

宏观经济深度报告

反内卷系列一：将“反内卷”进行到底

核心观点

反内卷政策是决策层针对产能过剩、无序竞争问题认知深化的产物，是全国统一大市场建设从顶层设计向实践落地的重要环节。

政策演进看：

(1) 政策演进分为三个阶段，2023年初-2024年6月，中央点明相关风险，2024年7月-2025年6月中央首次提出防范“内卷式”恶性竞争，部分行业开展自律探索但缺乏协同与刚性约束，2025年7月至今为系统化实施期。

(2) 核心定位方面，反内卷核心是破解地方保护主义与市场分割导致的资源错配，与统一大市场形成双向支撑，前者为后者扫清不当竞争障碍，后者为前者提供制度框架，共同服务于高质量发展。

实施特征看：

(1) 实施特征方面，呈现部委协同治理、行业自律为基、产能价格双控、甄别标准多元四大特点。

(2) 行业治理模式方面，煤炭、钢铁等传统上游行业以行政干预为主，多晶硅、光伏等新兴及下游领域以行业自律为主，部分领域采用行政与自律结合的模式。

(3) 典型案例方面，光伏产业作为新兴产业内卷代表，经历“自律失败-政策加码-实质推进”历程，2025年政策加码后通过多重举措规范竞争，但下游并网增速下滑、终端需求疲软导致硅料等环节提价压力难以传导，制约政策效果。

主要障碍看：

(1) 2025年下半年以来，PPI逐步回升但固定资产投资增速快速下降，制造业投资尤为疲软。

(2) 与2015年供给侧结构性改革时期不同，当前需求不足主导PPI走势，对价格的影响远高于供给因素，导致价格对供给变化敏感度下降。

(3) 但短期节奏看，2026年可能存在需求回稳的窗口期，也成为助力反内卷实施的必要条件。

阶段效果看：

(1) 结合大宗商品远期合约价格和合意产能利用率两种方法。

(2) 此外2026年PPI迎来五年一度的权重调整，可能放大PPI回升幅度，助力2026年上半年PPI转正。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究·宏观深度

证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

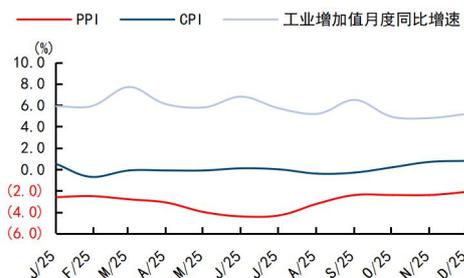
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-3.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	6.60
M2	8.54

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济深度报告-有形之手（1）：财政ABC之“四本账”》——2026-02-03
- 《“反内卷”与结构突围——中国经济复盘与展望》——2026-01-30
- 《宏观经济深度报告-全球变局（2）：“广场协议”再现？》——2026-01-28
- 《宏观经济深度报告-全球变局（1）：从格陵兰看美式地缘再定价》——2026-01-24

内容目录

反内卷政策演化	4
反内卷实施情况	6
当“反内卷”遇上“稳投资”	8
反内卷宏观影响	10
风险提示	15

图表目录

图 1: 反内卷大致经历三个认识和执行阶段	4
图 2: 反内卷需要在统一大市场的框架下进行认识	5
图 3: 《人民日报》与《求是》杂志关于反内卷的阐述	5
图 4: 反内卷与供给侧结构性改革对比	6
图 5: 地方财政补贴与固定资产投资	6
图 6: 市场分割情况反而在近年略有上升	6
图 7: 各部委均在出台相关政策	7
图 8: 当前各主要产品反内卷进展情况	7
图 9: 光伏产业反内卷情况	8
图 10: 光伏下游需求不足	8
图 11: 光伏产业价格传导困难	8
图 12: 市场对内需不稳下反内卷的实施存有疑虑	9
图 13: 2025 年下半年以来, PPI 回升但投资快速下降	9
图 14: 新兴产业尚未完全对冲传统产业	9
图 15: 本次 PPI 负值原因与 2015 年相比需求不足较为突出	10
图 16: 需求偏弱反映在中微观层面是下游利润挤压更为严重	10
图 17: 安全与科技是核心命题	10
图 18: 我国制造业占比已经显著高出当前发展阶段	10
图 19: 机床显示 PPI 同比向上	11
图 20: M1 趋势向上	11
图 21: 关键大宗品期货价格上升	11
图 22: 大宗品远期升水	11
图 23: 大宗品期货对 PPI 良好预测效果	12
图 24: 基于远期合约对 PPI 预测	12
图 25: 部分行业产能利用率显著偏低	12
图 26: 整体产能利用率与 PPI 的弹性	12
图 27: 重点过剩行业产能利用率与价格弹性	13
图 28: 综合看 PPI 年内有可能转正	13
图 29: 营收占比较高的行业	13
图 30: 营收占比提高的行业价格表现也比较好	13
图 31: 新权重下 PPI 整体高出现值	14

反内卷政策演化

反内卷政策的推进，是决策层对产能过剩、无序竞争问题认知深化的过程，也是全国统一大市场建设从顶层设计向实践落地的重要环节，其演进呈现清晰阶段特征，与供给侧结构性改革形成差异化定位，并获得主流媒体理论支撑。

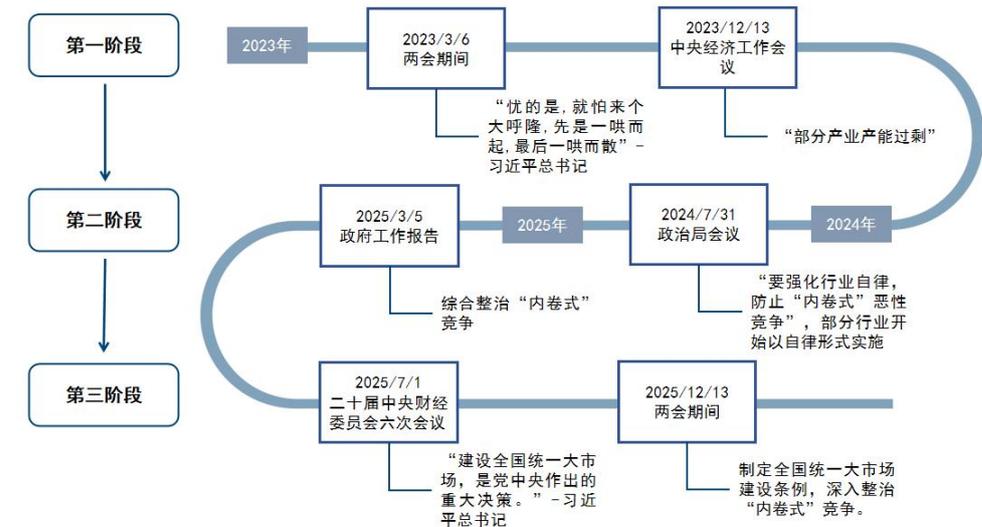
反内卷政策的认识与执行分三阶段推进，贴合中央对经济结构性矛盾的把控：

第一阶段（2023年初-2024年6月）为风险警示期，2023年全国两会及中央经济工作会议先后点明产能过剩与重复建设风险，反内卷进入中央视野，核心是识别问题、凝聚共识，未形成系统治理方案。

第二阶段（2024年7月-2025年6月）为方向明确期，2024年中央政治局会议首次提出防范“内卷式”恶性竞争，2025年政府工作报告强化行业自律要求，部分行业开展自律探索，但缺乏跨部门协同与刚性约束。

第三阶段（2025年7月至今）为系统化实施期，二十届中央财经委员会第六次会议将反内卷纳入全国统一大市场建设框架，形成顶层设计与具体执行结合的政策体系，推动治理从行业自律向制度化转型。

图1：反内卷大致经历三个认识和执行阶段

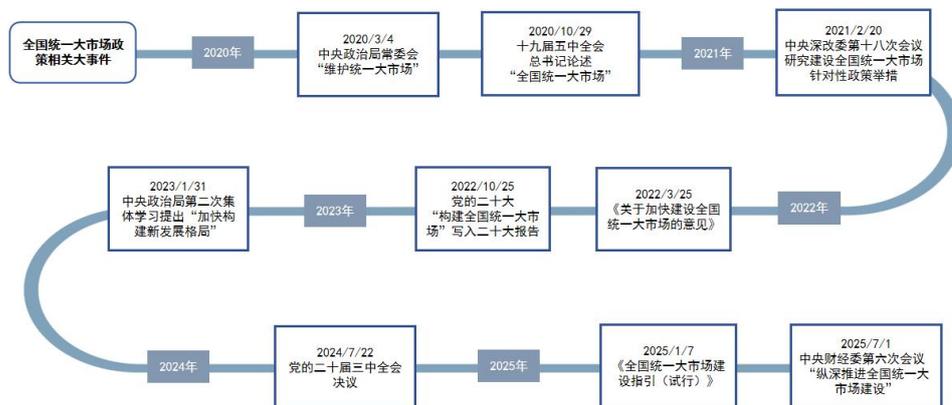


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

反内卷并非短期行政干预，核心是破解地方保护主义与市场分割导致的资源错配。地方政府同质化招商、政策洼地等行为，催生重复建设与低价恶性竞争，与“要素自由流动、市场公平竞争”的统一大市场理念相悖。

二者形成双向支撑：统一大市场为反内卷提供制度框架，明确竞争规则；反内卷通过清理不当竞争，为统一大市场扫清障碍，共同服务于高质量发展目标。

图2：反内卷需要在统一大市场的框架下进行认识



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

《人民日报》与《求是》曾分别就反内卷问题发表文章，均认为供需失衡、需求不足是内卷核心成因，且会破坏产业生态、削弱创新动力、加剧债务风险，部分新兴行业技术同质化则加剧矛盾。治理路径上，二者均主张供需两侧发力，规范政府招商、扩大消费。

图3：《人民日报》与《求是》杂志关于反内卷的阐述

维度	《人民日报》侧重点	《求是》侧重点	共识
内卷成因	市场退出机制不健全：低效产能难退出，地方保护主义制约市场发挥作用。	新兴行业结构性矛盾：光伏、锂电、新能源车等领域盲目追逐热点，技术差异化难形成。	供需失衡与需求不足：国内有效需求不足，导致存量博弈；政绩观错位引发盲目扩张。
内卷危害	削弱创新动力：研发费用下滑，导致企业丧失高质量发展的能力。	品牌形象受损：警惕摩托车海外竞相压价的教训，避免阻碍企业“走出去”。	破坏产业生态：导致利润大幅下滑，引发“劣币驱逐良币”和债务风险。
治理必要性	经济规律要求：是构建高水平社会主义市场经济体制的必然选择。	吸取历史教训：避免重复建设和恶性低价竞争导致的产业“自残”。	政治任务与战略定力：是实现高质量发展的核心突破口。
可行举措	政府有引导、行业有自律、企业有行动；强调“以旧换新”扩需求。	规范政府行为：促进有效市场和有为政府结合，鼓励企业纵向整合与横向兼并。	供需两侧发力：既要扩大居民消费，又要规范政府招商行为，禁止政策注地。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

本轮反内卷与此前供给侧结构性改革相比，二者均聚焦产能治理，但适配不同发展阶段的需求，差异显著：供给侧结构性改革针对传统行业绝对产能过剩，以国企为核心、强行政干预推动去产能，节奏较快，创新为辅助；反内卷聚焦全产业链尤其是新兴行业的无序竞争，以民企为主体，依托市场化手段与行业自律，兼顾就业稳定与产业升级，将创新驱动纳入核心导向。具体来看，前者侧重存量过剩化解，后者聚焦增量过剩防范；前者依赖全国统一标准，后者实行差异化甄别，适配不同行业特征。

图4：反内卷与供给侧结构性改革对比

对比维度	2015年起供给侧结构性改革	2025年“反内卷”
政策背景与目标	传统行业绝对产能过剩（钢铁、煤炭等）、供需错位严重，通过“三去一降一补”化解绝对过剩产能。	新兴行业低价无序竞争，地方招商同质化竞争。
行业覆盖范围	集中于中上游传统行业。	覆盖全产业链+新兴领域。
企业性质主导	以国有企业为主，政策更依赖行政力量推动产能出清。	以民营企业为主，更需行业自律与市场机制。
政策执行手段	1. 强行政干预：直接设定去产能量化目标（如煤炭5年去产能5亿吨）、拆除落后设备； 2. 全国统一标准：如钢铁行业全面禁止新增产能备案； 3. 配套棚改货币化拉动地产需求。	1. 市场化手段为主：行业自律、反垄断执法、能效标准提升； 2. 区域协同：推动全国统一大市场，破除地方保护； 3. 技术导向：鼓励数字/绿色技术改造传统产能。
时间节奏	行政手段推动，节奏快（如3-5年完成重点行业去产能）。	市场化出清为主，节奏慢，需平衡就业稳定与产业升级。
创新	核心聚焦“去产能”，创新仅为辅助方向。	治理产能背与创新驱动相结合。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

图5：地方财政补贴与固定资产投资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：市场分割情况反而在近年略有上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

反内卷实施情况

2025年7月以来，反内卷进入系统化实施阶段，形成多元协同的治理格局，在规范市场秩序、压缩过剩产能上取得阶段性成效，但受需求不足、价格传导不畅等因素制约，仍面临诸多挑战。

目前看，反内卷实施呈现四大特征：

(1) 部委协同治理：发改委牵头统筹，工信部、市监局、海关总署等多部门联动，从产能管控、反垄断、环保约束等多维度形成政策合力，覆盖治理全流程。

(2) 行业自律为基：区别于供给侧结构性改革的行政主导，光伏、锂电等行业通过签署自律公约、建立成本数据库等方式，主动规范竞争行为，凸显企业主体作用。

(3) 产能价格双控：以产能管控为核心，通过产量配额、产能置换等压缩过剩供

给，辅以最低限价、环保溢价等价格调控，引导价格回归合理区间。

(4) 甄别标准多元：结合行业产能过剩程度、市场结构，设定能效、产能利用率、合规性等差异化标准，避免“一刀切”，提升政策精准度。

图7：各部委均在出台相关政策

主管部门	出台措施
国家发展改革委员会	1. 开展25类高耗能品种能效改造中期评估，发布《工业领域能效改进进展通报》，要求限期达标。 2. 印发《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平动态调整方案》，强化能源端硬约束。 3. 推进《全国统一大市场建设指引》落地，纠治地方政府违规招商优惠政策。 4. 发布《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》。
工业和信息化部	1. 印发《2025年度多晶硅行业专项节能监察任务清单》，要求9月底前完成现场核查。 2. 启动《铝产业高质量发展实施方案》产能置换核查，严控新增电解铝产能。 3. 推进《光伏制造行业规范条件》违规产能排查，落实最低资本金红线。 4. 联合开展新能源汽车价格合规检查引导落实“60天账期”承诺，规范供应链金融。
国家市场监督管理总局	1. 立案查处3起光伏头部企业串谋降价案件，开展全行业价格合规指导。 2. 实施《重点用能产品设备能效标准监督检查办法》，抽查电解铝、水泥企业能效。 3. 全面推行《强制注销公司登记制度实施办法》，清理僵尸企业，优化退出通道。
其他部委	海关总署：重启钢铁产品出口许可证制度，涉及300种钢铁制品。 税务总局：调整光伏等产品出口退税政策，分阶段取消或下调退税率，引导“出口质优价高”。 自然资源部：开展锂矿矿权专项整治，查处非法开采，注销违规采矿证。 生态环境部：启动钢铁/电解铝超低排放改造“回头看”，强制关停不达标产能。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

反内卷覆盖传统行业与新兴领域，形成行政干预、行业自律、行政+自律三类治理模式。目前来看，在诸如煤炭、钢铁、炼化、电解铝、稀土等传统偏上游行业领域，仍以行政干预为主要手段，与之相对应，在多晶硅/光伏、磷酸铁锂、有机硅等偏下游和新兴领域，则更多依托龙头企业协同，以行业自律为主导，通过产量调控、价格约定、成本管控等方式，化解低价恶性竞争。

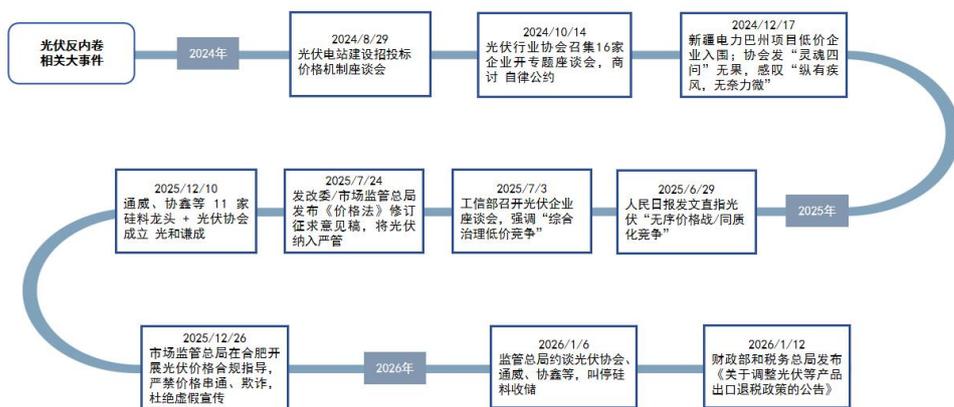
图8：当前各主要产品反内卷进展情况

行业品种	核心治理类别	价格措施的具体内容	产量/产能措施的具体内容	治理手段属性
多晶硅/光伏	价格与产量双控	签署自律公约2.0，设定硅料5.1万元/吨、组件0.735元/W的最低限价。	实施2026年100万吨产能配额制；执行30%最低资本金比例红线。	行业自律为主
煤炭/动力煤	产量控制	利用控产手段引导价格回归合理中枢（约720元/吨）。	发布108号文，严查超产，单月产量超公告产能10%则停产整改。	行政干预
螺纹钢/钢铁	产量控制	抵制汽车用钢等领域的低价中标；推行环保溢价。	重启出口许可证制度；通过超低排放改造强制去产能；限制废钢添加。	行政干预
炼化/石油化工	产量控制	-	炼铁炼钢置换比不低于1.5:1；淘汰运行超20年的老旧低效装置。	行政干预
锂矿/锂盐	产量控制	针对锂云母发布健康发展倡议，引导理性定价。	专项整治矿权合规性；注销过期采矿证；严厉打击非法开采。	行政干预 + 行业自律
水泥	产量监测与核定	根据环保等级核定生产天数。	试点产量在线监测；修正熟料产能（18亿吨降至16亿吨）。	行政干预 + 行业自律
磷酸铁锂	成本数据库引导	集体上调加工费（3000元/吨）；建立细分产品成本数据库。	开展产能供需预警，推动调节开工率。	行业自律
有机硅	减产挺价协议	设定DMC价格目标至1.35万元/吨或以上。	行业实控人会议达成共识下调开工率30%。	行业自律
电解铝	产量控制	抽查能效标准达标情况，实施差别化电价。	实施产能置换专项检查；通过超低排放改造强制清退产能。	行政干预
稀土	产量控制	建立全球知识产权风险监测。	自然资源部管控矿权与指标；实施环保信用评价与产量挂钩。	行政干预
汽车	价格行为规范	联合开展价格合规检查；引导落实“60天账期”承诺。	制定新质生产力补贴政策。	行政指导 + 行业自律

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

光伏是新兴产业内卷的典型代表，其反内卷历程贴合政策演进节奏，经历“自律失败-政策加力-实质推进”的过程。2024年下半年，行业首次尝试自律规范价格，但因缺乏刚性约束与企业利益博弈，低价中标现象仍存，自律未达预期。2025年7月政策加码后，光伏行业通过部委约谈、龙头协同、出口退税调整等多重举措，推动自律升级，遏制低价串谋与无序扩张。但受制于下游并网增速下滑、终端需求疲软，硅料等环节提价压力难以完全传导至终端，政策效果受需求端制约。

图9：光伏产业反内卷情况



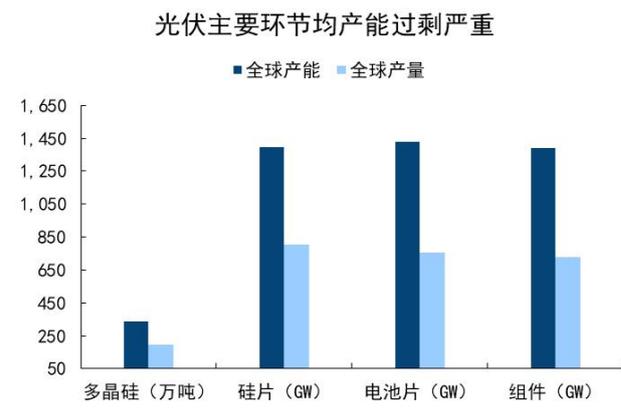
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

图10：光伏下游需求不足



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：光伏产业价格传导困难



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

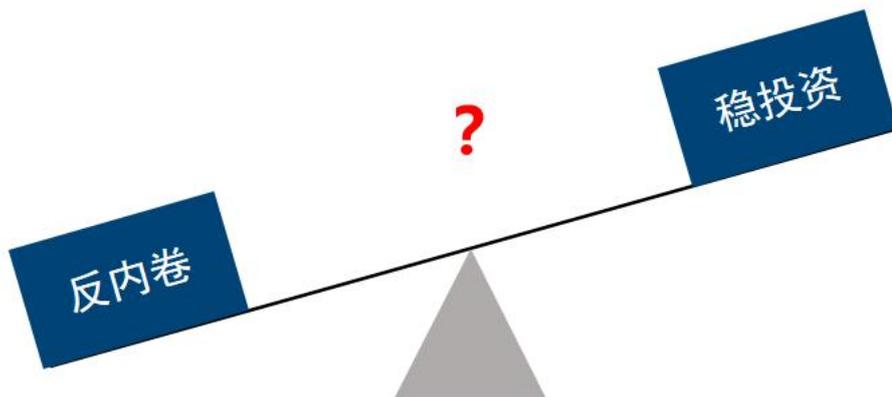
当“反内卷”遇上“稳投资”

2025年下半年以来，反内卷政策推动供给收缩，带动PPI降幅持续收窄，价格体系逐步修复，但同时，过剩产能投资受限，而新兴领域增量投资尚未完成对冲，

导致固定资产投资增速下滑，制造业投资表现尤为疲软。

这种分化是经济结构调整的短期阵痛：反内卷整治的低效率领域，曾是投资主力，而新质生产力等高质量投资尚未形成规模，叠加消费、净出口支撑不足，稳增长面临阶段性压力。

图12: 市场对内需不稳下反内卷的实施存有疑虑



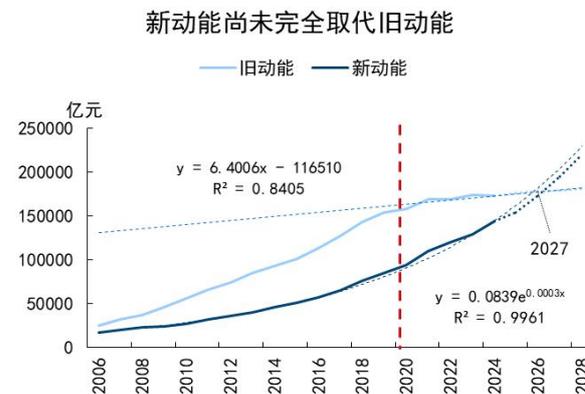
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

图13: 2025 年下半年以来，PPI 回升但投资快速下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 新兴产业尚未完全对冲传统产业

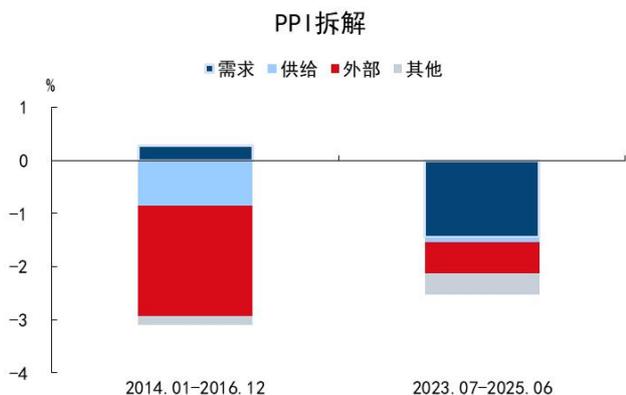


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与 2015 年供给侧结构性改革时期不同，当前反内卷的核心瓶颈是需求疲软。上一轮周期中，供给因素对 PPI 跌幅贡献约 30%，而当前不足 4%，有效需求不足主导价格走势。

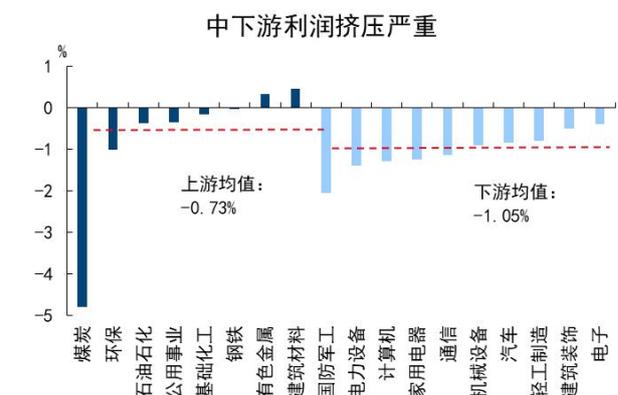
需求疲软导致两大问题：一是价格对供给变化敏感度下降，单纯控产难以推动持续涨价；二是中下游企业利润被严重挤压，投资意愿低迷，进一步加剧稳投资压力，若缺乏需求端配合，可能陷入供给收缩、需求同步下滑的循环。但需要注意，2026 年上半年可能在外贸环境阶段性缓和、国内财政前置等有利条件下迎来需求回暖窗口。

图15: 本次 PPI 负值原因与 2015 年相比需求不足较为突出



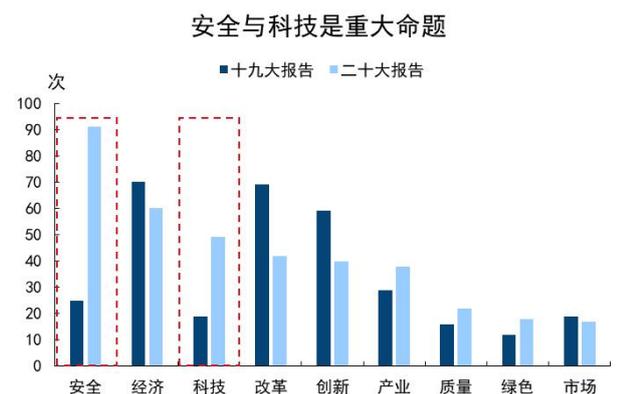
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 需求偏弱反映在中微观层面是下游利润挤压更为严重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 安全与科技是核心命题



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 我国制造业占比已经显著高出当前发展阶段



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

反内卷宏观影响

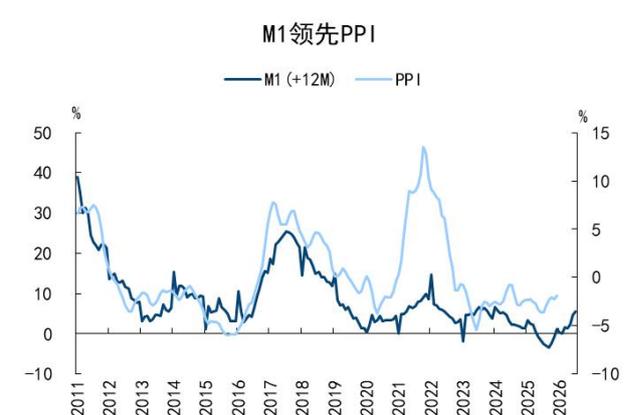
从定性视角看，两大先行指标印证 PPI 向上势头：一是金属切削机床订单增速回暖，其领先 PPI 约 6 个月，预示下游工业生产预期改善，带动工业品需求复苏；二是 M1 增速企稳反弹，反映企业现金流与交易活跃度提升，为价格温和回升提供货币支撑。

图19: 机床显示 PPI 同比向上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: M1 趋势向上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从定量视角看，我们分别借助大宗商品远期合约价格和合意产能利用率水平两个视角对 PPI 进行测算。

目前看，大宗商品期货价格已计入市场对未来供应收紧的预期，自 2025 年 7 月反内卷政策加码后，煤炭、有色、硅料等主要工业大宗商品期货价格呈现明显的远期升水特征，反映市场对未来价格回升的预期。

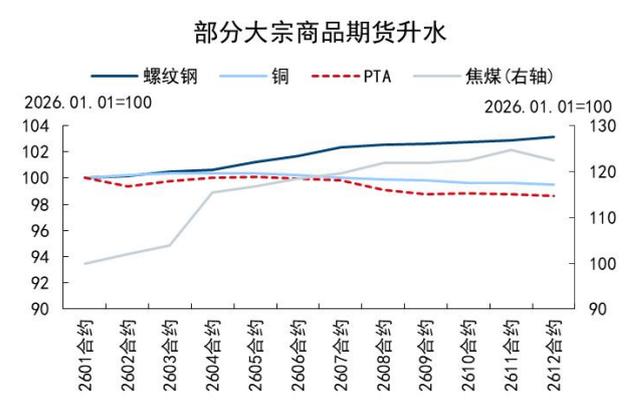
历史经验表明，大宗商品价格对 PPI 具有良好的预测效果。基于当前大宗商品远期合约的定价模型测算，期货市场隐含的价格修复将在 2026 年上半年转化为实质性的 PPI 上涨动能，预计 2026 年二季度 PPI 同比将实现由负转正。

图21: 关键大宗商品期货价格上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 大宗品远期升水



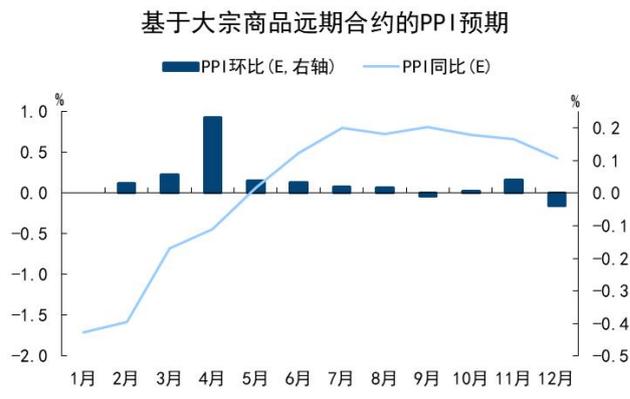
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 大宗品期货对 PPI 良好预测效果



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 基于远期合约对 PPI 预测



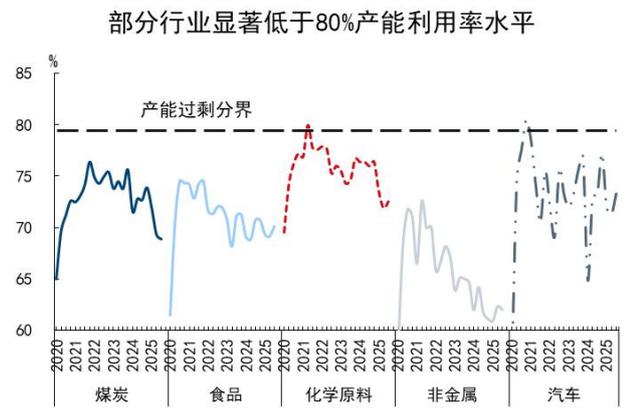
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从合意产能利用率水平看, 假定在反内卷政策引导下, 整体工业产能利用率回升至 80%, 或主要过剩行业产能利用率修复至 75%。当前整体工业产能利用率为 74.9%, 若回升至 80%以上, 回升幅度约 0.7%; 结合产能利用率与价格的弹性系数 1.13 测算, 反内卷成功实施将推动 PPI 上涨约 1.5%。

聚焦重点过剩行业(非金属、煤炭开采、食品制造、化学原料、汽车), 这些行业在 PPI 中合计占比 22.5%, 当前产能利用率均低于 75% (分别为 62.0%、68.9%、70.1%、72.5%、73.3%)。根据各行业产能利用率与价格的弹性系数 (0.62、1.20、1.09、1.11、1.06) 测算, 要使这些行业产能利用率提升至 75%以上, 需分别涨价 12.90%、10.60%、7.60%、3.80%、2.50%, 合计将抬升 PPI 约 1.3%。

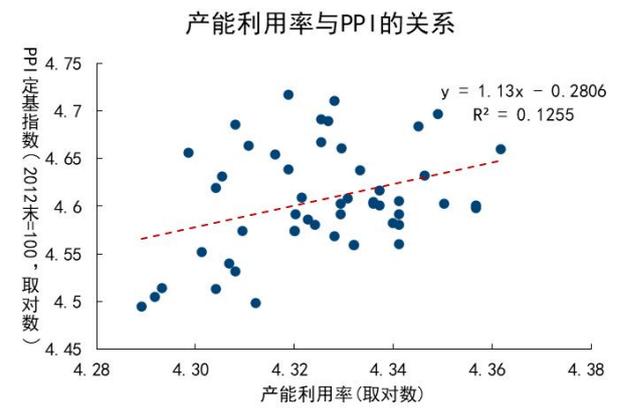
综合两种情景测算, 反内卷政策将推动 PPI 回升 1.3%-1.5%, 叠加基数效应, 2026 年上半年 PPI 大概率实现回正。

图25: 部分行业产能利用率显著偏低



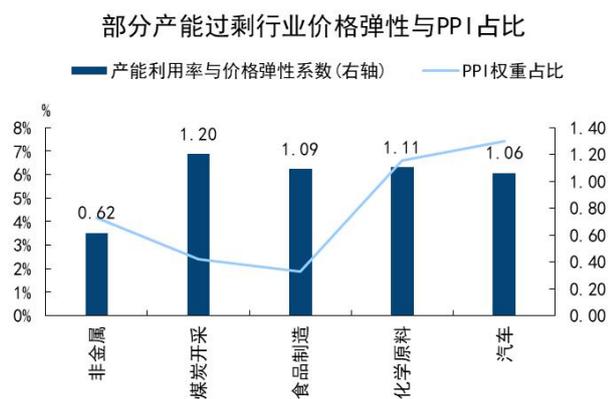
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 整体产能利用率与 PPI 的弹性



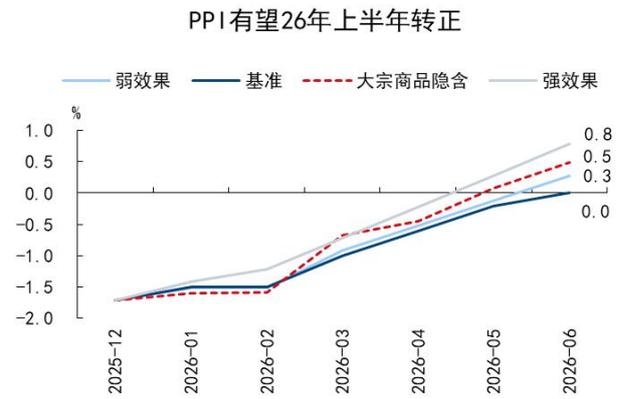
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 重点过剩行业产能利用率与价格弹性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 综合看 PPI 年内有可能转正



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

尤其需要注意的事, 2026年作为PPI权重“五年一调”的年份, 将为价格回升带来统计层面的积极变化, 与基本面修复形成共振, 可能放大宏观指标回升效应。

国家统计局每五年调整一次PPI权重, 核心依据是工业经济结构的长期变迁, 以确保指数的代表性。近年来, 中国工业结构加速转型, 电气机械、有色金属冶炼、电力、计算机等行业营收占比持续提升, 这些行业普遍需求向好、价格韧性更强; 而非金属、黑色金属冶炼等传统过剩行业营收占比下降。

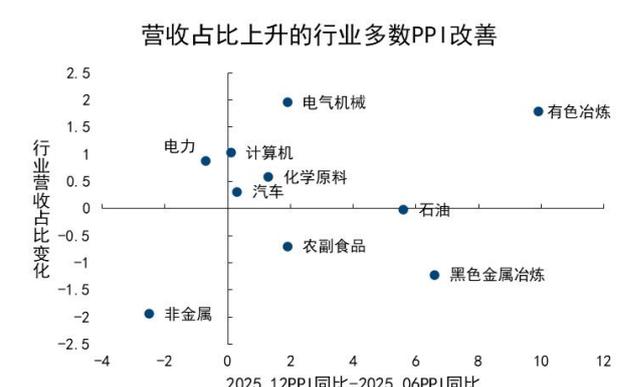
若以2025年估算权重加权现有PPI数据, PPI同比为-1.5%, 高出当前公布值0.4%, 表明新权重更能反映高附加值、高技术行业的价格走势。2026年新权重启用后, PPI指数将更敏感地捕捉到新兴行业的涨价信号, 与反内卷政策推动的供给收缩形成共振, 可能导致PPI回升幅度超出市场预期。

图29: 营收占比较高的行业



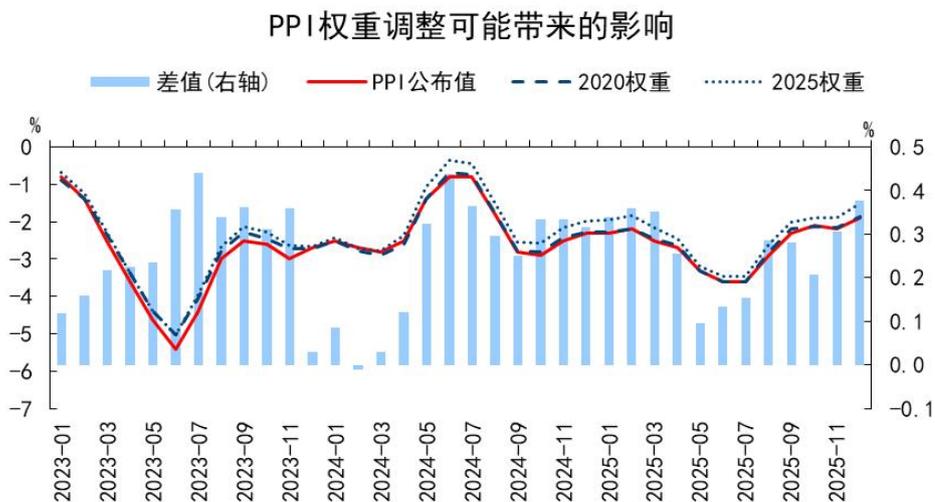
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 营收占比提高的行业价格表现也比较好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 新权重下 PPI 整体高出现值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

风险提示

历史数据缺失，数据模型失效

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032