2026 年 11 月 16 日
证券研究报告|宏观研究|宏观点评

能源推升 PPI 创 2022 年下半年以来新高，食品拖累 CPI 涨幅回落

2026 年 10 月通胀数据点评

报告摘要

10 月 CPI 环比为 0，比过去十年同月均值低 0.14PCTS，整体表现弱于季节性。CPI 食品项环比-1.0%，CPI 非食品项环比+0.2%，两者对冲导致 CPI 环比持平。10 月核心 CPI 环比持平，比过去十年同月均值低 0.09PCTS，核心价格动能弱于季节性。服务 CPI 环比+0.1%，形成明确支撑；非食品、非能源实物商品价格总体偏弱，黄金饰品及部分耐用品价格下跌构成主要拖累，与服务价格上涨形成对冲。

10 月 CPI 同比+0.7%，较上月-0.2PCTS，略低于市场一致预期（+0.8%），CPI 食品项同比-2.9%，CPI 非食品项价格同比+1.5%，CPI 非食品项对 CPI 同比形成主要支撑，而食品项是本月读数回落的主要拖累。10 月核心 CPI 同比为+0.8%，较上月-0.2PCTS，一方面，国际金价继续回落，其他用品和服务价格同比较上月-4.1PCTS，或是核心 CPI 同比回落的主要原因之一；另一方面，算力需求带来的半导体涨价仍在延续，通信工具价格同比+16.1%，较上月+1.8PCTS。

展望未来，CPI 同比或将继续窄幅波动，温和通胀格局大概率延续：一是四季度翘尾因素整体相对平稳，对同比的边际影响有限；二是猪肉同比降幅已经连续五个月收窄，但 10 月供应充足叠加节后需求回落，猪价环比结束连续三个月上涨、环比转为-1.0%，显示猪周期仍在磨底，年底需求或阶段性提振，但短期转为正向拉动仍需观察；三是 10 月份北半球冬季取暖需求上升，原油价格或维持高位，汽油对 CPI 同比的支撑仍在，但油价上涨的同比已处高位，进一步扩大的空间收窄；四是国补退坡对家电、汽车等大宗消费价格形成短期制约，或是近期核心 CPI 价格走弱的原因之一。综合判断，四季度，低通胀和结构分化格局延续，CPI 同比或继续在低位运行。

10 月 PPI 同比+5.7%，较上月+0.7PCTS，高于市场预期（+5.4%），PPIRM 同比+7.9%，较上月+1.0PCTS。10 月 PPI 生产资料同比+7.4%，较上月+0.9PCTS，PPI 生活资料同比-0.1%，与上月持平。生产资料与生活资料继续分化，上游价格弹性最强，向下逐级衰减，涨价仍主要集中在上游行业。

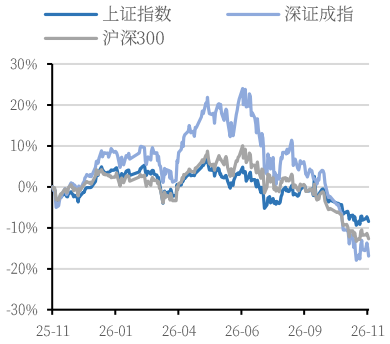
10 月 PPI 环比为+0.7%，环比运行主要有三方面特点：一是能源相关行业贡献最大，国际油价上行与迎峰度冬备煤用气需求共振；二是供给治理与产业升级带来局部改善；三是消费品制造环节则延续平稳。

10 月 PPI 同比创 2022 年下半年以来新高，主要由能源链条上涨推动，产能治理与 AI 相关行业亦有贡献。展望后续，PPI 走势需关注两个方面：一是北半球冬季取暖需求临近，原油与煤炭价格短期或维持高位，但 10 月采掘环比已由 7.7%回落至 2.8%，输入性涨价的边际动能在衰减；二是 10 月 28 日，8000 亿元新型政策性金融工具完成全

主要数据

上证指数	3634.353
沪深 300	4016.2897
深证成指	10968.7872

主要指数走势图



作者

郭鑫 分析师
SAC 执业证书：S0640522090002
联系电话：010-59562534
邮箱：guoxjr@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

相关研究报告

中航证券 REITS 跟踪月报-2026 年 10 月 —2026-11-13
产需回落，制造业 PMI 重回收缩区间——2026 年 10 月 PMI 数据点评 —2026-11-09
外贸动能持续走强，全年增长态势有望延续——2026 年 9 月进出口数据点评 —2026-10-25

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

部投放，产能治理与工具前期投放共同支撑建材价格企稳，投放完成有望进一步托底后续需求，但对终端价格的提振效果仍需观察资金转化和实物工作量形成的情况。预计 PPI 同比年内维持高位运行，2027 年随基数抬升中枢回落，若地缘局势进一步缓和，同比的回落节奏可能加快。

风险提示：国际油价波动加剧；国内消费复苏不及预期。

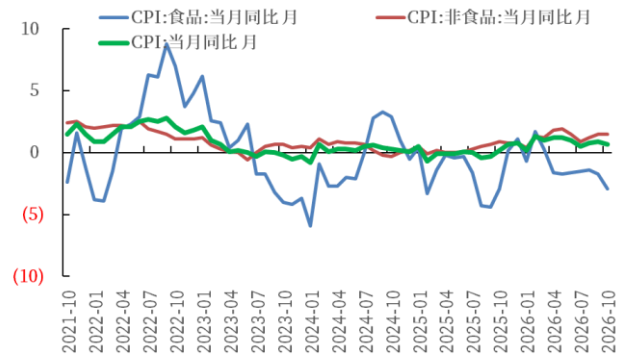
一、食品项拖累，CPI 环比归零弱于季节性

10 月 CPI 环比为 0，比过去十年同月均值低 0.14PCTS，整体表现弱于季节性。CPI 食品项环比-1.0%，CPI 非食品项环比+0.2%，两者对冲导致 CPI 环比持平。食品项中，鲜菜价格环比-5.8%；蛋类价格环比-5.2%；水产品价格环比-1.3%；猪肉价格环比-1.0%。食品价格下跌有两方面原因：秋季气候适宜，生鲜供给充裕；十一节后消费需求季节性回落。非食品项中，交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格环比分别为+1.0%、+0.3%和+0.1%；衣着、居住价格持平；其他用品及服务、生活用品及服务价格环比分别为-1.1%和-0.2%。10 月核心 CPI 环比持平，比过去十年同月均值低 0.09PCTS，核心价格动能弱于季节性，但并非各分项普遍疲弱。从服务与实物两个维度看，服务 CPI 环比上涨 0.1%，对核心 CPI 形成明确支撑；非食品、非能源实物商品价格则总体偏弱。具体看，实物商品价格的拖累主要来自黄金饰品和部分耐用品：黄金饰品价格环比下降 5.9%，家用器具、小汽车价格分别下降 1.1%和 0.2%；此外，西药、鞋类、卷烟和酒类价格均小幅下降 0.1%。上述商品价格走弱，抵消了服务价格以及通信工具等少数商品价格上涨形成的支撑，使核心 CPI 整体环比持平。10 月 CPI 同比+0.7%，较上月-0.2PCTS，略低于市场一致预期（+0.8%），CPI 食品项同比-2.9%，CPI 非食品项价格同比+1.5%，CPI 非食品项对 CPI 同比形成主要支撑，而食品项是本月读数回落的主要拖累。CPI 食品项同比-2.9%，较上月-1.2PCTS，其中变化相对大的有：鲜菜价格同比-16.9%，较上月-8.8PCTS，是食品项同比读数走弱的最大拖累项，或主要与去年同期基数偏高、今年秋季供应充足有关；鲜果价格同比-3.8%，较上月-2.3PCTS；蛋类价格同比+10.1%，较上月-4.2PCTS。CPI 非食品项价格同比+1.5%，与上月持平。一方面，国际油价高位运行，汽油价格同比上涨 22.4%、涨幅较上月扩大 5.8PCTS，影响 CPI 同比上涨约 0.63 个百分点；另一方面，扣除能源的工业消费品价格上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，服务价格上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。汽油涨幅扩大的上拉作用，与扣除能源的工业消费品、服务价格涨幅回落的下拉作用相互对冲，使非食品项同比读数持平。具体来看，10 月 CPI 非食品项中同比变化相对大的有：CPI 交通和通信项同比+5.5%，较上月+1.2PCTS；其他用品和服务价格同比+1.8%，较上月-4.1PCTS。10 月核心 CPI 同比为+0.8%，较上月-0.2PCTS，一方面，国际金价继续回落，其他用品和服务价格同比较上月-4.1PCTS，或是核心 CPI 同比回落的主要原因之一；另一方面，算力需求带来的半导体涨价仍在延续，通信工具价格同比+16.1%，较上月+1.8PCTS。

展望未来，CPI 同比或将继续窄幅波动，温和通胀格局大概率延续：一是四季度翘尾因素整体相对平稳，对同比的边际影响有限；二是猪肉同比降幅已经连续五个月收窄，但 10 月供应充足叠加节后需求回落，猪价环比结束连续三个月上涨、环比转为-1.0%，显示猪周期仍在磨底，年底需求或阶段性提振，但短期转为正向拉动仍需观察；三是 10 月份北半球冬季取暖需求上升，原油价格或维持高位，汽油对 CPI 同比的支撑仍在，但油价上涨的同比已处高位，进一步扩大的空间收窄；四是国补退坡对家电、

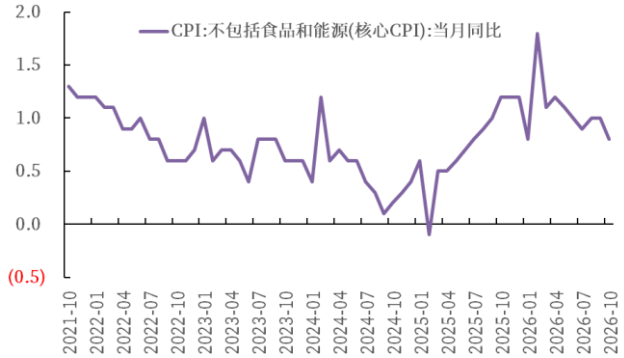
汽车等大宗消费价格形成短期制约，或是近期核心 CPI 价格走弱的原因之一。综合判断，四季度，低通胀和结构分化格局延续，CPI 同比或继续在低位运行。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 CPI 分项目同比和环比情况（%）

	2026-10	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
CPI:当月同比	0.70	0.90	0.80	0.50	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20
CPI:食品烟酒:当月同比	-1.60	-0.90	-0.70	-0.80	-0.80	-0.90	-0.80	0.40	1.40	-0.20	0.80	0.30	-1.60
CPI:衣着:当月同比	1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.40	1.50	1.60	1.90	1.90	1.70	1.90	1.70
CPI:居住:当月同比	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.20	0.00	0.10
CPI:生活用品及服务:当月同比	0.20	0.20	0.70	0.80	1.30	1.80	1.40	1.50	2.80	2.60	2.20	2.10	1.90
CPI:交通和通信:当月同比	5.50	4.30	2.50	0.40	4.10	5.40	4.60	0.90	-0.70	-3.40	-2.60	-2.30	-1.50
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.30	1.30	1.10	2.00	0.00	0.90	0.80	0.90
CPI:医疗保健:当月同比	2.40	2.70	2.70	2.90	2.30	2.10	2.20	1.90	1.90	1.70	1.80	1.60	1.40
CPI:其他用品和服务:当月同比	1.80	5.90	7.30	5.80	6.60	9.90	11.00	13.50	15.40	13.20	17.40	14.20	12.80
CPI:环比	0.00	0.20	0.40	-0.10	-0.30	-0.10	0.30	-0.70	1.00	0.20	0.20	-0.10	0.20
CPI:食品烟酒:环比	0.00	0.00	0.10	0.30	-0.10	-0.10	0.20	-0.70	0.70	0.30	0.20	-0.10	0.20
CPI:衣着:环比	0.00	0.60	-0.10	-0.40	-0.10	0.60	-0.30	0.40	-0.10	-0.20	0.00	0.70	0.00
CPI:居住:环比	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10
CPI:生活用品及服务:环比	-1.10	-0.20	-0.10	0.20	-3.00	0.30	0.20	0.00	-1.10	0.70	1.40	-3.00	-0.70
CPI:交通和通信:环比	-0.20	-0.30	-0.20	-0.20	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	0.30	0.10	-0.10	-0.10
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.00	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00
CPI:医疗保健:环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10
CPI:其他用品和服务:环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 CPI 分项目环比情况（%）

	除今年外的均值	2026-10	2025-10	2024-10	2023-10	2022-10	2021-10	2020-10	2019-10	2018-10	2017-10	2016-10
中国:CPI:环比	0.14	0.00	0.20	0.30	0.10	0.10	0.70	0.30	0.90	0.20	0.11	0.12
中国:CPI:不包括食品和能源(核心CPI):环比	0.09	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.20	0.00	0.10
中国:CPI:食品烟酒:环比	0.12	0.50	0.20	0.80	0.40	0.20	1.20	1.20	2.70	0.10	0.02	0.64
中国:CPI:衣着:环比	0.34	0.00	0.00	0.00	0.20	0.30	0.30	0.40	0.30	0.80	0.54	0.61
中国:CPI:居住:环比	0.09	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.40	0.10	0.00	0.20	0.24	0.16
中国:CPI:生活用品及服务:环比	0.11	0.20	0.20	0.10	0.10	0.30	0.30	0.10	0.10	0.10	0.18	0.07
中国:CPI:交通和通信:环比	0.04	1.00	0.20	0.70	0.00	0.40	1.00	0.20	0.10	0.60	0.24	0.06
中国:CPI:教育文化和娱乐:环比	0.09	0.30	0.30	0.20	0.00	0.20	0.20	0.60	0.10	0.00	0.35	0.32
中国:CPI:医疗保健:环比	0.18	0.10	0.30	0.00	0.00	0.00	0.20	0.10	0.10	0.20	0.24	0.61
中国:CPI:其他用品和服务:环比	0.34	1.10	3.80	1.10	0.10	0.40	0.10	1.70	0.10	0.30	0.23	0.59

资料来源：Wind，中航证券研究所

二、能源链主导 PPI 涨价

10 月 PPI 同比+5.7%，较上月+0.7PCTS，高于市场预期（+5.4%），PPIRM 同比+7.9%，较上月+1.0PCTS。10 月 PPI 生产资料同比+7.4%，较上月+0.9PCTS，PPI 生活资料同比-0.1%，与上月持平。生产资料与生活资料继续分化，上游价格弹性最强，向下逐级衰减，涨价仍主要集中在上游行业。涨跌幅较上月变化较大的行业主要有：石油和天然气开采业同比+35.0%，较上月+10.5PCTS；石油、煤炭及其他燃料加工业同比+29.9%，较上月+8.3PCTS；化学原料及化学制品制造业同比+16.4%，较上月+4.3PCTS；化学纤维制造业同比+16.0%，较上月+3.7PCTS。

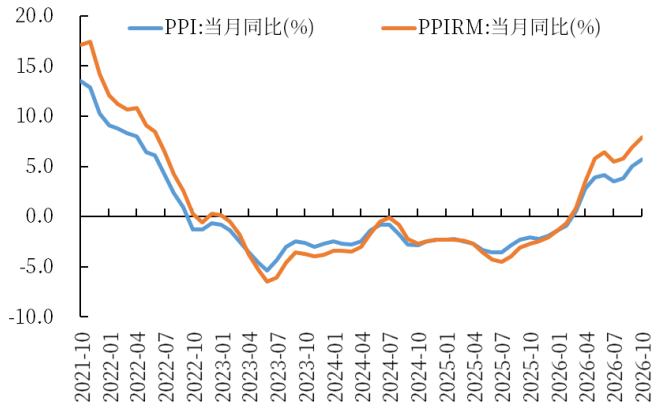
10 月 PPI 环比为+0.7%，环比运行主要有三方面特点：一是能源相关行业贡献最大，国际油价上行与迎峰度冬备煤用气需求共振；二是供给治理与产业升级带来局部改善；三是消费品制造环节则延续平稳。10 月 PPI 生产资料环比+0.9%，PPI 生活资料环比-0.1%。其中涨跌幅变化较大的行业主要有：石油、煤炭及其他燃料加工业环比+6.1%，石油和天然气开采业环比+6.0%，化学原料及化学制品制造业环比+3.1%。

分产业链线索来看，10 月 PPI 的结构性分化特征较为清晰。一是石油化工产业链：输入性涨价沿链条继续传导，但边际贡献由上游向中下游转移，上游石油和天然气开采业同比+35.0%、环比+6.0%，中游石油、煤炭及其他燃料加工业同比+29.9%、环比+6.1%，下游化学原料和化学制品制造业同比+16.4%、环比+3.1%、化学纤维制造业同比+16.0%、环比+2.4%，同比维度上游涨幅仍占优，环比边际上升价动能正向中下游化工扩散（化学原料、化纤环比加速），说明中下游承接能力受终端需求制约。二是煤炭产业链：环比动能逐步减弱，迎峰度冬备煤需求集中释放后节奏趋缓，上游煤炭开采和洗选业同比+36.6%、环比+2.7%；下游电力、热力生产和供应业同比-3.8%、环比-0.2%，价格层面未体现煤价向电价的传导，链条利润或仍集中于上游。三是地产基建产业链：地产开工端仍在走弱，上游黑色金属矿采选业同比-6.4%、环比-1.7%；中游黑色金属冶炼和压延加工业同比+0.4%、环比持平，10 月 28 日，8000 亿元新型政策性金融工具完成全部投放，有望对基建相关建材形成支撑，但链条价格修复的质量仍有待观察。四是消费品产业链：内需平淡下终端价格持续低迷，上游涨价难以向终端消费品传导，农副食品加工业同比-0.4%、环比+0.1%，食品制造业同比-1.0%、环比+0.1%，汽车制造业同比-1.8%、环比持平。五是高端制造与有色金属产业链：结构性支撑仍在但价格弹性边际收窄，计算机、通信和其他电子设备制造业同比+5.9%、环比+0.1%，环比涨幅较上月收窄 0.3PCTS，已经连续五个月持平或下降，有色金属矿采选业同比+16.3%（较上月-5.1PCTS）、环比+0.3%，环比涨幅较上月回落 1.3PCTS，同比读数仍在两位数区间，但边际动能逐渐衰减；有色金属冶炼和压延加工业同比+18.6%（较上月-2.8PCTS）、环比-0.1%，单月回落 1.6PCTS 并由正转负，AI 链条的持续性与有色的输入性支撑均在边际减弱。整体来看，10 月 PPI 涨价集中在上游能源资源品及 AI 相关链条，“上游强、下游弱”的成本推动型分化格局进一步持续。

10 月 PPI 同比创 2022 年下半年以来新高，主要由能源链条上涨推动，产能治理

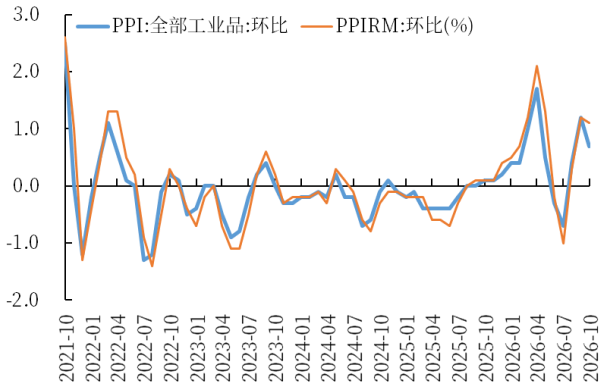
与 AI 相关行业亦有贡献。展望后续，PPI 走势需关注两个方面：一是北半球冬季取暖需求临近，原油与煤炭价格短期或维持高位，但 10 月采掘环比已由 7.7%回落至 2.8%，输入性涨价的边际动能在衰减；二是 10 月 28 日，8000 亿元新型政策性金融工具完成全部投放，产能治理与工具前期投放共同支撑建材价格企稳，投放完成有望进一步托底后续需求，但对终端价格的提振效果仍需观察资金转化和实物工作量形成的情况。预计 PPI 同比年内维持高位运行，2027 年随基数抬升中枢回落，若地缘局势进一步缓和，同比的回落节奏可能加快。

图5 PPI 和 PPIRM 同比走势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 PPI 和 PPIRM 环比走势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图7 PPI 分行业环比情况（%）

	2026-10	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
煤炭开采和洗选业	+2.7	+9.5	+2.8	+4.2	+5.6	+3.2	+1.9	+0.1	-0.5	-3.2	+1.3	+4.1	+1.6
石油和天然气开采业	+6.0	+10.4	+6.1	-9.2	-11.8	-0.1	+18.5	+15.8	+5.1	-2.2	-1.3	-2.4	-2.3
黑色金属矿采选业	-1.7	-1.3	-1.4	-1.9	-0.3	+0.9	+0.4	-0.9	-0.8	+0.4	0.0	+0.6	+0.9
有色金属矿采选业	+0.3	+1.6	-0.9	-2.1	-7.3	-1.4	+3.0	+5.4	+7.1	+5.7	+3.7	+2.6	+5.3
非金属矿采选业	+0.2	+0.1	-0.1	-0.3	-0.5	+0.4	+0.1	+0.4	-0.6	-0.1	-0.3	-0.3	+0.1
石油、煤炭及其他燃料加工业	+6.1	+8.4	-3.5	-6.0	-1.9	0.0	+16.4	+5.8	+0.4	-2.5	-0.6	-1.3	-0.5
黑色金属冶炼及压延加工业	0.0	+0.2	-0.9	-0.8	+0.4	+1.2	+0.6	+0.3	+0.1	+0.2	-0.1	-0.5	-0.7
有色金属冶炼及压延加工业	-0.1	+1.5	+0.8	-1.7	-0.1	+1.1	+0.2	+1.0	+4.6	+5.2	+2.8	+2.1	+2.4
化学原料及化学制品制造业	+3.1	+2.4	-0.1	-2.6	-2.0	+2.0	+8.3	+3.6	+1.3	+0.6	0.0	+0.6	+0.6
化学纤维制造业	+2.4	+2.1	+0.4	+0.3	+0.8	+1.5	+5.6	+3.4	+0.6	+0.4	-0.4	-0.3	+0.7
橡胶和塑料制品业	+0.7	+0.2	-0.3	-0.4	+0.5	+1.5	+1.7	+0.6	-0.3	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2
金属制品业	+0.1	+0.1	-0.1	-0.2	+0.4	+0.1	0.0	+0.3	+0.3	+0.3	+0.2	0.0	0.0
非金属矿物制品业	+0.8	+0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	+0.1	0.0	+0.1
通用设备制造业	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0	0.0	0.0	+0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	-0.1	0.0	-0.1
汽车制造业	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	0.0	-0.2	+0.1	-0.5	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	+0.1	+0.4	+0.6	+0.6	+0.7	+0.6	+0.6	+0.7	+0.6	+0.5	-0.1	+0.1	+0.1
医药制造业	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	+0.4	+0.4	-0.1	-0.6	+0.9	-0.2	+0.4	+0.2
农副食品加工业	+0.1	+0.5	+0.1	0.0	+0.4	+0.4	+0.4	-0.1	+0.2	+0.3	-0.2	-0.1	+0.2
食品制造业	+0.1	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	+0.2	+0.4	+0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-3.5	+1.0	-0.7	0.0	0.0	-1.4	-0.1	-0.1	-0.1
烟草制品业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	0.0	+0.1	0.0
纺织业	+0.2	+0.2	+0.1	-0.1	+0.2	+0.7	+0.7	+0.5	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0
纺织服装、服饰业	0.0	+0.1	+0.2	-0.3	0.0	+0.2	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	+0.2	0.0	-0.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	+0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5
造纸及纸制品业	-0.4	-0.4	-0.2	+0.9	+0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.9	-1.7	+0.4	+1.4	+1.0
印刷业和记录媒介的复制	+0.2	0.0	+0.1	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
电力、热力的生产和供应业	-0.2	-0.2	+0.3	-0.5	-0.9	+0.3	-0.7	+1.4	-3.9	+0.1	+1.0	-0.2	-0.2
燃气生产和供应业	+1.5	+0.9	-0.1	-0.2	+0.6	+2.2	+0.8	0.0	0.0	0.0	+1.2	+0.7	-0.5
水的生产和供应业	+0.1	0.0	+0.1	0.0	-0.6	+0.2	0.0	+0.2	-0.1	+0.1	0.0	+0.1	+0.1

资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

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。

行业的投资评级如下：

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。

研究团队介绍汇总：

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。

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

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。**本报告仅供中航证券客户使用，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或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

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。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637