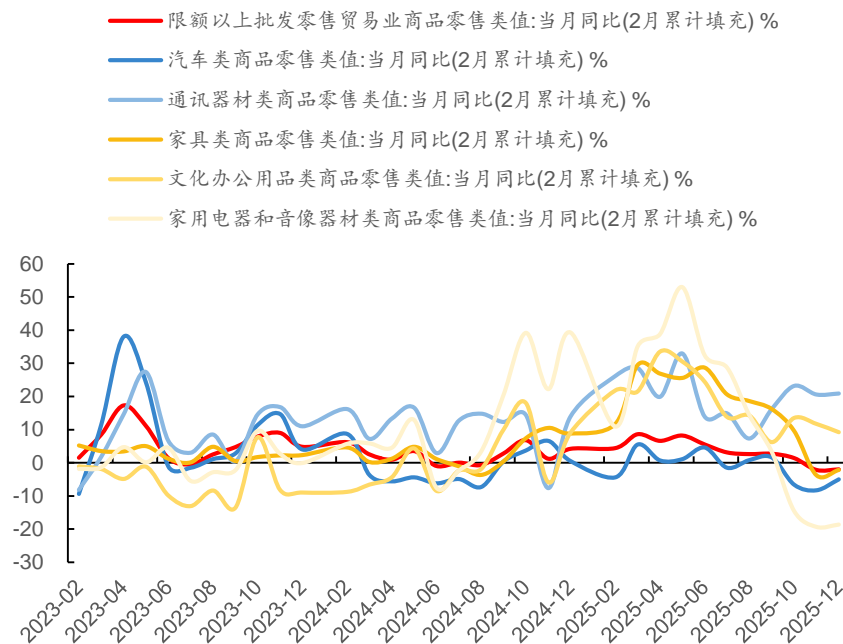
表 5：2025 年与 2024 年以旧换新政策实施效果对比

品类	2024 年	2025 年	同比增长
汽车	2024 年，全国汽车以旧换新超过 680 万辆	汽车以旧换新超 1150 万辆	69.1%
家电	超 3600 万名消费者购买 8 大类家电以旧换新产品超过 5600 万台	家电以旧换新超 1.29 亿件	130.4%
家装厨卫	家装厨卫“焕新”补贴产品约 6000 万件	家装厨卫“焕新”超 1.2 亿件	100.0%
电动自行车	电动自行车以旧换新超过 138 万辆	电动自行车以旧换新超 1250 万辆	805.8%
以旧换新带动相关产品销售额	2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元	2025 年，以旧换新相关商品销售额超 2.6 万亿元	100.0%
中央财政消费品以旧换新资金	1500 亿元	3000 亿元	100.0%

资料来源：中国政府网，证券时报网，商务部，新华网，国元证券研究所

在观察 2025 年年内国补资金对以旧换新相关商品销售的刺激作用时可以发现，各以旧换新品类的同比增速基本呈现前高后低的特征。各品类增速基本在 5 月左右达到峰值，且除通讯器材类外各品类增速在补贴力度下坡的下半年（一二季度均补贴 810 亿元，三四季度均补贴 690 亿元）呈下行趋势。

图 36：各以旧换新品类增速



资料来源：iFind, 国元证券研究所

在比较 2026 年与 2025 年以旧换新政策的区别时可以发现，2026 年的以旧换新政策相比 2025 年更突出“精准化、微型化、绿色化、智能化、适老化”五大导向，更加符合我国国情实际与新质生产力发展导向。精准化方面，2026 年政策对汽车报废的补贴从定额补贴转向比例补贴，解决车价不同导致补贴比例不同的问题，同时对汽车置换补贴的规则进行细化；微型化方面，比例补贴导致 2026 年对单辆车的补贴力度小于等于 2025 年，且家电的补贴品类缩小、补贴力度降低，取消对电动自行车的补贴，符合 2026 年国补资金整体降低的趋势；绿色化方面，不再补贴 2 级能效或水效标准的家电产品；智能化方面，将智能眼镜纳入补贴范围，保留对智能家居产品的购新补贴；适老化方面，取消对旧房装修、厨卫等局部改造的补贴，但仍保留对适老化家居产品的补贴。

**表 6：2026 年“以旧换新”政策详情与主要区别**

	2025 年	2026 年	主要区别
汽车报废	<p>扩大汽车报废更新支持范围。在《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》（商消费函〔2024〕392 号）基础上，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。个人消费者报废 2012 年 6 月 30 日前（含当日，下同）注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入《<u>减免车辆购置税的新能源汽车车型目录</u>》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，购买新能源乘用车单台补贴 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车单台补贴 1.5 万元。个人消费者按本通知标准申请补贴，相应报废的机动车须为本通知公布之日前登记在本人名下的机动车。</p>	<p>支持汽车报废更新。个人消费者报废登记在本人名下的乘用车，并购买纳入《<u>减免车辆购置税的新能源汽车车型目录</u>》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，给予汽车报废更新补贴支持，购买新能源乘用车补贴车价的 12%（最高不超过 2 万元）、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补贴车价的 10%（最高不超过 1.5 万元）。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 体现精准化导向：定额补贴转向比例补贴，解决了 25 年低价车享受补贴比例更高的问题</li> <li>2. 体现微型化导向：2026 年对单辆车的补贴力度小于等于 2025 年</li> </ol>
汽车置换	<p>完善汽车置换更新补贴标准。个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，<u>购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。</u>个人消费者按本通知标准申请补贴，转让的既有乘用车登记在本人名下的时间最迟不得晚于本通知公布之日。汽车置换更新补贴实施细则由各地区按照本通知要求并结合实际合理制定。</p>	<p>支持汽车置换更新。个人消费者转让登记在本人名下的乘用车，并购买纳入《<u>减免车辆购置税的新能源汽车车型目录</u>》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，给予汽车置换更新补贴支持，<u>购买新能源乘用车补贴车价的 8%（最高不超过 1.5 万元）、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补贴车价的 6%（最高不超过 1.3 万元）。</u></p>	<p>对补贴规则进行进一步细化</p>
家电	<p>加力支持家电产品以旧换新。继续支持<u>冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机</u>等 8 类家电产品以旧换新，将<u>微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲</u>等 4 类家电产品纳入补贴范围。个人消费者购买上述 12 类家电中 2 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%。每位消费者每类产品可补贴 1 件（空调产品最多可补贴 3 件），每件补贴不超过 2000 元。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。</p>	<p>支持家电以旧换新。个人消费者购买<u>冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器</u>等 6 类家电中 1 级能效或水效标准的产品，按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 1500 元。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 补贴品类缩小：家用灶具、吸油烟机不再纳入补贴范围</li> <li>2. 体现绿色化导向：不再补贴 2 级能效或水效标准的产品</li> <li>3. 体现微型化导向：补贴力度减小，对于 26 年符合国补条件的家电，在 25 年补贴标准为产品销售价格的 20%、上限 2000 元，而 26 年为补贴产品销售价格的 15%、上限 1500 元</li> </ol>

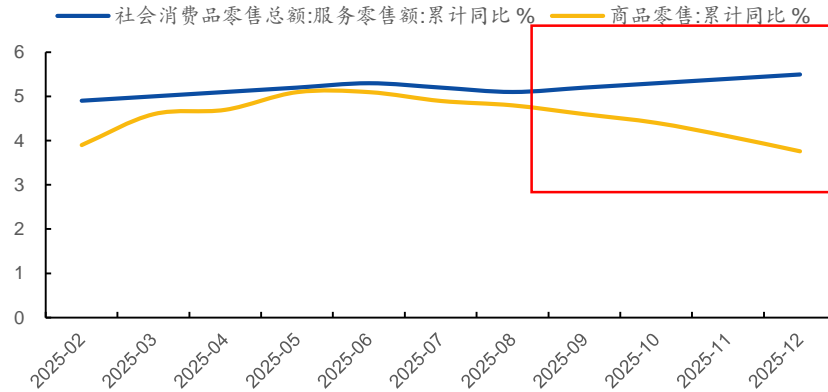
数码/智能产品	<p>实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。</p>	<p>支持数码和智能产品购新。个人消费者购买手机、平板、智能手表手环、智能眼镜等4类产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。</p>	新增智能眼镜
家装/家居	<p>积极支持家装消费品换新。加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。</p>	<p>支持智能家居产品（含适老化家居产品）购新补贴，具体补贴品类、补贴标准由地方结合实际自主合理制定。</p>	更突出智能化、适老化导向
电动自行车	<p>加快推进电动自行车以旧换新。各地区要进一步完善补贴实施细则，优化补贴方式，简化操作流程，加强市场监管，加快推进电动自行车以旧换新。对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。电动自行车以旧换新补贴标准由有关部门指导各地区结合实际合理制定。</p>	未提及	不再补贴电动自行车

资料来源：国家发改委，国元证券研究所

### 2.2.2 服务业成为促消费、稳就业的重要抓手

2025年8月以来，服务零售额累计同比增速实现连续上升，而商品零售额累计同比增速则连续下降，呈现出K型分化态势，商品消费为主向服务消费为主的升级转变过程进一步加速。商品消费为主向服务消费为主转变是消费升级的必然趋势，也是随着经济发展人民追求更加美好生活的必然要求。2025年9月商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，或有力加速了服务零售额的提升，服务消费正成为我国提振消费、开拓增长空间的越来越重要的抓手。同时，2025年三季度起国补资金由一、二季度的810亿元下降至690亿元，国补力度退坡叠加前期的高基数效应，商品零售额累计同比增速持续下降。

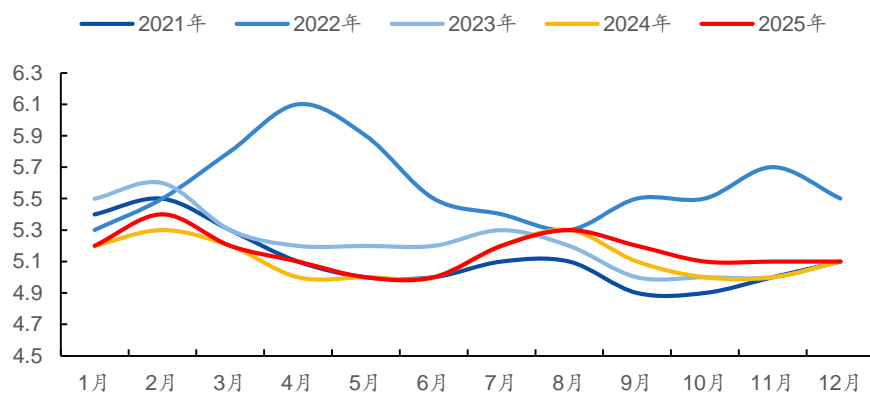
图 37：服务零售额增速与商品零售额增速出现 K 型分化



资料来源：iFind, 国元证券研究所

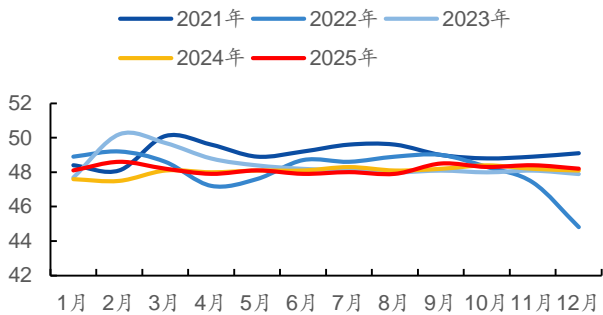
年末就业形势总体平稳，服务业就业领涨，与制造业、建筑业就业出现倒 K 型或 K 型分化态势。2025 年 12 月，全国城镇调查失业率环比来看已连续 3 个月保持 5.1%，同比来看与 2021 年、2023 年、2024 年同期均保持一致。制造业企业用工景气度维持在近 5 年高位，2025 年 12 月制造业 PMI 从业人员指数为 48.2%，仍位于 50% 的荣枯线下、处于收缩区间，同比上升 0.1 个百分点，环比下降 0.2 个百分点，年末（11 月、12 月）维持在近 5 年高位。非制造业企业用工景气度显著上涨，主要由服务业带动，非制造业 PMI 从业人员指数为 46.1%，同比上升 0.3 个百分点，环比上升 0.8 个百分点，具体来看，建筑业 PMI 从业人员指数为 41%，同比下降 1.7 个百分点，环比下降 0.8 个百分点；服务业 PMI 从业人员指数为 47%，同比上升 0.7 个百分点、环比上升 1.1 个百分点，已上升至近 5 年最高水平。

图 38：全国城镇调查失业率 (%)



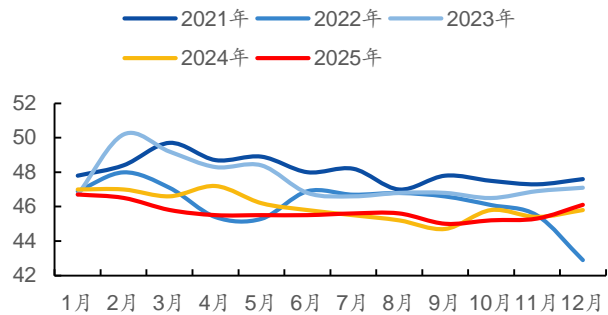
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 39：制造业 PMI:从业人员 (%)



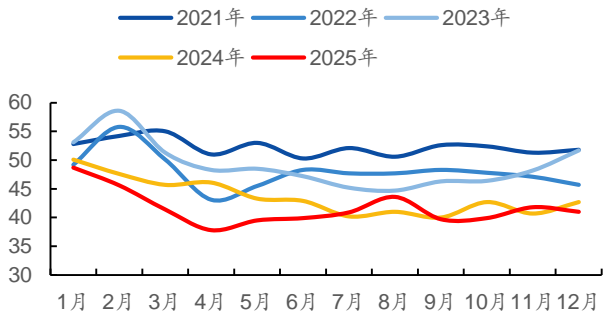
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 40：非制造业 PMI: 从业人员 (%)



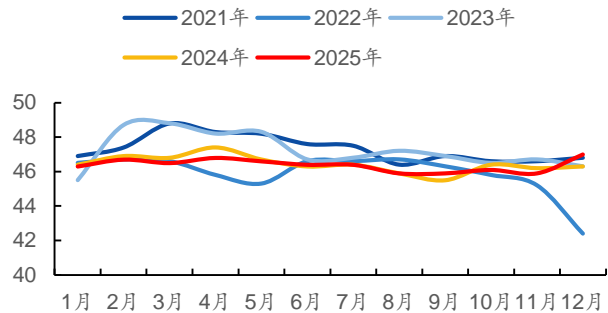
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 41：非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%)



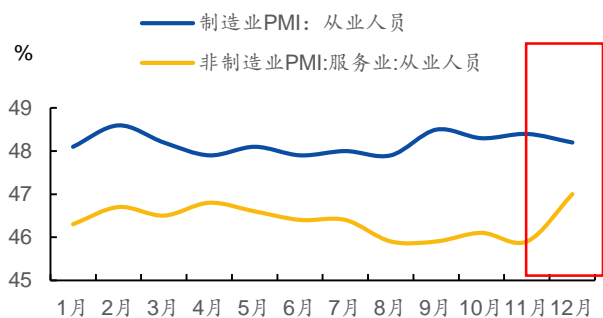
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 42：非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%)



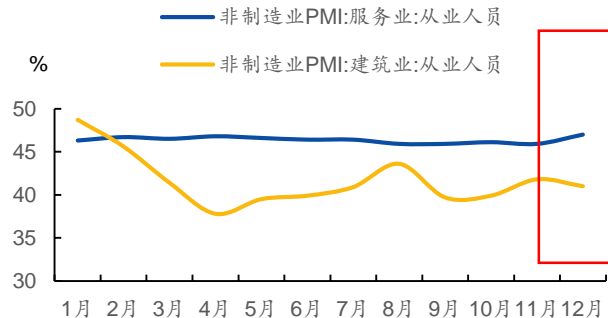
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 43：服务业与制造业 PMI 从业人员指数的“倒 K 型分化”



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 44：服务业与建筑业 PMI 从业人员指数的“K 型分化”



资料来源：iFind, 国元证券研究所

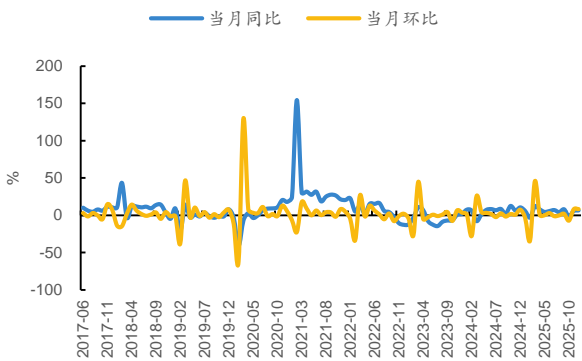
支持服务消费或可以有力促进消费与就业之间的正循环。服务业是我国重要的就业“蓄水池”，是新增劳动就业和吸收农业、工业领域转移劳动力存量的主要力量与稳就业、保民生的重要抓手。正常情况下，服务业每增长一个百分点，创造的就业机会比制造业高 25%左右。在制造业加速向无人化发展的当下，通过加大对服务消费的支持力度，扩大优质服务供给，或可以成功构建起“消费增-就业强-消费增”的正向螺旋。

### 2.3 进出口篇：经贸摩擦背景下，全年顺差首破万亿

进出口总额方面，2025年12月全国进出口总额（以美元计价）当月同比增长6.2%（前值为增长4.2%）；环比增长9.6%（前值为增长5.5%）。2025年全年进出口总额累计同比增长3.2%，较2024年同期的3.76%下降0.56个百分点。

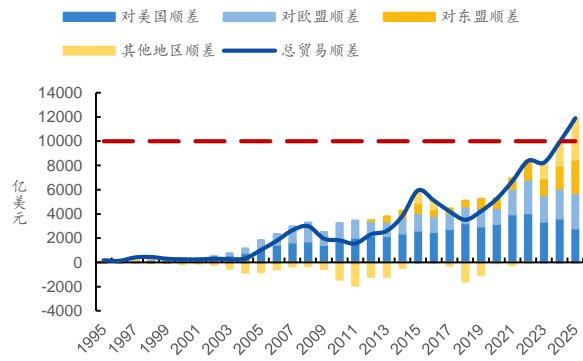
2025年12月贸易顺差为1141.07亿美元，较11月的1115.60亿美元小幅回升。全年出口表现总体保持韧性，带动贸易顺差规模继续走高，全年顺差也首次突破1万亿美元关口。从顺差来源的地区结构看，由于2025年中美贸易摩擦，中国对美国顺差占比由2024年的36.37%明显回落至2025年的23.58%；对欧盟占比基本稳定（2024年24.89% vs 2025年24.54%）；对东盟占比由19.21%提升至23.20%；其他地区占比由19.52%提升至28.68%。整体而言，贸易顺差的地区贡献更趋多元。

图 45：进出口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 46：对主要地区贸易顺差情况

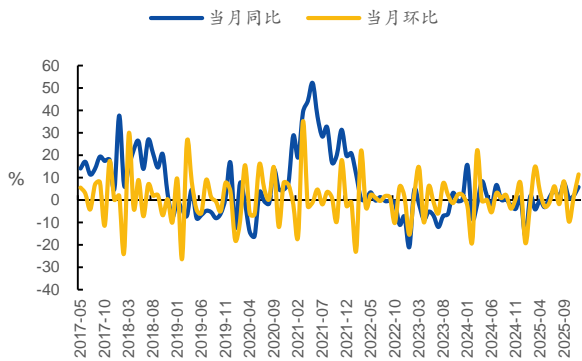


资料来源：Wind, 国元证券研究所

进口方面，2025年12月全国进口总额（以美元计价）当月同比增长5.7%（前值1.9%），增速有所加快；环比增长11.5%（前值1.6%），1-12月全年累计同比为0%，较前值回升0.6个百分点。

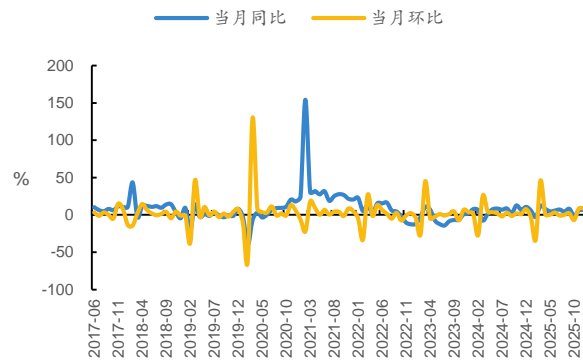
出口方面，2025年12月全国出口总额（以美元计价）当月同比增长6.6%（前值5.9%）；环比增长8.4%（前值8.2%），1-12月全年累计同比增长5.5%，超出万得一致预期0.5个百分点。

图 47：进口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 48：出口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从主要出口贸易伙伴来看，2025年12月对美出口在上年“抢进口”高基数效应下降幅较大，对欧盟、东盟及非洲的出口保持景气度。12月对东盟出口663.61亿美元，同比增长11.15%、环比增长14.24%，当月出口份额占比18.55%，较上年同期增加0.76个百分点；对非洲出口233.17亿美元，同比增长21.82%、环比增长11.57%，份额占比6.52%，较上年同期增加0.81个百分点。两者对出口稳增长的贡献仍较突出。对欧盟出口延续较快增长。12月对欧盟出口519.13亿美元，同比+11.63%、环比+10.11%，份额14.51%，较上年同期+0.66个百分点，整体表现并未转弱。对美出口仍承压，但边际略有修复。12月对美国出口341.75亿美元，同比-30.01%，但环比转正(+1.14%)；当月份额9.55%，较上年同期变化为-5个百分点，在整体中美贸易摩擦的大环境下，对美出口份额占比的下行特征仍明显。从全年累计看，对东盟/非洲/欧盟出口累计同比增速分别为+13.40%/+25.80%/+8.40%，而对美累计同比降幅为20%。整体上，出口增量更多由东盟、非洲等新兴市场支撑，目的地结构的分散度继续上升。

表7：主要出口目的地出口金额（亿美元）与变化

出口目的地		2025-12	2025-11	2025年累计	最新月份 同比	最新月份环 比	2025年累计同 比	最新月份 出口份额	最新月份出口 份额同比变化
总值		3,577.47	3,301.63	37,718.42	6.58%	8.35%	5.50%	/	/
欧洲	欧盟	519.13	471.47	5,599.49	11.63%	10.11%	8.40%	14.51%	0.66%
	其中：德国	109.68	100.84	1,182.72	13.11%	8.76%	10.50%	3.07%	0.18%
	法国	42.82	38.26	478.00	3.45%	11.91%	7.40%	1.20%	-0.04%
	意大利	49.53	48.08	512.45	18.60%	3.03%	10.90%	1.38%	0.14%
	荷兰	84.70	78.44	938.48	8.25%	7.98%	2.90%	2.37%	0.04%
	英国	83.13	68.67	850.87	13.08%	21.06%	7.80%	2.32%	0.13%
美洲	美国	341.75	337.89	4,200.50	-30.01%	1.14%	-20.00%	9.55%	-5.00%
东南亚	东盟	663.61	580.90	6,652.15	11.15%	14.24%	13.40%	18.55%	0.76%
	其中：越南	189.39	182.93	1,981.47	20.46%	3.53%	22.40%	5.29%	0.61%
	马来西亚	109.83	86.55	1,036.82	2.34%	26.90%	2.20%	3.07%	-0.13%
	泰国	104.18	89.46	1,035.04	20.70%	16.44%	20.30%	2.91%	0.34%
	新加坡	81.63	66.39	826.70	-3.31%	22.96%	4.60%	2.28%	-0.23%
	印度尼西亚	85.16	80.55	853.25	-4.11%	5.73%	11.30%	2.38%	-0.27%
	菲律宾	52.15	43.09	555.83	10.87%	21.03%	6.40%	1.46%	0.06%
亚太	日本	131.87	147.13	1,573.47	5.26%	-10.38%	3.50%	3.69%	-0.05%
	韩国	135.23	124.33	1,442.12	-0.62%	8.77%	-1.10%	3.78%	-0.27%
	中国香港	354.63	310.65	3,356.09	31.23%	14.16%	15.50%	9.91%	1.86%
	中国台湾	75.97	74.31	835.97	11.20%	2.23%	11.20%	2.12%	0.09%
	澳大利亚	63.88	86.98	763.28	12.87%	-26.56%	7.90%	1.79%	0.10%
非洲	非洲	233.17	208.98	2,250.31	21.82%	11.57%	25.80%	6.52%	0.81%
金砖国家	俄罗斯	117.11	95.46	1,033.09	3.61%	22.68%	-10.40%	3.27%	-0.09%
	南非	22.46	19.12	229.98	9.42%	17.50%	5.40%	0.63%	0.02%
	印度	127.75	110.63	1,358.72	22.10%	15.47%	12.80%	3.57%	0.45%
	巴西	61.75	63.85	715.87	10.90%	-3.29%	-0.70%	1.73%	0.07%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

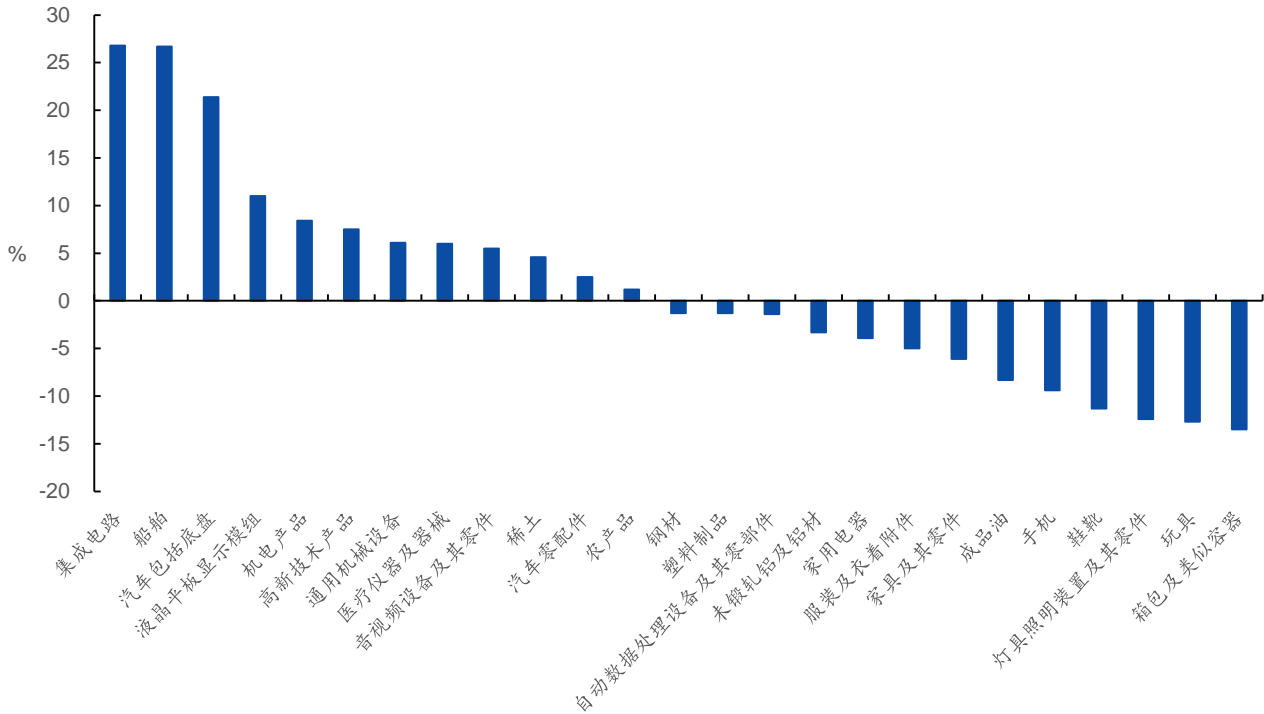
总体看，2025年我国主要出口商品结构呈现高端制造偏强、传统消费品偏弱的特征。12月我国主要出口商品的亮点仍集中在机电与部分资源品，集成电路、汽车（含底盘）等在月度层面维持较快增长，机电产品当月同比增速约为12.2%，同时成品油、稀土等在12月也处于偏高增速区间。相对而言，偏传统消费品属性的箱包、玩具、鞋靴、灯具、家具、家电等仍然偏弱。拉长到全年，这种结构分化更为清晰。2025年全年集成电路出口金额同比增长26.8%，船舶增长26.7%，汽车（含底盘）增长21.4%，液晶平板显示模组增长11%，机电产品增长8.4%，高新技术产品增长7.5%，成为支撑全年出口韧性的主要来源之一。与此同时，箱包及类似容器同比下降13.5%，玩具下降12.7%，灯具照明装置及其零件下降12.4%，鞋靴下降11.3%，手机下降9.4%，家具及其零件下降6.1%，服装及衣着附件下降5.0%，家用电器下降3.9%等仍为主要拖累项，反映出外需对中国制造的偏好正由传统制造逐步向先进制造倾斜。

表 8：主要出口商品金额（美元计价）同比增速（单位：%）

类别	商品名称(如有)	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
农产品		0.40	2.40	-1.20	4.50	-3.80	1.60	-6.20	-1.80
能源及工业资源品	成品油	43.80	2.30	18.30	-3.00	2.90	0.00	-12.00	-25.80
	稀土	53.30	35.00	42.90	97.10	34.70	-17.60	-46.90	-48.30
	肥料	17.00	40.20	101.30	95.40	67.50	134.50	59.30	-4.40
	未锻轧铝及铝材	14.10	-10.00	-7.70	-1.40	-6.50	-6.00	-18.10	-0.10
	钢材	7.80	4.30	-14.40	-2.20	-6.80	12.30	-1.40	2.00
消费品	塑料制品	-2.20	-3.40	-9.80	3.90	0.80	3.30	2.30	-1.70
	箱包及类似容器	-13.00	-19.30	-25.70	-12.30	-14.90	-9.90	-7.00	-10.00
	服装及衣着附件	-10.20	-10.90	-15.90	-8.00	-10.00	-0.50	1.10	3.00
	鞋靴	-17.40	-17.10	-20.90	-13.20	-17.10	-7.60	-4.00	-5.50
	家具及其零件	-8.60	-8.50	-12.60	0.40	-3.20	3.00	0.60	-9.40
	玩具	-19.40	-25.50	-31.00	-28.00	-20.90	-3.20	8.40	-0.60
机电产品	机电产品	12.20	9.80	1.30	12.70	7.70	8.10	8.50	7.30
	通用机械设备	3.70	4.60	-9.00	24.90	4.30	5.30	1.50	5.60
	自动数据处理设备及其零部件	6.00	-6.90	-9.90	-0.20	-2.90	-9.60	-2.60	-3.80
	手机	10.60	-12.50	-16.50	-1.70	-18.90	-21.80	-8.80	-22.80
	家用电器	-6.90	-5.80	-13.60	-9.60	-6.60	-3.80	-9.00	-8.80
	音视频设备及其零件	5.10	4.80	4.30	8.00	4.20	7.60	7.80	0.60
	集成电路	47.80	34.40	27.00	32.80	33.00	29.40	24.50	33.70
	汽车包括底盘	71.60	52.90	34.10	10.80	17.40	18.50	23.00	13.70
	汽车零部件	-0.50	1.90	-11.40	5.40	4.80	4.00	0.10	7.10
	船舶	25.10	46.50	60.90	43.00	35.30	-1.40	23.70	44.00
	液晶平板显示模组	16.30	17.60	12.00	17.00	13.80	1.80	8.20	6.30
	医疗仪器及器械	2.00	9.70	-1.00	8.80	6.10	12.30	5.20	2.80
	灯具照明装置及其零件	-19.80	-21.20	-31.00	-16.70	-17.00	-5.50	1.30	-7.20
高新技术产品		16.70	7.80	1.80	11.90	9.00	4.30	7.30	5.00

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 49：2025 年全年主要出口商品金额累计同比增速（按增速降序排列）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 2.4 金融篇：社融与信贷边际回暖

央行公布了 2025 年 12 月国内金融数据，整体呈现“社融与信贷边际回暖，M1 增速持续回落、M2 小幅反弹”的特点，实体经济融资需求仍待修复。

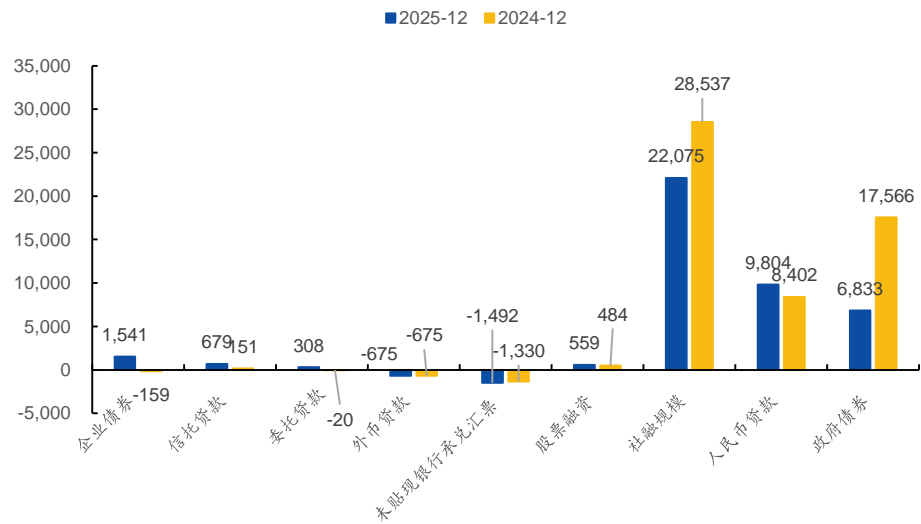
**金融支持实体经济力度稳固。**社融存量同比增速为 8.3%，较上月降 0.2%；社融存量中人民币贷款增速同比增长 6.3%，连续多月增速放缓，社融存量增速高于人民币贷款增速主要受政府债券高增和企业债平稳驱动，表明银行信贷对实体经济的投放节奏放缓。全年视角，2025 年全年社会融资规模增量累计约为 35.6 万亿元，比上年多约 3.35 万亿元，社融分项中对实体经济发放的人民币贷款增加 15.91 万亿元，较上年同比减少约 1.13 万亿元，体现直接融资对社融的支撑作用增强。实体经济资金需求表现为政府债拉动，人民币贷款托底、居民信贷拖累、非标收缩的分化格局反映企业融资渠道多元化。

表 9：12 月社融分项及同比增减（亿元）

项目		12 月值	同比增减	
社会融资规模增量		22075	-6462	
间接融资	表内融资	人民币贷款	9804	1402
		外币贷款	-675	0
	表外融资	委托贷款	308	328
		信托贷款	679	528
		未贴现银行承兑汇票	-1492	-162
直接融资	企业债券	1541	1700	
	政府债券	6833	-10733	
	股票融资	559	75	

资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 50：12 月新增社融分项（亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 3. 风险提示

内外需超预期下滑；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解出现偏差；测算假设与约束条件偏理想化。

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029