

# 1—2月经济数据点评：供给韧性延续，需求修复仍待观察



魏争 分析师

Email: weizheng@lczq.com

证书: S1320524100001

## 摘要：

**工业生产开局平稳，高端制造与外需支撑下工业韧性延续。**1—2月规模以上工业增加值同比增长6.3%，2月环比增长0.8%，显著高于历史季节性水平。结构上看，制造业增加值同比增长6.6%，高于采矿业（6.1%）和公用事业（4.7%），其中，高端装备与电子制造仍是重要支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长14.2%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长13.7%；通用设备和专用设备制造业分别增长8.9%和8.8%。产品上看，工业产品结构呈现分化：**一是**部分传统产业和竞争较为激烈的新兴行业在“反内卷”深化下阶段性调整。生铁、粗钢、钢材产量同比分别下降2.7%、3.6%、1.1%，汽车和新能源汽车产量分别下降9.9%、13.7%，光伏电池下降7.8%；**二是**高技术制造相关产品保持较快增长。工业机器人、集成电路和发电设备产量分别增长31.1%、12.4%、21.6%。整体看，工业生产保持韧性，**一是**受全球制造业景气度边际改善带动，外需扩张对中间品和装备制造形成支撑。1—2月，出口交货值同比增长6.3%；**二是**设备更新改造等政策持续推进，叠加新质生产力加快发展，对通用设备、专用设备及高技术制造业形成增量需求。

**基建明显前置，制造业更新改造强于扩产，地产投资降幅收窄。**1—2月，固定资产投资同比增长1.8%，增速由负转正。总体看，投资修复主要受基建拉动，企业部门投资意愿仍偏谨慎。

基建投资增速明显回升，狭义基建和广义基建投资分别增长11.4%和9.8%，均较去年明显改善。**一方面**，2025年政策性金融工具逐步落地并开始形成实物工作量；**另一方面**，国家发改委提前下达“两重”项目清单及中央预算内投资计划，项目资金与建设条件提前到位，带动年初基建项目加快启动。制造业投资同比增长3.1%，较2025年全年0.3%的低增速明显改善。

制造业投资同比增长3.1%，较2025年增速提高2.8个百分点。制造业投资回升主要来自两方面：**一是**设备工器具购置投资延续两位数增长，1—2月累计同比增长11.5%，对制造业投资形成显著支撑；**二是**建筑安装工程投资由负转正，带动制造业投资整体修复。行业上看，制造业投资仍以结构性修复为主，部分行业在“反内卷”政策引导下继续出清。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长31.1%，纺织业增长

## 相关报告

2月金融数据点评：企业部门有望继续发挥信用扩张的“压舱石”作用

2026.03.16

1-2月外贸数据点评：出口超预期开局

2026.03.11

稳增长与提质增效并重——2026年政府工作报告学习体会

2026.03.06

18.8%；化学原料、有色冶炼等行业投资仍在调整，增速分别为-5.4%和-9.2%。汽车行业投资增速明显放缓，同比增长 2.6%。

地产投资同比下降 11.1%，降幅较去年全年收窄 6.1 个百分点。地产降幅收窄一方面受 2025 年低基数影响，另一方面与去年下半年新开工降幅阶段性收敛对投资形成托底有关。1—2 月，施工面积、新开工面积和竣工面积同比分别下降 11.7%、23.1%和 27.9%，新增开工意愿仍然偏弱。销售端看，1—2 月，商品房销售面积和销售额分别下降 13.5%和 20.2%，其中住宅销售面积和销售额分别下降 15.9%和 21.8%，较 2025 年全年有所走弱。资金方面，地产到位资金同比下降 16.5%，其中，定金及预收款下降 21.5%，个人按揭贷款下降 41.9%。库存方面，2 月末商品房待售面积同比仅增长 0.1%，较去年末回落 1.5 个百分点，其中待售 3 年以下面积已转为下降。价格端看，70 城新房、二手房价格指数降幅略有扩大，同比增速分别-3.5%、-6.3%。整体看，地产仍处在“价格出清-预期重塑”的过程中，价格下行压力尚未完全缓解，对房企投资形成约束，居民购房决策后移仍然明显。但库存端已出现边际改善，显示“控增量、去库存、优供给”的政策组合正逐步显效，行业正在从无序收缩向结构性修复过渡。

**消费整体略降温，餐饮消费好于商品消费。**1—2 月，社零同比增长 2.8%，低于 2025 年全年 3.7%的增速，主要受汽车消费走弱拖累，剔除汽车后的消费品零售额同比增长 3.7%。结构上看，餐饮消费偏强，商品消费偏弱。1—2 月，餐饮收入同比增长 4.8%，较 2025 年大幅提高，主因春节期间餐饮消费需求旺盛。商品零售同比增长 2.5%，低于 2025 年全年 3.8%的增速。一方面，年初首批消费品以旧换新资金为 625 亿元，低于 2025 年首批 810 亿元，补贴力度有所减弱；另一方面，前期补贴持续放量下，部分耐用品需求已提前释放，出现一定透支迹象。分品类看，必选消费和政策相关消费表现较强。春节带动下，必选消费活跃。服装、换装配、日用品消费高增；金银珠宝和通讯器材等可选消费有所回升；与地产和大宗商品相关的消费仍偏弱，建筑装潢材料和石油制品消费仍为负增长；汽车消费降温明显。

**总体看，经济实现平稳开局，供给端韧性仍强、需求修复仍待观察。**1—2 月，工业生产在外需韧性与高端制造升级带动下保持稳健；基建投资在政策资金支持和项目启动节奏提前下明显前置，对投资形成重要支撑；制造业投资在设备更新和技术改造需求持续释放带动下小幅回升，并逐步向建筑安装工程环节传导，但整体仍呈“更新强、扩产弱”的特征。地产投资降幅有所收窄，但销售和资金来源仍偏弱，对总需求的拖累尚未明显缓解；消费整体较 2025 年略有降温，餐饮消费在春节带动下表现较强，而商品消费在补贴力度边际减弱及耐用品需求前期透支影响下走弱，内生消费动能仍需进一步修复。向前看，一方面，若外需保持稳定、基建持续形成实物工作量，短期经济仍有望维持平稳运行；另一方面，消费和房地产修复节奏仍是决定内需动能的关键变量。此外，中东局势升温等地缘风险可能通过油价波动和全球风险偏好变化影响外需环境，后续仍需持续关注。

**风险提示：**国内政策落地和传导不及预期；房地产销售修复弱于预期；外需回落快于预期；地缘政治局势超预期。

## 目 录

---

1. 生产：工业开局平稳，高技术制造与出口链条仍是主要支撑.....	6
2. 投资：基建明显前置，更新改造强于扩产，地产投资降幅收窄.....	7
3. 消费：餐饮消费好于商品消费.....	10
4. 展望：供给端仍有韧性，需求修复斜率仍需观察.....	11
风险提示.....	11

## 图表目录

图 1	制造业增加值增速高于采矿业、电热热水业 (%)	6
图 2	服务业生产指数同比 (%)	6
图 3	工业产品产量累计增速 (%)	7
图 4	固定资产投资止跌转正 (%)	8
图 5	狭义、广义基建投资显著提升 (%)	8
图 6	广义基建分项增速 (%)	9
图 7	狭义基建分项增速 (%)	9
图 8	制造业投资结构性修复 (%)	9
图 9	房地产新开工、施工、竣工面积累计增速 (%)	9
图 10	商品房销售面积增速降幅扩大 (%)	9
图 11	商品房销售额增速降幅扩大 (%)	10
图 12	资金到位增速降幅扩大 (%)	10
图 13	2月社零增速修复 (%)	10
图 14	餐饮消费好于商品消费 (%)	10
图 15	不同消费品类消费累计增速 (%)	11

## 1. 生产：工业开局平稳，高技术制造与出口链条仍是主要支撑

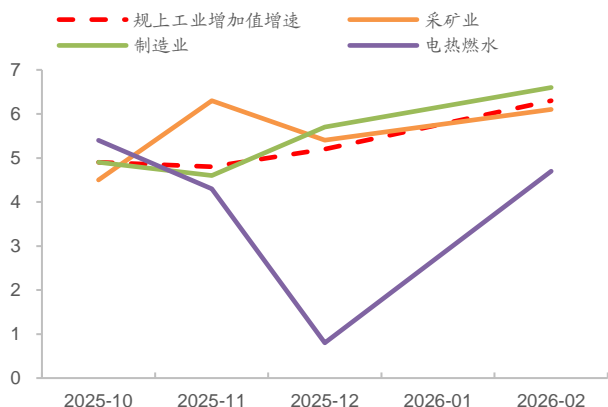
工业生产开局平稳，制造业和高技术产业延续较强韧性。1—2月，规模以上工业增加值同比增长6.3%。环比看，2月工业增加值增长0.8%，显著高于历史季节性水平（2023—2025年均值约0.44%），指向工业生产在春节假期扰动下仍保持较强恢复动能。结构上看，制造业增加值同比增长6.6%，高于采矿业（6.1%）和电热燃水业（4.7%）。分行业看，高端装备制造和电子制造仍是工业增长的核心拉动力。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长14.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长13.7%，通用设备和专用设备制造业分别增长8.9%和8.8%，显示高端制造领域景气度仍维持在较高水平。

工业产品结构呈现分化，高技术制造保持高增，部分传统行业阶段性调整。产品产量上看，工业产品结构分化明显。一方面，部分传统产业以及竞争较为激烈的新兴行业或在“反内卷”政策影响下出现阶段性调整，生铁、粗钢和钢材产量同比分别下降2.7%、3.6%和1.1%；汽车和新能源汽车产量分别下降9.9%和13.7%；光伏电池产量同比下降7.8%。另一方面，高技术制造业相关产品产量维持较快增长，工业机器人、集成电路和发电设备产量同比分别增长31.1%、12.4%和21.6%。

外需韧性与政策驱动共同支撑工业生产保持较强动能。工业生产延续韧性，一方面与全球制造业景气度边际改善有关，外需对我国中间品与装备制造出口形成支撑。1—2月工业企业实现出口交货值同比名义增长6.3%，与工业增加值增速基本相互印证。另一方面，国内设备更新与技术改造政策持续推进，叠加新质生产力相关产业加快发展，对通用设备、专用设备以及高技术制造业形成持续增量需求，从而对工业生产形成重要支撑。

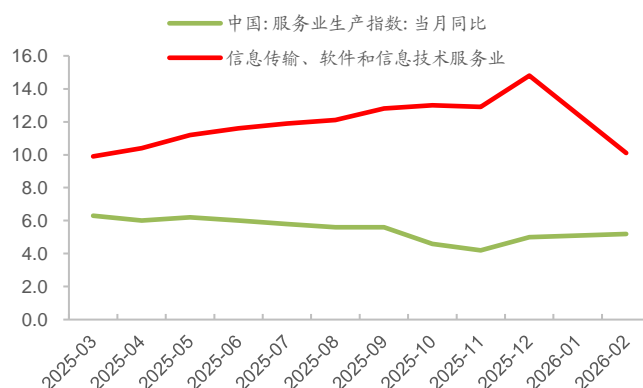
生产性服务业生产相对更强。生产性服务业生产相对更强。服务业生产指数同比5.2%，较去年底略有回落，但仍保持中速增长。结构上看，生产性服务业相对更强。信息技术服务业同比增长10.1%、租赁和商务服务同比增长8.2%。消费性服务业生产相对较弱，住宿餐饮、交通运输生产指数同比分别增长5.4%、6.3%。

图1 制造业增加值增速高于采矿业、电热燃水业（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图2 服务业生产指数同比（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

**图3 工业产品产量累计增速 (%)**

规上企业主要工业产品产量累计增速 (%)		2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
上游能源类	发电量	4.1	2.2	2.4	2.3	1.6	1.5	1.3
	火电	3.3	(1.0)	(0.7)	(0.4)	(1.2)	(0.8)	(1.3)
	水电	6.8	2.8	2.7	1.6	(1.1)	(5.5)	(4.5)
	核电	0.8	7.7	8.1	8.7	9.2	10.1	10.8
	风电	5.3	9.7	9.6	7.6	10.1	11.6	10.4
	太阳能	9.9	24.4	24.8	23.2	24.2	23.4	22.7
	天然原油	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7	1.4	1.3
上游原材料	天然气	2.9	6.2	6.3	6.3	6.4	6.1	6.0
	原煤	(0.3)	1.2	1.4	1.5	2.0	2.8	3.8
	发电设备	21.6	37.6	42.7	47.5	51.1	54.4	(12.8)
	焦炭	1.1	2.9	3.2	3.3	3.5	2.8	2.8
	汽油	0.0	(3.4)	(3.9)	(4.5)	(5.3)	(5.7)	(6.3)
	柴油	0.0	(1.8)	(2.0)	(2.1)	(2.5)	(3.0)	(4.1)
	煤油	0.0	5.9	5.2	5.0	4.0	3.4	2.3
	氢氧化钠(烧碱)	4.6	5.0	4.8	4.6	5.0	4.8	4.3
	硫酸	2.1	4.5	6.0	6.2	5.4	7.1	7.1
	化学纤维	6.9	4.9	5.0	5.4	5.6	5.5	5.0
中游工业品	乙烯	5.1	6.4	7.1	10.7	7.0	10.6	10.6
	生铁	(2.7)	(3.0)	(2.3)	(1.8)	(1.1)	(1.1)	(1.3)
	粗钢	(3.6)	(4.4)	(4.0)	(3.9)	(2.9)	(2.8)	(3.1)
	钢材	(1.1)	3.1	4.0	4.7	5.4	5.5	5.1
	十种有色金属	3.9	3.9	3.8	3.1	3.0	3.1	2.8
	水泥	6.8	(6.9)	(6.9)	(6.7)	(5.2)	(4.8)	(4.5)
	平板玻璃	(3.5)	(3.0)	(3.6)	(4.4)	(5.2)	(4.5)	(5.0)
	金属切削机床	4.2	9.7	12.7	14.8	15.1	14.6	13.9
	工业机器人	31.1	28.0	29.2	28.8	29.8	29.9	32.9
	下游消费品	智能手机	13.7	(0.9)	(0.5)	0.7	1.0	1.0
集成电路		12.4	10.9	10.6	10.2	8.7	7.5	7.4
彩电		0.0	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(2.9)	(5.1)	(5.5)
微型电子计算机		(7.9)	(2.9)	(1.8)	(1.7)	0.0	0.9	3.4
移动通信手持机		7.7	(5.8)	(5.5)	(4.7)	(4.8)	(4.0)	(3.9)
智能手机		13.7	(0.9)	(0.5)	0.7	1.0	1.0	0.7
汽车		(9.9)	9.8	10.8	11.0	10.9	10.5	10.5
新能源汽车		(13.7)	25.1	26.5	28.1	29.7	31.4	32.9
运动型多用途乘用车		(0.2)	8.9	9.0	8.5	8.9	8.7	8.9
太阳能电池(光伏电池)		(7.8)	7.6	9.9	11.6	14.0	16.8	19.6
服务机器人	1.0	16.1	17.6	20.0	16.3	18.9	23.6	

资料来源: Wind, 联储证券研究院

## 2. 投资: 基建明显前置, 更新改造强于扩产, 地产投资降幅收窄

**固定资产投资增速止跌转正。**1—2月, 全国固定资产投资同比增长 1.8%, 较 2025 年全年投资增速为负的情况有所改善。从投资主体看, 民间投资同比下降 2.6%, 外商投资企业投资下降 9.1%, 指向当前投资修复仍主要依赖基建驱动, 企业部门对未来需求和盈利前景的判断仍偏谨慎。

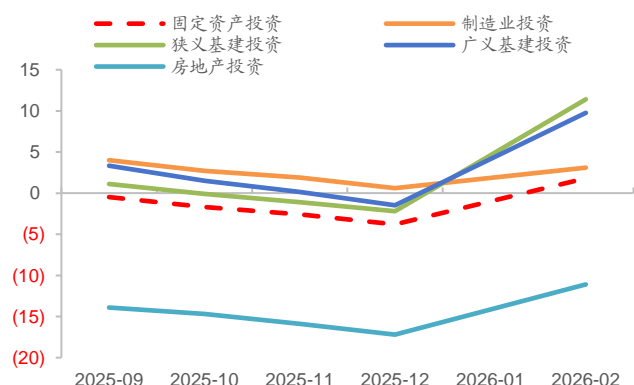
**基建投资明显前置, 是当前投资修复的主要支撑。**1—2月, 狭义基建投资同比增长 11.4%, 广义基建投资同比正增长 9.76%, 增速均扭负转正, 显著高于整体投资和制造业投资, 指向政策资金和项目启动节奏提前, 年初即形成较多实物工作量。从行业看, 航空运输、水上运输、燃气生产和供应业投资分别增长 31.1%、17.9%和 20.0%, 指向年初实物工作量更多集中在财政资金支持力度较强、项目储备相对充足的领域。基建投资回升主要有两方面原因: 一是 2025 年政策性金融工具逐步落地并开始形成实物工作量, 对重点项目资本金形成补充; 二是国家发改委于 2025 年末提前下达“两重”项目清单及中央预算内投资计划, 推动项目资金与建设条件提前到位, 对基建投资形成前置支撑。

**制造业投资小幅回升, 结构呈“更新强、扩产弱”。**1—2月, 制造业投资同比增长 3.1%, 较 2025 年全年 0.3%的低增速明显改善。制造业投资回升主要来自两方面: 一是设备工器具购置投资延续两位数增长, 1—2月累计同比增长 11.5%, 对制造业投资形成显著支撑; 二是建筑安装工程投资由负转正, 累计同比增长 0.6%, 较去年全年提升 9.0

个百分点，带动制造业投资整体修复。建安工程改善一是与部分设备更新项目由设备采购阶段向工程实施阶段传导有关，二是与部分行业资本开支边际恢复有关。行业上看，制造业投资仍以结构性修复为主，部分行业在“反内卷”政策引导下继续出清。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长 31.1%，纺织业增长 18.8%；化学原料、有色冶炼等行业投资仍在调整，增速分别为-5.4%和-9.2%。汽车行业投资增速明显放缓，同比增长 2.6%，较去年全年回落 9.1 个百分点。

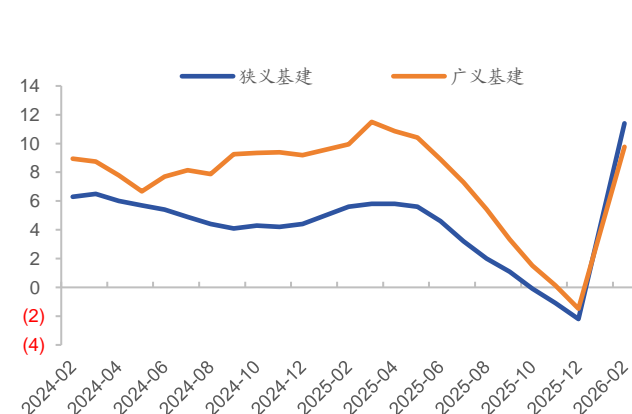
**房地产投资降幅收窄。**1—2月，地产投资同比下降 11.1%，降幅较 2025 年全年收窄 6.1 个百分点。一方面，2025 年地产投资基数较低，对年初增速形成一定支撑；另一方面，2025 年下半年新开工面积降幅阶段性收敛对当前地产投资形成一定托底。1—2月，施工面积、新开工面积和竣工面积同比分别下降 11.7%、23.1%和 27.9%，新增开工意愿仍然偏弱。销售端看，1—2月，商品房销售面积和销售额分别下降 13.5%和 20.2%，其中住宅销售面积和销售额分别下降 15.9%和 21.8%，较 2025 年全年有所走弱。资金端看，地产到位资金同比下降 16.5%，其中定金及预收款下降 21.5%，个人按揭贷款下降 41.9%，反映居民加杠杆意愿仍偏弱，房企自我造血能力尚未明显恢复。库存端看，2月末商品房待售面积同比仅增长 0.1%，较去年末回落 1.5 个百分点，其中待售 3 年以下面积已转为下降，指向部分城市去库存已有进展。价格端看，70 城新房、二手房价格指数降幅略有扩大，同比增速分别-3.5%、-6.3%。为整体来看，地产仍处在“价格出清-预期重塑”的过程中，价格下行压力尚未完全缓解，对房企投资形成约束，居民购房决策后移仍然明显。但库存端已出现边际改善，显示“控增量、去库存、优供给”的政策组合正逐步显效，行业正在从无序收缩向结构性修复过渡。

图4 固定资产投资止跌转正 (%)



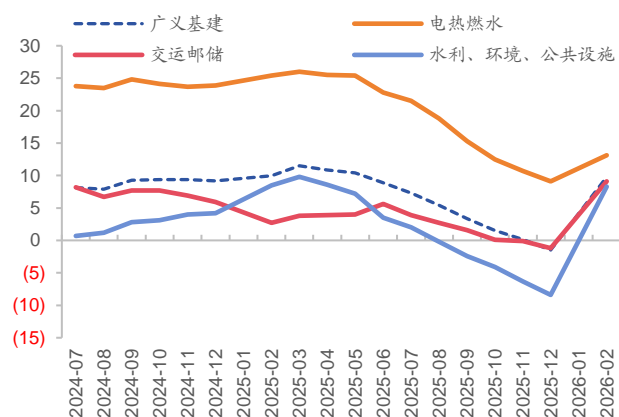
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 狭义、广义基建投资显著提升 (%)



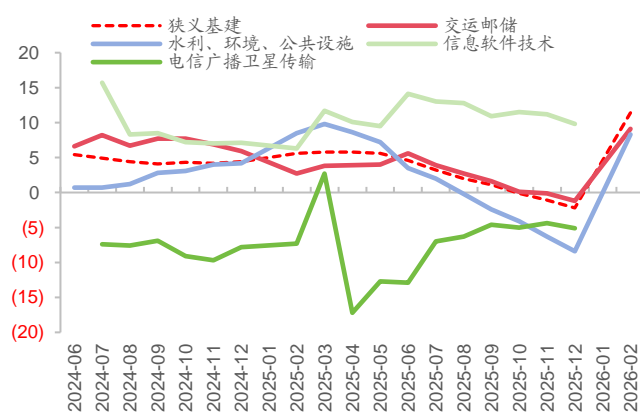
资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 广义基建分项增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 狭义基建分项增速 (%)



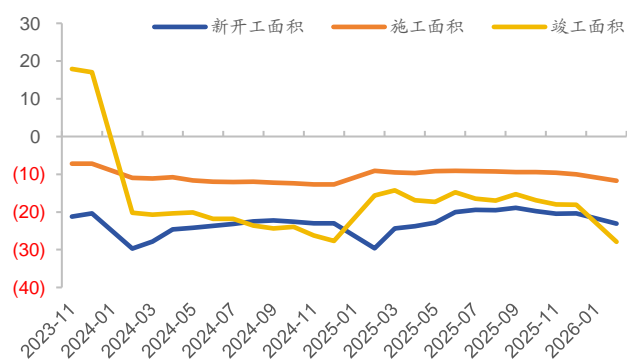
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 制造业投资结构性修复 (%)

项目	项目	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
制造业	制造业	3.1	0.6	1.9	2.7	4	5.1	6.2
上游原材料	化学原料	-5.4	-8	-8.2	-7.9	-5.6	-5.2	-4.7
	有色冶炼	-9.2	-4.2	-2.2	-1.5	0.4	2.2	4.9
中游装备制造	金属制品	7.4	-1.9	2.1	3.7	5.9	8.4	9.5
	通用设备	7.0	6.2	8.9	9.5	11.8	13.7	14.8
	专用设备	-0.5	-7.1	-4	-2	-0.7	1.6	4.6
	电气机械	5.8	-10.3	-9.5	-9.4	-9.5	-8.8	-8.7
	电子设备	1.2	-3.2	-3.2	-2.2	-2.1	-0.1	2.2
	航空航天等运	31.1	17.5	22.4	20.1	22.3	26.2	29.3
下游消费制造	农副食品	11.2	9.2	9.6	10.7	14.3	16.9	17.8
	食品制造	4.7	2.2	2.3	5.9	10.8	13.9	15.4
	纺织业	18.8	4.3	5.8	8.3	11.2	12.6	14.1
	医药制造	-2.8	-13.5	-13.1	-11.3	-9.9	-8.5	-6.6
	汽车制造	2.6	11.7	15.3	17.5	19.2	20.2	21.7

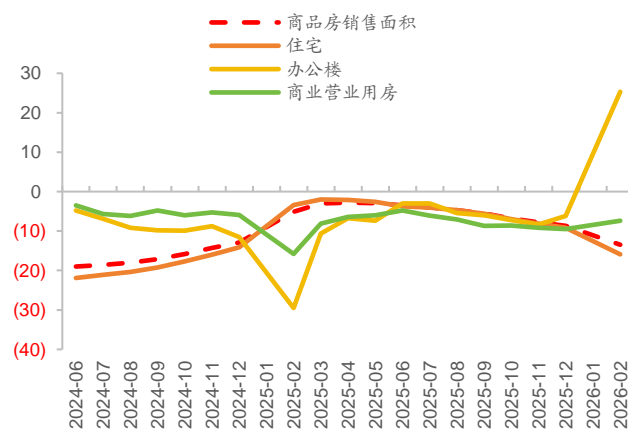
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 房地产新开工、施工、竣工面积累计增速 (%)



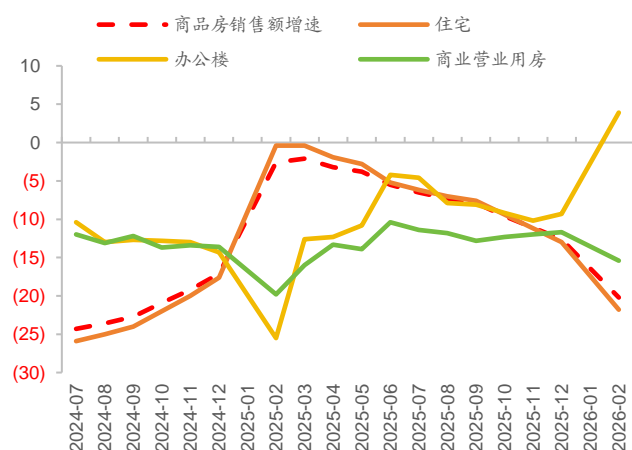
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 商品房销售面积增速降幅扩大 (%)



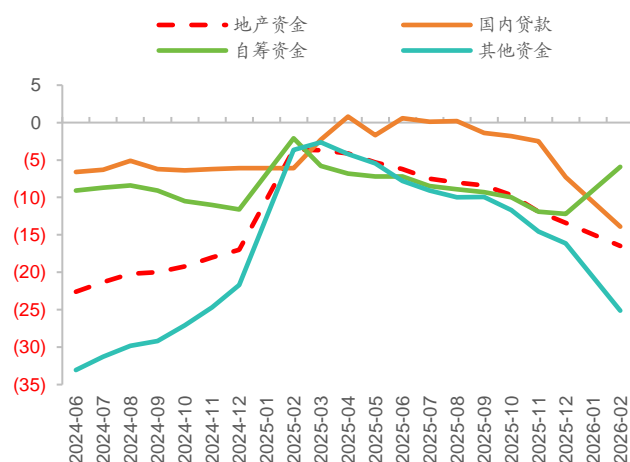
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 商品房销售额增速降幅扩大 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 资金到位增速降幅扩大 (%)



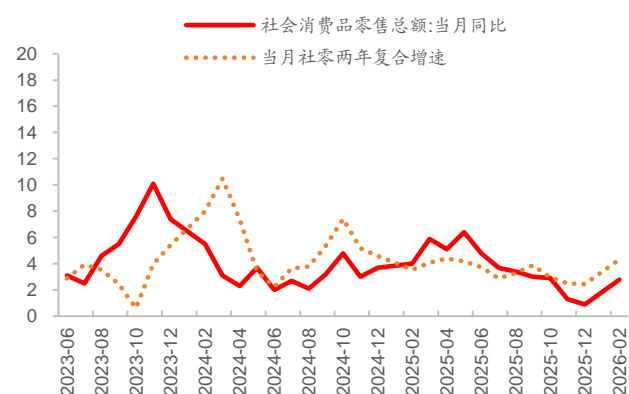
资料来源: Wind, 联储证券研究院

### 3. 消费: 餐饮消费好于商品消费

消费整体略降温, 餐饮消费好于商品消费。1—2月, 社零同比增长 2.8%, 低于 2025 年全年 3.7% 的增速, 主要受汽车消费降温影响, 剔除汽车后的消费品零售额同比增长 3.7%。结构上看, 餐饮消费偏强, 商品消费偏弱。1—2月, 餐饮收入同比增长 4.8%, 较 2025 年大幅提高, 主因春节期间餐饮消费需求旺盛。商品零售同比增长 2.5%, 低于 2025 年全年 3.8% 的增速。一方面, 年初首批消费品以旧换新资金为 625 亿元, 低于 2025 年首批 810 亿元, 补贴力度有所减弱; 另一方面, 前期补贴持续放量下, 部分耐用品需求已提前释放, 出现一定透支迹象。

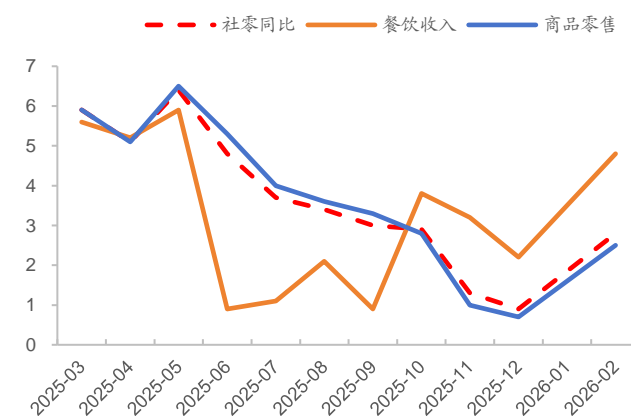
必选消费和政策相关消费表现相对较强, 部分可选消费仍偏弱。春节带动下, 必选消费活跃。服装、换装配、日用品消费高增, 2月累计同比分别增长 10.4%、4.5%、6.6%。可选消费中, 金银珠宝、通讯器材累计同比分别增长 13.0%、17.8%。部分与房地产和大宗商品相关的消费仍然偏弱, 建筑装饰材料类和石油制品类消费同比分别下降 2.2% 和 9.7%。汽车类消费下降 7.3%。

图13 2月社零增速修复 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 餐饮消费好于商品消费 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

**图15 不同消费品类消费累计增速 (%)**

	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
<b>限上商品同比</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>	<b>6.3</b>
服装鞋帽针纺织品类	10.4	3.2	3.5	3.5	3.1	2.9	2.9	3.1
化妆品类	4.5	5.1	4.8	4.6	3.9	3.3	3.1	2.9
日用品类	6.6	6.3	6.5	7.4	7.4	7.4	7.4	7.3
家用电器和音像器材类	3.3	11.0	14.8	20.1	25.3	28.4	30.4	30.7
中西药品类	0.7	1.8	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2	1.4
家具类	8.8	14.6	16.9	19.9	21.3	22.0	22.6	22.9
金银珠宝类	13.0	12.8	13.5	14.0	11.5	11.7	11.0	11.3
<b>体育、娱乐用品类</b>	<b>4.1</b>	<b>15.7</b>	<b>16.4</b>	<b>18.4</b>	<b>19.6</b>	<b>20.6</b>	<b>21.1</b>	<b>22.2</b>
文化办公用品类	5.8	17.3	18.2	19.1	19.9	22.3	23.7	25.4
通讯器材类	17.8	20.9	20.9	20.9	20.5	21.1	22.9	24.1
石油及制品类	-9.7	-5.7	-5.2	-5.0	-4.9	-4.6	-4.1	-3.4
建筑及装潢材料类	-2.2	-2.7	-1.5	0.5	1.6	1.8	2.2	2.6
汽车类	-7.3	-1.5	-1.0	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.8

资料来源：Wind，联储证券研究院

## 4. 展望：供给端仍有韧性，需求修复斜率仍需观察

总体看，经济实现平稳开局，供给端韧性仍强、需求修复仍待观察。1—2月，工业生产在外需韧性与高端制造升级带动下保持稳健；基建投资在政策资金支持和项目启动节奏提前下明显前置，对投资形成重要支撑；制造业投资在设备更新和技术改造需求持续释放带动下小幅回升，并逐步向建筑安装工程环节传导，但整体仍呈“更新强、扩产弱”的特征。地产投资降幅有所收窄，但销售和资金来源仍偏弱，对总需求的拖累尚未明显缓解；消费整体较2025年略有降温，餐饮消费在春节带动下表现较强，而商品消费在补贴力度边际减弱及耐用品需求前期透支影响下走弱，内生消费动能仍需进一步修复。向前看，一方面，若外需保持稳定、基建持续形成实物工作量，短期经济仍有望维持平稳运行；另一方面，消费和房地产修复节奏仍是决定内需动能的关键变量。此外，中东局势升温等地缘风险可能通过油价波动和全球风险偏好变化影响外需环境，后续仍需持续关注。

## 风险提示

国内政策落地和传导不及预期；房地产销售修复弱于预期；外需回落快于预期；地缘政治局势超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
 邮编：200135

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
 邮编：518000