下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

量稳质忧，内需成色待察

■ 2026 年三季度经济数据点评

李林芷(分析师)
021-23185646
lilinzhi2@gtht.com
登记编号 S0880525040087

于博(分析师)
021-38674715
yubo@gtht.com
登记编号 S0880526070017

本报告导读：

三季度 GDP 增速回升至 4.5%，9 月生产、消费、出口、投资同步加速，但 K 型分化生产收敛、投资走阔，居民消费意愿仍偏低、地产竣工探底是内需成色的隐忧。

投资要点：

- **三季度经济呈现总量企稳、结构分化的特征，9 月更是迎来年内少有的多点开花式改善。**三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，季调环比折年率升至 4.9%；9 月工业增加值同比增长 5.5%、社会消费品零售总额增长 1.1%、出口同比大幅升至 36.3%、固定资产投资跌幅收窄至-7.2%，生产、消费、出口、投资四大指标罕见同步转暖，总量层面边际筑底的信号正逐步显现。
- **生产端 K 型分化边际收敛，但产需平衡的含金量仍有待观察。**9 月外需型与内需型工业增加值增速差由 8 月的 6.0 个百分点收窄至 3.4 个百分点，生产端外热内冷的格局边际改善；但三季度工业产能利用率环比基本持平、制造业产能利用率环比小幅回落，9 月工业企业产销率同比仍低 0.2 个百分点，叠加出口交货值同比大幅升至 17.0%，表明生产加速在相当程度上依赖外需拉动，而非内需同步扩张。
- **消费呈现近乎全面改善的特征，但零售数据的走强与居民收支增速降温之间存在温差。**9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，较 8 月明显加快，通讯器材等以旧换新品类同比增速升至 31.1%，升级类消费是核心驱动；但三季度居民人均可支配收入和消费支出增速分别为 5.4%和 3.5%，较二季度双双放缓，消费倾向继续回落，显示居民消费意愿的修复基础仍不稳固。分品类看，9 月社零近乎全面改善，仅汽车类零售额同比降幅走阔至 21.2%。
- **制造业和基建投资降幅大幅收窄，是三季度投资端最显著的边际改善，但地产竣工探底仍是最大拖累。**9 月制造业投资当月同比降幅较 8 月大幅收窄 5.1 个百分点至-0.9%，基建投资降幅收窄 1.5 个百分点至-5.4%，科技创新和设备更新再贷款扩容、专项债发行提速等政策资金形成重要支撑；但地产投资当月同比仍下降 26.3%，9 月房屋竣工面积同比降幅走阔至 36.4%，为年内最差读数，保交付压力仍在累积。9 月商品房销售额、销售面积同比降幅也较 8 月进一步走阔至 20.1%和 20.7%。
- **展望四季度，经济仍具备保持总体平稳运行的现实基础，但内需修复的可持续性仍面临多重扰动。**一方面，稳增长政策效果有望持续释放，叠加去年同期基数走低，GDP 同比读数有望延续平稳；另一方面，居民消费意愿和企业投资意愿的修复均存在滞后粘性，叠加地产筑底进程尚未完成，内需成色的实质性改善仍需时间验证。
- **风险提示：**地缘政治扰动，外需超预期回落，国内房地产市场超预期下行，稳增长政策效果不及预期。

相关报告

出口缘何再次大超预期 2026.10.15
关注内外流动性波动 2026.10.15
核心通胀再超预期 2026.10.15
油价之外：上下游分化扩大 2026.10.14
非农回落暂缓连续加息担忧 2026.10.03

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 总量边际回升，结构分化收敛.....3
2. 生产：上游回暖，高技术降温.....5
3. 消费：零售全面改善，收支增速降温.....7
4. 投资：跌幅加速收窄，地产竣工探底.....9
5. 风险提示.....11

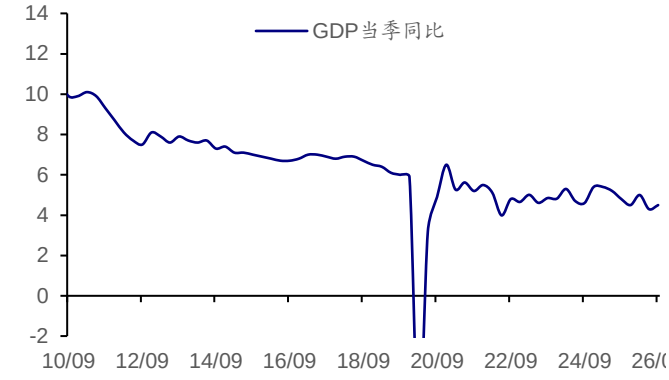
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 总量边际回升，结构分化收敛

三季度经济增速边际回升，总量企稳信号显现。三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度的 4.3%回升 0.2 个百分点，打破了一季度以来放缓的态势；从季调环比看，三季度环比增长 1.2%，较二季度的 0.9%明显加快，折年率升至 4.9%，为年内次高。不过，1-9 月 GDP 累计同比为 4.6%，较上半年的 4.7%仍小幅走低，表明全年增长动能的巩固仍需观察。从价格看，三季度 GDP 平减指数当季同比为 1.3%，较二季度的 1.4%略有回落，主因基数走高。

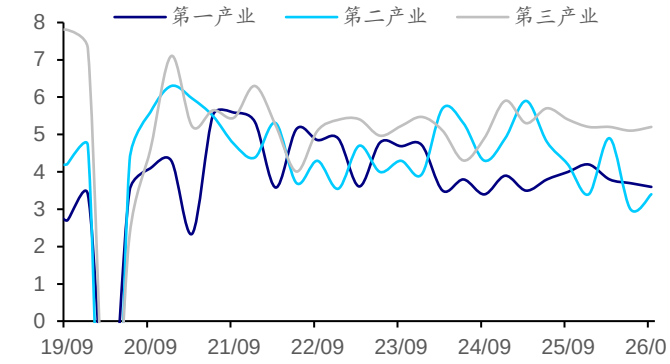
二产回升是三季度 GDP 边际改善的主要贡献。分产业看，三季度第二产业 GDP 同比增长 3.4%，较二季度的 3.0%回升 0.4 个百分点，是本季度经济边际改善的核心驱动；第三产业增长 5.2%，与二季度的 5.1%基本持平，服务业继续发挥稳定器作用；第一产业增长 3.6%，较二季度的 3.7%小幅放缓。工业生产的边际回暖，叠加服务业的稳健表现，共同支撑了三季度总量增速的企稳回升。

图 1：我国 GDP 当季同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 2：分产业 GDP 同比增速（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

经济的结构性分化依然存在，但生产端的 K 型特征在三季度出现小幅收敛迹象，内需型、传统动能的边际回暖是关键线索。9 月外需型工业增加值当月增速为 4.8%，内需型为 1.3%，两者增速差由 8 月的 6.0 个百分点收窄至 3.4 个百分点，为二季度以来的最低水平，显示此前外热内冷的生产格局有边际改善；与此同时，高技术产业与整体工业增加值增速差由 8 月的 11.5 个百分点收窄至 9 月的 9.8 个百分点，主因高技术产业自身增速从 7 月的 16.9%放缓至 9 月的 15.3%，而传统行业受益于上游资源品价格回暖实现加速追赶。值得注意的是，这一新动能降速、旧动能提速的双向靠拢收敛，并不完全体现内需的真实、独立的改善，因为传统行业的加速部分依赖 PPI 回升带来的价格效应，其能否延续仍取决于终端需求的实质性修复，而非仅靠成本端或价格端的边际变化。

图 3：分类别工业增加值当月增速（%）

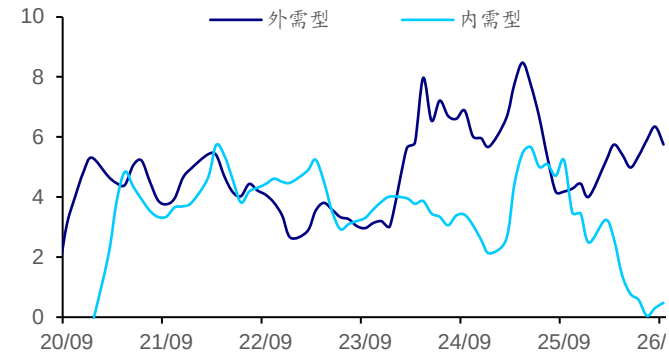
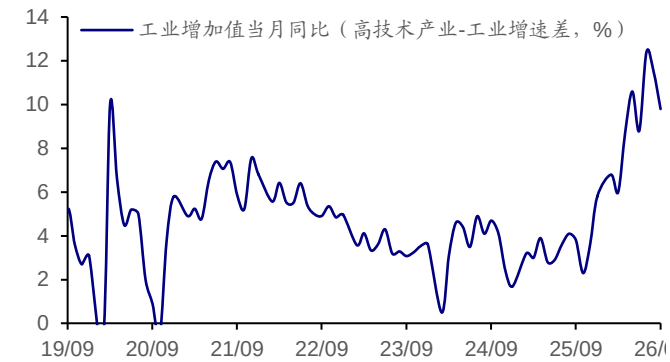


图 4：高技术产业与整体工业增加值增速差

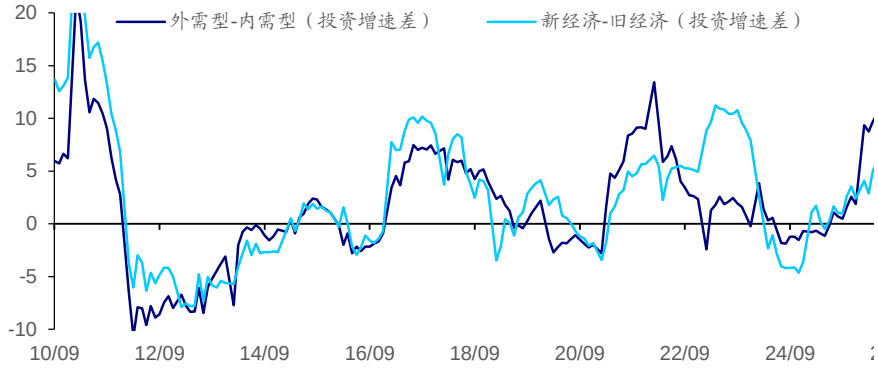


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速　数据来源：Wind，国泰海通证券研究

与生产端的收敛不同，投资端新旧动能分化在三季度重新走阔，表明实体资本开支决策的分化格局尚未随生产端边际改善而同步收窄。在投资端，外需型与内需型行业投资增速差由 8 月的 10.6 个百分点走阔至 9 月的 11.0 个百分点，新经济与旧经济投资增速差也由 6.5 个百分点走阔至 7.1 个百分点，两组指标均指向资本开支继续向外需相关、新经济领域集中。生产分化收敛和投资分化走阔的背离格局，一方面反映企业在产能利用率提升的同时，对内需、传统行业的中长期投资信心依然谨慎，扩产意愿仍更多集中在景气度确定性更高的外需及新经济赛道；另一方面也意味着，若四季度外需增速如期放缓，投资端对经济的边际拉动可能面临更大不确定性。生产端的边际收敛能否进一步传导至投资决策层面，将是观察四季度内需修复成色的重要线索。

图 5：外需型-内需型与新经济-旧经济投资增速差（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

展望四季度，经济仍具备保持总体平稳运行的现实基础。一方面，稳增长政策的效果有望持续释放，专项债发行进度加快、设备更新与以旧换新等存量政策持续显效，叠加六张网相关新型基础设施投资的加速布局，将为基建、制造业投资提供较为稳固的资金与项目保障；另一方面，9 月出口同比大幅升至 36.3%，主要由全球 AI 产业链景气上行及相关产品涨价驱动，叠加汽车、劳动密集型产品的真实需求回暖，外需的支撑力度好于预期，年内出口增速大幅失速的风险相对可控。叠加去年四季度基数持续走低，GDP 同比读数有望延续总体平稳态势，为全年经济运行奠定基础。

但内需修复的可持续性仍面临多重扰动。居民消费意愿和企业投资意愿的修复均存在明显的滞后粘性，三季度居民消费倾向延续回落、预防性储蓄意愿依然偏强，而企业端受盈利增速放缓、终端需求前景不明朗等因素制约，资本开支意愿的修复同样滞后于生产端的边际改善，投资端分化反而重新走阔。与此同时，房地产市场的筑底进程尚未完成，9 月商品房销售额、销售面积跌幅较 8 月进一步走阔，竣工面积同比降幅年内最低，地产链条的持续探底不仅直接拖累地产投资，也通过居民资产负债表、房企现金流等渠道抑制消费和投资信心的修复。这种数据回暖、感受未暖的温差若不能及时弥合，内需成色的实质性改善仍需时间验证。

下阶段，稳增长政策能否实质性加力对冲内需走弱压力，将成为观察四季度经济运行的关键窗口。需要警惕的是，由于 9 月生产、出口等总量指标表现亮眼，这种总量层面的账面改善容易掩盖居民消费意愿偏弱、地产竣工交付承压、企业盈利增速放缓等结构性问题的真实严峻性，从而可能延缓政策加码的紧迫性。因此，未来的政策发力点不仅需要继续用好专项债、设备更新等存量工具，更需要在提振居民消费倾向、化解房企竣工交付风险、缓

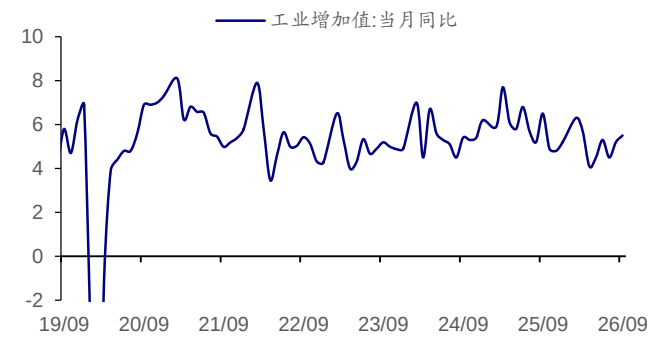
下载日志已记录，仅供内部参考

解中下游企业盈利压力等方面精准发力，切实提升内需成色。

2. 生产：上游回暖，高技术降温

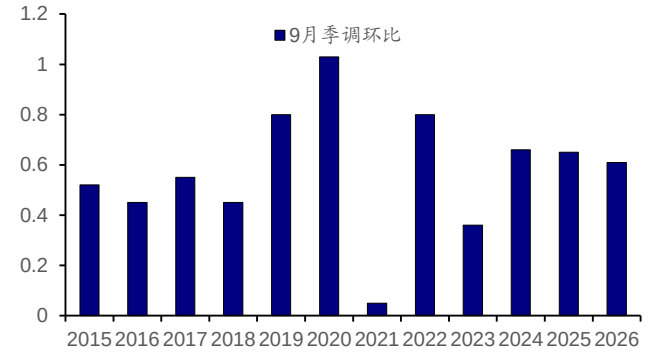
9 月工业生产明显加速，但传统行业回暖是主要驱动。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.5%，较 8 月的 5.2%进一步回升，为年内次高读数；从季调环比看，9 月环比增长 0.61%，连续两个月加快；1-9 月规模以上工业增加值累计同比增长 5.3%，与前值基本持平。9 月生产端的加速改善，与上游资源品及传统中游行业的集体回暖密切相关，而以高技术产业为代表的新动能行业增速则边际放缓，生产端“K 型”特征正从高低分化向结构收敛演变。

图 6：工业增加值同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

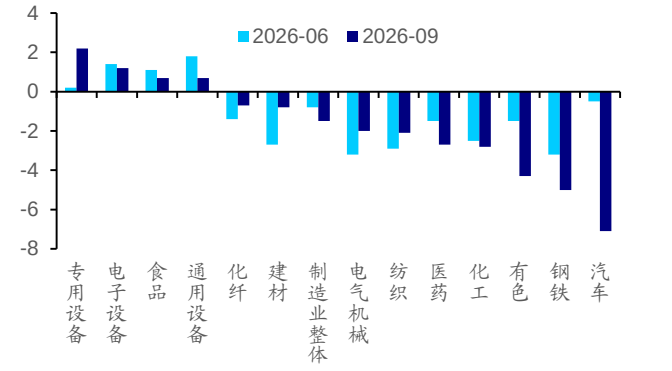
图 7：历年 9 月工业增加值季调环比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

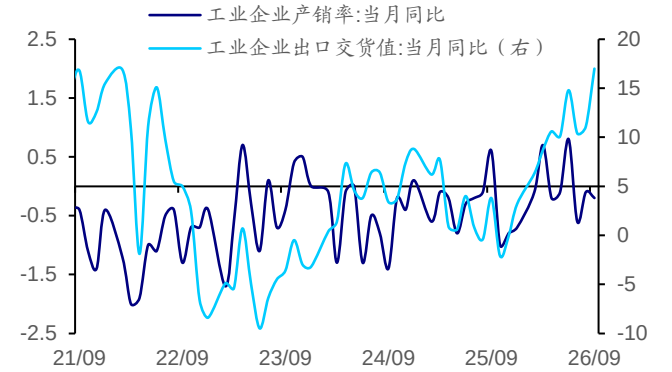
但从产需平衡的角度看，生产加速的含金量仍有待观察。三季度工业产能利用率为 73.1%，环比基本持平，但制造业产能利用率为 73.3%，环比小幅回落 0.2 个百分点，显示产能利用的改善尚未完全跟上生产增速的加快；与此同时，9 月工业企业产销率为 97.0%，虽较 8 月的 96.8%小幅回升，但仍较去年同期低 0.2 个百分点，表明产成品的去化节奏并未完全跟上生产扩张的步伐，不排除部分新增产出转化为库存而非实际销售。外需对此形成了重要支撑：9 月工业企业出口交货值同比大幅升至 17.0%，较 8 月的 11.1%明显加快，1-9 月累计同比达 10.7%，印证了出口高增对工业生产的直接拉动，也意味着 9 月生产端的加速改善，在相当程度上依赖外需而非内需的同步扩张。

图 8：产能利用率：同比变化（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 9：产销率和出口交货值（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

从分行业数据来看，9 月呈现出上游资源回暖、中高端制造降温、下游消费品行业涨跌互现的结构特征，反映整体工业从新动能一枝独秀向传统行业补涨切换。

上游资源品行业是 9 月生产回暖的最大贡献力量，供给约束和价格回升共

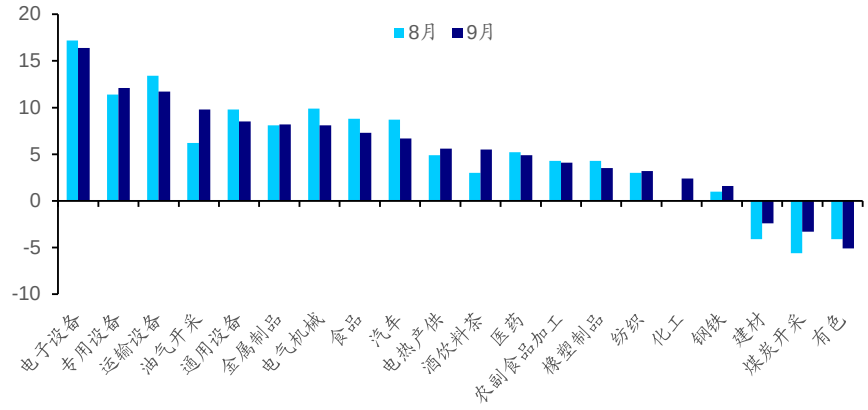
下载日志已记录，仅供内部参考

同驱动生产加速。其中，油气开采增速由 8 月的 6.2%大幅升至 9 月的 9.8%；煤炭开采降幅由 8 月的-5.6%收窄至 9 月的-3.3%；建材降幅由-4.1%收窄至-2.4%；钢铁和化工增速也分别由 1.0%、0.0%升至 1.6%、2.4%。上游行业的集体回暖，与 9 月 PPI 同比跳升至 5.0%、大宗商品价格整体走高密切相关，也在一定程度上解释了 9 月工业生产的超预期加速。

与上游的回暖形成对比，中高端制造业增速普遍边际放缓，但景气度仍处高位。电子设备增速由 8 月的 17.2%降至 9 月的 16.4%，运输设备由 13.4%降至 11.7%，电气机械由 9.9%降至 8.1%，通用设备由 9.8%降至 8.5%，专用设备则逆势小幅提速至 12.1%。高技术产业整体当月增速由 8 月的 16.7%降至 9 月的 15.3%，这一放缓更多是前期高基数下的增速自然回落，而非新动能景气度的实质性转弱，中高端制造业仍是工业生产中增速最快的板块。

下游消费品制造呈现涨跌互现的格局。酒饮料茶增速由 8 月的 3.0%升至 9 月的 5.5%，纺织业由 3.0%升至 3.2%；但食品、医药增速则分别由 8.8%、5.2%小幅放缓至 7.3%、4.9%，汽车制造业增速由 8.7%回落至 6.7%，下游行业整体表现相对平稳，尚未看到类似上游的加速改善迹象。

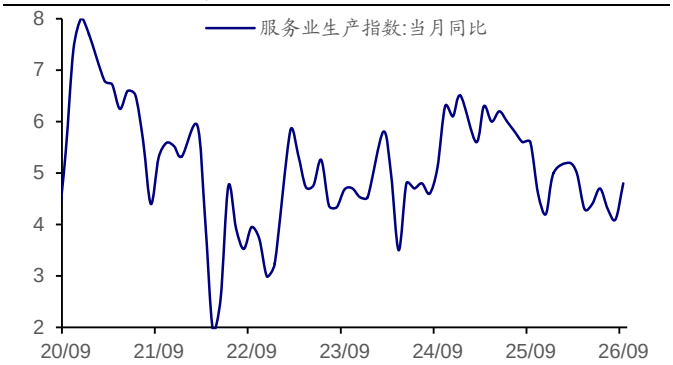
图 10：分行业工业增加值当月同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

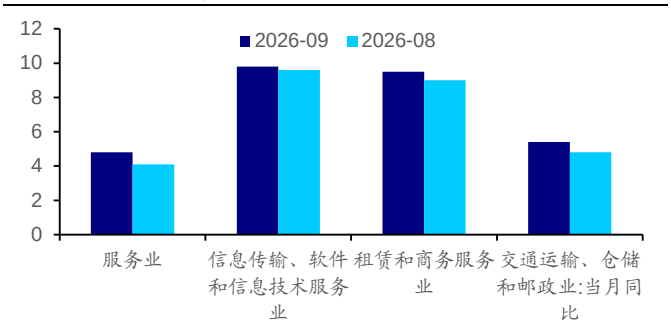
服务业生产增速明显回升。9 月服务业生产指数同比增长 4.8%，较 8 月的 4.1%回升 0.7 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业同比增速由 9.6%升至 9.8%，租赁和商务服务业由 9.0%升至 9.5%，交通运输、仓储和邮政业由 4.8%升至 5.4%，主要现代服务业增速均实现同步回升，继续发挥对服务业生产的核心支撑作用。

图 11：服务业生产指数：当月同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 12：分行业生产指数：当月同比（%）



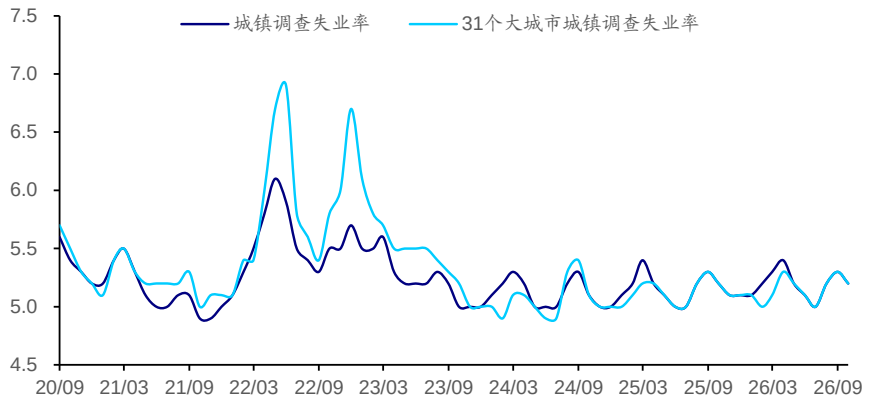
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

失业率边际回落，但仍处年内偏高水平。9 月全国和 31 个大城市城镇调查失业率均为 5.2%，较 8 月的 5.3%回落 0.1 个百分点，但仍高于 6 月的 5.0%；同期全国企业就业人员平均周工作时间为 48.3 小时，较 8 月的 48.2 小时小

下载日志已记录，仅供内部参考

幅延长，显示劳动力市场边际改善，但结构性压力仍存，就业市场的持续性修复仍需观察。

图 13：就业人员调查失业率（%）

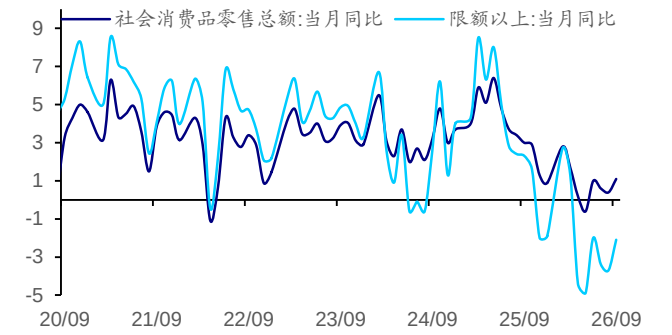


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 消费：零售全面改善，收支增速降温

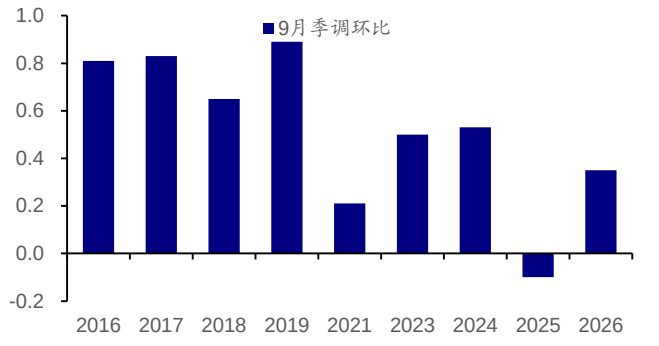
9 月消费增速明显回升，以旧换新政策效应持续释放。9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，较 8 月的 0.4%明显加快；限额以上企业消费品零售总额同比下降 2.1%，降幅较 8 月的-3.7%收窄 1.6 个百分点；季调环比增速为 0.35%，仍处于同期偏低水平。从累计数据看，1-9 月社会消费品零售总额增速延续温和修复态势，9 月的改善既受益于以旧换新品类的持续拉动，也与去年同期基数走低有关。

图 14：社消零售总额当月同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 15：历年 9 月社消零售季调环比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

商品与服务消费同步改善。9 月商品零售同比增长 1.0%，较 8 月的 0.3%回升 0.7 个百分点；餐饮收入同比增长 2.1%，较 8 月的 1.1%明显加快；1-9 月服务零售额累计同比增速从前月的 4.9%升至 5.0%。商品零售、餐饮收入、服务消费增速均在加快，显示消费复苏的广度较 8 月有所扩大，线下接触型消费和商品消费的修复动能同步增强。

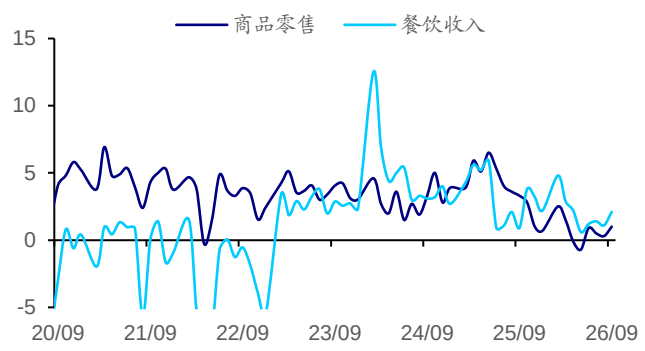
从行业结构来看，9 月社零回升呈现出近乎全面改善的特征，政策驱动与基数效应交织。通讯器材延续强势，同比增速升至 31.1%，继续领跑各类消费品，这与 2026 年“国补”新纳入手机等 4 类数码产品补贴、政策红利相对“新鲜”密切相关；烟酒、文化办公用品、粮油食品等必需消费也同步加快。此前持续低迷的金银珠宝、建材类消费也明显改善，降幅分别较 8 月收窄 7.9 和 2.6 个百分点，但其改善更多与去年同期基数走低等因素，与政策的直接关联相对有限。值得注意的是，家电音像类消费增速在 9 月依然回落，

下载日志已记录，仅供内部参考

这更多是高基数扰动所致——2024 年 9 月家电以旧换新政策集中发力，2025 年同期仍处于政策红利期，叠加 2026 年补贴门槛收紧，使家电类消费的政策边际拉动力较启动初期明显减弱。

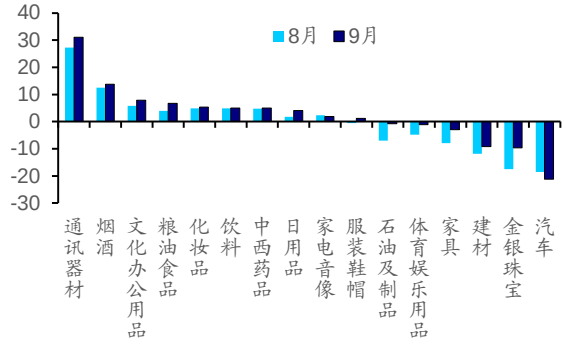
汽车消费是 9 月社零中边际走弱幅度最大的品类。9 月汽车类零售额同比下降 21.2%，降幅较 8 月的-18.5%进一步扩大 2.7 个百分点，是各类消费品中表现最弱的板块，也是制约社零整体修复幅度的主要拖累。这一走势与 9 月乘用车销售淡季、以及前期以旧换新购车需求提前释放后的透支效应有关，后续汽车消费能否企稳，仍需观察四季度购置税优惠等政策的接续安排。

图 16：商品零售和餐饮收入当月同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 17：分行业限额以上社零当月同比（%）

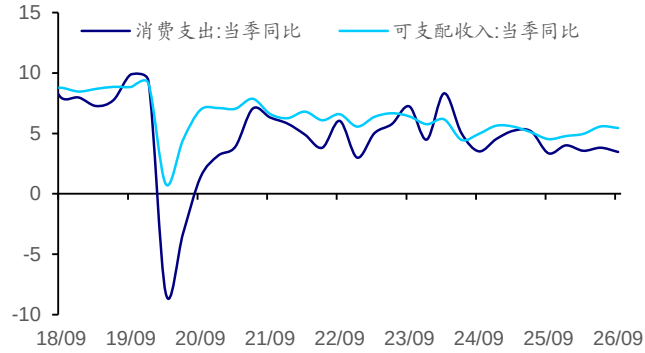


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

零售数据的全面改善与居民调查数据之间存在一定“温差”，消费倾向延续回落。三季度我国居民人均可支配收入和消费支出当季同比增速分别为 5.4%和 3.5%，较二季度的 5.6%和 3.8%双双放缓；从消费倾向看，三季度居民消费支出占可支配收入的比重为 66.8%，较二季度的 67.5%进一步回落，且回落速度为近年最快。

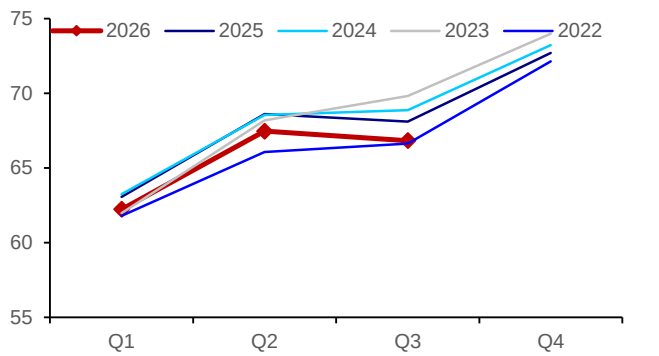
这种“零售热、收支冷”的温差，反映出居民预防性储蓄倾向依然偏强，消费意愿的实质性修复尚未完全建立。以旧换新等补贴政策能够在短期内有效拉动特定品类消费，但对居民整体收入预期和风险偏好的改善作用相对有限。在收入增速放缓、消费倾向持续回落的背景下，后续促消费政策不仅需要继续发挥以旧换新等结构性工具的作用，更需要通过稳定就业、完善社会保障等方式，从根本上改善居民的收入预期和消费信心。

图 18：居民收支当季同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 19：中国居民消费倾向（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

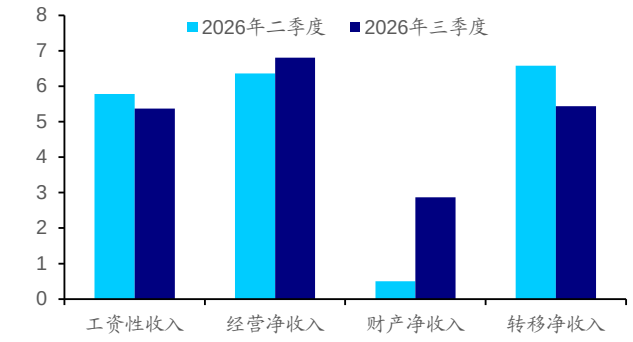
从收入结构看，经营净收入和财产净收入增速回升，工资性收入和转移净收入增速放缓。三季度，受益于线下商业活动和市场交易活跃度的提升，居民经营净收入同比增速由二季度的 6.4%升至 6.8%；财产净收入增速也由二季度的 0.5%明显回升至 2.9%，资本市场回暖对居民财产性收入形成一定支撑。相比之下，工资性收入同比增速由 5.8%降至 5.4%，转移净收入增速由 6.6%降至 5.4%，二者增速的放缓是三季度居民收入整体增速回落的主要拖

下载日志已记录，仅供内部参考

累。

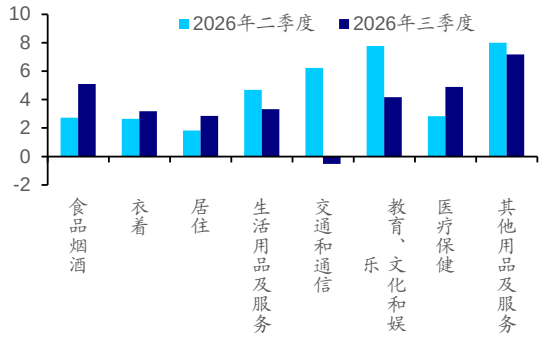
从支出结构看，必需消费支出增速回升，交通通信类支出转为负增长。三季度，食品烟酒、居住、医疗保健等必需性支出增速较二季度均有所回升；但交通和通信支出同比增速由二季度的 6.2%大幅转负至-0.5%，教育文化娱乐支出增速也由 7.8%降至 4.2%，两者增速的回落与汽车类消费的持续负增长、暑期出行相关支出弱于往年相印证。整体来看，三季度居民支出结构呈现出必需品消费韧性增强、可选及出行类支出趋于谨慎的特征。

图 20：居民人均可支配收入分项同比增速（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 21：居民人均消费支出分项同比增速（%）



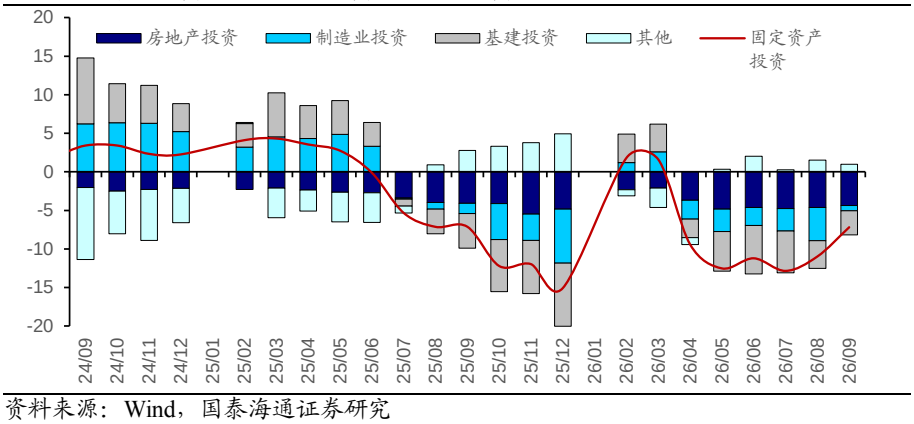
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 投资：跌幅加速收窄，地产竣工探底

9 月固定资产投资跌幅大幅收窄，但累计增速仍处年内低位。1-9 月固定资产投资完成额累计同比下降 7.2%，降幅与 8 月持平；9 月当月同比下降 7.2%，较 8 月的-11.3%大幅收窄 4.1 个百分点，改善趋势明显。

分项来看，制造业和基建投资是 9 月投资边际改善的核心驱动，地产投资仍是主要拖累。9 月制造业、广义基建和地产投资当月同比增速分别为-1.0%、-5.5%和-26.3%。其中制造业投资增速较 8 月大幅收窄 5.1 个百分点，基建投资降幅收窄 1.5 个百分点，是 9 月投资修复的主要贡献；地产投资当月跌幅较 8 月小幅走阔 0.8 个百分点，持续构成固定资产投资最大的下行拉力。

图 22：地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

制造业投资跌幅大幅收窄，核心是生产端改善和政策资金加码两条线同时发力。一是景气面确实在转暖，9 月 PMI 重回扩张区间，企业在手订单和排产改善，是资本开支意愿修复的直接前置信号。二是政策资金的边际力度确实在加大。今年年中以来，科技创新和设备更新再贷款额度从 5000 亿元大幅扩容至 1.2 万亿元，同时再贷款利率下调、设备更新贷款财政贴息比例提升，企业技改和设备更新的实际融资成本明显下降，这也解释高技术行业

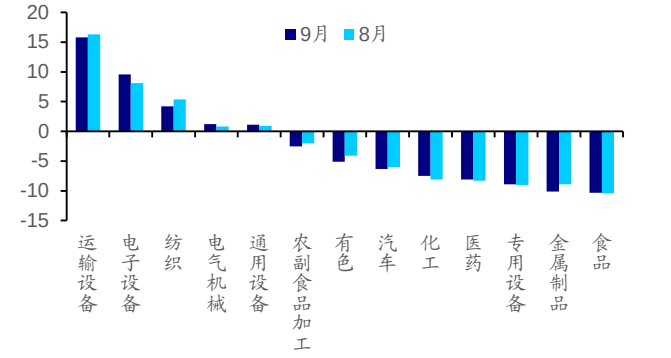
下载日志已记录，仅供内部参考

投资持续维持两位数高位。三是出口对相关产业链资本开支的带动。9 月出口（美元计）同比大幅升至 36.3%，外需订单的集中释放会直接刺激外需关联度高的制造业环节加快产能布局。

具体行业中，计算机及电子设备制造业投资累计同比由 8 月的 8.1%升至 9 月的 9.6%，运输设备投资继续保持 15.8%的高位增长，纺织行业投资增速也相对居前，显示高技术与外需关联度较高的行业投资景气度依然领先；但传统行业特别是汽车产业链的投资信心仍待修复。

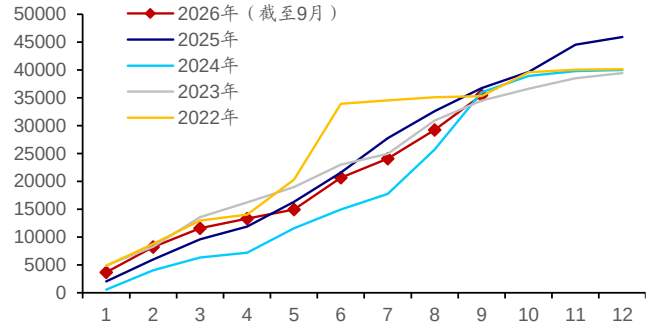
基建投资降幅延续收窄态势，资金面保障持续加码。资金面上，三季度专项债发行进度持续加快，叠加超长期特别国债、中央预算内投资等资金的集中下达，为基建投资提供了较强的资金保障；项目面上，作为本轮稳增长的核心硬件底座，六张网相关领域的投资建设持续推进，有望成为四季度基建投资进一步修复的核心支撑。

图 23：制造业投资分行业累计同比（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 24：专项债累计发行进度（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。横坐标为月数

地产销售端跌幅明显走阔，市场筑底尚未完成。9 月商品房销售面积和销售额当月同比分别下降 20.7%和 20.1%，降幅较 8 月的-14.8%和-12.1%均明显走阔。这表明居民购房意愿在三季度末出现边际走弱，市场信心的实质性修复仍需时间。销售端的持续低迷意味着房企回款压力依然较大，也将继续制约后续的投资与新开工节奏。

地产生产端呈现“新开工、施工改善，竣工大幅恶化”的分化格局，交付风险值得高度关注。9 月新开工、施工面积同比分别下降 25.6%和 12.8%，降幅较 8 月的-30.9%和-27.3%均明显收窄；但竣工面积当月同比大幅下降 36.4%，降幅较 8 月的-28.4%进一步走阔，为年内最差读数。新开工与施工端的改善，与房企阶段性推盘节奏有关，但竣工环节的持续恶化，意味着前期停工、缓建项目对实际交付的拖累仍在累积，保交付压力需持续关注，这也是三季度地产链条中最值得警惕的风险点。

图 25：商品房销售额和销售面积当月同比（%）

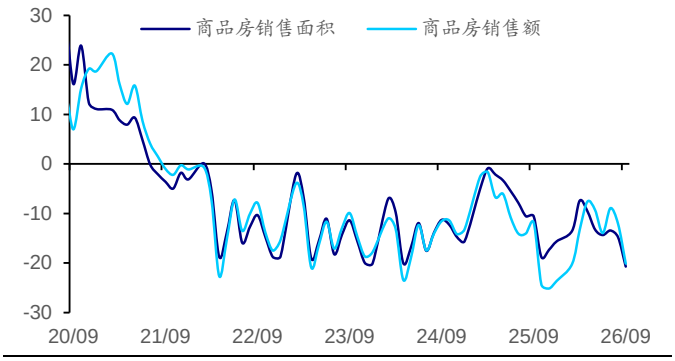
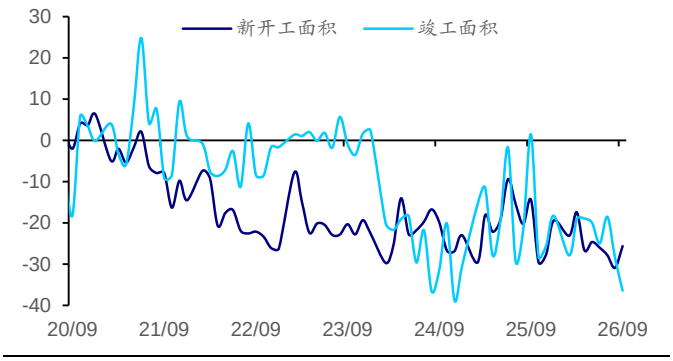


图 26：房屋新开工和竣工面积当月同比（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

5. 风险提示

地缘政治扰动，外需超预期回落，国内房地产市场超预期下行，稳增长政策效果不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666