

经济渐入稳态，风偏继续提升

——2026年经济与资产展望

大类资产首席分析师：孙付
SAC NO: S1120520050004

2025年11月4日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

经济基本面展望：

● 2026是“十五五”开局之年，技术革命浪潮风起云涌、科技自强自立迈向新征程，中国经济的全要素劳动生产率和产业竞争力将继续提升，供给端优势将进一步显现。

外需：产业和产品的较强竞争力是支撑，中美经贸关系步入阶段性缓和，出口多元化格局进一步塑造，汇率保持相对弹性，出口有望总体稳定。

内需：扩大内需是战略基点，短期政策刺激和长期机制完善将共同促内需。财政和货币政策将继续积极加码发力支持消费和有效投资。统一大市场建设和要素市场化改革将清理内需扩张障碍，增进内需潜能。

● 物价：在食品价格企稳、文娱消费延续回升、反内卷破除恶性价格竞争下，2026年物价将回升，预计CPI中枢0.6%，PPI中枢-0.8%，下半年GDP平减指数将转正。

● GDP增速：综合经济增长趋势特征与宏观政策效能，预计2026年实际GDP增速在4.5%附近，名义GDP增速约4.7%，名义增速回升将带动居民收入和企业盈利改善。

政策展望：

预计2026年财政政策延续积极给力，赤字率在4%，支出节奏高效并向民生保障领域倾斜。货币金融政策：银行存款迎来一轮重定价，负债端成本将显著下行，为资产端利率下降提供空间，利于降低实体经济融资成本，巩固房地产市场。

资产展望：人民币汇率稳定、名义GDP增速回升下，市场风险偏好将继续有所上升。

汇率：出口商品的较强竞争力，人民币在跨境贸易金融交易中占比的快速上升，将使得人民币呈现“稳中偏强”。

中债利率：货币政策延续宽松，短端利率平稳；物价企稳改善，长债利率易上难下。

股票：汇率稳定，名义GDP增速回升带动企业盈利改善，市场风险偏好有望继续提升，看好股票资产。

● 风险提示：地缘冲突等影响



1. 经济基本面分析与展望

1.1 趋势与结构

1.2 高频新变化

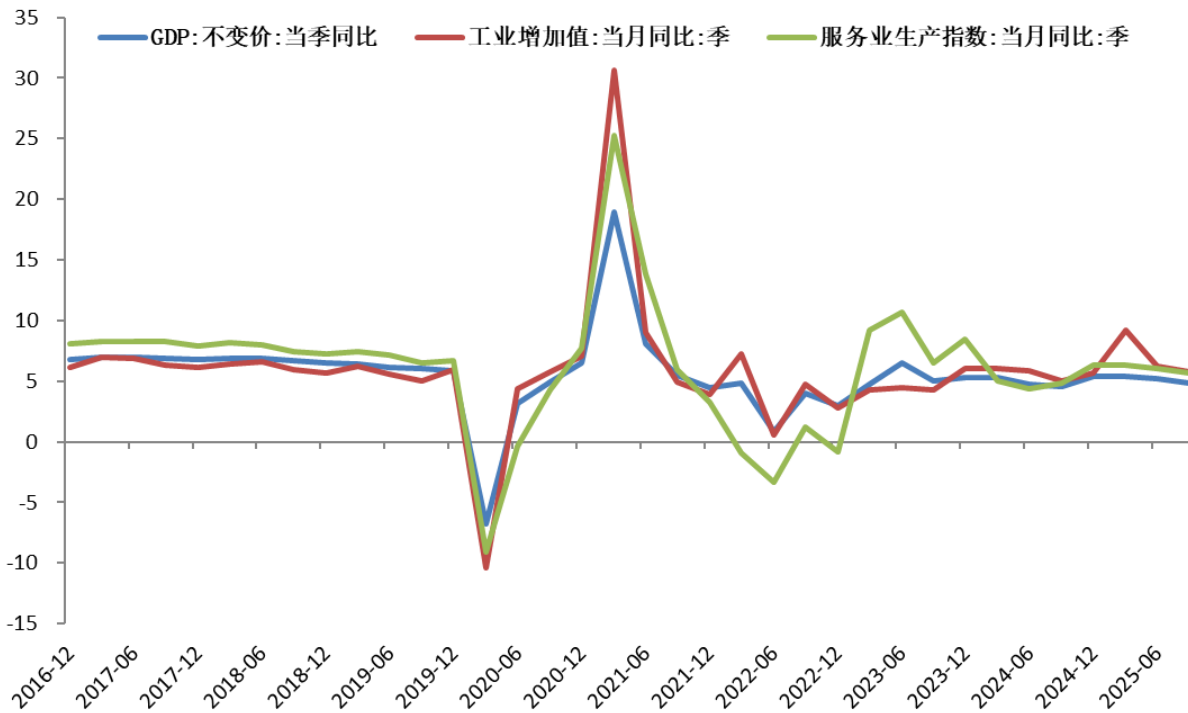
世界经济概览：IMF预测

| | 经济增速预测 (GDP: %) | | 通胀水平预测 (CPI: %) | |
|--------------------|-----------------|------------|-----------------|------------|
| | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| 发达经济体 | 1.6 | 1.6 | 2.5 | 2.2 |
| 美国 | 2 | 2.1 | 2.7 | 2.4 |
| 欧元区 | 1.2 | 1.1 | 2.1 | 1.9 |
| 德国 | 0.2 | 0.9 | 2.1 | 1.8 |
| 法国 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.5 |
| 意大利 | 0.5 | 0.8 | 1.7 | 2 |
| 西班牙 | 2.9 | 2 | 2.4 | 2 |
| 日本 | 1.1 | 0.6 | 3.3 | 2.1 |
| 英国 | 1.3 | 1.3 | 3.4 | 2.5 |
| 加拿大 | 1.2 | 1.5 | 2 | 2 |
| 其他发达经济体 | 1.6 | 1.8 | 2.3 | 2.1 |
| 新兴市场和发展中经济体 | 4.2 | 4 | 5.3 | 4.7 |
| 亚洲 (新兴发展) | 5.2 | 4.7 | 1.3 | 2.1 |
| 中国 | 4.8 | 4.2 | 0 | 0.7 |
| 印度 | 6.6 | 6.2 | 2.8 | 4 |
| 欧洲 (新兴发展) | 1.8 | 2.2 | 13.5 | 9.3 |
| 俄罗斯 | 0.6 | 1 | 9 | 5.2 |
| 拉美和加勒比地区 | 2.4 | 2.3 | 7.6 | 5 |
| 巴西 | 2.4 | 1.9 | 5.2 | 4 |
| 墨西哥 | 1 | 1.5 | 3.9 | 3.3 |
| 中东和中亚 | 3.5 | 3.8 | 10.9 | 9.5 |
| 沙特阿拉伯 | 4 | 4 | 2.1 | 2 |
| 撒哈拉以南非洲 | 4.1 | 4.4 | 13.1 | 10.9 |
| 尼日利亚 | 3.9 | 4.2 | 23 | 22 |
| | | | | 3.7 |

资料来源：IMF《世界经济展望》(2025,10)、华西证券研究所

经济增长：趋势与结构特征

- 考察相对稳态下经济增速的变化态势，伴随经济体量的扩大，经济增速呈现缓步降台阶。
- 预计当前季度GDP环比中枢在1.1%附近，GDP同比在4.5%附近。
- 从生产供给端看经济增长，近期GDP增速较工业增加值和服务业生产指数增速偏低，主要是建筑业和农业（合计占GDP比重约14.5%）增速较低。
- 近期工业增加值增速较服务业生产指数增速高，货物出口高增速是重要原因。



| | 2012-2013年 | 2014年 | 2015-2017年 | 2018年 | 2019年 | 2023Q3-2024Q4 | 2025年 (E) | 2026年 (E) |
|---------------|------------|---------|------------|---------|---------|---------------|-----------|-----------|
| GDP季度同比区间 (%) | 7.5-8.0 | 7.3-7.7 | 6.7-7.1 | 6.5-6.9 | 5.8-6.4 | 4.6-5.4 | 4.5-5.4 | 4.4-4.6 |
| GDP季度同比均值 (%) | 7.8 | 7.5 | 6.9 | 6.8 | 6.1 | 5.0 | 5.0 | 4.5 |
| GDP季度环比区间 (%) | 1.6-2.1 | 1.7-1.9 | 1.5-1.9 | 1.2-1.9 | 0.9-1.8 | 0.8-1.6 | 1.0-1.2 | 1.0-1.2 |
| GDP季度环比均值 (%) | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |

资料来源：，华西证券研究所

中国经济特征及展望

➤ **供给端强于需求端**：受技术突破并持续创新、丰富的人才资源、制造业政策支持等影响，中国经济产业竞争力强、劳动生产率高、产能具有显著规模效应，这是中国产品在关税压力之下仍具有较强国际竞争优势的基础，带来了出口增速持续超预期增长，工业增加值及服务业生产指数保持较高增速。

➤ **需求端：内需偏弱**

消费：受名义GDP增速放缓影响，居民收入增速亦有所回落；在收入增速放缓中，居民边际储蓄倾向上升，消费支出偏弱。

投资：受PPI持续低迷影响，相当一部分企业盈利承压，产能扩张意愿不足；另外，企业出海也带动部分产能向海外转移，这都导致制造业投资增速放缓；严控隐债、土地出让收入下滑，基建项目从传统“铁公机”向民生类社会基础设施转变，项目种类与体量有变化；受房地产销售收缩影响，房企资金压力大，房地产新开工和投资下滑较为明显。

出口：中国制造商品竞争力较强，出口区域结构调整，相对有弹性的汇率，出口表现出较强韧劲。

➤ 2026年，伴随银行负债端定期存款到期重定价（利率下降），预计在LPR等政策利率引导下银行资产端贷款利率将继续回落，降低居民和企业债务负担，对房地产销售和企业融资需求形成支持。下半年经济动能将有所增强。

➤ 2026年，财政政策有望继续保持积极给力状态，狭义和广义赤字率将保持较为显著扩张状态。财政政策将继续加大对消费的补贴支持，提高民生保障水平，支持“两重”项目建设。

2026年经济增速预测（实际）：同比约4.5%

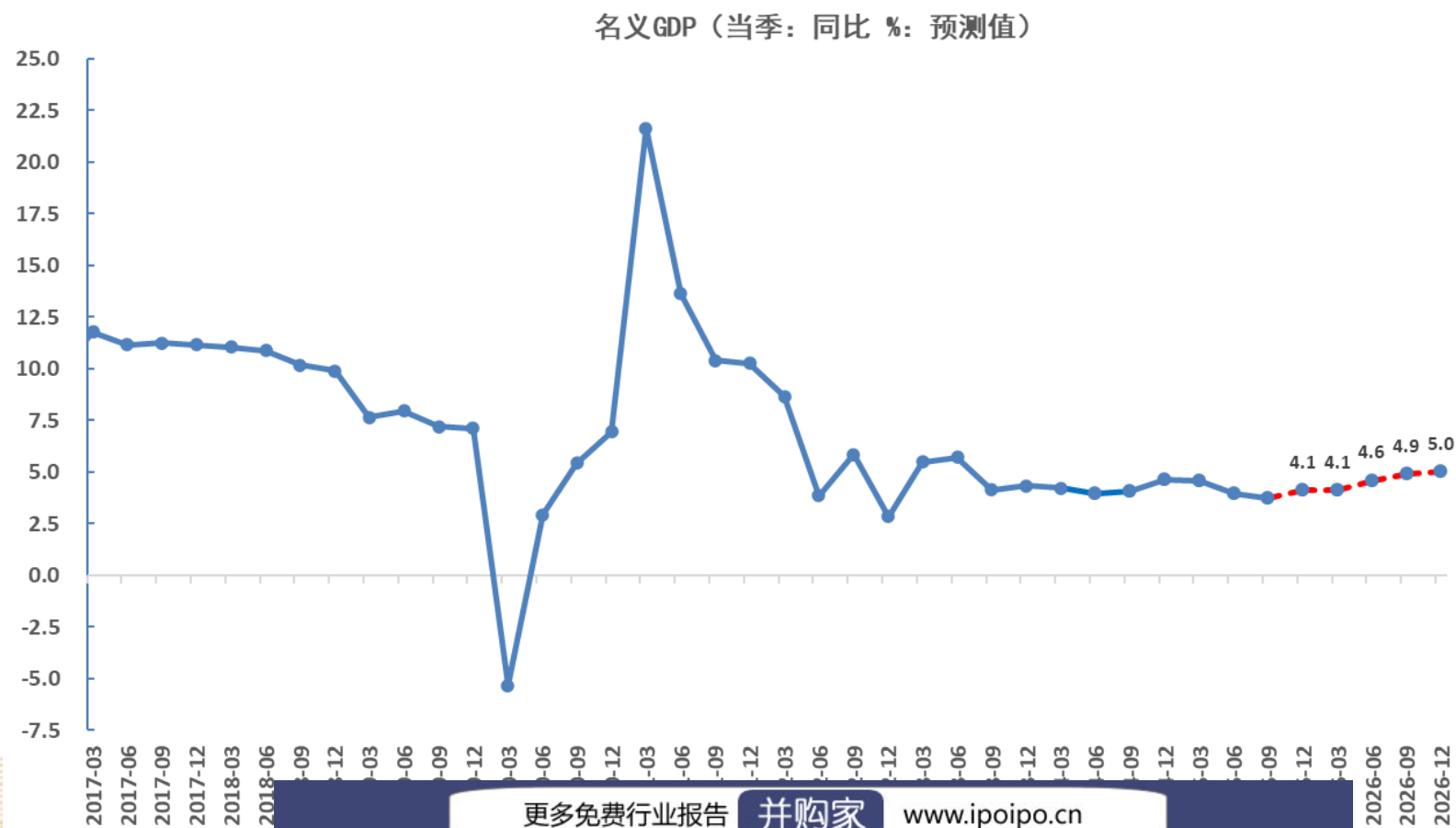
- 2026年四个季度实际GDP同比分别为4.4%、4.5%、4.5%和4.6%；全年增速同比4.5%。（四个季度环比为：1.0%、1.1%、1.1%和1.2%）
- 预计2026年实际经济增速将在4.5%附近窄幅波动，呈现稳态特征。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

2026年经济增速预测（名义）：同比约4.7%

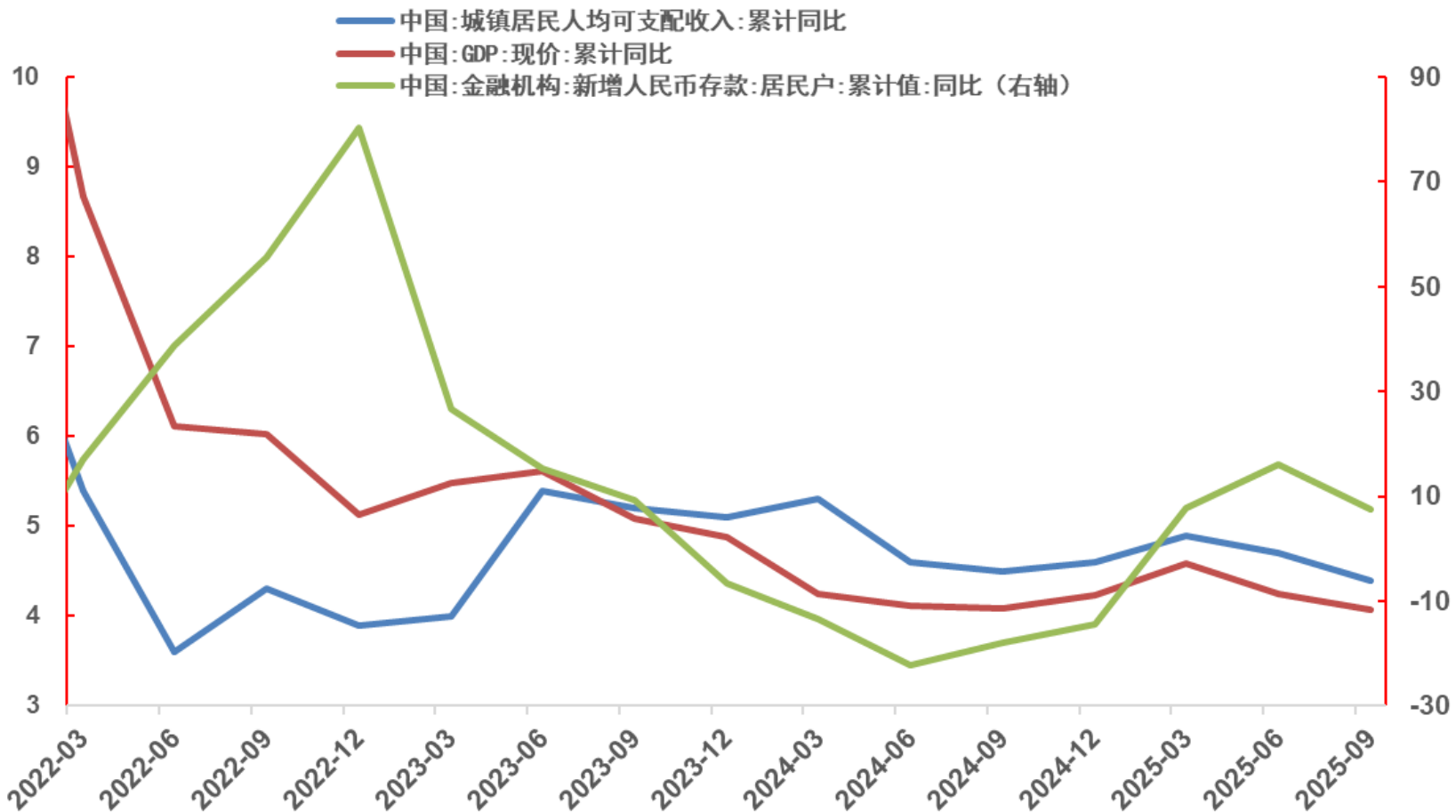
- 预计2026年四个季度名义GDP同比分别为4.1%、4.6%、4.9%和5.0%；全年增速同比4.7%。
- 预计2026年四个季度GDP平减指数同比分别为-0.3%、-0.1、0.4%和0.4%；全年为0.2%。
- 伴随名义GDP增速回升，企业盈利将获得改善。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

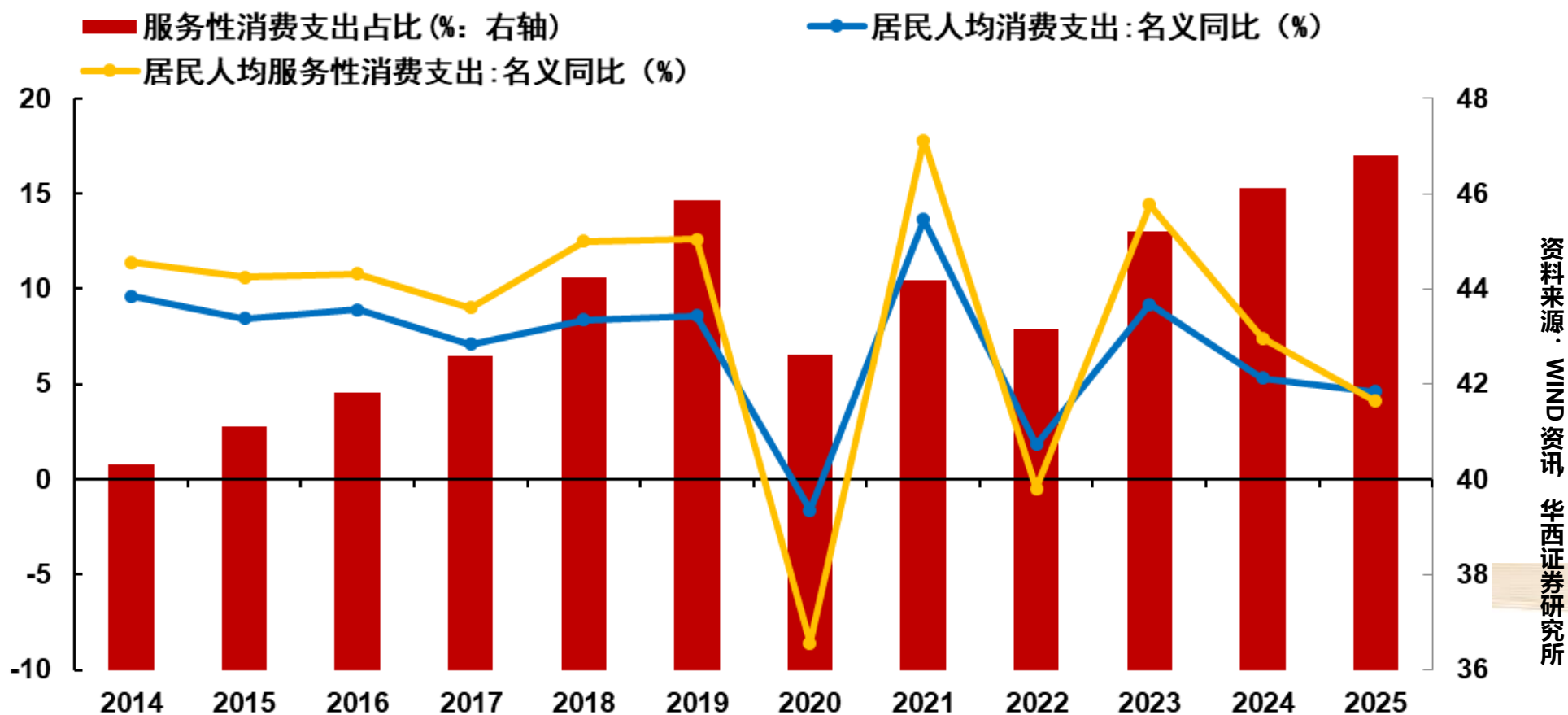
消费：收入约束与消费意愿

- 居民可支配收入增速与名义GDP增速基本同步，名义GDP增速放缓将伴随居民名义可支配收入增速放缓。
- 在收入放缓中，居民储蓄增速回升，反映居民储蓄倾向提升，消费支出偏弱。



消费结构：服务消费占比上升，且空间仍大

- 伴随经济发展，中国居民的消费结构也在变化：服务性消费占比持续在提升（剔除异常冲击时期）。
- 参考主要发达经济体消费结构看，中国服务消费占比提升空间仍大。美国服务消费占比约65%。



消费前景：提高居民消费率

● 能消费：提高收入与消费能力。

核心是提升劳动报酬占GDP比重，居民收入增长与劳动生产率增长同步；提高低收入群体（消费倾向高）可支配收入。

● 敢消费：全生命周期保障托底。

构建“0岁到老年”全覆盖保障体系，包括0-3岁育儿补贴（从300元/月向覆盖奶粉、保姆费方向探索）、3-6岁免费育儿、免费教育向高中及部分大学专业延伸，降低“养孩、养老、教育”的后顾之忧。

● 愿消费：创造新场景与开放机遇。

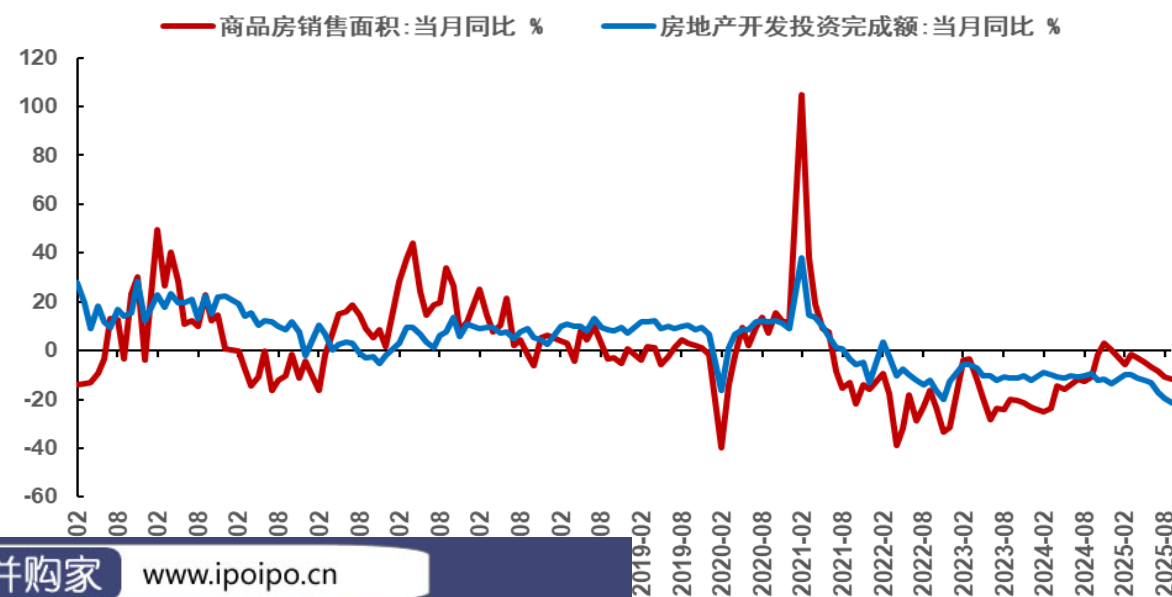
国内场景：发展夜经济、低空经济（私人飞机、跳伞等高端消费）、文娱消费，激活高收入群体消费潜力；破除消费卡点（如车辆限购限行），释放刚需。

国际场景：扩大“单方面免签”范围（针对数十个国家），吸引外国游客消费，参考“免签后入境游客半年增长40%-50%”的案例，以政策创新撬动增量消费，无需额外财政投入。

投资：增速降台阶

- 上一轮信贷扩张带动的投资扩张渐入尾声，制造业投资增速回落。
- 地方债务严管理，土地出让收入疲弱，叠加基建转型、优化，向民生基础设施倾斜，投资放缓。
- 房地产销售收缩，房屋新开工及投资负增长。
- “反内卷”下，部分产能冗余行业投资减缓对制造业投资带来影响；财政资金拨付节奏也会对基建投资产生影响。

— 主要金融机构：本外币：中长期贷款余额：工业：同比
— 固定资产投资完成额：第二产业：累计同比：季
— 固定资产投资完成额：制造业：累计同比：季



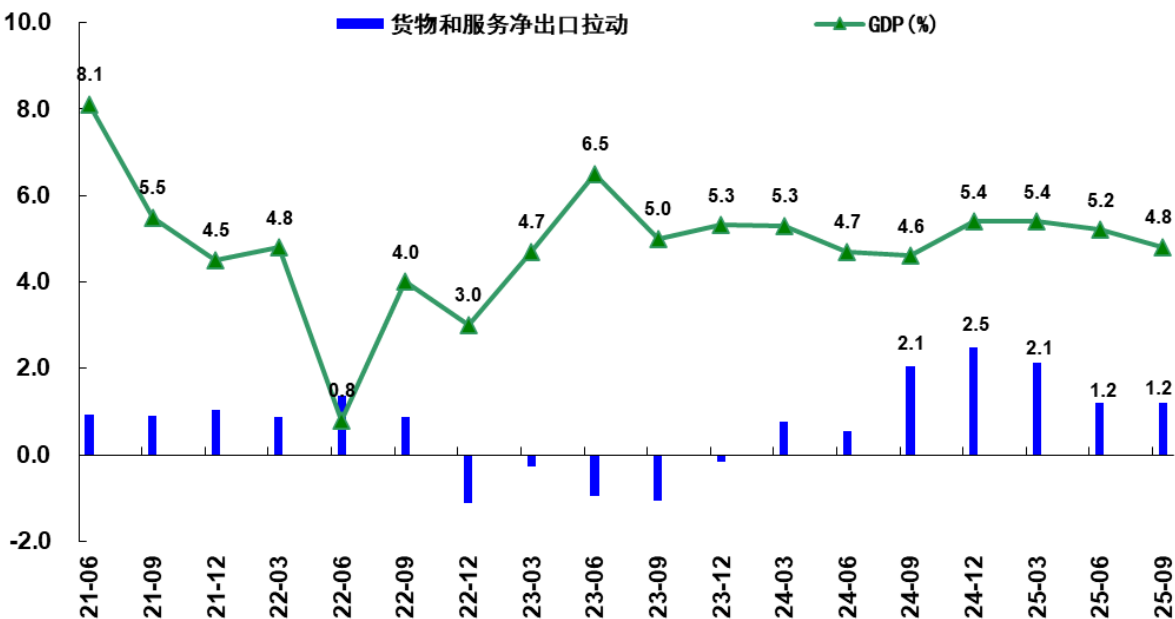
出口：韧劲的来源与持续性

● 尽管面临美国关税逆风，中国出口韧劲较强。高效劳动生产率与规模效应下的较强产品竞争力、出口区域多元化、灵活的汇率政策都对出口提供对冲力。另外，关税阶段性缓和窗口下的“抢出口”也是重要因素。

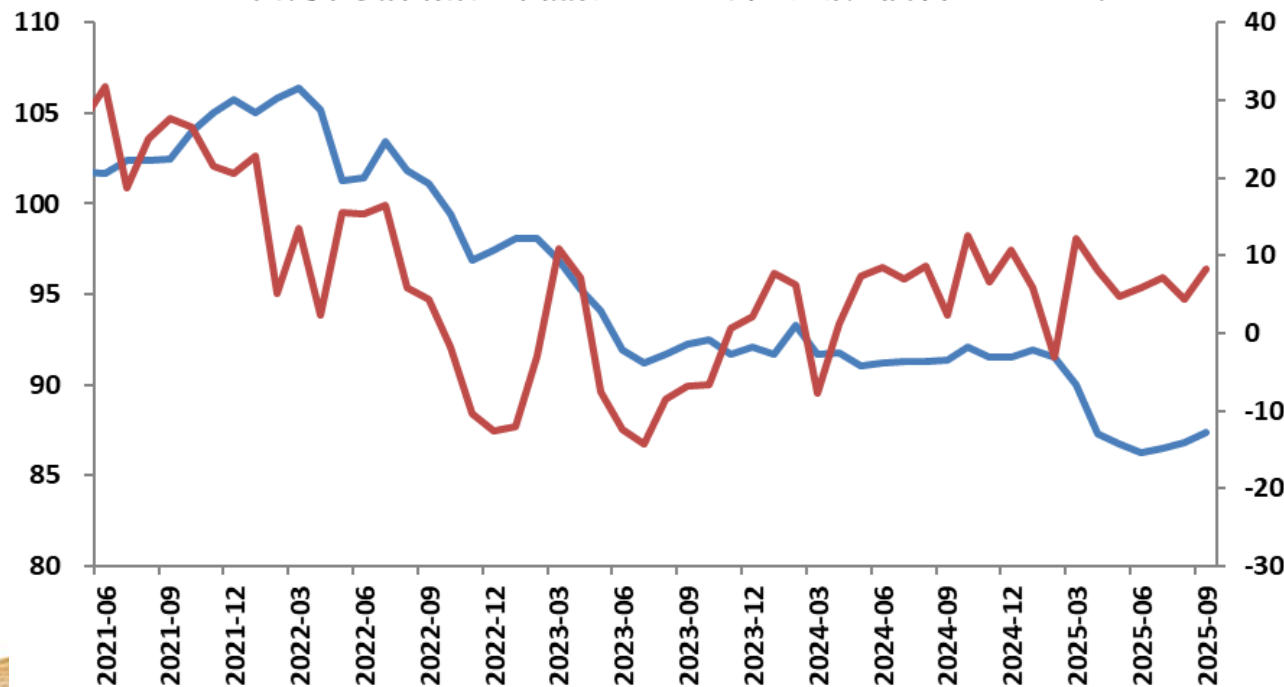
● 上述前三个因素会持续对中国出口形成支撑，而最后的因素弱化后将对出口带来一定弱化影响。

净出口对GDP增长拉动

■ 货物和服务净出口拉动 ▲ GDP (%)



— 人民币:实际有效汇率指数 — 出口金额:当月同比 (%) (右轴)



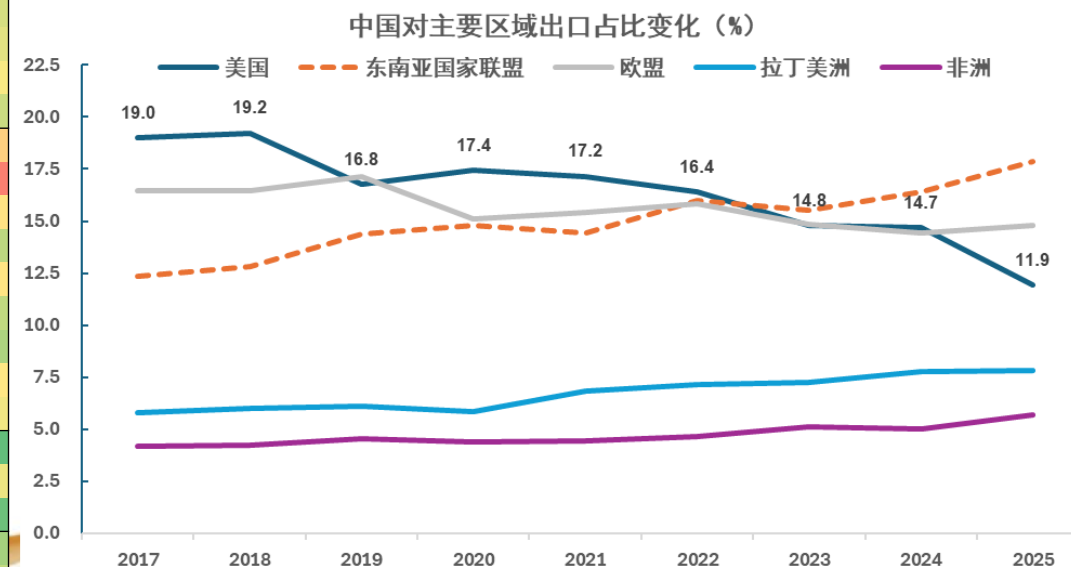
中国出口区域结构变化

| | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 北美洲 | 13.27 | 15.98 | 16.14 | 17.93 | 18.70 | 19.07 | 18.23 | 20.66 | 20.38 |
| 美国 | 11.92 | 14.67 | 14.81 | 16.41 | 17.16 | 17.44 | 16.75 | 19.24 | 18.99 |
| 加拿大 | 1.34 | 1.30 | 1.33 | 1.52 | 1.53 | 1.63 | 1.48 | 1.41 | 1.39 |
| 墨西哥 | 2.40 | 2.52 | 2.41 | 2.19 | 2.01 | 1.73 | 1.86 | 1.77 | 1.59 |
| 亚洲 | 50.45 | 48.23 | 47.84 | 48.00 | 46.99 | 47.53 | 48.83 | 47.78 | 48.44 |
| 中国香港 | 8.31 | 8.14 | 8.13 | 8.39 | 10.44 | 10.53 | 11.16 | 12.15 | 12.34 |
| 中国澳门 | 0.10 | 0.11 | 0.11 | 0.12 | 0.10 | 0.09 | 0.12 | 0.12 | 0.14 |
| 中国台湾 | 2.16 | 2.10 | 2.03 | 2.30 | 2.33 | 2.32 | 2.20 | 1.96 | 1.94 |
| 日本 | 4.30 | 4.25 | 4.66 | 4.88 | 4.94 | 5.51 | 5.73 | 5.91 | 6.07 |
| 韩国 | 3.92 | 4.09 | 4.41 | 4.59 | 4.43 | 4.34 | 4.44 | 4.37 | 4.54 |
| 印度 | 3.61 | 3.37 | 3.48 | 3.34 | 2.90 | 2.58 | 2.99 | 3.08 | 3.01 |
| 东南亚国家联盟 | 17.84 | 16.40 | 15.50 | 16.01 | 14.41 | 14.82 | 14.38 | 12.84 | 12.33 |
| 越南 | 5.15 | 4.53 | 4.07 | 4.15 | 4.11 | 4.39 | 3.92 | 3.37 | 3.14 |
| 马来西亚 | 2.86 | 2.84 | 2.59 | 2.64 | 2.35 | 2.18 | 2.09 | 1.83 | 1.84 |
| 印度尼西亚 | 2.24 | 2.14 | 1.93 | 2.01 | 1.81 | 1.58 | 1.83 | 1.74 | 1.54 |
| 泰国 | 2.80 | 2.41 | 2.24 | 2.21 | 2.07 | 1.95 | 1.82 | 1.72 | 1.71 |
| 新加坡 | 2.28 | 2.22 | 2.28 | 2.29 | 1.65 | 2.22 | 2.19 | 1.98 | 1.99 |
| 菲律宾 | 1.55 | 1.46 | 1.55 | 1.82 | 1.71 | 1.62 | 1.63 | 1.41 | 1.42 |
| 欧洲 | 20.47 | 20.66 | 21.08 | 21.02 | 20.88 | 20.69 | 19.99 | 19.09 | 18.96 |
| 欧盟 | 14.79 | 14.44 | 14.83 | 15.85 | 15.44 | 15.10 | 17.15 | 16.43 | 16.44 |
| 德国 | 3.14 | 2.99 | 2.98 | 3.28 | 3.43 | 3.35 | 3.19 | 3.12 | 3.14 |
| 法国 | 1.27 | 1.24 | 1.23 | 1.29 | 1.37 | 1.43 | 1.32 | 1.23 | 1.22 |
| 荷兰 | 2.50 | 2.55 | 2.96 | 3.32 | 3.05 | 3.05 | 2.96 | 2.93 | 2.97 |
| 意大利 | 1.31 | 1.29 | 1.32 | 1.44 | 1.30 | 1.27 | 1.34 | 1.33 | 1.29 |
| 西班牙 | 1.22 | 1.14 | 1.18 | 1.18 | 1.08 | 1.06 | 1.08 | 1.00 | 1.01 |
| 英国 | 2.23 | 2.21 | 2.31 | 2.30 | 2.59 | 2.80 | 2.50 | 2.27 | 2.51 |
| 俄罗斯 | 2.61 | 3.23 | 3.28 | 2.15 | 2.01 | 1.95 | 1.99 | 1.93 | 1.90 |
| 大洋洲 | 2.35 | 2.43 | 2.61 | 2.67 | 2.40 | 2.50 | 2.33 | 2.30 | 2.26 |
| 澳大利亚 | 1.90 | 1.98 | 2.18 | 2.22 | 1.98 | 2.06 | 1.93 | 1.90 | 1.83 |
| 新西兰 | 0.20 | 0.22 | 0.23 | 0.26 | 0.26 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
| 拉丁美洲 | 7.82 | 7.75 | 7.25 | 7.14 | 6.82 | 5.82 | 6.08 | 5.98 | 5.78 |
| 巴西 | 1.88 | 2.02 | 1.75 | 1.75 | 1.60 | 1.35 | 1.42 | 1.35 | 1.28 |
| 阿根廷 | 0.37 | 0.26 | 0.32 | 0.36 | 0.32 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.40 |
| 非洲 | 5.70 | 5.00 | 5.11 | 4.64 | 4.42 | 4.41 | 4.53 | 4.22 | 4.19 |
| 南非 | 0.58 | 0.61 | 0.70 | | | | | | |
| 埃及 | 0.50 | 0.47 | 0.44 | | | | | | |

● 自2018年贸易战后，中国出口区域结构发生较大变化。呈现多元化、分散化态势。

● 对美国出口占比较显著下降，从约20%降至约12%。对欧盟出口占比亦有所下降。

● 对东盟、拉美、非洲，以及印度和俄罗斯出口与占比提升。



注：2025年数据截止上半年。

2026年经济主要指标预测

表：2026年主要宏观经济指标预测（亿元 %）

| 年份 | GDP (%) | 物价 | | 工业增加值 (%) | 服务业生产指数 (%) | 消费品零售增速 | | 固定资产投资增速 | | | | 进出口 | | | 流动性 | | |
|--------|---------|--------|--------|-----------|-------------|------------|------------|----------|---------|--------|---------|--------|--------|------------|-------------|------------|-------------|
| | | CPI(%) | PPI(%) | | | 消费名义增速 (%) | 消费实际增速 (%) | 整体 (%) | 房地产 (%) | 基建 (%) | 制造业 (%) | 出口 (%) | 进口 (%) | 贸易差额 (亿美元) | 新增信贷规模 (亿元) | 社融余额增速 (%) | 新增社融规模 (亿元) |
| 2026年E | 4.5 | 0.6 | -0.8 | 5.5 | 5.3 | 5.0 | 4.5 | 2.0 | -10 | 5.0 | 3.5 | 0.0 | 0.0 | 11843 | 175000 | 8.0 | 355000 |
| 2025年E | 5.0 | 0.0 | -2.6 | 6.0 | 5.5 | 4.5 | 4.5 | 0.0 | -13.5 | 3.5 | 4.0 | 5.0 | -0.5 | 11843 | 175000 | 8.5 | 350000 |
| 2024年 | 5.0 | 0.2 | -2.2 | 5.8 | 5.2 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | -10.6 | 9.2 | 9.2 | 5.9 | 1.1 | 9921.6 | 180900 | 8.0 | 322558 |
| 2023年 | 5.2 | 0.2 | -3 | 4.6 | 8.1 | 7.2 | 6.8 | 3 | -9.6 | 8.2 | 6.5 | -4.6 | -5.5 | 8221 | 227400 | 9.5 | 356000 |
| 2022年 | 3 | 2.0 | 4.2 | 3.6 | -0.1 | -0.2 | -2.8 | 5.1 | -10 | 11.5 | 9.1 | 5.6 | 0.7 | 8379 | 213000 | 9.6 | 320000 |
| 2021年 | 8.4 | 0.9 | 8.0 | 9.6 | 13.1 | 12.5 | 10.7 | 4.9 | 4.4 | 0.2 | 13.5 | 29.6 | 30 | 6704 | 199462 | 10.3 | 313500 |
| 2020年 | 2.2 | 2.5 | -1.8 | 2.8 | 0 | -3.9 | -5.2 | 2.9 | 7 | 3.4 | -2.2 | 3.6 | -0.6 | 5240 | 196382 | 13.3 | 348634 |
| 2019年 | 6.0 | 2.9 | -0.3 | 5.7 | 6.9 | 8 | 6 | 5.4 | 9.9 | 3.3 | 3.1 | 0.5 | -2.7 | 4217.5 | 168171 | 10.7 | 256735 |
| 2018年 | 6.7 | 2.1 | 3.5 | 6.2 | 7.7 | 9 | 6.9 | 5.9 | 9.5 | 1.8 | 9.5 | 10 | 16 | 3509 | 161663 | 10.3 | 224900 |
| 2017年 | 6.9 | 1.6 | 6.3 | 6.6 | 8.2 | 10.2 | 9 | 7.2 | 7.0 | 15 | 4.8 | 8 | 16 | 4195.5 | 135300 | 14.1 | 261500 |
| 2016年 | 6.8 | 2.0 | -1.4 | 6 | -- | 10.4 | 9.6 | 8.1 | 6.9 | 15.7 | 4.2 | -7.7 | -5.5 | 5100 | 126500 | 17.8 | 272300 |

注明：截至2025年9月，

资料来源： 资讯，华西证券研究所

工业增加值：当月同比6.5%，累计同比6.2%；**服务业生产指数：**当月同比5.6%，累计同比5.9%；

名义社零：当月同比3.0%，累计同比4.5%；**服务零售：**累计同比5.2%；

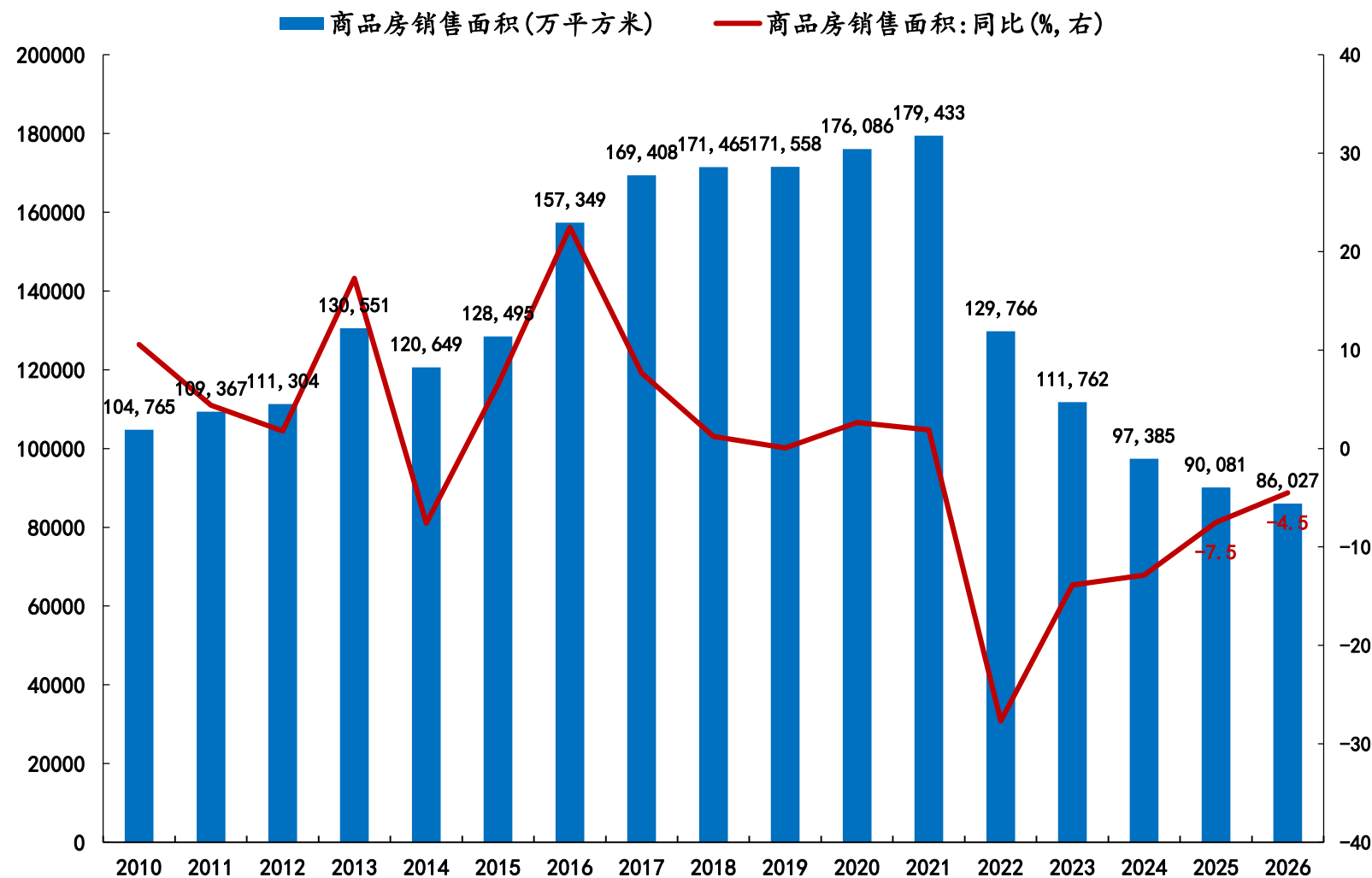
固定资产投资：累计增速-0.5%，其中，制造业4.0%，房地产开发投资-13.9%，基建（含电力）3.3%；

出口：当月同比8.3%，累计同比6.1%；**进口：**当月同比7.4%，累计同比-1.1%。

信用扩张：累计新增信贷规模14.75万亿元，累

持续用力推动房地产市场止跌回稳

图：房地产销售面积及增速(万平方米, %)



2025年商品房销售开局良好，但仍面临挑战：

- 1) 库存压力较大。截至2025年9月底，商品房待售面积达75928万平方米。
- 2) 居民收入预期仍偏弱。中指研究院的居民置业调查显示，收入不稳定是影响购房意愿的主要因素。
- 3) 二手房市场“以价换量”效应显著，可能分流部分新房市场需求。

2025年房地产销售开局表现良好，不过进入下半年后，销售修复节奏有所放缓。从整体趋势来看，市场仍处于逐步回稳的阶段，预计全年销售面积同比下降7.5%。

2026年全年销售展望：

伴随政策进一步加力，居民就业与收入改善，叠加房地产市场低基数效应，预计商品房销售降幅将进一步收窄，全年销售面积同比下降4.5%。

反内卷：进入第二阶段

- 在经历7月“反内卷”第一阶段商品价格快速上涨后，市场从情绪中解脱，逐渐回归基本面逻辑，开始聚焦反内卷政策的实际落地效果，以及其对商品供需格局产生的实质性影响。
- 8月以来，多数与“反内卷”相关的商品期货价格显著回落。往后看，“反内卷”对物价的影响，仍需通过改善供需关系的渠道来实现，其最终效果或将是结构性与温和的。
- 8月15日，经济日报刊发文章《“反内卷”不会推动物价普遍上涨》，指出“反内卷”的目的是治理部分领域的低价无序竞争，而不是推升物价。市场经济条件下，供需关系是决定价格最根本的因素。
- 10月20日，国新办介绍和解读党的二十届四中全会精神新闻发布会上，再次指出“十五五”时期，将“灵活运用市场化法治化手段，在市场失灵的领域及时出手，坚决遏制低价恶性竞争、企业账款严重拖欠等行为”。

| 商品类别 | 商品名称 | 加权指数 | | | | | 7月以来累计涨跌幅(%) |
|------|-------|----------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| | | 10月涨跌(%) | 9月涨跌(%) | 8月涨跌(%) | 7月涨跌(%) | 6月涨跌(%) | |
| 建材 | 玻璃 | -10.98 | 3.15 | 1.94 | 13.55 | 3.09 | -10.07 |
| | 原木 | -7.23 | -0.43 | -0.23 | 4.67 | 2.17 | -6.89 |
| | 沥青 | -0.29 | -1.57 | -4.17 | 3.06 | 3.45 | -2.71 |
| 新能源 | 工业硅 | -0.59 | 2.61 | -3.43 | 9.30 | 12.13 | 3.78 |
| | 碳酸锂 | 11.62 | -6.28 | 11.79 | 10.30 | 4.02 | 29.42 |
| | 多晶硅 | 2.67 | 4.16 | 1.33 | 52.33 | -5.67 | 53.71 |
| 化工 | 尿素 | -1.56 | -4.57 | 1.07 | 1.27 | -3.16 | -5.95 |
| | 纯碱 | -2.04 | -3.31 | 0.71 | 8.77 | -1.13 | -6.53 |
| | 烧碱 | -5.92 | -4.85 | 3.29 | 11.26 | -5.44 | -0.96 |
| | PTA | 0.39 | -3.77 | -0.77 | 0.99 | 1.86 | -5.40 |
| | 甲醇 | -3.08 | -1.77 | -3.68 | 2.05 | 7.51 | -9.73 |
| | 聚丙烯 | -2.53 | -2.00 | -2.21 | 1.00 | 2.77 | -6.78 |
| | 乙二醇 | -2.17 | -5.88 | 0.91 | 3.55 | -1.75 | -5.00 |
| | 对二甲苯 | 1.35 | -4.00 | -0.65 | 2.40 | 1.99 | -1.89 |
| 能源 | INE原油 | -2.95 | -0.74 | -8.07 | 7.38 | 10.03 | -3.32 |
| | 焦炭 | 8.14 | -1.81 | 1.08 | 15.46 | 7.57 | 14.72 |
| | 焦煤 | 10.25 | -2.64 | 4.36 | 32.29 | 14.36 | 30.65 |
| 有色 | 铝 | 2.82 | -0.38 | 1.17 | -0.03 | 2.48 | 3.29 |
| | 镍 | 0.51 | -0.48 | 1.59 | -0.76 | -0.26 | -0.17 |
| | 铅 | 3.78 | 0.30 | 0.95 | -2.79 | 3.57 | 1.72 |
| | 铜 | 6.11 | 4.99 | 1.76 | -2.04 | 2.93 | 10.24 |
| | 锡 | 2.70 | -0.41 | 4.96 | -0.98 | 7.08 | 5.62 |
| | 锌 | 1.98 | -1.20 | -0.96 | -0.50 | 1.54 | -1.03 |
| | 氧化铝 | -1.87 | -5.35 | -5.48 | 7.78 | 0.61 | -7.87 |
| 黑色系 | 螺纹钢 | 0.32 | -3.32 | -2.80 | 7.51 | 1.07 | -1.56 |
| | 热轧卷板 | 0.76 | -3.07 | -1.24 | 8.57 | 1.47 | 3.73 |
| | 线材 | 0.39 | -3.50 | -2.46 | 2.80 | 0.31 | -4.73 |
| | 不锈钢 | 0.04 | -1.12 | 0.11 | 2.28 | -1.07 | -0.53 |
| | 硅铁 | 0.59 | -0.48 | -3.41 | 5.87 | 3.14 | 0.16 |
| | 锰硅 | 2.83 | -3.82 | 2.02 | -1.13 | 2.43 | -0.90 |
| | 铁矿石 | 0.45 | -0.83 | 2.79 | 8.16 | 1.53 | 9.53 |
| 农产品 | 生猪 | -6.44 | -9.02 | -2.25 | 2.54 | 0.75 | -17.20 |
| | 菜油 | -2.97 | 2.68 | 3.42 | 0.86 | 0.85 | 2.97 |
| | | | | -2.71 | -4.13 | 0.82 | -9.64 |
| | | | | -10.80 | -4.05 | 3.36 | -16.48 |

未来物价预判的基本前提及逻辑

● 关于CPI:

- 1) 食品方面：根据生猪期货远期价格，预计在春节需求拉动下，猪肉价格将略有回升；但基本面供需压力仍存，节后或迎来二次探底。下半年，随着行业亏损出清、供给压力改善，猪肉价格或将逐步企稳。
- 2) 居住和医疗以及交通出行消费，受房价、医疗体系制度以及石油汽车价格的影响，增速预计仍保持低位。
预计低基数下食品价格的边际改善，文娱消费延续回升并带动价格温和上涨是2026年价格回升的主要拉动。

● 关于PPI:

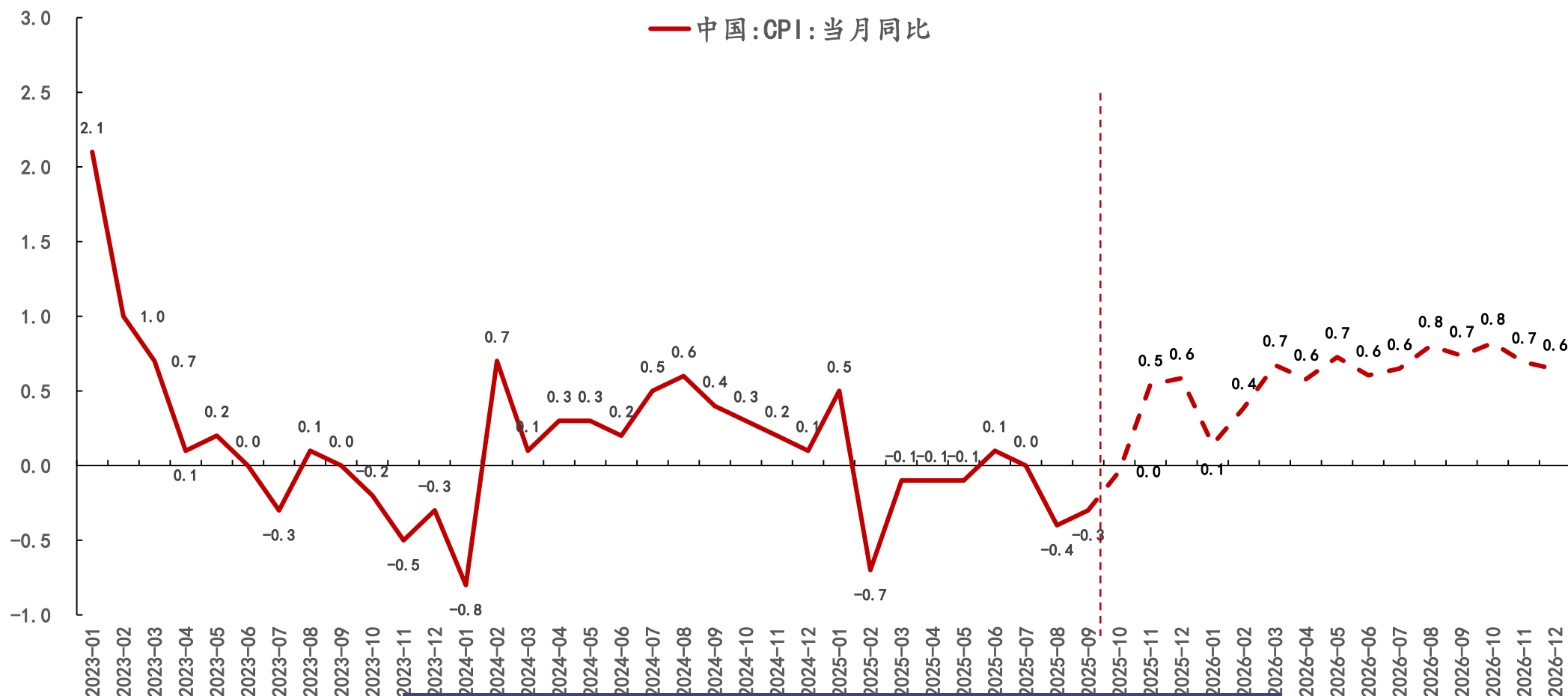
根据期货远期价格进行预测：

- 1) 黑色系：预计反内卷产能逐步治理下，2026年黑色系商品价格将有所回升；
- 2) 原油化工：预计2026年原油价格将较当前价格水平略有回落；同时，受原油价格压制，化工产品价格也将延续低位震荡。
- 3) 有色：供给因素扰动下，铜价带动有色金属延续高位震荡。

未来物价：2026年CPI中枢略有回升，中枢0.6%左右

- 2025年CPI，Q1-Q3均值分别为-0.1%、0%、-0.2%；预计Q4均值为0.4%，全年中枢0%。
- 2026年CPI，预计Q1-Q4均值分别为0.4%、0.6%、0.7%、0.7%，全年中枢0.6%左右。

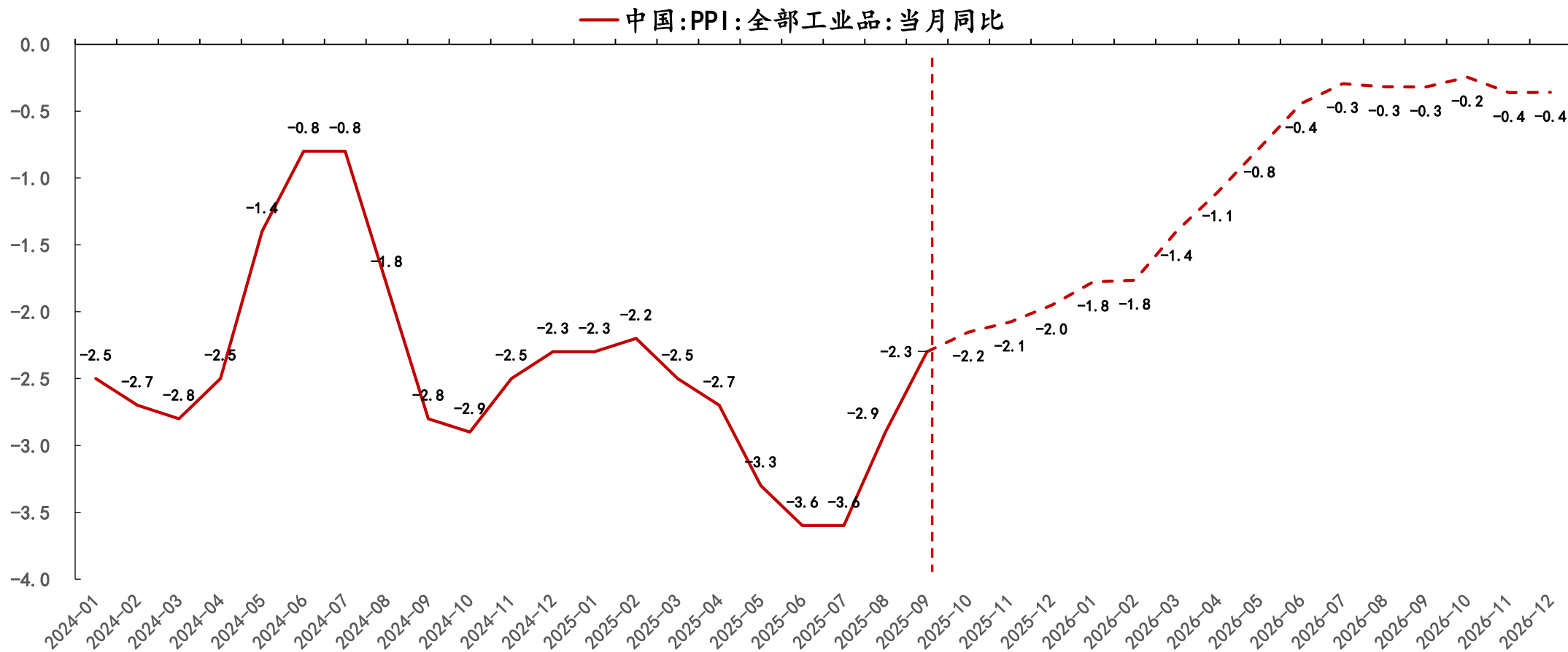
CPI同比预测 (%)

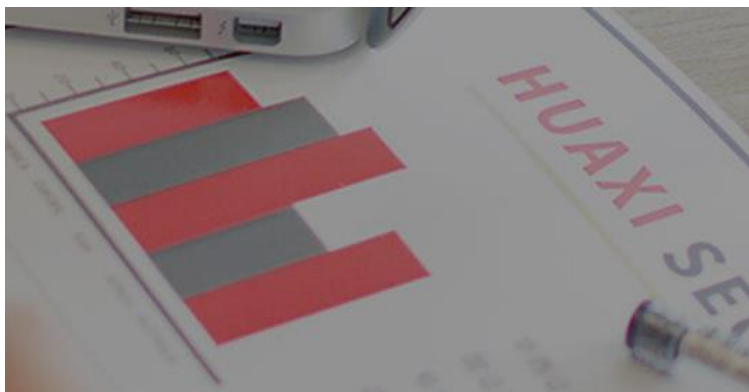


未来物价：2026年PPI将降幅收窄，中枢-0.8%左右

- 2025年PPI，Q1-Q3均值分别为-2.3%、-3.2%、-2.9%；预计Q4均值为-2.1%，全年中枢-2.6%。
- 2026年PPI，预计Q1-Q4均值分别为-1.7%、-0.8%、-0.3%、-0.3%，全年中枢-0.8%左右。

PPI同比预测 (%)





1. 经济基本面分析与展望

1.1 趋势与结构

1.2 高频新变化

最新通胀数据情况

9月CPI继续受食品项拖累，非食品价格持续回升，核心CPI继续小幅回升至1%。

核心CPI的上涨驱动因素：工业消费品中，金饰品和铂金饰品价格分别大幅上涨，家用器具类商品价格亦较显著上涨。服务价格中，医疗服务和家庭服务价格上涨。

PPI环比持平，生活资料类价格持续走弱。受基数影响，PPI同比降幅收窄至-2.3%。

| 单位 (%) | 2025-09 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 单位 (%) | 2025-09 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| CPI同比 | -0.3 | -0.4 | 0.0 | 0.1 | PPI同比 | -2.3 | -2.9 | -3.6 | -3.6 |
| 食品分项同比 | -4.4 | -4.3 | -1.6 | -0.3 | 生产资料同比 | -2.4 | -3.2 | -4.3 | -4.4 |
| 非食品分项同比 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 生活资料同比 | -1.7 | -1.7 | -1.6 | -1.4 |
| 核心CPI同比 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | | | | | |
| CPI环比 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | -0.1 | PPI环比 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.4 |
| 食品分项环比 | 0.7 | 0.5 | -0.2 | -0.4 | 生产资料环比 | 0.0 | 0.1 | -0.2 | -0.6 |
| 非食品分项环比 | -0.1 | -0.1 | 0.5 | 0.0 | 生活资料环比 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.1 |
| 核心CPI环比 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | | | | | |
| CPI具体分项环比 | | | | | PPI具体分项环比 | | | | |
| 食品烟酒 | 0.5 | 0.3 | -0.1 | -0.3 | 采掘工业 | 1.2 | 1.3 | -0.2 | -1.2 |
| 衣着 | 0.7 | -0.1 | -0.3 | -0.1 | 原材料工业 | 0.0 | 0.2 | -0.1 | -0.7 |
| 居住 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 加工工业 | -0.1 | 0.0 | -0.3 | -0.5 |
| 生活用品及服务 | 0.3 | -0.1 | 0.8 | 0.2 | 食品类 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.3 |
| 交通和通信 | -0.9 | -0.3 | 1.5 | 0.0 | 衣着类 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |
| 教育文化和娱乐 | -0.4 | -0.1 | 1.3 | -0.1 | 一般日用品类 | 0.2 | -0.2 | -0.2 | 0.1 |
| 医疗保健 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 耐用消费品类 | -0.4 | -0.3 | -0.6 | -0.1 |
| 其他用品和服务 | 1.3 | 0.0 | 0.9 | 0.5 | | | | | |

房地产：销售情况（高频）

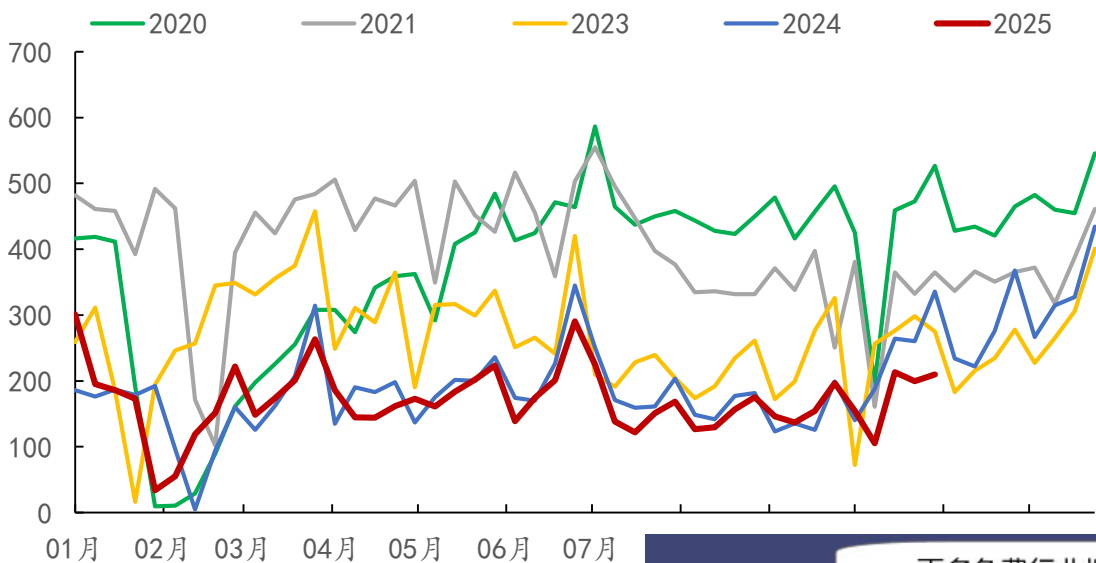
新房销售方面，10月30城商品房日均销售面积23.92万平方米，同比下降26.6%。一线、二线和三线城市分别同比下降32.6%、17.0%和28.7%。10月新房销售旺季不旺，整体市场仍处于寻底过程中。

土地方面，10月100大中城市土地成交总价同比下降26.3%，处于历史同期低位；10月平均土地溢价率为3.5%，较9月回升0.9个百分点，较去年同期回落0.3个百分点。

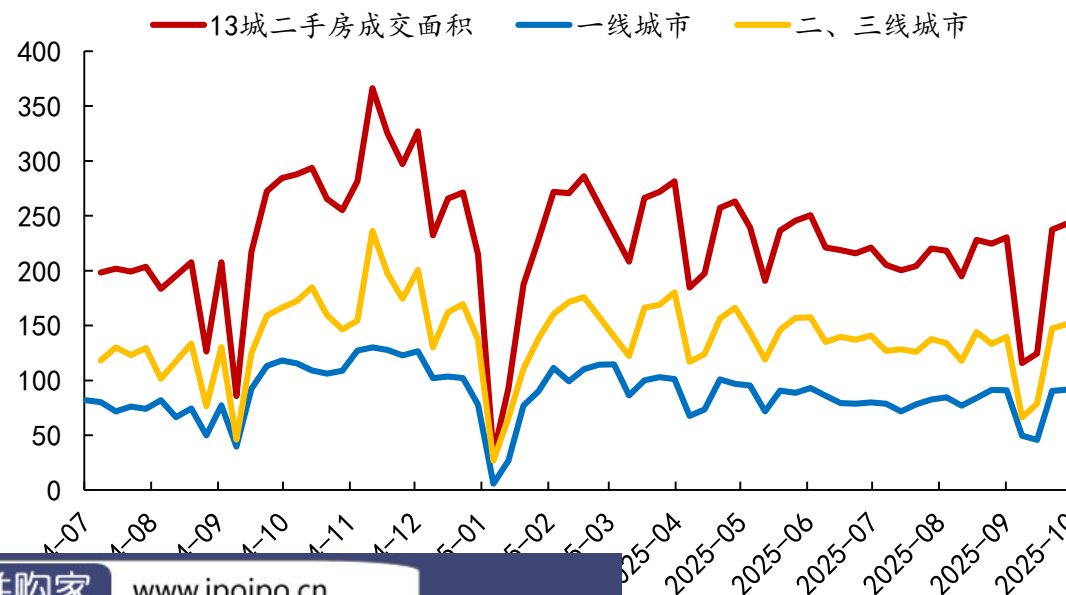
二手房成交方面，国庆假期后核心城市二手房周均成交维持在230万平方米附近。

一线城市的房地产政策不断优化。8月8日，北京推出新政，符合条件的家庭在五环外购房不再限套数，并加大住房公积金支持力度。8月25日，上海优化限购政策，并同步优化公积金贷款与商业性房贷利率。9月5日，深圳发布了楼市新政，涉及优化住房限购、企事业单位购房以及调整个人住房信贷政策等内容。

30城商品房成交面积:全国 (万平方米)



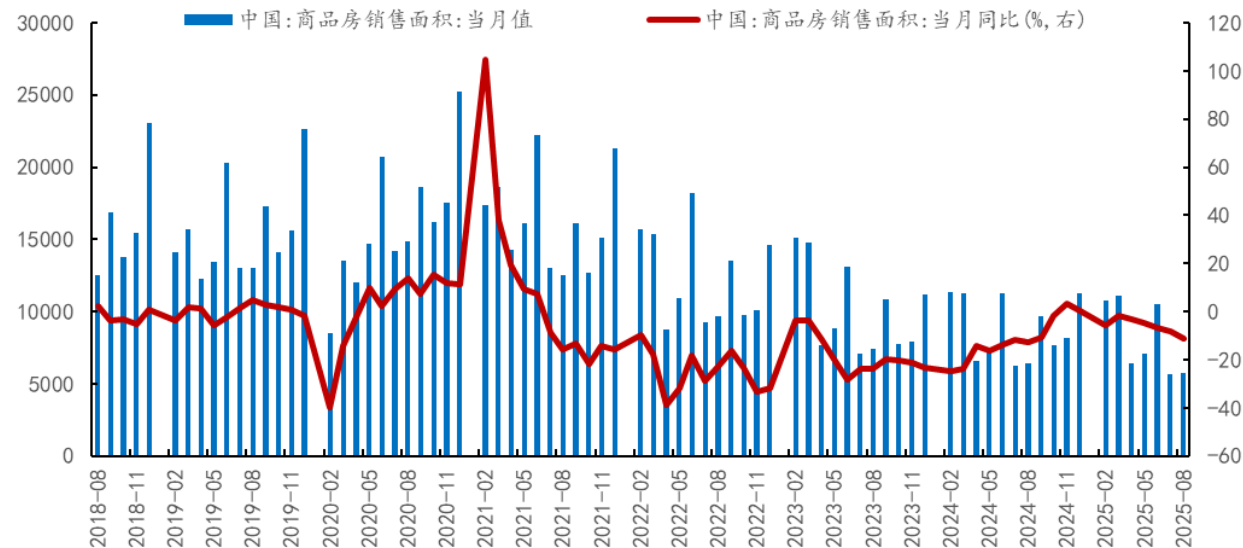
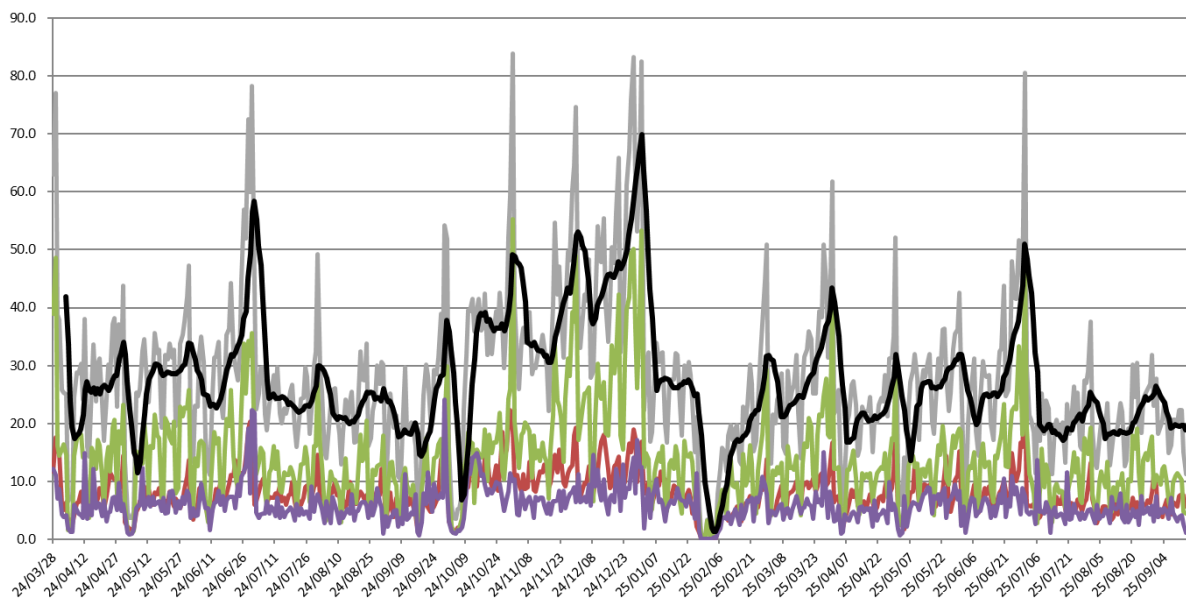
13城二手房成交面积(万平方米)



房地产：销售情况（高频）

2025年1-9月，全国房地产销售面积累计增速为-5.5%（前值-4.7%），当月同比为-11.9%（前值-11%）。

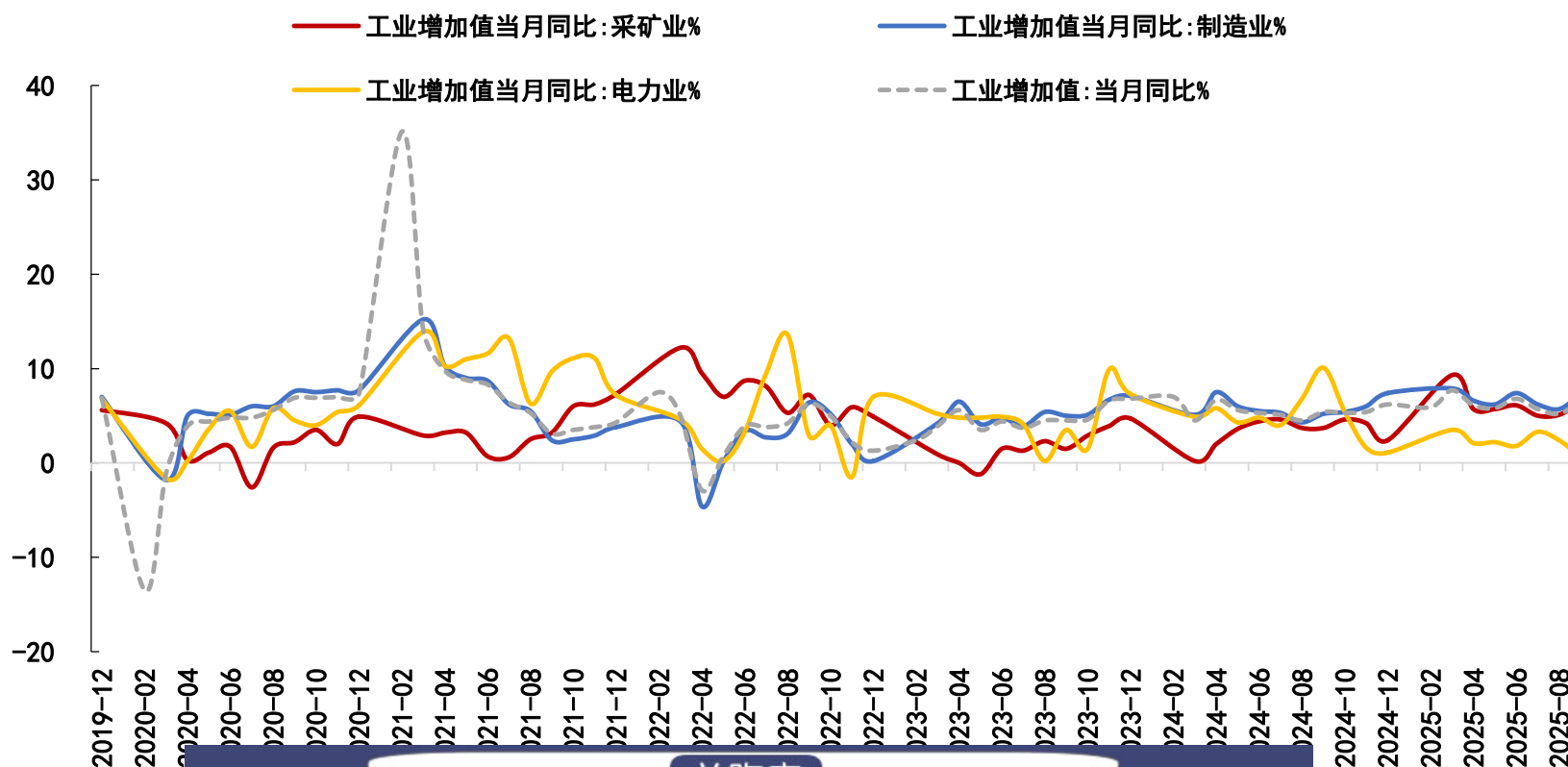
— 30大中城市:商品房成交面积
— 30大中城市:商品房成交面积:二线城市
— 7周期 移动平均(30大中城市:商品房成交面积)
— 30大中城市:商品房成交面积:一线城市
— 30大中城市:商品房成交面积:三线城市



资料来源： 资讯，华西证券研究所

工业生产：外需助力增速加快

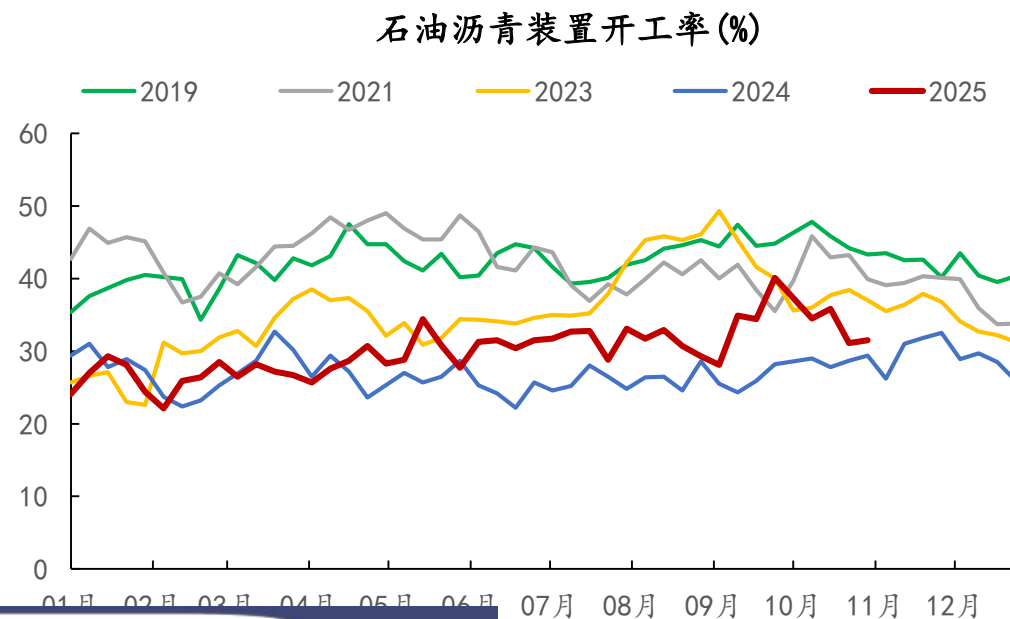
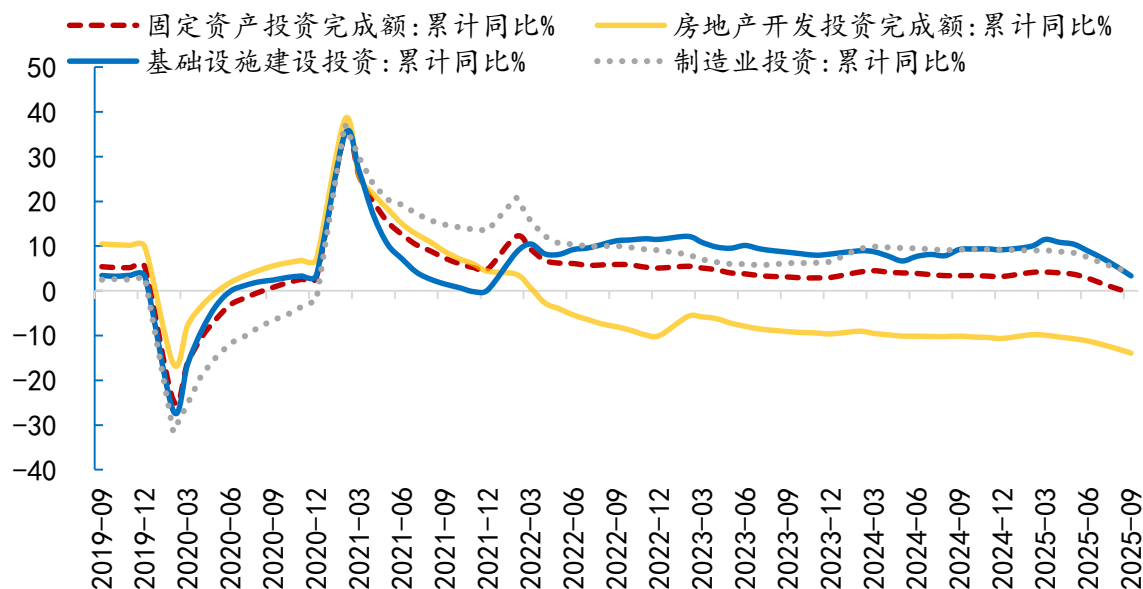
- 9月份，规模以上工业增加值同比增长6.5%（预期5.23%；前值5.2%）。从环比看，9月份工业增加值环比增长0.64%（前值0.37%）。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%（前值6.2%）。9月假期错位叠加，出口同比增速加快，工业生产增速加快。往后看，受假日因素和“抢出口”弱化，10月中国制造业PMI回落，预计工业生产增速或逐步放缓。
- 分行业来看，三大门类中，9月采矿业增加值当月同比增长6.4%（前值5.1%）；制造业增加值当月同比增长7.3%（前值5.7%）；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长0.6%（前值2.4%）。



资料来源：WIND资讯 华西证券研究所

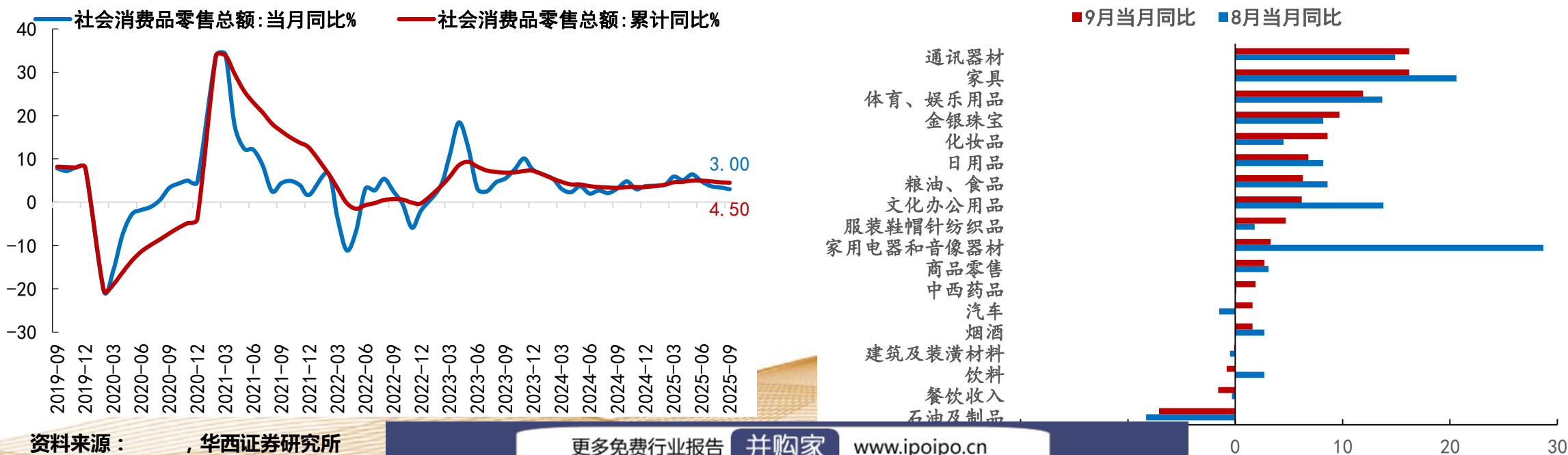
固定资产投资：政策加码，有望回升

- 1-9月，全国固定资产投资同比下降0.5%（预期0.03%，前值0.5%）。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）下降0.07%（前值-0.15%）。
- 分行业来看，制造业固定资产投资增速录得4.0%（前值5.1%），关税战不确定性扰动，叠加“反内卷”产能优化预期，制造业投资增速回落。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长1.1%（前值2.0%）；全口径基建投资同比增速为3.3%（前值5.4%），受财政资金拨付节奏，以及去年高基数等因素的影响，9月基建投资回落；房地产开发投资累计同比下降13.9%（前值-12.9%），房地产市场仍处于寻底过程中，投资增速延续弱势表现。
- 政策加码，预计四季度基建投资将有所改善：规模高达5000亿元的新型政策性金融工具，重点投向新兴产业、基础设施等领域。地方政府债务结存限额中安排5000亿元，用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资。其中，新增了2000亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设。



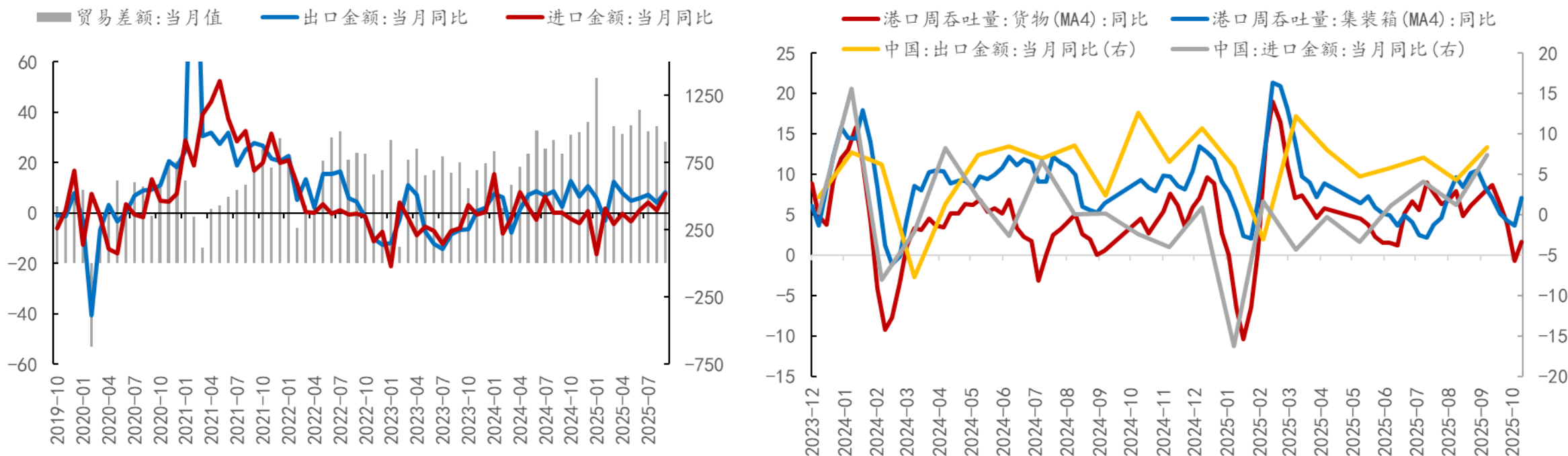
消费零售：延续放缓

- 9月份，社会消费品零售总额41971亿元，同比增长3.0%（预期3.1%；前值3.4%），环比下降0.18%（前值0.25%）。1-9月累计36.59万亿元，增长4.5%（前值4.6%）。服务消费保持增长，1-9月份，服务零售额同比增长5.2%（前值5.1%）。受国家补贴优惠政策收缩，以及中秋节错月节假日减少等因素影响，消费增速有所放缓。往后看，去年四季度高基数压力下，社零增速或延续放缓趋势。
- 分品类来看，限额以上单位通讯器材类、家具类、体育娱乐、金银珠宝商品零售额分别增长16.2%、16.2%、11.9%、9.7%，继续保持较快增长。文化办公用品类和家电和音像类增速则有较大回落。
- 9月17日，商务部等九部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出五方面19条举措。其中包括开展“服务消费季”系列促消费活动；支持优质消费资源与知名IP跨界合作；扩大电信、医疗、教育等领域开放试点；有序扩大单方面免签国家范围；优化学生假期安排，完善配套政策等。



外贸出口：有所加快

- ▶ 按美元计，9月我国出口3285.7亿美元，同比增长8.3%（预期5.94%；前值4.3%）；进口2381.2亿美元，同比7.4%（预期1.5%；前值1.2%）。9月贸易顺差904.5亿美元。
- ▶ 分产品看，9月机电产品出口同比增长12.6%，拉动总出口约7.7个百分点，较上月增加3.2个百分点，是9月出口增速加快的主要推动力量。高新技术产品出口同比增长11.5%，拉动总出口约3.0个百分点，较上月增加0.9个百分点。
- ▶ 分国别来看，9月对美出口同比下降27.03%，降幅较8月收窄6.1个百分点。但对非洲、东盟、欧盟等非美市场的出口延续较快增长态势，出口同比增长56.41%、15.62%、13.90%。对美出口持续回落，而非美市场出口继续保持较快增长，出口总体平稳。往后看，受去年高基数影响，四季度出口增速有一定回落压力。



外贸出口：持续关注后续变化

| 单位 (%) | | 2025-09 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-09 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 |
|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 出口：当月同比 | | 8.30 | 4.40 | 7.10 | 5.80 | 拉动点数 (%) | | | |
| 按贸易对象 | 东盟 | 15.62 | 22.51 | 16.59 | 16.92 | 2.39 | 3.40 | 2.59 | 2.74 |
| | 美国 | -27.03 | -33.12 | -21.67 | -16.13 | -4.19 | -5.03 | -3.30 | -2.39 |
| | 欧盟(含英国) | 13.90 | 10.35 | 9.01 | 8.01 | 2.24 | 1.81 | 1.53 | 1.37 |
| | 日本 | 1.81 | 6.74 | 2.45 | 6.61 | 0.08 | 0.26 | 0.10 | 0.27 |
| | 韩国 | 7.01 | -1.44 | 4.63 | -6.66 | 0.26 | -0.06 | 0.18 | -0.28 |
| | 非洲 | 56.41 | 25.86 | 42.41 | 34.80 | 2.66 | 1.24 | 1.90 | 1.65 |
| | 印度 | 14.36 | 9.08 | 9.79 | 9.38 | 0.49 | 0.34 | 0.36 | 0.31 |
| | 俄罗斯 | -21.14 | -16.73 | -9.12 | -16.20 | -0.78 | -0.56 | -0.30 | -0.52 |
| 按商品类别 | 自动数据处理设备及零件 | -0.30 | -2.96 | -9.63 | -2.84 | -0.02 | -0.17 | -0.60 | -0.17 |
| | 集成电路 | 32.72 | 32.78 | 29.16 | 24.22 | 1.55 | 1.42 | 1.35 | 1.09 |
| | 手机 | -1.86 | -18.91 | -21.83 | -10.36 | -0.09 | -0.51 | -0.70 | -0.28 |
| | 汽车包括底盘 | 10.85 | 17.31 | 18.55 | 23.08 | 0.41 | 0.61 | 0.62 | 0.66 |
| | 汽车零配件 | 5.25 | 4.77 | 3.96 | 0.05 | 0.13 | 0.13 | 0.10 | 0.00 |
| | 家用电器 | -9.68 | -6.64 | -3.79 | -9.00 | -0.27 | -0.19 | -0.11 | -0.26 |
| | 钢材 | -2.73 | -7.46 | 11.69 | -1.58 | -0.07 | -0.17 | 0.24 | -0.03 |
| | 服装及衣着附件 | -7.97 | -10.08 | -0.61 | 0.79 | -0.36 | -0.51 | -0.03 | 0.04 |
| 进口：当月同比 | | 7.4 | 1.3 | 4.1 | 1.1 | 拉动点数 (%) | | | |
| 按贸易对象 | 东盟 | -0.86 | -3.83 | -5.76 | 0.29 | -0.14 | -0.60 | -0.89 | 0.05 |
| | 美国 | -16.11 | -16.04 | -18.87 | -15.52 | -1.00 | -1.00 | -1.31 | -1.02 |
| | 欧盟(含英国) | 10.38 | -2.75 | -1.40 | -0.04 | 1.14 | -0.32 | -0.17 | -0.01 |
| | 日本 | 20.87 | 10.96 | 17.13 | 10.86 | 1.25 | 0.64 | 1.02 | 0.63 |
| | 韩国 | 13.07 | 3.53 | 0.51 | 1.01 | 0.93 | 0.24 | 0.04 | 0.07 |
| | 中国台湾 | 7.61 | -5.76 | 0.45 | 2.43 | 0.71 | -0.54 | 0.04 | 0.20 |
| | 按商品类别 | 集成电路 | 14.08 | 8.36 | 12.96 | 11.46 | 2.29 | 1.28 | 1.99 |
| 铁矿砂及其精矿 | 13.44 | -6.24 | -11.97 | -6.07 | 0.60 | -0.30 | -0.61 | -0.31 | |
| 铜矿砂及其精矿 | 24.44 | 13.90 | 26.40 | 15.71 | 0.65 | 0.42 | 0.67 | 0.42 | |
| 原油 | -7.41 | -15.10 | -7.43 | -14.27 | -0.86 | -2.05 | -0.89 | -1.94 | |
| 成品油 | -15.54 | -27.86 | 4.93 | -0.95 | -0.18 | -0.35 | 0.05 | -0.01 | |
| 煤及褐煤 | -28.12 | -35.90 | -47.82 | -44.57 | -0.55 | -0.73 | -1.01 | -0.93 | |
| 汽车和汽车底盘 | -36.39 | -50.54 | -42.10 | -36.33 | -0.53 | -1.00 | -0.85 | -0.62 | |
| 汽车零配件 | -21.06 | -17.86 | -18.45 | -19.65 | -0.22 | -0.21 | -0.21 | -0.23 | |

资料来源：

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn



2. 政策面：财政与货币政策特征

30

财政政策：继续保持积极

表：2015-2026E各口径财政赤字率测算一览（亿元 %）

| | 全国公共 财政收支 差额预算 | 全国政府 性基金收 支差额预 算 | 狭义赤字 合计 | PSL新增 额度 | 政策性银 行金融债 净融资 | 城投债净 融资 | 铁道债净 融资 | 一般国债 净融资 | 特别国债 净融资 | 地方债净 融资 | 广义赤字 合计 | 名义GDP | 政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率 | 狭义赤字 率 | 广义赤字 率 |
|-------|----------------------|---------------------------|------------|-------------|---------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|---------|-----------------------------|-----------|-----------|
| 2015 | 16200 | 1721 | 17921 | 6981 | 10578 | 7169 | 1600 | 10700 | 0 | 36637 | 73665 | 702512 | 2.3% | 2.6% | 10.5% |
| 2016 | 21800 | 4248 | 26048 | 9750 | 14455 | 12628 | 1330 | 13150 | 0 | 58022 | 109334 | 761193 | 3.0% | 3.4% | 14.4% |
| 2017 | 23800 | 8299 | 32099 | 6350 | 12003 | 5381 | 1440 | 14734 | 0 | 41166 | 81075 | 847383 | 3.0% | 3.8% | 9.6% |
| 2018 | 23800 | 13884 | 37684 | 6920 | 9903 | 2053 | 1150 | 14463 | 0 | 33262 | 67752 | 936010 | 2.6% | 4.0% | 7.2% |
| 2019 | 27600 | 21854 | 49454 | 2670 | 13663 | 9378 | 380 | 17547 | 0 | 30472 | 74110 | 1005872 | 2.8% | 4.9% | 7.4% |
| 2020 | 37600 | 44678 | 82278 | 202 | 25579 | 18019 | 600 | 30353 | 10000 | 43681 | 128434 | 1034868 | 3.6% | 8.0% | 12.4% |
| 2021 | 35700 | 36739 | 72439 | 0 | 21542 | 18763 | 1020 | 23283 | 0 | 48142 | 112749 | 1173823 | 3.2% | 6.2% | 9.6% |
| 2022 | 33700 | 40355 | 74055 | 6300 | 20679 | 8120 | 130 | 27750 | -2003 | 45798 | 106774 | 1234029 | 2.8% | 6.0% | 8.7% |
| 2023 | 48800 | 39793 | 88593 | 3517 | 18598 | 8576 | -710 | 41248 | 0 | 56606 | 127836 | 1294272 | 3.8% | 6.8% | 9.9% |
| 2024 | 40600 | 49392 | 89992 | 1500 | 16088 | -5096 | -940 | 34844 | 10000 | 67953 | 124349 | 1347337 | 3.0% | 6.7% | 9.2% |
| 2025E | 56600 | 67000 | 123600 | 0 | 21000 | -5500 | -500 | 48600 | 8500 | 75000 | 147100 | 1404396 | 4.0% | 8.8% | 10.5% |
| 2026E | 58800 | 59000 | 117800 | 0 | 18000 | -3000 | -440 | 50800 | 15000 | 72000 | 152360 | 1470403 | 4.0% | 8.0% | 10.4% |

说明：政府财政赤字率目标 = 全国公共财政收支差额预算/名义GDP

狭义赤字率 = (全国公共财政收支差额预算+全国政府性基金收支差额预算)/名义GDP

广义赤字率 = (PSL新增余额+政策性银行金融债净融资+城投债净融资+铁道债净融资+国债净融资+地方债净融资)/名义GDP

全国公共财政收支差额预算 = 一般国债+地方政府一般债券

全国政府性基金收支差额预算 = 特别国债+地方政府专项债

2025年全国公共财政收支差额预算56600亿元=48600亿元中央国债+8000亿元地方政府一般债券

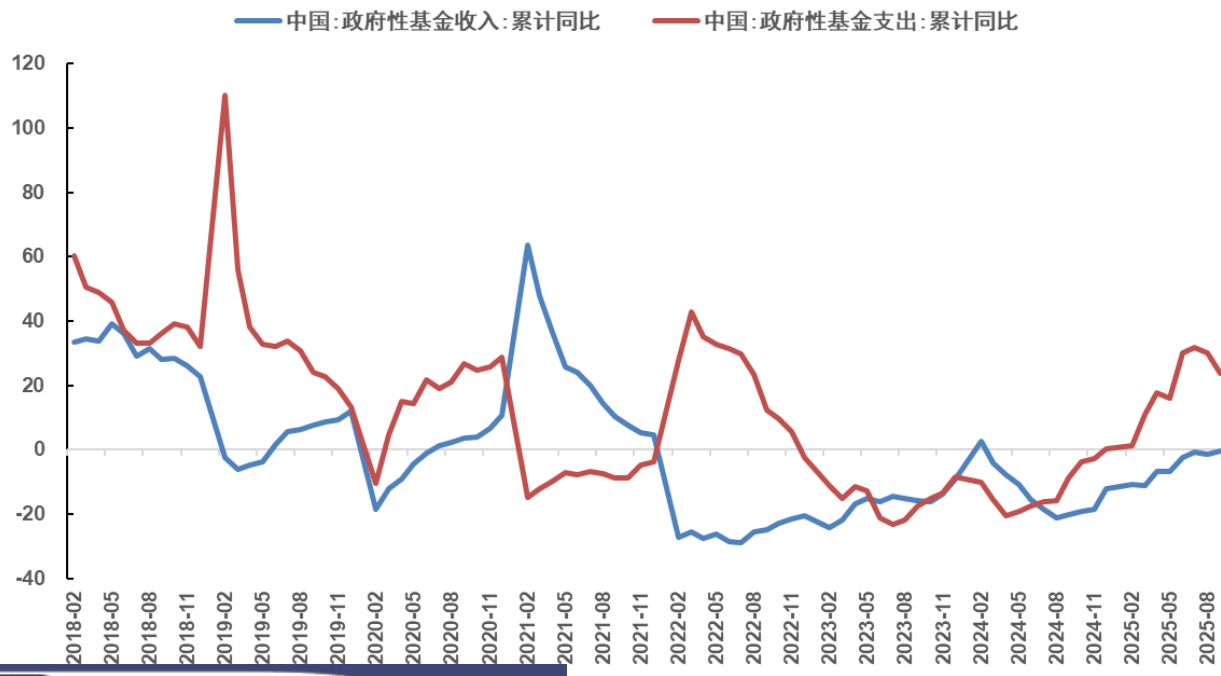
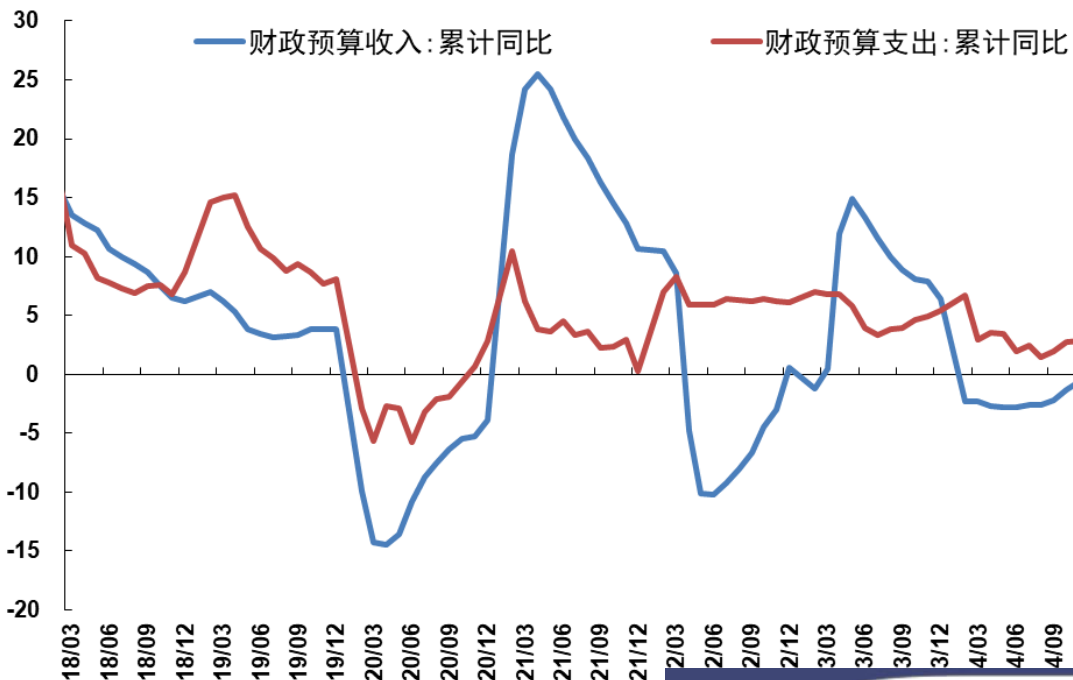
2025年全国政府性基金收支差额67000亿元=44000亿元新增专项+18000亿元特别国债+使用5000亿元地方债限额结余

2026年全国公共财政收支差额预算58800亿元=50800亿元中央国债+8000亿元地方政府一般债券

2026年全国政府性基金收

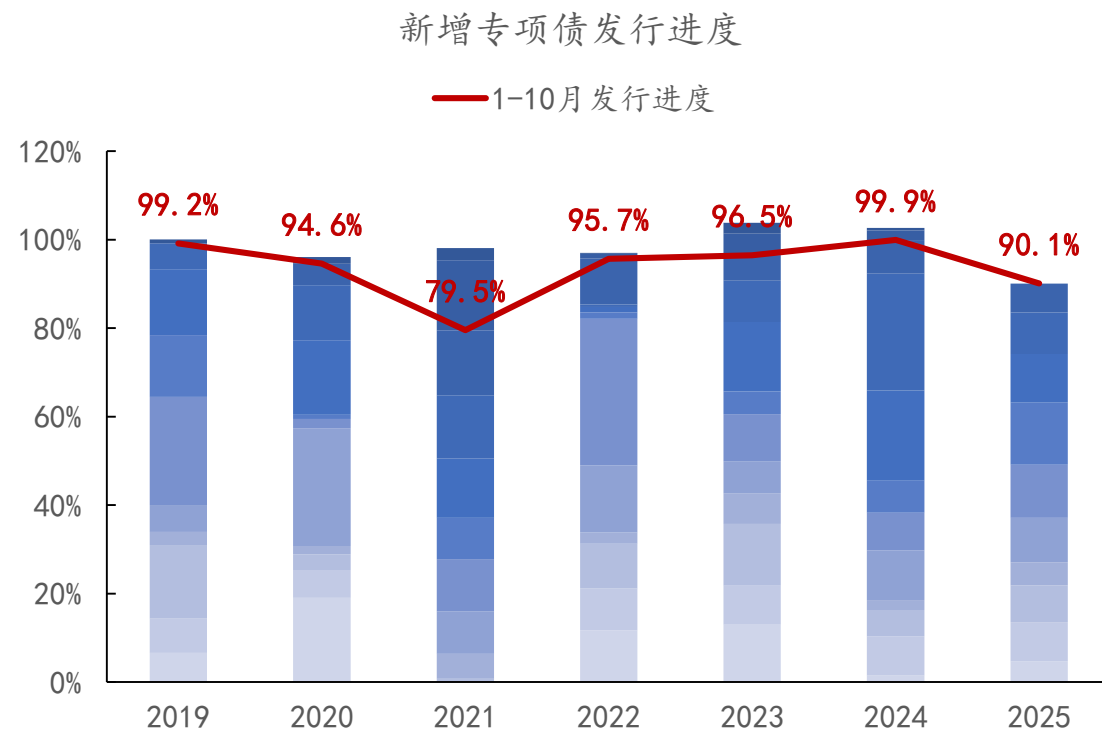
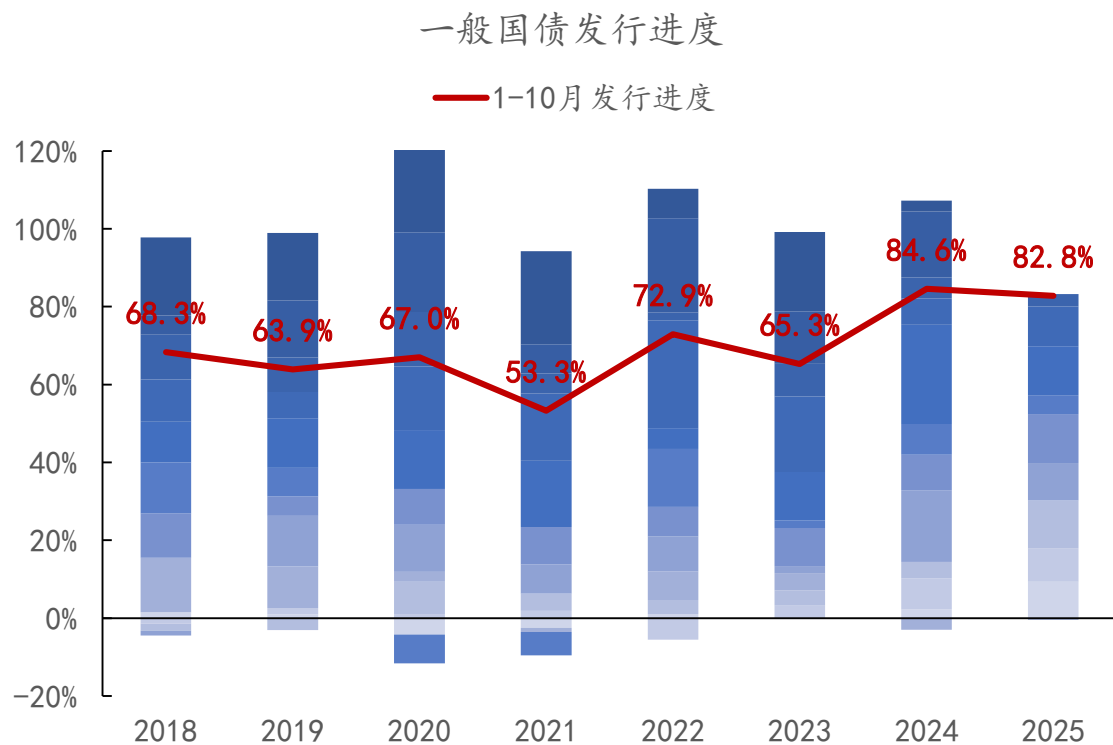
财政：收入增速不高下，仍维持必要的支出强度

- **财政收入增速放缓**：一般财政收入主要受经济增速放缓导致税收收入不高，政府性基金收入主要受房地产市场拖累，土地出让金收入下降。
- **支出仍保持一定强度**：尽管财政收入放缓，为强化政策逆周期和保障必要的民生支出和重要投资，一般财政支出和政府性基金支出增速。
- **2026年在积极财政政策继续加力下**，伴随名义GDP增速企稳回升，财政收入增速有望改善。

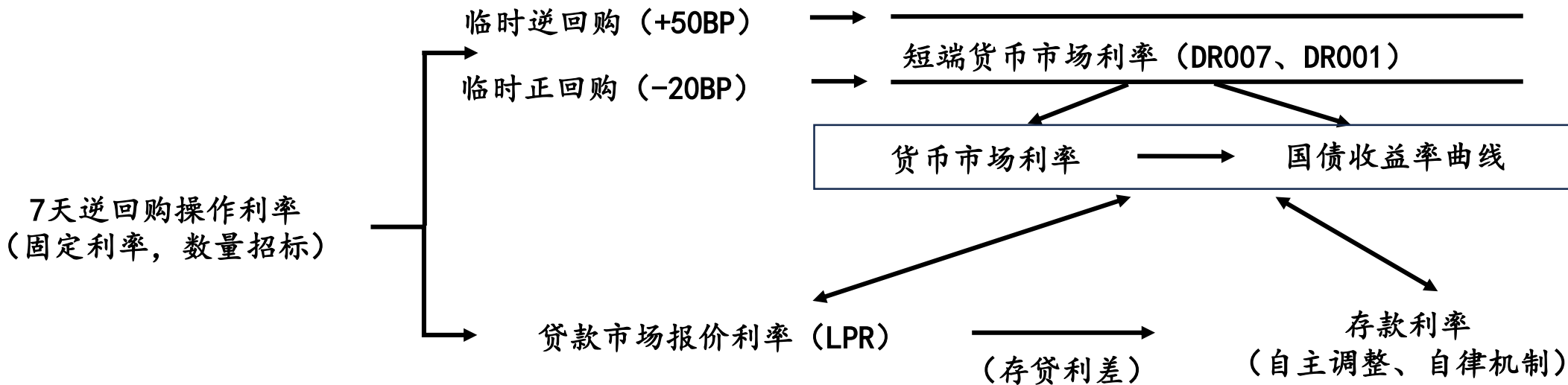


财政扩张力度：2025较往年节奏偏快

- 今年政府债券整体发行进度较快，显示出财政政策靠前发力的迹象。至10月31日：
 - 一般国债净融资约4.02万亿元，发行进度约82.8%；
 - 特别国债发行约1.8万亿元（其中，用于补充银行资本金的特别国债5000亿元（已经发行完毕），超长期特别国债1.3万亿元）；
 - 新增地方债发行约1.98万亿元（其中，地方一般债6900亿元，发行进度约86.3%；地方专项债3.96亿元，发行进度约90.1%）。



货币政策新框架：利率机制与政策工具



数量工具

逐步淡化MLF
(2025年9月底规模为5.85万亿元)

存量规模逐步减少

价格招标：增加价格弹性

降准置换
(目前准备金率为6.1%，未来将改革优化)

公开市场买卖国债
(做一定国债收益率曲线管理)

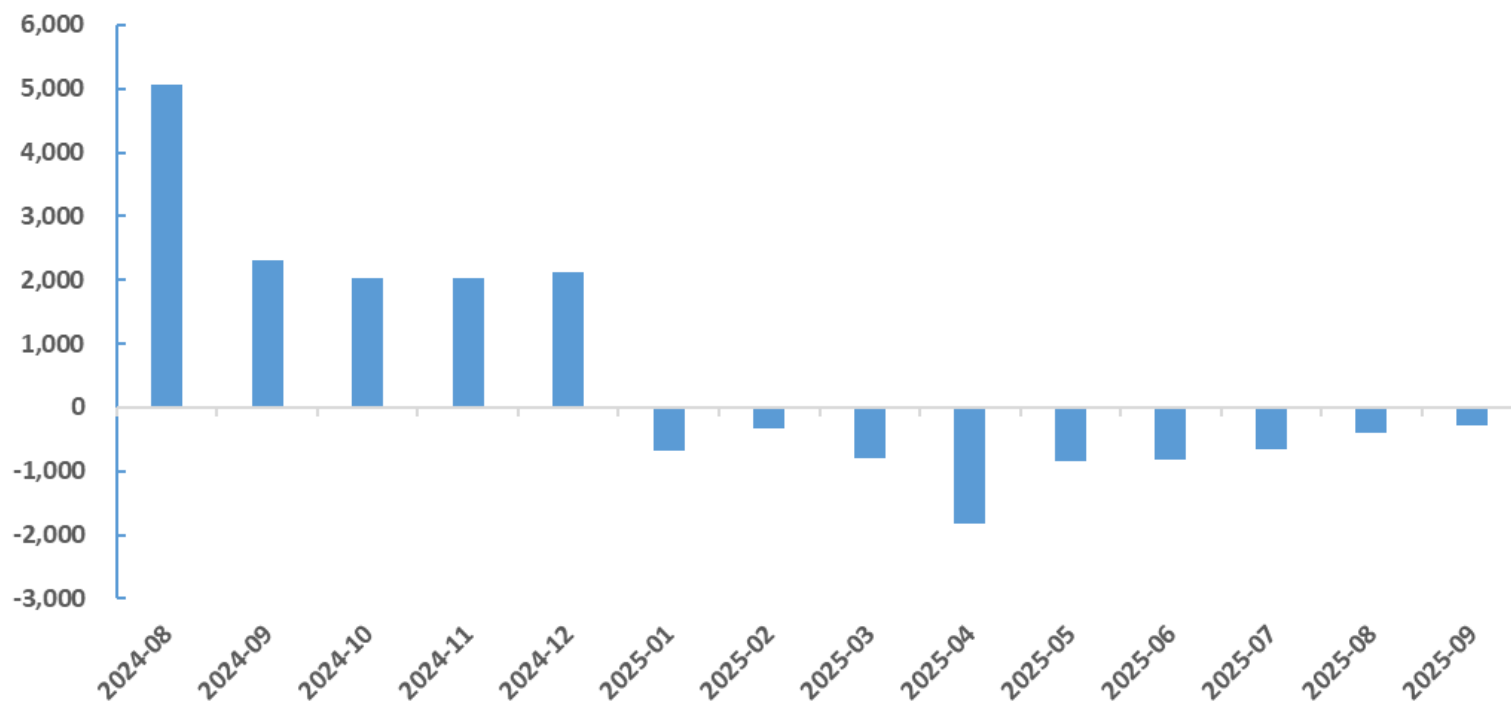
买断式逆回购
(可利用商业银行资产负债表储备债券)

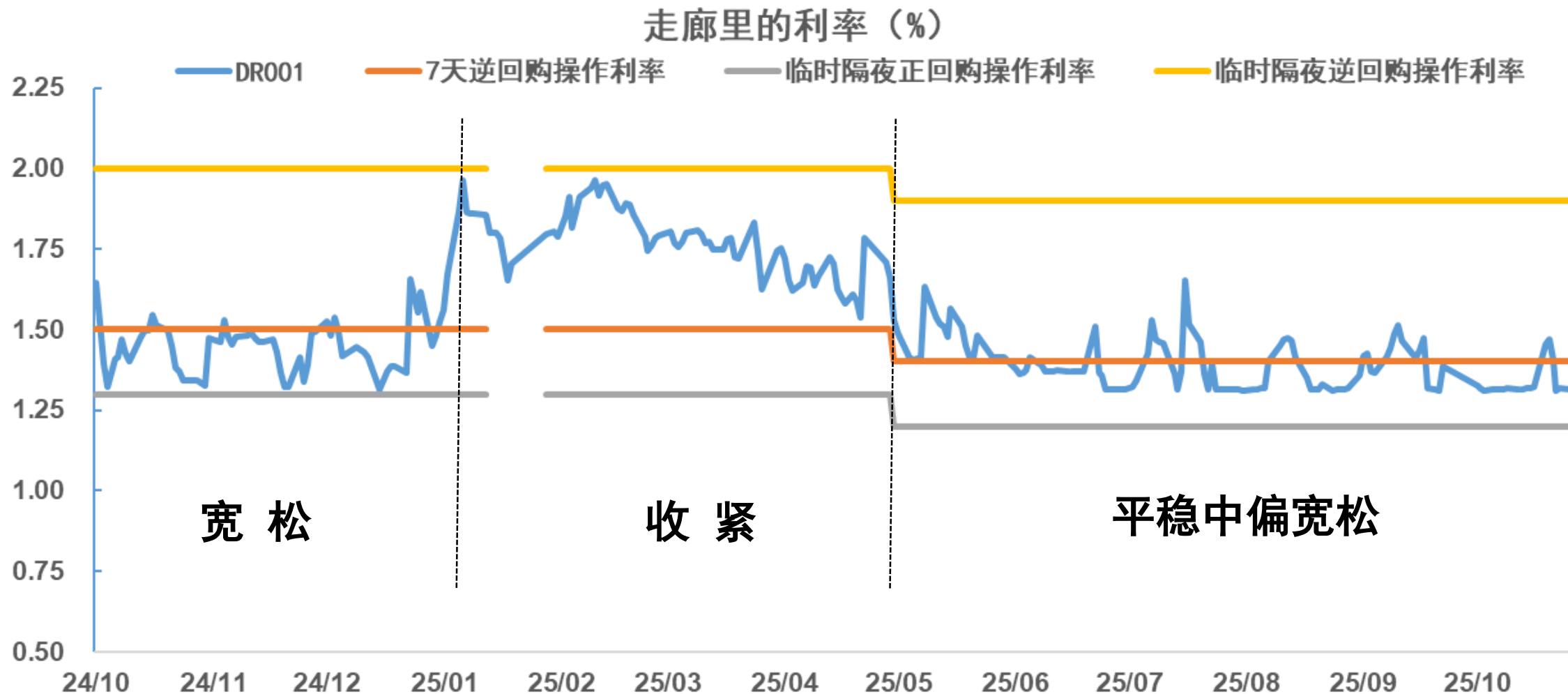
优点：无成本获得流动性，利于降低银行负债成本

央行买卖国债：新工具提升国债收益率曲线作为定价基准

- **2024年买债：**央行自2024年8月开始推行“买卖国债”操作，其对应的就是央行资产负债表中“对政府债权”项的变化。2024年8-12月，累计增加1.35万亿元。
- **2025年情况：**2025年，伴随央行所购买的短债逐步到期，央行持债规模有所下降。1-7月，累计下降约6600亿元。10月27日，潘功胜行长宣布将恢复国债买卖操作。
- 与其他工具配合，央行在管理流动性上将更加精准，国债收益率曲线作为定价基准的作用将进一步凸显。

央行:对政府债权:环比增加(亿元)

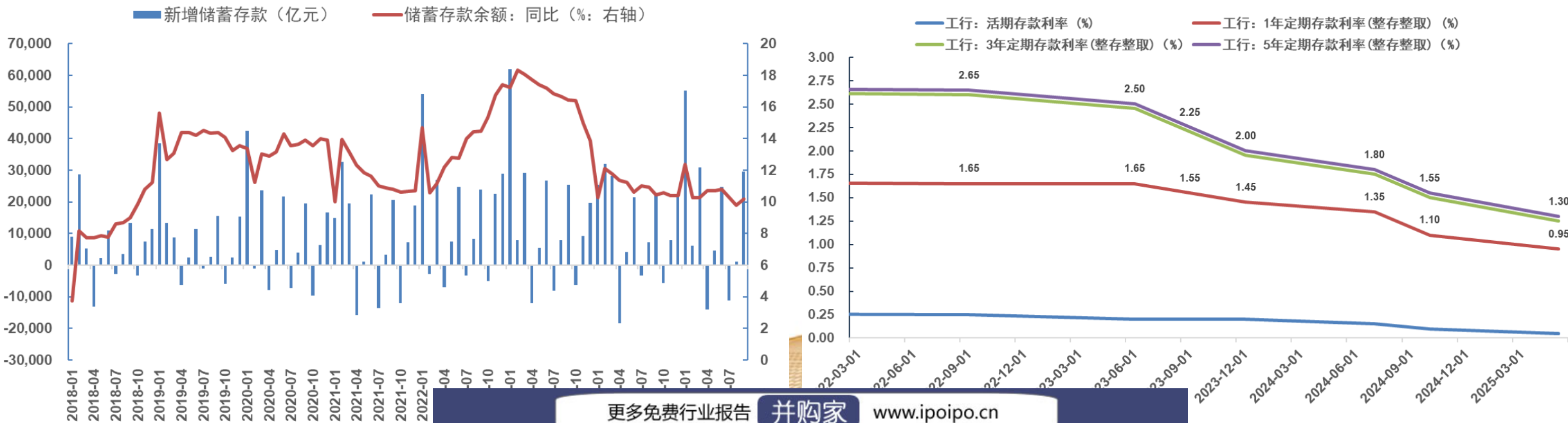




资料来源： 资讯，华西证券研究所

银行负债端重定价将为融资成本下降提供空间

- 2019年以来，储蓄存款增长较快，特别在2022-2023年，伴随相关定期存款到期，银行负债端将迎来重定价高峰。
- 2022年下半年以来，银行存款利率较为显著下降。以工商银行为例，1年期定存利率下降80BP，3年期定存利率下降150BP。
- 2026年存量存款到期后，银行负债端成本将较显著下降，这将为LPR下调，进一步降低贷款融资成本提供空间。



最新金融数据情况

9月金融数据整体延续偏弱状态，新增信贷同比降幅仍明显（居民企业均弱），政府债融资规模环比有所回落，同比也继续下降。股票融资持续恢复扩大。社融增速回落至8.7%。

居民企业存款显著回升，非银存款较大幅度下降，跟股票市场降温有关系。M2增速有所回落，M1增速继续回升。

| 单位（亿元） | 当月新增 | | 当月同比 | | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2025-09 | 2025-08 | 2025/09 | 2025/08 | 2025/07 | 2025/06 | 2025/05 |
| 社会融资规模 | 35338 | 25668 | -2297 | -4655 | 3600 | 9266 | 2276 |
| 表内融资 | 15951 | 6162 | -3311 | -3637 | -2685 | 2805 | -1653 |
| 人民币贷款 | 16080 | 6253 | -3662 | -4158 | -3488 | 1673 | -2274 |
| 外币贷款 | -129 | -91 | 351 | 521 | 803 | 1132 | 621 |
| 表外融资 | 3579 | 2158 | 1869 | 998 | -910 | -184 | -41 |
| 委托贷款 | 282 | -165 | -110 | -190 | -522 | -397 | -157 |
| 信托贷款 | 62 | 350 | 56 | -134 | 175 | 68 | -51 |
| 未贴现承兑汇票 | 3235 | 1973 | 1923 | 1322 | -563 | 145 | 167 |
| 直接融资 | 605 | 1662 | 2403 | -41 | 986 | 371 | 1252 |
| 企业债券 | 105 | 1338 | 2031 | -365 | 712 | 322 | 1211 |
| 股票融资 | 500 | 324 | 372 | 324 | 274 | 49 | 41 |
| 政府债券 | 11886 | 13672 | -3471 | -2505 | 5601 | 5032 | 2319 |
| 社融增速（%） | —— | —— | 8.7 | 8.8 | 9.0 | 8.9 | 8.7 |
| 人民币贷款 | 12900 | 5900 | -3000 | -3100 | -3100 | 1100 | -3300 |
| 居民端 | 3890 | 303 | -1110 | -1597 | -2793 | 267 | -217 |
| 居民短贷 | 1421 | 105 | -1279 | -611 | -1671 | 150 | -451 |
| 居民中长贷 | 2500 | 200 | 200 | -1000 | -1200 | 151 | 232 |
| 企业端 | 12200 | 5900 | -2700 | -2500 | -700 | 1400 | -2100 |
| 企业短贷 | 7100 | 700 | 2500 | 2600 | 0 | 4900 | 2300 |
| 企业中长贷 | 9100 | 4700 | -500 | -200 | -3900 | 400 | -1700 |
| 票据融资 | -4026 | 531 | -4712 | -4920 | 3125 | -3716 | -2826 |
| 非银机构 | -2348 | -1130 | 356 | 225 | -31 | 391 | 226 |
| 人民币存款 | 22100 | 20600 | -15300 | -1600 | 13000 | 7500 | 5000 |
| 居民存款 | 29600 | 1100 | 7600 | -6000 | -7800 | 3300 | 500 |
| 企业存款 | 9194 | 2997 | 1494 | -503 | 3209 | 7773 | 3824 |
| 财政存款 | -8400 | 1900 | -6042 | -3687 | 1247 | -7 | 1167 |
| 非银金融存款 | -10600 | 11800 | -19700 | 5500 | 13900 | -3400 | 300 |
| M1同比 | —— | —— | 7.2 | 6.0 | 5.6 | 4.6 | 2.3 |
| M2同比 | —— | —— | 8.4 | 8.8 | 8.8 | 8.3 | 7.9 |

资料来源：资讯，华西证券研究所

信贷投放结构（增量）

| 类 型 | 2025Q3 | | 2025Q2 | | 2025Q1 | | 2024Q4 | | 2024Q3 | | 2024Q2 | |
|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| | 新增 (万亿元) | 占比(%) | 新增 (万亿元) | 占比(%) | 新增 (万亿元) | 占比(%) | 新增 (万亿元) | 占比(%) | 新增 (万亿元) | 占比(%) | 新增 (万亿元) | 占比(%) |
| 新增信贷 | 1.63 | 100.00 | 3.17 | 100.00 | 9.49 | 100.00 | 1.59 | 100.00 | 2.52 | 100.00 | 3.35 | 100.00 |
| 企业 | 1.74 | 106.90 | 3.02 | 95.08 | 8.48 | 89.35 | 0.78 | 48.80 | 2.11 | 83.57 | 3.18 | 94.84 |
| 房地产 | -0.21 | -12.80 | -0.06 | -1.75 | 0.31 | 3.22 | -0.23 | -14.26 | 0.01 | 0.35 | 0.02 | 0.53 |
| 其他服务业 | 0.72 | 44.16 | 1.01 | 31.89 | 2.49 | 26.27 | 0.10 | 6.52 | 0.52 | 20.62 | 1.02 | 30.38 |
| 基建 | 0.49 | 29.86 | 0.78 | 24.58 | 2.62 | 27.66 | 0.39 | 24.60 | 0.82 | 32.45 | 1.14 | 34.16 |
| 制造业 | 0.28 | 17.49 | 0.26 | 8.19 | 1.40 | 14.74 | 0.37 | 23.53 | 0.45 | 17.69 | 0.36 | 10.78 |
| 农业 | 0.06 | 3.47 | 0.08 | 2.61 | 0.46 | 4.84 | -0.06 | -3.67 | 0.03 | 1.39 | 0.05 | 1.61 |
| 居民 | -0.11 | -6.90 | 0.16 | 4.92 | 1.01 | 10.65 | 0.81 | 51.20 | 0.41 | 16.43 | 0.17 | 5.16 |
| 经营贷款 | 0.10 | 6.22 | 0.14 | 4.30 | 0.81 | 8.58 | 0.09 | 5.53 | 0.24 | 9.62 | 0.37 | 10.92 |
| 个人住房贷款 | -0.32 | -19.77 | -0.15 | -4.65 | 0.20 | 2.15 | 0.13 | 8.28 | -0.26 | -10.40 | -0.38 | -11.36 |
| 其他消费贷 | 0.11 | 6.66 | 0.17 | 5.28 | -0.01 | -0.09 | 0.59 | 37.39 | 0.43 | 17.21 | 0.19 | 5.60 |

资料来源·WIND资讯 华西证券研究所

融资规模及增速判断

表：社融规模及增速（万亿元 %）

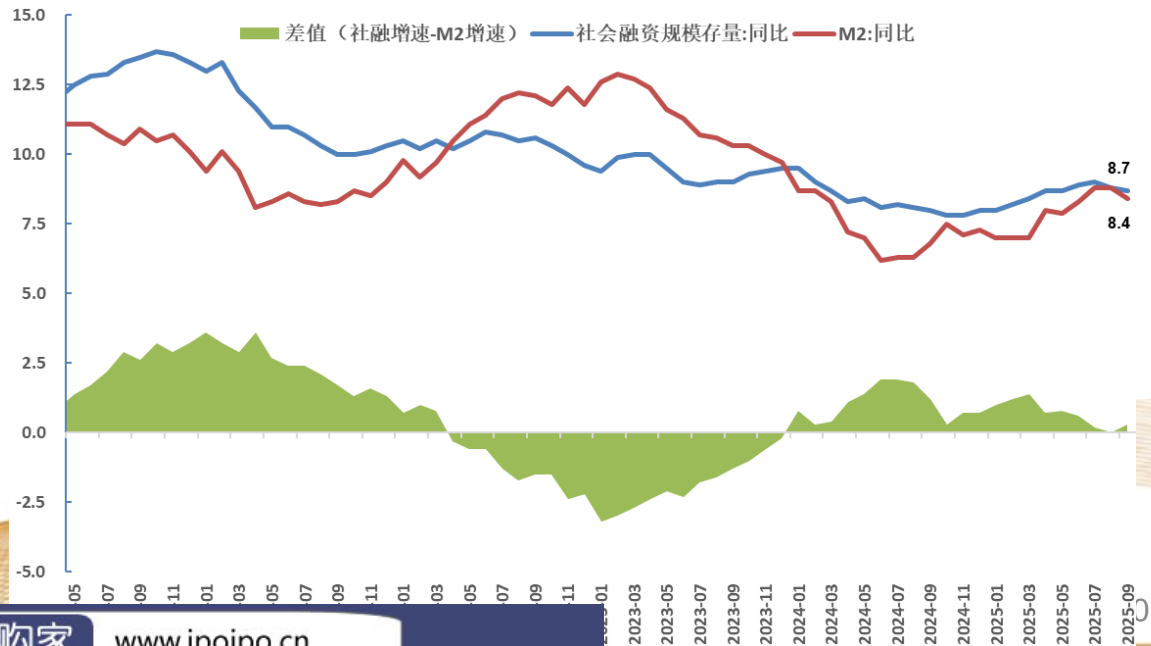
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 (E) | 2026 (E) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|----------|----------|
| 新增人民币贷款 | 15.67 | 16.88 | 20 | 20 | 20.9 | 22.2 | 17.05 | 16.5 | 16.5 |
| 新增非标 | -2.94 | -1.76 | -1.3 | -2.67 | -0.6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 新增企业债 | 2.63 | 3.24 | 4.4 | 3.3 | 2.05 | 1.63 | 1.91 | 2.5 | 2.5 |
| 新增境内股票融资 | 0.36 | 0.35 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 0.8 | 0.29 | 0.5 | 0.5 |
| 新增政府债券 | 4.85 | 4.72 | 8.3 | 7 | 7.12 | 9.6 | 11.3 | 14 | 14.5 |
| 新增其它融资 | 1.9 | 2.2 | 2.56 | 2.52 | 1.33 | 1.37 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| 新增社融 | 22.49 | 25.58 | 34.86 | 31.35 | 32 | 35.6 | 32.26 | 35 | 35.5 |
| 存量社融 | 227 | 251.3 | 284.2 | 314.1 | 344.2 | 378.1 | 408.34 | 443.34 | 478.84 |
| 存量社融同比 | 10.30% | 10.70% | 13.30% | 10.30% | 9.60% | 9.50% | 8.00% | 8.50% | 8.00% |
| 名义GDP增速 | 10.50% | 7.50% | 2.90% | 13.40% | 5.10% | 4.90% | 4.20% | 4.10% | 4.70% |
| 偿债系数 (dr) | -0.20% | 3.20% | 10.40% | -3.10% | 4.50% | 4.60% | 3.80% | 4.40% | 3.30% |

社融结构变化：

社融结构中，政府债券占比显著提升，从27%提升至37%；信贷占比显著下降，从63%降至51%；企业债券占比相对稳定在5%-6%。

社融结构变化的主要原因是：居民和企业信贷融资需求回落；化债及财政力度加大；债券利率中枢显著下降。

社融增速：我们预计将逐步回落至8%附近，仍较显著高于名义GDP增速。



资料来源：Wind- 华西证券研究所

M1与M2增速新变化的涵义

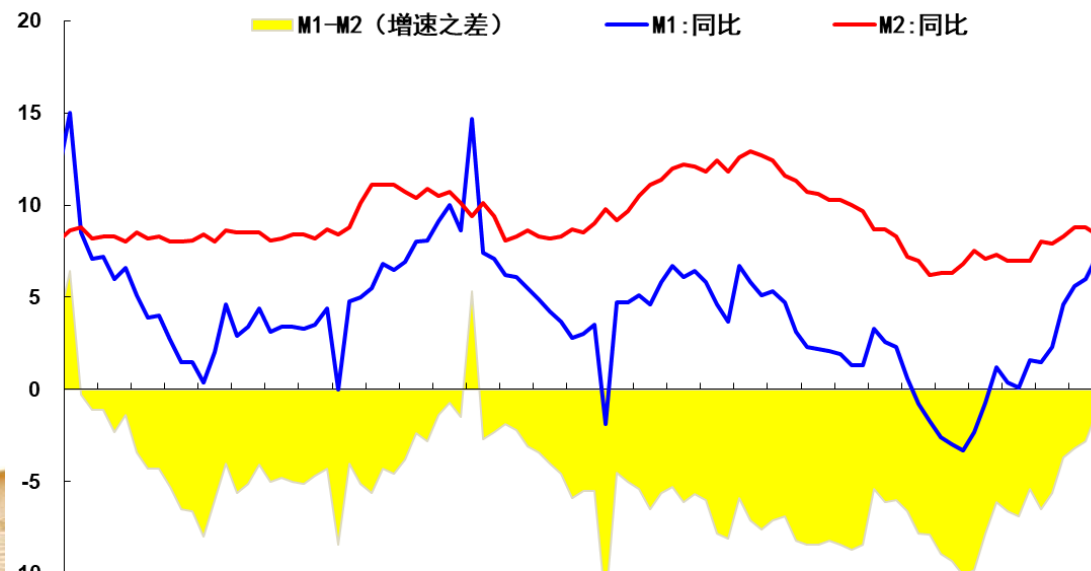
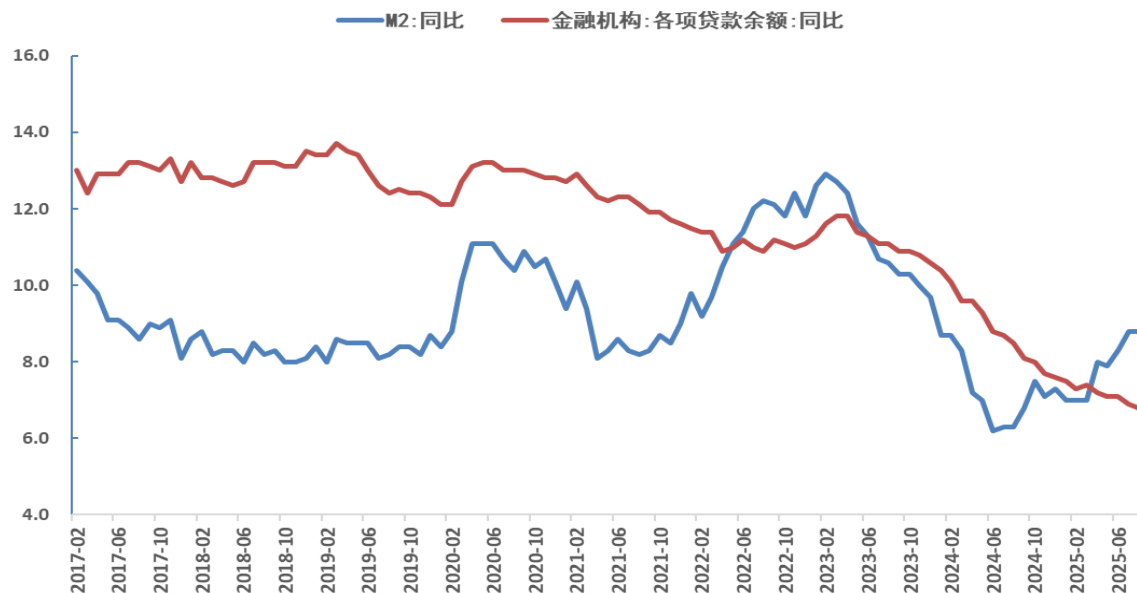
➤ 2024年9月以来，M2与信贷增速走势背离

M2增速持续有所回升，信贷增速持续放缓。原因是政府债券及企业债券在融资中占比提升显著，而信贷受居民和企业需求偏弱拖累；M2的派生主要前者而来。

➤ 2024年10月以来，M1增速持续回升

2025年1月，央行修订M1统计口径，包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。

M1增速持续回升：1) 低基数原因；2) 去年四季度以来，政策上着力“解决拖欠企业账款问题”，力度较大，企业的应收款到账，会提升M1增速，同时也会降低贷款必要性；3) 伴随利率中枢下移，存款利率下降、理财收益率回落，居民储蓄活期化现象明显。9月股市降温，资金从保证金回流为居民活期存款对M1增速形成助推。



资料来源：WIND 资讯 华西证券研究所



3. 大类资产分析与展望

42

“人民币国际化报告（2025）”指出：

- 人民币已成为全球第二大贸易融资货币；按全口径计算，人民币为全球第三大支付货币。
- 2024年，货物贸易项下人民币结算占比为27.2%，较2023年提高2.4个百分点。2025上半年，货物贸易项下人民币结算占比为28.1%，同比上升1.2个百分点。
- 2024年，服务贸易项下人民币结算占比为31.9%，2025年上半年占比为32.3%。
- 截至2025年一季度末，主要离岸市场人民币存款余额约1.6万亿元，处于历史高位。2024年离岸人民币债券发行金额达1.2万亿元，同比增长27%。

人民币汇率：对美元逐步有所升值，利好中国资产

——即期汇率:美元兑人民币



| | 变化方向 (2025,1,1-2025,11,3) | 变化幅度 (2025,1,1-2025,11,3) |
|--------------|------------------------------|------------------------------|
| 人民币对美元 | 升值 | 2.42% |
| 人民币对欧元 | 贬值 | 7.82% |
| 人民币对日元 | 升值 | 1.13% |
| 人民币对英镑 | 贬值 | 1.96% |
| CFETS人民币汇率指数 | 走弱 | 3.80% |
| 美元指数 | 走弱 | 7.93% |

资料来源： 资讯，华西证券研究所

● 2025年7月中旬以来，人民币汇率指数边际有所走强。人民币对主要货币均有所升值，其中，对美元汇率从7.2逐步升向7.1。

● 在人民币对美元升值下，资金呈现较明显流入态势，截止2025年9月，官方外汇储备较年初增加约1363亿美元，金融机构外汇存款达到1万亿美元，较年初增加约1671亿美元。这为中国资产和经济提供了较强的外部资金支持。

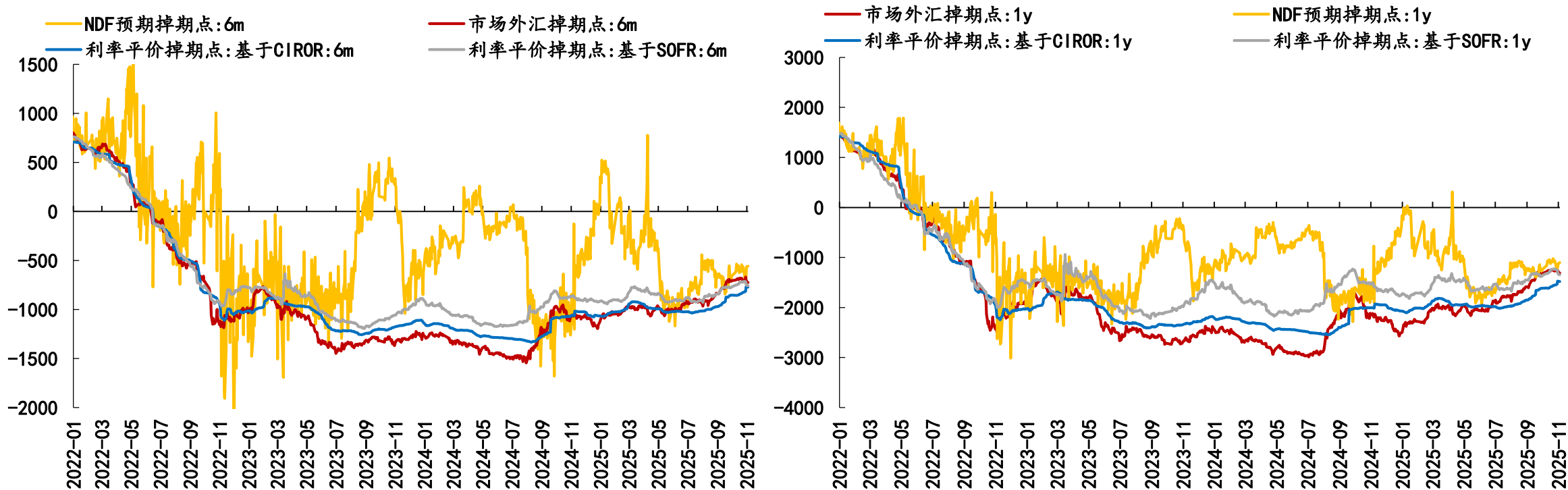
● 展望2026年，在经济迈向稳态，人民币国际化程度继续提高支持下，人民币有望呈现“稳中略强”局面。海外资金对中国资产的青睐度继续上升。

| 年份 | 中国贸易顺差 (亿美元) | 金融机构外汇存款 (亿美元) | 外汇储备 (官方: 亿美元) |
|-------------|--------------|----------------|----------------|
| 2025 (截止9月) | 8,750.84 | 10,200.00 | 33,386.58 |
| 2024 | 9,925.77 | 8,529.00 | 32,023.57 |
| 2023 | 8,221.02 | 7,978.00 | 32,379.77 |
| 2022 | 8,379.28 | 8,539.00 | 31,276.91 |
| 2021 | 6,704.12 | 9,969.00 | 32,501.66 |
| 2020 | 5,239.90 | 8,893.00 | 32,165.22 |
| 2019 | 4,210.73 | 7,577.00 | 31,079.24 |
| 2018 | 3,509.47 | 7,275.00 | 30,727.12 |

人民币汇率：掉期市场反映有升值动力

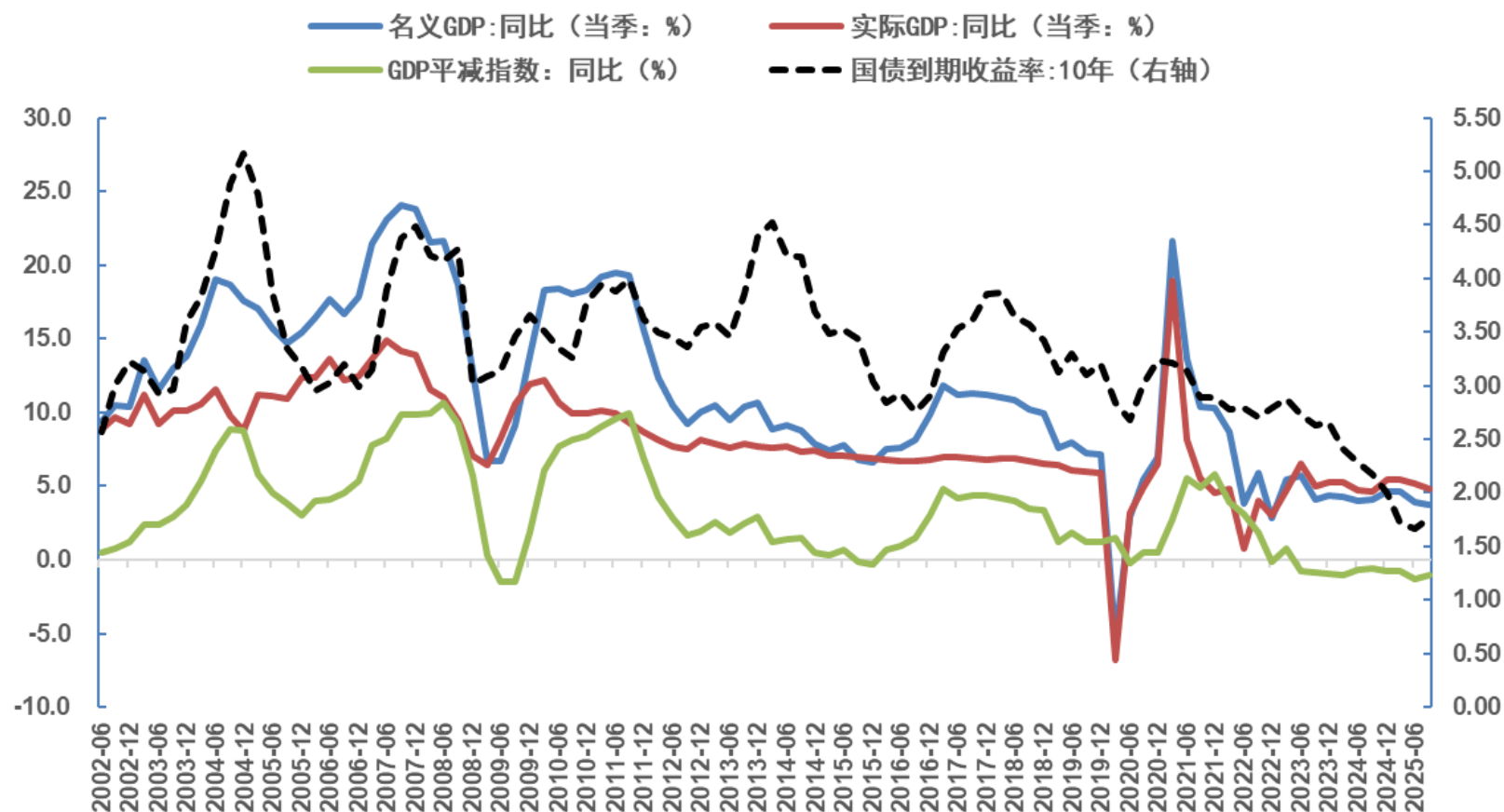
● 从外汇掉期市场看，2023年下半年至2024年上半年，以及2025年年初，人民币存在一定贬值压力：市场掉期点较为明显向下偏离利率平价掉期点；同时NDF预期掉期点向上大幅偏离利率平价掉期点。

● 2025年4月以来，随着日内瓦经贸会谈后中美关系缓和，叠加近期美联储降息预期升温，人民币贬值压力消退并逐步转为升值。外汇掉期市场报价来看，其相对利率平价理论对应的均衡值，已从年初的负向偏离逐步转为正向偏离，进一步印证了人民币正从年初的贬值态势切换至升值通道。



长债收益率研判：历史特征

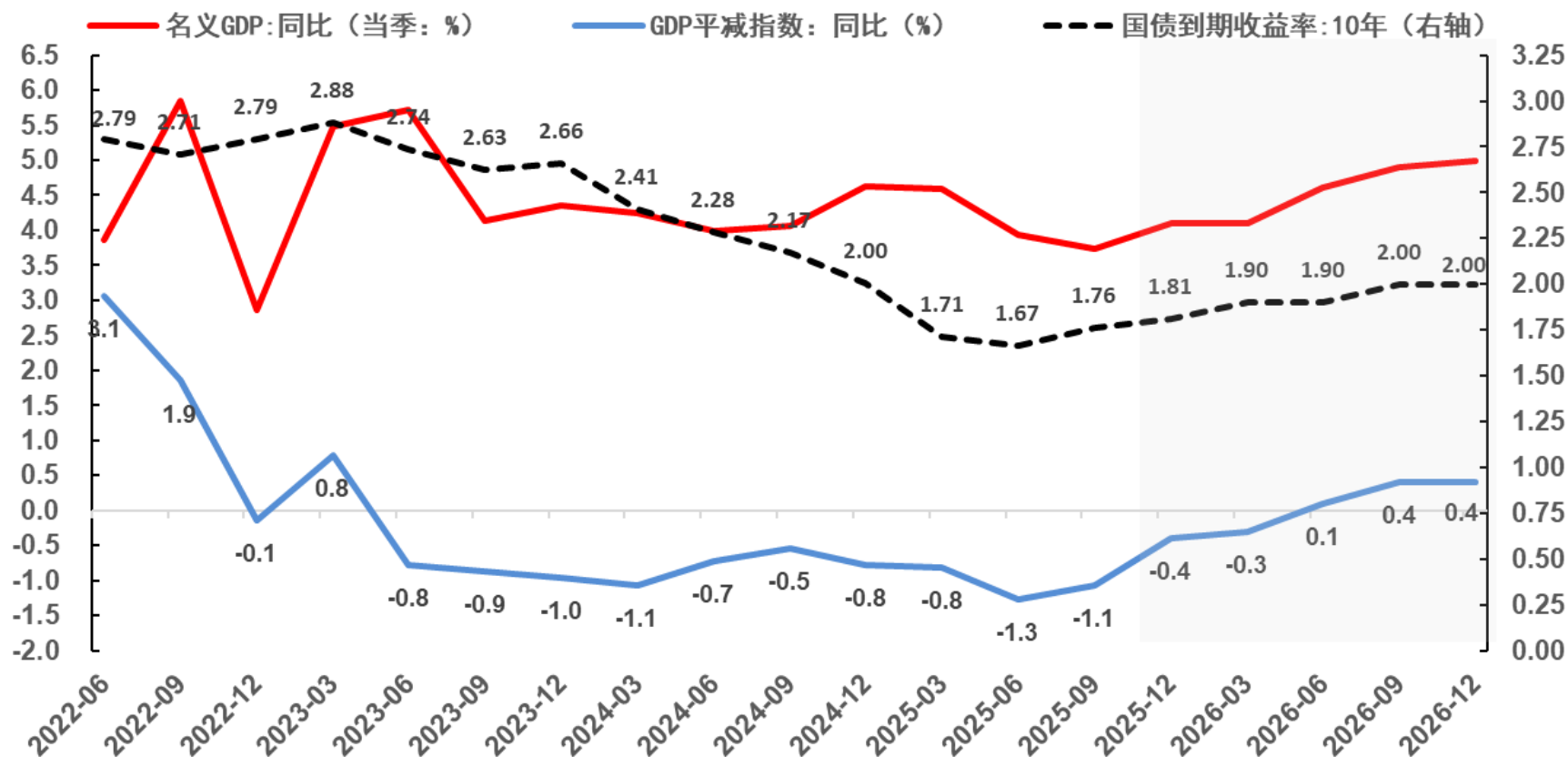
相较经济增速，通胀及通胀预期对长期国债收益率的影响更加显著。在“菲利普斯曲线”作用下，经济的过热或收缩均会在通胀上有所反映，通胀数据比较容易统计且高频，其对利率影响较为直接。



长债收益率研判：逐步有所上行

➤ 从通胀看，2025年二季度、三季度，可能是本轮价格下行的低点；伴随“反内卷”、促销费等政策逐步推进，我们预计通胀将温和回升：CPI有望回升至0.6%附近，PPI有望回升至-0.5%附近；GDP平减指数将转正并略有回升。

➤ 物价温和回升将带动长债收益率逐步有所上行。



国内股票：风险偏好有望继续提升，看好股票

- 国内基本面&政策面：2026年宏观政策将继续加码给力，物价形势有望好转，名义GDP增速回升将带动企业盈利改善。
- 外部环境&汇率条件：2026年中美关系步入缓和期、中国制度型开放将坚实推进，人民币国际化程度进一步增强，人民币汇率将稳中略强，外资对中国资产的偏好将继续提升。
- 2025年股票市场在科技浪潮推动、宏观政策护航下走牛，投资信心获得提升；2026年，资本市场风险偏好有望进一步提升，股票市场牛市继续。

表：2025年1-10月主要股指涨跌幅度及PE值（单位：点位、倍数、%）

| | 上证指数 | 深证成指 | 上证50 | 沪深300 | 创业板指 | 科创50 | 北证50 | 中证1000 | 全A | 恒生指数 | 恒生科技 |
|-------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 当前点位 | 3976.52 | 13404.06 | 3016.35 | 4653.40 | 3196.87 | 1400.86 | 1567.23 | 7538.12 | 6371.59 | 26158.36 | 5922.48 |
| 年涨跌幅 | 18.64% | 28.70% | 12.35% | 18.26% | 49.28% | 41.65% | 51.01% | 26.53% | 26.88% | 30.40% | 32.55% |
| 当前PE | 16.45 | 30.83 | 11.77 | 14.11 | 41.11 | 161.20 | 74.92 | 47.53 | 22.01 | 11.66 | 22.85 |
| PE中位数 | 19.79 | 25.69 | 10.91 | 13.09 | 48.82 | 64.13 | 26.95 | 38.98 | 20.20 | 11.25 | 32.62 |
| PE分位值 | 40.90% | 68.70% | 59.50% | 63.70% | 35.40% | 96.90% | 97.60% | 69.10% | 59.80% | 53.50% | 28.80% |

国内股票：风险偏好有望继续提升，看好股票

表：主要板块涨跌幅度及PE值（单位：点位、倍数、%）

| 申万行业 | 2025年涨跌幅 | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) | PE (TTM) | 历史PE中位数 | 历史PE分位数 | 热门行业 | 2025年涨跌幅 | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) | PE (TTM) | 历史PE中位数 | 历史PE分位数 |
|------|----------|--------------------|----------|---------|---------|----------|----------|--------------------|----------|---------|---------|
| 有色金属 | 68.49% | 41.43% | 25.21 | 37.90 | 26.60% | 光模块(CPO) | 105.29% | 119.84% | 66.79 | 51.52 | 77.40% |
| 通信 | 61.09% | 8.80% | 43.41 | 37.86 | 67.40% | 稀土 | 104.04% | 434.99% | 77.12 | 57.21 | 70.40% |
| 电子 | 45.88% | 38.29% | 65.75 | 48.24 | 84.40% | 光通信 | 80.32% | 32.28% | 50.04 | 30.87 | 93.00% |
| 电力设备 | 43.48% | 20.87% | 40.68 | 40.37 | 50.60% | 稳定币 | 70.63% | -17.60% | 70.57 | 78.58 | 42.20% |
| 综合 | 36.48% | 2842.63% | 47.20 | 49.54 | 42.90% | 核聚变 | 65.39% | 0.54% | 30.72 | 19.72 | 99.50% |
| 机械设备 | 33.39% | 14.52% | 37.32 | 30.86 | 66.60% | 储能 | 60.13% | 19.63% | 31.29 | 48.17 | 40.80% |
| 传媒 | 31.12% | 37.38% | 44.89 | 50.03 | 40.50% | HBM | 59.54% | 12.31% | 75.27 | 45.92 | 89.40% |
| 钢铁 | 27.05% | 749.59% | 33.10 | 21.30 | 81.10% | 具身智能 | 57.42% | 21.19% | 37.74 | 39.97 | 39.20% |
| 计算机 | 24.57% | 32.63% | 91.55 | 51.44 | 96.90% | 固态电池 | 57.17% | 23.87% | 33.98 | 28.79 | 73.70% |
| 基础化工 | 24.18% | 9.65% | 28.58 | 27.46 | 53.20% | 反内卷 | 55.45% | 328.45% | 204.25 | 52.45 | 88.00% |
| 汽车 | 21.60% | 2.88% | 29.44 | 23.49 | 68.30% | 人形机器人 | 55.33% | 48.29% | 33.09 | 60.84 | 7.60% |
| 环保 | 20.32% | -5.40% | 29.83 | 37.49 | 39.40% | ASIC芯片 | 52.93% | 152.37% | 180.71 | 80.00 | 92.90% |
| 医药生物 | 18.75% | -5.14% | 38.97 | 37.93 | 55.30% | 黄金珠宝 | 51.10% | 43.65% | 20.49 | 24.07 | 34.80% |
| 建筑材料 | 18.75% | 28.69% | 28.40 | 27.04 | 52.50% | AI算力 | 48.75% | 73.45% | 76.18 | 68.15 | 69.10% |
| 农林牧渔 | 16.65% | 12.96% | 24.09 | 46.23 | 9.80% | 光刻机 | 48.13% | 21.75% | 93.16 | 74.43 | 88.10% |
| 国防军工 | 15.64% | 0.02% | 79.55 | 62.46 | 78.20% | 创新药 | 45.82% | 14.24% | 54.50 | 35.21 | 71.10% |
| 轻工制造 | 13.44% | -22.50% | 30.83 | 32.96 | 45.00% | 雅江水电站 | 44.76% | 3.92% | 23.62 | 15.85 | 96.70% |
| 纺织服饰 | 11.63% | -10.01% | 27.27 | 29.61 | 45.20% | 6G | 43.71% | -10.13% | 107.70 | 45.36 | 97.80% |
| 社会服务 | 10.30% | -2.73% | 46.28 | 54.20 | 39.60% | AI应用 | 35.70% | 27.29% | 36.52 | 28.52 | 82.60% |
| 银行 | 9.59% | 1.46% | 6.42 | 7.37 | 28.60% | 宠物经济 | 35.59% | 6.97% | 40.01 | 38.50 | 58.10% |
| 建筑装饰 | 8.93% | -10.11% | 13.03 | 18.85 | 37.60% | 人工智能 | 35.17% | 68.32% | 74.04 | 59.29 | 72.60% |
| 房地产 | 8.81% | -191.58% | 63.71 | 21.35 | 89.90% | AIGC | 34.77% | 7.72% | 19.99 | 20.66 | 30.80% |
| 非银金融 | 7.43% | 38.65% | 12.95 | 19.99 | 2.50% | 深海科技 | 31.91% | 11.70% | 25.11 | 35.63 | 8.70% |
| 公用事业 | 6.47% | 2.93% | 20.27 | 24.58 | 28.10% | 海南自贸港 | 29.69% | -12.91% | 119.38 | 48.67 | 88.80% |
| 家用电器 | 6.30% | 10.21% | 14.55 | 19.30 | 23.10% | AIPC | 29.58% | 25.94% | 119.36 | 73.69 | 94.50% |
| 煤炭 | 3.84% | -29.70% | 19.40 | 15.17 | 56.40% | 短剧游戏 | 29.58% | 9.04% | 271.10 | 41.24 | 89.60% |
| 美容护理 | 3.69% | -11.34% | 39.64 | 38.75 | 52.90% | 跨境支付 | 25.80% | 1.17% | 7.85 | 5.75 | 99.70% |
| 商贸零售 | 3.31% | -35.43% | 48.95 | 33.24 | 81.00% | 汇金持股 | 16.11% | 1.59% | 10.98 | 5.94 | 82.10% |
| 石油石化 | 2.95% | -11.15% | 19.71 | 20.00 | 48.20% | 央企银行 | 12.46% | 1.14% | 7.95 | 5.48 | 99.90% |
| 交通运输 | 1.87% | -5.52% | 18.33 | 21.00 | 41.10% | 反关税 | 11.25% | 9.71% | 20.26 | 17.84 | 61.00% |
| 食品饮料 | -6.09% | -4.56% | 21.90 | 32.84 | 12.80% | 军工 | 8.46% | -4.81% | 62.49 | 54.81 | 75.80% |

资料来源：WIND、华西证券研究所

04 风险提示

地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。

谢谢！！

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------------|
| 以报告发布日 后的6个月内 公司股价相对 上证指数的涨 跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日 后的6个月内 行业指数的涨 跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.huaxi.com.cn>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。