

9 月和三季度经济数据点评

内需出现向好迹象

9 月经济数据中，固投累计同比增速和社零当月同比增速均好于万得一致预期，工业增加值当月同比增速符合万得一致预期且维持在相对较高水平。

- 2026 年三季度 GDP 实际同比增速 4.5%，三季度名义 GDP 同比增速 6.0%；前三季度实际 GDP 累计同比增长 4.6%，名义 GDP 累计同比增长 5.6%。
- 9 月工业增加值同比增长 5.5%。1-9 月采矿业工业增加值累计同比增速 2.0%，制造业累计同比增速 5.7%，公用事业累计同比增速 5.4%，高技术产业累计同比增速 14.3%。
- 9 月社零同比增长 1.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.9%。限额以上商品消费中，算力消费品依旧主导社零，金价下跌推动金银珠宝消费，房地产后周期消费短期未见好转。
- 1-9 月固定资产投资累计同比增速下降 7.2%，民间固定资产投资累计同比下降 10.4%，扣除房地产开发投资，1-9 月全国固定资产投资下降 4.2%，民间投资下降 6.7%。分主要行业看，制造业投资 1-9 月累计同比下降 2.1%，基建投资累计同比下降 6.1%，地产投资累计同比下降 20.6%。
- 1-9 月住宅投资增速下降 20.5%，商品房销售面积同比下降 13.2%，商品房销售额累计同比下降 13.9%。2026 年 9 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.0%，较 8 月上升 0.3 个百分点，二手住宅价格指数下降 4.8%，较 8 月上升 0.3 个百分点。
- 2026 年前三季度全国居民人均可支配收入 34230 元，同比增长 5.3%，居民人均消费支出 22354 元，同比增长 2.7%。2026 年前三季度居民边际消费倾向较上半年小幅上升，但整体来看居民消费意愿较弱，边际消费倾向和增量收入边际消费倾向对比 2025 年同期均有所下降，特别是增量收入边际消费倾向降幅较大。
- 三季度经济增速超预期，全年稳增长压力下降。三季度实际 GDP 同比增长 4.5% 超出市场预期，带动前三季度实际 GDP 累计同比增速达到 4.6%，略高于全年增速目标区间下限，加之去年四季度经济增长基数偏低，一定程度上缓解了短期稳增长的压力。从 9 月经济数据看，稳增长的政策起到了一定效果：工业增加值同比增速符合市场预期，同时维持在较高增速上；社零同比增速较 8 月明显上升，表明内需仍有平稳释放的潜力；固定资产投资累计同比降幅持平于 1-8 月，但从我们计算的当月增速看，基建投资和制造业投资增速均较 8 月出现较大幅度好转。从季节规律看，四季度经济增长仍有支撑：一是生产端补库存，可能驱动工业增加值同比增速维持在当前的增速水平，考虑到 PPI 同比增速走高和 9 月出口交货值增速走高，价格因素和外需可能成为四季度生产端超预期的推动力；二是四季度是传统消费旺季，从社零环比增速看，在 9 月环比高增长的基础上，四季度的三个月在电商促销和春节前消费等因素推动下，环比仍能维持较强的正增长；三是四季度也是海外消费旺季，进出口或依赖我国生产端优势，持续受益于外需拉动。
- 经济向“新”带动政策求“变”。8 月底至今，从稳增长的角度出发，政策做了多方面调整：一是国家发改委等部门召开全国投资工作推进会议，部署七项稳投资工作，二是住建部等三部门推进商品房销售制度改革，稳定地产预期，三是证监会发文支持构建房地产发展新模式，四是央行调整完善几项货币政策工具稳增长，五是财政部安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，六是中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的意见》，继续大力支持经济转型升级等等。我们认为虽然 2026 年年内稳增长的压力减轻，但从中长期看，经济增长的挑战依然很大：从全球范围内看，包括但不限于 AI 技术发展对生产关系的冲击、地缘局势变化对能源和通胀的影响、经济增长 K 型分化在行业之间和国别之间带来的发展不平衡、各经济体面临的增长挑战与财政压力、发达国家货币政策收缩与金融条件收紧对全球资本市场的外溢性影响等等；从国内看，我们面临的挑战依然是以维持经济向新向优趋势和供需强需弱的现实矛盾为主。我们认为未来一段时间内，我国宏观经济的主要表现或仍是增速缓步下台阶，因此积极的财政政策和适度宽松的货币政策发力重点或更多聚焦于托底民生和实现社会公平，其次是发展先进生产力，然后才是稳增长。尽管国内经济看起来只是“平稳”，但我们认为相较于其他经济体，我国的比较优势依然非常明显。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济超预期回落；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略周报》20261018

《宏观和大类资产配置周报》20261018

《中期选举，AI 叙事，美伊局势》20261018

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

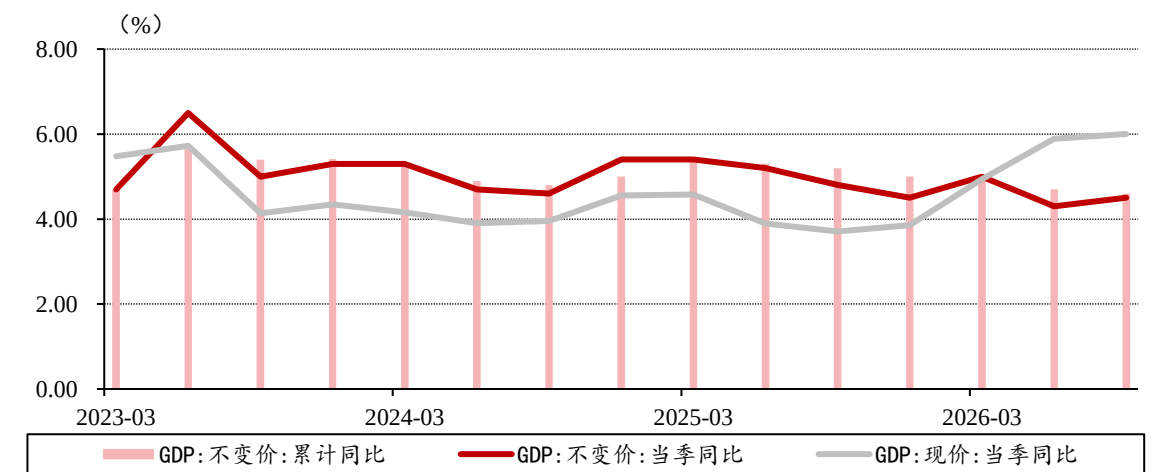
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2026 年三季度实际 GDP 同比增长 4.5%

2026 年三季度 GDP 实际同比增速 4.5%，较 2026 年二季度增速上升 0.2 个百分点；三季度名义 GDP 同比增速 6.0%，较 2026 年二季度增速上升 0.1 个百分点。前三季度实际 GDP 累计同比增长 4.6%，名义 GDP 累计同比增长 5.6%。

前三季度平减指数累计同比上升 0.99%，较上半年平减指数累计同比上升 0.29 个百分点。三季度平减指数上升，主要还是受 PPI 同比增速处于较高水平的拉动。

图表 1. GDP 同比增速



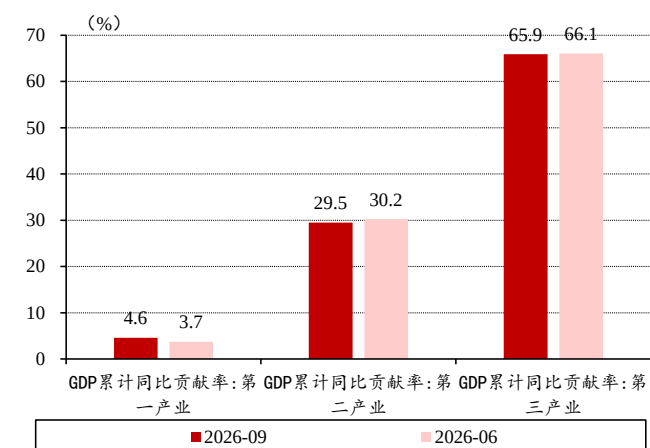
资料来源：万得，中银证券

三季度第二产业和第三产业实际 GDP 当季同比增速均较二季度有所上升。

分产业看，2026 年三季度第一产业实际 GDP 当季同比增长 3.6%，增速较二季度下降 0.1 个百分点，第二产业实际 GDP 当季同比增长 3.4%，增速较二季度上升 0.4 个百分点，第三产业实际 GDP 当季同比增长 5.2%，增速较二季度上升 0.1 个百分点。

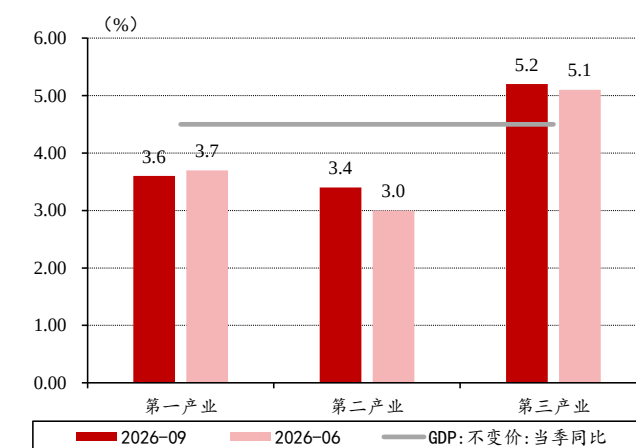
从三次产业对 GDP 累计同比贡献率看，2026 年前三季度，第三产业的贡献率为 65.9%，较上半年下降 0.2 个百分点，其次是第二产业的贡献率 29.5%，较上半年下降 0.7 个百分点，较上半年贡献率上升的主要是第一产业，贡献率 4.6%，上升 0.9 个百分点；与 2023 年-2025 年三次产业的贡献率平均水平相比，2026 年前三季度第三产业对 GDP 累计同比的贡献率偏高 4.0 个百分点，第二产业贡献率偏低 3.8 个百分点。

图表 2. 2026 年前三季度三次产业对 GDP 增长贡献率



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2026 年三季度三次产业 GDP 不变价当季同比

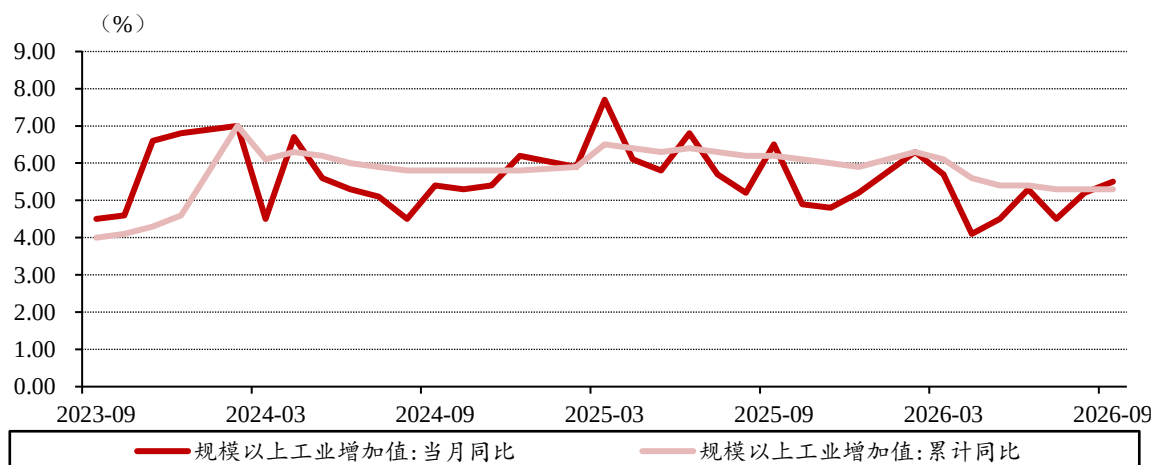


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速维持在较高水平

9月工业增加值同比增长5.5%，较8月上升0.3个百分点，较去年同期下降1.0个百分点，基本持平于万得一致预期的5.52%。

图表 4. 工业增加值同比增速



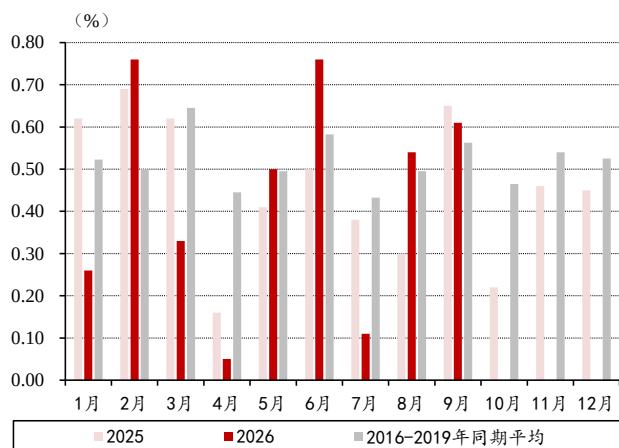
资料来源：万得，中银证券

从环比增速来看，9月工业增加值环比上升0.61%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.56%相比偏高，略低于去年同期的环比增速0.65%，9月工业增加值环比较8月上行，符合季节性规律。

从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增速2.0%，制造业累计同比增速5.7%，公用事业累计同比增速5.4%，高技术产业累计同比增速14.3%。从企业类型来看，1-9月国企工业增加值同比增速3.8%，股份制企业同比增速5.8%，外企工业增加值同比增速3.2%，私企工业增加值同比增速4.3%。与1-8月相比，1-9月累计同比增速上升的是公共事业、高技术产业和外企，下降的是采矿业和私企。9月当月工业增加值同比增速相较8月，各行业和企业类型中工业增加值同比增速上升的是采矿业、公共事业、国企、股份制、外企和私企，下降的是高技术产业和制造业。

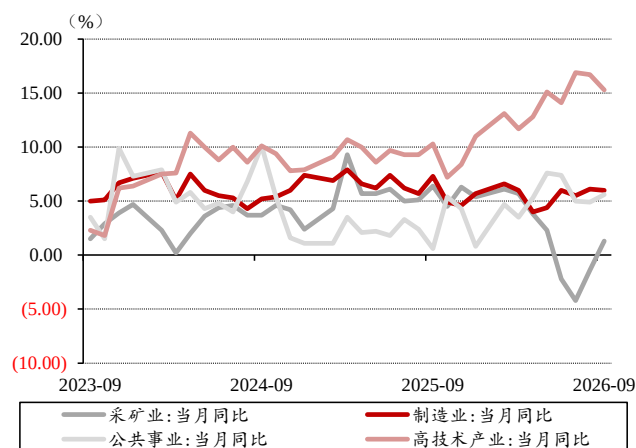
1-9月，装备制造业增加值同比增长10.2%，高技术制造业增加值增长14.3%，分别快于全部规模以上工业增加值4.9和9.0个百分点；分产品看，3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长62.5%、39.5%、29.1%。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 主要行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

9月，采矿业和大宗周期品加工业当月工业增加值同比增速较8月增速相对较强，但受上游原材料涨价影响，中游设备制造业工业增加值同比增速表现偏弱。

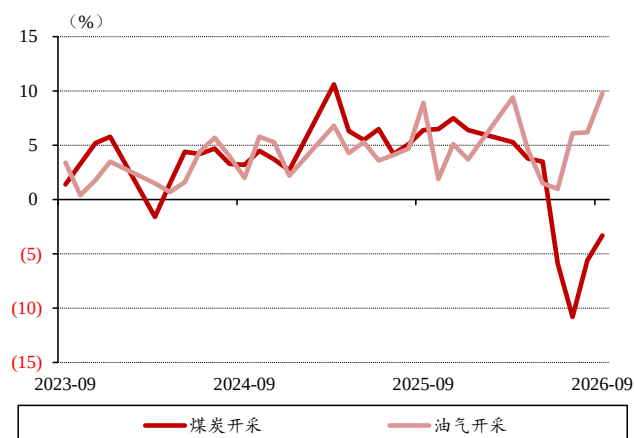
采矿业方面，1-9月煤炭开采和洗选业增加值累计同比增长0.2%，石油和天然气开采业增加值累计同比增长5.7%；从当月同比增速来看，较8月增速上升幅度均超过2.0个百分点。

消费类制造业方面，1-9月农副食品加工业增加值累计同比增长4.6%，纺织业增加值累计同比增长3.2%，医药制造业增加值累计同比增长5.2%；从当月同比增速来看，较8月增速下降的是农副食品加工业和医药制造业。

大宗周期品加工业方面，1-9月化学原料及化学制品制造业增加值累计同比增长3.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2.9%，黑色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比增长1.7%，有色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比下降1.6%；从当月同比增速来看，较8月增速下降的仅有有色金属，化学原料和非金属矿物当月工业增加值增速均较8月升幅超过1.0个百分点。

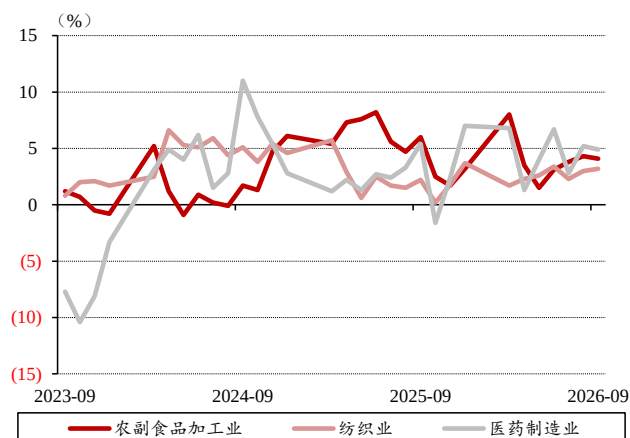
中游设备制造业方面，1-9月通用设备制造业增加值累计同比增长8.2%，专用设备制造业增加值累计同比增长9.5%，汽车制造业增加值累计同比增长7.3%，电气机械及器材制造业增加值累计同比增长7.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长15.8%；从当月同比增速来看，较8月增速上升的仅有专用设备，汽车制造、电气设备和通用设备增速较8月降幅均超过1.0个百分点。

图表 7. 采矿业工业增加值当月同比增速



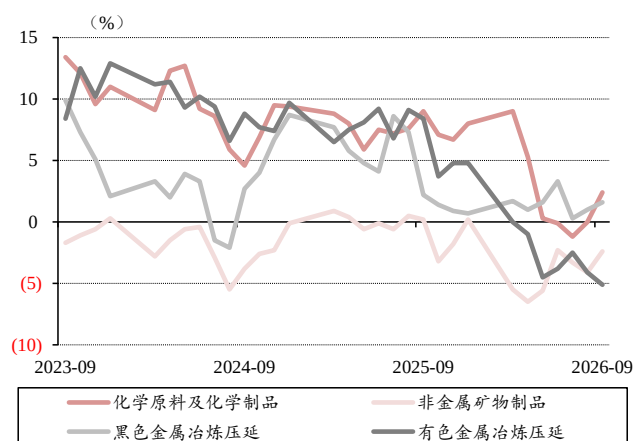
资料来源：万得，中银证券

图 8. 消费类制造业工业增加值当月同比增速



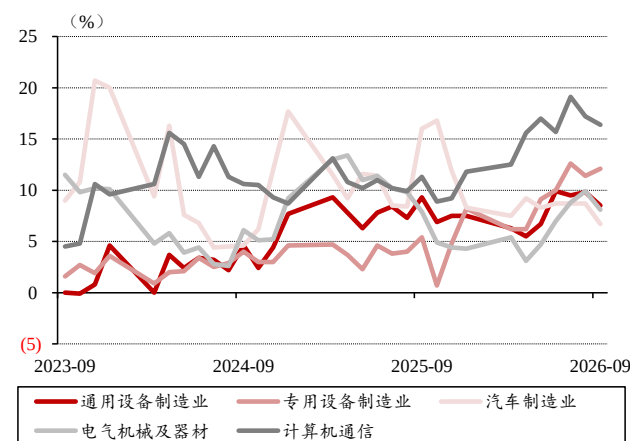
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 大宗周期品加工业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 中游设备制造业工业增加值当月同比增速



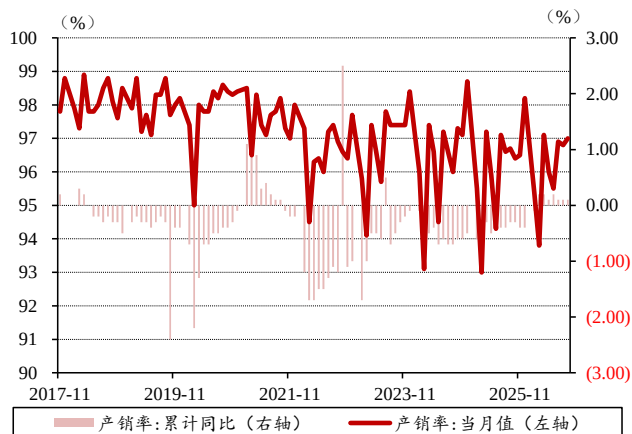
资料来源：万得，中银证券

9月外需延续较强走势，出口交货值同比大幅上升，产销率小幅上升。

9月规模以上工业企业产销率为97.0%，较8月上升0.2个百分点，较去年同期上升0.3个百分点，当月同比增速下降0.2%；1-9月规模以上工业企业产销率为96.4%，较去年同期上升0.5个百分点，累计同比增长0.1个百分点。

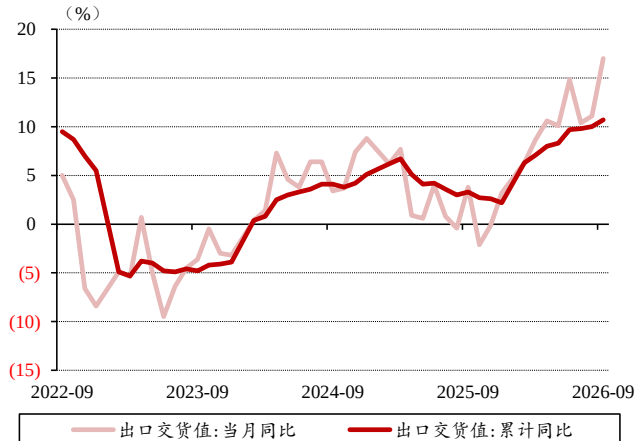
9月规模以上工业企业出口交货值同比增长17.0%，较8月上升5.9个百分点，1-9月规模以上工业企业出口交货值累计同比增长10.7%，较1-8月上升0.7个百分点。

图表 11. 产销率当月值和累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 出口交货值同比增速



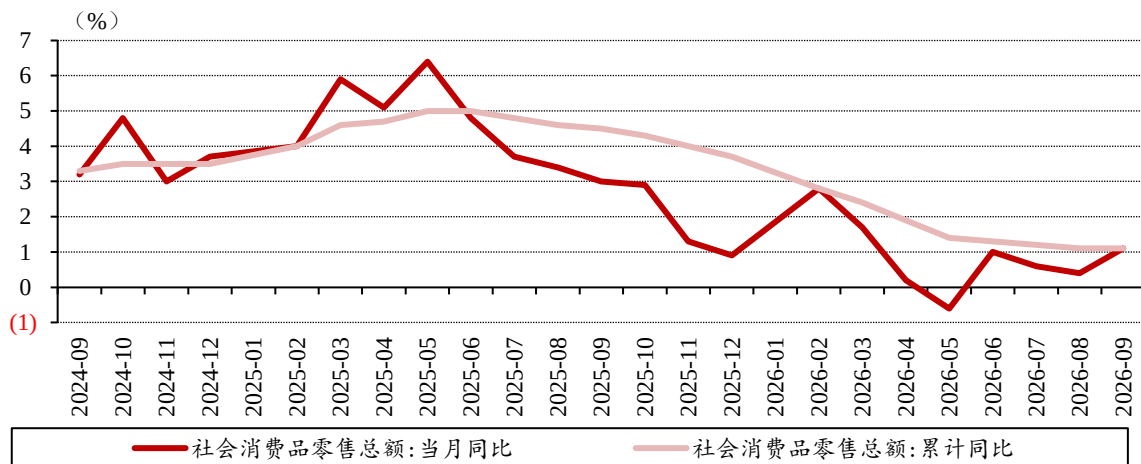
资料来源：万得，中银证券

社零增速明显上升

9月社零同比增长1.1%，较8月上升0.7个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%，较8月上升1.4个百分点；1-9月社零累计同比增长1.1%，其中，服务消费累计同比增长5.0%，较1-8月上升0.1个百分点。

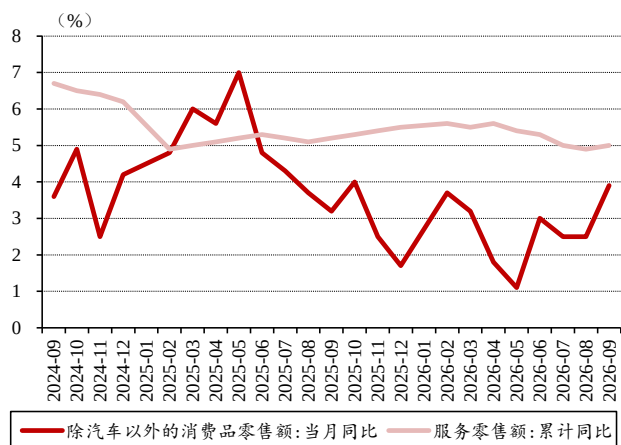
9月社零环比增长0.4%，虽然较历史同期平均水平明显偏低，但较去年同期环比增速上升0.5个百分点。

图表 13. 社会消费品零售额同比增速



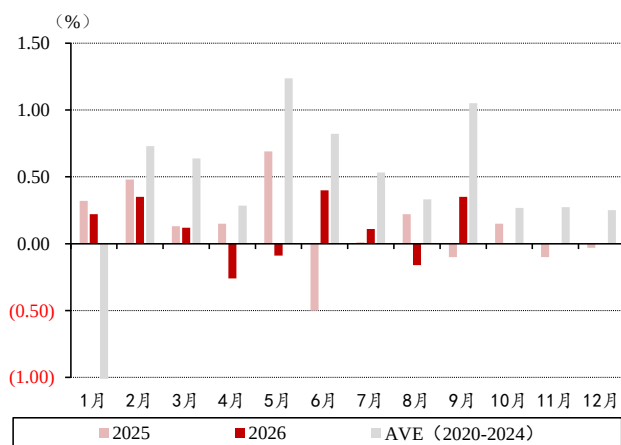
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 汽车以外社零和服务消费增速



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 社零环比增速的历史波动



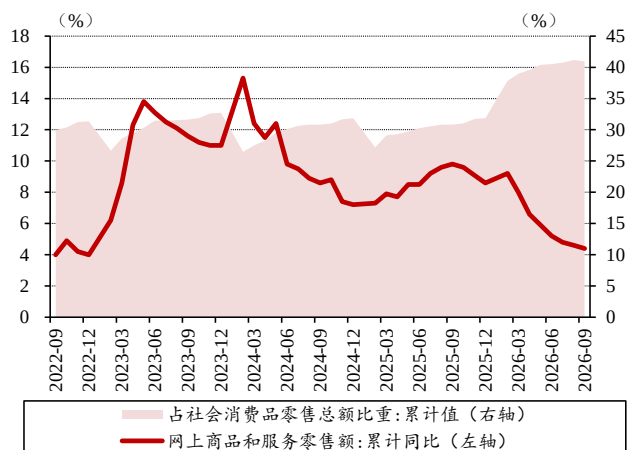
资料来源：万得，中银证券

1-9月网上商品和服务零售额累计同比增长4.4%，增速较1-8月下降0.2个百分点，其中实物商品网上零售额累计同比增长3.8%，增速较1-8月下降0.5个百分点。1-9月网上零售额累计占比为40.9%，较2025年同期上升10.1个百分点，较1-8月下降0.2个百分点。

9月商品消费同比增长1.0%，较8月上升0.7个百分点，限额以上商品消费同比下降2.5%，较8月上升1.5个百分点；9月餐饮消费同比增长2.1%，较8月上升1.0个百分点，限额以上餐饮消费同比增长2.0%，较8月上升2.7个百分点。前三季度，在服务零售额中，通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额较快增长。

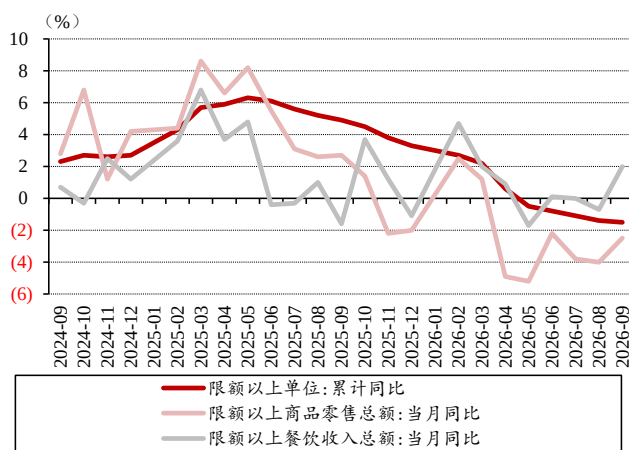
1-9月限额以上企业消费品零售总额累计同比下降1.5%，限额以上企业商品消费累计同比下降1.8%，弱于餐饮消费累计同比增速1.3%。

图表 16. 网上零售总额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 限额以上企业社零增速



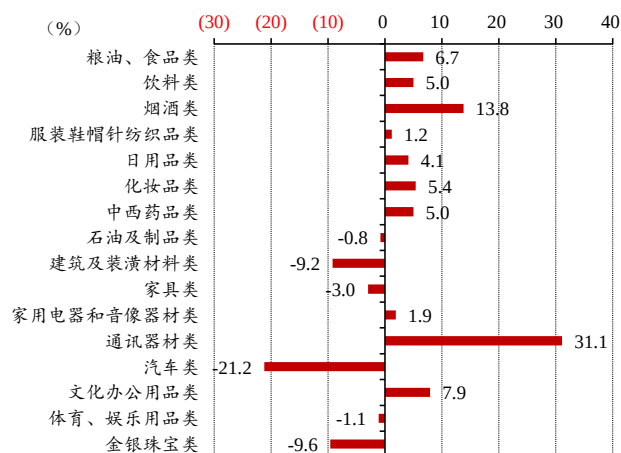
资料来源：万得，中银证券

9月算力消费品依旧主导社零，金价下跌推动金银珠宝消费，房地产后周期消费短期未见好转。

从产品分类来看，9月限额以上企业商品零售总额增速较高的细分行业包括通讯器材类（31.1%）、烟酒类（13.8%）和文化办公用品类（7.9%），增速较低的细分行业包括汽车类（-21.2%）、金银珠宝类（-9.6%）和建筑及装潢材料类（-9.2%）；与8月相比，增速上升较多的有金银珠宝类、石油及制品类和家具类，增速下降的仅有汽车类和家用电器。

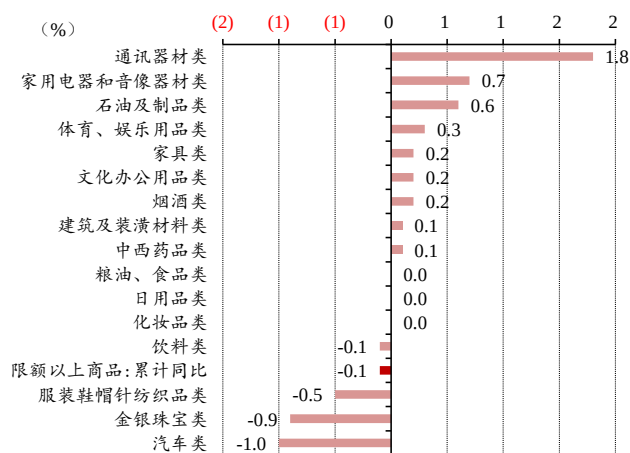
1-9 月累计同比增速较高的品类有通讯器材类、烟酒类和粮油食品类等，累计同比降幅较大的品类有汽车类、建筑及装潢材料类和石油及制品类等；累计同比增速较 1-8 月上升较多的有通讯器材类、家用电器和音像器材类和石油及制品类等，累计同比增速较 1-8 月下降的有汽车类、金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类和饮料类。

图表 18. 各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 各品类社零累计同比增速较前一个月变动

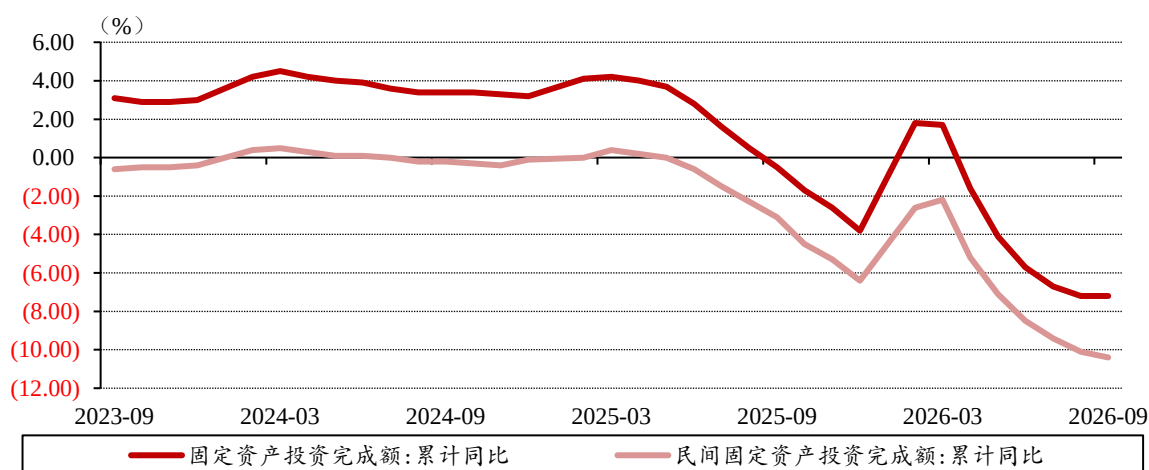


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资累计同比增速降幅持平于前一个月

1-9 月固定资产投资累计同比增速下降 7.2%，较 1-8 月持平，1-9 月民间固定资产投资累计同比下降 10.4%，较 1-8 月下降 0.3 个百分点。扣除房地产开发投资，1-9 月全国固定资产投资下降 4.2%，民间投资下降 6.7%。9 月固定资产投资环比增长 0.07%。

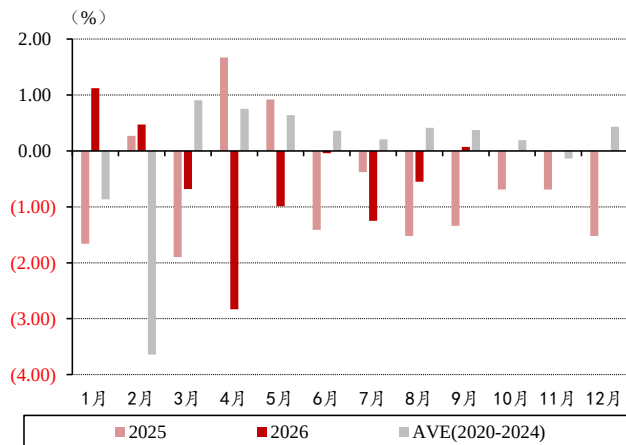
图表 20. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

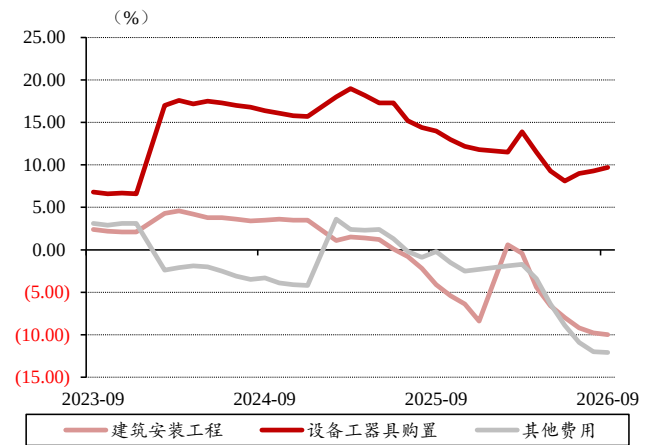
从分项构成分类看，2026 年 1-9 月建筑安装工程投资累计同比下降 10.0%，设备工器具购置投资累计同比增长 9.7%，其他费用累计同比下降 12.1%；与 1-8 月相比，增速分别下降 0.2 个百分点、上升 0.4 个百分点和下降 0.1 个百分点。

图表 21. 固定资产投资环比增速的季节规律



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 固投各项构成分类的累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

9月制造业和基建当月投资增速较8月开始回升。

从产业分类来看，第一产业累计同比下降3.9%，第二产业累计同比下降2.7%，第三产业累计同比下降10.0%；从地区来看，东部累计同比下降10.3%，中部下降11.1%，西部下降8.7%，东北下降26.0%；从企业类型来看，内资企业累计同比下降7.0%，国有控股同比下降3.2%，外商投资下降6.7%。

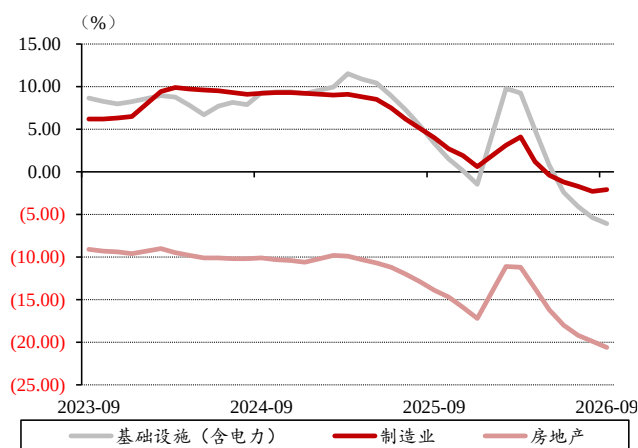
分主要行业看，制造业投资1-9月累计同比下降2.1%，基建投资累计同比下降6.1%，地产投资累计同比下降20.6%。从我们测算的当月同比增速看，9月制造业投资同比增速下降0.9%，较8月上升5.1个百分点，基建投资同比增速下降10.4%，较8月上升4.3个百分点，房地产投资同比增速下降27.2%，较8月下降1.0个百分点。

1-9月固投增速较高的一级分类行业包括采矿业（3.2%）、交运仓储（1.9%）和制造业（-2.1%），固投增速较低的行业包括文体娱（-17.0%）、教育（-15.3%）和卫生社会（-14.0%）。制造业行业分类下，固投增速较高的细分行业包括铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（15.8%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（9.6%）和纺织业（4.2%），固投增速较低的行业包括食品制造业（-10.3%）、金属制品业（-10.1%）和专用设备制造业（-8.9%）。

与1-8月相比，一级分类行业中固投增速上行的行业是教育、制造业和公共事业，固投增速下行较多的行业是文体娱、水利环境和农林牧渔业。制造业行业分类下，固投增速上行较多的行业是计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业和电气机械及器材制造业，固投增速下行较多的行业是纺织业、金属制品业和有色金属冶炼及压延加工业。

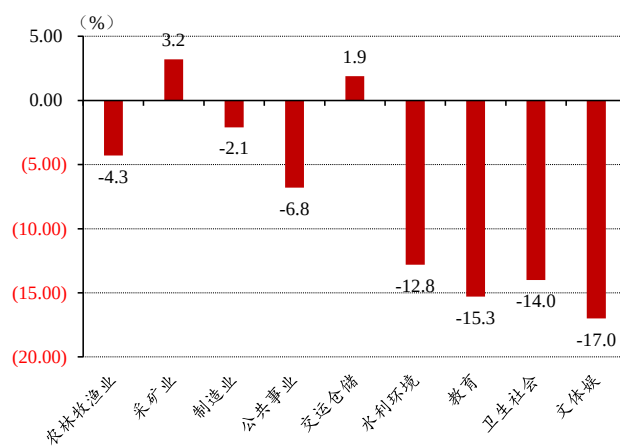
据统计局解读，1-9月知识产权产品投资同比增长9.3%，高技术产业投资同比增长4.9%，其中信息服务业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长20.2%、12.5%、7.6%。

图表 23. 固投三大行业分类的累计同比增速走势



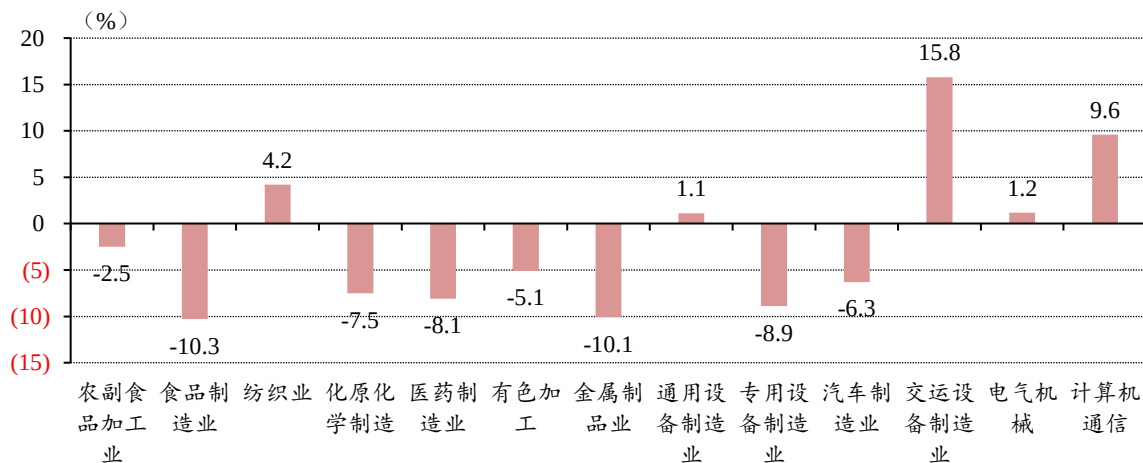
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 固投主要行业分类的累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

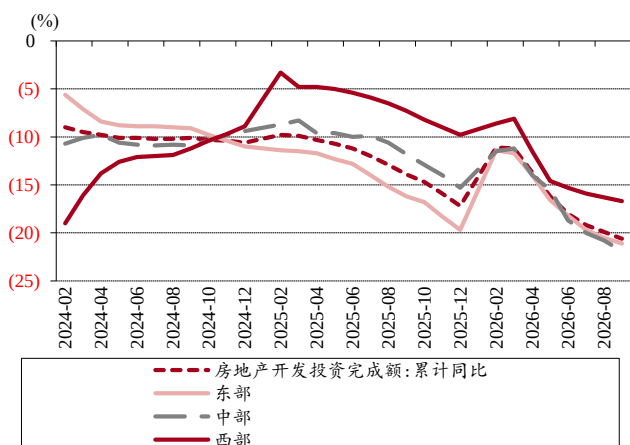
图表 25. 制造业部分行业分类的累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

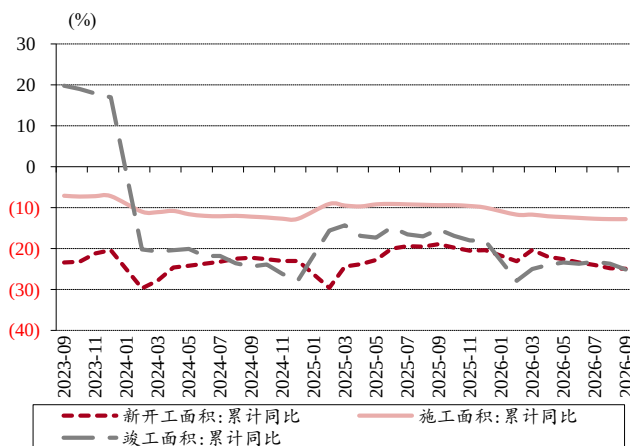
1-9 月房地产固定资产投资增速较 1-8 月继续下降。1-9 月房地产投资累计同比增速下降 20.6%，比 1-8 月下降 0.7 个百分点。其中东部地区累计同比下降 21.1%、中部地区累计同比下降 21.9%、西部地区累计同比下降 16.7%。从房地产分类来看，1-9 月住宅投资增速下降 20.5%，办公楼投资增速下降 21.0%，商业地产投资增速下降 25.9%。1-9 月房地产新开工面积累计同比下降 24.9%，施工面积同比下降 12.8%，竣工面积同比下降 25.1%。我们认为稳增长的房地产政策生效仍需时间。

图表 26. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

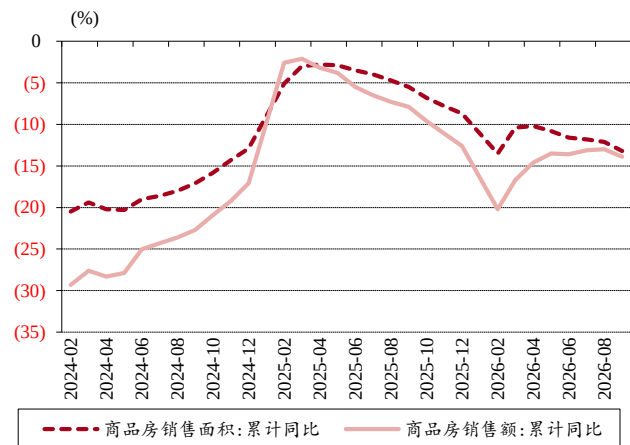
图表 27. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

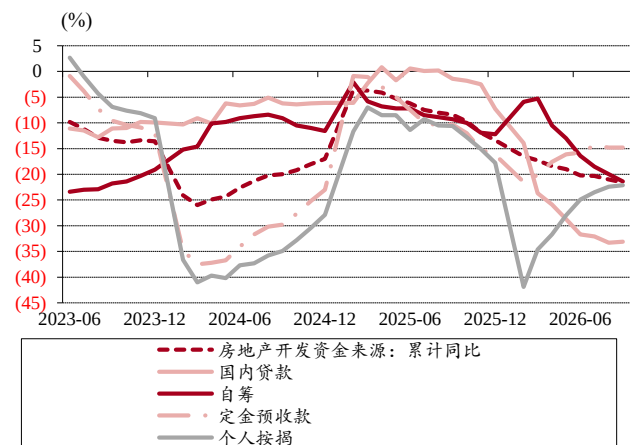
商品房销售面积和销售额同比增速延续下降。1-9 月商品房销售面积同比下降 13.2%，商品房销售额累计同比下降 13.9%。1-9 月商品房待售面积同比下降 1.5%，其中住宅面积同比下降 0.7%，办公楼同比下降 0.6%，商业地产同比下降 5.7%。从房地产投资资金来源看，1-9 月国内贷款占比 13.4%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点，个人按揭贷款占比 13.5%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点，定金预收款占比 31.7%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点，自筹资金占比 36.2%，较 1-8 月持平。从增速看，1-9 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 21.6%，其中国内贷款资金来源同比下降 33.1%，定金和预收款增速下降 14.8%，个人按揭贷款资金来源增速下降 22.1%。2026 年 9 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.0%，较 8 月上升 0.3 个百分点，二手住宅价格指数下降 4.8%，较 8 月上升 0.3 个百分点。

图表 28. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 29. 房地产行业各渠道资金来源增速



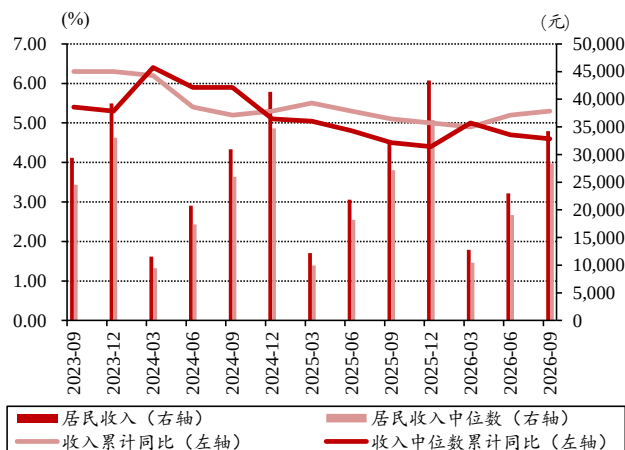
资料来源: 万得, 中银证券

2026 年前三季度居民收入增速升幅放缓

2026 年前三季度全国居民人均可支配收入 34230 元，同比增长 5.3%，较 2026 年上半年上升 0.1 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.5%，农村居民人均可支配收入增长 6.3%；剔除价格因素，2026 年前三季度居民收入实际增速 4.4%，其中城镇居民实际收入增速 3.6%，农村居民实际收入增速 5.6%。

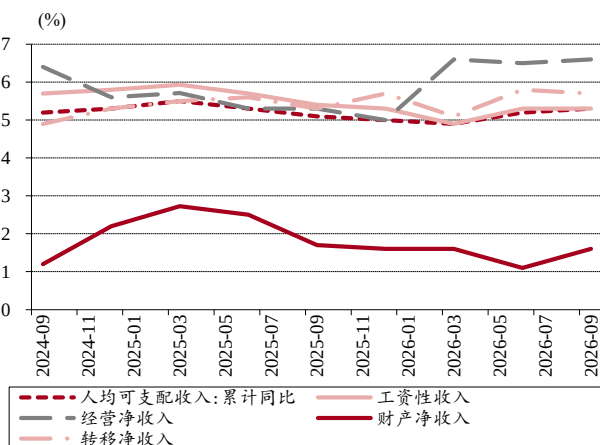
从居民收入来源来看，2026 年前三季度工资性收入同比增速 5.3%，经营净收入增速 6.6%，财产净收入累计同比增速 1.6%，转移净收入增速 5.7%；从结构来看，工资性收入占比 57.4%，较 2026 年上半年下降 0.5 个百分点，经营净收入占比上升 0.4 个百分点，财产净收入占比下降 0.2 个百分点，转移净收入占比上升 0.3 个百分点。

图表 30. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

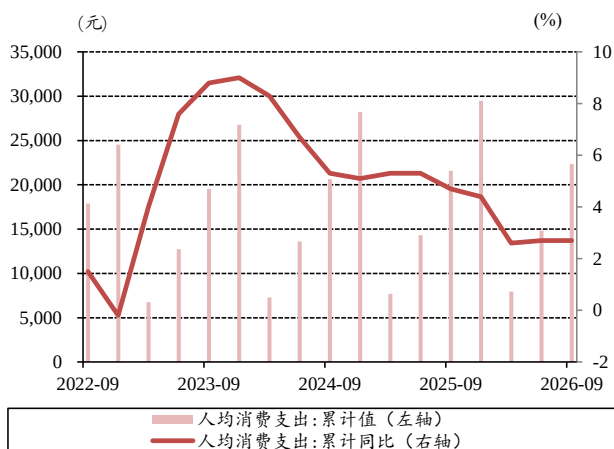
图表 31. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

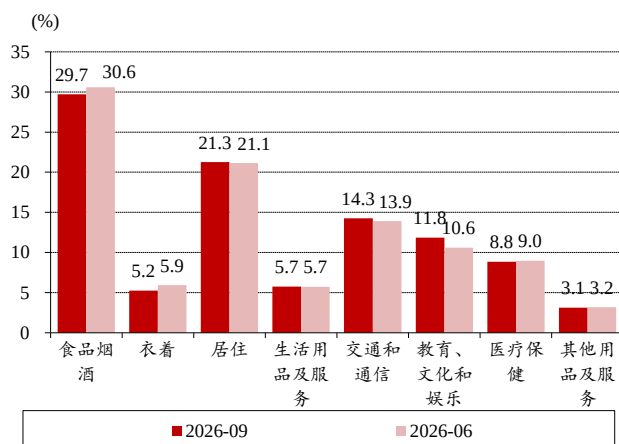
2026 年前三季度居民的边际消费倾向较上半年上升。2026 年前三季度居民人均消费支出 22354 元，同比增长 2.7%，扣除价格因素，实际增速增长 2.7%，与 2026 年上半年相比，居民消费增速持平。2026 年前三季度，居民消费八大分类中，同比增速较高的是其他用品及服务、生活用品及服务、教育文化娱乐和食品烟酒，与 2026 年上半年相比，增速上升超过 1.0 个百分点的仅有医疗保健；2026 年前三季度居民消费支出结构中占比较高的还是食品烟酒（29.7%）、居住（21.3%）和交通通信（14.3%），与 2026 年上半年相比，占比上升超过 1.0 个百分点的是教育文化娱乐，与 2025 年同期相比，占比上升的是食品烟酒、生活用品及服务、教育文化娱乐和其他用品及服务，占比下降的是居住、交通通信和医疗保健。2026 年前三季度居民边际消费倾向较上半年小幅上升，但整体来看居民消费意愿较弱，边际消费倾向和增量收入边际消费倾向对比 2025 年同期均有所下降，特别是增量收入边际消费倾向降幅较大。

图表 32. 居民支出增速累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 居民消费累计支出分类占比



资料来源：万得，中银证券

结论：内需出现向好迹象

三季度经济增速超预期，全年稳增长压力下降。三季度实际 GDP 同比增长 4.5% 超出市场预期，带动前三季度实际 GDP 累计同比增速达到 4.6%，略高于全年增速目标区间下限，加之去年四季度经济增长基数偏低，一定程度上缓解了短期稳增长的压力。从 9 月经济数据看，稳增长的政策起到了一定效果：工业增加值同比增速符合市场预期，同时维持在较高增速上；社零同比增速较 8 月明显上升，表明内需仍有平稳释放的潜力；固定资产投资累计同比降幅持平于 1-8 月，但从我们计算的当月增速看，基建投资和制造业投资增速均较 8 月出现较大幅度好转。从季节规律看，四季度经济增长仍有支撑：一是生产端补库存，可能驱动工业增加值同比增速维持在当前的增速水平，考虑到 PPI 同比增速走高和 9 月出口交货值增速走高，价格因素和外需可能成为四季度生产端超预期的推动力；二是四季度是传统消费旺季，从社零环比增速看，在 9 月环比高增长的基础上，四季度的三个月在电商促销和春节前消费等因素推动下，环比仍能维持较强的正增长；三是四季度也是海外消费旺季，进出口或依赖我国生产端优势，持续受益于外需拉动。

经济向“新”带动政策求“变”。8 月底至今，从稳增长的角度出发，政策做了多方面调整：一是国家发改委等部门召开全国投资工作推进会议，部署七项稳投资工作，二是住建部等三部门推进商品住房销售制度改革，稳定地产预期，三是证监会发文支持构建房地产发展新模式，四是央行调整完善几项货币政策工具稳增长，五是财政部安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，六是中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的意见》，继续大力支持经济转型升级等等。我们认为虽然 2026 年年内稳增长的压力减轻，但从中长期看，经济增长的挑战依然很大：从全球范围内看，包括但不限于 AI 技术发展对生产关系的冲击、地缘局势变化对能源和通胀的影响、经济增长 K 型分化在行业之间和国别之间带来的发展不均衡、各经济体面临的增长挑战与财政压力、发达国家货币政策收缩与金融条件收紧对全球资本市场的外溢性影响等等；从国内看，我们面临的挑战依然是以维持经济向新向优趋势和供强需弱的现实矛盾为主。我们认为未来一段时间内，我国宏观经济的主要表现或仍是增速缓步下台阶，因此积极的财政政策和适度宽松的货币政策发力重点或更多聚焦于托底民生和实现社会公平，其次是发展先进生产力，然后才是稳增长。尽管国内经济看起来只是“平稳”，但我们认为相较于其他经济体，我国的比较优势依然非常明显。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济超预期回落；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371