仅供内部参考，请勿外传

宏观经济月报

技术性拐折，还是结构性修复？

核心观点

三季度实际 GDP 增长 4.5%，与我们前期的预测一致，也好于市场预期的 4.4%。总体上，我们建议一分为二地看待 Q3 数据：一方面，在二季度受外部冲击等因素影响短暂偏离（4.3%）后，GDP 增速重回全年增长目标区间；另一方面，修复主要来自采矿业跌幅收窄以及基数效应，内需对经济拉动偏弱的情况依然延续。

向前看，四季度 GDP 增速达到 4.3%以上即可实现全年 4.5%的增长目标，考虑到去年的低基数，完成这一目标难度不大。我们预计四季度增速在 4.6%以上，全年 4.6%附近。

9 月经济运行主线为：能源保供与油价上涨带动上游生产修复，新旧动能分化下 AI 链维持高景气。一方面，煤炭稳产保供政策推动生产恢复；中东冲突推升油价，带动油气开采和石油类商品名义零售额增长。另一方面，高技术产业与 AI 相关出口延续景气，部分传统行业生产及消费、投资指标边际改善，经济修复呈现扩散迹象，但尚未形成全面回升态势。

生产端，采矿业修复贡献增量，高端产品增速高位放缓。9 月工业增加值同比增长 5.5%，较上月提升 0.3 个百分点，“季末冲量”特征进一步凸显。一方面，随着煤炭安全稳产保供开启，煤炭开采和洗选业增加值降幅明显收窄。中东地缘冲突局势反复推升油气开采业增加值同比加快。另一方面，高技术产业仍是压舱石，增加值同比高出总体近 10 个百分点；但汽车、集成电路产量增速回落，前者受需求偏弱影响，后者需关注 AI 景气二阶导变化。

投资端，制造业和基建降幅收窄并不意外，房地产仍在走弱。9 月固定资产投资当月同比下降 7.2%，降幅收窄 3.3 个百分点。其中，随着政策性金融工具和存量财政资金加速落地，制造业、基建投资同比为-0.9%、-10.5%，降幅收窄 5.1、4.3 个百分点。房地产投资同比下降 26.2%，降幅扩大 0.8 个百分点，“828”新政与房贷贴息政策呈现“供给端防风险、需求端降成本”的政策思路，但地产开发投资仍谨慎。

消费端，社零同比低位修复难能可贵。社零同比增长 1.1%，较上月提升 0.7 个百分点，通讯器材、烟酒、文化办公用品等领涨。中秋错位、金价回调带动金银珠宝消费回升，油价上涨推升石油制品零售额上行。汽车消费仍是主要拖累，结合三季度居民实际收入增速（4.8%）延续高于支出（2.7%），当前居民支出意愿与风险偏好仍偏谨慎。

后续经济修复能否延续，关键在于产业景气扩散与政策落地能否形成持续支撑。机会在内：“六张网”等重大项目及政策性金融工具加快落地，叠加使用地方债结存限额，有望推动投资持续形成更多实物工作量；我国完备的制造业产业链有助于 AI 景气持续向传统行业扩散。扰动在外：中东局势通过能源价格影响企业成本和居民消费；全球 AI 产业投资若因盈利兑现或回报不及预期而放缓，可能经由出口订单和相关制造业投资向国内传导。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

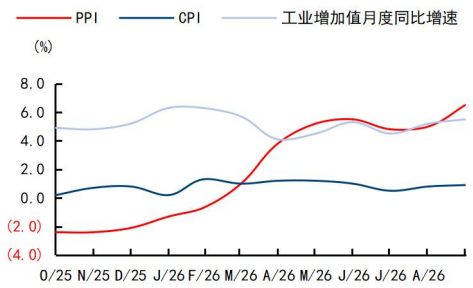
证券分析师：王奕群
0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-7.20
社零总额当月同比	1.10
出口当月同比	36.30
M2	7.20

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济月报-月度 GDP 重回目标区间》——2026-09-16
《宏观经济月报-寻找放缓中的结构性亮点》——2026-08-18
《宏观经济月报-“杠铃”政策应对“K 型”分化》——2026-07-16
《宏观经济月报-内冷外热——经济修复的“温差”》——2026-06-16
《宏观经济月报-3 月更接近“真相”》——2026-04-17



仅供内部参考，请勿外传

内容目录

技术性拐折，还是结构性修复？ 4
就业：季节性改善 5
生产端：环比季节性不断增强 6
需求端：投资—制造业和基建构成主要支撑 8
需求端：消费—主动支出仍谨慎 9
需求端：进出口—出口广谱走强，年末压力渐增 11
风险提示 13

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 实际 GDP 月度同比增速测算 5
图2： 本月主要经济指标当月同比增速一览 5
图3： 出口增速或将放缓但仍处高位 5
图4： 当前财政资金仍较为宽裕 5
图5： 城镇调查失业率季节性表现 6
图6： 不同户籍城镇调查失业率 6
图7： 工业增加值和高技术产业增加值同比 7
图8： 工业增加值定基指数历年环比增速 7
图9： 主要工业品产量同比增速及变动 7
图10： 服务业生产指数同比季节性 7
图11： 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览 8
图12： 主要行业规上工企增加值增速及变动 8
图13： 固定资产投资完成额同比增速一览 8
图14： 固定资产投资完成额环比增速一览 8
图15： 地产、制造业、基建固投当月同比增速一览 9
图16： 房地产销售面积和销售额同比增速一览 9
图17： 全国房地产开发企业到位资金增速 9
图18： 制造业主要行业固投增速及变动 9
图19： 社会消费品零售总额当月同比季节性 10
图20： 商品和服务零售额累计同比一览 10
图21： 国补对商品零售的影响 11
图22： 分行业商品零售额当月同比及与上月差值 11
图23： 出口金额同比增速 12
图24： 出口金额季节性变化 12
图25： 分商品出口金额当月同比情况 12
图26： 分国别出口金额当月同比 12

仅供内部参考，请勿外传

技术性拐折，还是结构性修复？

三季度经济延续“总量平稳、结构分化”的运行特征，实际 GDP 同比增长 4.5%，与我们前期的预测一致，也好于市场预期的 4.4%。总体上，我们建议一分为二地看待 Q3 数据：一方面，在二季度受外部冲击等因素影响短暂偏离（4.3%）后，GDP 增速重回全年增长目标区间；另一方面，修复主要来自采矿业跌幅收窄以及基数效应，内需对经济拉动偏弱的情况依然在延续。

向前看，四季度 GDP 增速达到 4.3%以上即可实现全年 4.5%的增长目标，考虑到去年的低基数，完成这一目标难度不大。我们预计四季度增速在 4.6%以上，全年 4.6%附近。

9 月经济运行主线为：能源保供与油价上涨带动上游生产修复，新旧动能分化下 AI 链维持高景气。一方面，煤炭安全稳产保供政策推动生产恢复；中东冲突推升油价，带动油气开采和石油类商品名义零售额增长。另一方面，高技术产业与 AI 相关出口延续景气，部分传统行业生产及消费、投资指标边际改善，经济修复呈现扩散迹象，但尚未形成全面回升态势。

生产端，采矿业修复贡献增量，高端产品增速高位放缓。9 月工业增加值同比增长 5.5%，较上月提升 0.3 个百分点，“季初偏弱、季末冲量”的季节性特征进一步凸显。一方面，“5·22”特别重大瓦斯爆炸事故后开启煤矿安全生产专项整治，6-7 月采矿业增加值显著受到煤矿减产压制。9 月，发改委等三部委强调煤炭安全稳产保供，煤炭开采和洗选业增加值降幅明显收窄。中东地缘冲突局势反复推升油气开采业增加值同比加快。另一方面，高技术产业仍是压舱石，增加值同比高出总体近 10 个百分点；但汽车、集成电路产量增速回落，前者受需求偏弱影响，后者需关注 AI 景气二阶导变化。

投资端，制造业和基建降幅收窄并不意外，房地产仍在走弱。9 月固定资产投资当月同比下降 7.2%，降幅收窄 3.3 个百分点。其中，随着政策性金融工具和存量财政资金加速落地，制造业、基建投资同比为-0.9%、-10.5%，降幅收窄 5.1、4.3 个百分点，AI 算力及半导体扩产、“六张网”等重大项目落地分别形成支撑。房地产投资同比下降 26.2%，降幅扩大 0.8 个百分点，“828”新政与房贷贴息政策呈现“供给端防风险、需求端降成本”的政策思路，但地产开发投资仍谨慎。

消费端，社零同比低位修复难能可贵。社零同比增长 1.1%，较上月提升 0.7 个百分点，通讯器材、烟酒、文化办公用品等领涨。中秋错位、金价回调带动金银珠宝消费回升，油价上涨推升石油制品零售额上行。汽车消费仍是主要拖累，结合三季度居民实际收入增速（4.8%）延续高于支出（2.7%），当前居民支出意愿与风险偏好仍偏谨慎。

展望后续，经济修复能否延续，关键在于产业景气扩散与政策落地能否形成持续支撑。本月部分传统消费链和投资链生产改善，显示工业增长支撑有所拓宽，但最终仍待需求端跟进。机会在内：“六张网”等重大项目及政策性金融工具加快落地，叠加使用地方债结存限额，有望推动投资持续形成更多实物工作量；我国完备的制造业产业链有助于 AI 景气持续向传统行业扩散。扰动在外：中东局势通过能源价格影响企业成本和居民消费；全球 AI 产业投资若因盈利兑现或回报不及预期而放缓，可能经由出口订单和相关制造业投资向国内传导。

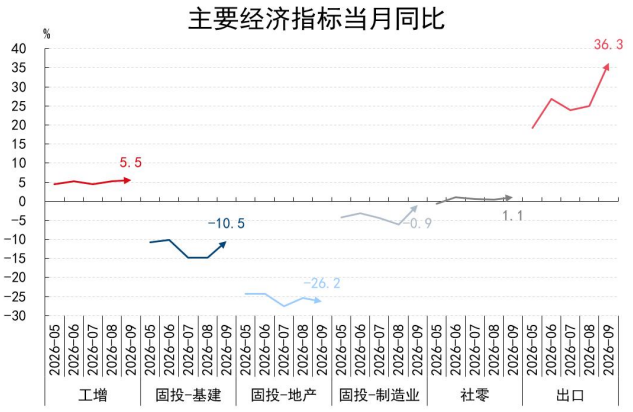
仅供内部参考，请勿外传

图1：实际 GDP 月度同比增速测算



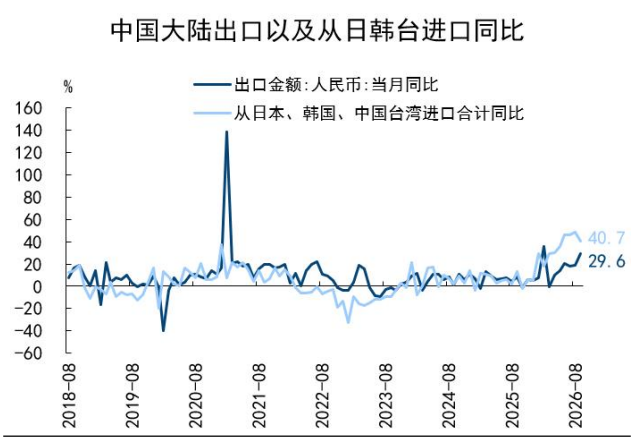
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：本月主要经济指标当月同比增速一览



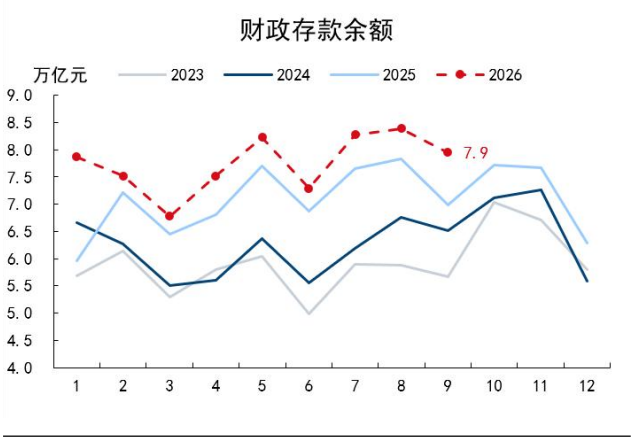
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：出口增速或将放缓但仍处高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：当前财政资金仍较为宽裕



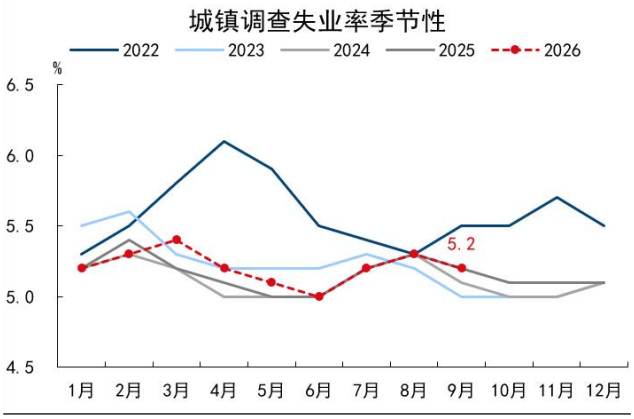
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业：季节性改善

就业市场边际改善，失业率有所回落。9 月全国和 31 个大城市城镇调查失业率同步降至 5.2%,均较上月下降 0.1 个百分点。1-9 月全国城镇调查失业率均值为 5.2，与上年同期持平。从历史表现看，2018-2025 年 9 月失业率平均回落 0.1 个百分点，本月表现符合季节性，就业市场总体平稳。

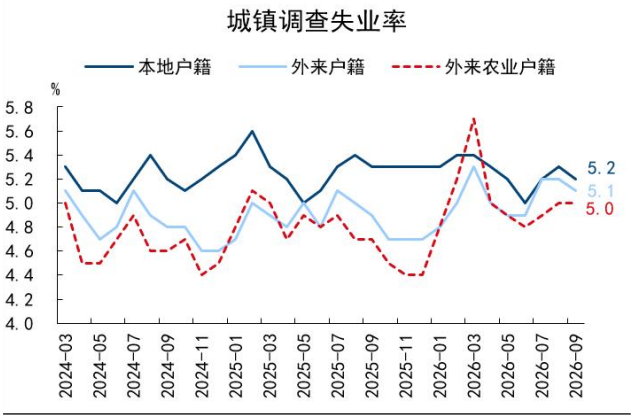
仅供内部参考，请勿外传

图5：城镇调查失业率季节性表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：不同户籍城镇调查失业率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

生产端：环比季节性不断增强

工业生产边际改善，“K 型分化”边际弥合。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.5%，较上月回升 0.3 个百分点，低于上年同期 1.0 个百分点。与此同时，1-9 月工业增加值累计同比增长 5.3%，较上年同期的 6.2%下降 0.9 个百分点，表明工业生产增速中枢仍处于放缓趋势。

环比来看，工业生产“季初偏弱、季末冲量”的季节性特征明显且持续强化。9 月工业生产表现强于季节性，生产供给保持较快增长。9 月工业生产回升 13.1%，高于疫情前和疫情后同期平均水平。

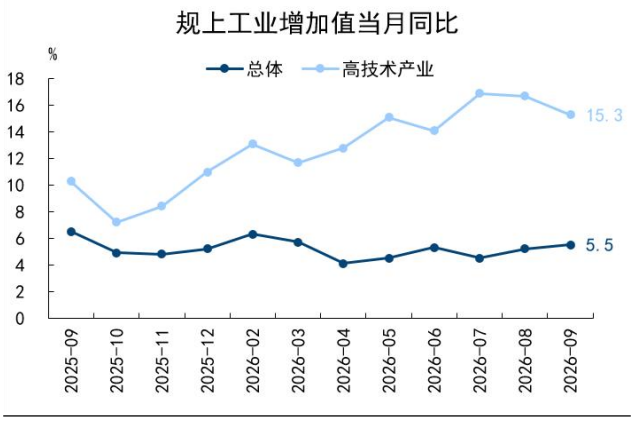
高技术产业仍是工业生产的主要支撑。9 月高技术产业增加值同比增长 15.3%，虽然较上月回落 1.4 个百分点，但仍高出规模以上工业整体增速 9.8 个百分点。产业间同比增速差值边际收窄但仍显著，生产端“K 型分化”有所缓和，但高技术领跑的结构特征尚未发生根本改变。

从主要工业品产量看，9 月消费链和高端工业品有所改善，投资链有所修复但仍然承压。消费链相关的乙烯产量同比增速回升 2.8 个百分点至 6.4%；投资链相关的水泥产量同比降幅收窄 6.4 个百分点至-5.3%，地产投资偏弱的拖累作用仍然明显。高端工业品产量增速均有所放缓，其中汽车产量同比降幅走扩 3.0 个百分点至-5.7%；集成电路产量同比增速放缓 2.2 个百分点至 18.4%；工业机器人产量同比增速回落 15.7 个百分点至 18.9%，主要受上年同期高基数影响，后续重点观察相应产业二阶导的变化趋势。

与此同时，服务业生产动能亦显著上升。9 月服务业生产指数同比增长 4.8%，较上月回升 0.7 个百分点，较上年同期仍低 0.8 个百分点。1-9 月累计同比增长 4.7%，低于上年同期的 5.9%。服务业生产指数同比低于工业生产，主要原因在于我国制造业产业链完备，率先受益于 AI 产业扩张和外需增长，而内需相关服务业修复偏慢。

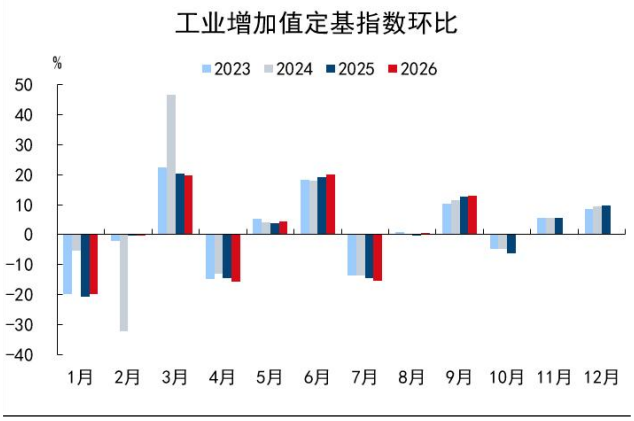
仅供内部参考，请勿外传

图7：工业增加值和高技术产业增加值同比



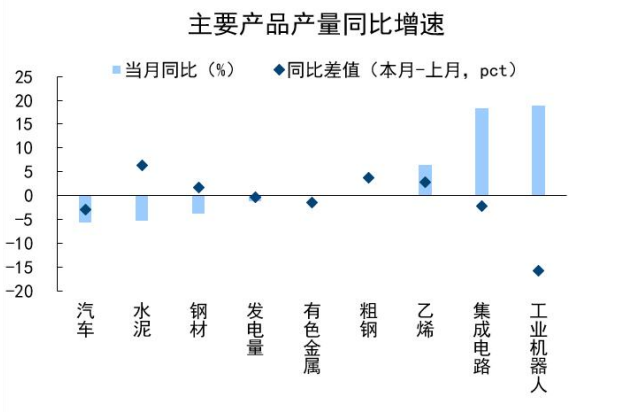
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：工业增加值定基指数历年环比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，若无特殊说明，本报告中“疫前”指 2017-2019 年，“近年”指 2023-2025 年

图9：主要工业品产量同比增速及变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：服务业生产指数同比季节性



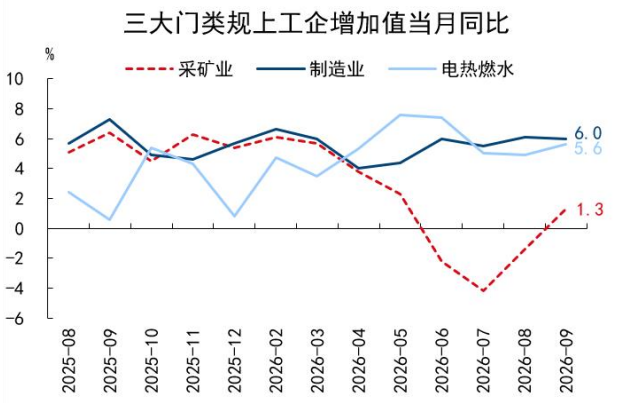
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，9 月行业间景气度表现较为一致：采矿业同比增速显著回升，公用事业同比亦边际提速，制造业生产与上月相近。采矿业增加值同比增长 1.3%，较上月显著回升 2.7 个百分点，主要受煤炭开采和洗选业增加值同比降幅明显收窄、石油和天然气开采业同比涨幅延续扩大带动。一方面，9 月发改委等三部门发布通知部署稳产保供相关工作，推动煤炭产量平稳有序回升，推动煤炭产量有序恢复；与此同时，中东局势持续紧张、国际油价走高，支撑油气开采增加值提升。制造业增加值同比增长 6.0%，较上月边际回落 0.1 个百分点，继续构成工业生产的主要支撑。公用事业同比增长 5.6%，较上月明显回升 0.7 个百分点。

从细分行业观察，工业生产仍呈现高技术装备制造较强、传统原材料行业偏弱的结构特征。计算机通信和其他电子设备制造业行业领涨，同比增速约 16.4%，专用设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业等行业保持两位数增长，共同构成制造业回升的主要拉动力量。相比之下，有色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选、非金属矿物制品等行业同比仍为负。整体来看，AI 算力、设备更新与高端装备出口等新动能持续释放，而地产链及传统工业需求依然偏弱。

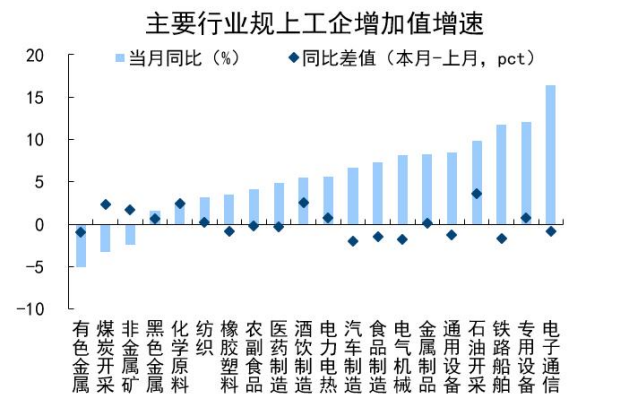
仅供内部参考，请勿外传

图11：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：主要行业规上工企增加值增速及变动



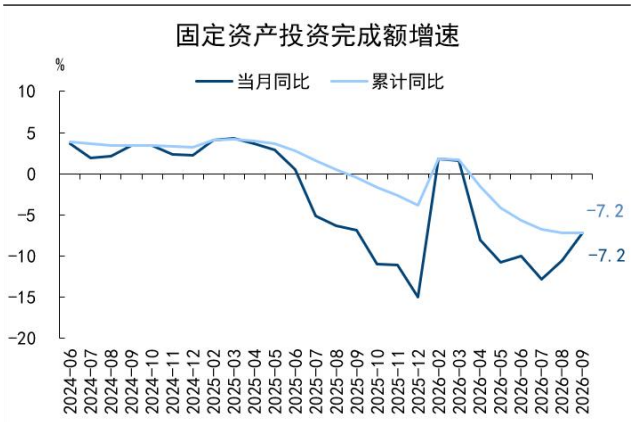
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：投资—制造业和基建构成主要支撑

9 月固定资产投资降幅明显收窄，主要受制造业和基建边际改善支撑。但房地产继续下探、民间投资仍弱，投资内生动能尚未实质修复，暂未形成明确企稳信号。

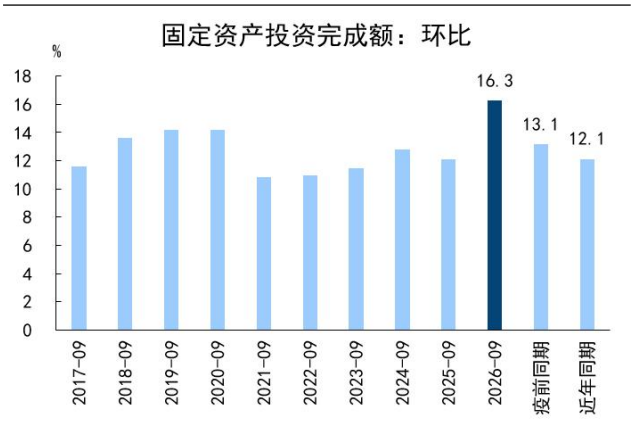
总体看，本月固定资产投资边际修复。同比下降 7.2%，降幅较 8 月收窄 3.3 个百分点；1-9 月累计同比下降 7.2%，降幅与 1-8 月持平。从环比表现看，9 月投资表现强于近年同期季节性水平。虽然累计增速总体保持稳定，但制造业、基建和房地产三大分项均处于负增长区间，尚不能判断已形成阶段性企稳信号，后续重点观察持续修复趋势能否延续。

图13：固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：固定资产投资完成额环比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从投资活动分项来看，当前投资内生动能仍然偏弱，地产当月同比延续走弱，基建和制造业投资回升构成主要支撑。

房地产开发投资方面，当月同比降幅扩大 0.8 个百分点至-26.2%，累计同比继续回落 0.7 个百分点至-20.6%。当前地产政策呈现需求端降成本与供给端防风险并行特征，新开工和房企到位资金仍处较大降幅，销售额和销售面积同比降幅延续走扩。与此同时，1-9 月全国二手房交易网签面积同比增长 10.7%，相较 1-8 月边际上升 0.1 个百分点，表明购房需求延续向价格相对较低、交付确定性更强的存

仅供内部参考，请勿外传

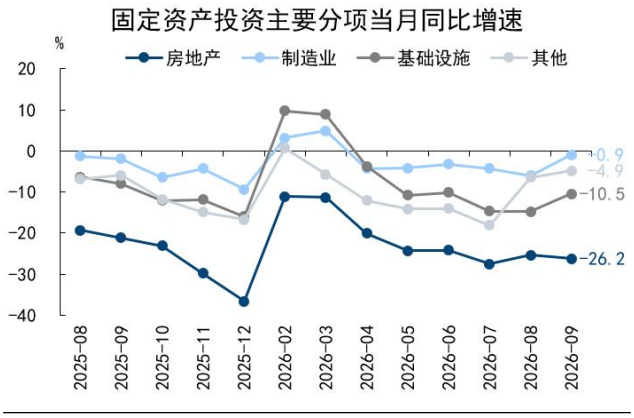
量房转移。

基建投资方面，9 月当月同比回升 4.3 个百分点至-10.5%，累计同比回落 0.7 个百分点至-6.1%，“六张网”“两重”等重大项目逐步落地对基建投资形成支撑。

制造业投资方面，当月同比降幅显著收窄约 5.1 个百分点至-0.9%，累计同比降幅收窄 0.2 个百分点至-2.1%。AI 算力及半导体扩产推动电子行业投资提速，船舶订单高景气、轨交装备更新及商业航天项目落地，带动运输设备制造业投资保持较快增长。但汽车、金属制品和有色冶炼等行业投资仍弱，约束制造业投资尚未转正。

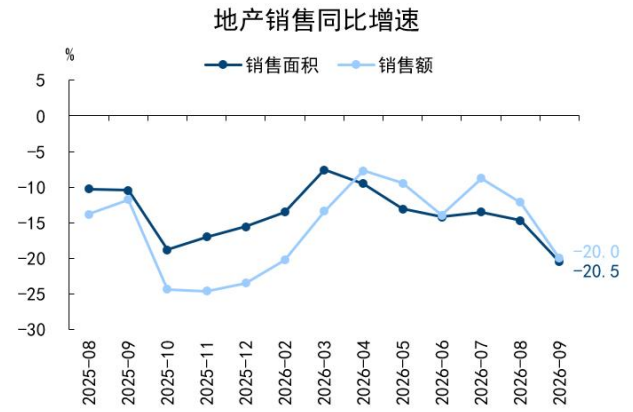
民间投资当月同比较上月回升 2.0 个百分点至-12.5%，累计同比下降 0.3 个百分点至-10.4%，表明民企投资意愿依然偏弱，市场信心仍待修复。

图15：地产、制造业、基建固投当月同比增速一览



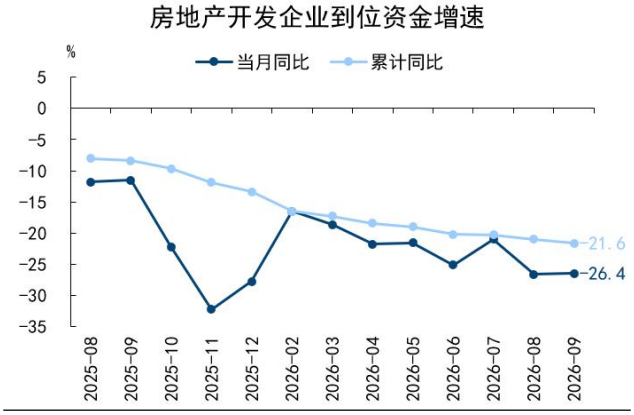
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：房地产销售面积和销售额同比增速一览



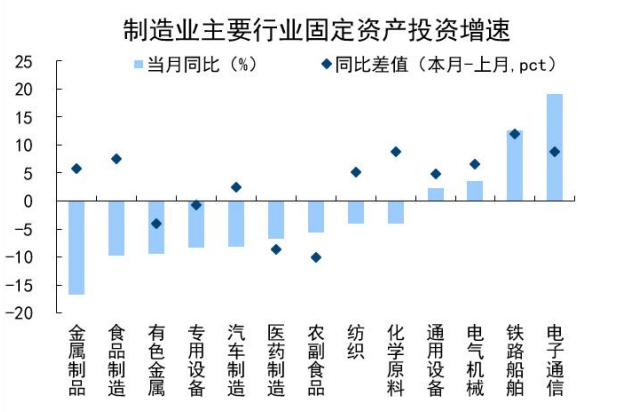
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：全国房地产开发企业到位资金增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：制造业主要行业固投增速及变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：消费—主动支出仍谨慎

9 月消费低位回升，增速创 4 月以来新高；汽车需求不断走弱及国补透支效应仍是耐用品消费的主要制约，服务消费则保持较强韧性。

仅供内部参考，请勿外传

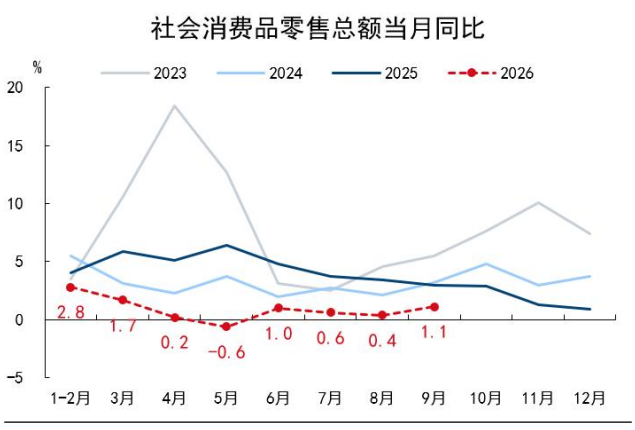
总体看，消费修复动能改善，商品消费企稳，服务消费韧性更强。9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，较 8 月显著回升 0.7 个百分点。其中，商品零售同比增长 1.0%，回升 0.7 个百分点；餐饮收入同比增长 2.1%，回升 1.0 个百分点。从季节性表现看，9 月社零增速仍明显低于 3.9%的近 3 年同期平均水平，且年初以来总体呈下行趋势，表明居民消费需求仍然偏弱。1-9 月商品零售额累计同比增长 1.0%，服务零售额累计同比增长 5.0%，服务消费明显好于商品消费，消费结构延续“服务强、商品弱”的特征。

商品消费企稳主要受到国补基数效应的减弱影响，需求透支效应或将持续至年底。限额以上单位汽车、家电和通信器材等国补类商品累计增速自 2025 年中以来持续回落，2026 年初转为负增长，9 月以来累计同比约-8.6%。

分品类看，大宗耐用品消费仍是主要拖累，日常消费品增速则普遍回升。耐用品方面，汽车仍是主要拖累项，同比降幅进一步扩大 2.7 个百分点至-21.2%，家电音像消费增速回落 0.4 个百分点至 1.9%，建筑装潢消费同比降幅收窄 2.6 个百分点至-9.2%。消耗品方面，服装鞋帽、饮料、粮油食品、日用品消费增速均回升。此外，金银珠宝零售额同比降幅收窄 7.9 个百分点至-9.6%，对社零的拉动率回升 0.4 个百分点，或主要受中秋假期错位、国庆婚庆旺季临近、金价阶段性回调带动消费的影响。

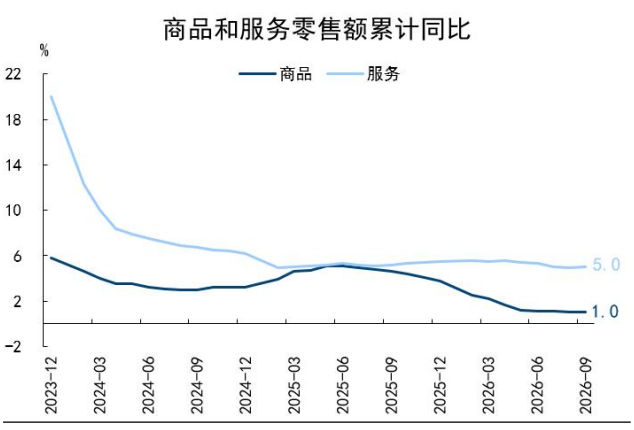
近期，商务部等 9 部门印发《关于加快推进科技兴商的意见》，科技赋能商贸流通和消费场景有望提速，后续需关注消费新旧动能转换，以及商品消费提质升级与服务消费扩容的实际成效。

图19：社会消费品零售总额当月同比季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

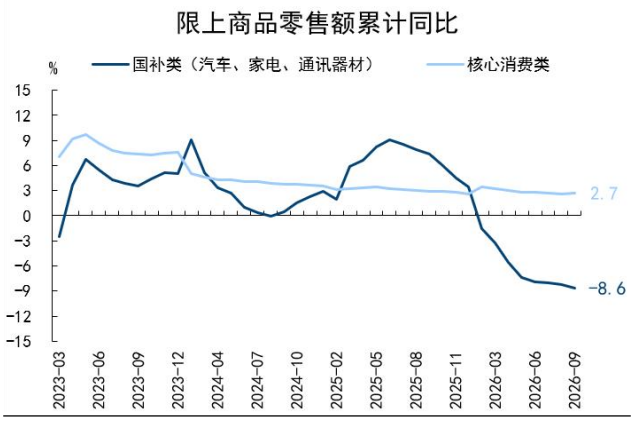
图20：商品和服务零售额累计同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

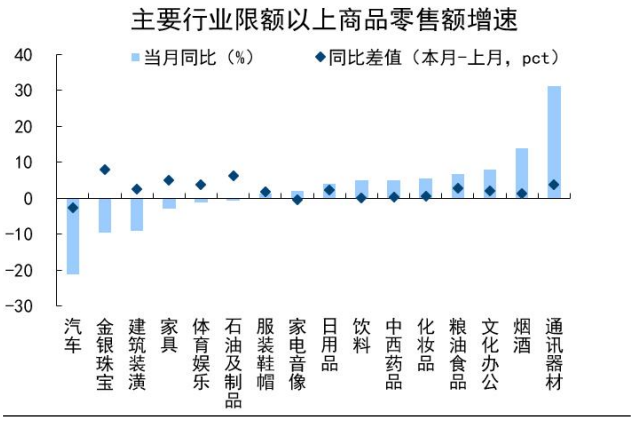
仅供内部参考，请勿外传

图21：国补对商品零售的影响



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，核心消费类包含除国补类外的其他限上商品

图22：分行业商品零售额当月同比及与上月差值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口一出口广谱走强，年末压力渐增

9 月出口增速显著回升，增长支撑扩展至更多商品。出口同比增长 36.3%，较上月加快 11.3 个百分点，前三季度累计增长 21.3%。我们测算，集成电路和自动数据处理设备及零部件合计拉动出口增长 13.0 个百分点；剔除这两类商品后，其余出口仍增长 26.2%，高于上月的 15.4%。结合汽车、家电及部分劳动密集型商品表现，本月出口高增兼有电子产业链和传统制造品类的支撑，主要可从以下三个方面理解。

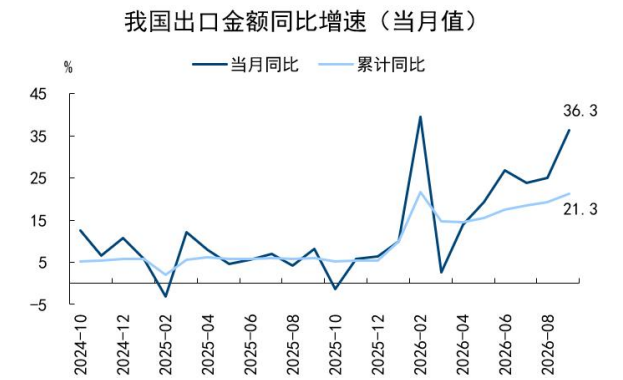
第一，AI 需求旺盛与海外制造业扩张共同支撑出口，均价因素放大名义增幅。9 月全球制造业 PMI 升至 53.0，中国台湾、韩国和东盟分别为 63.4、53.9 和 52.1，均处于扩张区间，全球算力建设需求向电子产品及零部件传导。高增长背后的“价格效应”仍在，集成电路、自动数据处理设备及零部件出口分别增长 136.0%和 92.9%。其中，集成电路出口数量仅增长 1.1%，平均单价上涨 133.5%。

第二，低基数支撑部分劳动密集型商品回升，实际出货也有改善。劳动密集型产品增速回暖，一方面受到基数效应的影响，玩具、箱包、鞋靴等劳动密集型产品去年出口规模远低于季节性。另一方面海外备货补库也抬高了实际出货情况，美国零售联合会报告显示，今年备货旺季延长至夏末秋初，为传统消费品出口提供阶段性支撑。

第三，前期天气扰动与节日错位可能推动部分货物集中交付。8 月“白海豚”台风一度影响华东港口作业，港口恢复后仍面临船期调整和积压货物疏运，9 月出口中可能包含前期延误货物的补发。此外，今年中秋假期落在 9 月下旬，去年则与国庆合并安排在 10 月，企业可能为衔接假期提前排产、集中发运。

仅供内部参考，请勿外传

图23：出口金额同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：出口金额季节性变化

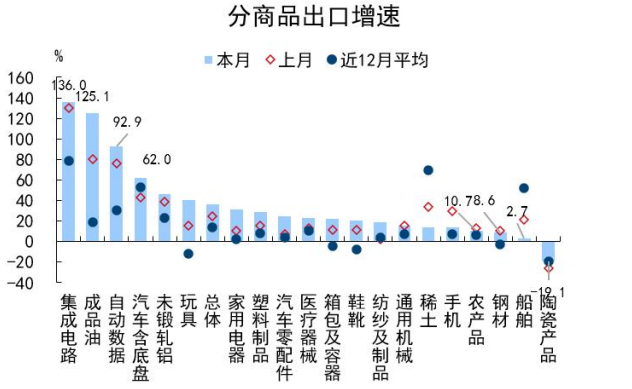


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

商品结构上，汽车、家电与多类劳动密集型商品改善，但行业间仍有分化。汽车（62.0%）、玩具（40.8%）、家电（31.7%）、纺织纱线及制品（19.0%）和箱包（22.5%）出口增速均较上月回升。其中，汽车、家电出口数量分别增长55.5%和25.4%，实际出货增加的贡献较为突出。相较之下，手机（14.2%）、船舶（2.7%）出口增速放缓，陶瓷（-19.1%）仍处于负增长区间，出口改善尚未覆盖所有品类。

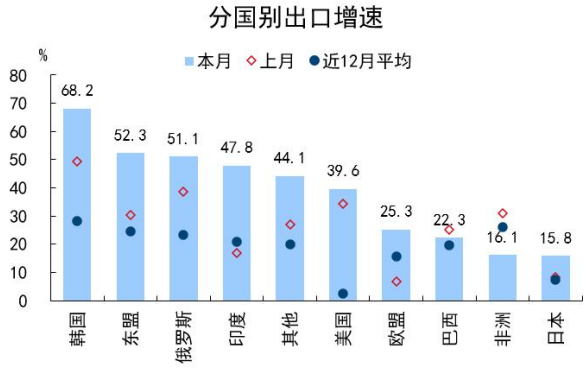
国别结构上，韩国、东盟出口保持高增，对美欧出口也有所改善。9月对韩国（68.2%）、东盟（52.3%）出口增速较高，与区域电子产业链需求较强的判断相一致。对美国出口增长39.6%，较上月加快5.2个百分点；对欧盟出口增速由6.6%回升至25.3%。对非洲（16.1%）、巴西（22.3%）出口增速则有所回落，显示不同市场的边际变化仍有差异。

图25：分商品出口金额当月同比情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图26：分国别出口金额当月同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

展望后市，AI需求尚有支撑，但进出口高增速的持续性面临更多约束。H100租赁价格指数自9月下旬再度回升，由9月22日的2.60美元/GPU小时升至10月13日的2.85美元/GPU小时，显示算力租赁市场仍有支撑。不过，租价变化同时受到供给投放和产品替代影响，不能据此线性外推AI资本开支与贸易增长。随着年末比较基数抬升、投资回报约束及汇率影响逐步显现，我们对四季度进出口增速仍持偏谨慎判断。

一是，基数压力可能在年末对部分电子商品出口增速形成约束。去年12月集成电

仅供内部参考，请勿外传

路、自动数据处理设备及零部件出口金额分别达到 218.6 亿和 197.4 亿美元，较去年 9 月分别高 14.8%和 8.8%，年末比较基数明显抬升。去年四季度的基数抬升会给未来三个月核心商品进出口增速带来一定压力。

二是，价格效应的持续性仍取决于 AI 产业链投资需求及其回报。海外云厂商资本开支扩张仍对电子产品需求形成支撑，但根据我们的测算，部分海外云厂商的加权平均资本成本（WACC）已高于投入资本回报率（ROIC），投资回报能否覆盖资金成本值得关注。若后续盈利预期弱化、算力投资回报改善不及预期，资本开支节奏可能放缓，进而影响相关产品采购与价格景气。若出口订单与生产采购同步降温，相关中间品进口也可能受到影响。

三是，人民币升值可能加大传统出口行业的经营压力。近期人民币兑美元继续走强，对以外币报价、人民币成本占比较高的企业而言，升值可能压缩结汇收入和利润空间。相较于高附加值电子产品，纺织服装、家具等传统劳动密集型行业利润率较低、议价能力相对有限，对汇率变化更为敏感。因此传统商品本月的改善幅度仍不宜简单外推。

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032