

2026年宏观年度报告

2026年2月3日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

# 缓势趋正，由偏向常：“十五五”开局之年的再通胀与经济增长再平衡

——2026年中国宏观经济年度展望

董忠云 分析师  
SAC执业证书：S0640515120001  
联系电话：010-59562478  
邮箱：[dongzy@avicsec.com](mailto:dongzy@avicsec.com)

刘庆东 分析师  
SAC执业证书：S0640520030001  
联系电话：010-59219572  
邮箱：[liuqd@avicsec.com](mailto:liuqd@avicsec.com)

郭鑫 分析师  
SAC执业证书：S0640522090002  
联系电话：01059562534  
邮箱：[guoxjr@avicsec.com](mailto:guoxjr@avicsec.com)

2026年处于“百年未有之大变局”纵深演进与“十五五”规划开局的历史交汇点，外部流动性宽松窗口与国内货币和财政政策双宽松形成共振，预计全年宏观经济运行围绕“价格水平温和回升、经济动能优化再平衡”两大主线展开，我国经济在总体价格水平回升的同时，内需对增长的托底作用预计较大程度增强：

- “百年未有之大变局”加速演进与我国的系统性应对：2025年，自2008年全球金融危机之后渐进演进的逆全球化在美国孤立主义派系重新掌权后显著提速。关税武器化、国家安全战略回归门罗主义、科技封锁遏制竞争，标志着冷战结束以来最剧烈的国际政治经济形势重构业已进入加速期；“东升西降”格局下，全球治理体系面临多元化重构，外部环境由后冷战时代的相对稳定步入地缘政治冲突频发的“多事之秋”。面对中长期不确定性，我国制定的“十五五”规划，以扩大内需构建战略纵深、科技自立自强突破封锁、制度性开放重塑合作网络三大支柱，形成应对变局的确定性锚点。
- 2026年内外部宏观环境：2026年，全球经济预计走势相对平稳（IMF预测增长3.3%，与2025年相近），叠加美联储预计继续降息，为国内宏观政策赢得较大自主空间。为兑现2035年人均GDP较2020年翻一番的远景目标（GDP总量需2026-2035年均增长4.17%），结合我国经济在中长期向高质量发展转型下的总体增速“下台阶”趋势，我们认为2026年GDP增速目标锚定5%左右具有合理性。在此框架下，货币政策针对宽信用传导受阻与被负值PPI推高的实际融资成本，将延续降准降息（预计降准50BP、降息10-20BP）与结构性工具加码；财政政策为对冲土地财政缺口和支持经济增长（2025年地方政府性基金收入完成年度计划的91.7%，较2024年改善，但与房地产步入下行周期前仍有差距），将保持必要扩张力度：预计狭义财政赤字率仍为4%；新增专项债额度4.4到5万亿元，有望较2025年提升；超长期特别国债1.3-1.6万亿元，同样有望较2025年提升；在假设PSL重新启动、新发行特别国债补充银行资本金等操作下，2026年广义财政赤字率有望录得10%-13%之间。

- **2026年宏观主线之价格水平回升：**针对持续低价竞争导致的价格水平低位徘徊，预计2026年“反内卷”政策进入精细化、差异化实施阶段，叠加全球大宗商品价格趋势变化，**PPI年度同比降幅有望从2025年的2.6%显著收窄至0.5%以内，月度同比呈现“两头低、中间高”走势，年中PPI月度同比有望微幅转正；CPI在猪价周期性回升（上半年拖累减轻、下半年支撑增强）、服务消费提振及货币宽松营造的需求修复环境下，年度同比预计回升至+0.6%左右，月度同比同样呈现“两头低、中间高”的丘形走势，经济总体价格水平有望明显回升。**
- **2026年宏观主线之经济动能再平衡：****2026年经济动能将由2025年“外需好于内需、内需中投资承压”的结构性特征，向“内外需协调、投资与消费协同”的再平衡格局转变：**消费端，在居民收入增速放缓制约消费意愿回升的背景下，政策重心预计从实物补贴（以旧换新）向服务提质（文旅、康养、家政）转向，以兑现“十五五”居民消费率明显提高的量化目标，**预计年度社零增速维持在+3.7%左右，服务消费较2025年明显回升；**房地产投资：在收储及贷款利率贴息等潜在政策托底下，**2026年降幅有望从2025年的17.2%收窄至8%左右，**对经济的拖累明显减轻；基建投资：受益于“更加积极”的财政政策、有效资金到位及“十五五”重大项目集中开工，叠加低基数效应，**增速有望从-1.5%明显回升至+5%左右；**制造业投资：在政策托底（设备更新场景扩围）与市场回暖（中美贸易关系阶段性缓和）双重支撑下，**全年增速有望回升至+4%左右；**出口端稳中趋缓，受益于中美关税“休战”协议，2026年上半年环境相对稳定，下半年随着美国中期选举临近，外贸环境存在受扰动可能，综合考虑全年外贸环境预期、优势产业出口占比提升趋势、新兴市场拓展持续筑牢外贸韧性以及2025年相对的高基数，**预计2026年出口全年增速或录得+3.5%左右。**总体而言，预计2026年内需特别是投资对经济增长的支撑作用将显著增强。

01 全球政经大势研判：“百年未有之大变局”加速演进

02 2026年内外部宏观环境展望

03 2026年宏观主线之价格水平回升

04 2026年宏观主线之经济动能再平衡

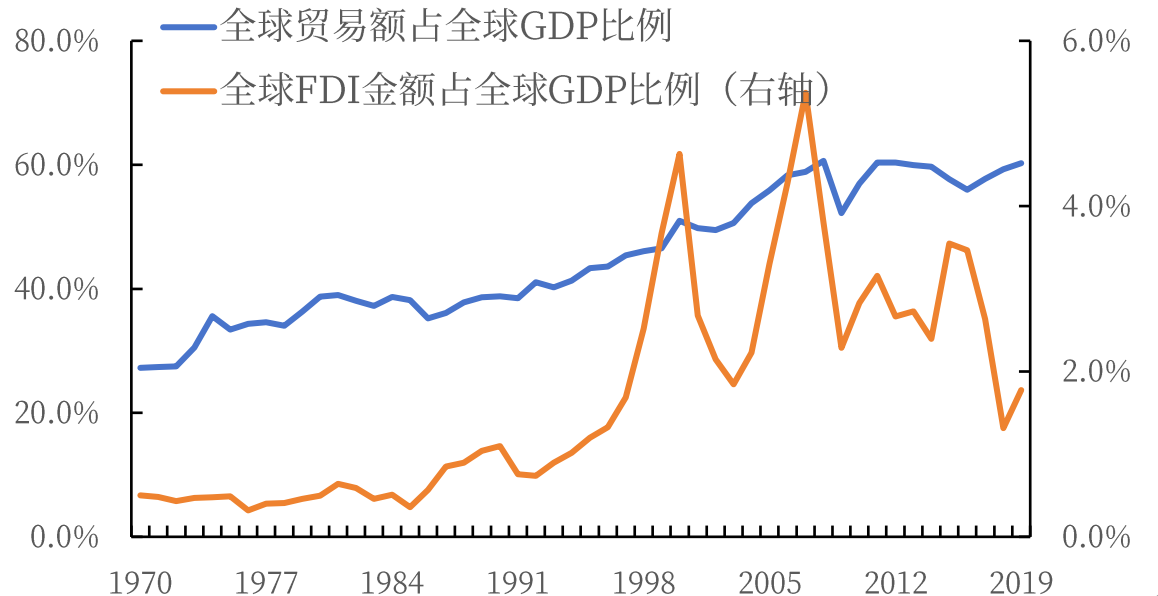
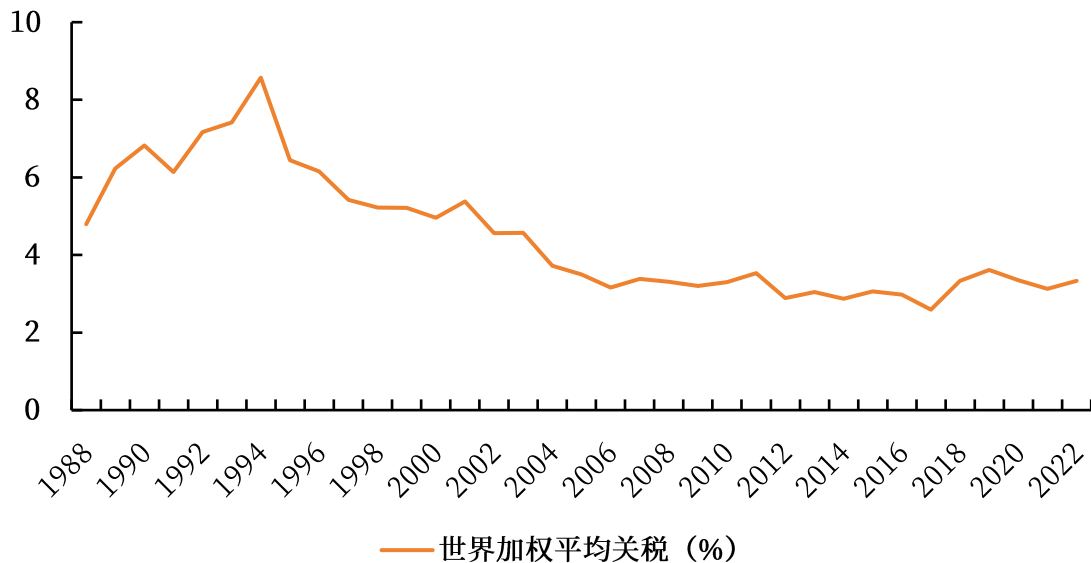
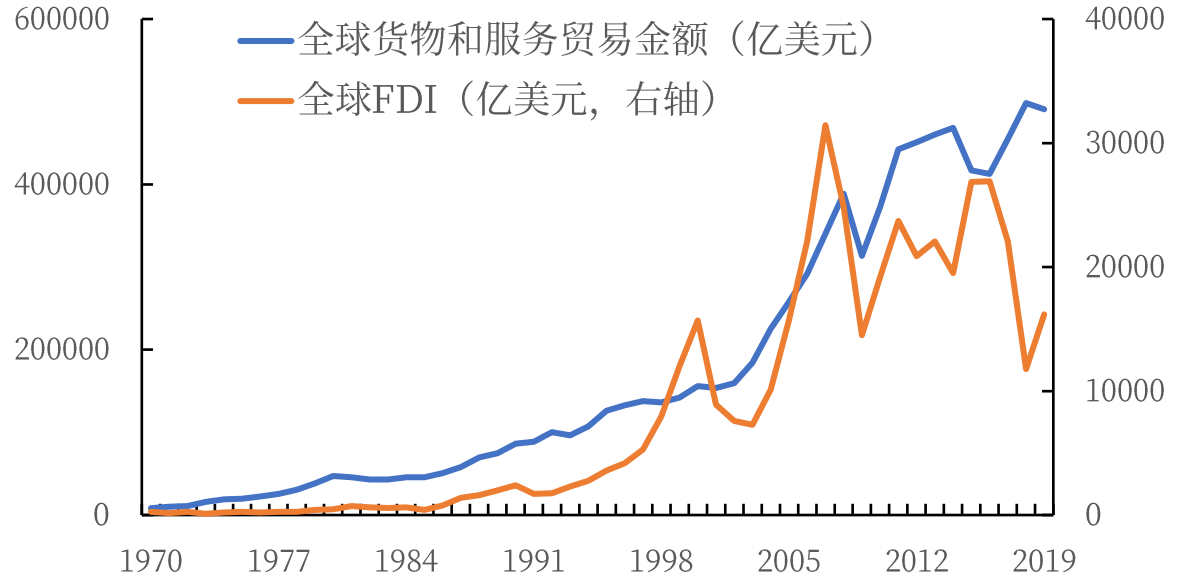


从全球政治经济大势上看，2025年堪称“转折之年”，一系列变化使得“百年未有之大变局”更加显性化，具体体现在：

- 逆全球化由“渐进”转为“加速”：2008年后全球贸易、资本流动、规则协调三条线持续收缩。2025年，伴随美国国内孤立主义派系重新掌权，关税武器化、地缘政治博弈加剧，逆全球化趋势显著提速。
- 美国战略转向成为关键变量：美国从“全球领导”到“美国优先”的战略收缩，体现为发动关税战重构贸易体系、最新国家安全战略回归门罗主义、以科技封锁遏制竞争对手，标志着冷战结束以来最剧烈的国际政治经济形势重构业已进入加速期。
- “东升西降”格局伴生演化：以中国为核心的新兴经济体集体崛起，与传统西方经济体（欧日）的相对收缩并行发生，全球治理体系面临多元化重构；美国在科技、军事等核心领域仍维持领先，中美博弈从“接触”进入“竞争”深水区。
- 外部环境由“稳”入“变”：世界正从后冷战相对安稳的和平发展环境，过渡到地缘政治冲突频发、单边主义盛行的“多事之秋”，不确定性成为中长期常态。
- 我国推出“十五五”规划，对全球变局进行系统性应对：面对上述变局，我国以“内需”、“科技”、“开放”为三大支柱，通过扩大内需构建战略纵深、科技自立自强突破封锁、制度性开放重塑合作网络，形成中长期发展的确定性锚点。

# 冷战后全球化快速发展，2008年之后全球化进入“平台期”

- 二战之后，全球实际上整体处在一波持续了近80年的全球化浪潮中。对这80年进一步细分，又可分为前40多年冷战时期的全球化和苏联解体后30多年美国单核主导下的全球化。
- 冷战后，在WTO等贸易组织的推动下，全球关税水平自上世纪90年代开始一路下行。伴随着关税水平的下行，国家间货物和资本的流动对全球经济的推动作用愈发明显。
- 2008年之后，金融危机影响之下，各国基于本国利益重新审视贸易政策，贸易保护主义抬头，自冷战结束之后快速推进的全球化步入了平台期：一方面，全球平均关税虽然维持低位，但非关税贸易壁垒的运用更加频繁；另一方面，反映全球货物和资本流动的相关指标结束了单边持续上行。



- “钱、物、规”三条线同时收缩，是2008年后逆全球化现象逐步显现的核心图景。
- 钱：跨境资本流动放缓，全球外国直接投资及占全球GDP的比例从2008年至2024年出现双重下降。
- 物：贸易强度减弱，全球贸易额/GDP比重持续下行，疫情、贸易战等叠加之下，部分国家倾向于收缩产业链分布，过去流行的全球化产业链布局出现逆转。
- 规：贸易之墙越砌越高，年度新出台投资审查、出口管制、产业补贴措施数量持续上行。

## 2008年

全球贸易额占全球  
GDP比例  
**60.6%**

全球外国直接投资  
净流入占GDP比例  
**3.7%**

全球外国直接投资  
净流入（万亿美元）  
**2.4**

## 2024年

全球贸易额占全球  
GDP比例  
**56.8%**

全球外国直接投资  
净流入占GDP比例  
**1.3%**

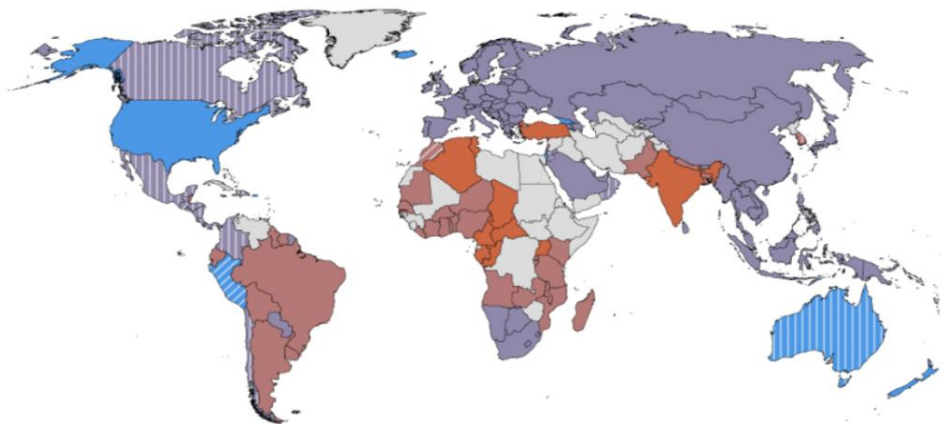
全球外国直接投资  
净流入（万亿美元）  
**1.5**



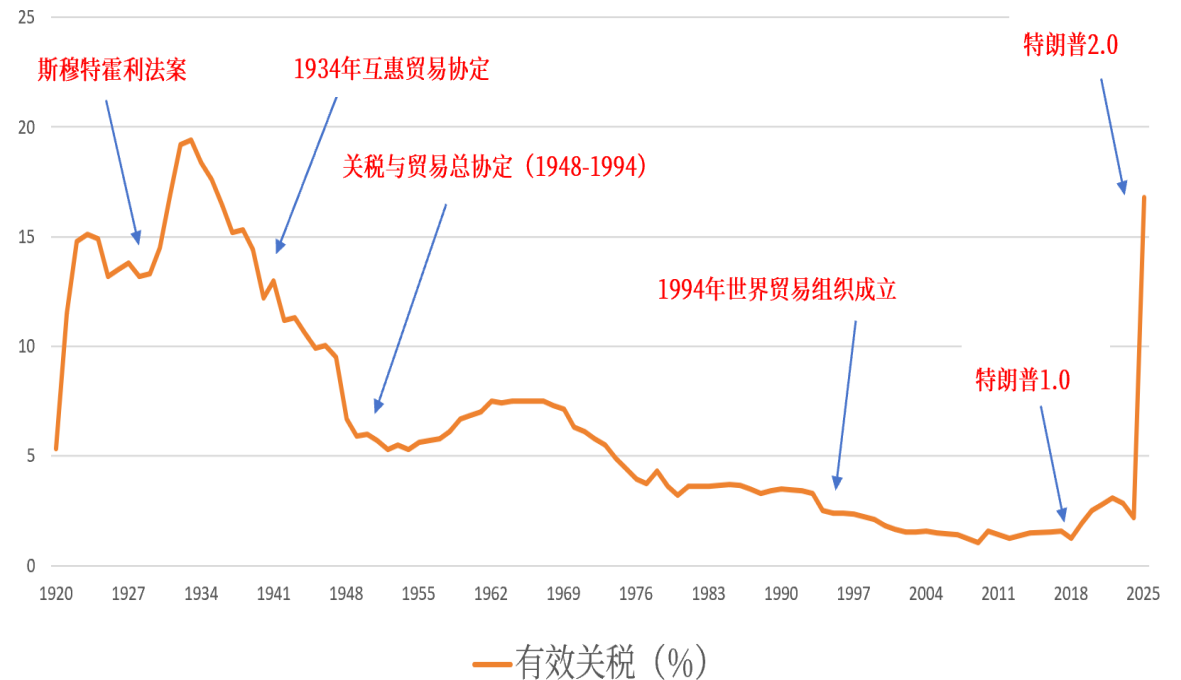
# 美国发动关税战，扣动了逆全球化加速的“扳机”

- 美国当权政治精英认为，美国对世界各国的低关税税率是导致其经常账户逆差持续高位的重要原因之一，因此永久性地，或者在一个较长时间内提高美国对外的整体关税，是美国实现贸易平衡、遏制美国国内工业颓势的第一步。美国“国师”、白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰认为，美国的这种几乎全球最低的实际关税，是当年美国为协助各国在二战后的重建工作以及在冷战期间与盟友建立联盟关系而形成的。时移世易，如今美国必须将自身“独立”承担的维持全球化的压力向自身的盟友和贸易伙伴进行分摊。
- 美国本届政府的一系列行为显示，当前美国政治精英的一个共识是：在美国对全球贸易体系进行重构的过程中，关税作为一个好用的“大棒”，能够很好地起到逼迫美国的盟友和贸易伙伴配合美国相关政策的目的。

### 贸易战之前美国关税几乎是全球最低

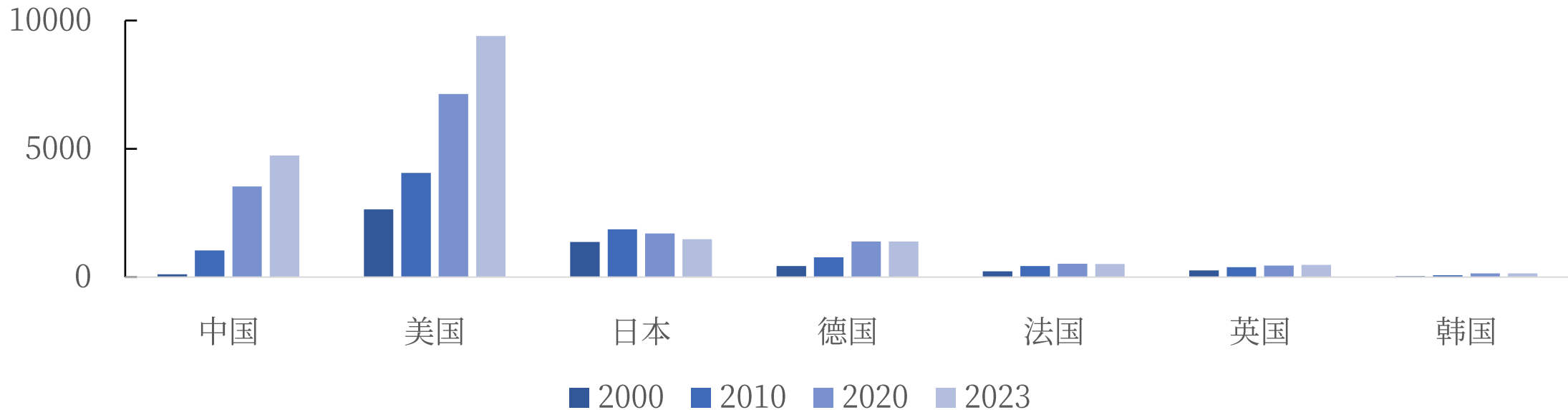


### 美国二战后长期维持低关税



- 日本科学史学家汤浅光朝提出“**汤浅现象**”：若一国科学成果占世界总量25%，即为世界科学中心。历史上该中心历经5次转移，依次是意大利（1540-1610年）、英国（1660-1730年）、法国（1770-1830年）、德国（1810-1920年）、美国（1920年起），平均维持80年。依此推论，2000年前后美国的科技中心地位开始受新兴势力挑战，而中国是发起挑战的核心力量。
- 当前中美科技整体仍有差距，但中国崛起迅速，在通讯设备、集成电路等领域已取得关键进展与优势，“威胁”到美国的国家安全和科技垄断地位，这或是美国单方面动用自身力量**将中美贸易摩擦升级至科技战的重要原因**。

主要国家R&D支出（亿美元）





东升：新兴经济体的集体崛起

## 核心驱动力

东升以中国为核心驱动力，涵盖印度、巴西等新兴市场国家与发展中国家，表现为该国家群体在全球经济格局中的持续提升。

## 推动机制

通过一带一路倡议、金砖国家扩容等机制，新兴经济体正在推动全球治理体系向多元化演进，体现出南南合作的深化与全球治理参与度的显著提升。

西降：传统西方经济体的相对收缩

## 特指范围

西降特指欧洲、日本等传统西方经济体的相对实力弱化，主要表现为长期维持低速增长、全球经济权重逐步下降、产业空心化加剧及内部分化等特征。

## 本质特征

西降本质上是传统发达国家在全球格局中的影响力相对收缩而非绝对衰退，反映了传统发达经济体在全球化新阶段面临的结构性挑战。

“西降”  
并不包含美国

客观来说，尽管面临中国在科技、制造业等领域的对等竞争，但美国在军事、高端科技、货币霸权等核心领域仍保持领先。

# 美国国家安全战略历史演变：从冷战到当代的战略传承与变革



87

冷战后期  
里根-老布什

94

后冷战时代  
克林顿

01

反恐时代  
小布什

09

重返亚太  
奥巴马

17

美国优先  
特朗普1.0

22

联盟重塑  
拜登

25

门罗回归  
特朗普2.0



1987-1993: 冷战末期

老布什"世界新秩序": 按美国价值观建立新国际体系, 强调美国领导不可或缺。

确立年度国家安全战略报告制度



1994-2000: 接触与扩展

克林顿"参与和扩展": 首次提出对华接触战略, 旨在使中国融入国际社会。

"一个开放、繁荣和强大的中国对美十分重要"



2001-2008: 反恐优先

小布什"先发制人": 聚焦恐怖主义威胁, 发动阿富汗和伊拉克战争。

国家安全战略转向反恐战争



2009-2016: 亚太再平衡

奥巴马"重返亚太": 结束反恐战争, 战略重心东移, "亚太再平衡"战略成形。

提出"印太"概念, 应对中国崛起



2017-2020: 大国竞争

特朗普1.0"美国优先": 首次确立中美俄大国竞争框架, 将中、俄定位为主要威胁。

确立印太战略, 聚焦西太平洋地区



2021-2024: 联盟重塑

拜登"多边主义": 重建盟友体系, 强调"一体化威慑", AUKUS、QUAD机制深化。

2025: 门罗主义回归

特朗普2.0"美国核心": 回归门罗主义, 要求欧洲承担主要防务责任, 终结单边支撑世界秩序。



历史规律: 每份报告均反映美国对全球格局的战略调整, 从冷战遏制到后冷战扩展, 从反恐战争到大国竞争, 美国国家安全战略始终围绕维护全球主导地位这一核心目标动态演进。2025年报告标志着冷战结束以来美国外交战略思想最剧烈的转折。

- 我们认为，2025年12月4日发布的特朗普第二任期《国家安全战略报告》是“冷战结束以来美国外交战略思想最剧烈的转折”，标志着**美国外交政策出现意识形态与实质性转变，与中国的竞争从“生死之争”转为“高下之争”**。



## 传统战略：全球领导

- ◆ 多边主义主导：积极参与国际组织和联盟
- ◆ 全球军事部署：在世界各地维持军事存在
- ◆ 价值观外交：推广民主、人权等理念
- ◆ 自由贸易体系：推动全球化贸易体系



## 新战略：America First

- ◆ 单边主义优先：以美国利益为唯一考量标准
- ◆ 战略收缩：减少海外军事承诺和部署
- ◆ 交易性外交：重利益、轻价值观的实用主义
- ◆ 贸易保护主义：关税壁垒和贸易制裁工具化



## 现实情况：变局与挑战

## 战略判断：机遇并存

## 战略抓手：三大引擎

## 战略目标：高质量发展

### 百年大变局新阶段

逆全球化演进，贸易与地缘冲突加剧，产业链重构。

### 国内需求收缩期

人口负增长，传统“地产+基建”模式效能边际递减。

### 科技革命呼之欲出

AI成为科技主权胜负手，新一轮技术革命蓄势待发。

**时代主题转变**  
从“和平与发展”  
转向“战略机遇与风险  
挑战并存”

### 扩大内需

建设全国统一大市场，提升居民消费率。

### 科技自立

超常规手段聚焦核心科技，实现高水平自立自强。

### 制度开放

推进制度型开放，提升全球治理话语权。

### 质效双升

推动经济质的有效增长和量的合理增长，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。

01 全球政经大势研判：“百年未有之大变局”加速演进

02 2026年内外部宏观环境展望

03 2026年宏观主线之价格水平回升

04 2026年宏观主线之经济动能再平衡



2026年，全球经济平稳运行和美联储继续降息的预期，为国内宏观政策赢得较大自主空间；为兑现2035年远景目标以及落实中央工作会议精神，我们预计2026年年度经济增速目标锚定5%左右具有合理性，在此框架下，2026年货币与财政将维持双宽松以托底经济：

- **外部环境：**IMF上调2026年全球经济增长预测至+3.3%（与2025年增速相近），发达经济体预计增长1.8%，新兴市场与发展中经济体保持+4.0%以上增速；全球CPI同比预计从2025年的+4.1%降至2026年的+3.8%。美联储方面，全年继续降息概率较高，市场预期2026年末联邦基金目标利率降至3.0%-3.25%，较目前水平下降50BP。
- **增长目标：**为实现2035年人均GDP较2020年翻一番，2026年至2035年年均GDP增速需达4.17%；结合经济向高质量发展阶段转型过程中总体增速“下台阶”的趋势，2026至2035年的十年间，GDP增速将呈现前高后低结构，在此情况下，2026年经济增速目标设定为5%左右具有合理性。
- **货币政策：**针对宽货币向宽信用传导受阻（2025年贷款余额增速+6.4%、不含政府债的“民间社融”增速+6.1%，均处低位；PPI同比-2.6%推升实际融资成本），2026年预计全年降息1-2次（调降7天逆回购利率10BP-20BP）、降准50BP；同时结构性工具继续加码。
- **财政政策：**为对冲土地财政缺口（2025年地方政府性基金收入完成年度计划的91.7%，较2024年改善，但与房地产步入下行周期前仍有差距），2026年财政仍需保持扩张补位，预计狭义财政赤字率仍为4%；新增专项债额度4.4到5万亿元，有望较2025年提升；超长期特别国债1.3-1.6万亿元，同样有望较2025年提升；在假设PSL重新启动、新发行特别国债补充银行资本金等操作下，2026年广义财政赤字率有望录得10%-13%之间。

2.1、2026年外部环境：全球经济继续修复，流动性相对宽松

---

2.2、2026年国内环境：预计经济增长目标5%，货币财政双宽松

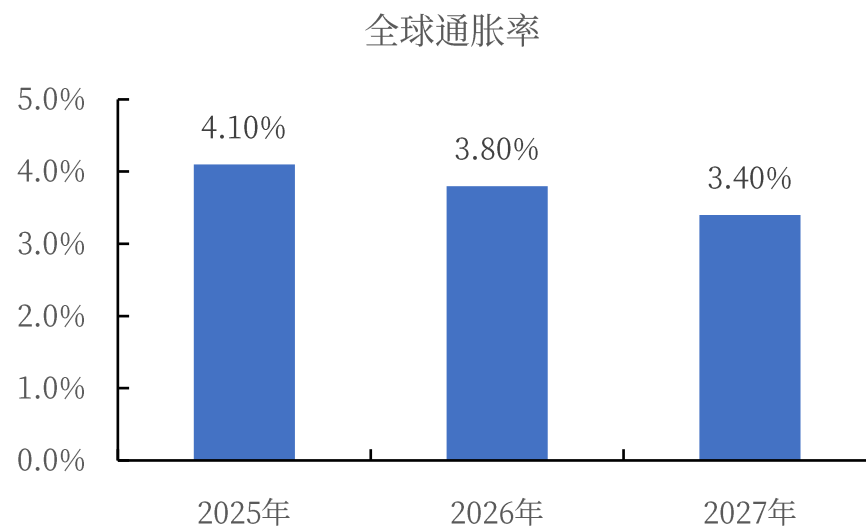
---

## 📈 全球经济增长前景

- 因全球经济在面对贸易政策不确定性和地缘政治冲突等挑战时展现出超预期的韧性，IMF上调2026年全球经济增长预测至+3.3%，与2025年增速相近，较2025年10月的预测提升0.2个百分点。
- IMF预计，发达经济体在2026年和2027年的经济增长率将分别为+1.8%和+1.7%，增速相对温和。
- 新兴市场与发展中经济体的增长潜力更大，预计在2026年和2027年均将保持+4.0%以上的增长速度。

## 📉 通胀下降趋势

- 全球通胀压力持续缓解：IMF预计全球CPI有望从2025年的+4.1%下降至2026年的+3.8%，并在2027年进一步降至+3.4%，为各国央行调整货币政策立场提供更大灵活性。
- 另一方面，美国CPI回归+2%目标的过程预计比其他主要经济体更缓慢，主要受国内强劲消费需求、劳动力市场紧张及服务业价格粘性影响。



## 📈 美联储

- 展望2026年全球经济，美国仍将扮演关键角色。尽管市场对美联储的降息预期已较此前有所回调，但去年全年就业数据的系统性走弱，已为经济埋下一定脆弱性。叠加贸易政策前景的不确定性，增长动能本就承压。通胀方面，2025年全年虽呈温和回落态势，却未见相对大幅度的下滑，更多是在相对高位维持平稳。因此，预计2026年全年降息的方向并未逆转。截止2026年1月30日，CME数据显示，市场预期联邦基金目标利率到2026年年末值3.0%-3.25%，较目前水平下降50BP。

## 🇪🇺 欧洲央行

- **偏中性立场：**2026年欧洲央行预计全年维持利率不变，在经济韧性与粘性通胀并存的环境下进入政策观望期，考虑到目前欧盟利息水平已经基本处在“中性区间”，2026年欧洲降息或加息的概率均相对较低。

## 🇯🇵 日本央行

- **渐进加息退出宽松：**2025年12月将政策利率提高至0.75%，2026年1月暂停加息。2026年或将继续以数据为依据，渐进、谨慎推进加息，大概率将退出长期的超宽松货币政策。

- **总体而言，2026年，预计全球绝大多数央行将维持低利率。虽然日本可能是个例外，但是其加息幅度预计将相对温和，不足以改变全球流动性偏宽松的大格局。**

## 02

## 2026年内外部宏观环境展望

2.1、2026年外部环境：全球经济继续修复，流动性相对宽松

---

2.2、2026年国内环境：预计经济增长目标5%，货币财政双宽松

---

# 2026年年度GDP增速目标预计仍将设定为5%左右

- 2025年年末出版的党的二十届四中全会《建议》辅导百问中（以下简称“《辅导百问》”），对于“到二〇三五年我国人均国内生产总值达到中等发达国家水平”进行了量化表述，即：到2035年，我国人均GDP超过2万美元和人均GDP比2020年翻一番是我国人均国内生产总值达到中等发达国家水平的两个量化衡量标准。
- 《辅导百问》据此倒算，要实现该目标，2026年至2035年间，我国年均GDP增速需要达到4.17%。同时，《辅导百问》表示，统筹考虑要素供给、技术进步和制度创新等各项条件，未来10年我国GDP潜在增速完全有条件支撑年均4.17%的增速。

## 2035年经济发展目标

人均GDP超过发达国家门槛  
(2万美元以上)

2035年人均GDP比2020年翻  
一番

## 人口变化假设

2026年至2035年年均  
人口缩减0.2%

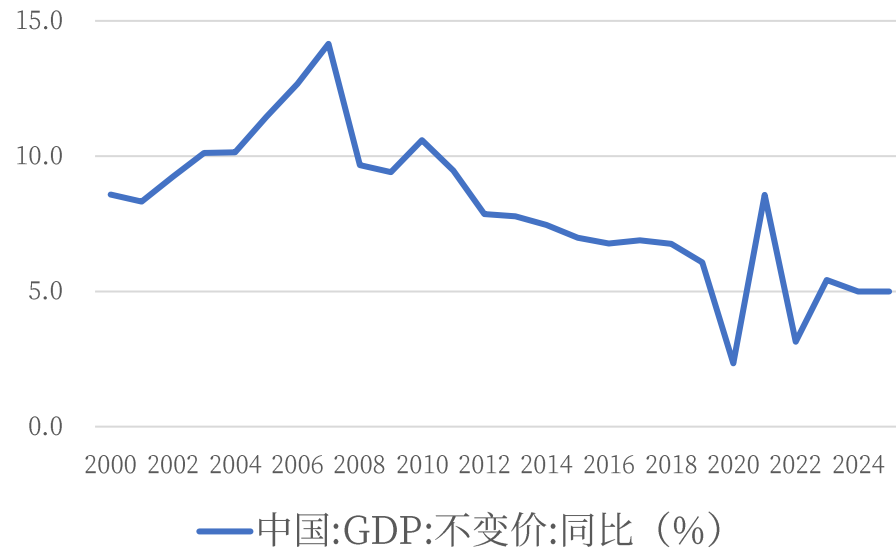
## 需要的GDP增速

2026年至2035年年均  
GDP增速4.17%

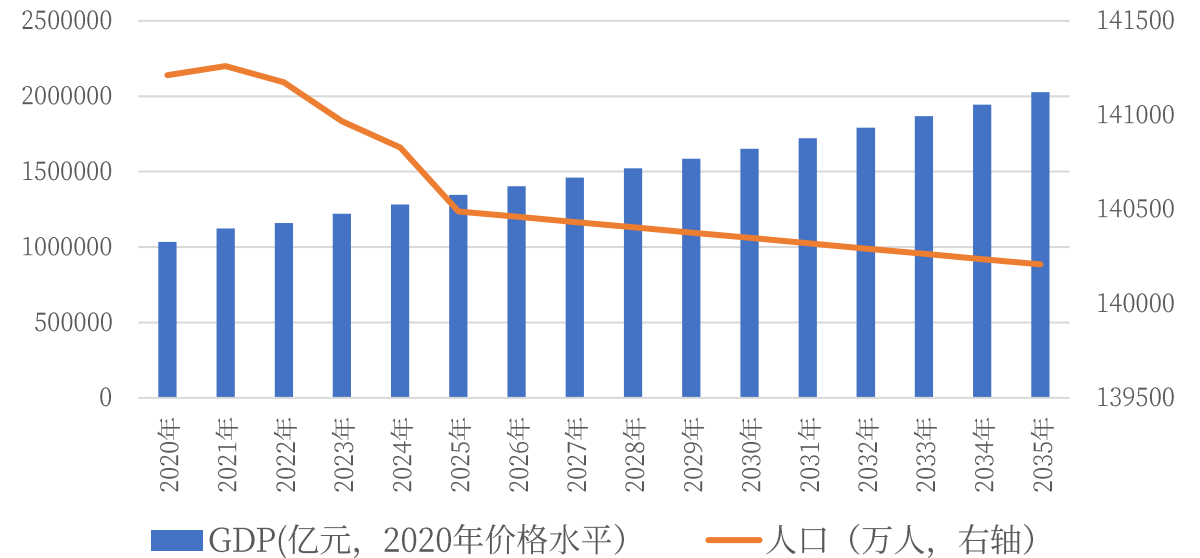
# 2026年年度GDP增速目标预计仍将设定为5%左右

- 人均GDP到2035年大于2万美元的目标受我国价格水平和汇率变化的因素影响，总体上是方向性目标，而人均GDP到2035年较2020年水平翻一番的目标则相对具有确定性。
- 按照《辅导百问》给出的我国未来10年GDP增速和人口变化测算，到2035年，我国人均GDP有望达到14.45万元（2020年价格水平）左右，恰好是2020年7.33万元水平的2倍左右。
- 考虑到我国GDP因劳动力缩减、传统投资边际效应走弱等因素的存在，在向高质量发展阶段转型过程中经济总体增速“下台阶”的趋势，2026年至2035年10年，我国GDP增速在年均实现4.17%的同时，总体上应呈现前高后低的结构。结合2025年年末中央经济工作会议“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的相关表述，我们认为2026年经济增速目标设为5%左右具有合理性。

### 我国GDP增速整体“下台阶”

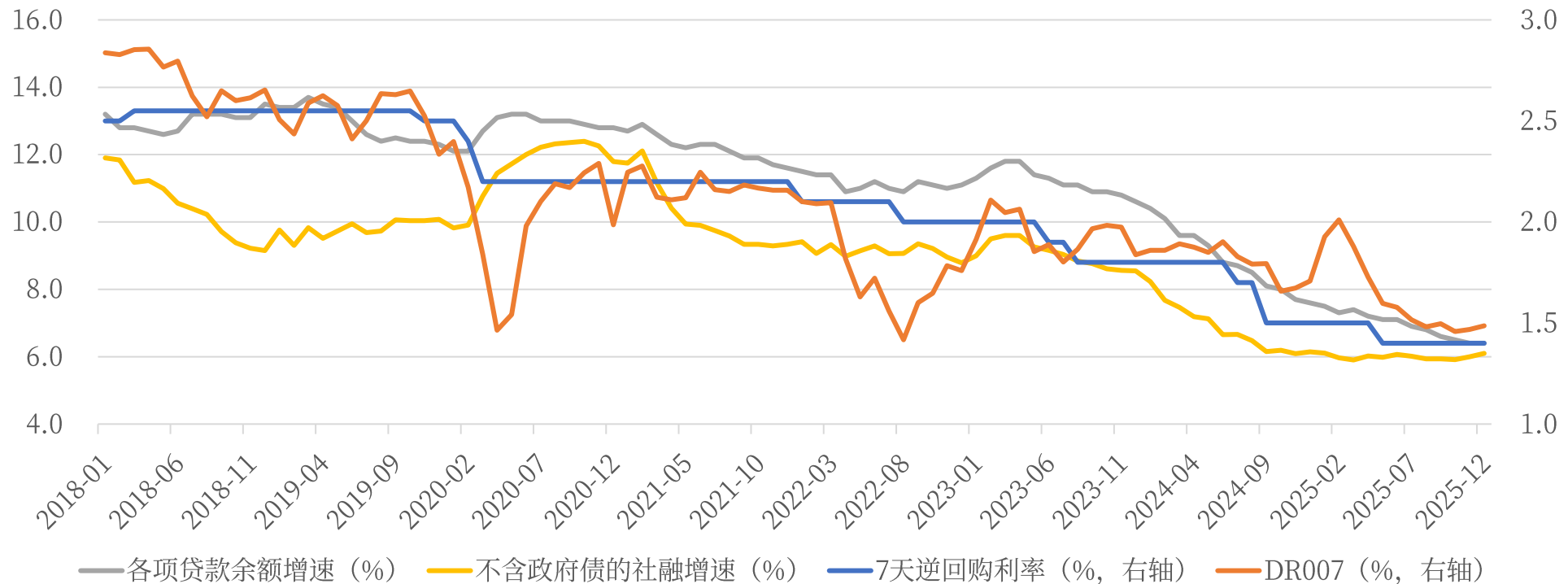


### 我国GDP和人口展望



# 2025年宽货币向宽信用传导仍然一定程度受限

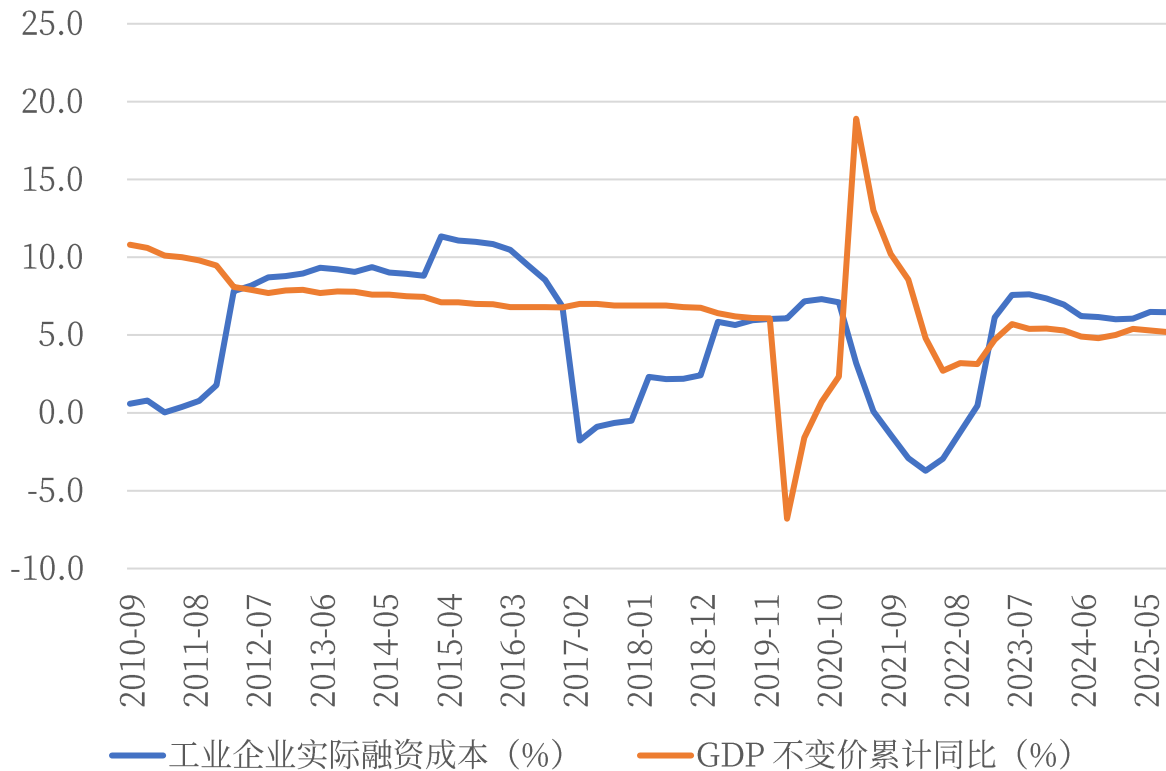
- 为应对经济超预期走弱，2024年“924”之后，央行“应急式”降息20BP。2024年年末的中央经济工作会议公告中，时隔多年再次将货币政策基调调整为“适度宽松”，进一步向市场传达了货币政策仍有宽松空间的预期。2025年5月，央行再次降息10个BP，推动政策利率达到1.4%的历史性低位。伴随着政策利率调降，自2024年9月开始我国的市场利率持续下行，DR007月均值自2024年8月的1.79%降至2025年12月的1.49%，同样已至历史低位。
- 当前经济运行的一个核心矛盾是——宽货币态势明显的情况下，宽信用的推进仍然一定程度受限，体现在：其一，金融机构各项贷款余额增速仍在下行，2025年增速为+6.4%，低于2024年的+7.6%和2023年的+10.6%；其二，不含政府债、代表经济系统内在融资需求的“民间社融”增速仍然低位徘徊，2025年增速为+6.1%，低于2024年的+6.2%和2023年的+8.6%。



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

# 房地产筑底和企业实际融资成本偏高抑制宽货币向宽信用传导

➤ **房地产持续筑底制约居民和地产产业链信用扩张：**2024年四季度至2025年一季度，稳地产政策一度推动商品房销售边际改善，但2025年二季度起，随着政策脉冲消退，销售重回降幅加深通道。尽管2025年5月央行下调公积金贷款利率，但对楼市支撑有限，商品房销售面积和销售金额在已达历史低位的利率水平下仍然持续筑底。房地产低迷制约居民长期融资及地产链融资，阻碍“宽货币”向“宽信用”传导。



➤ **价格水平低位徘徊持续抑制企业融资：**除房地产外，制约“宽货币”向“宽信用”传导的另一问题是工业企业实际融资成本过高。2025年年度PPI同比-2.6%，较2024年的-2.2%跌幅加深。PPI负值推高实际融资成本——以人民币一般贷款加权平均利率减PPI累计同比计算，截止2025年9月，工业企业实际融资成本达6.47%，明显高于实际GDP累计增速，吞噬“宽货币”政策效果，成为投资意愿回升的重要掣肘。

- 综合2025年年末中央经济工作会议确立的2026年货币政策“适度宽松”的基调以及2026年年初央行工作会议及国新办新闻发布会上的官方表态，预计2026年货币政策将更加注重精准与协同。总量上，降准降息仍有空间以保持流动性合理充裕；结构上，结构性货币政策工具将进一步扩容和深化，旨在精准引导信贷流向科技、绿色、民营等重点领域，直接降低融资成本。
- 预计全年货币政策发力将呈现三大特点：一是稳预期与防风险紧密结合，通过结构性工具提振信心，同时强化宏观审慎管理以化解房地产等领域风险；二是与财政政策协同深化，注重与财政贴息等工具配合，放大政策效能，协同支持政府债券发行与地方债务化解；三是内外均衡更趋灵活，在保持汇率基本稳定的同时，丰富汇率避险工具以应对外部波动。整体上，货币政策将呈现“总量稳健、结构精准、协同强化”的特征。
- 考虑到货币政策“稳预期”、“防风险”和“配合财政政策”的三重目标，同时考虑到当前银行净息差已至历史低位对进一步总体降息的约束，在核心指标方面，我们预计：2026年全年降息1-2次，总计调降7天逆回购利率10BP-20BP，降息幅度与2025年降息幅度持平或略高；2026年大型和中型银行有望全年降准50BP，与2025年相同；公开市场操作将保持净投放力度，较2025年水平略有提升；结构性货币工具有望更加丰富，科技、消费和房地产相关工具或为重点。

# 2025年财政收支完成情况较2024年改善，但与房地产下行周期前仍有差距



从第一本账和第二本账角度看2025年财政收支，可以看到：第一，2025年，与房地产进入下行周期之前的年份相比（2016-2021），一般公共预算收入和支出进度完成情况略有不如，相对较接近；第二，2022年之后，地方政府性基金收入和支出完成进度总体上低于房地产进入下行周期前的水平。2025年地方政府性基金收入和支出分别完成预算的91.7%和89.3%，较2024年改善，但与2016-2021年间的总体水平仍有不小差距。

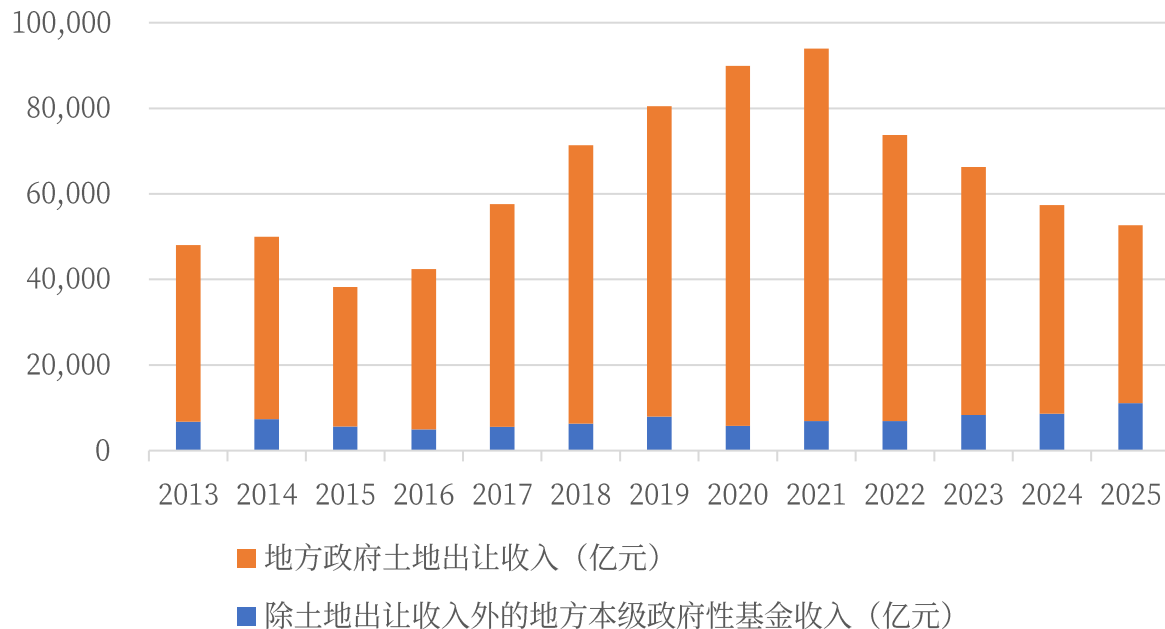
历年第一本账和第二本账财政收支完成（实际执行数占年初预算数比例）情况

	类目	完成情况									
		2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
第一本账	一般公共预算收入	98.3%	98.1%	99.8%	96.9%	102.5%	101.5%	98.9%	100.1%	102.3%	101.5%
	中央一般公共预算收入	96.9%	98.1%	99.4%	100.0%	102.2%	100.0%	99.4%	100.1%	103.2%	100.0%
	地方公共预算本级收入	99.3%	98.1%	100.1%	94.4%	102.7%	102.7%	98.4%	100.1%	101.6%	102.8%
	税收收入	97.2%	93.2%	97.9%	92.5%	101.8%	100.7%	97.9%	101.8%	106.5%	101.2%
	非税收入	103.4%	123.2%	110.3%	123.4%	106.7%	106.0%	103.9%	91.3%	85.2%	102.6%
	一般公共预算支出	96.8%	99.7%	99.8%	97.6%	98.5%	99.1%	101.5%	105.3%	104.3%	103.9%
	中央本级一般公共预算支出	98.8%	98.1%	100.9%	100.0%	100.1%	100.2%	99.2%	100.7%	100.9%	100.2%
	地方本级一般公共预算支出	96.6%	100.2%	99.8%	97.4%	98.4%	99.1%	102.2%	106.4%	100.0%	105.0%
第二本账	政府性基金收入	92.3%	87.7%	90.5%	79.0%	103.7%	114.8%	108.4%	117.5%	130.3%	125.4%
	中央政府性基金收入	99.5%	105.8%	106.5%	97.8%	107.0%	98.6%	96.3%	104.4%	103.2%	97.8%
	地方本级政府性基金收入	91.7%	86.5%	89.6%	78.1%	103.6%	115.5%	109.1%	118.4%	132.6%	129.0%
	土地出让收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	政府性基金支出	90.4%	84.4%	85.9%	79.6%	86.6%	93.6%	91.5%	103.2%	109.4%	113.1%
	中央本级政府性基金支出	101.8%	53.7%	96.1%	77.2%	96.2%	97.6%	91.7%	94.7%	93.2%	84.9%
	地方本级政府性基金支出	89.3%	86.8%	85.4%	79.7%	86.3%	93.5%	91.5%	103.6%	110.3%	115.6%
	土地出让支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
两本账收入		97.0%	95.6%	97.3%	91.2%	102.9%	105.6%	101.6%	104.6%	108.4%	106.1%
两本账支出		94.9%	95.2%	95.6%	91.4%	94.4%	97.2%	98.6%	104.7%	105.5%	105.7%

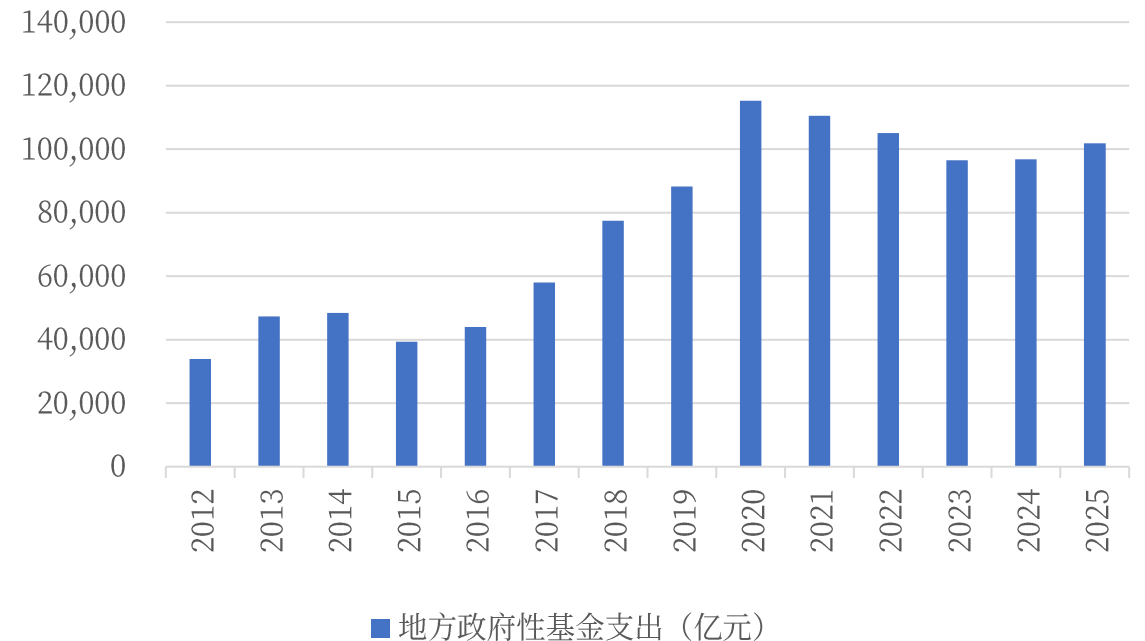
# 2026年超长期特别国债发行仍需保持较大力度

- 自2022年房地产进入下行周期以来，地方政府土地出让收入持续下降，带动地方政府性基金收入连年走低。为解决地方政府因政府性基金收入下降导致的支出无法满足的问题，中央政府先后采取了扩大地方专项债发行规模和发行超长期特别国债的方式，对地方政府进行“补血”。在一系列举措下，尽管地方政府性基金支出同样自2022年来呈现逐渐走弱趋势，但其下滑幅度明显低于地方政府性基金收入。2025年，地方政府性基金支出10.2万亿元，高于2024年，与2022年的差距也较小。
- 2026年，在房地产行业修复时点和修复程度仍存较大不确定性的预期下，超长期特别国债和地方政府专项债仍需保持较强发行力度，以支撑地方政府的必要支出。

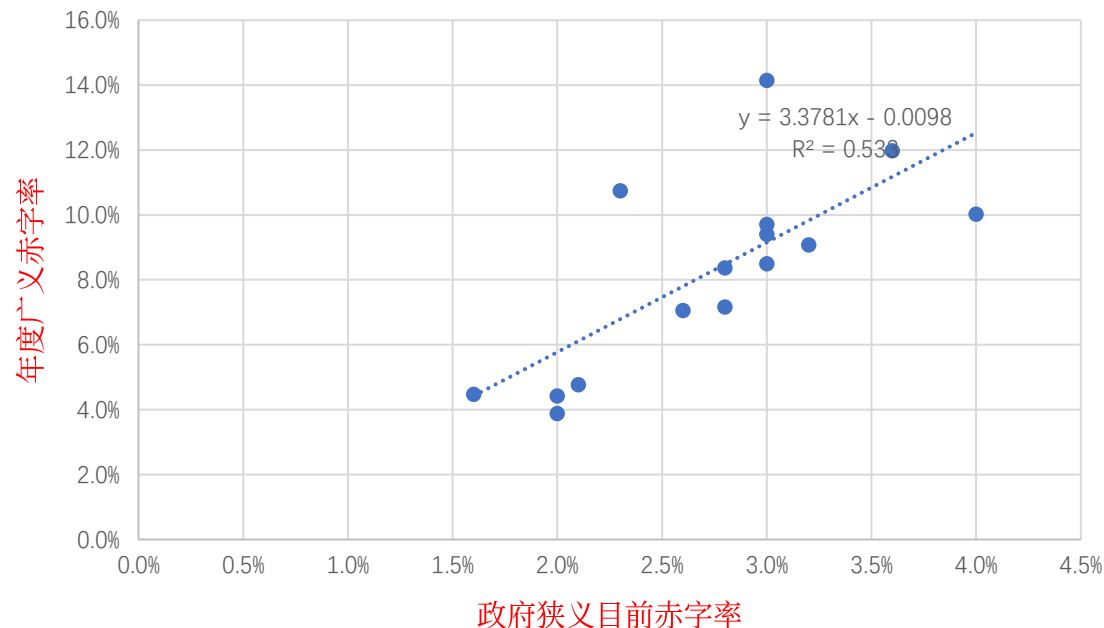
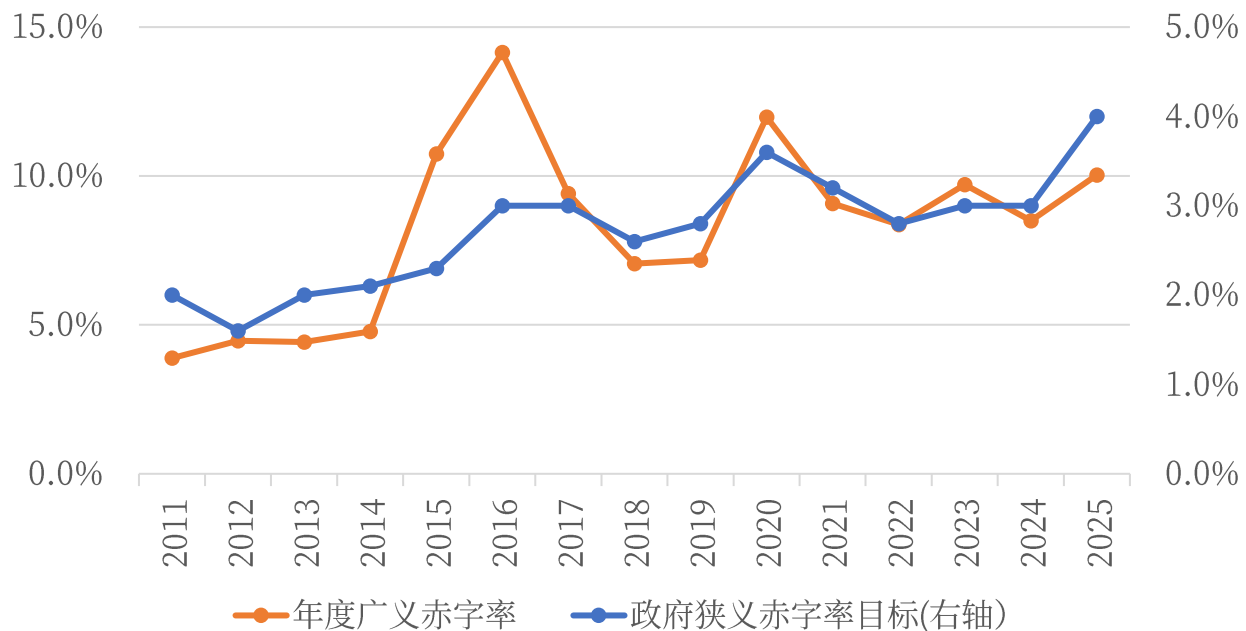
### 地方政府土地出让收入连年下降



### 地方政府性基金支出下滑程度相对缓和



- 以国债、地方政府债、政策银行债、城投债和PSL年度新增之和代表年度广义赤字，经计算可得2025年广义赤字率为10%。从历史数据看，狭义赤字率和广义赤字率具有相对明显的同步性，其背后的逻辑是：当政府为稳经济推动一般性预算财政扩张时，也会搭配其他不计入狭义赤字的广义财政工具共同形成广义财政的扩张，以形成财政合力。
- 以狭义赤字率为自变量对广义赤字率进行回归，从纯粹的数字关系角度，假设2026年狭义赤字率继续维持4%，则广义赤字率有望实现12.5%左右，该水平的广义财政赤字率可以作为我们对2026年宽财政力度展望的一个初步参考。



- “十四五”收官的2025年与“十五五”开头的2026年无缝衔接，而“十五五”规划建议稿把“积极财政”摆在前位，要求“增强可持续性”。
- 2026年1月20日国务院新闻发布会上，财政部领导表示2026年财政将实现“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”。其中，“总量增加”，就是要扩大财政支出盘子，确保必要支出力度。财政部同时表示，2026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”。
- 基于前述财政结构分析和相关政策表态，我们认为，2026年，面对外部震荡和大国博弈持续，叠加国内产业、人口结构深刻调整和部分领域风险未清，财政政策将统筹逆周期与跨周期，即：在落实扩内需、重大战略落地、化解重点领域风险三大任务的基础上，也将给未来冲击留足回旋余地，总体上将呈现中性扩张的态势。
- 具体指标方面：预计狭义财政赤字率仍为4%；新增专项债额度4.4到5万亿元，有望较2025年提升；超长期特别国债1.3-1.6万亿元，同样有望较2025年提升。在假设PSL重新启动、新发行特别国债补充银行资本金等操作下，2026年广义财政赤字率有望录得10%-13%之间。

	2025	2026E
财政赤字率	4%	4%
新增专项债额度	44000	44000-50000
超长期特别国债（两重两新）	13000	13000-16000
广义财政赤字率	10%	10%-13%

01 全球政经大势研判：“百年未有之大变局”加速演进

02 2026年内外部宏观环境展望

03 2026年宏观主线之价格水平回升

04 2026年宏观主线之经济动能再平衡



2026年，预计随着“反内卷”政策进入精细化、差异化实施阶段，供给侧低效产能有望加速出清，结合钢铁、煤炭、有色、原油等大宗商品价格的趋势变化，在2025年PPI低基数的基础上，PPI降幅有望明显缩窄。2026年，货币财政双宽松营造温和需求环境，叠加猪价回升预期与核心服务消费提振，在2025年CPI基数较低的基础上，CPI也有望摆脱低位徘徊。总体而言，2026年PPI与CPI中枢有望同步抬升：

- **2026年“反内卷”政策继续推进，预计将分类施策、由表及里：**上游钢铁、煤炭通过能效标杆管理与产量控制压减低效产能，摆脱“降价抢量”恶性循环；中游光伏、锂电、新能源汽车提高技术准入门槛，推动过剩产能市场化出清；下游电商平台、餐饮、物业等领域规范价格行为，治理低价倾销，全链条重塑合理利润空间。
- **2026年CPI修复逻辑与节奏：**逻辑上，猪价受产能周期驱动呈“前低后高”走势。上半年，受高存栏压制，猪价回升动能受限，但因2025年上半年猪价震荡下行，基数作用下，猪肉价格同比对CPI同比的拖累仍将减轻；下半年生猪产能调减效应显现，猪价回升动力增强，叠加2025年猪价的低基数，对CPI同比将由上半年的拖累减轻转为支撑增强；全年来看，“反内卷”政策持续纠偏低价无序竞争，下游消费品价格有望温和修复，对CPI形成底部支撑；服务消费有望获重点政策支持，形成支撑CPI回升的又一重要力量。预计2026年CPI年度同比回升至+0.6%左右，节奏上呈现“两头低、中间高”的丘形走势——一季度仍处相对低位，二季度随猪价回升与服务消费政策发力触及全年高点，三、四季度翘尾因素回落后温和震荡。
- **2026年PPI修复逻辑与节奏：**2026年，钢铁、煤炭在“反内卷”供给硬约束下价格有望由深跌转向低位震荡，同比跌幅有望显著收窄；2026年，有色金属（铜、铝）受资源禀赋约束与AI算力、电网改造需求共振，全年价格有望持续震荡上行，对PPI同比形成较强支撑；2026年，中下游光伏、锂电、新能源汽车等先进制造业产能预计加速出清，定价机制从“以价换量”转向合理利润，成为PPI同比的又一支撑力量。预计全年PPI同比降幅收窄至0.5%以内，中枢显著抬升，节奏上同样呈现“两头低、中间高”特征，年中PPI月度同比有望实现微幅转正。

## 03

## 2026年宏观主线之价格水平回升

3.1、2026年的“反内卷”：进入精细化、差异化的深入实施阶段

---

3.2、2026年PPI走势：结构分化、中枢抬升

---

3.3、2026年CPI走势：全年中枢有望抬升，节奏上先升后稳

---

# 2025年“反内卷”重要政策汇总



- 反内卷政策从2024年7月中央政治局会议首次提出“防止‘内卷式’恶性竞争”起正式启动。2024年12月中央经济工作会议进一步明确“综合整治‘内卷式’竞争”，将其纳入宏观经济治理框架。2025年“反内卷”政策进入纵深推进阶段：3月政府工作报告将其列为年度重点任务；6月修订的《反不正当竞争法》新增规范“内卷式”竞争专条和7月《价格法》大修，标志着“反内卷”正式进入法律法规建设阶段；全年市场监管总局等部委针对光伏、钢铁、水泥、外卖平台等重点行业密集出台配套措施，行业协会牵头企业自律，从立法、执法、标准制定到产能治理形成全链条制度闭环。
- 2025年年末中央经济工作会议已明确，2026年对于“内卷式”竞争的治理将升级为“深入整治”，标志着“反内卷”仍将是2026年宏观经济领域核心政策方向之一。

时间	会议/文件	级别	内容
2024年7月	中共中央政治局会议	中央	首次提出防止“内卷式”恶性竞争。
2024年12月	中央经济工作会议	中央	将“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”列为2025年重点工作。
2025年3月	2025年政府工作报告	中央	整治“内卷式”竞争列入年度任务。
2025年3月	《2025年工业和信息化标准工作要点》	部委：工信部	加快光伏、锂电池等重点产品标准制修订，以高标准引领产业升级。
2025年7月	中央财经委员会第六次会议	中央	依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025年6月	《反不正当竞争法》修订完成	中央	增加关于公平竞争审查制度的规定，修改完善治理平台“内卷式”竞争方面的规定。
2025年7月	国新办发布会介绍2025年上半年工业和信息化发展情况	部委：工信部	实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。
2025年7月	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见	部委：发改委、市监总局	完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。
2025年8月	《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》	部委：工信部、市监总局	坚持做大总量与提升质量相结合，巩固已有产业规模，培育壮大新兴增长点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年12月	中央经济工作会议	中央	将“制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争”列为2026年重点工作。反内卷表述调整为“深入整治”，提出制定《全国统一大市场建设条例》，从“综合整治”升格为制度性建设。

- ◆ 2016年的供给侧改革侧重“调结构”，通过淘汰落后产能、优化供给体系来提升经济质量。主要针对产能过剩、杠杆率高的上游原材料行业，以钢铁、煤炭及建筑建材等国企主导的传统领域为核心对象，通过“三去一降一补”推动产业升级和效率提升。
- ◆ 而2025年开始、并在2026年将继续推进的“反内卷”政策更注重“促活力”，着眼于当前经济发展中的“内卷化”现象——除延续对上游行业的治理外，重点转向解决光伏、新能源汽车、锂电池等下游制造业的过度竞争导致资源错配、创新不足、内需疲软等问题。其核心是通过制度优化、市场竞争环境改善、消费激励等多维度措施，激发经济内生动力，提升社会整体运行效率。

“反内卷”行业	产业链位置	依据文件/会议
锂矿 / 钴矿 / 镍矿	工业上游	《有色金属行业稳增长工作方案（2025-2026年）》
钢铁	工业上游	《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026年）》
煤炭	工业上游	《关于推进煤炭与新能源融合发展的指导意见》
石化化工	工业上游	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026年）》
光伏	工业中游	《新能源汽车、锂电池和光伏产业标准提升行动方案》，工业和信息化部等联合召开光伏产业座谈会
新能源汽车	工业下游	《新能源汽车、锂电池和光伏产业标准提升行动方案》
锂电池	工业中游	《新能源汽车、锂电池和光伏产业标准提升行动方案》
电商平台/外卖平台	非工业	《外卖平台服务管理基本要求》
物业服务	非工业	《关于抵制物业服务行业“内卷式”竞争、共建行业良性生态的倡议书》
快递服务	非工业	《关于抵制“内卷式”竞争、促进行业高质量发展的倡议书》
餐饮服务	非工业	《关于加强行业自律、抵制“内卷式”竞争的倡议书》

- 2026年，以煤炭、钢铁为代表的工业上游领域，“反内卷”的主要方式预计为“能效标杆管理”，而非单纯的产能压缩。借助能耗双控与开采标准提升，低效及高耗能中小产能面临实质性出清，供给端刚性约束预计有所增强。上游有望摆脱“需求一降就降价抢量”的恶性循环，价格对需求的敏感度有望出现下降，逐步转向基于合理利润率的稳健定价。由此带来的价格边际改善，对PPI整体中枢有望形成稳定器作用。
- 中游先进制造业以光伏、锂电及新能源汽车为代表，具备技术迭代与产业升级的典型特征，对出口韧性与能源结构转型具有战略支撑作用。2026年，预计其产能过剩治理主要依托市场化出清机制，辅以技术性准入标准的提升（如提高产品性能门槛与能效指标），从而抑制低质低价产能的无序扩张。该路径预计将弱化行业同质化竞争烈度，推动价值链从规模导向向质量效益导向转变，进而通过边际利润修复与附加值提升，对中下游产业链的价格中枢形成正向传导，为PPI提供结构性支撑。
- 展望2026年，“反内卷”政策将进入精细化、差异化的深入实施阶段，针对不同行业属性实施分类治理，驱动产业结构由规模扩张向质量效益转型。政策工具将更侧重技术性规制，通过能效标杆考核与环保排放标准升级，依托市场化机制，持续出清低效、高耗能的边际产能，扭转部分行业“以价换量”的粗放竞争模式情况。随着供给侧冗余产能的系统性缩减，产业链整体运行效率提升，价格形成机制有望摆脱非理性竞争导致的负向螺旋，企稳修复。这一结构性改善将为PPI同比降幅收窄、中枢温和回升提供微观基础。

3.1、2026年的“反内卷”：进入精细化、差异化的深入实施阶段

---

3.2、2026年PPI走势：结构分化、中枢抬升

---

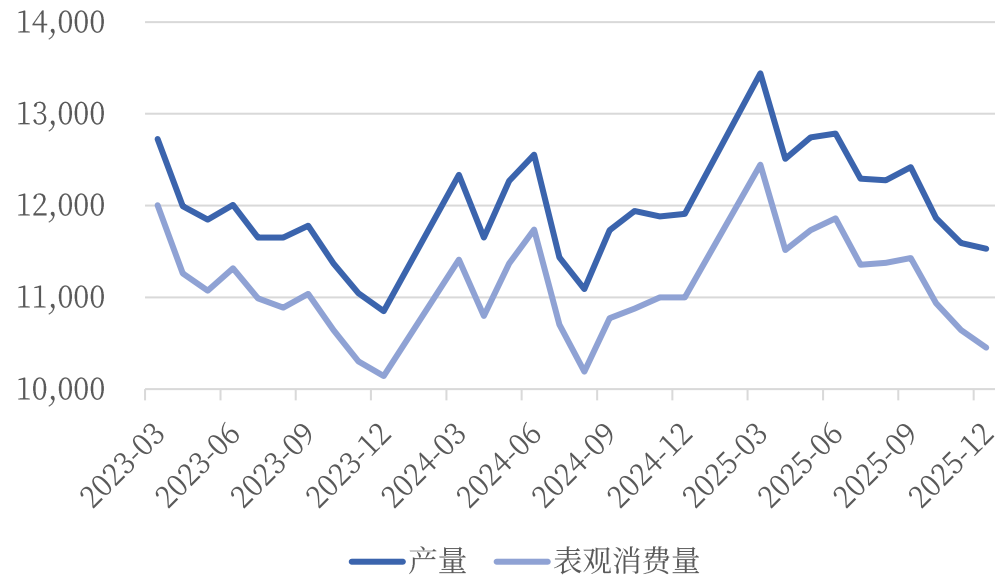
3.3、2026年CPI走势：全年中枢有望抬升，节奏上先升后稳

---

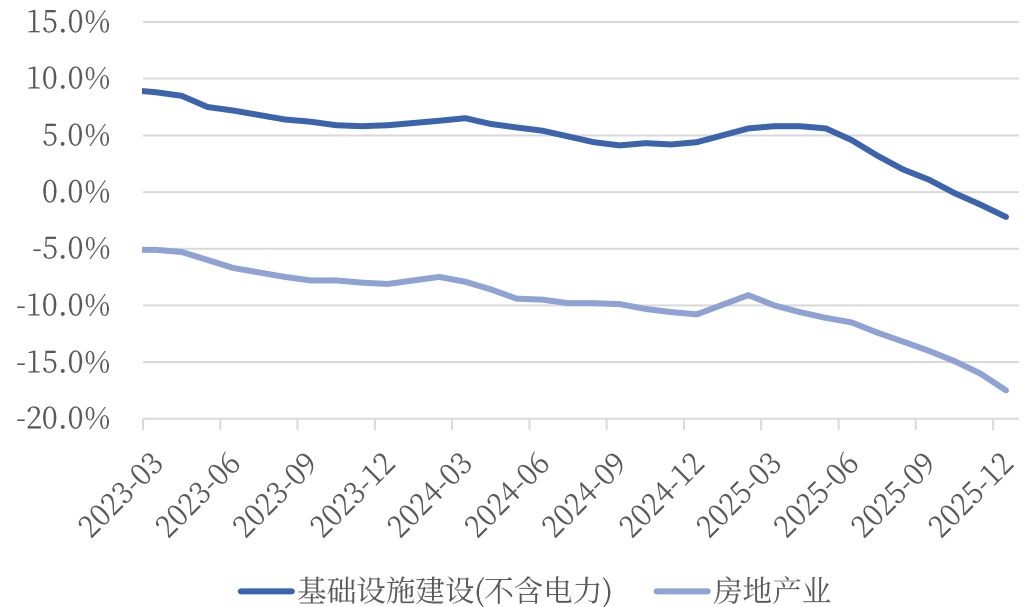
# 2026年钢铁和煤炭预计对PPI拖累作用减弱

- **供给端**：“反内卷”政策已经进入落实阶段。钢铁行业通过严格的产能置换与限产措施，压降无效供给；煤炭行业加强产量管理，控制超产行为。
- **需求端**：房地产投资预计仍处于调整周期，对钢铁、煤炭的拉动作用依然偏弱。基建投资虽有支撑，但预计难以完全对冲地产端的缺口。
- **价格展望**：在供给侧硬约束下，价格将获得支撑，避免进一步大幅下探。预计2026年钢铁和煤炭PPI同比将从深跌转为低位震荡，呈现出“跌幅收窄、波动降低”的特征，对整体PPI的拖累作用逐步减弱。

中国钢材产量和表观消费量（万吨）

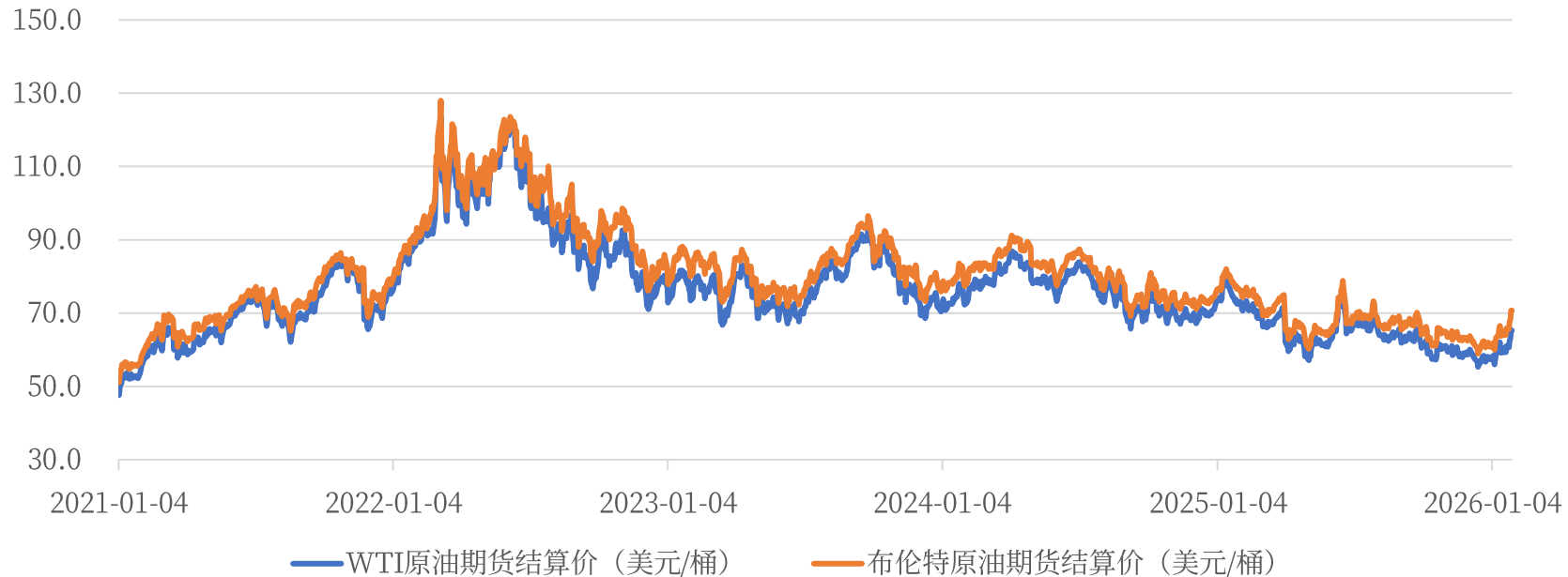


基建和房地产投资累计同比（%）



# 2026年原油价格预计对PPI影响偏中性

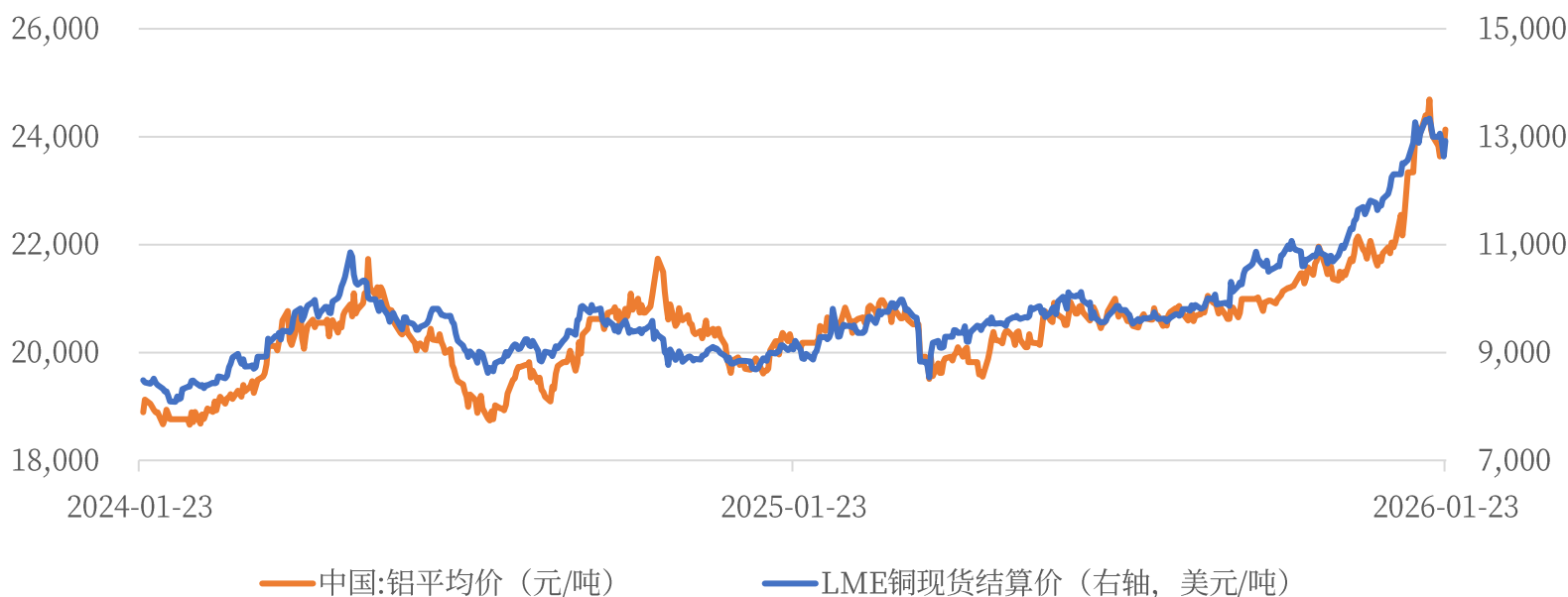
- **供给端：**OPEC+暂停增产以托底油价，但非OPEC国家（特别是巴西、圭亚那、阿根廷等）产能持续释放，部分抵消暂停增产效果。国际能源署（IEA）预警，若伊朗、委内瑞拉等受制裁产油国供应未出现重大中断，且OPEC+未能严格执行现有暂停增产计划，2026年原油市场可能面临阶段性供过于求，对价格形成压制。
- **需求端：**2026年全球经济增速预计与2025年相近，需求侧对原油的拉动并无较大预期。据IEA预测，2026年全球原油需求增量将完全由非经合组织（Non-OECD）国家贡献，经合组织（OECD）成员国需求或已见顶回落，呈现明显的区域分化特征。
- **价格展望：**综合供需博弈，2026年原油价格预计维持低位区间震荡，缺乏趋势性上涨动力，但受OPEC+托底及地缘风险支撑，亦难现断崖式下跌。其对国内PPI的传导效应总体偏中性。



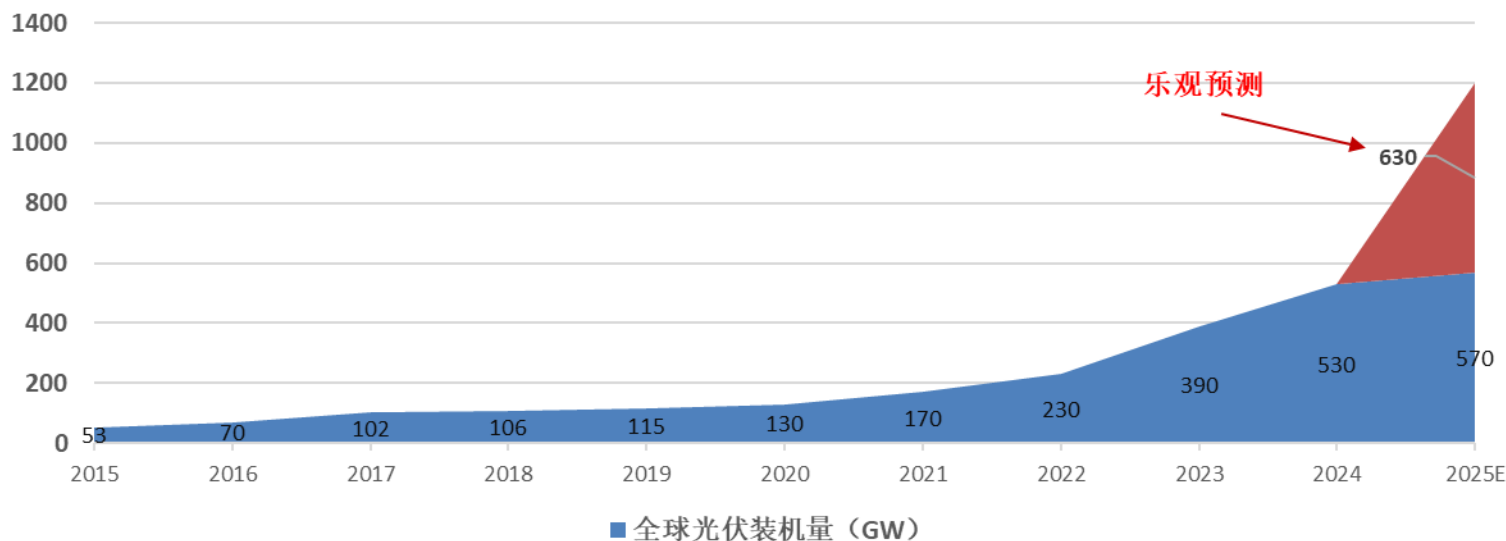
# 2026年有色金属价格上涨预期有望对PPI形成明显正向贡献



- **供给端：**全球铜矿、铝土矿等战略性矿产资源禀赋约束持续存在，主要资源国受资本开支周期下行及环保政策趋严影响，产能扩张节奏预计有所放缓；ESG标准提升导致的矿山技改成本上行，全球显性库存维持低位，供给弹性受限，预计难以对需求冲击形成有效响应。
- **需求端：**传统领域方面，欧美电网老化更新周期与全球数据中心（AI算力基础设施）建设共振，电力设备与线缆用铜需求预计进入上行通道；新兴领域方面，新能源汽车轻量化与储能系统规模化对铝、锂、锡等能源金属预计形成刚性消费支撑。全球能源结构转型正从政策驱动转向市场驱动，有色金属需求中枢有望系统性抬升。
- **价格展望：**鉴于供给端资源瓶颈与需求端结构性增长的错配，2026年有色金属（特别是铜、铝）价格预计维持震荡上行格局，成为PPI同比修复的核心结构性拉动项，对工业品价格中枢形成显著正向贡献。



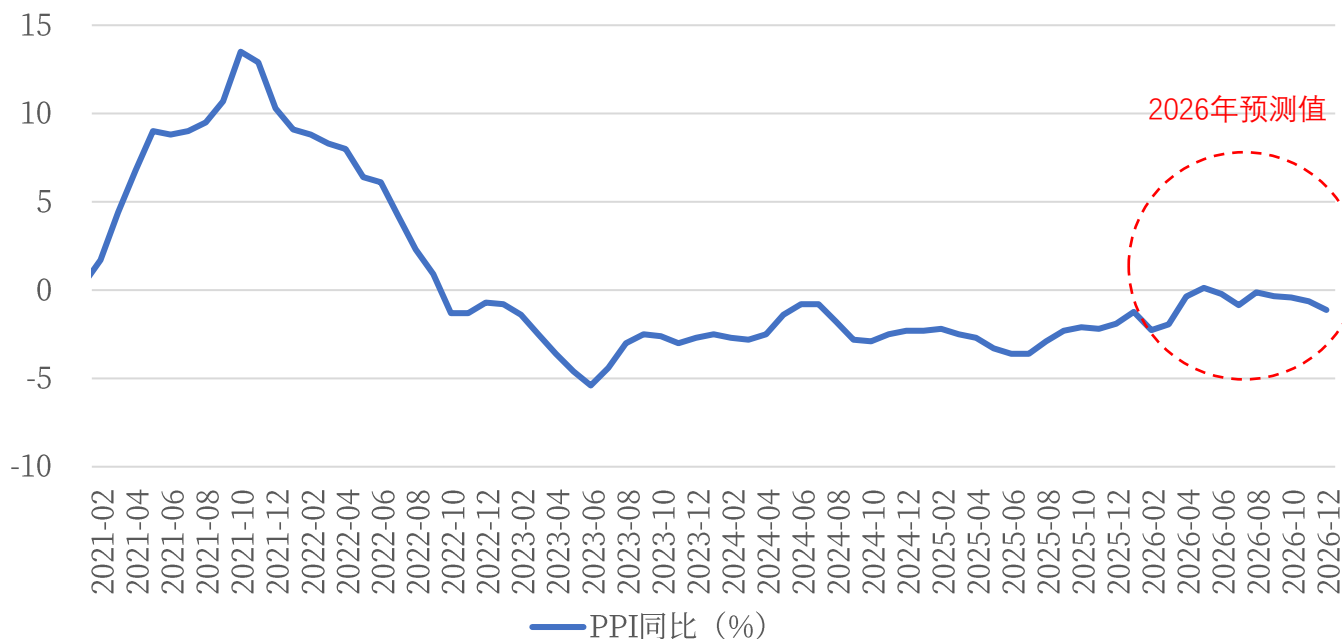
- **供给端：**在行业“反内卷”政策框架下，能效标杆、技术准入等差异化规制工具有望加速落地，驱动市场化出清机制有效运转。落后产能预计加速退出，行业并购重组活跃度提升，市场集中度系统性上行；头部企业凭借技术迭代与规模优势，逐步从“以价换量”转向“以质议价”，实现供给侧从总量扩张向结构优化的范式转换。
- **需求端：**结构性增长动能充沛。人工智能算力基础设施的大规模铺设，直接拉动电力电子设备（高端散热、储能系统、高效电源管理）需求；光伏、锂电作为算力中心绿色能源供给的核心载体，叠加新能源汽车智能化渗透率提升，有望形成“能源转型+数字基建”的需求共振。
- **价格展望：**随着同质化竞争格局缓解，2026年中游制造业产品价格有望于低位中枢企稳，并向合理利润率区间温和修复，对工业品价格指数的结构性改善形成显著支撑。



# 2026年PPI走势展望：PPI同比中枢有望较2025年显著抬升



- **2026年PPI预计呈现“上游分化、中游修复、中枢抬升”格局：**钢铁煤炭在“反内卷”政策约束下，供给侧刚性增强，虽地产需求仍弱但基建托底，价格转向低位震荡，同比跌幅显著收窄，对PPI的拖累有所减弱；原油市场供需双弱，OPEC+托底与非OPEC增产博弈，叠加全球经济无大幅上行预期，预计价格维持区间震荡，对PPI影响偏中性；有色金属（铜、铝为主）受资源禀赋约束与资本开支周期下行影响，供给弹性受限，而AI算力、电网改造及新能源转型形成结构性需求支撑，价格预计震荡上行，成为PPI修复的核心拉动力量；中下游光伏、锂电等先进制造业在政策驱动下加速产能出清，市场集中度提升，定价机制从“以价换量”转向合理利润，价格有望低位企稳回升，对PPI形成一定支撑。
- **综合来看，供给侧刚性约束与需求端结构性亮点共振，2026年PPI同比中枢有望较2025年显著抬升，全年同比降幅有望控制在0.5%之内。结合PPI翘尾因素、参考钢铁、煤炭、铜、原油、PTA等的期货价格趋势，预计在节奏上，2026年PPI月度同比将呈现“两头低、中间高”的特征，年中有望实现微幅转正。**



3.1、2026年的“反内卷”：进入精细化、差异化的深入实施阶段

---

3.2、2026年PPI走势：结构分化、中枢抬升

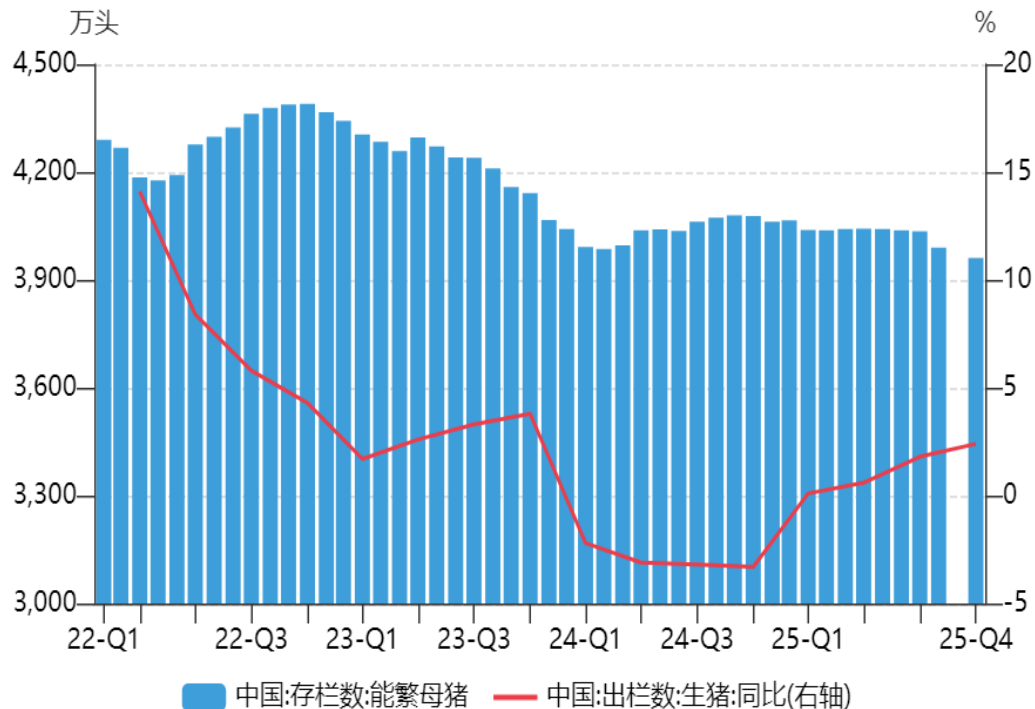
---

3.3、2026年CPI走势：全年中枢有望抬升，节奏上先升后稳

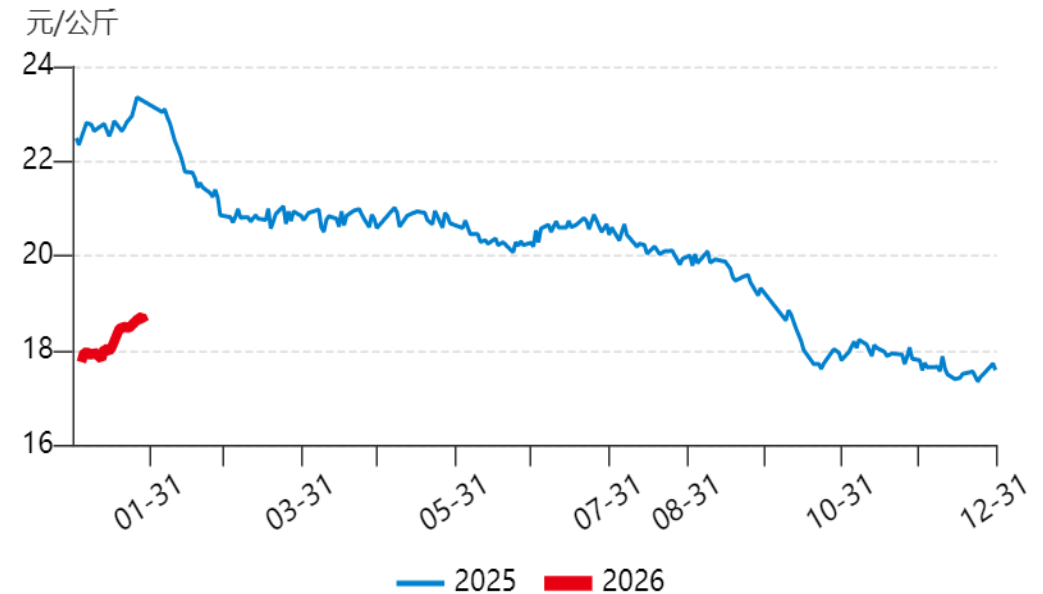
---

# 预计2026年年初至年末，猪价对CPI影响呈“由拖累减轻到支撑增强”的节奏

- **2026年猪价预计呈“前低后高”格局：**2025年8月前高存栏对应2026年上半年理论出栏维持高位，叠加养殖效率提升，猪价明显上行概率相对较低；下半年起产能调减效应逐步显现，出栏边际回落，猪价有望逐步反弹。
- **预计2026年猪肉价格对CPI影响呈“由拖累减轻到支撑增强”节奏。**2025年猪价持续下行，年末跌至近年低位（养殖端全面亏损），这一价格水平显著低于2025年同期。2026年上半年随着产能去化，猪价虽较难明显上行，但存在一定轻微上行动力，叠加2025年上半年猪价整体震荡下行，对CPI同比的拖累有望呈逐渐减轻趋势；进入下半年，随2025年同期价格基数走低和猪肉价格回升幅度加大，猪价对CPI的影响有望逐步由拖累减轻过渡到支撑增强。



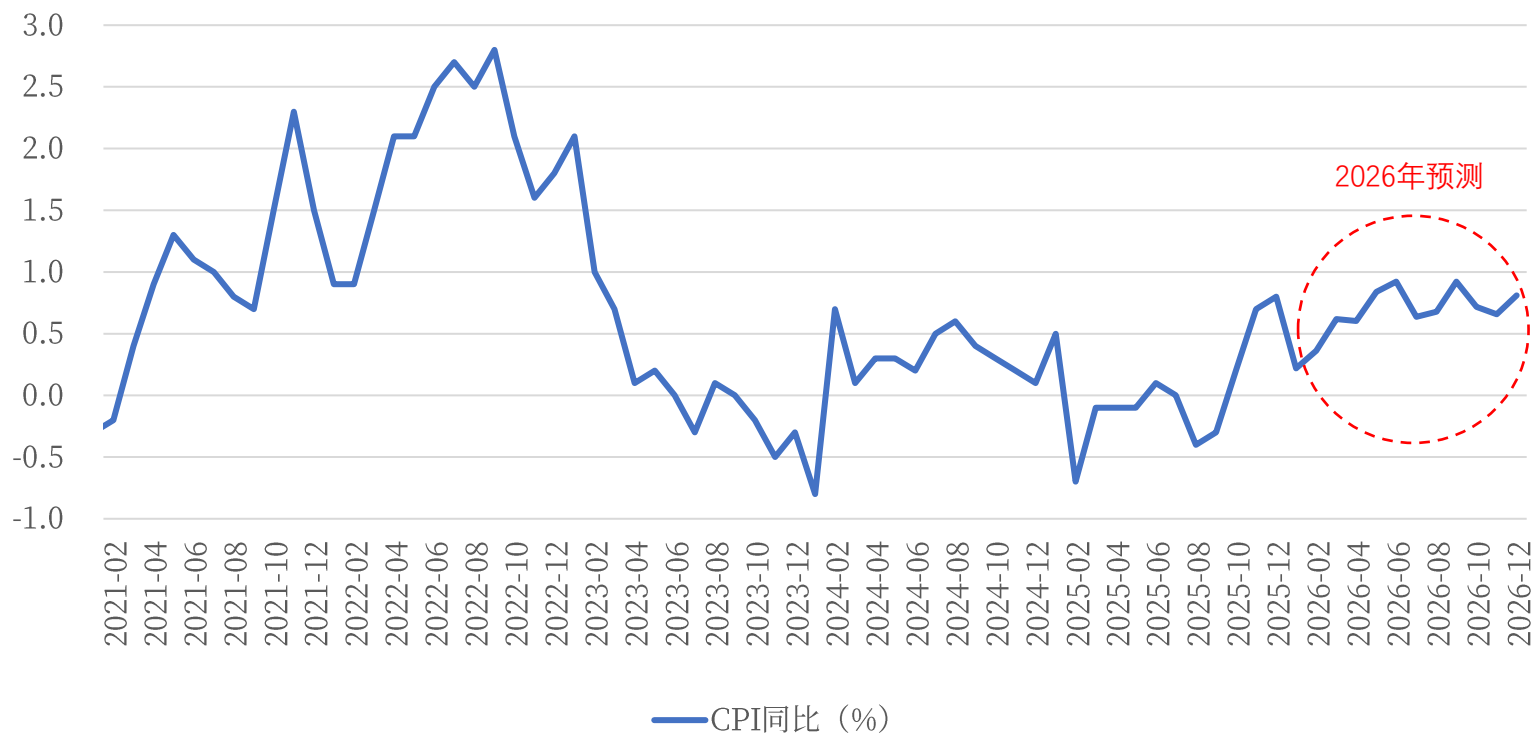
## 中国:平均批发价:猪肉



# 2026年CPI走势展望：预计呈现“两头低、中间高”的丘形走势



- **预计2026年CPI中枢较2025年抬升，年度同比有望回升至+0.6%左右**，支撑主要来自三个方面：其一，2025年CPI同比基数处于低位（尤其上半年），为2026年读数修复提供了天然土壤；其二，“反内卷”政策持续纠偏低价无序竞争，下游消费品价格有望温和修复，对CPI形成底部支撑；其三，2026年促消费政策重心预计向服务消费倾斜，餐饮、旅游等服务价格有望获专项补贴提振，而服务消费占居民消费的近一半，将成为拉动总体通胀的关键边际力量。
- **2026年CPI同比节奏预计呈现“两头低、中间高”的丘形走势**：一季度CPI同比仍将处于相对低位，主因：猪价预计磨底，同时去年一季度猪价基数较高；成品油价格预计低位震荡，同时去年一季度基数较高；CPI翘尾因素较低。二季度CPI同比有望显著抬升并触及全年高点，主因：生猪产能去化传导下，猪价有望轻微上行，叠加去年同期基数走低，对CPI同比的拖累减轻；成品油价格存在季节性上行压力，同时去年同期油价基数走低；CPI翘尾因素较一季度明显上行。三季度至四季度，随着翘尾因素回落，且服务消费政策效应边际递减，CPI同比将呈现温和回落态势，但考虑到消费补贴的延续性、核心通胀的修复惯性和2025年下半年猪价和油价的低基数，CPI同比预计下行幅度有限，整体维持平缓震荡格局。



01 全球政经大势研判：“百年未有之大变局”加速演进

02 2026年内外部宏观环境展望

03 2026年宏观主线之价格水平回升

04 2026年宏观主线之经济动能再平衡



2026年，经济动能将从2025年“外需好于内需、内需中投资承压”的结构性特征，加快向内外需协调、投资与消费协同发力的再平衡格局转变，呈现“消费温和修复、投资结构优化、出口稳中趋缓”的特征，其中内需、特别是投资对经济增长的支撑作用预计显著增强，托底经济稳步运行：

- 消费温和修复，政策重心从实物补贴转向服务提质，目标锚定居民消费率提高：2025年消费相对依赖补贴且居民收入增速放缓制约消费意愿，最终在实物消费增速提升、服务消费增速放缓共同作用下，居民人均消费支出增速较2024年下行。2026年作为“十五五”首年，规划明确提出“居民消费率明显提高”量化目标，预计超长期特别国债对消费的支持力度不减，但重心或从实物消费部分转移至服务消费，同时财政加大民生保障支出以提振居民消费倾向，**预计社零增速维持在+3.7%左右，服务消费回暖，全年呈现温和修复态势。**
- 2026年投资端三大领域预计同步向好，对经济的支撑力增强：房地产投资在潜在的收储及贷款利率贴息等政策托底下，**降幅有望从2025年的-17.2%收窄至-8%左右，对经济的拖累减轻**；基建投资受益于“更加积极”的财政政策、有效资金到位及“十五五”重大项目集中开工，叠加2025年的低基数，**增速有望从-1.5%明显回升至5%左右**；制造业投资在政策托底与市场回暖双重支撑下，**预计呈现“前低后高”的修复节奏，全年有望增长+4%左右。**
- 出口稳中趋缓，产业升级与贸易多元化筑牢韧性：受益于中美关税“休战”协议，2026年上半年出口环境相对稳定，下半年受潜在政治扰动影响贸易环境或有动荡。全年来看，机电产品出口占比持续提升及新兴市场深度拓展，将持续强化外贸韧性。结合2025年基数，**预计2026年全年出口增速+3.5%左右，节奏上预计各季度出口同比累计增速无较大起伏，呈窄幅波动。** 45

4.1、消费：预计2026年消费呈温和修复态势

---

4.2、房地产投资：2026年下滑幅度有望明显收窄

---

4.3、基建投资：2026年投资增速有望明显回升

---

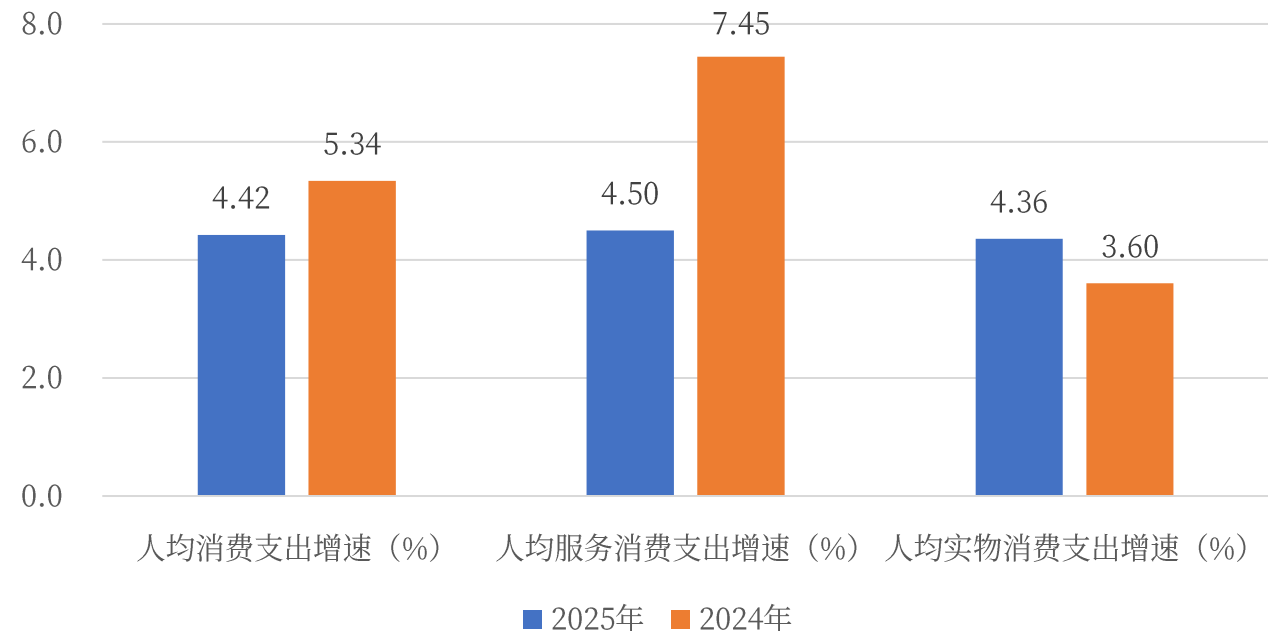
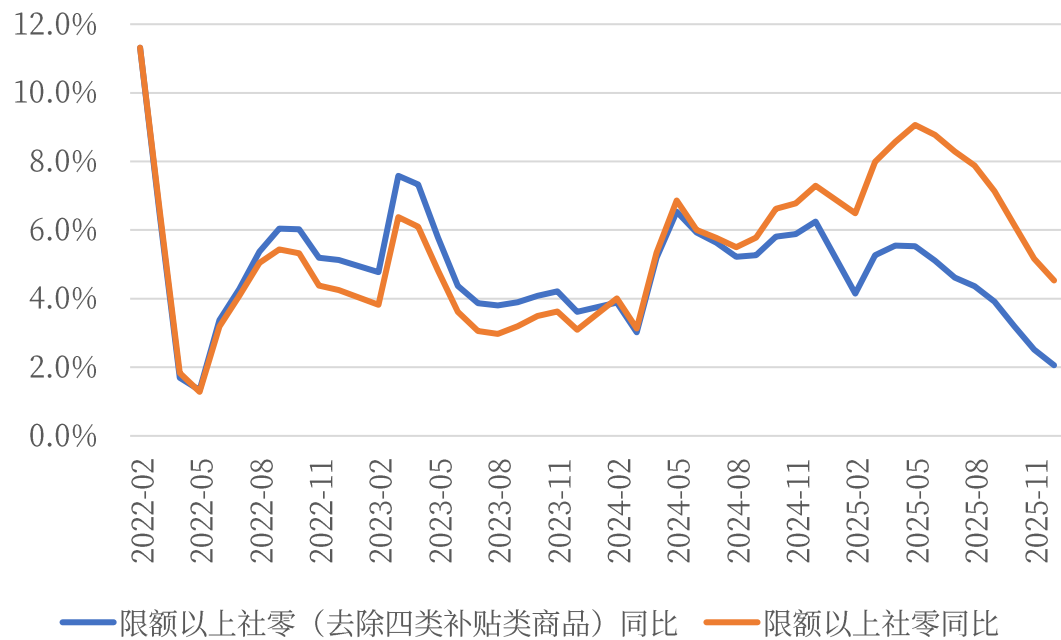
4.4、制造业投资：2026年预计筑底修复，全年增速高于2025年

---

4.5、出口：2026年出口增速或呈现稳中趋缓

---

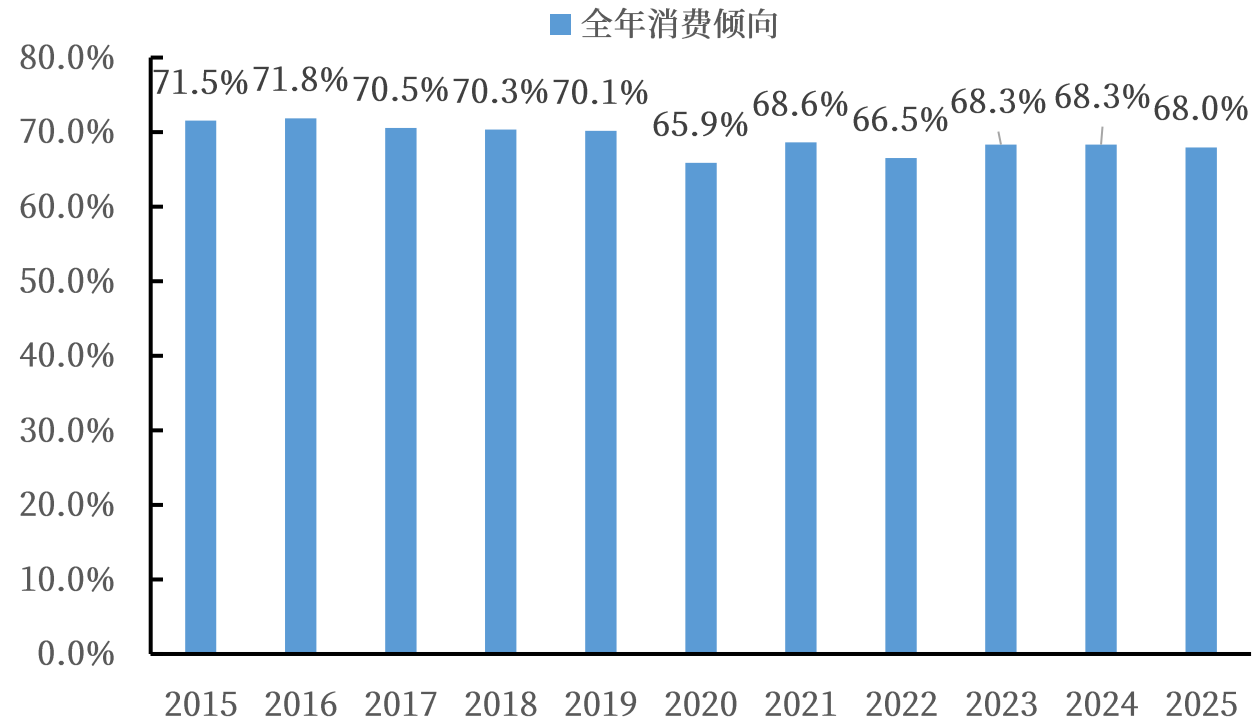
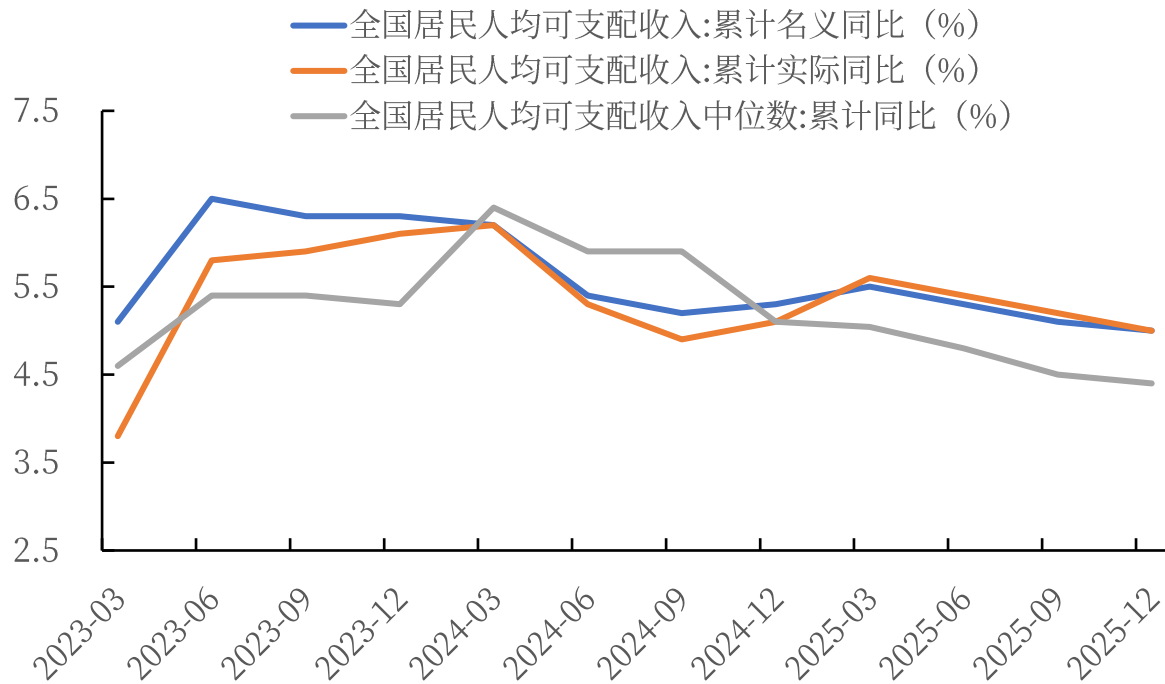
- 2025年社零增速+3.70%，较2024年+3.50%的增速略微提升。由于社零增速基本代表实物消费，因此2025年年度居民人均实物消费支出额增速录得+4.36%，较2024年的+3.60%亦有提升，与社零增速变化方向一致。虽然社零增速和居民实物消费支出增速高于2024年，然而考虑到2024年四季度开始并且覆盖2025年全年的超长期特别国债对消费品以旧换新的补贴，2025年消费数据的“成色”存在不足。
- 从限额以上社零中去掉家用电器、文化办公类、家具和通讯器材类四类补贴覆盖较多的商品，得到“去补贴限额以上社零”，将其增速与限额以上社零增速比较，可以看到，自2024年Q4开始，“去补贴限额以上社零”增速明显低于限额以上社零增速。
- 2025年，居民人均服务消费支出增速+4.50%，较2024年明显降速，与居民人均实物消费合并之后，2025年居民人均消费支出增速录得+4.42%，较2024年的+5.34%降低。考虑到2025年实物消费本就相对依赖消费补贴，则排除大规模消费补贴的情况下，2025年居民“内在”人均消费支出增速可能较2024年增速下降得更多，显示2025年的居民内在消费动力实际上并不算强。



# 2025年居民收入增速持续放缓制约消费意愿回升



- 2025年居民总体消费支出在大规模消费补贴之下仍然走弱，最主要的原因仍是居民收入增速下行所导致的预期走弱。2025年，尽管财政补贴居民收入效果明显，居民人均转移净收入录得+5.7%，较2024年的+5.3%进一步抬升，但人均工资性收入（2025年+5.3%，2024年+5.8%）、人均经营净收入（2025年+5.0%，2024年+5.6%）和人均财产净收入（2025年+1.6%，2024年+2.2%）增速的同步走弱之下，2025年居民人均可支配收入增速录得+5.0%，较2024年的+5.3%增速降低。
- 居民收入增速的走弱之下，2025年居民消费倾向也出现边际下行。以人均消费支出与人均可支配收入的比表征居民消费倾向，2025年为68%，这一消费倾向略低于2023和2024年，较疫情之前（2015年-2019年）普遍水平存在2个百分点左右的差距。

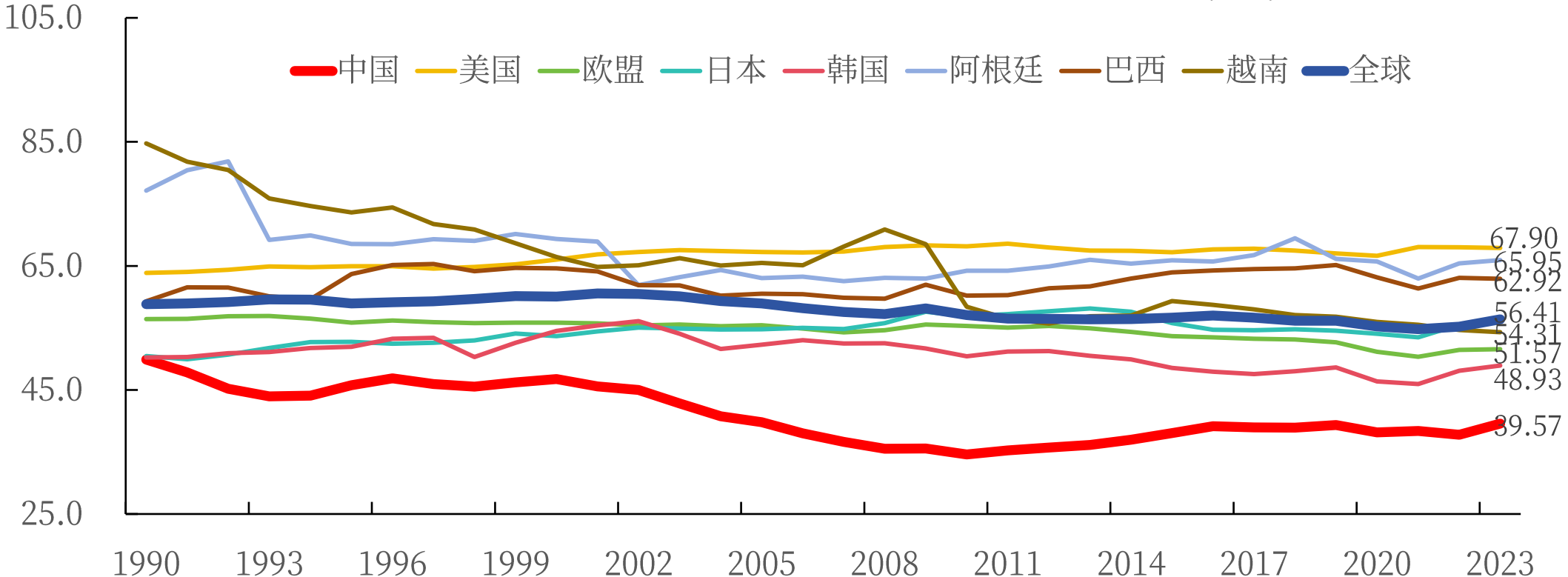


# 2026年作为“十五五”首年，提振居民消费政策值得期待



➤ “十五五”规划在发展目标中明确提出要“居民消费率明显提高”，这是一个非常具体和量化的指标，预示着未来五年将出台一系列强有力的促消费政策。此外，规划还强调要增强内需拉动经济增长的主动力作用，这表明扩大内需不再仅仅是构建新发展格局的一个方面，而是成为稳定经济增长、对冲外部不确定性的核心战略。**假设我国居民消费占GDP比例提升10个百分点，按2025年我国GDP约140万亿元的静态水平估算，我国居民潜在消费增量接近15万亿元水平，蕴含较大市场机遇。**

## 中国居民消费占GDP比例低于全球水平（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

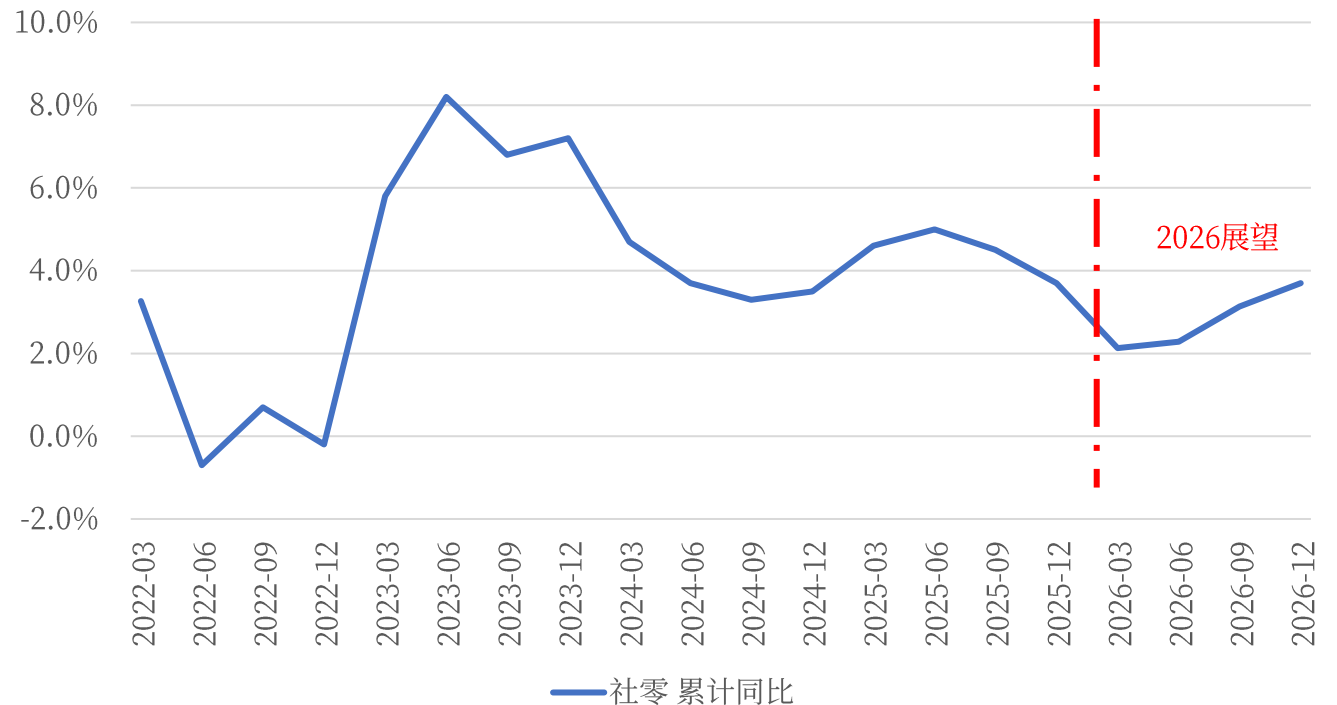
# 2026年消费大概率呈温和修复态势



➤ 2026年作为“十五五”规划首年，提振消费的相关政策值得期待。具体来说：第一，预计2026年通过超长期特别国债实施的消费补贴力度不低于2025年，但对实物消费的补贴或部分转移至服务消费；第二，2026年，财政将加大用于民生保障的支出，并合理提高公共服务支出比重。这意味着在养老、医疗、教育、托育等领域的投入可能增加，以缓解居民的后顾之忧，提升消费意愿；第三，2026年将实施“服务消费提质惠民行动”。一方面“对内放开”，清理阻碍服务消费升级的不合理限制；另一方面“对外开放”，扩大医疗、云计算等服务业开放试点，引进优质供给。2026年，文旅、体育、健康、家政等或是培育新增长点的重点领域。

➤ 综合考虑2026年各类潜在的促消费政策和居民收入增速仍在走弱、居民消费意愿仍有待进一步恢复等因素，同时考虑到2025年在消费补贴之下，消费的基数并不算低，预计2026年年度消费增速与2025年接近，具体到社零，预计年度社零增速录得+3.7%左右。

➤ 结合历年各季度社零占全年社零比例的季节性规律和2025年各季度社零基数，预计2026年Q1社零增速较2025年全年增速下降，2026年Q2到Q4，社零累计同比逐步走高。



4.1、消费：预计2026年消费呈温和修复态势

---

4.2、房地产投资：2026年下滑幅度有望明显收窄

---

4.3、基建投资：2026年投资增速有望明显回升

---

4.4、制造业投资：2026年预计筑底修复，全年增速高于2025年

---

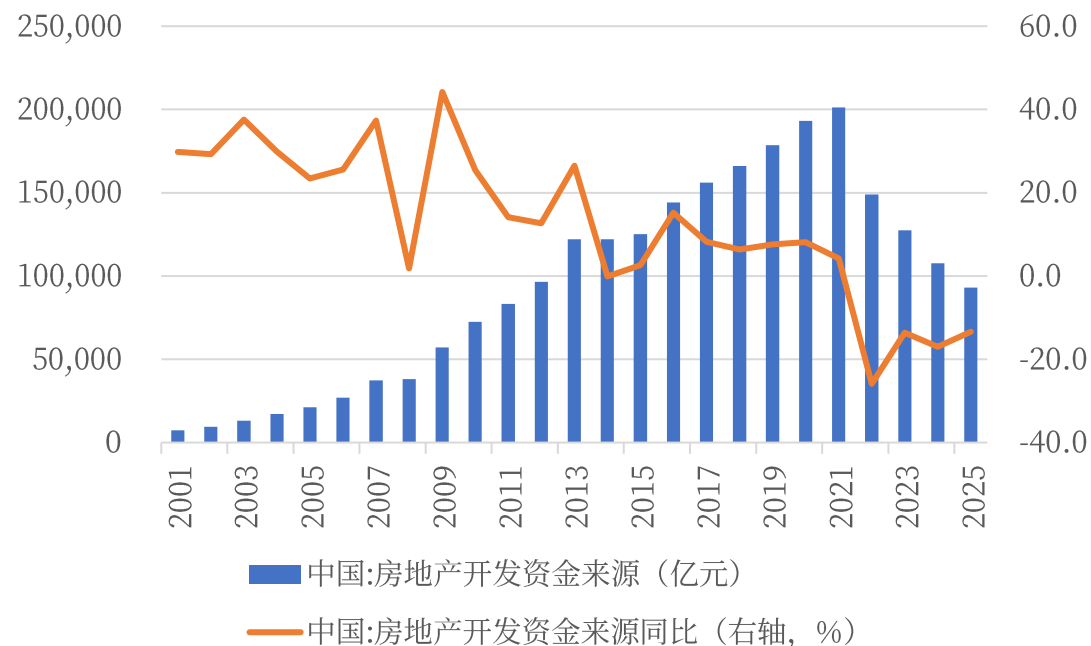
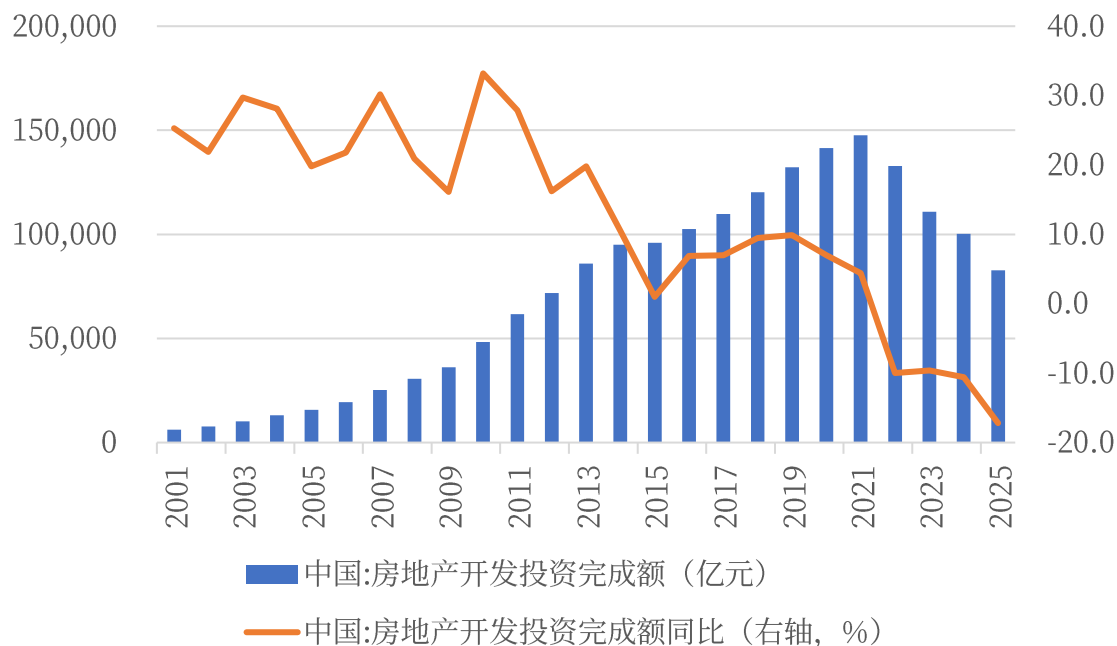
4.5、出口：2026年出口增速或呈现稳中趋缓

---

# 2025年房地产投资和房企开发资金继续萎缩



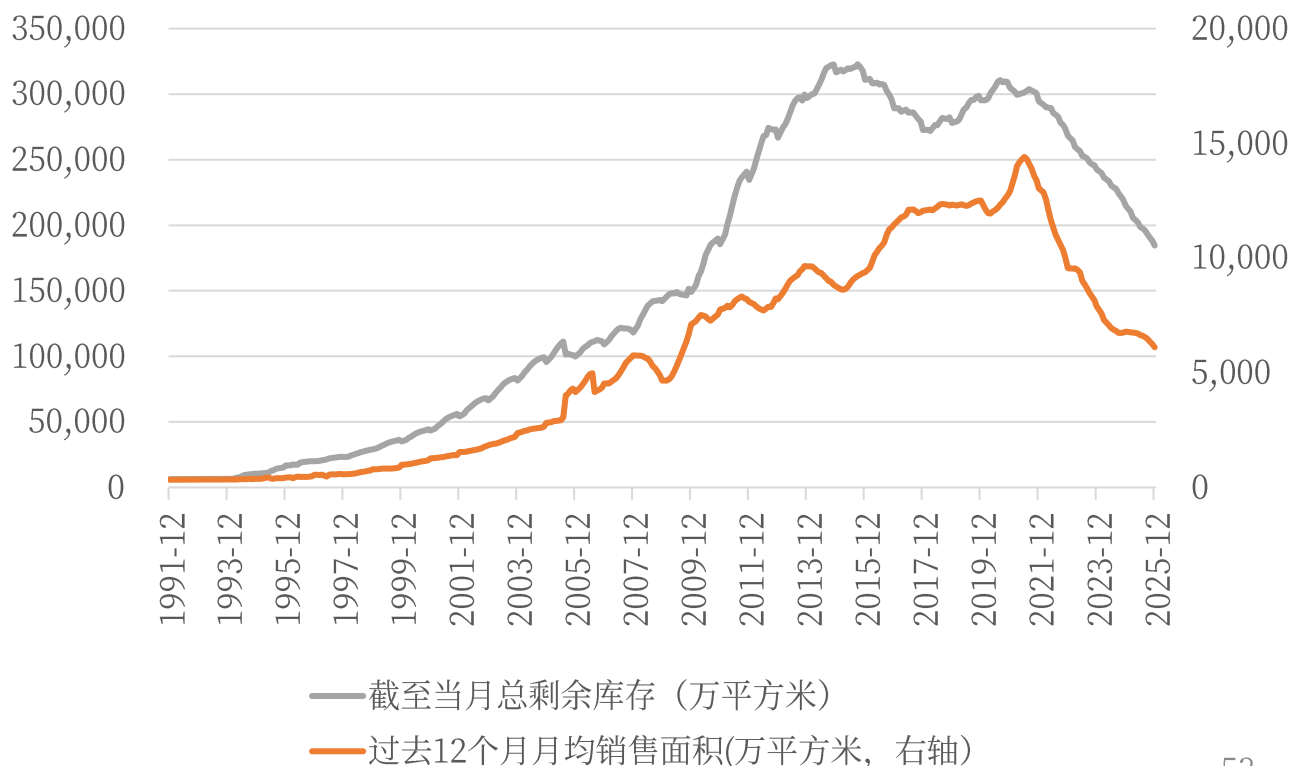
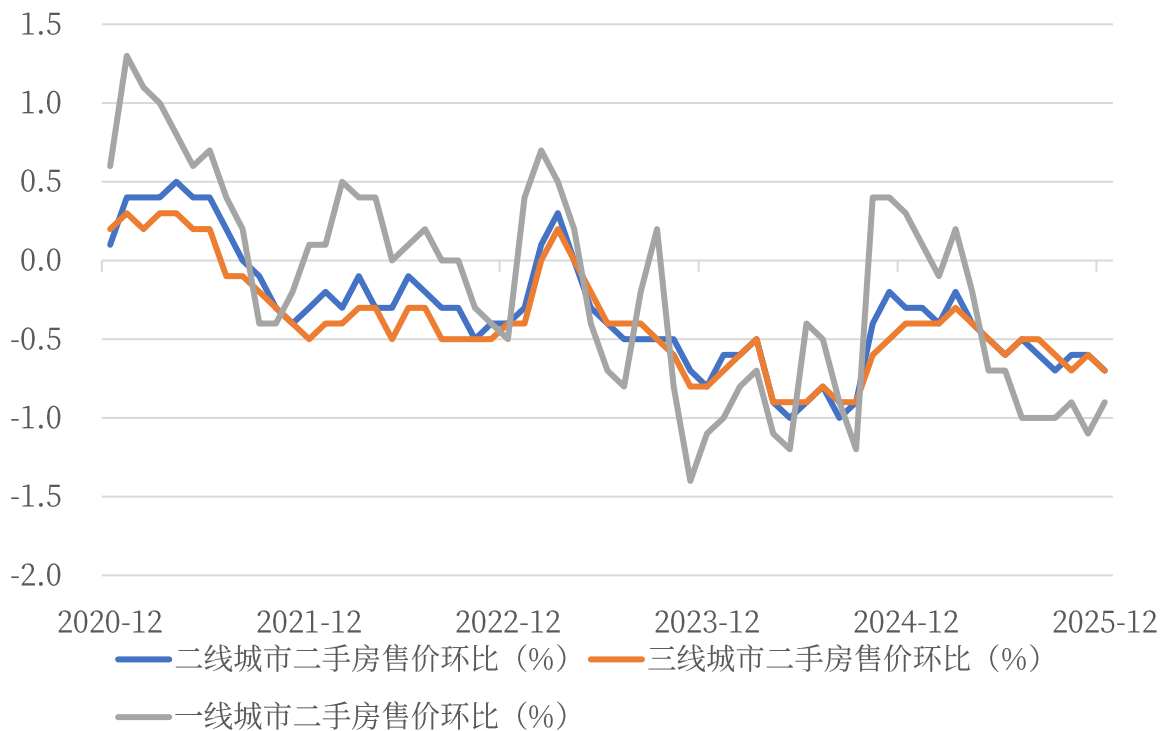
- 2025年房地产开发投资较2024年下滑17.2%，较2024年下滑幅度加深，是房地产开发投资连续第4年萎缩。全年房地产开发投资8.28万亿元，已回落至与2013年值相近。
- 在房地产开发投资继续萎缩的同时，2025年虽然有相关政策支持，但房企总体的开发资金来源同样出现萎缩，年度降幅13.4%，较2024年降幅有所收窄。2025年全年房企开发资金9.31万亿元，已回落至与2012年水平相近。



# 2025年房价继续下行，商品住宅库存继续去化



- 2025年，全国范围内房价依然低迷。从更能反映市场供需情况的二手房价格角度看，2025年一线、二线和三线城市房价环比同步下行，从价格层面反映出当前商品住宅需求仍然较弱，有待进一步修复。
- 2025年，滚动的过去12个月月均商品住宅销售面积继续下滑，从年初的6800万平米/月下滑到12月的6100万平方米/月。**虽然销售面积下滑，但由于新建商品住宅面积收缩速度更快，因此2025年全年广义商品住宅库存继续降低，截止年末，广义商品住宅库存（含已建成和在建未完工部分）已回落至2010年年末水平。**



# 2026年房地产投资降幅有望缩窄

- 2025年，房地产投资增速跌幅再次加深，究其原因，仍是居民购房需求持续低迷、房企预期转弱与财务承压、地方政府支撑能力受限三者共同作用的结果。首先，作为价值链的最终出口，居民部门因杠杆率处于高位、未来收入增长预期减弱、房价下跌趋势延续，加之预售制下可能存在的交付风险，购房意愿与能力均受到制约；其次，受销售端低迷影响，房企对市场预期转弱，扩张意愿下降，同时销售回款能力减弱，导致自身财务状况恶化，进而抑制了投资行为；最后，地方政府支撑能力受限。由于房企投资意愿减弱，土地出让收入相应减少，地方政府通过财政扩张在产业链低位提供支持的能力也因此受限，形成反馈循环。
- 2025年国家层面稳房地产的总体思路是：以“稳中求进、先立后破”为原则，着眼长远构建房地产发展新模式，并有序搭建相关基础性制度；同时，从供给和需求两端协同发力。在供给端，通过扎实推动城市房地产融资协调机制（“白名单”）保障项目建设和交付，并持续推进以改造老旧小区、城中村等为核心的城市更新行动，将“好房子”建设纳入其中以提升居住品质。在需求端，通过优化现有政策（如限制性政策）和延续实施换购住房个人所得税退税等优惠政策，多管齐下稳定预期、激活需求。最终目标是更大力度推动房地产市场止跌回稳。
- 2026年稳房地产政策有望升级。当前来看，最受期待的潜在政策是大规模商品房收储政策和房地产贷款利率贴息政策。在假设新一轮稳房地产政策适时推出的情况下，2026年房地产投资降幅有望明显收敛，全年降幅预计8%左右。考虑政策发力的节奏和各季度房地产投资的季节性规律，预计全年房地产投资累计降幅呈逐渐收窄态势。



4.1、消费：预计2026年消费呈温和修复态势

---

4.2、房地产投资：2026年下滑幅度有望明显收窄

---

4.3、基建投资：2026年投资增速有望明显回升

---

4.4、制造业投资：2026年预计筑底修复，全年增速高于2025年

---

4.5、出口：2026年出口增速或呈现稳中趋缓

---



# 2025年基建投资的疲软源自地方基建投资的明显减弱

- 2025年，基础设施建设投资年度增速为-1.5%，与2024年的+9.2%相比走弱明显。分项目观察2025年基建增速，可以看到降幅较大的生态保护和环境治理业、公共设施管理业、水利管理业主要是央地共担或地方政府主导，而如管道运输业和铁路运输业等中央政府主导的基建，则投资增速涨幅较大或增速降幅较小。这表明，2025年基建投资的疲软，主要是因为地方政府基建投资明显减弱。
- 2025年地方基建投资的减弱或与大量资金用来化债有关。表面上，2025年新增专项债4.4万亿，较2024年高5000亿元，同时，2025年支持“两重”的超长期特别国债资金有8000亿元，较2024年高1000亿元。实际上，2025年新增的这5000亿元资金基本被2025年新增的5400亿元以上、与基建实物工作量相关性较低的土地储备专项债“吞没”，叠加2025年执行过程中用来化债的专项债实际超过了8000亿元安排的金额，导致2025年“有限基建资金”或较2024年大量减少。

### 历年基建组成项目投资增速 (%)

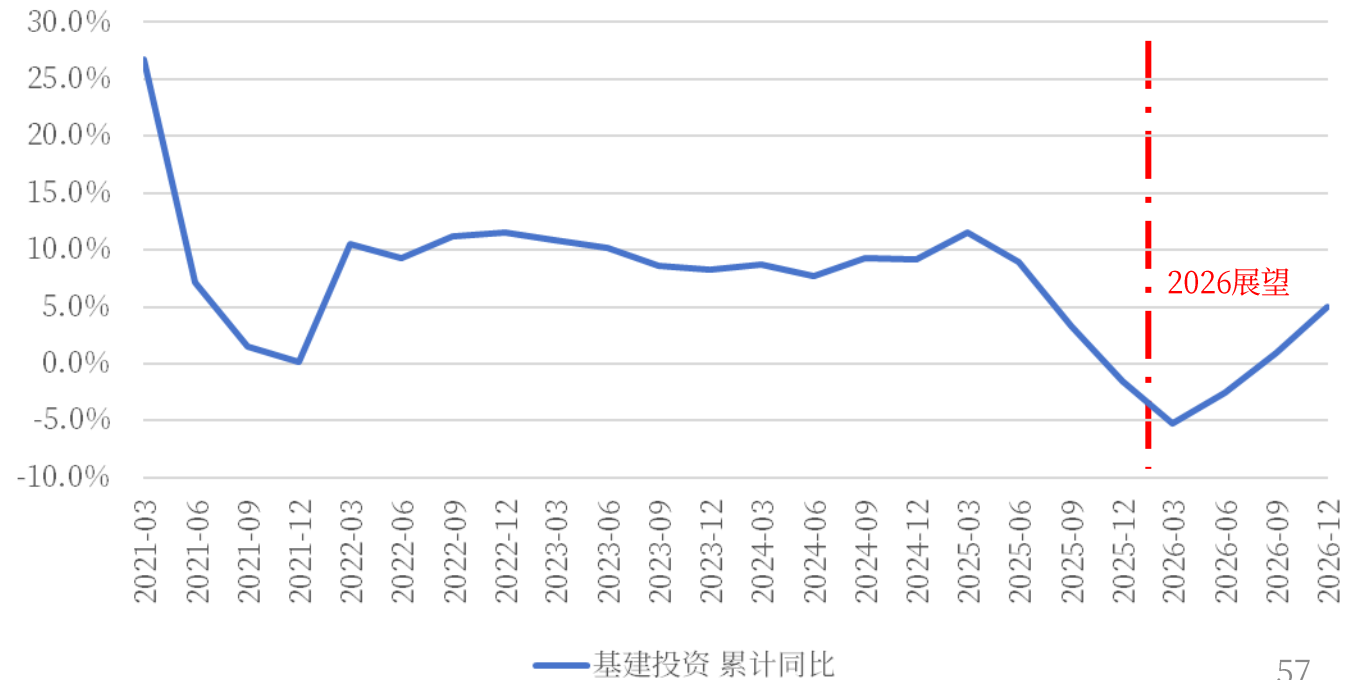
	2025	2024	2023	2022	2021
铁路运输业	-1.20	13.50	25.20	1.80	-1.80
道路运输业	-6.00	-1.10	-0.70	3.70	-1.20
水上运输业	7.70	9.80	22.00	16.50	17.90
航空运输业	-5.30	20.70	4.10	4.80	18.80
管道运输业	36.00	-16.50	2.00	11.20	-1.40
电信、广播电视和卫星传输服务	-5.60	-7.30	2.80	2.40	-7.00
互联网和相关服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生态保护和环境治理业	-13.50	5.80	-2.90	6.00	-2.60
公共设施管理业	-8.20	-3.10	-0.80	10.10	-1.30
水利管理业	-6.30	41.70	5.20	13.60	1.30

### 2024及2025年基建关键资金分析

关键项目	2024年	2025年	2025年与2024年相比的变化
专项债	3.9万亿元	4.4万亿元	同样8000亿元用来化债，但实际执行过程中，用来化债的资金达到1.28万亿元；新增土地储备专项债发行超5400亿元
支持“两重”的超长期特别国债	7000亿元	8000亿元	增加1000亿元
粗估“有效基建资金”	3.8万亿元	3.38万亿元	“有效基建资金”或减少超10%。

# 2026年基建投资增速有望明显回升

- 综合来看，在政策、项目与基数效应的三重驱动下，2026年中国基建投资增速有望实现明显反弹，预计全年增速达到+5%左右。
- 首先，2026年依然宽松的财政政策将为基建提供充裕的资金保障。根据全国财政工作会议的部署，2026年将继续实施“更加积极”的财政政策，并“扩大财政支出盘子”，确保支出力度。其中，超长期特别国债将继续用于支持国家重大战略和重点安全能力建设（即“两重”建设），2026年的提前批项目清单和资金已在2025年底下达，为项目尽早开工提供了条件。
- 其次，“十五五”开局之年有望开启一批重大项目，有力支撑2026年基建增速。以建设现代化基础设施体系为目标，国家和地方层面的重大项目已提前部署。除了中央的“两重”项目，地方政府如四川省已将抓项目促投资作为“拼经济搞建设”的关键抓手，浙江省也计划在2026年完成3500亿元的综合交通投资。这些项目的前期准备和资金下达，有助于基建在2026年形成更多的实物工作量。
- 最后，2025年基建投资的低基数为2026年的增速反弹创造了条件，在同等投资规模下更容易实现较高的增速。
- 综上所述，在“更加积极”的财政政策定调、“十五五”开局之年的项目集中推进，以及低基数效应的共同作用下，2026年基建投资有望企稳回升，实现+5%左右的增速。节奏方面，结合2025年各季度基数及各季度基建投资占全年基建投资的历史比例规律，预计2025年Q1基建增速或先较2024年全年增速走低，其后各季度基建投资累计增速持续上行。



4.1、消费：预计2026年消费呈温和修复态势

---

4.2、房地产投资：2026年下滑幅度有望明显收窄

---

4.3、基建投资：2026年投资增速有望明显回升

---

4.4、制造业投资：2026年预计筑底修复，全年增速高于2025年

---

4.5、出口：2026年出口增速或呈现稳中趋缓

---

➤ 高技术制造业正步入产业发展黄金期，内生增长动能不断增强，为投资扩张提供坚实支撑。人工智能、新能源汽车、航空航天等赛道景气度持续高位。根据中国信通院数据，人工智能核心产业规模预计2028年突破1.80万亿元，带动AI服务器、边缘计算设备、AI芯片及算法研发等上下游领域投资需求旺盛；新能源汽车产业链维持高景气，电池、电机、电控等核心零部件领域技术迭代与产能扩张同步推进，叠加储能、氢能等新兴赛道延伸，进一步打开投资空间。

➤ 从细分领域看，四大方向有望支撑2026年制造业投资：

**人工智能产业链：**受益于技术自主可控与国产替代浪潮，AI服务器、边缘计算设备、高端AI芯片等细分领域投资增速预计超20%，政策补贴与市场需求形成双重支撑，行业产能加速向头部企业集中。

**新能源装备制造业：**在“双碳”目标与能源结构转型推动下，风电、光伏、储能及配套装备制造投资保持高速增长，技术进步带来的成本下行所带来的盈利改善，进一步激发企业扩产意愿。

**航空航天制造业：**依托“新质战斗力”建设与商业航天产业化提速，大飞机、卫星互联网、火箭发射及配套产业链投资韧性凸显，国产化替代与商业化应用双轮驱动投资扩容。

**生物医药制造业：**2025年13.50%的投资下滑属短期调整，随着创新药研发投入持续加码、医保政策优化扩容，2026年有望实现恢复性增长，创新药、高端医疗器械、体外诊断等细分领域将成为投资核心抓手。

- 2026年传统制造业投资将呈现显著分化格局，行业间受需求结构、供需格局、政策导向等因素影响，表现差异进一步拉大，呈现“部分企稳、少数增长、个别承压”的态势。

## ▣ 钢铁行业

- 2026年钢铁行业依托下游制造业用钢需求结构性改善，据钢铁行业协会预测，汽车、家电行业用钢需求分别增长4.4%、3.8%。
- 受房地产拖累，世界钢铁协会预计全年钢铁总需求下滑1%，叠加环保与产能置换政策约束，企业投资聚焦技改与环保升级，无大规模扩产计划。

## ▣ 化工行业

- 投资底部复苏态势明确。
- 环保政策倒逼落后产能退出，供需格局改善；企业加速向电子化学品、新能源材料等高附加值领域转型。“反内卷”政策引导产能自律，盈利修复进一步激活投资动能。

## ◆ 有色金属行业

- 铜、铝等工业金属表现突出。据ICSG测算，2026年全球精炼铜存15万吨供应缺口，叠加新能源领域铜铝需求增长，推动企业投资意愿回升。同时受益于石化化工高端化政策，特种有色金属需求增加形成额外支撑。

## ▣ 建材行业

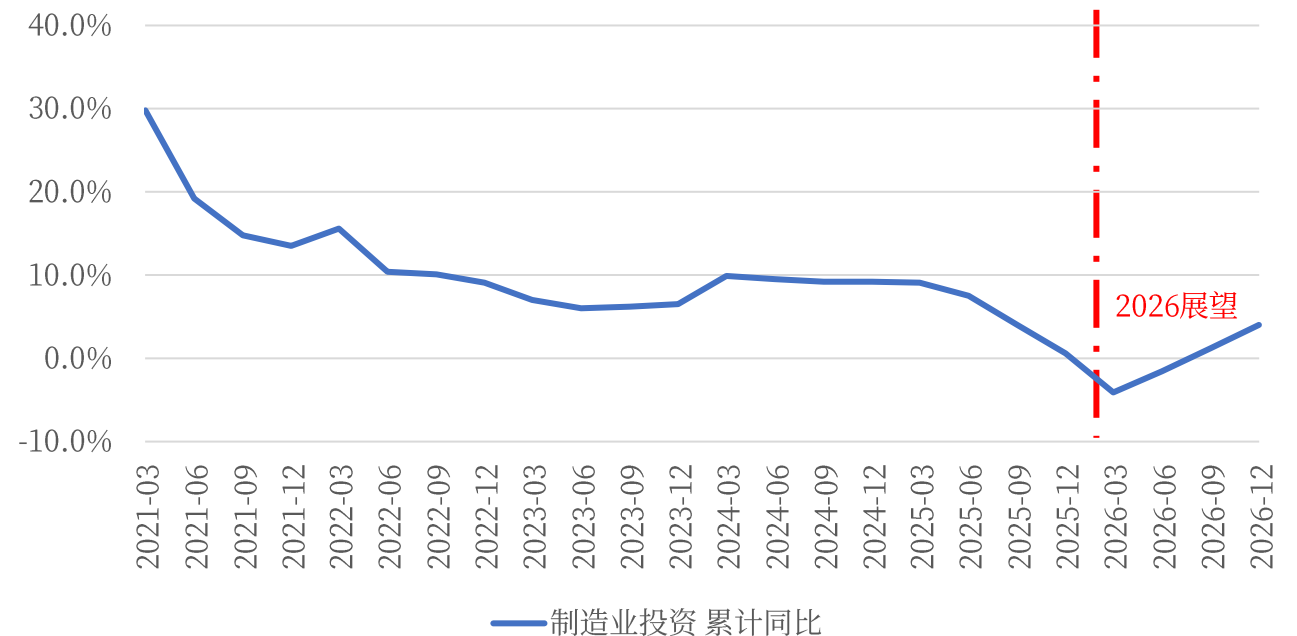
- 房地产低迷与传统建材产能过剩拖累整体表现，企业投资以技改、环保升级为主。

# 2026年制造业投资或将呈现筑底修复态势，全年有望增长4%



2026年制造业投资预计增长4%左右，全年将呈现“筑底回升、逐季改善”的态势。从季节性来看，预计年初受高基数影响，累计投资增速处于相对低位，二季度逐步企稳，三季度实现正向增长，四季度增速进一步加快，整体从前期的调整状态逐步步入复苏通道，全年呈现稳步修复的格局：

- 政策端：2026年预计通过拓展设备更新支持场景、降低参与门槛，搭配超长期特别国债、贷款贴息等资金工具，充分激活中小企业投资活力；
- 产业端：人工智能、新能源汽车等高技术制造业保持高景气，成为投资核心驱动力，而传统制造业中部分领域借助需求改善、结构转型有望实现结构性修复，与高技术制造业形成合力，共同推动投资企稳回升。
- 市场端：中美贸易关系阶段性缓和，有效降低了2026年产业链供应链的不确定性，为制造业企业营造了相对稳定的外部经营环境。国际货币基金组织（IMF）在2026年1月19日发布的《世界经济展望报告》中，已将2026年中国经济增长预期进一步上调。这一调整主要基于中美贸易休战协议带来的积极效应，以及对未来两年内将实施的系列激励政策落地效果的乐观预期，侧面印证了市场对中国制造业复苏前景的信心改善。



4.1、消费：预计2026年消费呈温和修复态势

---

4.2、房地产投资：2026年下滑幅度有望明显收窄

---

4.3、基建投资：2026年投资增速有望明显回升

---

4.4、制造业投资：2026年预计筑底修复，全年增速高于2025年

---

4.5、出口：2026年出口增速或稳中趋缓

---

# 2026年贸易环境：上半年稳定预期强，下半年存在一定不确定性



- 外部政策层面，在中国与美国于2025年10月底于釜山成功签署为期一年的关税战“休战”协议之后，2026年我国所面临的外需不确定性较之于2025年将出现显著下降。
- 从美国的视角观察，尽管2025年对华贸易博弈中并未取得显著实质性收益，但美方在与欧盟、日本、韩国及越南等其他主要经济体的谈判中亦非毫无斩获。因此，从本届美国政府继续推进其“重塑全球贸易体系”战略的角度出发，2026年在与中国的“休战期”内，美方或将更多精力投入到与印度、巴西、泰国等国的贸易谈判之中。

- 基于此判断，至少在2026年上半年，在美方与上述国家达成阶段性成果之前，中美贸易“停火”状态具备较强的确定性与持续性。进入2026年下半年，一旦美国与印度、巴西、泰国等国完成谈判并取得一定协议成果，叠加美国国内中期选举临近所带来的政治动员需求，特朗普政府存在通过炒作对华贸易议题以争取选票的可能，届时不能排除中美贸易稳定性再度遭遇政策性扰动的可能性。

中美关税博弈情况

日期	事件
2025/2/4	芬太尼关税10%生效
2025/3/4	芬太尼关税增至20%
2025/4/9	对等关税升至125%，累计税率145%
2025/5/12	对等关税降至10%，休战90天
2025/6/4	钢铝关税提至50%
2025/8/1	铜制品关税50%生效
2025/8/11	对等关税延期至11月10日
2025/9/29	软木材、家具关税宣布，10月14日生效
2025/10/10	特朗普威胁加征100%关税，11月1日生效
2025/10/30	美方降低10%的芬太尼关税；取消了关于出口管控50%穿透性规则

## ■ 产业端：出口结构高端化特征凸显

**机电产品占比持续提升：**2015-2025年，机电产品出口占比从57.65%提升至61.03%，成出口结构优化的核心驱动力。2025年机电产品出口额达2.3万亿美元，同比增长8.4%。

**高附加值品类成增长核心：**集成电路、汽车底盘等高技术含量品类持续发力，而纺织、服装、钢材等传统低附加值行业出口占比持续收窄，产业链升级路径清晰。

## 🌐 市场端：出口目的地从单一依赖转向多元化布局

**对美依赖显著降低：**对美出口占比从2015-2018年的近20%降至2025年的11.4%，单一市场风险得到有效分散。

**东盟跃升第一大贸易伙伴：**多元化市场格局筑牢出口韧性，新兴市场拓展提质增效，为外贸稳定增长提供坚实支撑。

## ⚙️ 政策端：产业基础再造与数智赋能

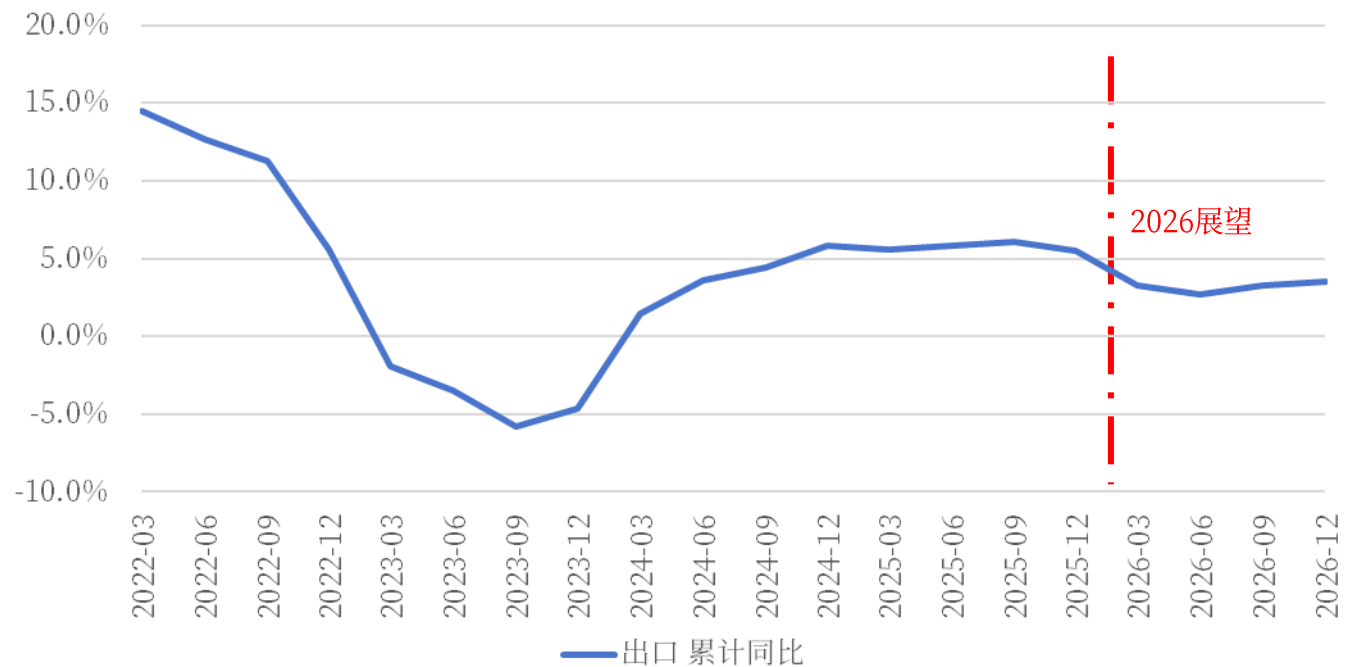
**破解高端技术瓶颈：**"十五五"规划部署的产业基础再造工程、数智赋能产业链升级等举措，将进一步提升产业链效率，政策红利将持续强化高端产业链出口竞争力。

从趋势来看，2026年产业端、市场端和政策端或将延续2025年的发展趋势，为2026年出口平稳增长提供支撑。

# 2026年出口增速或稳中趋缓



- 2026年出口预计增长3.5%左右。结合2025年基数和历年各季度出口额占全年比例的季节性规律，预计从2026Q1到Q4，出口累计增速窄幅波动。在全年出口不受外部环境扰动的情况下，预计下半年出口增速略快于上半年，但若将下半年潜在政策影响纳入考虑，则下半年增速或较上半年略微走低。整体而言，在产业升级、市场多元、政策赋能的支撑下，预计2026年全年出口保持稳定增长。
- 贸易环境方面：中美关税“休战”协议有效降低了外需不确定性，至少上半年贸易稳定态势具备较强持续性，为出口营造平稳的外部环境。
- 产业结构和出口市场方面：出口结构持续高端化，机电产品占比稳步提升，高附加值品类成为增长核心，产业链升级持续释放新动能；出口市场多元化成效显著，新兴市场深度拓展进一步夯实外贸韧性。
- 政策保障方面：“十五五”规划部署的产业基础再造、数智赋能等举措，有望进一步强化高端制造、绿色贸易等领域的出口竞争力，为出口稳定增长提供长期支撑。



- 中美关税“休战”提前破裂，冲击出口链及制造业投资信心，经济再平衡进程受阻。
- 美联储降息不及预期，人民币汇率压力加大，制约我国货币政策宽松空间。
- 地方政府债务风险超预期加大，制约基础设施建设回暖步伐，导致基建投资回升不及预期，减弱经济动能。
- 房地产销售超预期恶化，房地产投资降幅再度扩大，对经济拖累作用减轻的预期无法实现。
- “反内卷”政策执行不及预期、原油价格超预期走弱、有色金属价格上涨不及预期等因素制约PPI回升，企业盈利修复和制造业投资意愿回升受抑制。
- 居民收入增速修复进程偏慢，居民消费意愿修复不及预期，消费回暖的预期无法实现。



#### 研究团队介绍:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行A股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

#### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

#### 我们设定的上市公司投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

**增持:** 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~+5%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

#### 我们设定的行业投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

#### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

#### 免责声明

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。