

新经济加速抵御供给冲击 ——2026 下半年中国宏观展望

华泰研究

2026 年 5 月 25 日 | 中国内地

中期策略

一、2026 年上半年：内部“新周期”遇上外部“新扰动”

中东变局为全球经济带来多维度、半粘性的影响，原材料价格和供应链脆弱性的扰动可能贯穿全年，中国短期生产和需求增长的节奏也难免受到影响。但我们的分析表明，表现波动之下，中国经济内生的动力在增强，尤其是①新经济的引领地位进一步夯实，②地产去杠杆的影响进入收尾阶段，居民资产负债表持续修复（参见《效率提升引领中国“后地产”新周期》，2026/5/14）。

我们此前对 2026 年经济走势的一些预测得到验证（参见《重估中国：走向纵深》，2025/11/3）。周期层面，名义增长转正、新经济对增长的贡献率全面升级、出口竞争力持续提升（参见《PPI 何时转正？》，2026/3/1）。更重要的是，过去 5 年，经济结构经历了令人惊叹的调整：地产去杠杆对增长、财政和信用周期、企业现金流、个人资产负债表的紧缩性影响快速进入“收尾”阶段；AI 超级周期下，私有部门和高新产业的资本开支已经“箭在弦上”。

虽然中美关系如期趋于稳定，但全球地缘政治的“无序性”及其次生扰动均意外升级。但同时，AI 资本开支周期强度再超预期。供给扰动升级，在全球、尤其新兴市场和海湾国家造成增长和效率损失。虽然全球增长预期有所下调，但 AI 产业链的景气度和“去瓶颈”力度再超预期，相关资本开支全面上修，经济增长无论在区域间，还是产业间的分布或将更不均衡、更为极致。

二、2026 下半年-2027 中国宏观预测：新经济引领新周期持续升温

我们上调 2026 年中国名义增长预测，且不仅是缘于能源价格中枢抬升。我们将 2026 全年中国名义 GDP 增长预测从此前的 5.1%上调至 6.3%，维持实际 GDP 增长 5.0%的预测不变。我们假设霍尔木兹海峡于今年夏天逐步复航，油价高点可能出现在 6-7 月，但此后仍会持续高企一段时间。年度 PPI 高点可能前置为 6-7 月的 4%左右，4 季度回落至 2%左右；食品价格上升可能推动 CPI 在下半年攀升，预计全年 CPI 平均 1.5%左右。鉴于供给冲击往往压制实际需求，所以，维持实际增长预测的含义是名义增长加速并非完全由供给侧驱动，尤其是中国 AI 产业链和电力新能源相关需求比预期更强。如我们此前分析：新经济对增长的拉动作用日益增强，AI 革命也将带来资本开支和生产力的再次跃升；同时，传统能源供给脆弱性上升将加持电力和新能源行业的战略竞争优势，推动相关产业链盈利、产能和出口份额的快速扩张（参见《效率提升引领中国“后地产”新周期》，2026/5/14）。

预计 2026 年中国内需增长修复，外需增长加速，但净出口对增长的贡献边际收缩。我们对中国内需增长修复的预期，是基于两个有别于共识的基本面判断：①中国制造业产能调整已经基本完成，②中国居民资产负债表开始修复。同时，AI 相关资本开支增长将进入快速扩张时期，带来投资和总需求增量。全球 AI 繁荣再升级也将令中国供应链性价比和安全性优势进一步凸显，我们上调 2026 年中国出口增长预测至 12.2%，隐含全球份额进一步上升。但由于进口回升，实际净出口增长或将减速、与地产周期贡献形成镜像。

效率提升进一步推升人民币价值重估。上调 2026 年底美元兑人民币预测至 6.58。由于人民币和美元均偏强，所以人民币有效汇率升值更多。虽然美伊冲突将在中长期加剧美元的公信力下降，但短期 AI 繁荣和（油价带动）美国贸易条件上升等对美元形成支撑。随着通胀回归，2026 年是中国生产力快速提升全面“显性化”的一年。效率提升不仅体现在人均产出，也体现在投资和融资的边际回报上升。以效率提升（非杠杆上升）为支撑的人民币资产重估和资本流入这一良性循环有望持续，人民币兑一篮子货币将持续升值。

风险提示：霍尔木兹海峡封锁时长大幅超预期，全球 AI 供应链产能扩张受阻。

易垭

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

研究员

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

常慧丽, PhD

SAC No. S0570520110002
SFC No. BJC906

研究员

changhui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

吴宛忆

SAC No. S0570524090005
SFC No. BVN199

研究员

wuwanyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

王洛硕, CFA, PhD

SAC No. S0570525070003
SFC No. BUP051

研究员

wangmingshuo@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

陈玮

SAC No. S0570524030003
SFC No. BVH374

研究员

chenwei023580@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

正文目录

一、2026 以来的负面冲击与积极变化(及对海峡通航时间的假设)	6
二、辩证看待中东变局对中国的影响	14
三、上调 2026 年名义增长预期，但不全缘于供给冲击	17
四、2026 下半年及 2027 的大体增长路径及新周期特点	20
五、内需增长总体回升：服务消费亮眼，制造业投资回升，地产指标修复	22
(一) 作为内需增长“锚”的地产周期有望企稳回升，相关名义增长全面修复	22
(二) 制造业产能周期筑底+AI 相关投资即将“起飞”托举企业利润持续修复及总投资增长	26
(三) 消费：国补退坡影响下表观增速或前低后高，个性化服务消费表现亮眼	30
六、外需：出口增长继续领跑内需，全球份额继续扩张、高新技术和新能源行业贡献率快速上升	35
七、通胀预测：PPI 呈“抛物线”走势，但能源外价格稳步恢复	40
八、财政及关税政策假设：广义财政扩张力度边际下降，关税或有下调空间	44
(一) 广义财政扩张力度边际回落，收入端修复更为明显	44
(二) 年内美国对华关税或有进一步下调的空间	48
九、货币与汇率：融资“效率”上升，推动外汇流入和人民币升值正循环	49
十、风险与机遇	51
风险提示	51

图表目录

图表 1：3 月以来，霍尔木兹海峡西向东通航量平均每日不足 7 艘	7
图表 2：3 月以来，霍尔木兹海峡东向西通航量平均每日不足 4 艘	7
图表 3：3 月以来，布伦特原油月度平均现货价维持在 100 美元/桶以上	8
图表 4：全球原油供需缺口在今年 4 月以来明显走阔，库存大幅消耗	8
图表 5：全球石油在途库存在今年 1-2 月维持较高水平，3 月大幅回落	8
图表 6：美国汽油库存已经突破 2022 年同期季节性均值的下沿	8
图表 7：美国战略石油储备已位于历史低位，可用天数回落至不到 20 天	9
图表 8：海峡封锁亦影响伊朗原油供给回落	9
图表 9：截至今年 5 月，美国原油出口量较 2025 年均值上行 45%	9
图表 10：美伊冲突之前，全球石油海上浮舱位于较高水平	9
图表 11：美国炼油厂开工率在今年 4 月大幅回落	9
图表 12：中国沥青装置开工率 4 月平均为 18.1%，同比下行 10.1 个百分点，环比下行 4.4 个百分点，创五年来新低	9
图表 13：据 Kiel 研究测算，海峡完全封锁短期推动全球油价上涨 11.9%、天然气价格上涨 3.8%，并进一步传导至化工品及食品价格上涨	10
图表 14：全国地产成交面积和金额降幅持续收窄	11
图表 15：今年 3 月，商品房待售面积同比时隔 57 个月后转负	11
图表 16：2026 年以来 70 个大中城市新房价格上涨数量持续回升	12

图表 17: 地产价值占当年 GDP 的比例从 2020 年的 2.8 倍回落至 2025 年的 1.88 倍, 但高于 2015 年的 1.82 倍	12
图表 18: 房地产占居民家庭资产的比例已经从 2020 年的 62% 回落至 2025 年的 47%, 但仍低于 2015 年的 52%	12
图表 19: 2024 年 3 季度以来, 居民净资产增量持续回升	12
图表 20: 估值损失减少源于房价下跌拖累收窄和股票估值的持续修复	12
图表 21: 截至 2026 年 4 月 30 日, 东部沿海省份高端制造业企业市值居全国前列	13
图表 22: 2026 年一季度东部省份 GDP 平均增速涨幅明显	13
图表 23: 工业企业负债增速自 2022 年下半年以来逐步回落, 显示企业资本开支扩张放缓	13
图表 24: 上市公司 (非金融地产) 资本开支 24 年明显走弱	13
图表 25: 对比 2022 年的产能水平, 机床、发电设备及化纤等产能提升较为明显, 但计算机、手机、水泥、化肥、电解铝等产能收缩	13
图表 26: 估算中东冲突对总能源供给结构的影响比例	15
图表 27: 2024 年, 我国一次能源结构中石油占比 20.3%, 低于欧洲及日韩	15
图表 28: 我国原油进口依赖度从 2015 年的 61% 上升至 2025 年的 73%, 维持较高位	15
图表 29: 参考历史趋势, 2025 年我国进口原油估算可能受到本次中东影响的比例约 3 成	15
图表 30: 我国对东盟的直接对外投资金额连年增长	16
图表 31: 截止 2024 年, A 股上市公司的海外盈利占比约 57%	16
图表 32: 全球主要国家光伏加权平均平准化度电成本呈下降趋势, 中国优势明显	16
图表 33: 我们将 2026 全年中国名义 GDP 增长预测从此前的 5.1% 上调至 6.3%	18
图表 34: 名义增长回升意味着企业盈利增长将明显加速	18
图表 35: 我们维持 2026 年实际 GDP 增长 5.0% 的预测不变	18
图表 36: 中国以美元计价的名义增长有望明显高于全球其他主要经济体, 包括集中受益于能源价格上升和 AI 繁荣的美国	18
图表 37: 2026 年最新宏观各项指标预测一览	19
图表 38: 中国表观汽油消费量在 4 月明显回落	21
图表 39: 中国原油炼化产能利用率亦在今年 3 月大幅回落	21
图表 40: 2022-2024 年间内需修复对财政宽松有所依赖	21
图表 41: 名义内需增长回升将更为明显	22
图表 42: 4 月新房成交面积同比降幅已较去年 12 月收窄 6.1 个百分点至 9.5%	23
图表 43: 2026 年以来 44 城新房和 22 城二手房成交量同比增速持续回升	24
图表 44: 一线城市地产成交回升幅度更为明显	24
图表 45: 预计 2026 年地产相关主要指标的同比降幅有望明显收窄	24
图表 46: 2025 年, 中国新房加二手房成交面积占城镇存量房的比例降至 4 % 的低位	24
图表 47: 2025 年中国地产成交占比已接近美、韩等发达经济体的区间下限	24
图表 48: 今年 3 月, 商品房待售面积同比时隔 57 个月后转负	25
图表 49: 深圳、杭州等城市的库存去化周期已经低于 12~18 个月的合理区间	25
图表 50: 我们估算的城镇住宅地产市值同比降幅在 2025 年有所收窄	25
图表 51: 中国地产 (去除土地购置的) 建安投资占 GDP 比例已经从高点下降约三分之二	25
图表 52: “严控增量、优化存量”的政策导向下地产投资和新开工总体仍偏弱	25
图表 53: 地产投资增长与水泥开工率同比走势出现背离	26
图表 54: 地产投资降幅再度走阔, 而建筑钢材成交量降幅总体收窄	26

图表 55: 2022-24 年, 房地产开发商总负债的降幅接近一成.....	26
图表 56: 2024 年开发商总负债占 GDP 和社融存量的比例分别回落至 2015、2004 年的水平	26
图表 57: PPI 持续修复带动工业企业利润回升.....	27
图表 58: 工业企业盈利边际修复带动制造业投资回暖	27
图表 59: 2026 年, 科技巨头资本开支绝对规模预计将达 7100 亿美元	27
图表 60: 2023 年至今, 前 20 大 AI 科技公司市值累计增加约 16.5 万亿至 23.7 万亿美元	27
图表 61: Anthropic 年化收入 run-rate 快速升至 300 亿美元。	28
图表 62: 今年 2 月开始, 中国大模型 token 调用量超越美国	28
图表 63: 我们估算, 中国科技公司的资本开支在 26-27 年有望持续扩张	28
图表 64: 化债提速挤占用于项目建设的专项债资金规模	29
图表 65: 一般公共预算支出中基建相关分项与基建投资同步回落	29
图表 66: 2026 年重大项目投资规模低于往年同期.....	30
图表 67: 2026 年重大项目投资数量亦低于往年同期	30
图表 68: 我们预计 2026 年社零同比增速有望较 2025 年的 3.7% 小幅回落至 2.8%.....	31
图表 69: 2026 年一季度 GDP 增速录得 4.9%, 而可选消费增速仍在负数区间.....	31
图表 70: 根据全 A 上市公司数据, 估算 2025 年就业人数增长约 1.6%	32
图表 71: 2026 年来服务业零售额累计同比强于同期总体社零增速	32
图表 72: 1-4 月以旧换新品类零售额同比下行	32
图表 73: 1-4 月整体名义社零同比增速 1.9%	33
图表 74: 截至今年 5 月 2 日, 各品类以旧换新申请数量对比	33
图表 75: 截至今年 5 月 2 日, 各品类以旧换新申请补贴金额估算.....	33
图表 76: 2026 年至今国内节假日日均旅游收入及人数同比持续增长	34
图表 77: 2026Q1 出入境总人次恢复至 2019 年同期的 118%	34
图表 78: 港澳台与外国人出入境总人次已超疫情前水平.....	34
图表 79: 今年前 4 个月, 出口同比增长 14.5%.....	36
图表 80: 预计今年出口增速有望达到 12.2%	36
图表 81: 今年以来, 主要公司的 AI 资本开支指引大幅增长	37
图表 82: AI 对贸易的拉动上升, 亚洲产业链尤为受益.....	37
图表 83: AI 贸易推动韩国和中国台湾的出口亦实现高增.....	37
图表 84: 美国对华有效关税税率已较去年的高点下调超 20 个百分点	37
图表 85: 随着美国对华关税税率下调, 中国对美出口显著改善.....	37
图表 86: 南亚和东南亚国家对石油进口依赖度较高	38
图表 87: 今年以来, AI 相关出口商品对中国出口拉动快速上升	38
图表 88: 1-4 月“新三样”出口同比增长 54%, 对总出口的贡献为 2.1 个百分点	38
图表 89: “解放日”以来, 美国库存水平急剧下降.....	38
图表 90: 美国电气设备、药品等行业的批发商库销比尤为偏低.....	38
图表 91: 今年以来, 美国有效关税税率水平显著下降, 或有助于推动美国企业补库	39
图表 92: 3 月美国批发商库存同比边际改善	39
图表 93: 2026 年通胀展望一览.....	41
图表 94: 预计全年 CPI 同比温和回升至 1.5%	42

图表 95: 预计 2026 年全年 PPI 同比从 2025 年的-2.6%明显上行至 2.2%.....	42
图表 96: 能繁母猪存栏数在今年一季度有所回落	42
图表 97: 猪肉价格在今年一季度对 CPI 拖累约 0.2 个百分点	42
图表 98: 国内螺纹钢价格亦企稳、水泥价格同比降幅收窄	42
图表 99: 今年 3-4 月 PPI 分项中，上中游价格回升较为明显	43
图表 100: 油价同比回升带动 PPI 回升	43
图表 101: 2026 年下半年 PPI 生产资料或仍在高位，生活资料降幅逐步收窄	43
图表 102: PPI 翘尾因素显示今年 7-9 月的基数效应对 PPI 同比推升较为明显	43
图表 103: CPI 翘尾因素显示今年 9 月的基数效应对 CPI 同比推升较为明显	43
图表 104: 各省份化解隐债、清偿欠款相关政策表述	45
图表 105: 今年前 4 个月，广义财政（一般公共预算+政府性基金）收入同比增长 0.4%，慢于年初预算的 1.8%..	46
图表 106: 今年前 4 个月，广义财政支出同比增长 0.4%、慢于年初两会预算 4.6%的目标	46
图表 107: 预计 2026 年广义财政净融资规模 11.59 万亿元，同比少增 5,500 亿元左右	46
图表 108: 预计 2026 年广义财政可用于实际支出的净融资规模 10.54 万亿元，同比少增 7,300 亿元左右	46
图表 109: 预计 2026 年（中央+地方）广义财政赤字占 GDP 比例回落至 8.6%左右	46
图表 110: 今年前 4 个月，一般公共预算支出使用进度录得 31.6%，快于过去 5 年同期的 31%	47
图表 111: 今年前 4 个月，国债+地方债发行进度录得 27.8%，快于 2025 年同期的 26.1%	47
图表 112: 预计 2026 年广义财政支出同比增长 2.2%、低于同期名义 GDP 增长	47
图表 113: 今年 4 月新增财政结余资金的上升速度快于季节性水平	48
图表 114: 今年 4 月季调后新增财政结余资金占比再度上行，显示财政资金“蓄势”待发	48
图表 115: 预计 2026 年 M2 同比增速从 2025 年的 8.5%回落至 8.0%	50
图表 116: 预计 2026 年社融同比增速从 2025 年的 8.3%回落至 7.3%	50
图表 117: 预计 2026 年资本边际产出将进一步回升	50
图表 118: 今年 1 季度，新增信贷边际产出上升	50
图表 119: 我们小幅上调 2026 年底美元兑人民币预测至 6.58	50

一、2026 以来的负面冲击与积极变化(及对海峡通航时间的假设)

2026 年最大的预期外负面冲击，无疑来自美伊冲突及霍尔木兹海峡封锁带来的供给冲击。2 月 28 日美以联合袭击伊朗，伊朗随即宣布关闭霍尔木兹海峡，导致全球原油供给减少约 1,000-1,200 万桶/天，相当于全球供给的 10-12%（参见《伊朗局势再升级的宏观影响》，2026/3/1，以及《如果油价居高不下...》，2026/3/10）。虽然 4 月 8 日后美伊暂时停火，但在目前“热停火”或“冷战争”的状态下，霍尔木兹海峡的通航量仍处低位，3 月以来每日平均在 10 艘左右（图表 1 和 2）。由此，3 月以来国际油价居高不下，布伦特原油月度平均现货价维持在 100 美元/桶以上（图表 3）。霍尔木兹海峡封锁不仅推升油价、影响全球总需求，还影响油气、化肥、氨气、硫磺等能源和化工品供给、拖累全球工业和农业生产。

基准情形下，海峡可能在 6-7 月初步复航，但路径和最终概率分布仍然存在较大的不确定性。随着夏季需求旺季临近，全球能源体系内部的边际压力正在同步上升，而这反而可能促使各方更快进入“妥协窗口”。从历史经验看，当冲突双方的边际收益同步下降时，往往也是“妥协窗口”逐步打开的时候。但即便并非基准情形，仍不能完全排除美方在后续谈判前进行最后一次升级施压的可能性，包括伊朗是否维持当前停火框架、霍尔木兹海峡开放时间是否进一步延后、能源生产与运输基础设施是否遭受更大范围破坏，以及红海航道是否继续保持畅通等变量，均可能重新扰动市场预期。

- **一方面，美国所面临的压力正在快速累积——**随着全球库存持续下降、美国汽油库存回落（图表 4-7），美国能源价格对于居民消费、通胀与金融市场的扰动正在明显增强。尤其在 7-8 月夏季出行旺季临近的背景下，石油需求或呈现季节性回升，若海峡长期无法恢复正常运输，则美国国内能源与通胀压力可能进一步上升。
- **另一方面，对于伊朗而言，长期维持高强度僵持的边际收益也在快速递减。**根据 Kpler 统计，伊朗原油供给量在海峡封锁后受到影响，截至今年 5 月 15 日，较 2 月水平（400 万桶/天左右）回落近 5 成。随着出口受限、财政压力上升以及金融约束强化，继续维持冲突状态的经济成本可能明显提高。
- **但需要强调的是，当前尾部风险并未完全消除，不能完全排除美方在后续谈判前进行最后一次升级施压的可能性。**历史上，1972 年尼克松政府在越战后期便曾采取过类似策略，即在撤离前进行阶段性军事升级，以强化后续谈判筹码。如果类似情形出现，则中东局势的概率分布可能进一步扩散，包括伊朗是否维持当前停火框架、霍尔木兹海峡开放时间是否进一步延后、能源生产与运输基础设施是否遭受更大范围破坏，以及红海航道是否继续保持畅通等变量，均可能重新扰动市场预期。

即便后续海峡恢复部分通航，并不意味着全球能源体系能立刻回到此前状态，以油价为代表的能源和相关关键原材料价格通胀可能具备一定粘性，但海峡疏通、物流恢复、补库和“延迟需求”满足后，油价可能快速回落。本次霍尔木兹海峡封锁带来的供应冲击，在规模上已远超过往重大地缘冲突，但油价并未遵循以往弹性“非线性”上涨，而是在 3 月 31 日冲高后就未突破此前 120 美元高点，很大程度上依赖于商业库存与战略储备的消耗、海上浮舱的持续释放，以及企业主动压缩库存形成的“延迟需求”。然而，此前被消耗的商业库存、战略储备以及被延后的采购需求，未来均存在重新回补的必要性。尤其经历本轮地缘冲突之后，全球能源体系对于“安全库存”的要求可能进一步提高，无论是国家战略储备、商业库存还是企业运营库存，均可能存在重新回到高于此前水平的动力。

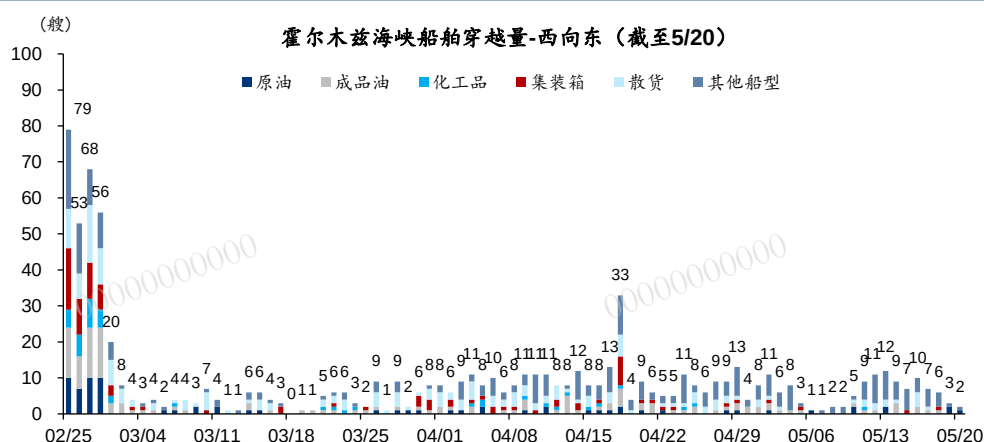
- **本轮供给冲击下油价上涨相对“克制”，**部分得益于供给侧“缓冲”较大，且“（海）湾外”国家释放一定供给弹性——1) 冲突发生前的海上在途石油库存同比多增 8000 万桶，3 月快速消耗约 380 万桶/天（约占全年需求量的 4%）；2) “湾外”地区增产边际补充全球供给，冲突后非海湾国家出口增量约占全球年需求量的 3-5%。3) 俄罗斯和伊朗受制裁石油入市增厚实际供给；4) 暂时性高油价预期下全球原油和成品油库存加速消耗。

- 同时，需求侧短期调整弹性也超预期，既有炼油厂开工率下行、出行减少或新能源替代等带来的短期需求“破坏”，也包括暂缓投资等需求“延迟”。根据 Kpler 的估算，4-5 月全球原油需求收缩 7.4%、同期全球原油库存大幅回落，特别是企业与下游部门在“油价未来回落预期”下主动延后采购与补库，形成阶段性的“延后需求”，或与特朗普 4 月 8 日推文引发的海峡很快重开的预期密切相关。

与此同时，本轮供给冲击对于全球通胀的影响，也可能比市场此前预期更具粘性。石油不仅是能源本身，更是塑料、化工品、化肥以及大量工业原材料的上游来源。因此，本轮冲击并不会只停留在原油价格层面，而是可能进一步向化工、农业与部分制造业成本扩散（图表 13）。近期全球化肥价格已经开始明显上行，而包括部分化工品及半导体相关材料在内的下游领域，也开始出现成本扰动迹象。

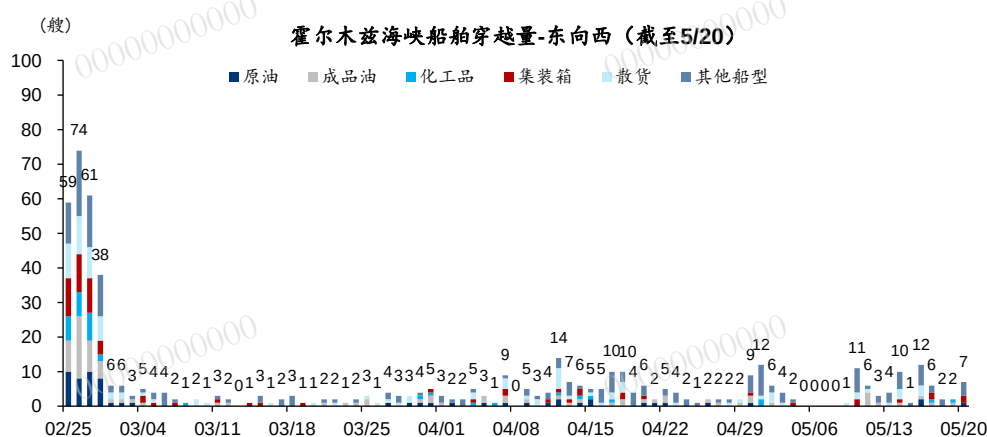
从历史经验来看，无论是 1970 年代石油危机之后，还是 2022 年俄乌冲突之后，高油价最终都会反过来加速全球供给扩张与能源替代。一方面，战争往往会显著恶化产油国财政状况，而战后财政压力又会反过来推动产油国扩大出口、弱化此前的供给约束。1970 年代石油危机后，OPEC 内部便逐步出现产量纪律松动；而本轮周期中，类似迹象亦已开始出现，部分产油国对于减产体系的约束已经出现边际弱化。另一方面，高油价也将进一步加速新能源替代、储能投资与全球工业体系节能改造。1970 年代之后日本与欧洲大规模推进节能化，而 2022 年俄乌冲突后欧洲新能源替代亦明显提速，若本轮油价维持高位，同样可能进一步推动全球能源结构调整。因此，本轮地缘冲突可能推动未来 2-3 个季度国际油价中枢阶段性上移，但随着全球能源体系逐步完成再平衡，明年下半年国际油价有望逐步回落至 70 美元/桶左右。

图表1：3 月以来，霍尔木兹海峡西向东通航量平均每日不足 7 艘



资料来源：Clarksons，华泰研究

图表2：3 月以来，霍尔木兹海峡东向西通航量平均每日不足 4 艘



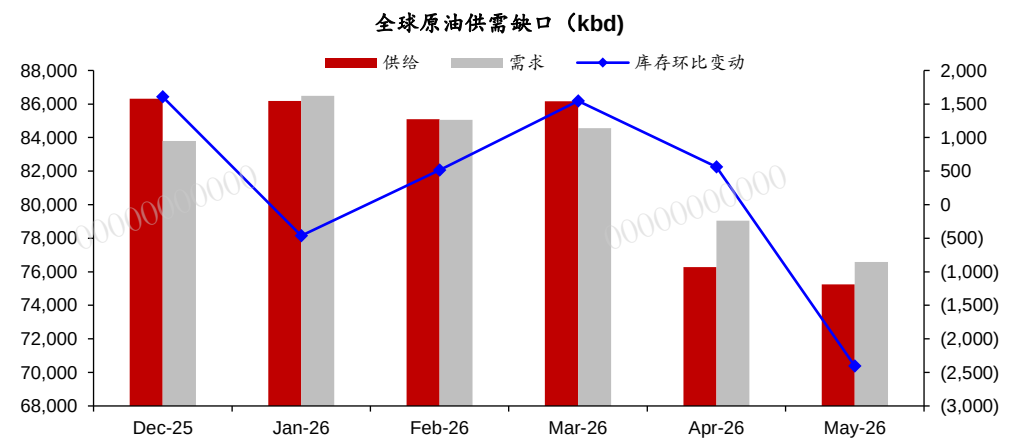
资料来源：Clarksons，华泰研究

图表3：3月以来，布伦特原油月度平均现货价维持在100美元/桶以上



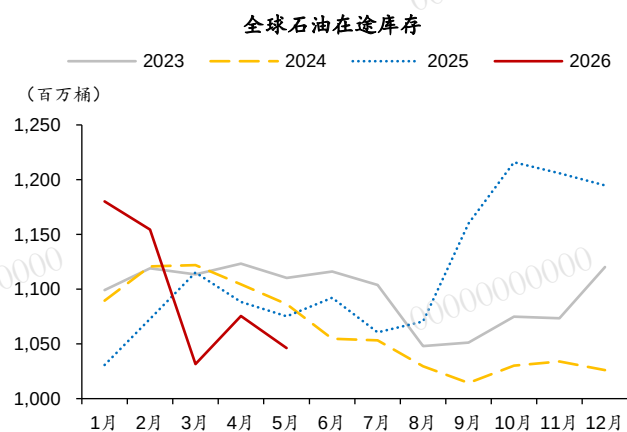
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：全球原油供需缺口在今年4月以来明显走阔，库存大幅消耗



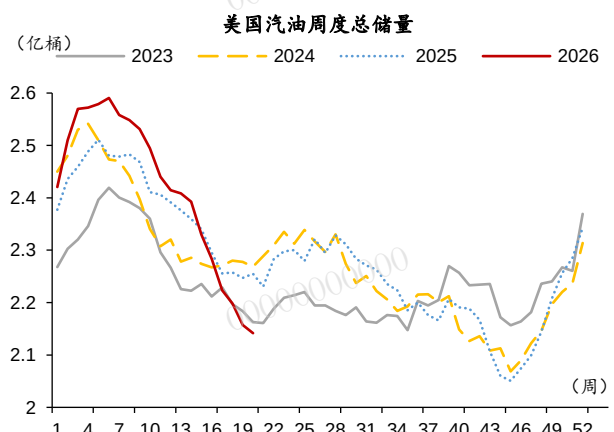
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：全球石油在途库存在今年1-2月维持较高水平，3月大幅回落



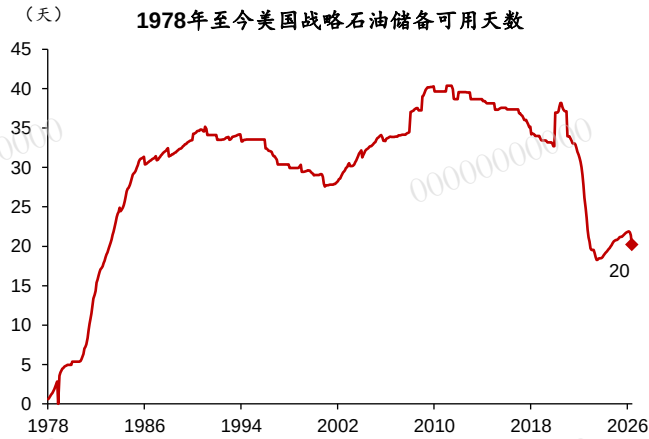
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：美国汽油库存已经突破2022年同期季节性均值的下沿



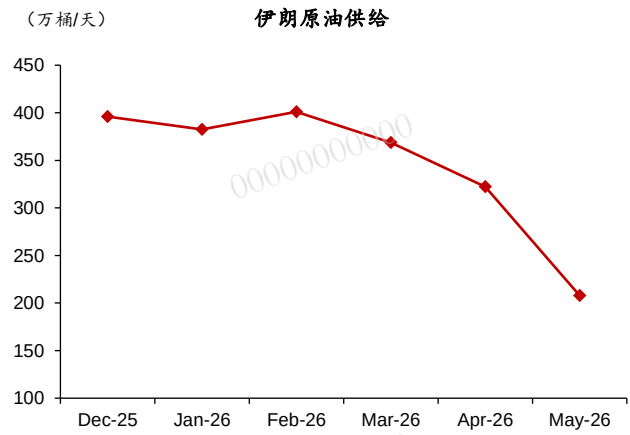
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：美国战略石油储备已位于历史低位，可用天数回落至不到 20 天



资料来源：EIA，华泰研究

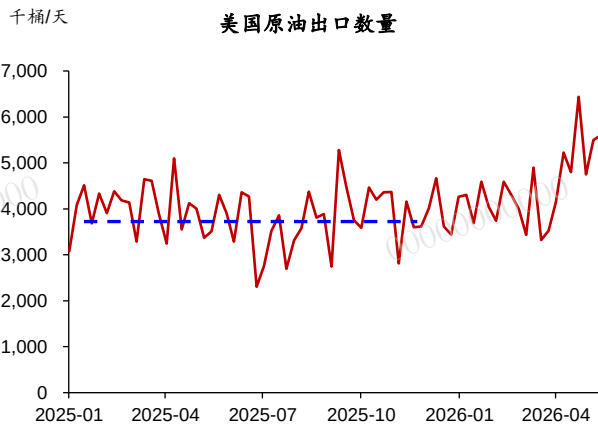
图表8：海峡封锁亦影响伊朗原油供给回落



注：2026 年 5 月数据截止 5 月 15 日。

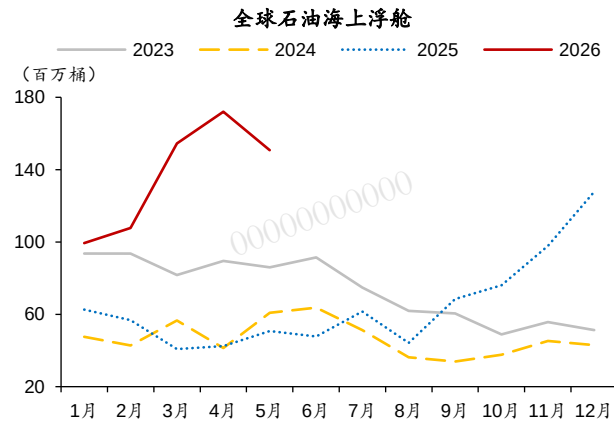
资料来源：Kpler，华泰研究

图表9：截至今年 5 月，美国原油出口量较 2025 年均值上行 45%



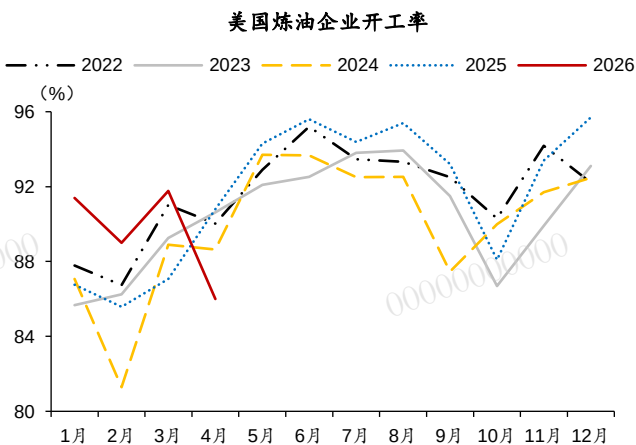
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：美伊冲突之前，全球石油海上浮舱位于较高水平



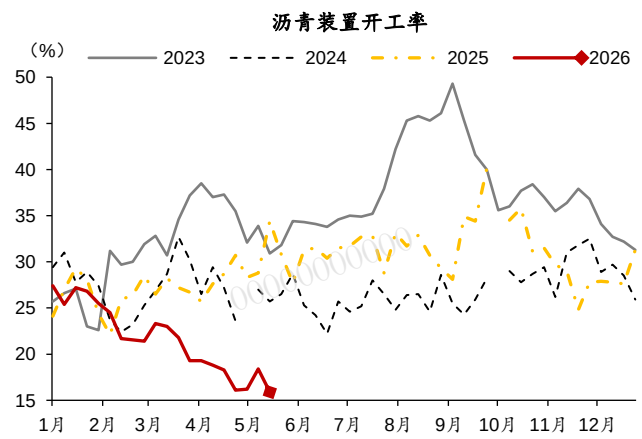
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：美国炼油厂开工率在 4 月大幅回落



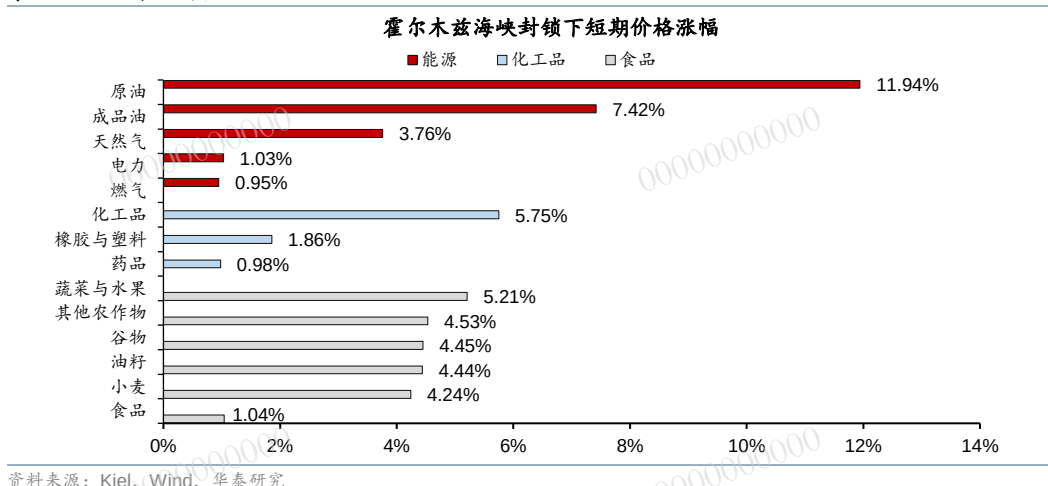
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：中国沥青装置开工率 4 月平均为 18.1%，同比下行 10.1 个百分点，环比下行 4.4 个百分点，创五年来新低



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：据 Kiel 研究测算，海峡完全封锁短期推动全球油价上涨 11.9%、天然气价格上涨 3.8%，并进一步传导至化工品及食品价格上涨



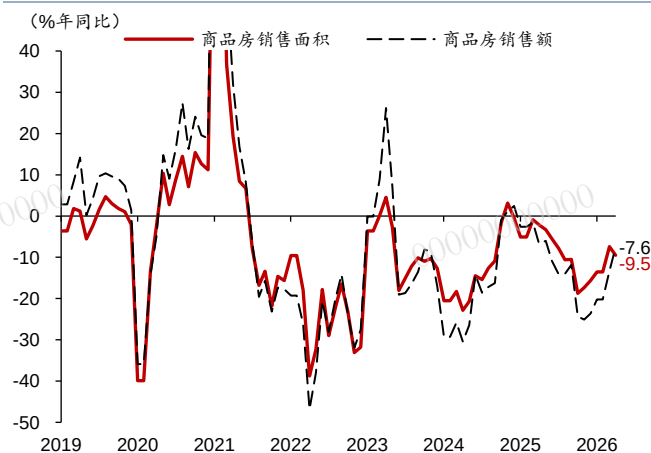
中国经济结构调整持续释放积极信号。虽然 4 月以来增长受到能源冲击影响，还有一些其他的噪音扰动，但是 1) 工业企业产能利用率和产品价格指标（即使在美伊冲突之前）回升，2) 地产相关指标（尤其是有需求、有代表性的城市）总体回暖，指向一直压制中国资产表现的两个市场共识可能已经开始被证伪——1) 中国制造业供需不平衡的叙事已在 2024 年底-2025 年间逆转，PPI 和企业盈利回升有持续性；2) 房产估值下修带来的居民资产负债表调整初现曙光，稳定现金流沉淀与股权估值回升拉动居民总资产重回扩张区间，而与此同时，高端制造业等“新经济”对经济的引领作用不断强化。

1. 中观和微观层面数据显示，大部分传统行业自 2023 年中以来产能扩张逐步放缓，部分行业 2025 年产能或加速出清。全 A 非金融地产上市公司资本开支增速在 2023 年中后放缓，在 2024 年 2 季度转负——已经持续 6 个季度下降。而在美伊冲突带来的油价上涨之前，去年 10 月以来 PPI 环比回正，1 月 PPI 环比加速回升，价格指数出现温和修复信号。考虑到自 2025 年推动的统一大市场建设、今年以来提出的“正确的政绩观”，或有望延缓“部分行业”产能在价格回升后的扩张冲动，延长景气周期。措施层面，出口退税取消、差别电价、部分行业的产能、产量控制等政策亦逐步推进。此外，“十五五”期间新一轮双碳政策推进，或对钢铁、水泥、化工、光伏、玻璃、冶炼等“高耗能、高排放”行业产能扩张形成制约，亦有望加速供需格局平衡。4 月 22 日发布的《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》明确提出，要把节能降碳贯穿经济社会发展全过程各方面，更高水平、更高质量做好节能降碳工作，坚决遏制能源消费总量不合理增长，持续提升能源资源产出效率，从源头有效减少碳排放，全面提升钢铁、有色、石化、化工、建材等重点行业能效水平等。

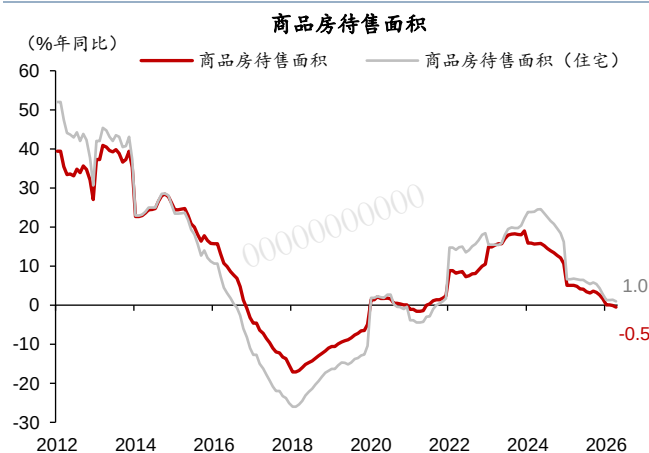
另一方面，地产成交本身也出现供需更趋平衡的积极信号：1) 全国地产成交面积和金额降幅持续收窄：4 月新房成交面积/金额同比降幅已较去年 12 月的 15.6%/23.6% 收窄至 9.5%/7.6%（图表 14）；2) 新房待售面积开始下降：统计局数据显示 3 月新房待售面积自 2021 年 6 月以来首次同比转负至 -0.1%，4 月同比降幅进一步走阔至 0.5%（图表 15）；3) 全国房价环比上升的城市数量也在增加：截至今年 4 月，国家统计局公布的 70 个大中城市新房房价环比变动中、上涨的城市个数已较今年 1 月的 3 个回升至 14 个（图表 16）。

2. **居民资产负债表调整初现曙光。**2021 年后的地产去杠杆周期对居民资产负债表带来较大程度的调整压力。然而，随着居民存款、保险、基金和股票等金融资产价值的普遍抬升开始逐渐对冲地产价值的下行，叠加房价变化的二阶导逐步转正，居民资产负债表初现企稳修复迹象——根据我们的估算，2025 年中国居民家庭资产总规模同比增长 2.4% 至 571.1 万亿元、自 2021 年以来持续放缓后首次提速，同时房地产价值占比较 2015/2020 年的 52%/62% 下降 5/15 个百分点至 47% (图表 17-18)。从流量视角来看，由于新经济引领居民收入预期和以权益资产为代表的金融资产估值中枢持续抬升，叠加地产价值的拖累大幅减轻，居民部门的净资产增量持续上行。自 2024 年“9·24”以来，居民部门所持有的以地产、权益为代表的存量资产估值持续修复对推动居民部门净资产增量持续上行、甚至转正具有“纲举目张”的效果 (图表 19-20)。
3. **随着地产去杠杆最剧烈的调整期已逐步过去，过去 5 年中国经济增长动能或已发生根本性变化，中国经济或已开启以生产力提升为基础的新一轮温和扩张周期** (参见《效率提升引领中国“后地产”新周期》，2026/5/14)。从全 A 上市公司收入及利润分布来看，新经济板块与地产链 (房地产、钢铁、建筑材料、家用电器) 的相对地位同样经历了“新进旧退”，近 5 年这一分化继续加速——新经济板块收入占比由 19 年末的 32% 升至今年一季度的 38%；地产链同期则由 13% 降至 7%。利润端分化更剧烈，新经济板块利润占比从 19 年末的 13% 升至今年一季度的 28%；而曾经占据 A 股盈利“压舱石”地位的地产链在最近两年利润转负 (参见《从微观和区域数据看新经济引领作用——“后地产”新周期系列之一》，2026/5/18)。从区域经济发展的角度来看，今年一季度东部省份加权平均 GDP 增速录得 5.2%，高于中部 (4.8%) 和西部省份 (4.6%)，其中浙江、山东增速均达到 6%，领跑全国；作为印证的是，高端制造业上市公司市值亦高度集中于广东、北京、上海、江苏、浙江等东部省份，显示产业发展或接棒基建及地产形成增长新动能。
4. **同时，出口增长再超预期，我们上调全年出口增速预期至两位数增长。**今年 1-4 月出口增速超预期上行至 14.5%，背后多因素共同支撑，AI 相关产业链的拉动最为明显，美国加征关税的影响逐渐消弭、新三样出口高增、中国出口性价比持续显现等均有贡献。如我们此前在《为何出口增长 (将) 不惧关税波动？》，2025/11/5) 中分析，今年出口有望保持较高景气度，尤其随着 AI 资本开支大幅加速，对亚洲产业链正向溢出效应日益强化 (《辩证分析海外能源供给缺口对中国的影响》，2026/3/30)。AI 需求“量价”齐增仍有望推动贸易增长，同时，关税降级后的补库需求、及油价上行对“新三样”需求的结构性推升，均有望推动中国出口增长较去年继续上行 (具体请见下文出口预测部分)。

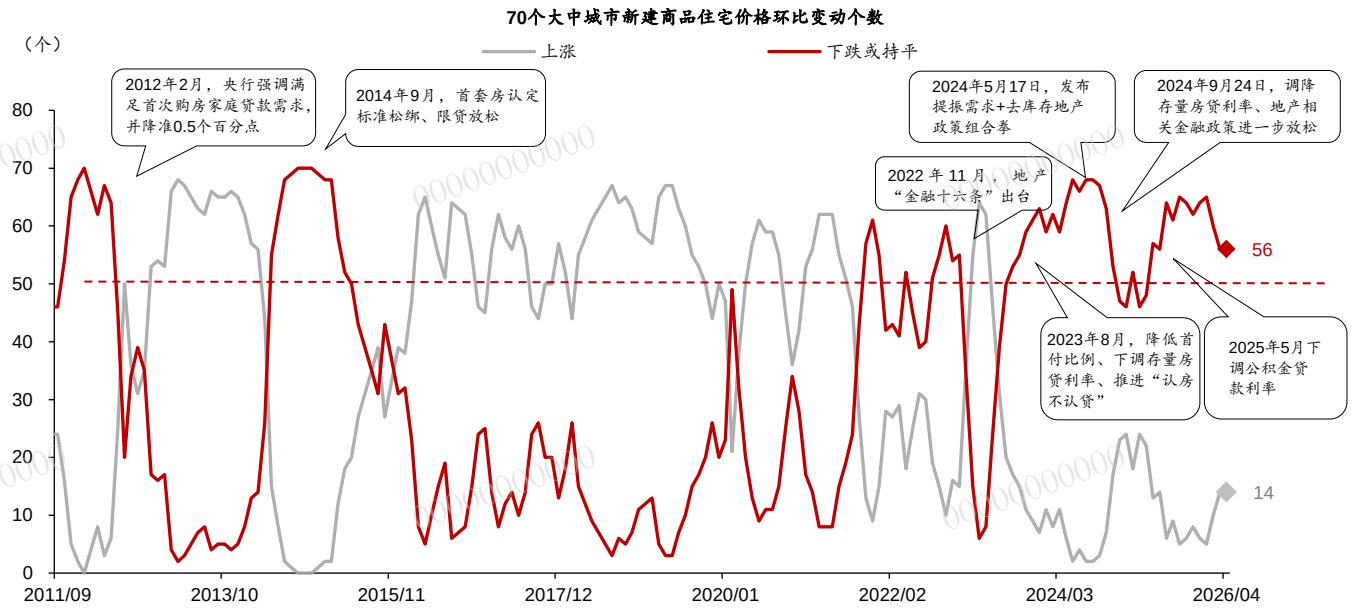
图表14：全国地产成交面积和金额降幅持续收窄



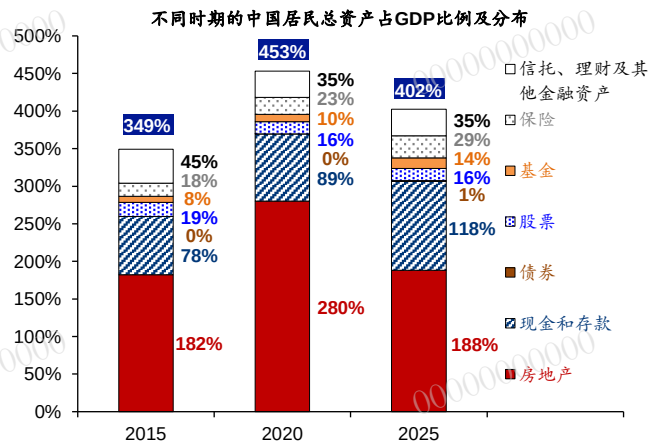
图表15：今年3月，商品房待售面积同比时隔57个月 after 转负



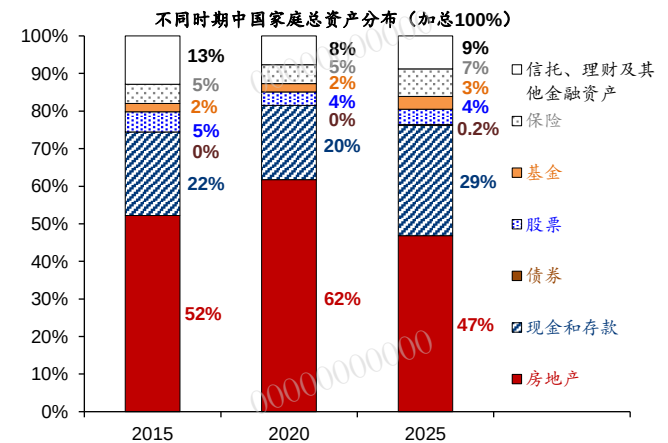
图表16：2026 年以来 70 个大中城市新房价格上涨数量持续回升



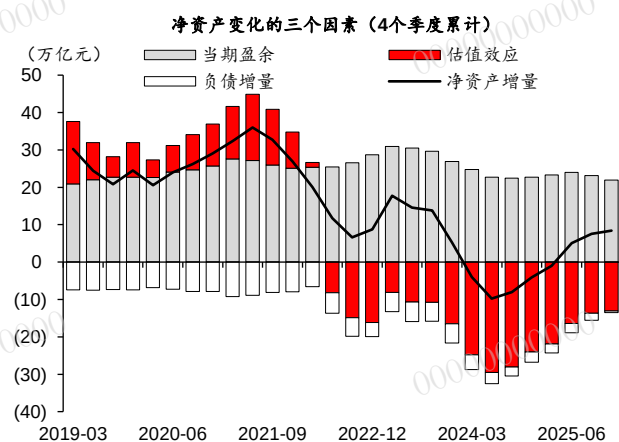
图表17：地产价值占当年GDP的比例从 2020 年的 2.8 倍回落至 2025 年的 1.88 倍，但高于 2015 年的 1.82 倍



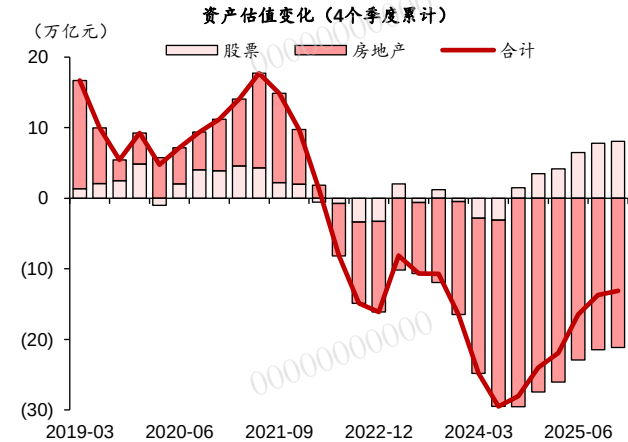
图表18：房地产占居民家庭资产的比例已经从 2020 年的 62%回落至 2025 年的 47%，但仍低于 2015 年的 52%



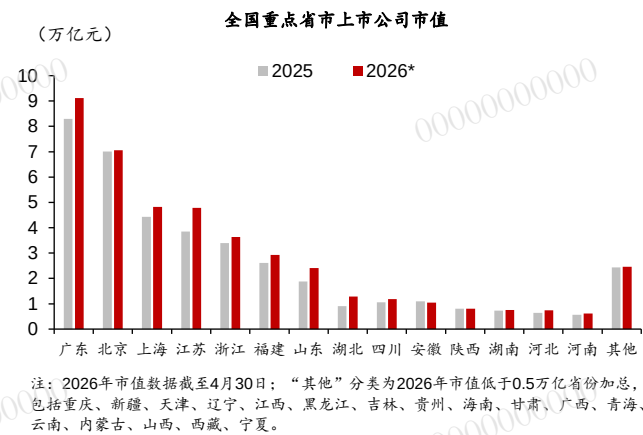
图表19：2024 年 3 季度以来，居民净资产增量持续回升



图表20：估值损失减少源于房价下跌拖累收窄和股票估值的持续修复

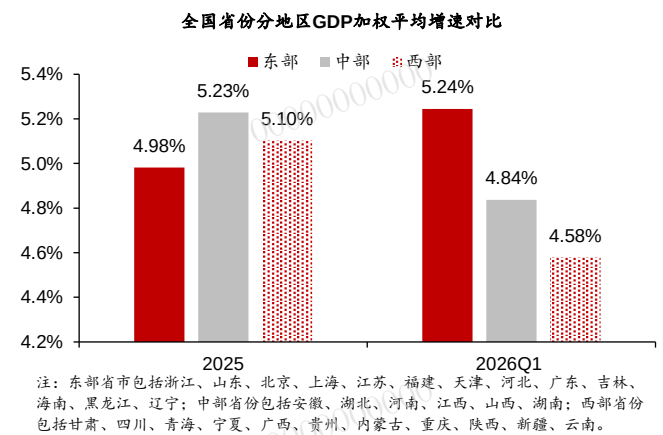


图表21：截至2026年4月30日，东部沿海省份高端制造业企业市值居全国前列



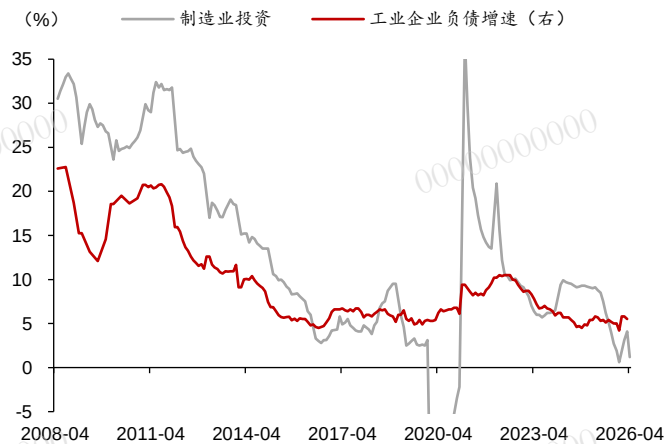
资料来源：Wind，华泰研究

图表22：2026年一季度东部省份GDP平均增速涨幅明显



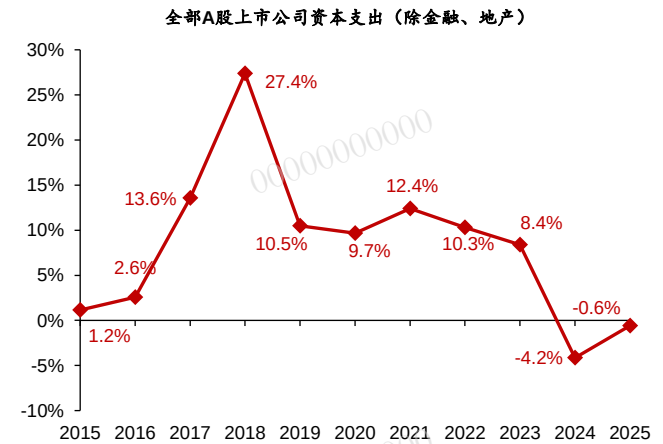
资料来源：Wind，华泰研究

图表23：工业企业负债增速自2022年下半年以来逐步回落，显示企业资本开支扩张放缓



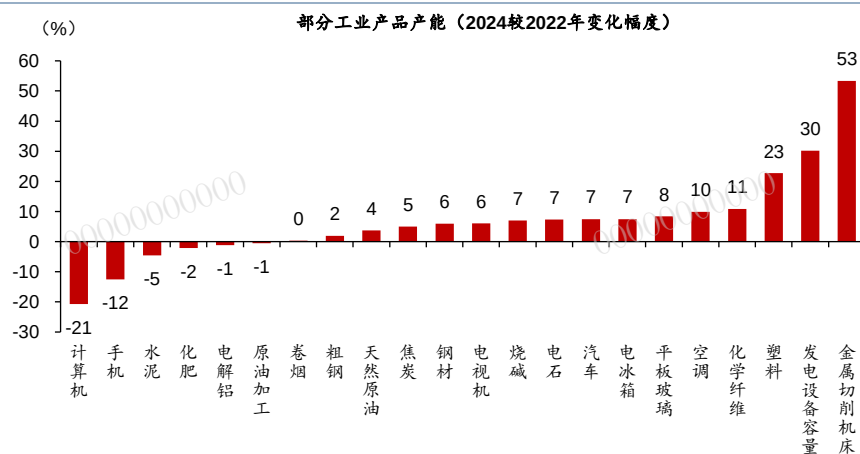
资料来源：Wind，华泰研究

图表24：上市公司（非金融地产）资本开支24年明显走弱



资料来源：Wind，华泰研究

图表25：对比2022年的产能水平，机床、发电设备及化纤等产能提升较为明显，但计算机、手机、水泥、化肥、电解铝等产能收缩



资料来源：Wind，华泰研究

二、辩证看待中东变局对中国的影响

美伊冲突若进一步推升油价并扰动霍尔木兹海峡运输，将对全球增长形成一定下行压力。2月28日美以伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡封锁带来的能源及其他原材料供给缺口占总供给比例达到近代史上最高水平。美以伊冲突导致霍尔木兹海峡被封锁，涉及的全球原油和相关产品出口规模为2000万桶/天左右，占全球总供给的20%左右。即使考虑对冲措施，全球原油供给缺口也可能达到8%左右，且随着封锁时间延长、缺口或上升至10%以上。根据我们在《能源缺口对全球增长意味着什么？》（2026/4/2）中分析，霍尔木兹海峡封锁3-4个月时间，这一情形下，全球全年GDP可能损失0.6-0.8pp，最大单季冲击1.5pp左右，较脆弱经济体可能出现短暂的需求收缩。

中国受到的直接能源冲击相对小于日韩等亚洲经济体，但从3-4月数据看，能源扰动已在进口、加工和部分经济活动中有所体现。受霍尔木兹海峡影响的油气供应约占我国总能源消费的4%—5.4%（图表26），考虑红海绕行等替代路径后，直接影响有望降至约4%，明显低于日韩等经济体。

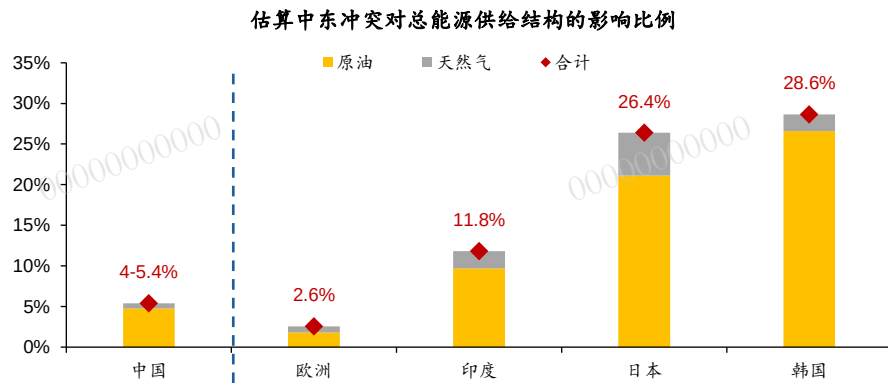
- 我国一次能源结构仍以煤炭为主，油气占比约30.1%，且电气化程度较高；同时，2025年我国进口原油中约三成经过霍尔木兹海峡，低于日本、韩国的约54%、63%。此外，虽然我国石油进口依存度较高，2025年达到73%，但部分原油进口用于成品油和化工品加工再出口，对内需的实际冲击可能低于表观进口依赖度所反映的水平。
- 中国直接能源冲击相对可控，但4月经济活动数据已经显示进口回落、炼化加工放缓、投资走弱和基建实物工作量偏低，显示能源扰动仍对部分供给端和投资链条产生边际压力。4月国内原油表观供给较3月回落约18.3%¹。加工端也同步回落，4月原油加工量较3月回落约11.4%，显示进口下滑对供给端形成拖累，但炼厂加工收缩对供需压力有所缓冲。经济活动层面，4月工业增加值同比增速由3月的5.7%降至4.1%；同时，4月沥青开工率、水泥发运率仍处低位，实物工作量仍偏低。

中国虽具备较强韧性，但如果能源和原材料“硬缺口”长期化，仍可能通过外需、亚洲供应链、贸易条件和利润分配受到波及。中东能源缺口对亚洲其他国家直接冲击较大，亚洲原油价格相对欧美价差走高，叠加我国对亚洲产业链嵌入较深、对外直接投资近八成流向亚洲，对东盟等亚洲发展中国家投资增速达36.8%（图表30），若短缺持续较长时间，泛亚洲供应链可能出现生产停滞、交付延迟和成本高企。同时，虽然我国部分石油和原材料进口用于加工再出口，对内需的直接冲击弱于表观进口依赖度，但贸易条件走弱和加工出口量下降仍会影响企业营收和利润率，2025年我国出口额占GDP约两成，2024年A股上市公司海外盈利占比约57%（图表31）。此外，上游供需收紧下价格“刚性”上升，将进一步挤压中下游利润，2025年中游、下游行业利润率分别为4.5%和5.8%，低于上游行业的16.1%；今年一季度上游和中游行业工业企业利润同比增速分别由去年四季度的-15.4%/-6%回升至16.3%/15.8%，而剔除计算机行业后的下游利润同比增速仍在负区间。

中东冲突或倒逼全球能源转型加速，中长期我国优势有望凸显。如果中东冲突的影响长期化，我国制造业优势将有望进一步凸显。近年，我国能源转型已渐入佳境，光伏发电成本全球领先（图表32），新能源成本进入“良性循环”，而如果海外传统能源成本中枢抬升，且供给确定性下降，则可能倒逼全球加快能源体系转型——这不仅将继续支撑我国包括“新三样”在内的出口需求，也将进一步凸显我国企业部门的成本优势和“反脆弱”溢价。

¹ 我国原油进口量由3月的4998万吨降至4月的3847万吨，环比减少约1151万吨；同期国内原油产量由1907万吨降至1794万吨。

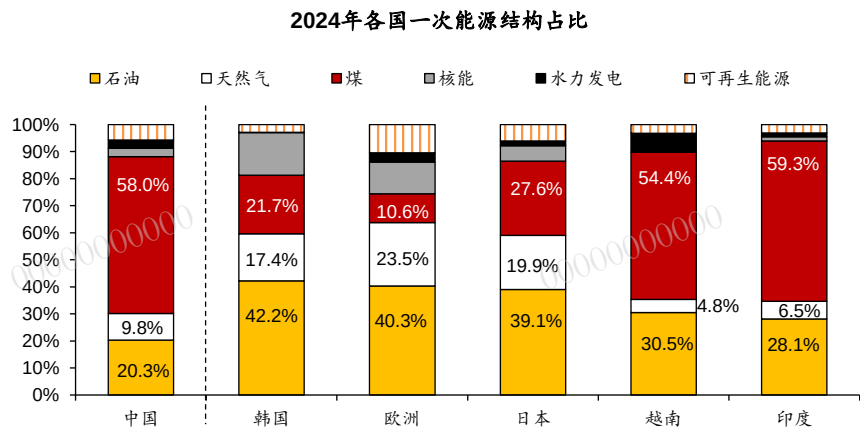
图表26：估算中东冲突对总能源供给结构的影响比例



注：考虑中国原油消费量中约有16%（成品油+化工产品）用于出口，剔除出口部分影响程度约4%。

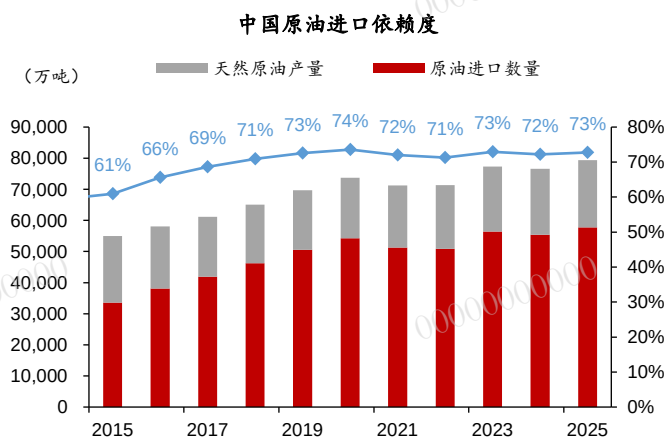
资料来源：Wind, Energy Institute, Kpler, 华泰研究估算

图表27：2024年，我国一次能源结构中石油占比20.3%，低于欧洲及日韩



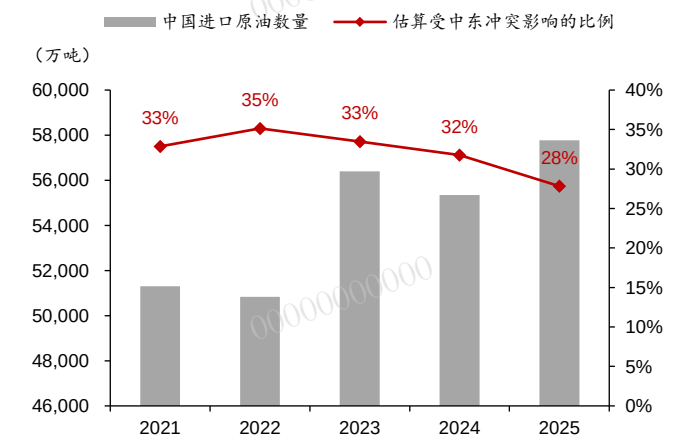
资料来源：Wind, Energy Institute, 华泰研究

图表28：我国原油进口依赖度从2015年的61%上升至2025年的73%，维持较高位



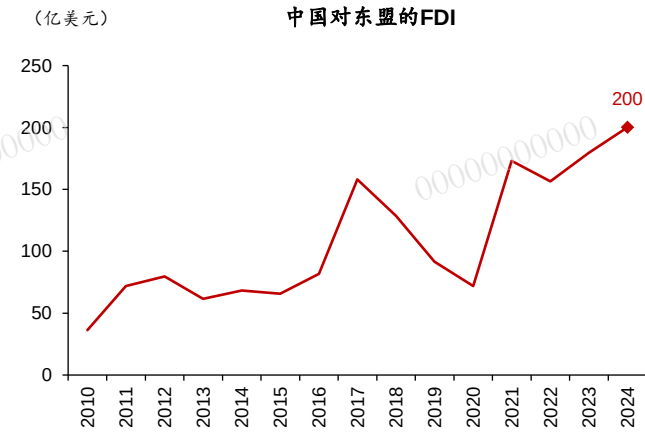
资料来源：Kpler, 华泰研究

图表29：参考历史趋势，2025年我国进口原油估算可能受到本次中东影响的比例约3成



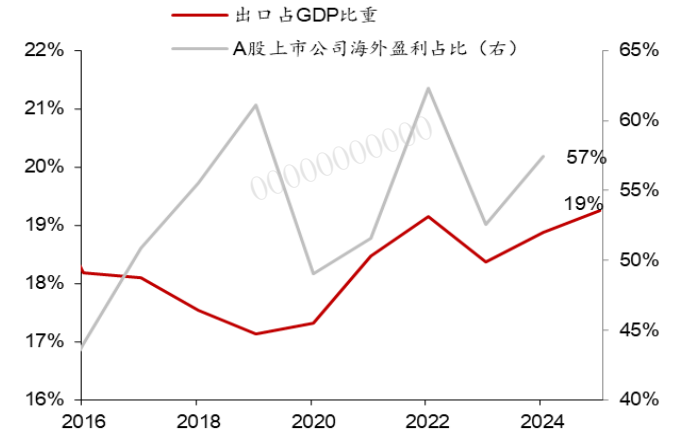
资料来源：Kpler, Wind, 华泰研究估算

图表30：我国对东盟的直接对外投资金额连年增长



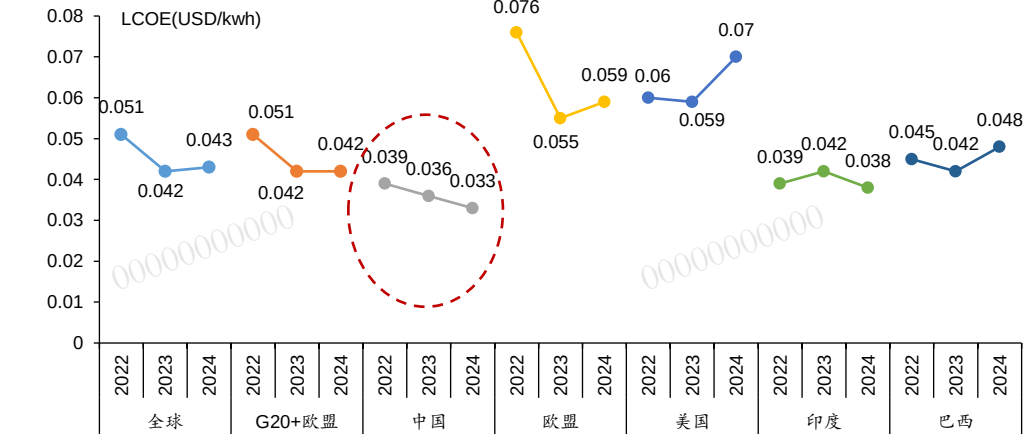
资料来源：Wind，华泰研究

图表31：截止2024年，A股上市公司的海外盈利占比约57%



资料来源：Wind，iFind，华泰研究

图表32：全球主要国家光伏加权平均平准化度电成本呈下降趋势，中国优势明显



资料来源：国家统计局、中国工业电池协会、iFind，华泰研究

三、上调 2026 年名义增长预期，但不全缘于供给冲击

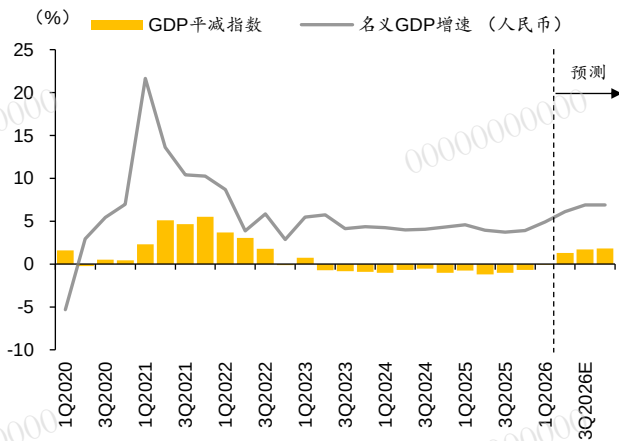
我们将 2026 全年中国名义 GDP 增长预测从此前的 5.1% 上调至 6.3%，其中 GDP 平减指数的路径受能源冲击和下半年食品价格上涨的影响，但能源和食品行业外的名义增长和企业利润总体呈逐季稳步回升的态势。首先，这套预测背后，我们假设霍尔木兹海峡将于 2026 年夏天逐步复航，油价高点可能出现在 6-7 月，但此后仍会高企一段时间（具体分析请参见第一部分），且海峡通航节奏的变化无疑会导致通胀和名义增长路径的技术性调整。具体而言，我们预测 2026 年名义 GDP 增长为 6.3%，对比 2024-25 年的名义增长 4.2% 和 4.0%。名义增长回升意味着企业盈利增长将明显加速，历史数据显示，工业企业利润增长通常与名义 GDP 及 PPI 增速正相关、且具备更大弹性（图表 34）。其中能源板块盈利会显著回升，但由于中国产能周期的调整已经初步完成，下游利润的韧性也将上升，而以 AI、高端制造、新能源为代表的新兴行业的顺价能力今年有望明显提升（参见《PPI 何时转正？》，2026/3/1）。

我们维持 2026 年实际 GDP 增长 5.0% 的预测不变，新经济增长加速将有效弥补能源冲击带来的需求“损失”。鉴于供给冲击往往压制实际总需求，所以，维持实际增长不变的含义是名义增长上升并非完全由供给侧驱动。

- 一方面，能源及部分原材料价格抬升抑制相关需求，4 月经济活动数据中工业生产和投资均受到供给冲击下难以顺价行业开工率下降的扰动，工业增加值同比从 3 月的 5.7% 回落至 4.1%，同时，投资增长明显回撤，1-4 月固定资产投资同比-1.6%，隐含月度同比增速从 3 月的 1.6% 降至-9.4%，或体现短期高油价下项目开工暂缓。往前看，高油价带来的成本冲击可能仍对二季度生产及投资带来短期扰动，但考虑到中国能源供应及新能源发展等多方面的优势，中国损失或小于其他亚洲国家（参见《能源缺口对全球增长意味着什么？》，2026/4/2；《中东变局下中国出口的“失”与“得”》，2026/4/14）。外需强劲拉动及供需再平衡的推动下，企业现金流及盈利可能延续改善态势。
- 但另一方面，AI 产业链和电力新能源相关需求比此前预期更强。如我们在此前研究中的分析：中国新经济对总需求的拉动作用日益增强，AI 革命也将带来资本开支和生产力的显著提升。从宏观层面，中国有着大规模、高质量的理工科人才供给，并已在 AI 相关应用进入工程化阶段，结合中国制造业全范围的性价比优势、能源电力等基础设施层面的竞争力，“工程师红利”有望进一步凸显（参见第五部分）。同时，传统能源供给脆弱性上升将持续强化电力和新能源行业的战略竞争优势，加速相关产业链盈利、产能和出口份额的快速扩张，这在今年前 4 个月的出口数据中已呈现较为明确的趋势（参见《效率提升引领中国“后地产”新周期》，2026/5/14；《中东变局下中国出口的“失”与“得”》，2026/4/14）。

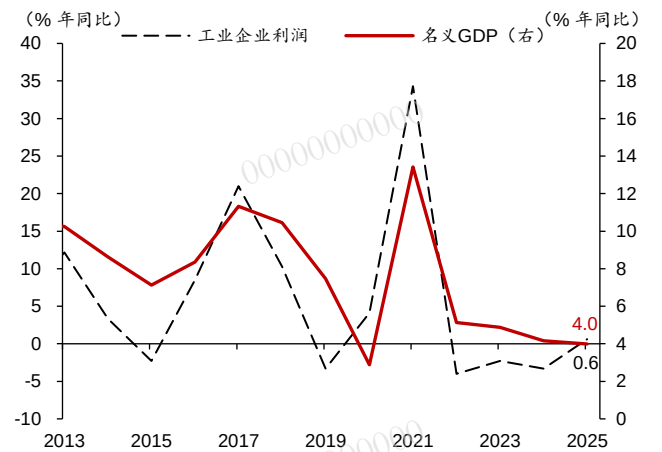
尤其值得一提的是，中国以美元计价的名义增长有望明显高于全球其他主要经济体，包括集中受益于能源价格上涨和 AI 繁荣的美国。国内名义 GDP 增长加速，叠加人民币兑美元汇率明显升值，预计 2026 年中国以美元计名义 GDP 增速将达到 12%，明显高于其他主要经济体。虽然受益于 AI 繁荣、财政宽松以及能源价格上涨，但我们预计 2026 年美国名义 GDP 增速为 6.5%，明显低于中国的 12%（图表 36；参见《较快增长、高度分化——2026 下半年美国宏观展望》，2026/5/25）。中国企业以美元计的盈利也有望快速增长，这将有助于吸引海外资金增配中国资产。

图表33：我们将2026全年中国名义GDP增长预测从此前的5.1%上调至6.3%



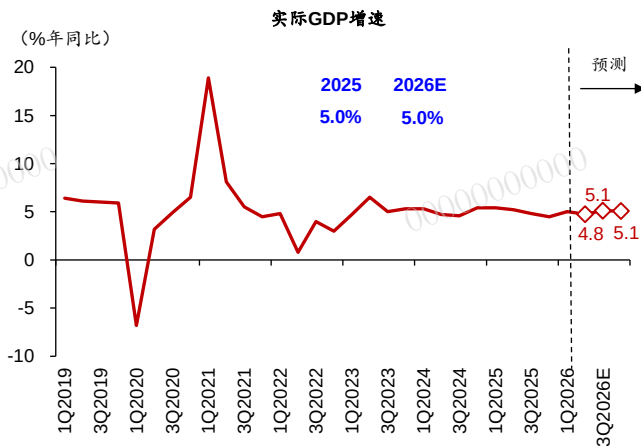
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表34：名义增长回升意味着企业盈利增长将明显加速



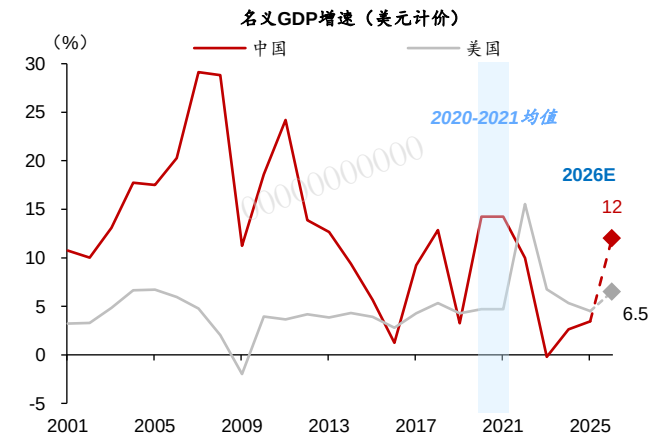
资料来源：Wind，华泰研究

图表35：我们维持2026年实际GDP增长5.0%的预测不变



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表36：中国以美元计价的名义增长有望明显高于全球其他主要经济体，包括集中受益于能源价格上升和AI繁荣的美国



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表37：2026 年最新宏观各项指标预测一览

%年同比，除非另作说明

		2022	2023	2024	2025	2026E (新)	2026E (旧)	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026	2Q2026E	3Q2026E	4Q2026E
实际GDP增速	%，同比	3.1	5.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0	4.8	5.1	5.1
名义GDP增速（人民币）	%，同比	5.1	4.9	4.2	4.0	6.3	5.1	4.6	3.9	3.7	3.9	4.9	6.1	6.9	6.9
名义GDP增速（美元计）	%，同比	1.8	-0.2	3.0	3.6	12.0	11.2	3.5	2.7	3.5	5.0	8.3	11.8	13.6	14.3
名义内需增速*	%，同比	4.2	5.0	3.3	3.1	7.0	4.6								
工业增加值	%，同比	3.7	4.4	5.7	5.9	5.7	5.7	6.5	6.2	5.8	5.0	6.1	5.1	5.7	5.9
名义月报固定资产投资**	%，同比	5.1	3.0	3.2	-3.8	1.0	4.0	4.2	2.1	-6.2	-12.8	1.7	-1.9	2.2	2.8
名义社会消费品零售总额	%，同比	-0.2	7.2	3.5	3.7	2.8	4.8	4.6	5.4	3.5	1.6	2.4	1.7	3.1	4.1
出口	%，同比	5.6	-4.7	5.9	5.4	12.2	6.9	5.5	6.0	6.4	3.7	14.7	10.3	11.8	12.1
进口	%，同比	0.7	-5.5	1.1	0.1	17.9	4.2	-6.9	-0.9	4.6	3.3	23.0	19.4	14.9	15.0
经常项目顺差	%，占GDP比例	2.2	1.4	2.4	3.7	3.2	3.7	3.7	2.6	4.1	4.4	3.8	2.3	3.3	3.3
贸易顺差	%，占GDP比例	4.5	4.5	5.2	6.0	5.4	6.3	6.1	6.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.3	5.3
M2增速	%，同比	11.8	9.7	7.3	8.5	8.0	8.4	7.0	8.3	8.4	8.5	8.5	8.4	8.2	8.0
社融存量	%，同比	9.6	9.5	8.0	8.3	7.3	8.7	8.4	8.9	8.7	8.3	7.9	7.6	7.5	7.3
新增社融	万亿元	32.0	35.6	32.3	35.6	32.7	38.8	15.2	7.7	7.2	5.5	14.8	6.7	6.5	4.7
新增人民币贷款	万亿元	21.3	22.8	18.1	16.3	16.7	19.8	9.8	3.1	1.8	1.5	8.6	4.0	2.4	1.7
CPI	%，同比	2.0	0.2	0.2	0.1	1.5	0.8	-0.1	0.0	-0.2	0.6	0.8	1.2	1.7	2.2
PPI	%，同比	4.2	-3.0	-2.2	-2.6	2.2	0.1	-2.3	-3.2	-2.9	-2.1	-0.6	3.4	3.5	2.6
GDP平减指数	%，同比	2.0	-0.5	-0.8	-0.9	1.2	0.1	-0.8	-1.2	-1.0	-0.6	-0.1	1.3	1.7	1.8
1年期LPR（期末）	%	3.65	3.45	3.10	3.0	3.0	3.0	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
5年期以上LPR（期末）	%	4.30	4.20	3.60	3.5	3.5	3.5	3.60	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
7天逆回购利率（期末）	%	2.00	1.80	1.50	1.4	1.4	1.4	1.50	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
“名义”存款准备金率（大型机构）	%	9.5	9.0	8.0	7.5	7.5	7.0	8.00	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
10年期国债到期收益率（期末）	%	2.85	2.57	1.69	1.86	1.95	1.70	1.82	1.66	1.87	1.86	1.83	1.90	1.95	1.95
人民币兑美元汇率（期末）	市场价格	6.95	7.09	7.30	6.99	6.58	6.62	7.25	7.17	7.12	6.99	6.91	6.75	6.67	6.58
预算财政赤字率（中央）	%，占GDP比例	-2.8	-3.0	-3.0	-4.0	-4.0	-3.8	-	-	-	-	-	-	-	-
实际实现财政赤字率（中央）	%，占GDP比例	-4.6	-4.5	-4.8	-5.1	-4.8	-5.2	-	-	-	-	-	-	-	-
预算财政赤字（中央+地方）	万亿元	-9.7	-9.8	-11.1	-14.0	-14.0	-13.8	-	-	-	-	-	-	-	-
实际实现财政赤字（中央+地方）	万亿元	-9.0	-8.8	-10.4	-12.7	-12.8	-14.3	-	-	-	-	-	-	-	-
超长期特别国债	万亿元	-	-	1.0	1.3	1.3	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-
地方专项债发行额度	万亿元	3.65	3.80	3.90	4.4	4.4	4.9	-	-	-	-	-	-	-	-

*此处名义内需=名义GDP-贸易顺差（内需增长率计算中假设服务项下逆差占比大体持平）
**由于月报名义固定资产投资（FAI）数据有所失真，我们对该指标的“预测”反映我们对其潜在趋势的看法

资料来源：Wind，华泰研究预测

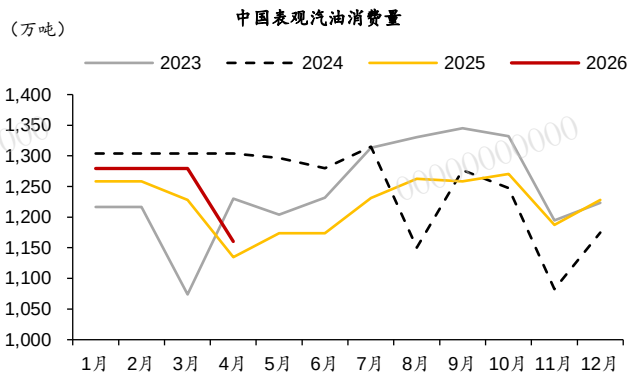
四、2026 下半年及 2027 的大体增长路径及新周期特点

基于我们对霍尔木兹海峡重启节奏的预期，预计供给冲击对中国 2 季度生产的负面影响最为显著，尤其考虑到相关行业可能为了规避短期成本上升而“延迟”了相关需求。根据 Kpler 的估算，今年 4 月以来，随着原油供给 4-5 月均值较 1-3 月均值下行约 11.7%，需求侧亦同步回落 7.4%。其中既包括炼油厂开工率下行、出行减少或替代等带来的短期需求“破坏”，也包括部分投资项目暂缓开工等需求“延迟”。比如中国的沥青开工率自 3 月明显下行，或反映部分基建项目“暂缓”。同时，企业与下游部门在“油价未来回落预期”下主动延后采购与补库，形成阶段性的“延后需求”。截至今年 5 月，美国汽油库存已突破过去 5 年来的季节性最低值，但如果下半年海峡通行逐渐恢复，不排除有少量延迟需求回补继续推动名义增长维持较高水平。

基于我们对新经济引领效果日益显性化的预期，我们预计中国实际 GDP 增长在 2026 年 2-4 季度为 4.8%、5.1%、5.1%，2027 年仍有望维持在 5% 左右（图表 37）。在中国经济“去地产化”的调整过程中，“新经济”行业发展逆势加速，从全 A 上市公司收入及利润分布来看，新经济板块与地产链（房地产、钢铁、建筑材料、家用电器）的相对地位同样经历了“新进旧退”，且利润分化幅度大于收入。近 5 年这一分化继续加速。即便是作为“旧经济”的地产市场，新经济产业的带动效果亦已显现——年初以来一线及部分强二线城市地产成交的回升动能及可持续性明显强于其他城市，而这些核心城市以上市公司数量和市值衡量的“新经济”活跃程度更高。

值得注意的是，我们对内需修复的预测中并未计入任何财政和货币政策宽松的预期，为 2020 年来第一次，显示新周期的动能明显增强。2020 年以来，受疫情冲击及地产加速去杠杆的拖累，国内有效需求不足，经济下行压力加大，经济平稳运行对财政宽松的依赖度明显上升。2020-25 年，包括一般公共预算和政府性基金在内的广义财政实际实现赤字率分别达 8.6%、5.1%、7.3%、6.8%、7.7%、9%，整体呈明显扩张态势。同时，2020 年以来，货币政策总体保持宽松，央行累计降息 1.1 个百分点、降准 5 个百分点，投放的基础货币余额累计扩张 23%。但随着内需修复，我们预计 2026 年央行不再降息降准，且人民币升值将边际收紧金融条件，而实际 GDP 增速有望保持平稳，凸显新周期动能加速，经济周期自身修复后对政策的依赖程度有所下降，增长和估值修复更可持续。

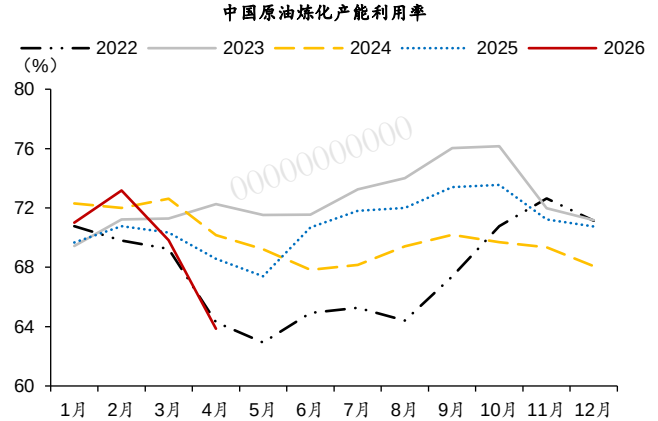
图表38：中国表现汽油消费量在4月明显回落



注：2024年为1-4月为均值，2023及2025年1-2月为均值，2026年1-2月为均值。

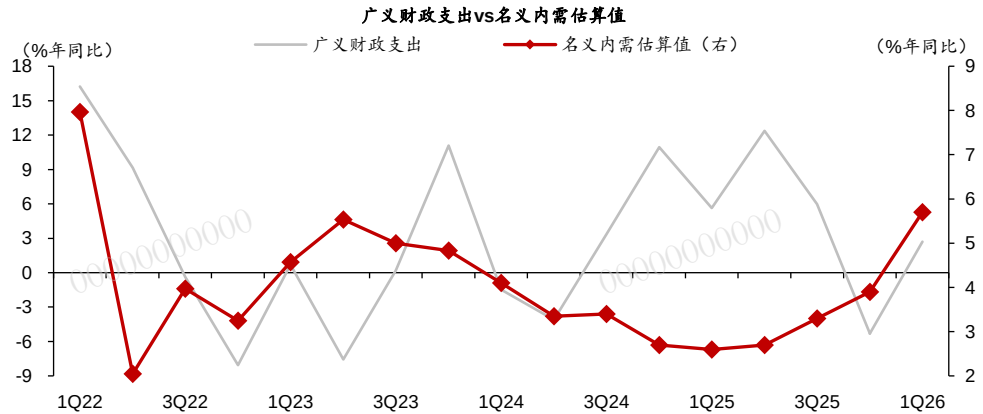
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：中国原油炼化产能利用率亦在今年3月大幅回落



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：2022-2024 年间内需修复对财政宽松有所依赖



注：名义内需估算值=名义GDP-贸易顺差（内需增长率计算中假设服务项下逆差占比大体持平）。

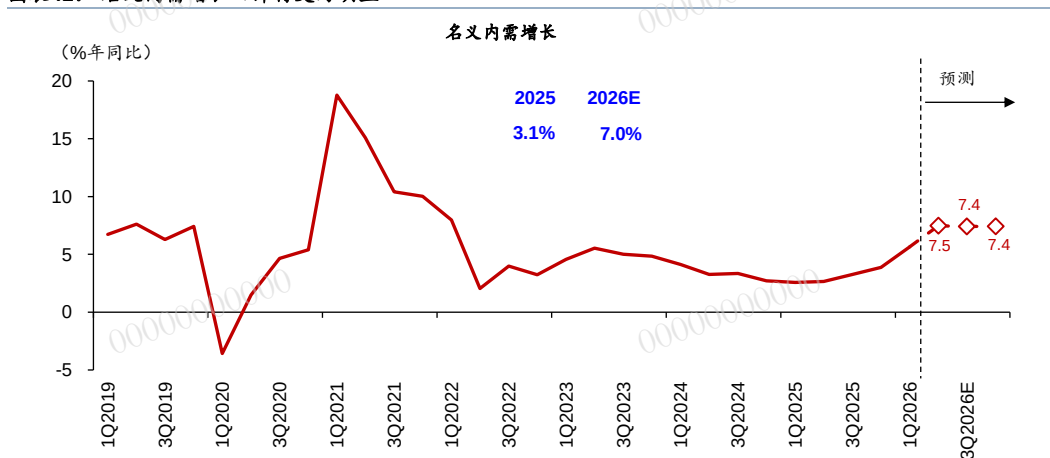
资料来源：Wind，华泰研究

五、内需增长总体回升：服务消费亮眼，制造业投资回升，地产指标修复

总体而言，2026 年的实际内需增长将呈回升态势，（国补外）居民消费、总投资、尤其制造业投资，以及地产相关指标增长均有望呈修复增长态势。其中名义内需增长回升将更为明显——一方面，制造业价格有望回升（参见《PPI 何时转正？》，2026/3/1），同时，房产和租金增长走势回暖，以及总就业和薪资增长稳中有升（具体请参考下文消费需求相关分析），均有望支撑服务业价格回升（图表 41）。

我们对内需回升，尤其是地产产业链筑底、制造业定价能力和投资动力恢复，是基于两个反共识的判断——1）作为内需增长“锚”的地产周期有望企稳回升，相关名义增长全面修复；2）制造业产能周期筑底+AI 相关投资即将“起飞”托举企业利润持续修复及总投资增长。这两个关键判断，也体现在我们对地产周期以及各部门消费和投资增长的预测中。

图表41：名义内需增长回升将更为明显



注：名义内需=名义 GDP-贸易顺差（内需增长率计算中假设服务项下逆差占比大体持平）。

资料来源：Wind，华泰研究预测

（一）作为内需增长“锚”的地产周期有望企稳回升，相关名义增长全面修复

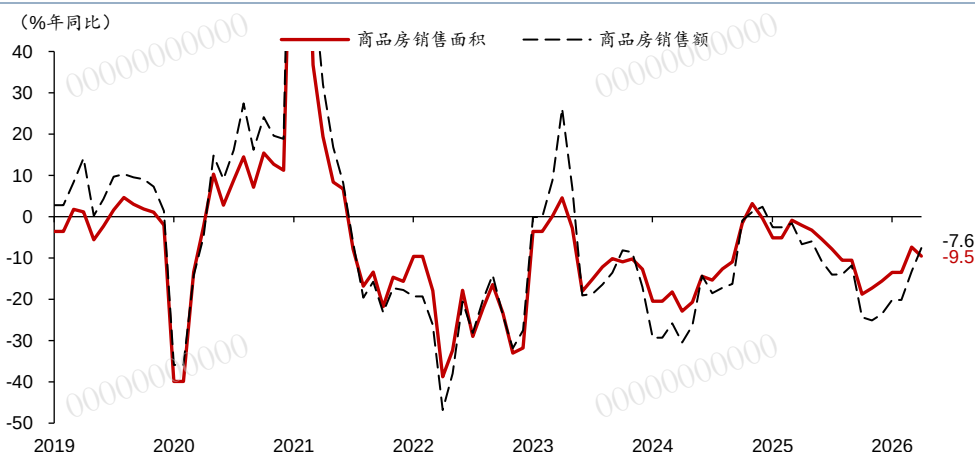
1. 居民收入预期企稳、净资产转正、以及房价二阶导转正都有助于地产销售进一步改善，预计 2026 年新房销售面积与销售额同比降幅明显收窄，4 季度同比增速或将转正。年初至今，地产成交持续回升，其中核心城市地产需求的回暖更为明显。全国新房成交面积和成交额同比降幅分别从去年 4 季度的 17%、24.3%明显收窄至今年 4 月的 9.5%、7.6%，其中 44 城新房、22 城二手房成交面积同比分别较去年 4 季度的-38.5%、-24.4%回升至年初至今的-19.3%、+0.9%（图表 42-43）。预计 2026 年新房销售面积、销售额同比降幅分别从 2025 年的 9.2%、13%收窄至 5.8%、5.5%；随着 4 季度新房销售旺季来临，核心城市地产需求企稳回升有望带动新房销售面积、销售额同比增速均转正（图表 45）。具体看，

- **地产成交难以大幅下跌。**2025 年中国新房加二手房的成交面积占城镇存量房的比例（即居民换房率）降至 4%的低位，已接近美、韩等发达经济体的区间下限。考虑中国城镇化还有进一步上升空间、居民收入增长较快、以及家庭呈现小型化的趋势，预计中国居民换房率的下行空间有限（图表 46 和 47；参见《本轮地产周期何时会初现曙光？》，2024/5/31）。
- **地产需求改善带动商品房库存加速去化。**2024 年 9 月以来，全国 80 城新房库存持续去化。部分城市（如深圳 9 个月、杭州 9.9 个月）的库存去化周期已经低于 12~18 个月的合理区间，广州、重庆等城市的库存去化周期自今年 2 月以来亦持续下行（图表 49）。

- **物价中枢上行带动名义增长回升，叠加新经济引领居民收入预期持续改善**，包括居民存款、保险、基金和股票等金融资产价值的普遍抬升逐渐对冲地产价值的下行，居民部门的总资产规模增长边际提速。根据我们的估算，2025 年中国居民家庭资产总规模同比增长 2.4% 至 571.1 万亿元、自 2021 年以来持续放缓后首次提速。
- **房价变化的二阶导逐步转正对推动居民部门净资产增量持续上行具有“纲举目张”的效果**。低基数下房价回落对居民资产估值的拖累逐渐收窄，2025 年房地产对资产的拖累已从 2024 年 3 季度的 29.5 万亿元持续收窄至 21.2 万亿元（图表 50）。

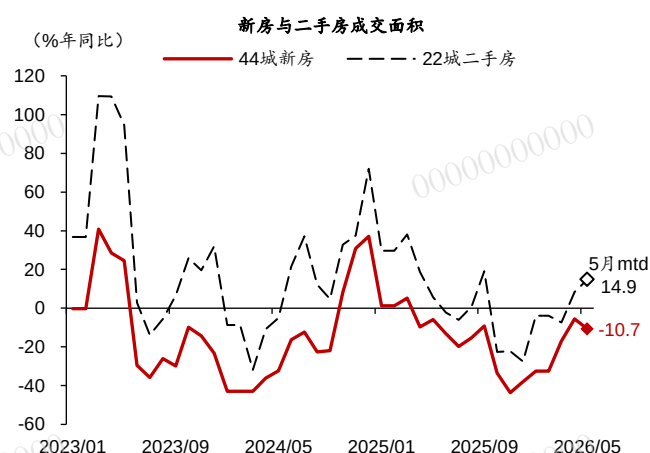
2. **预计 2026 年地产投资与新开工面积同比降幅有望进一步收窄，但在“严控增量、优化存量”的政策导向下，地产投资和新开工面积同比增速或仍偏低**。我们预计 2026 年地产投资/新开工同比降幅分别从 2025 年的 17.2%/20.4% 收窄至 10%/15% 左右。截至 2025 年，中国地产（去除土地购置的）建安投资占 GDP 比例已经从高点下降约三分之二至 3.4%、低于日本 1990 年代的低点 5.3%（图表 51），但建筑开工相关指标并未出现与这一比例相同幅度的下滑（图表 53-54），且今年进一步下行的空间也较为有限。然而，“严控增量、优化存量”的政策导向下地产投资和新开工总体仍偏弱、持续拖累名义增长——今年前 4 个月房地产新开工面积累计同比降幅从去年全年的 20.4% 走阔至 22%、同期地产投资录得 13.7% 的负增长，更为领先的土地出让收入累计同比降幅亦走阔至 27.2% 均为例证（图表 52）。
3. **2022 年以来，中国企业端呈现出更“轻地产”的趋势，地产相关产业链对信贷周期的拖累有望明显收窄**。如我们在《效率提升引领中国“后地产”新周期》（2026/5/14）中分析，2022 年以来，地产相关产业链占规模以上工业企业、以及上市公司的盈利、收入的占比均明显回落。同时，随着地产去杠杆加速，开发商总负债（含预收个人房款、上下游企业垫资等）从 2021 年地产去杠杆开始时的 91 万亿元降至 2024 年的 82.9 万亿元，降幅接近一成，而 2025 年可能进一步回落（图表 55）。由此，开发商总负债占 GDP 和社融存量的比例，分别从近期高点的 82.8% 和 30.3% 下降至 2024 年的 61.5% 和 20.3%，分别回落至 2015、2004 年的水平（图表 56）。

图表42：4月新房成交面积同比降幅已较去年12月收窄6.1个百分点至9.5%



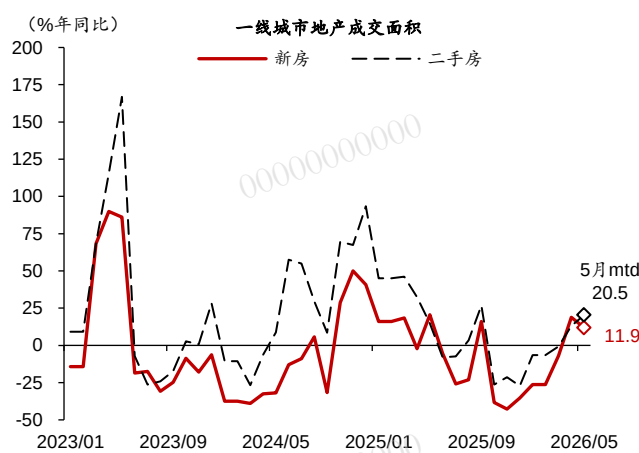
资料来源：Wind，华泰研究

图表43：2026年以来44城新房和22城二手房成交量同比增速持续回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表44：一线城市地产成交回升幅度更为明显



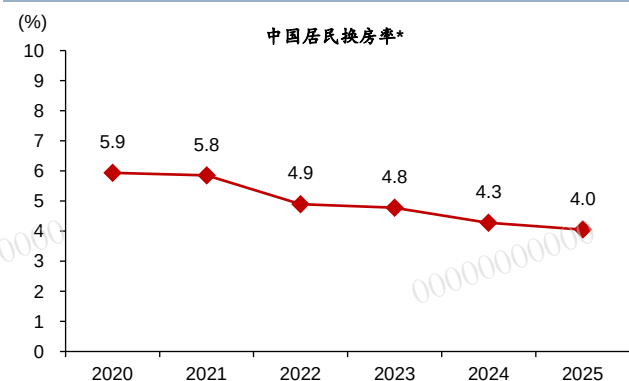
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：预计2026年地产相关主要指标的同比降幅有望明显收窄

%	2024	2025	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
地产投资增速															
同比	-10.6	-17.2	-10.4	-9.5	-10.5	-10.1	-12.4	-9.9	-12.1	-19.3	-29.4	-11.2	-15.3	-8.4	-3.4
环比（季调年化）	-	-	-	-6.7	-16.7	-8.0	-11.7	-9.2	-20.8	-30.8	-25.3	-19.3	-13.6	-8.5	-3.3
地产新开工															
同比	-23.0	-20.4	-15.0	-27.8	-19.9	-18.8	-25.4	-24.4	-16.3	-16.6	-25.1	-20.3	-23.5	-12.0	-2.3
环比（季调年化）	-	-	-	-20.1	-36.0	-24.2	-20.9	-19.9	-4.6	-22.0	-37.9	-22.5	-22.6	-12.5	-2.5
新房销售面积															
同比	-14.1	-9.2	-5.8	-23.4	-20.5	-12.7	2.8	-2.0	-5.2	-9.7	-18.6	-13.1	-8.1	-3.3	1.7
环比（季调年化）	-	-	-	-13.2	-9.3	7.0	14.5	-13.4	-21.7	-17.8	-15.2	-14.5	-8.5	-3.6	1.6
新房销售金额															
同比	-17.6	-13.0	-5.5	-30.7	-23.5	-16.8	3.8	-0.4	-9.1	-12.8	-26.2	-18.5	-7.3	-1.3	6.0
环比（季调年化）	-	-	-	-21.7	-7.7	10.4	21.2	-18.9	-32.1	-22.7	-19.6	-19.9	-9.4	-1.7	5.9
地产商资金到位															
同比	-17.0	-13.4	-9.1	-26.0	-19.2	-13.9	-7.4	-3.7	-8.5	-13.0	-27.2	-17.3	-16.2	-5.0	5.0
环比（季调年化）	-	-	-	-17.5	-8.8	-0.7	1.3	-10.7	-22.0	-28.6	-25.9	-21.1	-15.3	-5.2	4.9

资料来源：Wind，华泰研究预测

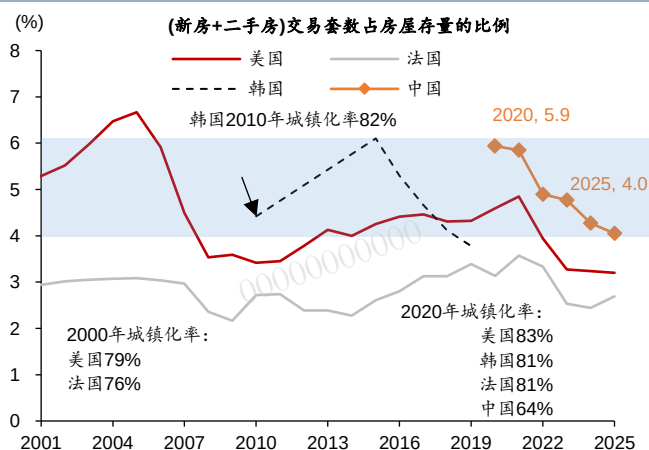
图表46：2025年，中国新房加二手房成交面积占城镇存量房的比例降至4%的低位



*中国居民换房率=（新房+二手房）成交面积占城镇存量房面积的比例，其中城镇存量房面积基于七普数据估算，二手房成交基于住建部及贝壳研究院公布的增速估算。

资料来源：Wind，华泰研究测算

图表47：2025年中国地产成交占比已接近美、韩等发达经济体的区间下限



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：今年3月，商品房待售面积同比时隔57个月 after 转负



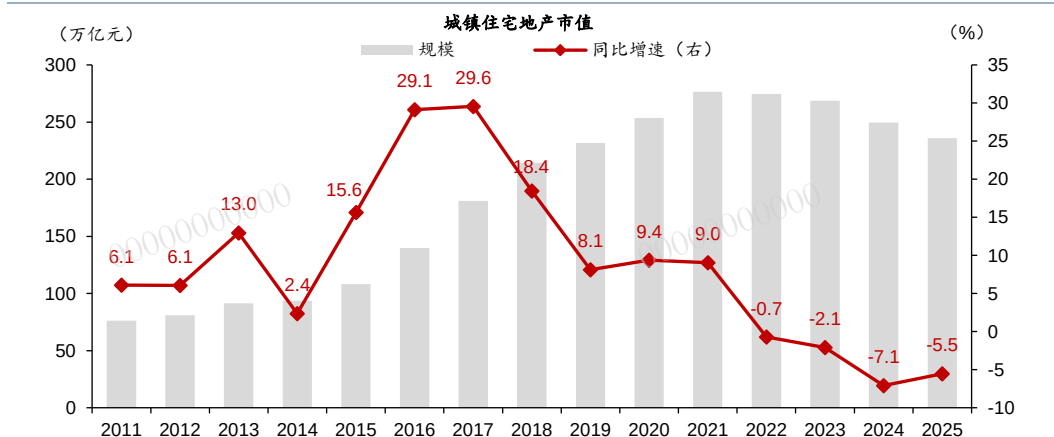
资料来源：克尔瑞，华泰研究

图表49：深圳、杭州等城市的库存去化周期已经低于12~18个月的合理区间



资料来源：克尔瑞，华泰研究

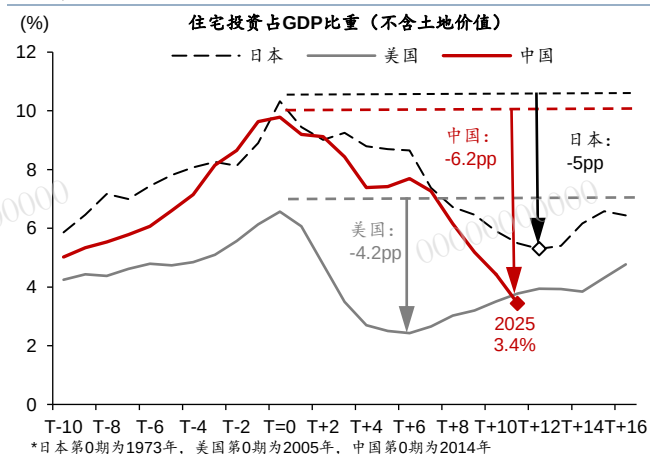
图表50：我们估算的城镇住宅地产市值同比降幅在2025年有所收窄



注：房地产价值以李扬（2010）测算的城镇地产总值（71.9万亿元）为基数，每期用全国二手房价格指数和70个大中城市二手房价格指数环比均值对房地产存量做价格调整，然后加上当期新增住宅商品房销售额。

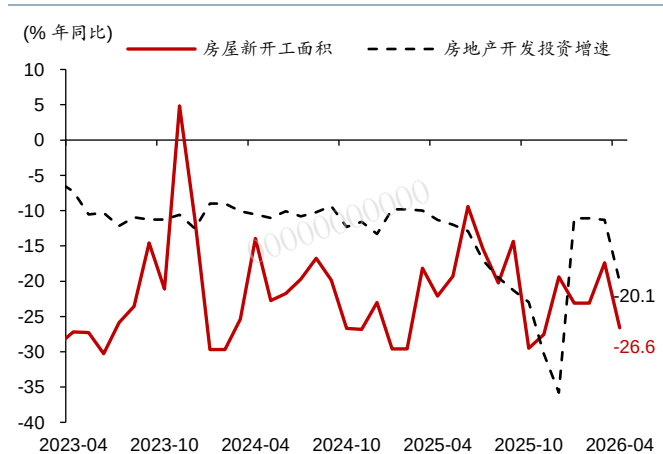
资料来源：Wind，华泰研究测算

图表51：中国地产（去除土地购置的）建安投资占GDP比例已经从高点下降约三分之二



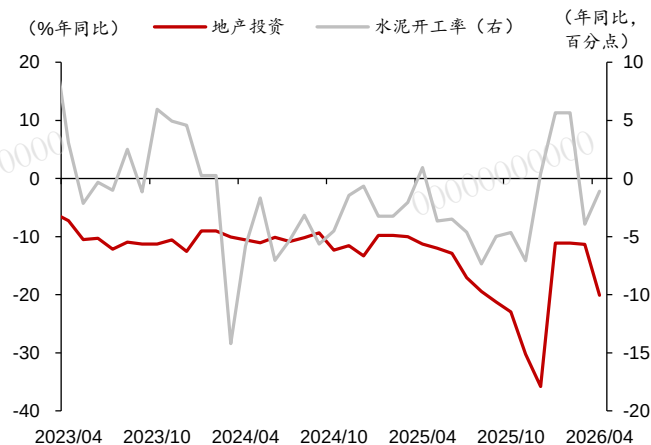
资料来源：Wind，华泰研究

图表52：“严控增量、优化存量”的政策导向下地产投资和新开工总体仍偏弱



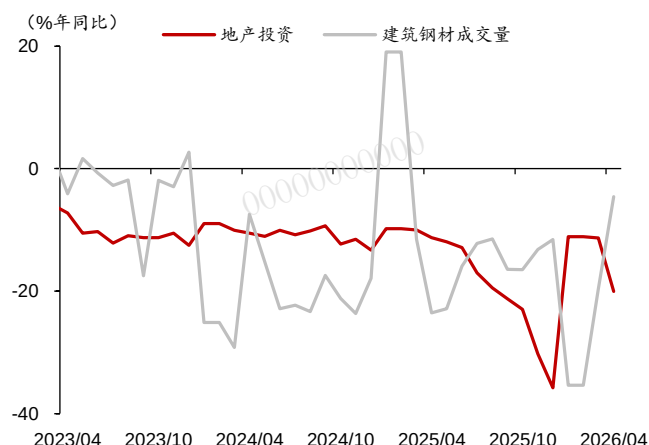
资料来源：Wind，华泰研究

图表53：地产投资增长与水泥开工率同比走势出现背离



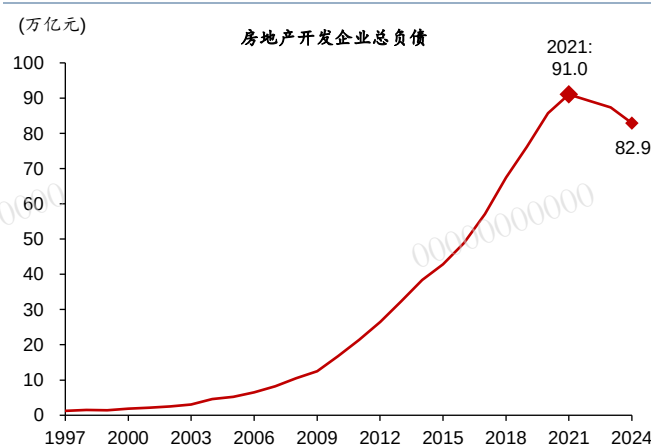
资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表54：地产投资降幅再度走阔，而建筑钢材成交量降幅总体收窄



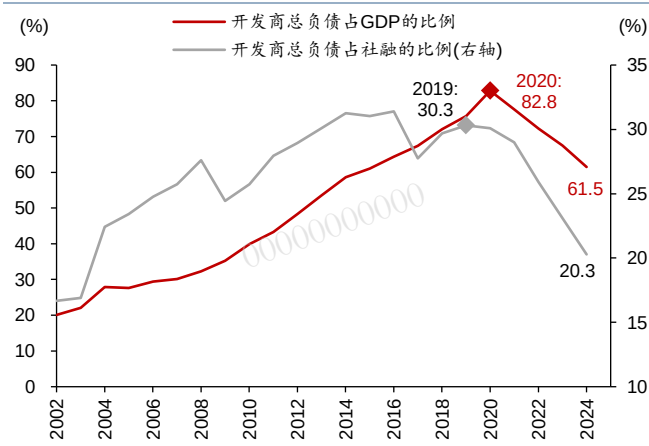
资料来源：MySteel，华泰研究

图表55：2022-24 年，房地产开发商总负债的降幅接近一成



资料来源：Wind，华泰研究

图表56：2024 年开发商总负债占 GDP 和社融存量的比例分别回落至 2015、2004 年的水平



资料来源：Wind，华泰研究

（二）制造业产能周期筑底+AI 相关投资即将“起飞”托举企业利润持续修复及总投资增长

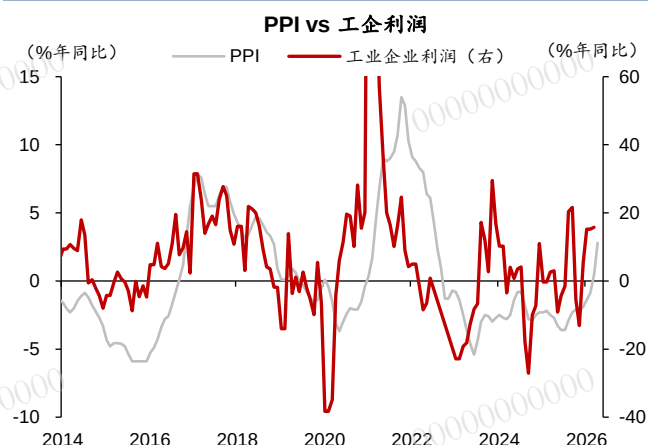
总体而言，2026 年投资增长将温和复苏，且提升生产力的投资增量的亮点可能来自制造业投资、尤其是高新技术领域和 AI 相关资本开支。企业盈利能力和 PPI 同比走势是驱动制造业投资的关键变量，制造业投资增长有望随 PPI 改善而筑底回升。通常来看，PPI 同比走势与工业企业利润同比呈现较为明显的正相关关系，而制造业投资则略滞后于企业盈利。今年 3 月 PPI 同比回升，1-3 月规上工业企业盈利明显修复、有望带动制造业投资继续回升。

- 诚然，投资从地产相关行业转向制造业，也部分引发制造业产能供需不平衡的隐忧。但我们的研究表明，中国企业已经走过了实际产能利用率的低谷期，内需企稳+外需强劲推动制造业需求增长从 2024 年底开始总体超越产能增速。这也部分得益于全球 AI、国防再工业化、以及能源转型相关投资加速的拉动作用——全球产能稀缺，而中国承载了大量全球新增产能需求（参见《更“耗材”的全球投资周期意味着什么？》，2026/1/19）。
- 内需领域，高端制造业投资持续加码、而关税波动对制造业投资的压制减轻、甚至部分逆转。值得注意的是，供给侧多个维度的数据均显示制造业产能整合已经进行了 2-3 年，今年或将进入“收尾期”，“统一大市场”、“反内卷”、“双碳”等政策约束可能抑制相关产能过快扩张，延长 PPI 景气周期（参见《PPI 何时转正？》，2026/3/1）。

AI 等高端制造业资本开支亦有望明显加码，全球工业 4.0 周期加速，中国科技大厂 AI 相关资本开支有望进一步提升。海外 AI 基建预期大幅上调、从大厂资本开支看，AI 投资扩张速度已经超过普通科技景气周期，在中国的应用落地快速上升，凸显中国“效率”，中国科技公司的 AI 相关资本开支亦有望持续加码。

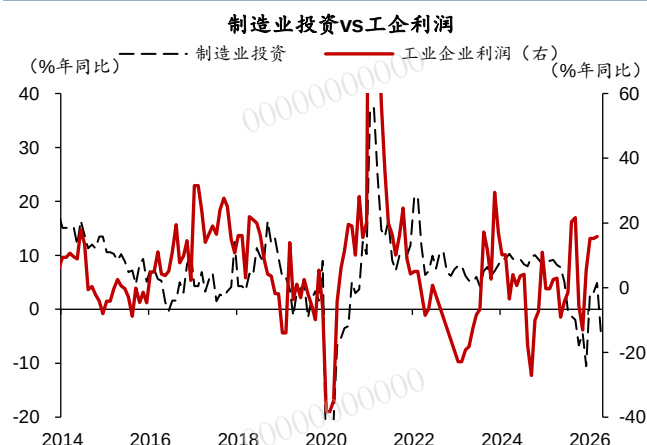
- Meta、Microsoft、Google、Amazon 四家云厂商合计资本开支从 2023 年的 1428 亿美元升至 2024 年的 2230 亿美元，同比增加 56%；2025 年进一步升至 3760 亿美元，同比增加 69%；一季度财报公布后，2026 年指引由 6148 亿美元上修至约 7100 亿美元，同比增速由 63%提升至 89%（图表 59）。此外，今年以来头部 AI 公司从模型迭代速度、Token 用量层面均大幅提速。2026 年 2 月下旬以来，中国大模型 token 调用量快速上升，并在 2026 年 3 月 2 日至 4 月 6 日期间阶段性超过美国，峰值接近 13T tokens，显著高于同期美国约 4—5T tokens 的水平（图表 62）。
- 根据科技公司财报，我们估算 2025 年中国主要科技公司资本开支超过 6000 亿元，同比高增 60%，其中阿里、腾讯、百度财报显示其资本开支增速分别录得 67%、11%、48%（我们假设阿里、腾讯、百度、小米、字节之外的其他科技公司约占 40%）。如果 2026 年中国 AI 相关投资占美国的比例基本持平于 2025 年，那么中国 2026 年有望进一步上行至超过 1 万亿元（占 2025 年名义 GDP 的比例约 1%）、拉动制造业投资增速约 2-3 个百分点。

图表 57：PPI 持续修复带动工业企业利润回升



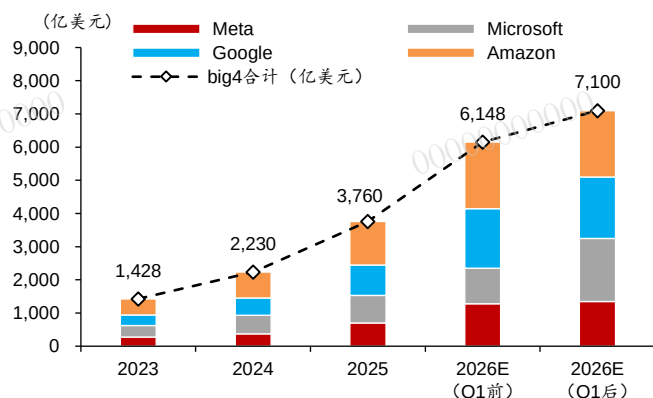
资料来源：Wind，华泰研究

图表 58：工业企业盈利边际修复带动制造业投资回暖



资料来源：Wind，华泰研究

图表 59：2026 年，科技巨头资本开支绝对规模预计将达 7100 亿美元



注：2026 年资本开支指引：1) Meta、Google、Microsoft 明确给出 Capex 指引；2) Amazon 并未给出具体数字，指引开支基本维持不变。2027 年资本开支指引：1) 尚未有公司给出明确 2027 年指引，表格中使用彭博一致预期，其调整存在时滞；2) Microsoft 彭博一致预期为 1483 亿美元，这里假设与 2026E 保持不变；3) 谷歌明确表示 2027 年将显著加大 CAPEX，这里数据可能存在低估。

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

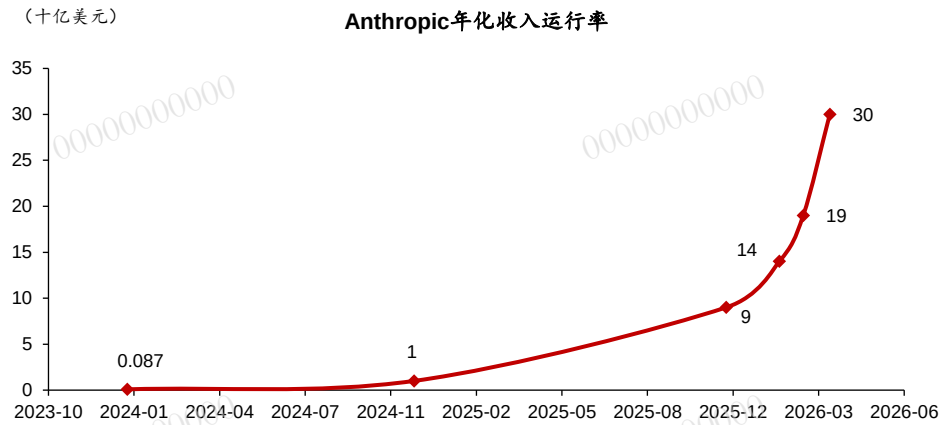
图表 60：2023 年至今，前 20 大 AI 科技公司市值累计增加约 16.5 万亿至 23.7 万亿美元



注：2026 年资本开支指引：1) Meta、Google、Microsoft 明确给出 Capex 指引；2) Amazon 并未给出具体数字，指引开支基本维持不变。2027 年资本开支指引：1) 尚未有公司给出明确 2027 年指引，表格中使用彭博一致预期，其调整存在时滞；2) Microsoft 彭博一致预期为 1483 亿美元，这里假设与 2026E 保持不变；3) 谷歌明确表示 2027 年将显著加大 CAPEX，这里数据可能存在低估。

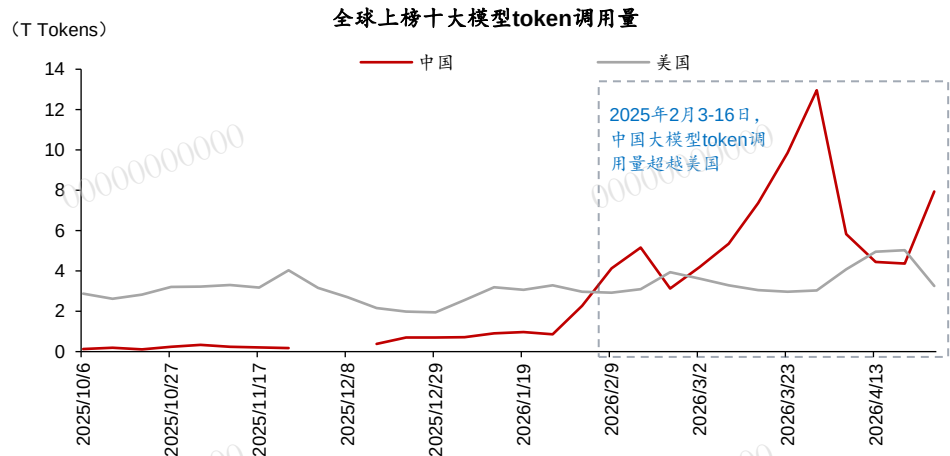
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表61: Anthropic 年化收入 run-rate 快速升至 300 亿美元。



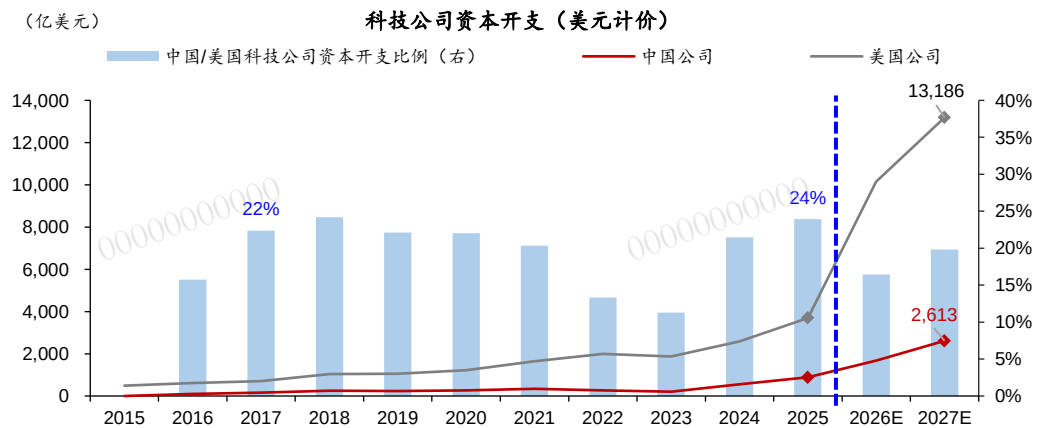
注: Run-rate revenue / annualized revenue run rate 为基于当前收入水平年化后的收入运行率, 并非公司全年实际 GAAP 收入
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表62: 今年 2 月开始, 中国大模型 token 调用量超越美国



资料来源: OpenRouter, 华泰研究

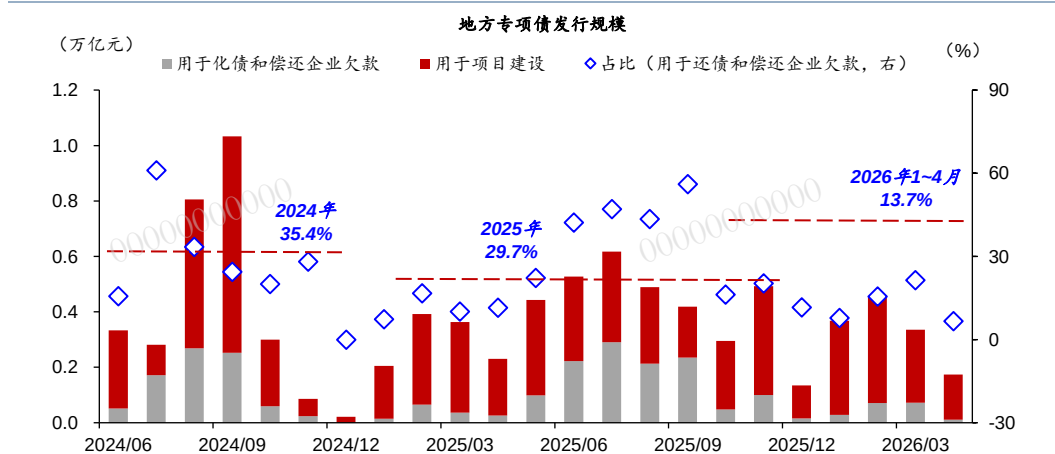
图表63: 我们估算, 中国科技公司的资本开支在 26-27 年有望持续扩张



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

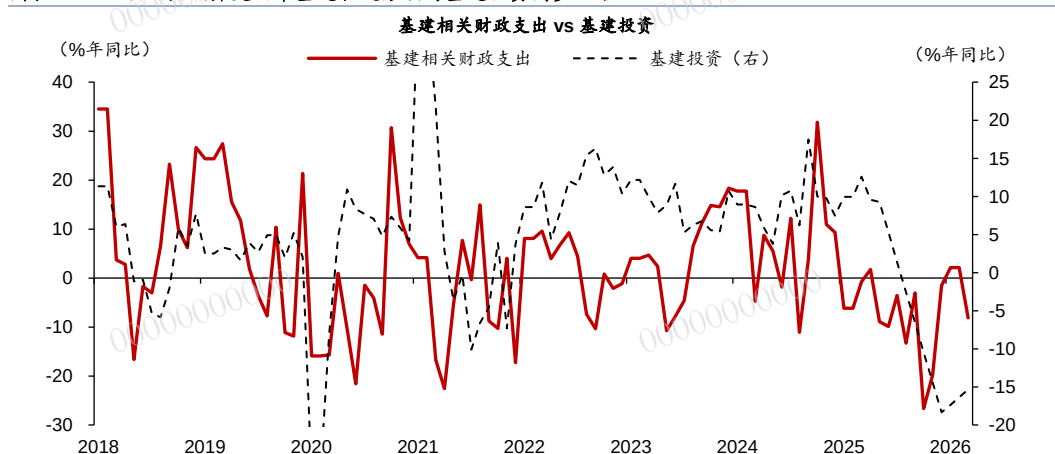
预计地方政府严控新增隐债、以及“投资于人”的政策导向下，2026 年基建投资或将低位修复。我们认为 2026 年基建投资或将更加注重投资效率、全年有望录得 3-4% 的同比增长（但仍然慢于制造业投资）。回顾 2025 年的基建投资增长走势，在“反内卷”政策引导、用于项目建设的专项债规模减少等技术性因素的扰动下，去年 2 季度以来基建投资增长明显下行，并在去年 3 季度转负——2025 年下半年基建投资同比增长较上半年的 8.9% 快速回落至 -9.9%（图表 65）。由此，我们预计低基数下“十五五”开局之年基建投资增长有望逐步回归正常化。然而，基建投资的修复斜率可能仍然受到基建相关财政支出退坡的拖累。一方面，年初至今财政支出“投资于人”导向明显，民生与基建相关财政支出形成“镜像”——今年 1-4 月民生类支出（社保就业、教育和卫生健康）合计占比较 2025 年提高 5 个百分点至 43%，同比增长亦较前一年的 4.5% 上行至 5.2%，而基建相关财政支出（农林水、城乡社区和交通运输）合计占比较前一年降低 2.6 个百分点至 16.9%，同比亦回落 5.1%。另一方面，地方政府清除隐债、严控新增隐债也可能挤出部分基建项目投资，今年前 4 个月用于化债和偿还拖欠账款的特殊专项债累计发行规模同比多增 398 亿元，由此，特殊专项债发行占比较去年同期的 12.1% 上行至 13.7%（图表 64）。此外，“项目储备不足”亦对基建投资增长形成压制，今年 1-4 月重大项目投资规模与数量同比回落超 9 成（图表 66-67）。

图表64：化债提速挤占用于项目建设的专项债资金规模



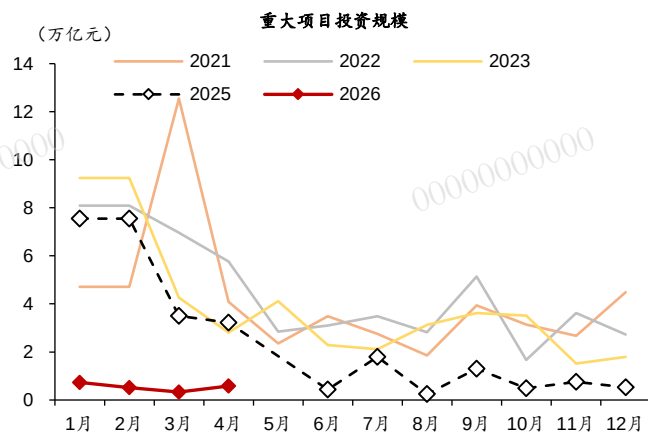
资料来源：Wind，华泰研究

图表65：一般公共预算支出中基建相关分项与基建投资同步回落



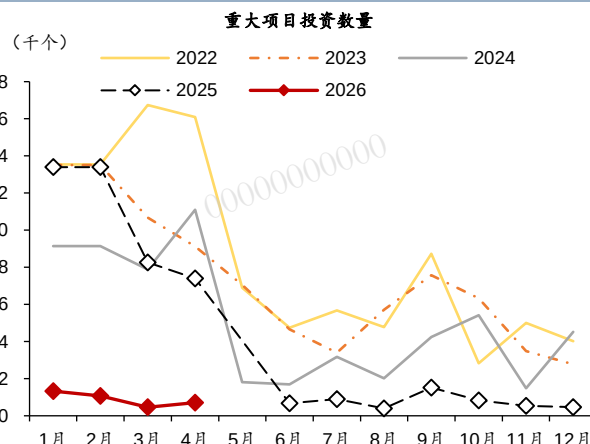
资料来源：Wind，华泰研究

图表66：2026 年重大项目投资规模低于往年同期



资料来源：MySteel，华泰研究

图表67：2026 年重大项目投资数量亦低于往年同期



资料来源：MySteel，华泰研究

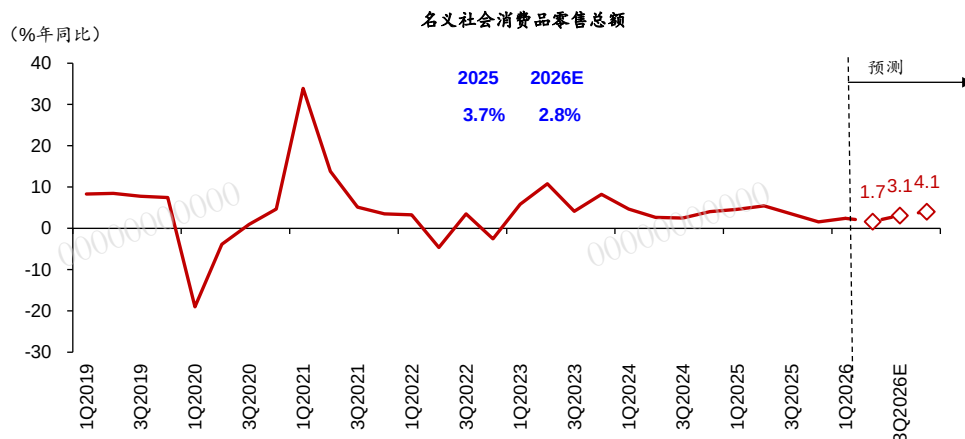
(三) 消费：国补退坡影响下表现增速或前低后高，个性化服务消费表现亮眼

由于名义增长、居民收入以及居民资产负债表均恢复温和扩张态势，所以居民消费的底层趋势应已步入修复通道。然而，国补和黄金消费（实为储蓄）退坡的技术性影响以及服务消费统计覆盖面偏低等问题可能在短期压制统计局公布的社零同比增长读数。我们预计2026 年社零同比增速有望较 2025 年的 3.7% 小幅回落至 2.8%。具体看，2026 年一季度社零同比增速录得 2.4%，高基数下二季度或回落至 1.7%，但三/四季度在低基数及地产周期企稳的背景下，有望逐步回升至 3.1%/4.1%。

- **2026 年一季度名义 GDP 增速录得 4.9%，上市公司就业人数增长在 2025 年以来亦呈现积极信号，今年一季度居民人均可支配收入较去年下半年呈现边际改善，反映居民收入端已步入温和修复通道。**我们认为，在名义增长、居民收入以及居民资产负债表均温和扩张的背景下，居民消费的底层趋势已步入修复通道，但国补和黄金消费（实为储蓄属性）退坡的技术性影响、以及服务消费统计覆盖面偏低等问题，可能在短期压制统计局口径下的社零同比增长读数，使表观数据弱于实际消费修复力度。
- **随着国补对消费的拉动效果逐步退坡，消费增长的接力棒有望更多由“非国补”品类承接，服务消费的韧性将进一步显现。**一季度去除以旧换新相关品类影响后的社零同比增速约为 3.2%，随着 2026 年补贴退潮，“国补”及黄金外消费品需求总体稳健，此前被“挤出”的消费品类增长可能更快，服务消费可能强于实物。根据商务部数据，截至 5 月 2 日，2026 年消费品以旧换新带动销售额 6193.6 亿元，我们估算补贴额使用约 730 亿元，显示补贴金额已使用接近 3 成。其中汽车、家电受补贴退坡影响明显，同比增速下行。高基数及补贴退坡影响下，1-4 月家电零售同比下降 4%，4 月降幅由 3 月的 5% 走阔至 15.1%，1-4 月汽车同比增速亦回落 10.6%（图表 73）。然而，服务业消费或延续温和回升态势，春节/清明/五一假期出行热度持续高增，跨区域人员流动量较 2025 年同期分别增长 8.2%/5.6%/3.5%，假期经济持续升温（图表 76）；1-4 月服务业零售额同比增长 5.6%，较 1-3 月的 5.5% 进一步上行，明显强于同期总体社零增速 1.9%（图表 71）。
- **假期经济与文旅消费带动服务业零售额同比回升，情绪消费成为一大亮点。**从服务消费场景上看，“情绪消费”为重要增长拉动，科技赋能下的新型体验业态成为新热点，汽车工厂参观、潮流文创、AI 特展等兼具新鲜感与社交分享属性的项目构成情绪消费的新载体。演艺与赛事经济延续高景气，文化与旅游部数据显示，五一假期全国举办营业性演出（不含娱乐场所演出）3.2 万场，票房收入 24.8 亿元，票房同比增长 14.7%，情绪消费扩容有望成为消费修复中的结构性亮点。

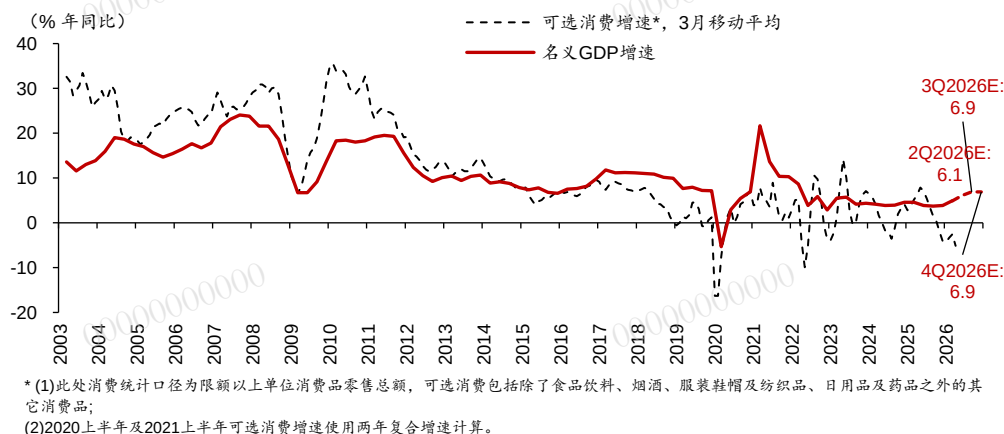
- 此外，随着免签政策的进一步延长及免签范围的扩大，入境游对中国境内消费拉动效应有望进一步上升。据国家移民管理局口径，五一假期全国口岸日均出入境人员同比增长3.5%、日均225.6万人次，其中外国人出入境125.5万人次，较去年同期增长12.5%；入境外国人中，适用免签政策入境43.6万人次，较去年同期增长14.7%。OTA平台数据亦显示入境游客逐步从一线大城向二三线城市、特色县域下沉，体现入境游从传统观光向生活化、沉浸式深度体验转型，有望继续成为情绪消费、文旅消费市场新增量。

图表68：我们预计2026年社零同比增速有望较2025年的3.7%小幅回落至2.8%



资料来源：Wind，华泰研究预测

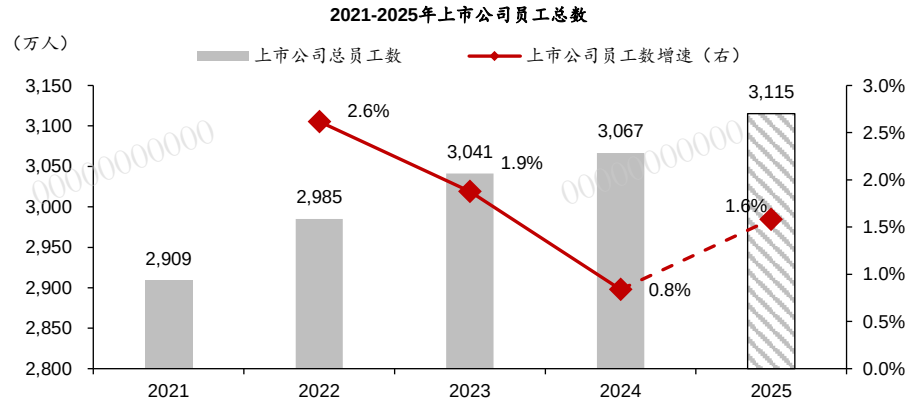
图表69：2026年一季度GDP增速录得4.9%，而可选消费增速仍在负数区间



* (1)此处消费统计口径为限额以上单位消费品零售总额，可选消费包括除了食品饮料、烟酒、服装鞋帽及纺织品、日用品及药品之外的其它消费品；
(2)2020上半年及2021上半年可选消费增速使用两年复合增速计算。

资料来源：Wind，华泰研究预测

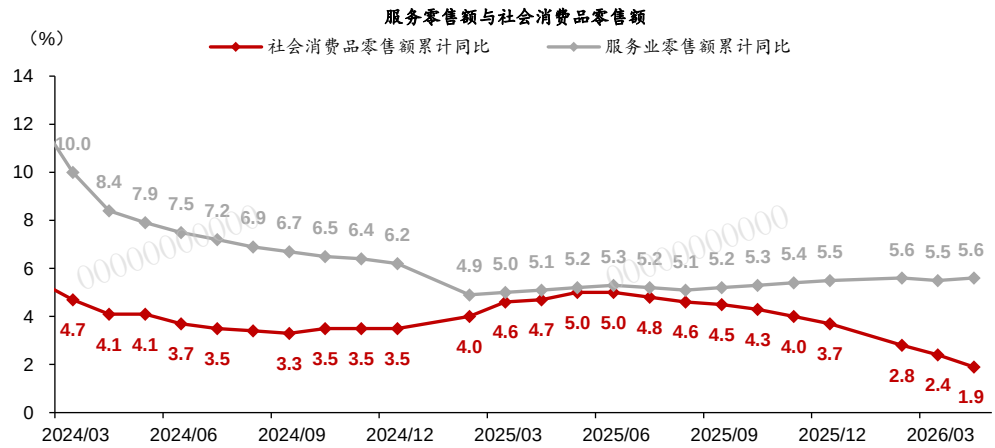
图表70：根据全A上市公司数据，估算2025年就业人数增长约1.6%



注：样本公司为截止2026年5月10日2021-2025完整披露员工数公司，共5379家，占全部A股上市公司的97.6%。

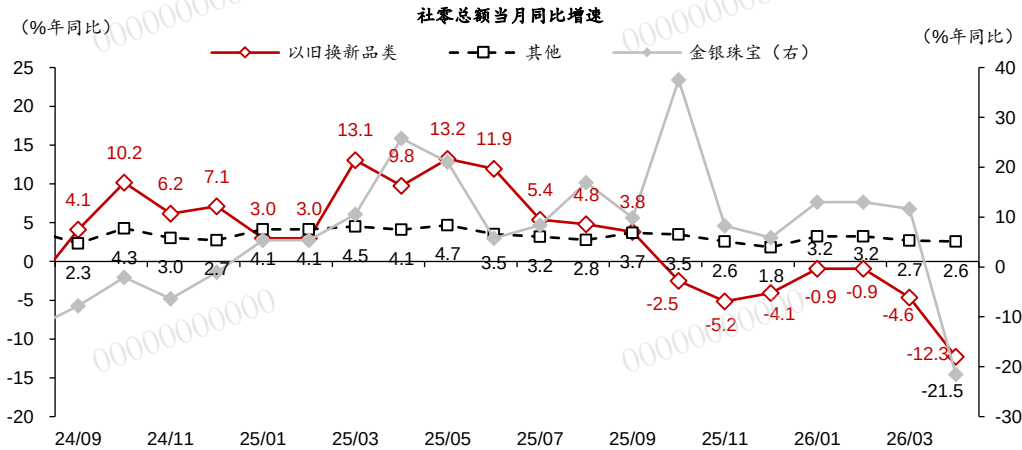
资料来源：Wind，华泰研究

图表71：2026 年来服务业零售额累计同比强于同期总体社零增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表72：1-4 月以旧换新品类零售额同比下行



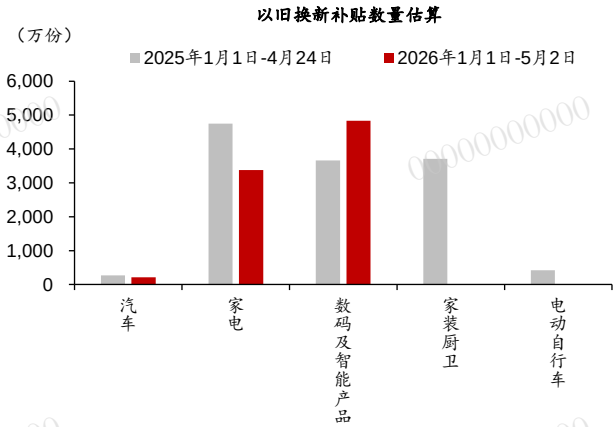
资料来源：Wind，华泰研究

图表73： 1-4月整体名义社零同比增速 1.9%

按消费类型分、限额以上单位商品零售增速				
	1-4月累计同比增速 (%)		2025年 同比增速 (%)	
粮油、食品类		8.6↓	9.3	必选消费
饮料类		6.0↑	1.0	必选消费 (周期性较强)
烟酒类		15.2↑	2.7	必选消费 (周期性较强)
服装鞋帽、针、纺织品类		8.1↑	3.2	必选消费 (周期性较强)
日用品类		5.4↓	6.3	必选消费 (周期性较强)
中西药品类		2.9↑	1.8	必选消费
餐饮		3.8↑	3.2	可选消费
化妆品类		5.6↑	5.1	可选消费
金银珠宝类		5.4↓	12.8	可选消费
文化办公用品类	★	5.3↓	17.3	可选消费
通讯器材类	★	17.7↓	20.9	可选消费
石油及制品类		-6.4↓	-5.7	可选消费
汽车类	★	-10.6↓	-1.5	可选消费
家用电器和音像器材类	★	-4.0↓	11.0	可选消费 (地产相关)
家具类	★	-1.4↓	14.6	可选消费 (地产相关)
建筑及装潢材料类		-7.1↓	-2.7	可选消费 (地产相关)
商品网上零售		5.7↑	5.2	网上消费
整体名义社零增速		1.9↓	3.7	
★受国补退坡影响的品类				

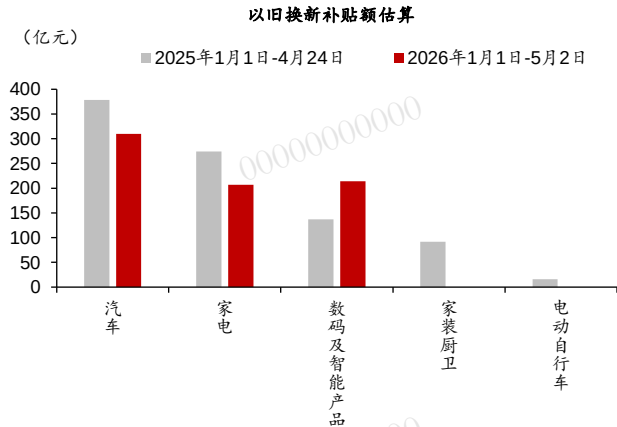
资料来源：Wind，华泰研究

图表74： 截至今年5月2日，各品类以旧换新申请数量对比



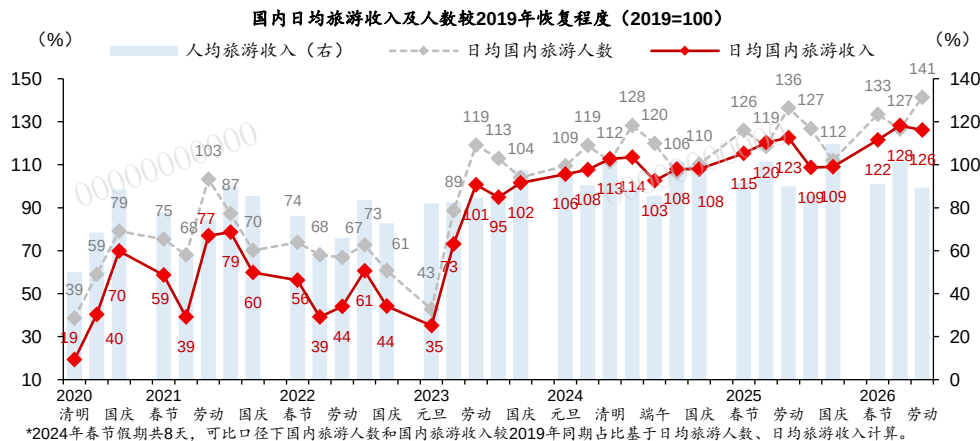
资料来源：商务部，华泰研究

图表75： 截至今年5月2日，各品类以旧换新申请补贴金额估算



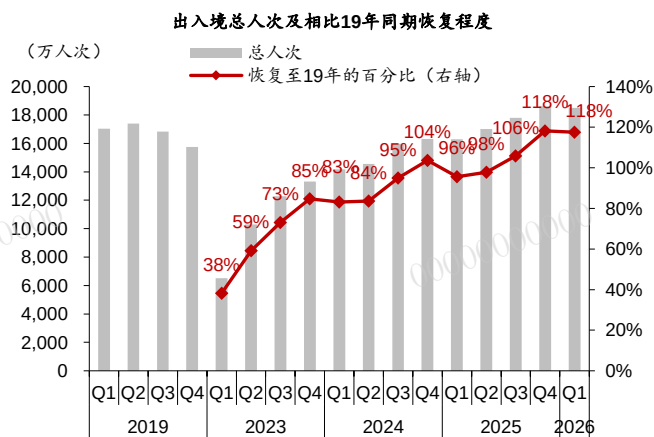
资料来源：商务部，华泰研究

图表76：2026 年至今国内节假日日均旅游收入及人数同比持续增长



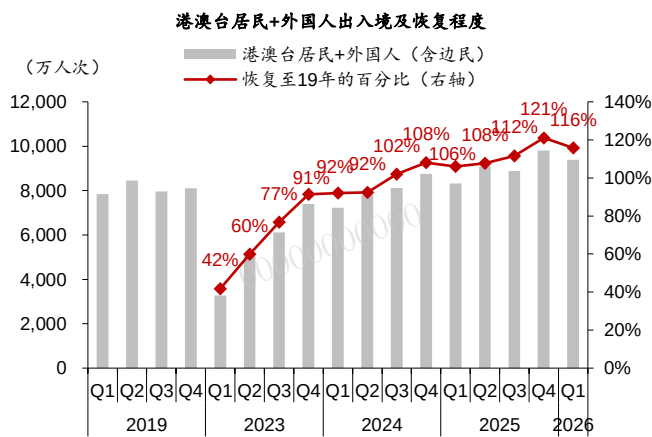
资料来源：文旅部，华泰研究

图表77：2026Q1 出入境总人次恢复至 2019 年同期的 118%



资料来源：Wind，华泰研究

图表78：港澳台与外国人出入境总人次已超疫情前水平



资料来源：Wind，华泰研究

六、外需：出口增长继续领跑内需，全球份额继续扩张、高新技术和新能源行业贡献率快速上升

全球 AI 投资支出增强、中国相对竞争力提升以及贸易政策不确定性下降等有望进一步提振中国出口，预计今年出口增速有望上升至 12.2%，外需或继续领跑内需。我们在《为何出口增长（将）无惧关税波动？》（2025/11/5）中指出，AI 投资周期带动能源基础设施需求持续上行，产业链升级强化高端制造出口能力，而“一带一路”投资亦持续加速，有望对中国出口增长提供结构性支撑，预计 2026 年中国出口将继续保持较高增长。今年前 4 个月出口的韧性进一步凸显（图表 79），而且支撑因素较去年进一步增强——全球 AI 资本开支预期大幅上修、中东能源冲击下中国相对成本优势提升、以及中美关税政策存在边际缓和空间等等，均意味着外需对中国增长的拉动可能强于此前预期，由此我们将今年出口增速从此前的 6.9% 上调至 12.2%（图表 80）。

- **年初以来全球 AI 资本开支增速大幅上调，推动半导体等相关贸易大幅增长，其中包括中国在内的亚洲产业链尤为受益。**今年以来，主要公司的 AI 资本开支指引大幅增长，由年初市场预期的 38% 的增速上调至 101%（图表 81），由此 AI 对贸易的拉动大幅上升，推动部分亚洲经济体出口大幅增长。截至 1 月，主要亚洲国家半导体出口同比高达 59.6%，带动其出口同比增长 17.4%；韩国、中国台湾等经济体率先受益于半导体和存储周期上行，4 月韩国和中国台湾出口同比分别高达 48% 和 39%（图表 82-83），同期中国集成电路等出口也大幅增长。在 AI 投资周期的带动下，外需有望呈现更强的结构性韧性。
- **中东冲击虽然推升全球能源价格并压制全球需求，但中国在本轮冲击中的相对竞争力反而可能提升。**相比欧洲、日本、韩国以及部分南亚和东南亚经济体，中国能源进口依赖度相对可控，且电力结构中煤电、新能源和本土供应占比较高，能源价格向工业成本的传导弱于高度依赖进口油气的经济体。2024 年我国的一次能源结构中仍以煤炭为主（占比 58%），石油的占比约为 20.3%，低于欧洲、日本和韩国的 40%、39%、42%。若油气价格维持高位，欧洲和日韩等制造业经济体的能源成本压力可能相对更大，中国制造业在单位能源成本、供应链稳定性和规模化生产上的比较优势反而更突出。与此同时，能源安全担忧上升也可能加快全球新能源、电网、储能和电气化设备需求，中国在光伏、锂电、储能等领域具备明显竞争优势，“新三样”相关出口有望得到进一步提振。
- **中美关税仍存在边际下调空间，有望进一步改善出口和企业预期。**2025 年 11 月美国将对华“芬太尼”关税下调 10 个百分点；今年 2 月美国最高法院判决特朗普政府依据 IEEPA 加征的“对等关税”和“芬太尼”关税违法，依据 IEEPA 的判决结果，中国内地、东南亚等关税税率下调幅度最大（参见《美国高院驳回“特朗普关税”后的波折与推演》，2026/2/22）。截至 3 月，美国对华有效关税税率已较去年的高点下调超 20 个百分点至 22%（图表 84）。近期，美方承诺对华关税将不超过吉隆坡经贸磋商联合安排的水平（20% 的对华新增关税），且中美双方已原则同意对规模 300 亿（或以上）产品对等降关税。随着中美经贸关系边际改善、以及美国整体关税税率和对华关税税率下降，中国出口外需不确定性将有所下降，中国对美出口边际改善（图表 85）。

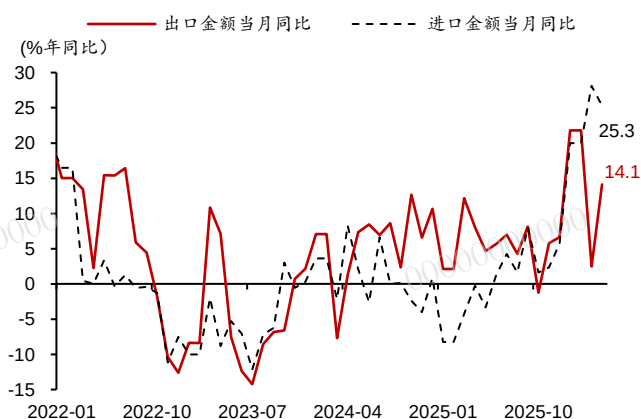
然而，若能源和原材料短缺时间较长，与全球总需求、尤其是亚洲产业链深度融合的中国，也难以独善其身。本次中东能源缺口对亚洲其他国家的直接冲击较大，由于南亚经济体普遍对进口能源和化肥具有较高依赖、且中东能源进口占比较高（图表 86），南亚发展中国家遭受的福利损失或为美国的 10-20 倍²，东南亚受冲击程度可能次之。而近年我国企业加速出海，对外直接投资数额连年上升、尤其对亚洲发展国家。2024 年我国对外直接投资近八成流向亚洲，近年来对亚洲出口占我国整体出口的比重已超过 50%。如果能源和原材料短缺时间较长，则泛亚洲供应链的脆弱性可能开始显现（参见《辩证分析海外能源供给缺口对中国的影响》，2026/3/30）。此情景下，中国出口表现虽然仍有望比全球其他主要经济体更有韧性，但与亚洲产业链高度融合的中国出口行业仍会受到一定的冲击（参见《中东变局下中国出口的“失”与“得”》，2026/4/14）。

²<https://www.kielinstitut.de/publications/the-cost-of-closing-the-strait-of-hormuz-energy-bottlenecks-and-global-food-security-19613/>

年初以来，中国出口的结构性亮点进一步凸显，AI、“新三样”共同支撑外需韧性，对美出口拖累减弱亦边际提振出口表现。年初以来，中国出口整体走强，4月以美元计价出口同比增长14.1%，1-4月出口同比增长14.5%，远高于去年全年5.4%的同比增速。量价拆分来看，出口量的增长保持高位，同时大宗商品价格上涨等因素推升出口价格。结构层面，出口也呈现更清晰的升级特征——AI相关产品出口迅猛增长、“新三样”表现亮眼；国别层面上，对美出口显著改善，对非洲等“一带一路”经济体出口维持韧性。

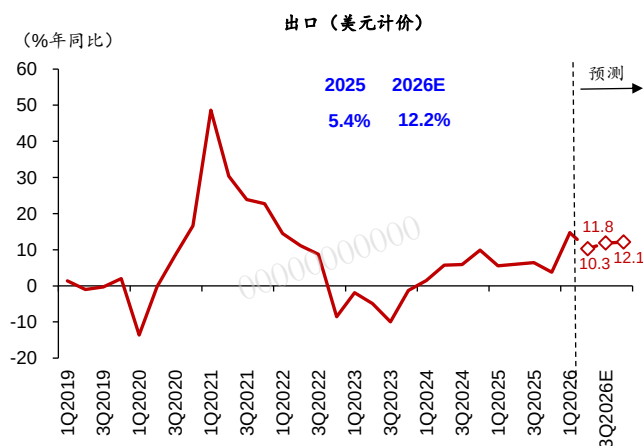
- 今年以来，中国AI相关产品出口大幅增长，成为出口上行最大的推动力。全球AI资本开支上修通过半导体、服务器等相关贸易向中国出口链传导，4月中国集成电路出口额同比增长约100%，计算机设备同比增长约47%，两者合计对当月出口增速贡献超过一半；我们估算，AI相关产品对4月出口的合计贡献高达8.8个百分点，远超2024-25年的1.3个百分点（图表87）。随着全球AI资本开支进一步加速，AI相关贸易有望延续高景气。
- “新三样”出口表现继续亮眼，成为中国出口结构升级的另一条主线。中东冲突后全球能源安全担忧升温，叠加油气价格上行推升清洁能源替代需求，“新三样”（包括光伏、锂电池和新能源汽车）出口维持高景气。1-4月“新三样”出口同比达54%、对整体出口的贡献达2.1个百分点（图表88）。“新三样”出口的高增体现中国在新能源领域的综合成本优势、以及极强的竞争力，若全球能源价格中枢维持高位，更多经济体或加快新能源和电气化转型，中国相关产业链的出口景气有望继续受益。
- 此外，对美出口边际改善，或部分源于美国进口商的补库需求。4月中国对美出口自去年“对等关税”以来首次转正，或显示在中美关税阶段性缓和、以及美国企业的补库影响下，对美贸易出现阶段性修复。自去年“解放日”以来，美国批发商库存水平快速下降，反映面对高额关税、美国企业选择优先消耗库存的策略，导致补库周期受阻。2026年3月美国批发商库销比降至1.2，低于2025年3月的1.3、且处于历史偏低水平，其中电力设备、医药、家具等行业库存水平尤为偏低（图表89-90）。随着美国整体关税水平下调（图表91），美国有望进入补库周期，3月美国批发商库存同比显著回升（图表92）。假若后续中美关税继续边际下调、叠加美国企业补库，对美出口修复可能与AI产品和新能源产品高景气形成共振，进一步强化全年出口的支撑。

图表79：今年前4个月，出口同比增长14.5%



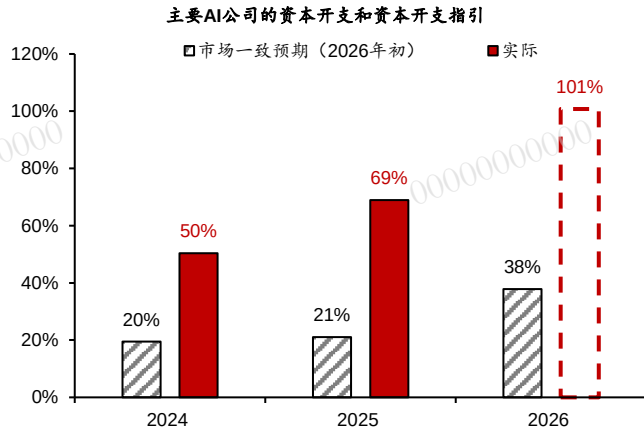
资料来源：Wind，华泰研究

图表80：预计今年出口增速有望达到12.2%



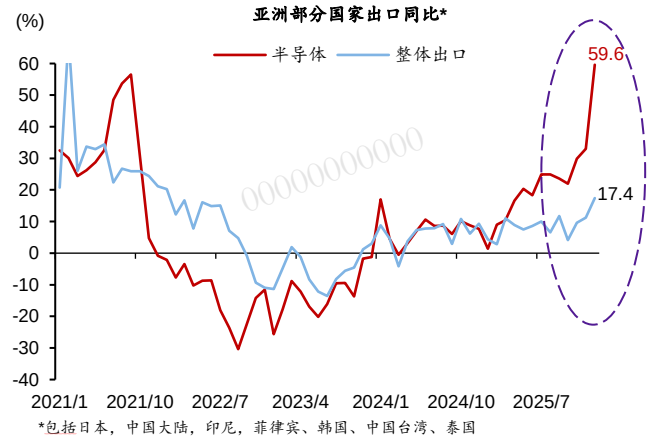
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表81：今年以来，主要公司的 AI 资本开支指引大幅增长



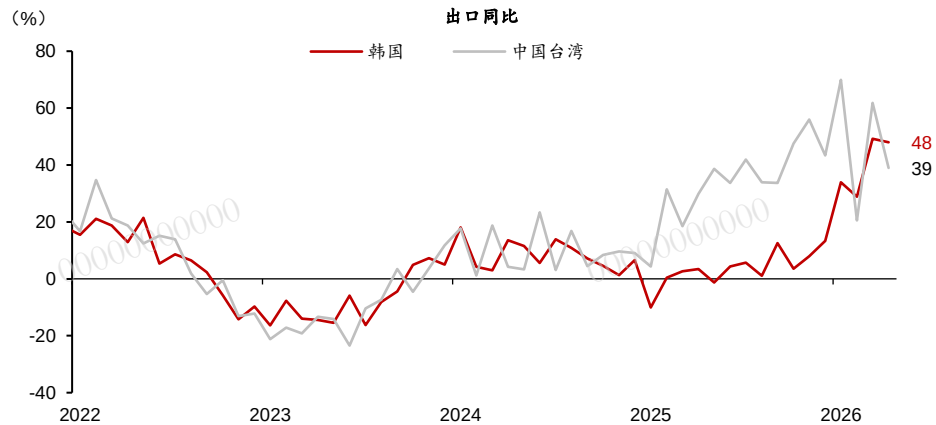
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表82：AI 对贸易的拉动上升，亚洲产业链尤为受益



资料来源：Wind，Haver，华泰研究

图表83：AI 贸易推动韩国和中国台湾的出口亦实现高增



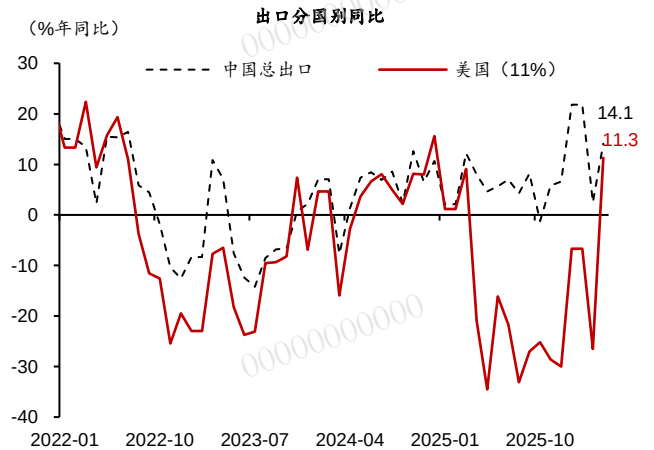
资料来源：Wind，华泰研究

图表84：美国对华有效关税税率已较去年的高点下调超 20 个百分点



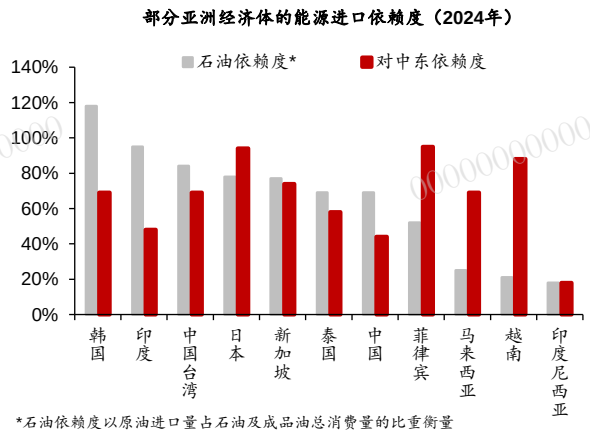
资料来源：Wind，Haver，华泰研究

图表85：随着美国对华关税税率下调，中国对美出口显著改善



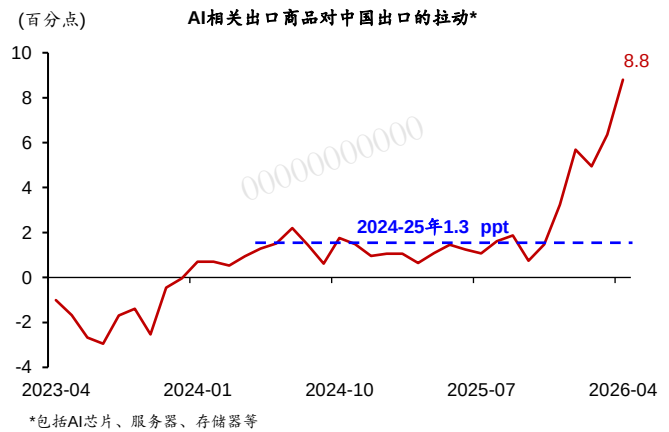
资料来源：Wind，华泰研究

图表86：南亚和东南亚国家对石油进口依赖度较高



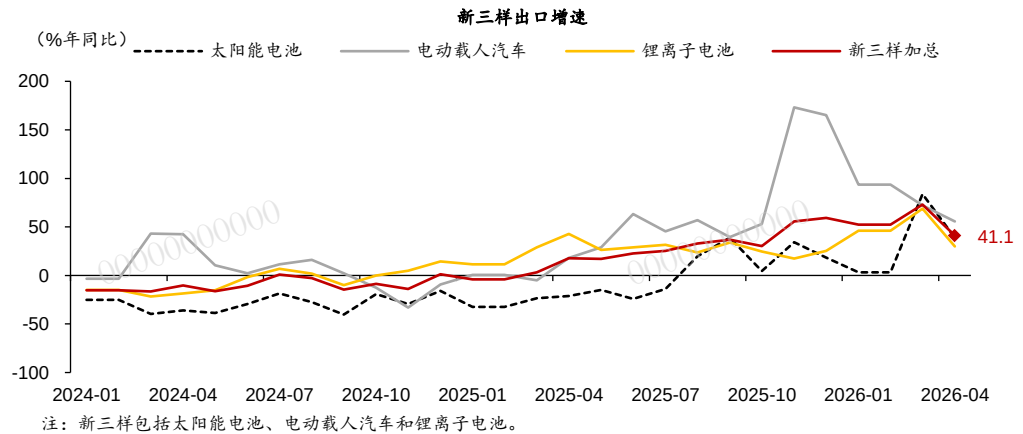
资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

图表87：今年以来，AI 相关出口商品对中国出口拉动快速上升



资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

图表88：1-4 月“新三样”出口同比增长 54%，对总出口的贡献为 2.1 个百分点



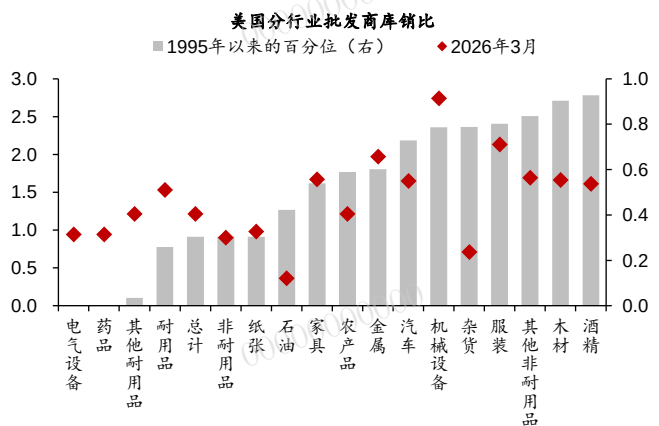
资料来源：Wind, 华泰研究

图表89：“解放日”以来，美国库存水平急剧下降



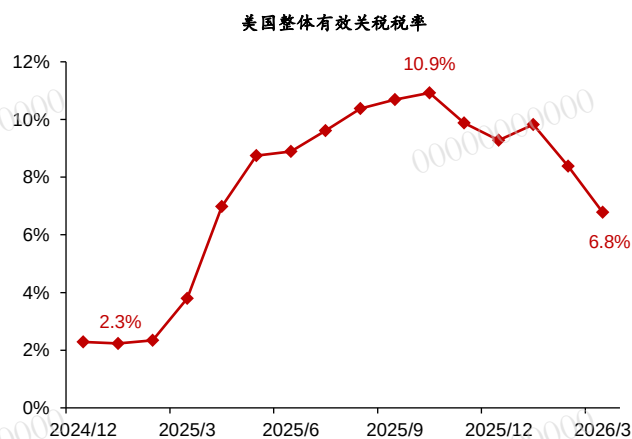
资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

图表90：美国电气设备、药品等行业的批发商库存比尤为偏低



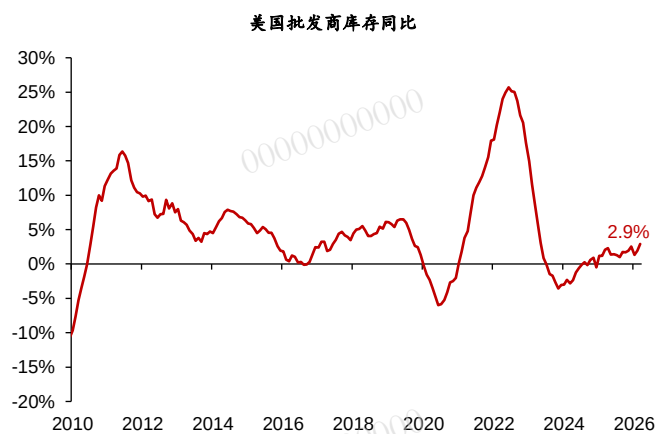
资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

图表91：今年以来，美国有效关税税率水平显著下降，或有助于推动美国企业补库



资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

图表92：3月美国批发商库存同比边际改善



资料来源：Wind, Haver, 华泰研究

七、通胀预测：PPI 呈“抛物线”走势，但能源外价格稳步恢复

中东冲击推升短期能源价格和今秋全球食品价格，预计核心通胀稳步回升，其中服务业价格恢复节奏和房地产周期走势大体一致。考虑到油价大幅上行推动 PPI 较我们此前预期更早回正，我们上调 2026 年总体通胀预测。值得注意的是，我们认为 PPI 回升，根本上由供需基本面改善驱动，而非仅由油价上升拉动，因此，PPI 转正可能有一定持续性（参见《PPI 何时转正？》，2026/3/1）。我们预计今年二至四季度布伦特油价分别录得 110、100、90 美元/桶。由此，PPI 中石油化工相关商品价格、CPI 中运输和与能源相关性较高的分项均可能受到能源价格上行的拉动。然而，随着“反内卷”政策的稳步推进，对 PPI 波动率贡献较为显著的黑色系、有色系上游商品价格有望延续温和回升态势，中下游（光伏设备、汽车等）价格亦有望企稳，共同推动 PPI 指标同比降幅收窄；此外，随着地产周期触底带动内需温和修复，国内服务商品价格亦有望回升，具体看：

2026 年预计全年 CPI 同比温和回升至 1.5%，全年节奏而言逐步回升，其中服务业价格走势与地产周期相一致。分项而言，食品 CPI 同比有望小幅回升至 0.2%，能源相关 CPI 分项（包括交通燃料、居民生活用燃料）同比大幅上行至 15.6%，而核心 CPI 较 25 年的 0.8% 温和回升至 1.3%。预计今年 Q2-Q4 CPI 同比分别录得 1.2%、1.7%、2.2%，其中食品价格同比降幅逐季收窄、下半年转为正贡献，而核心 CPI 较为平稳，或部分受到高油价对下游需求的影响滞后显现，以及黄金价格的贡献减缓、尤其是四季度。能源价格分项包括 CPI 交通工具燃料及居民用能价格（合计约占 8%），主要受油价影响、低基数下在今年下半年均对同比形成支撑。

- **预计 2026 年全年猪肉价格较 2025 年同比回落 11%，从全年节奏来看，价格走势前低后高。**2026 年上半年猪价仍缺乏上行支撑，受前期能繁母猪存栏基数高、高体重商品猪集中释放的影响，今年一季度生猪出栏量维持高位（图表 96），随着二季度末前期生猪存栏的逐步消化，以及市场在持续深亏后的主动减产，供需压力或将在三季度迎来边际缓解。
- **玉米与大豆价格预计将步入温和修复通道。**根据世界银行预计，2026 年全球粮食价格或将自 2022 年以来首次年度同比回升，主要受中东供应持续中断影响，特别是在能源和化肥市场，由于油价高企造成运输成本增加和化肥使用量减少，可能会推高食品通胀³。此外，根据国家气候中心 4 月中旬的研判，预计 2026 年 5 月将正式进入厄尔尼诺状态，夏秋季形成一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，且至少持续到今年年底。厄尔尼诺通过改变全球降水分布直接影响农作物产量，尤其是对中国玉米价格可能形成拉动——中国玉米临储库存相对充裕，丰歉对价格的弹性弱于国际市场。但今年春播期正好与厄尔尼诺启动时间重叠，若 5-6 月东北春播期出现明显早象，玉米价格将获得阶段性支撑。
- **核心 CPI 方面，在内需温和回升的背景下，全年核心 CPI 均值可能在 1.3% 左右，二季度至四季度分别录得 1.2%、1.4%、1.2%。**一方面，“以旧换新”补贴今年以来有所退坡，对生活用品价格的拉动效果或边际减弱，黄金在今年一季度对核心 CPI 形成 0.2 个百分点左右的支撑，但随着下半年基数回升、拉动逐步趋缓；另一方面，服务业价格有望维持温和回升，教育文化娱乐、医疗保健等分项有望维持稳健增长。

预计 2026 年全年 PPI 同比从 2025 年的 -2.6% 明显上行至 2.2%。分季度而言，今年三季度翘尾因素贡献较高，我们预计 PPI 同比在 Q2-Q4 分别录得 3.4%、3.5%、2.6%，油价中枢上行对整体 PPI 形成支撑，且中游（加工价格）价格传导亦较为顺畅，而下游（生活资料价格）呈现降幅逐步收窄态势。具体看：

³ <https://blogs.worldbank.org/zh/voices/the-commodity-markets-outlook-in-eight-charts3>

- 我们预计布伦特油价在 2026 年 Q2-Q4 分别录得 110、100、90 美元/桶。自中东冲突升级导致霍尔木兹海峡受阻以来，中东六国约有 1050 万桶/日的原油产能在 4 月处于中断状态，这导致全球第二季度库存平均每日大幅消耗高达 850 万桶/日，二季度布伦特油价或仍维持在 110 美元/桶左右，而根据 EIA 的 5 月报告，由于航道清理、油轮重新排期以及商业信任重建需要时间，即使 6 月海峡分阶段开放，物流的非线性修复将跨越整个三至四季度，意味着即便三季度开始油价回落，但其中枢或仍在高位，四季度可能呈现小幅回落。
- 除油价外，其他国内定价大宗商品价格（如钢铁、煤炭）亦已在今年以来企稳回升，“反内卷”重点行业中锂电池、汽车、钢铁等价格边际改善，对 PPI 拖累有所收敛，或显示国内工业企业自 2023 年以来的产能调整初见成效，随着地产周期企稳带动的内需回升，PPI 中生产加工分项及生产资料价格年内亦有望逐步回升。

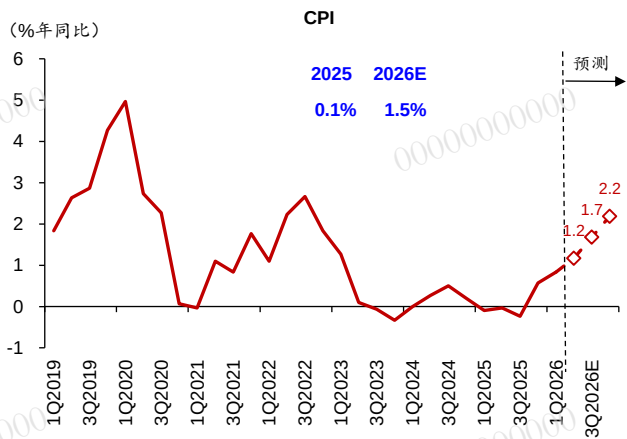
综合看，预计 2026 全年 GDP 平减指数较 2025 年的-0.9%回升至 1.2%。节奏上看，随着国内商品价格回暖推动 GDP 平减指数降幅收窄至今年一季度的-0.1%，PPI 转正并持续上行推动 GDP 平减指数进一步回升至二至四季度的 1.3%、1.7%、1.8%。能源价格的托举有望在年内持续，而服务业价格在地产周期企稳的背景下亦有望推动名义增长持续强于实际增长。

图表 93：2026 年通胀展望一览

(期间平均)		2025	2026E	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026E	2Q2026E	3Q2026E	4Q2026E
CPI, 同比	%	0.1	1.5	-0.1	0.0	-0.2	0.8	0.8	1.2	1.7	2.2
CPI, 季环比年化	%	-	-	-2.3	2.1	-0.1	1.7	0.0	3.4	1.1	3.1
CPI核心, 同比	%	0.8	1.3	0.3	0.6	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4	1.2
CPI核心, 季环比年化	%	-	-	0.0	1.7	1.2	1.5	0.3	1.8	1.7	1.3
CPI 能源, 同比	%	-0.9	15.6	-0.7	-4.0	-2.5	3.7	-1.7	19.7	18.0	26.5
CPI 能源, 季环比年化	% qoq ann.	-	-	6.0	-15.5	-2.2	-6.5	1.2	93.3	19.7	-0.4
CPI 食品, 同比	%	-1.4	0.2	-1.4	-0.3	-3.4	-0.3	0.4	-2.2	0.5	2.3
其中											
猪肉价格, 同比	%	-7.7	-10.8	9.2	-1.7	-18.3	-20.1	-15.1	-20.5	-11.8	4.3
猪肉价格 (批发) 元/公斤		13.1	11.2	13.1	13.8	13.7	11.7	23.1	20.4	22.0	24.0
粮食											
玉米价格, 同比	%	-2.5	7.9	-10.7	-3.4	-0.3	4.4	9.0	4.7	4.6	13.3
大豆价格, 同比	%	-9.4	8.4	-16.4	-10.7	-10.3	-0.3	5.5	9.7	8.4	9.8
玉米价格 元/吨		2,308	2,488	2,195	2,351	2,390	2,296	2,393	2,459	2,500	2,600
大豆价格 元/吨		3,949	4,280	3,908	3,916	3,967	4,006	4,121	4,297	4,300	4,400
(期间平均)		2025	2026E	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026E	2Q2026E	3Q2026E	4Q2026E
PPI, 同比	%	-2.6	2.2	-2.3	-3.2	-2.9	-2.1	-0.6	3.4	3.5	2.6
PPI, 季环比年化	%	-	-	2.8	-3.8	-4.5	-3.1	6.8	10.3	1.3	-5.5
(季末值环比年化)	%	-	-	0.1	-4.5	-6.0	2.9	6.2	11.9	-5.6	-0.6
油价, 同比	%	-14	39	-9	-20	-14	-15	7	63	44	41
油价 美元/桶		69	95	76	68	69	64	81	110	100	90

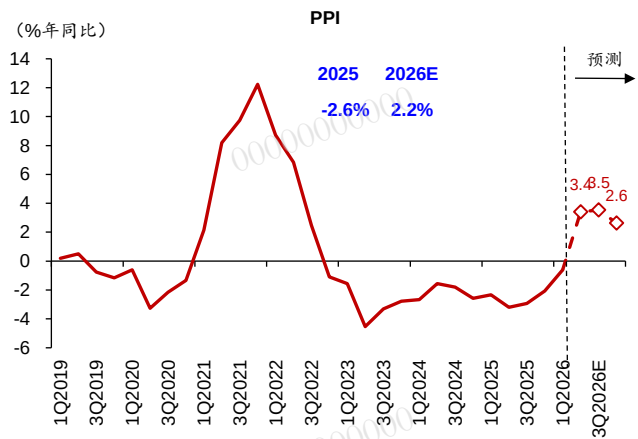
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表94：预计全年CPI同比温和回升至1.5%



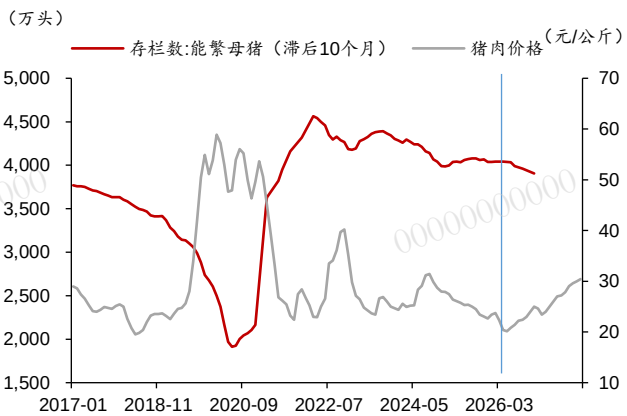
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表95：预计2026年全年PPI同比从2025年的-2.6%明显上行至2.2%



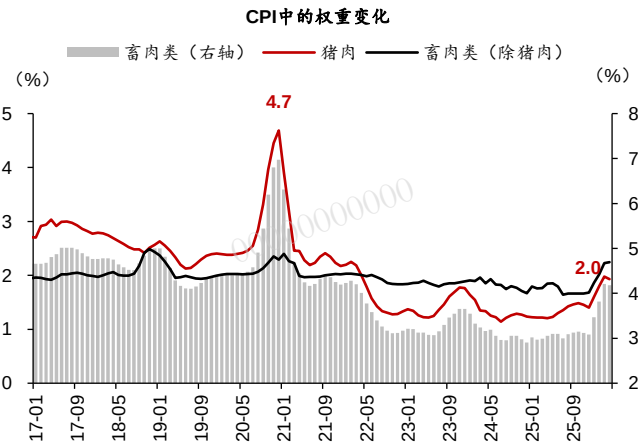
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表96：能繁母猪存栏数在今年一季度有所回落



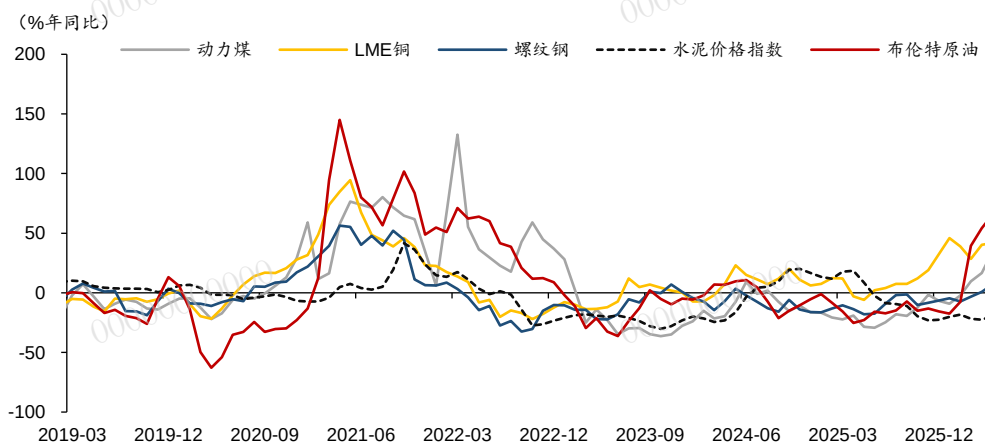
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表97：猪肉价格在今年一季度对CPI拖累约0.2个百分点



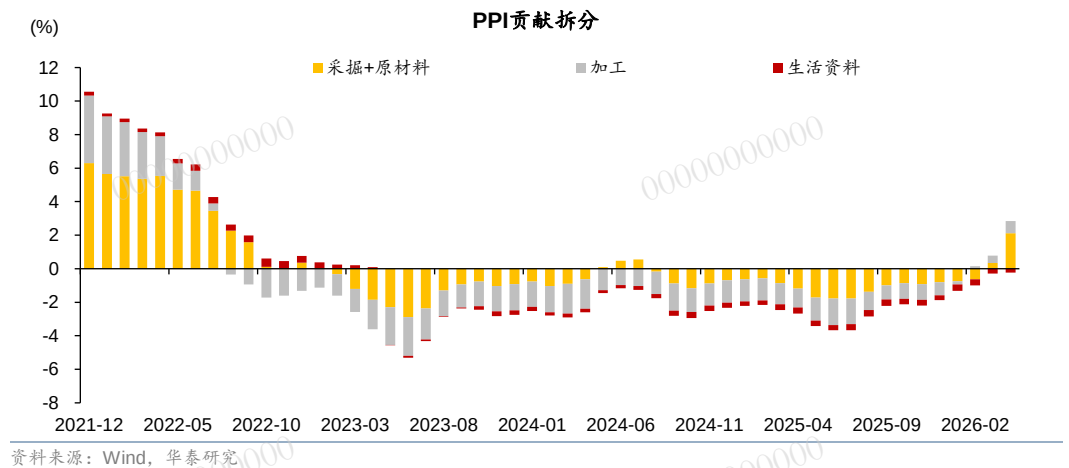
资料来源：Wind，华泰研究

图表98：国内螺纹钢价格亦企稳、水泥价格同比降幅收窄

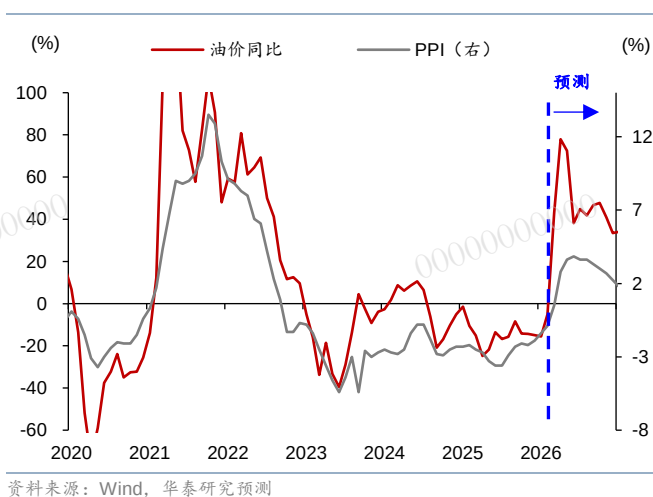


资料来源：Wind，华泰研究

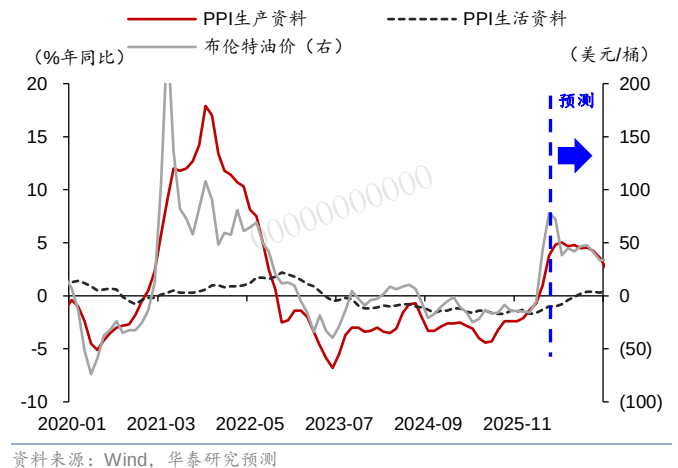
图表99：今年3-4月PPI分项中，上中游价格回升较为明显



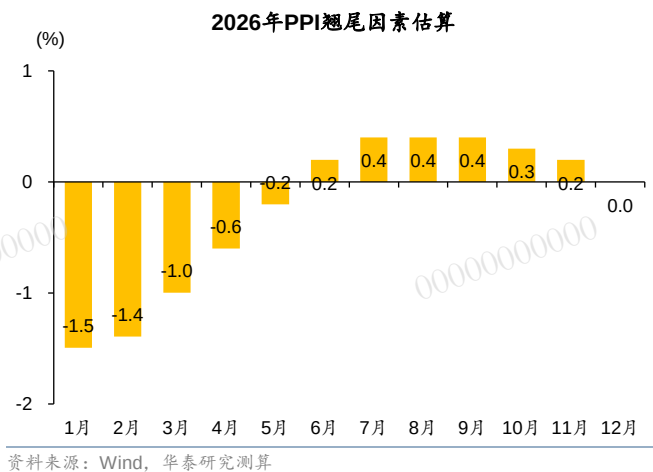
图表100：油价同比回升带动PPI回升



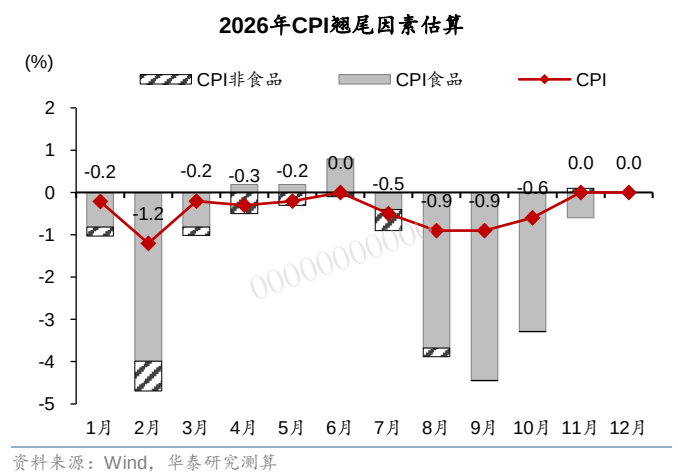
图表101：2026年下半年PPI生产资料或仍在高位，生活资料降幅逐步收窄



图表102：PPI翘尾因素显示今年7-9月的基数效应对PPI同比推升较为明显



图表103：CPI翘尾因素显示今年9月的基数效应对CPI同比推升较为明显



八、财政及关税政策假设：广义财政扩张力度边际下降，关税或有下调空间

（一）广义财政扩张力度边际回落，收入端修复更为明显

预计 2026 年广义财政扩张力度边际回落，财政政策相对轻基建、地产，重民生、防风险。一方面，地方政府换届“大年”驱动自发性提前隐债清零时间表：2026 年是地方政府换届启动之年，在这一背景下，地方政策取向更倾向清偿欠款、化解隐性债务和避免新增风险（图表 104）。由此，换届周期叠加长效化债机制提升地方主动压降存量风险、优化债务结构和加快实现阶段性清零目标的积极性，叠加土地出让金收入修复力度持续偏弱，地方平台其他持续的现金流来源“乏善可陈”，地方财政支出力度可能较为平淡。另一方面，得益于物价中枢上行带动企业盈利持续改善，一般公共预算收入修复速率相对更快。由此，我们预计 2026 年广义财政收入同比增长或将较 2025 年的 -2.9% 转正至 +2.6%，而偏高基数下支出端或将较 2025 年的 3.7% 放缓至 2.2%；今年（中央+地方）广义财政表观赤字占 GDP 比例大体较去年的 9% 温和回落至 8.6% 左右。中央主导的“十五五”重大项目投资，以及 AI、新能源投资等高端制造业资本开支或将成为财政助力内需企稳的主要抓手。具体看，

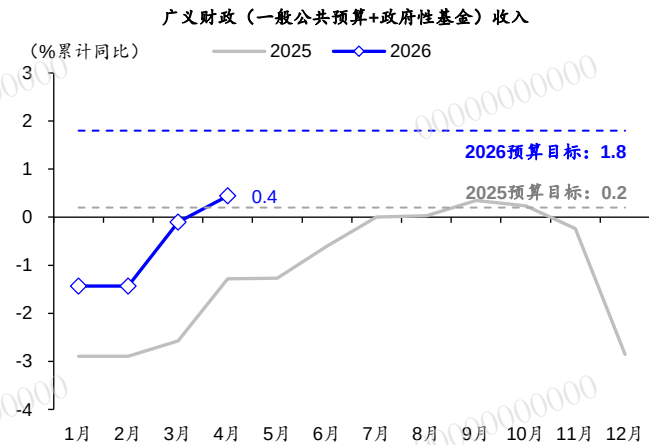
- 受今年物价中枢回升、名义增长修复提振，广义财政收入有望录得近年来较快增长，带动广义财政延续温和宽松态势。基准假设下，预计今年广义（一般公共预算+政府性基金）财政收入规模可能录得 28.1 万亿元，同比增长较 2025 年的 -2.9% 转正至 +2.6%。其中，物价中枢抬升提振一般公共预算收入同比转正至 6%、而土地出让金收入偏弱拖累政府性基金收入同比回落 10%。虽然物价水平修复对税收收入有所支撑，但在土地出让金收入持续拖累下，今年 1-4 月实际实现的广义财政收入增速（+0.4%）仍然不及年初两会时的预算 1.8%（图表 105）。如果下半年物价水平持续回升对企业盈利的改善幅度更为明显、进而显著提升税收收入，也将（在即使减少/不增加赤字的前提下）对提振财政支出扩张的能力起到“事半功倍”的效果。
- 预计 2026 年全年可用于支出的中央+地方财政融资规模总计 10.54 万亿，同比少增 7,300 亿元左右。我们预计今年实际实现的广义财政净融资规模 11.59 万亿元、同比少增 5,500 亿元左右，其中补充银行资本金（3,000 亿元）、地方隐债置换（8,000 亿元）以及偿还企业拖欠账款+用于收储的专项债（假设 1.4 万亿元）的资金不产生形成实物工作量的财政支出，由此，预计今年实际形成支出的融资规模叠加 2025 年结转的 1.25 万亿元地方专项债资金，合计规模在 10.54 万亿元左右，同比少增 7,300 亿元（图表 107-108）。今年（中央+地方）广义财政表观赤字占 GDP 比例大体较去年的 9% 温和回落至 8.6% 左右（图表 109）。
- 综合考虑收入端和融资端表现，预计今年广义（一般公共预算+政府性基金）财政支出将增长 2.2%、距离年初两会预算的目标增速 4.6% 仍有一定提速空间。2026 年广义财政总体仍前置发力，1-4 月一般公共预算支出使用进度录得 31.6%、快于往年完成水平（2021-25 年前 4 个月平均进度 31%），同期国债+地方债发行进度录得 27.8%、亦快于 2025 年同期的 26.1%，但偏高基数下政府债净发行难以大幅同比多增。广义财政立场仍偏紧，季调后 4 月新增财政结余资金占广义财政支出的比例再度上行即为例证（图表 113-114）。然而，鉴于近期内需韧性明显走强、国内制造业产能调整周期也步入尾声，但考虑到财政本身的“顺周期”属性，广义财政融资规模同比少增也仍然足以对总需求温和扩张形成支撑。
- 除了用于支出的财政融资以外，用于银行补充资本金、偿还企业欠款的国债/地方债发行规模有望达到 1.7 万亿。2024 年人大常委会宣布每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元（持续 5 年共计可置换隐性债务 4 万亿元），叠加今年两会宣布的用于向商业银行注入资本金的 3,000 亿元，以及预计偿还企业拖欠账款的专项债 6,000 亿元，今年用于置换、银行补充资本金、偿还企业欠款的国债/地方债发行合计达到 1.7 万亿元。今年前 4 个月，用于偿还企业欠款和置换隐债的特殊专项债已合计发放 1,920 亿元，而用于注资的特别国债 3,000 亿元将于 5-6 月发行完毕。

图表104：各省份化解隐债、清偿欠款相关政策表述

地区	是否为重点化债省份	化解隐债、清偿欠款相关政策表述
北京		完善政府债务管理机制。
天津	是	防范化解债务风险，落实好一揽子化债方案，严格控制债务规模，稳步提升综合财力支撑。
河北		积极有序化解地方债务风险。
山西		有序化解地方政府债务风险，推进融资平台转型退出，按期完成化债目标任务，坚决遏制新增政府隐性债务。
内蒙古	是	完成年度政府隐性债务化解和清理拖欠企业账款任务，严肃查处新增隐性债务、化债不实等问题，做好PPP存量项目风险防范。
辽宁	是	防范化解政府债务风险。做好隐性债务置换，分类推进融资平台有序出清、实质转型。严禁违规新增隐性债务，严防虚假化债。
吉林	是	防范化解地方政府债务和金融风险。强化政府法定债券管理，加快无效、低效专项债券项目出清，科学管控债券规模。坚决遏制违规新增隐性债务。全面出清单一功能的政府融资平台，多措并举化解经营性债务风险。
黑龙江	是	积极稳妥防范化解重点领域风险。强化政府债务风险管控，健全地方政府债务监测监管体系，坚决遏制新增、化解存量，用好各项支持政策，严防违约风险。
上海		-
江苏		积极有序化解地方政府债务风险，坚决遏制新增隐性债务。
浙江		加强地方政府全口径债务风险监测，坚决遏制新增隐性债务。
安徽		完善政府债务管理长效机制，加强隐性债务置换工作全流程、全链条监督，严防违规新增隐性债务。加大财政金融支持力度，多措并举缓解基层偿债压力。推进地方融资平台出清，探索建立退出后监管和评价体系，引导平台改革转型，防范经营性债务风险。
福建		积极主动化债。加快推动地方政府融资平台有序出清，严禁违规新增隐性债务，常态长效清理拖欠账款，加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。
江西		积极有序化解地方政府债务风险，坚决遏制新增隐性债务；推动剩余地方政府融资平台全部退出，强化资源资产注入和盘活利用，加快实体化、市场化、效益化转型；落实不少于一年监测期要求，坚决防止融资平台债务“爆雷”。
山东		加快融资平台和城投公司改革转型，有序化解存量债务，严禁违规新增隐性债务。
河南		完善全口径地方债务监测和防范化解隐性债务风险长效机制，加强化债资金全流程全链条管理，完成地方政府融资平台退出，持续开展拖欠企业账款专项清理行动，坚决遏制新增隐性债务。
湖北		通过“债务重组、平台转型、开源节流、三资盘活、金融创新”五措并举，稳妥有序化解地方政府债务风险。
湖南		守住债务风险底线，深化“三全”债务改革，严禁新增隐性债务，确保完成年度化债任务，防范化解融资平台经营性债务风险，加紧清偿拖欠企业账款。
广东		加强全口径地方债务监测监管，坚决遏制新增隐性债务。
广西	是	高效推动政府隐性债务化解和融资平台退出。
海南		统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险化解，严防系统性风险。
重庆	是	防范化解地方债务、涉众金融等重点领域风险。
四川		多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险，严禁违规新增隐性债务。
贵州	是	强化地方债务风险防控，用好用足各类支持政策，优化债务结构、降低债务成本。加大“三资”盘活力度。督促帮助市、县多措并举化解债务。加大拖欠企业账款清偿力度。坚决遏制新增政府隐性债务，严格落实地方政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，以铁的纪律防止边“清”边“涨”。扎实推进融资平台改革转型，严禁新设或异化产生各类融资平台。加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制，切实推动财政可持续发展。
云南	是	防范化解地方债务风险。加强地方政府债券借还全生命周期管理，做好存量隐性债务化解，坚决遏制违规举债冲动，构建同高质量发展相适应的地方政府债务管理长效机制。拓宽思路，加快资产资源盘活。加紧清理拖欠企业账款，强化源头治理和失信惩戒。优化债务重组和置换办法，多措并举化解融资平台经营性债务风险。
西藏		实施金融风险化解动态清零行动，推进全域隐性债务清零，有效化解地方政府融资平台经营性债务风险。
陕西		深化地方政府债务“借还管”全生命周期管理。严防新增隐性债务，加快融资平台市场化转型，力争实现存量隐性债务清零。
甘肃	是	用足用好化债政策，推动有条件的市县提前实现隐性债务清零。
青海	是	积极有序化解地方债务风险，坚决遏制新增隐性债务。
宁夏	是	加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制，管好用好政府债券资金，积极化解存量债务，坚决杜绝新增隐性债务，对新增隐性债务行为严肃问责，确保债务率保持在合理水平。
新疆		防范化解重点领域风险，积极有效化解政府债务风险，坚决遏制新增隐性债务，加大清理企业账款拖欠力度，推动地方中小金融机构减量提质，稳妥处置地方中小金融机构风险，积极推进收购存量商品房用于保障性住房。

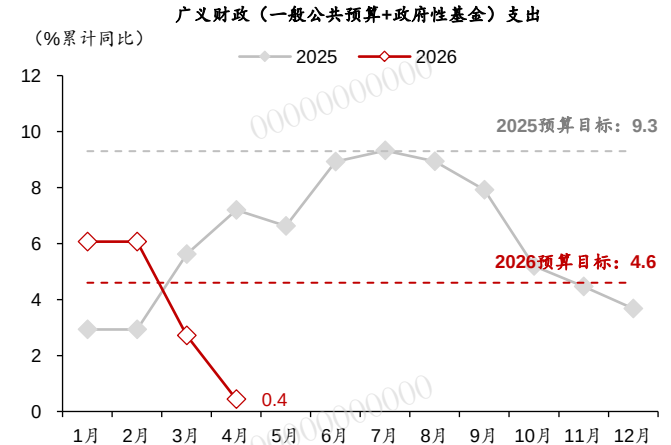
资料来源：Wind，企业预警通，中国政府网，华泰研究

图表105：今年前4个月，广义财政（一般公共预算+政府性基金）收入同比增长0.4%，慢于年初预算的1.8%



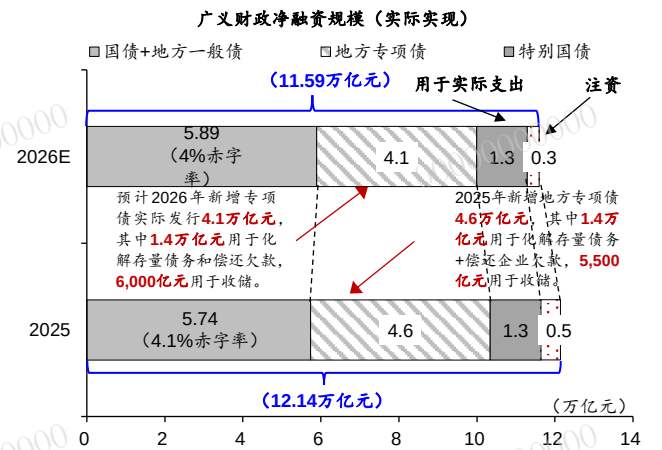
资料来源：Wind，华泰研究

图表106：今年前4个月，广义财政支出同比增长0.4%，慢于年初两会预算4.6%的目标



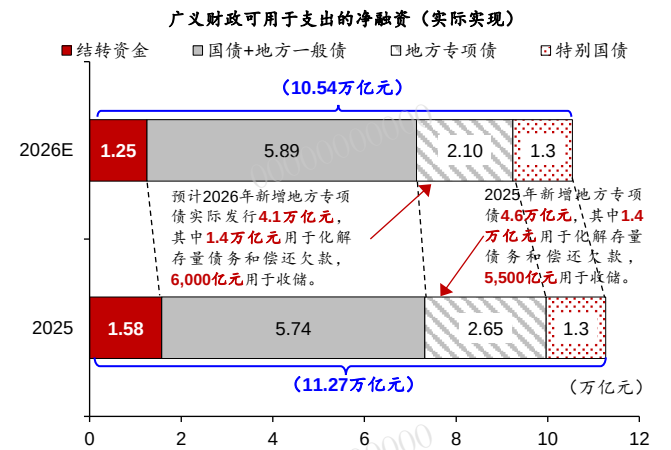
资料来源：Wind，华泰研究

图表107：预计2026年广义财政净融资规模11.59万亿元，同比少增5,500亿元左右



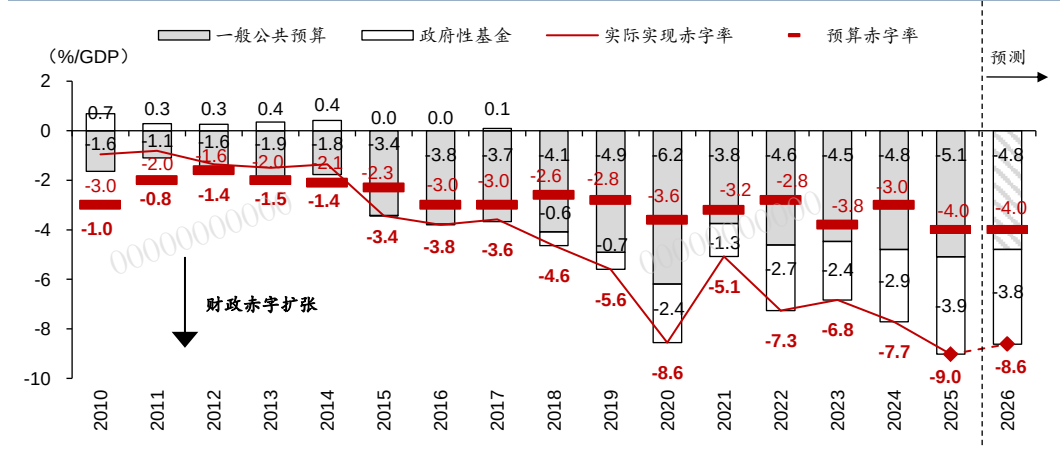
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表108：预计2026年广义财政可用于实际支出的净融资规模10.54万亿元，同比少增7,300亿元左右



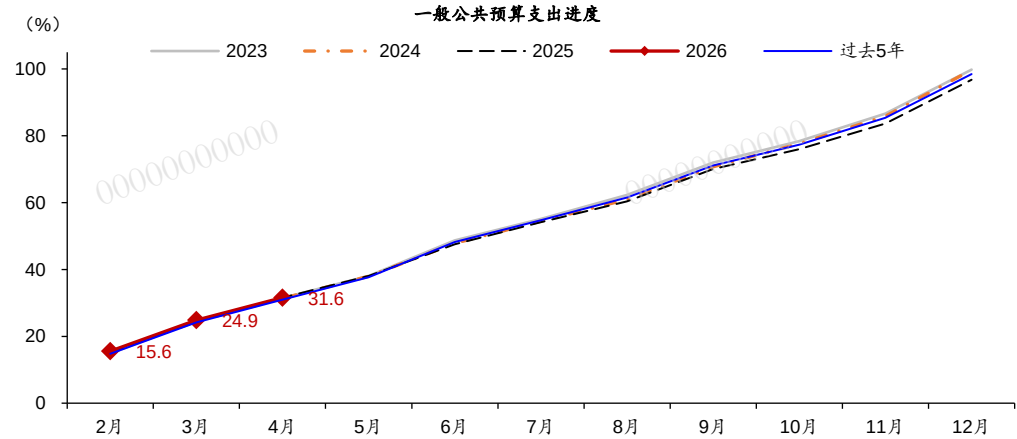
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表109：预计2026年（中央+地方）广义财政赤字占GDP比例回落至8.6%左右



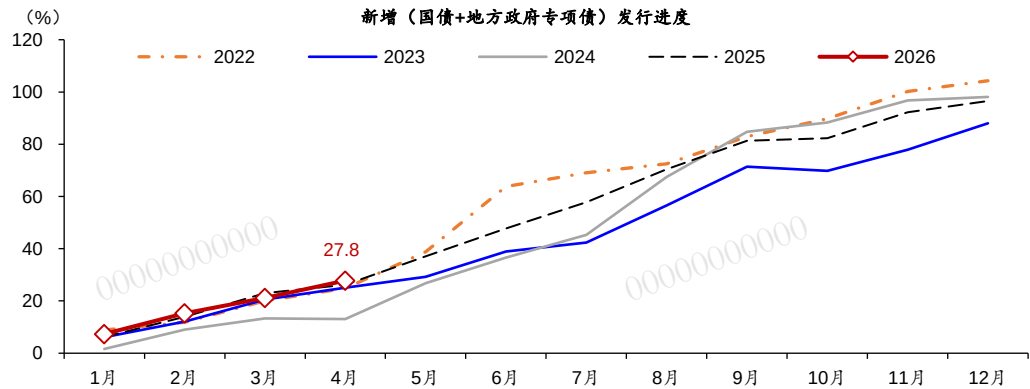
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表110：今年前4个月，一般公共预算支出使用进度录得31.6%，快于过去5年同期的31%



资料来源：Wind，华泰研究

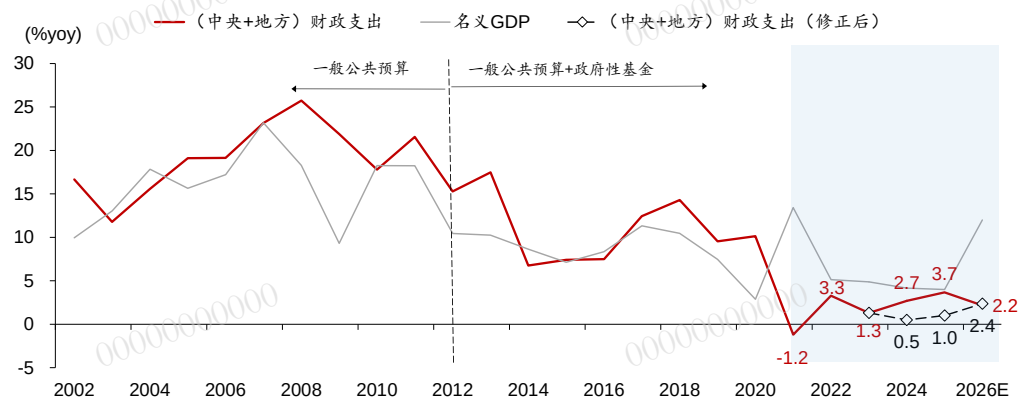
图表111：今年前4个月，国债+地方债发行进度录得27.8%，快于2025年同期的26.1%



注：2023年10月开始发行进度考虑1万亿特别国债；2025年发行进度不考虑5000亿元注资特别国债；2024/2025年10月开始发行进度分别考虑4,000/5,000亿元地方债务结存限额。

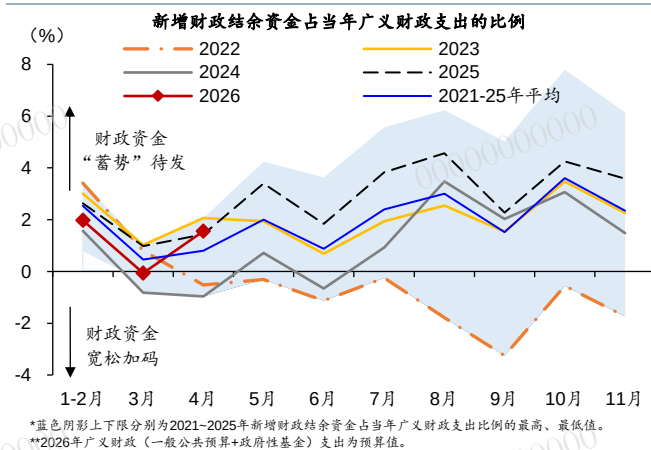
资料来源：Wind，华泰研究

图表112：预计2026年广义财政支出同比增长2.2%、低于同期名义GDP增长



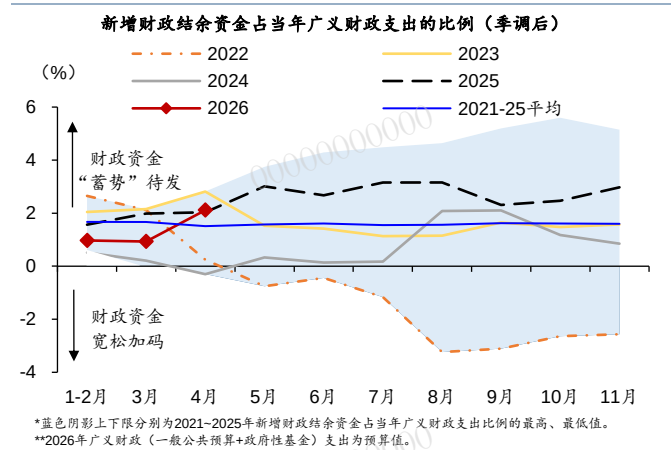
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表113：今年4月新增财政结余资金的上升速度快于季节性水平



资料来源：Wind，华泰研究

图表114：今年4月季调后新增财政结余资金占比再度上行，显示财政资金“蓄势”待发



资料来源：Wind，华泰研究

（二）年内美国对华关税或有进一步下调的空间

今年5月中美经贸磋商结果显示，年内美国对华关税存在进一步下调的空间。根据商务部对5月中美经贸磋商结果的解读⁴，即便7月24日美国122关税到期、美国可能对华加征301关税，但美方承诺“美对华关税水平都不能超过吉隆坡经贸磋商联合安排的水平”，并可能通过后续磋商进一步下调对华关税。在今年5月的中美贸易磋商中，双方原则同意通过贸易理事会讨论对规模各为300亿美元或更多的产品对等降关税的框架安排，这些双方关注、但非敏感产品有望适用最惠国税率甚至更低。同时，中美两国在芬太尼合作方面进展顺利，或有助于带动美国下调对华关税。由于中美两国元首在年内还有2-3次会面，预计中美两国在降低关税方面后续将有更多成果落地。

⁴https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/sjzr/b/art/2026/art_de52be0213aa4c7c8216a564545c8bf7.html

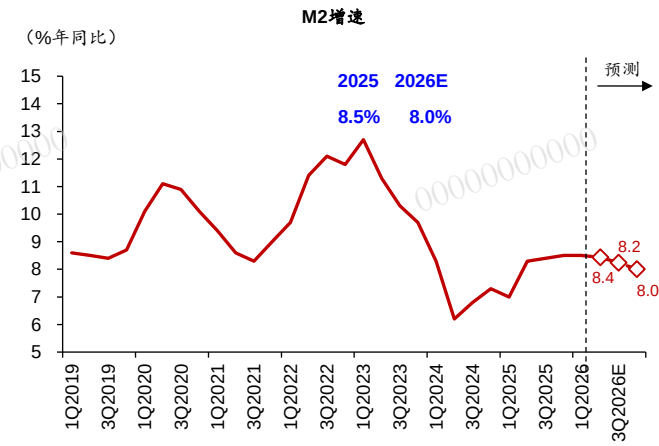
九、货币与汇率：融资“效率”上升，推动外汇流入和人民币升值正循环

基于近期金融数据反映的结构性趋势，我们下调对 2026 年新增人民币贷款与新增社融规模的预测，预计 2026 年 M2、社融同比增速分别从 2025 年的 8.5%、8.3% 回落至 8.0%、7.3%。今年 4 月新增人民币贷款转负至 -100 亿元，新增社融 6,207 亿元、同比少增 5,392 亿元，均明显低于彭博一致预期的 3,000 亿元、1.25 万亿元。一方面，在房地产发展新模式、以及地方化债的背景下，地产、城投等传统融资主体的运作方式改变，对融资资源的占用有所下降。而在地方自发性加速化债的情况下，不排除城投平台提前归还隐债进一步拖累新增社融的可能性。另一方面，以高端制造业、现代服务业为代表的新经济的杠杆率较低，融资需求相对有限。此外，随着金融监管总局近期取消对普惠小微贷款增速不低于各类贷款增速的监管指标，银行资产负债端可能都有压实的动作。由此，我们将对 2026 年新增人民币贷款与新增社融规模的预测分别从之前的 19.8、38.8 万亿元下调至 16.7、32.7 万亿元，其中新增人民币贷款小幅高于 2025 年的 16.3 万亿元，而新增社融低于 2025 年的 35.6 万亿元。随着新增融资规模下降，预计 2026 年 M2、社融同比增速分别从 2025 年的 8.5%、8.3% 回落至 8.0%、7.3%，其中 M2 同比增长较快，主要是受益于外汇流入（图表 115-116）。此外，随着内需增长与核心通胀同步回升，我们预计今年央行可能不会降准降息。

我们小幅上调 2026 年底美元兑人民币预测至 6.58，而对人民币有效汇率预期的上调幅度更大。随着低通胀态势得到扭转，2026 年将是中国生产力快速提升全面“显性化”的一年。效率提升不仅体现人均产出增长，也体现在资本边际产出回升，且新增信贷边际产出上升（图表 117-118；参见《效率提升引领中国“后地产”新周期》，2026/5/14）。另一方面，虽然本次美伊冲突在中长期将进一步削弱美元的公信力，但短期 AI 产业链景气度超预期，油价上升优化美国金融条件等因素对美元形成支撑，我们将 2026 年底美元指数预测从此前的 95 上调至 97。然而，鉴于中国在本次中东变局中相对损失较小，内外需脆弱性均小于全球，以效率提升（而非以杠杆上升）为支撑的人民币资产走出相对独立的升值周期，资本流入加速。我们预计，随着中国经济内生修复动力进一步夯实，这一良性循环有望持续——由此，人民币兑一篮子货币有望持续升值，我们将今年底人民币兑美元汇率从此前预测的 6.62 小幅上调至 6.58（图表 119）。

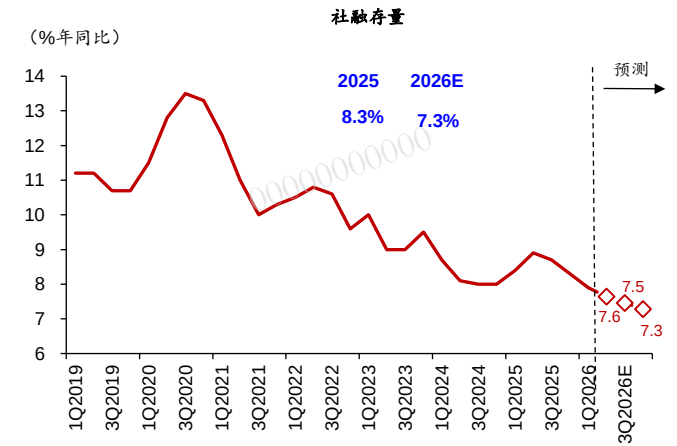
中长期看，我们重申人民币汇率有望进入结构性升值通道。如我们在《人民币突破 6.8、升值空间进一步打开》（2026/5/10）中分析，中国经济复苏的预期升温，企业产能周期和居民资产负债表的修复均释放积极信号，企业盈利能力明显回升，或将成为人民币和人民币资产加速重估的“催化剂”。同时，本轮中东局势升级将加速全球能源转型，中国供应链完整性、能源价格优势、以及超大市场带来的特有韧性均将进一步被重估。另一方面，今年以来，美国对委内瑞拉、伊朗等采取的一系列行动或将加速全球去美元进程，进一步动摇美元作为储值资产和交易媒介的“安全性”叙事，并降低全球央行和主权部门持有美元资产的意愿，美元中长期有较大的走弱空间。

图表115：预计2026年M2同比增速从2025年的8.5%回落至8.0%



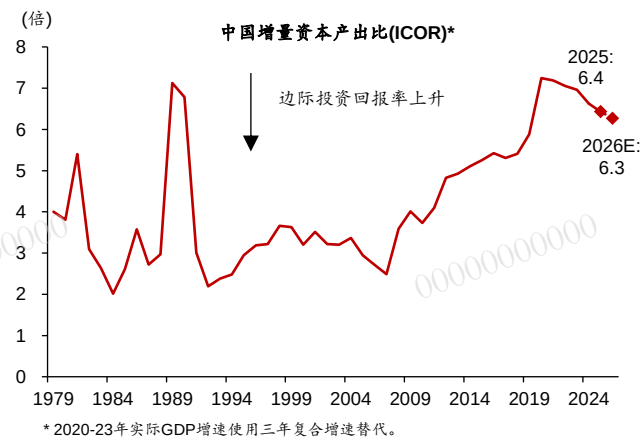
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表116：预计2026年社融同比增速从2025年的8.3%回落至7.3%



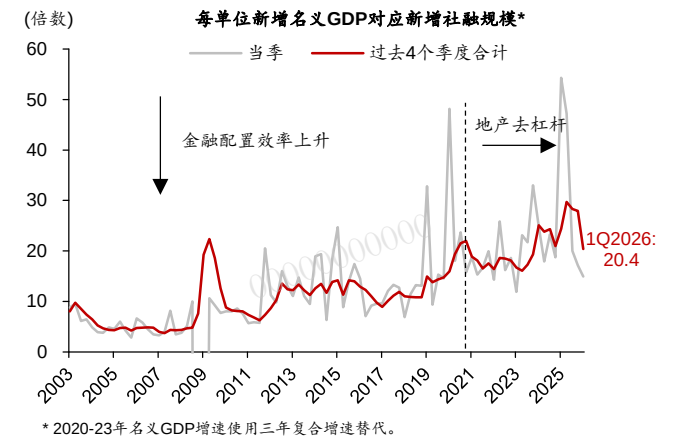
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表117：预计2026年资本边际产出将进一步回升



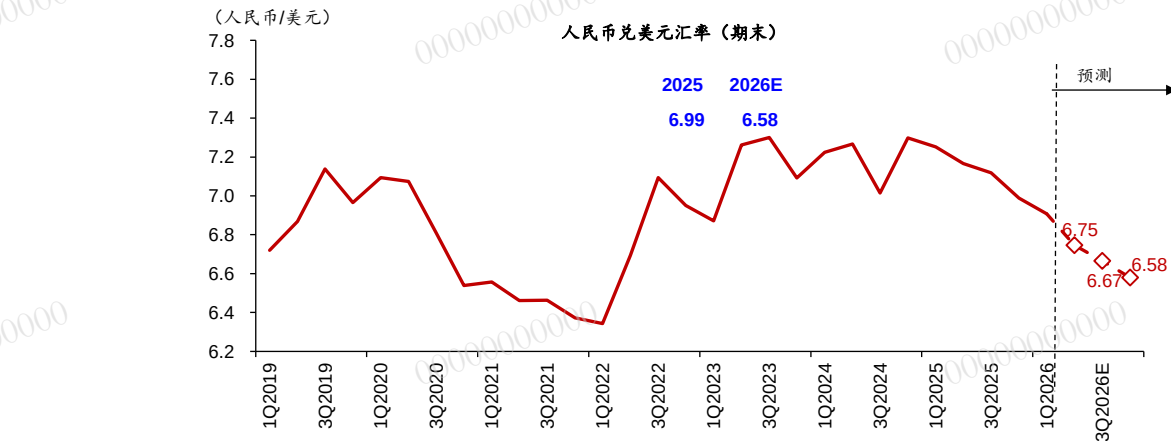
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表118：今年1季度，新增信贷边际产出上升



资料来源：Wind，华泰研究

图表119：我们小幅上调2026年底美元兑人民币预测至6.58



资料来源：Wind，华泰研究预测

十、风险与机遇

风险层面，我们观察到的潜在风险主要来自外部供给冲击的市场影响可能超预期，以及国内地方化债可能再次带来紧缩效应。具体看，

- 若霍尔木兹海峡持续封锁，油价预期可能进一步上行，对全球增长带来负面影响，作为与亚洲供应链深度融合的能源净进口国，中国的出口和制造业也难以独善其身。如果海峡封锁持续至 6 月以后，中国出口增长可能比此前趋势有所减速，而在更为悲观的情形下（短缺“中长期化”），全球和中国的损失都将非线性上升（参见《中东变局下中国出口的“失”与“得”》，2026/4/14）。
- 如果地方政府自发性加速化债，可能导致广义财政部门信用明显收缩，给国内增长带来下行压力。虽然监管部门要求 2027 年 6 月底前所有城投平台隐债清零，但换届背景下地方政府可能会自发性加速化债。今年 4 月信贷扩张力度明显低于市场预期，不排除地方加速化债的影响有所显现的可能性。我们建议跟踪地方债发行情况、广义财政收支数据、以及公开发债城投平台的财报数据来观察地方化债的进展。

机遇方面，自上而下的潜在投资机会可以关注盘活国有资产存量、人民币加速国际化、以及加快户籍和养老制度等体制改革带来的机遇。具体看，

- 城投和国企等国资盘活有望提速，将有利于政府扩大有效投资、拓宽民间投资渠道。“十五五”规划明确表示，完善并购、破产、置换等政策，盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施。近年来，随着地方财政收支压力加大，重庆、湖南、湖北、安徽等多地加力国有“三资”（即资产、资源、资金）管理改革，加快盘活国有资产，通过证券化等方式进行融资。此外，城投平台的市场化转型通常也需要通过证券化等方式盘活存量资产。
- 当前全球局势、叠加中国周期的积极变化为人民币国际化带来“黄金窗口期”。随着美元作为全球主导货币的地位受到冲击，当前国际货币格局正面临结构性调整，多元国际货币并存的趋势更为明显。同时，中国经济周期的积极变化也为人民币国际化提供了极为有利的时机。如果能进一步提升人民币的可自由使用程度与资本项目可兑换水平，人民币的跨境使用规模有望明显扩大（参见《人民币突破 6.8、升值空间进一步打开》，2026/5/10）。
- 加快户籍和养老制度等体制改革的机遇有望释放更多生产力提升红利。今年 5 月 22 日，国务院发布《全面取消在就业地参加职工社会保险的户籍限制》，推行常住地提供基本公共服务，逐步取消与户籍挂钩。从沿革上看，从 2021 年国家开始推进试点，到 2025 年 1 月发改委发布的《全国统一大市场建设指引》明确提及“全面取消在就业地参保户籍限制”，中国大多数城市已取消了社保缴纳的户籍限制，该文件更进一步推动基本公共服务与户籍脱钩，包括教育（扩展到高中）、住房（公租房资格）、兜底救助（取消户籍申请限制），统一转向常住地提供。政策推行的核心在于重塑中央与地方资源分配机制，有望与财税体制改革联动，因地制宜、循序推进，通过释放制度红利、进一步提升生产力及效率。

风险提示

- 1) 霍尔木兹海峡封锁时长大幅超预期，全球原油供需不平衡进一步加剧。
- 2) 全球 AI 供应链产能扩张受阻，相关资本开支扩张低于预期。

免责声明

分析师声明

本人，易垲、常慧丽、吴宛忆、王洛硕、陈玮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峴、常慧丽、吴宛忆、王洛硕、陈玮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司