



25Q4 货政报告有哪些看点？

债市启明系列 | 2026.2.11

中信证券研究部

核心观点



明明

中信证券首席经济学家

S1010517100001



周成华

固定收益分析师

S1010519100001



赵诣

固定收益分析师

S1010524090005

中国人民银行发布的《2025 年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“报告”）体现的货币政策取向和基调基本和 25Q3 报告保持一致，政策对存量、增量政策成效协同发力目标关注度抬升，总量宽松态度明确，但并未在展望部分给到过多的预期，稳中偏松基调不变。四篇专栏关注财政货币协同、绿色转型、广义流动性趋势以及信用修复工具成效，整体是对上一阶段央行主要工作成效的回顾。

■ **国内经济：不再提及两重两新，经济发展新老问题交织。**对于国内经济，本次货政报告定调“2026 年经济持续稳中向好有条件、有支撑”，支持基础在“一是经济平稳发展的基础不断夯实、二是新动能持续壮大、三是政策支持力度较强”三方面，和 25Q3 报告的表述对比不再局限于消费和供需的改善，而是上升到更宏观的层面。对于发展面临问题以及未来方向，报告提及“国内经济发展的老问题、新挑战相互交织，外部环境变化影响加深”，相较于 25Q3 报告删去了“‘两新’‘两重’政策加力扩围”的内容，体现出更高维度的发展定调。

■ **海外经济：承认全球经济韧性，风险点仍然落在贸易保护主义上。**对于海外经济，本次报告定调“2025 年，全球经济展现出一定韧性，但不确定性因素有所增多，通胀还有粘性，劳动力市场普遍降温”，一方面承认 2025 年全球经济发展韧性，另一方面强调了通胀、劳动力市场面临的挑战。对于 2026 年的展望，报告提及“贸易保护主义抬头加剧经济结构脆弱性，地缘政治冲突影响持续存在，世界经济增长动能依然不足”，对于发展风险定调落在贸易保护主义以及地缘危机上，和上季度报告并无本质区别。

■ **通胀：物价运行呈现“积极变化”，删去“推动物价保持在合理水平”。**对于通胀走势，本次报告表述为“物价运行呈现积极变化”，相较于上季度“物价运行有所改善”的表述略显积极。此外，对于物价在货币政策目标中的定位，本次报告提及“把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”，相较于 25Q3 报告删去了“推动物价保持在合理水平”的表述。考虑到 2025 年年末以来在部分大宗商品涨价的影响下，我国 PPI 面临输入性通胀影响，后续同比读数回升概率较高，央行刺激物价上行的紧迫性并不高，或是本次表述边际变化的主要原因。

■ **货币政策：延续“适度宽松”，关注存量和增量政策未来“集成效应”。**本次报告对于货币政策定调延续“适度宽松”，且新增了“发挥增量政策和存量政策集成效应”的表述，下一阶段预计央行将关注存量和增量政策的协同发力。对于货币政策和宏观政策目标，本次报告提及“着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量”，并要求支持“十五五”实现良好开局，可见下一阶段货币政策将配合其他宏观政策从供给和需求角度做好增量和存量政策加减法，发挥其集成效应。

■ **专栏 3 从资管产品与银行存款的合并视角看流动性总量。**该专栏体现央行全面评估货币金融条件的科学思路，以资管与存款合并视角揭示流动性本质。利率市场化下，居民资产配置转向理财、基金等资管产品，虽改变银行负债结构，但资管资金多投向同业存款、债券等，最终回流银行体系。合并观察显示，流动性总量未因存款结构变化而波动，仍保持平稳运行。这一视角避免了对存款波动的误读，凸显资管增长是资产配置多元化的结果，避免市场对于广义流动性波动的误解以及对债市走势形成过度影响。结合报告对于信贷部分的表述来看，相较于 25Q3 报告并没有太多变化，而专栏 3 体现了央行对于数量端目标关注度的进一步淡化。

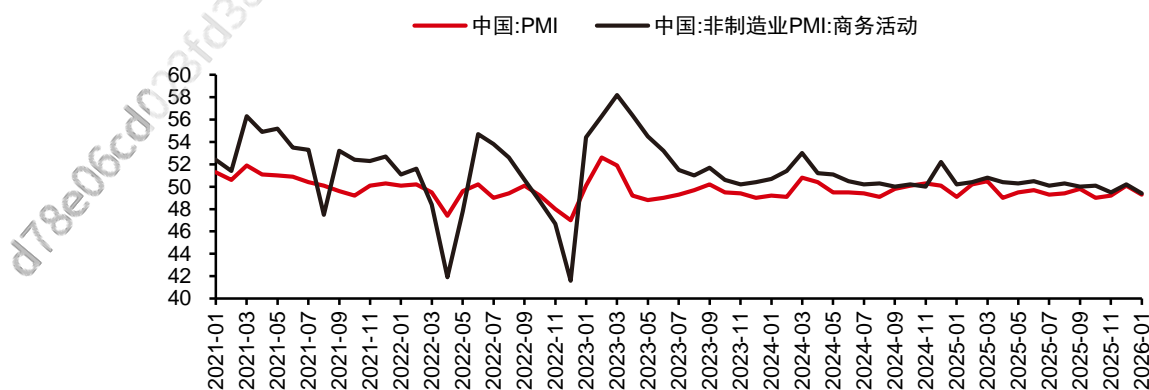
- **流动性：总量流动性充裕目标未变。**对于总量流动性管理，本次报告提及“加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕”，和 25Q3 报告表述完全一致。值得注意的是，2025 年中央经济工作会议提及的“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”表述并未出现在第五部分的货币政策展望，但在“内容摘要”中提及，可见央行在今年合适的时点采取降准降息仍然是概率较高的。
- **降成本：“扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”。**对于降成本目标，本次报告在“加强利率政策执行和监督，降低银行负债成本，促进社会综合融资成本低位运行”表述的基础上，新增了“扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”的表述。对于降成本工作，报告重点仍然落在了“低位运行”的状态上，可见央行关注中介目标仍然是实体经济的实际融资成本；新增的对于明示企业融资成本的表述，也是为了更加明确的体现实体经济的真实融资成本以便央行适时采取对应宏观调控措施。
- **汇率：“发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能”，和 25Q3 报告表述几无差别。**本次报告对于汇率的表述为“完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。坚持市场在汇率形成中起决定性作用”，基本和 25Q3 报告表述完全一致。在此基础上，报告提及“发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能”，在 25Q3 报告“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”的表述基础上新增了“减震器”的概念，边际上强调了汇率对于宏观经济的调控意义。整体上定调没有本质上的区别。
- **结构性工具：关注重点从消费转向“扩大内需”。**对于结构性货币政策工具，本次报告延续强调做好金融五篇大文章，但在具体支持领域上，相较于 25Q3 货政报告“加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等重点方向”的表述，本次报告提及“加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持”，支持对象从“提振消费”本身扩展至“扩大内需”，预计后续结构性工具对扩内需目标支持力度将会加大，关注央行继续创新结构性工具支持的可能性。
- **总结：2025Q4 货政报告体现的货币政策取向和基调基本和 25Q3 报告保持一致，**政策对存量、增量政策成效协同发力目标关注度抬升，总量宽松态度明确，但并未在展望部分给到过多的预期，稳中偏松基调不变。四篇专栏关注财政货币协同、绿色转型、广义流动性趋势以及信用修复工具成效，整体是对上一阶段央行主要工作成效的回顾。此外，报告体现了央行对于数量端中介目标关注度的弱化，而结构性工具后续对实体经济支持力度可能有望进一步扩张；总量工具未来仍会基于“灵活高效”的操作模式，基于实体经济的实质需求相应调整。
- **风险因素：新推出货币政策超预期；**货币政策执行效果不及预期。

2026 年 2 月 10 日，央行发布《2025 年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“报告”），对国内国际经济发展环境做了详细分析，也对下一阶段货币政策主要操作思路做出部署。

■ 主要表述对比分析

国内经济：不再提及两重两新，经济发展新老问题交织。对于国内经济，本次货政报告定调“2026 年经济持续稳中向好有条件、有支撑”，支持基础在“一是经济平稳发展的基础不断夯实、二是新动能持续壮大、三是政策支持力度较强”三方面，和 25Q3 报告的表述对比不再局限于消费和供需的改善，而是上升到更宏观的层面。对于发展面临的问题以及未来方向，报告提及“国内经济发展的老问题、新挑战相互交织，外部环境变化影响加深”，相较于 25Q3 报告删去了“‘两新’‘两重’政策加力扩围”的内容，体现出更高维度的发展定调。

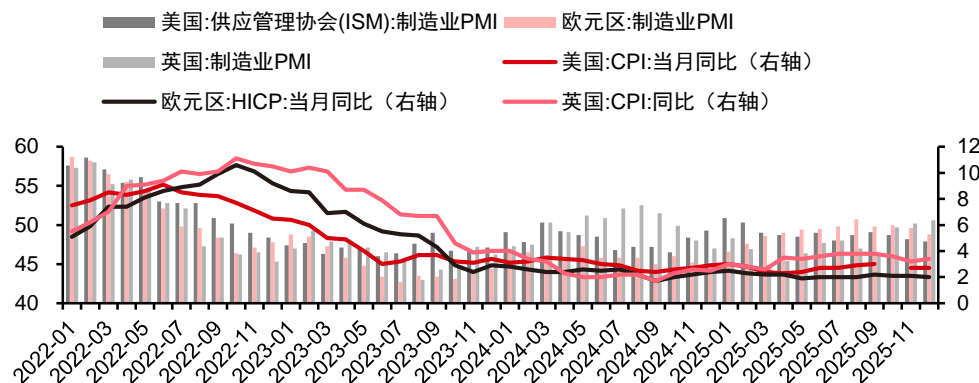
图 1：PMI 持续偏弱（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

海外经济：承认全球经济韧性，风险点仍然落在贸易保护主义上。对于海外经济，本次报告定调“2025 年，全球经济展现出一定韧性，但不确定性因素有所增多，通胀还有粘性，劳动力市场普遍降温”，一方面承认 2025 年全球经济发展韧性，另一方面强调了通胀、劳动力市场面临的挑战。对于 2026 年的展望，报告提及“贸易保护主义抬头加剧经济结构脆弱性，地缘政治冲突影响持续存在，世界经济增长动能依然不足”，对于发展风险定调落在贸易保护主义以及地缘危机上，和上季度报告并无本质区别。

图 2：海外经济压力仍然较大（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

通胀：物价运行呈现“积极变化”，删去“推动物价保持在合理水平”。对于通胀走势，本次报告表述为“物价运行呈现积极变化”，相较于上季度“物价运行有所改善”的表述略显积极。此外，对于物价在货币政策目标中的定位，本次报告提及“把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”，相较于 25Q3 报告删去了“推动物价保持在合理水平”的表述。考虑到 2025 年年末以来在部分大宗商品涨价的影响下，我国 PPI 面临输入性通胀影响，后续同比读数回升概率较高，央行刺激物价上行的紧迫性并不高，或是本次表述边际变化的主要原因。

图 3：猪油价格持续偏低（元/公斤，美元/桶）



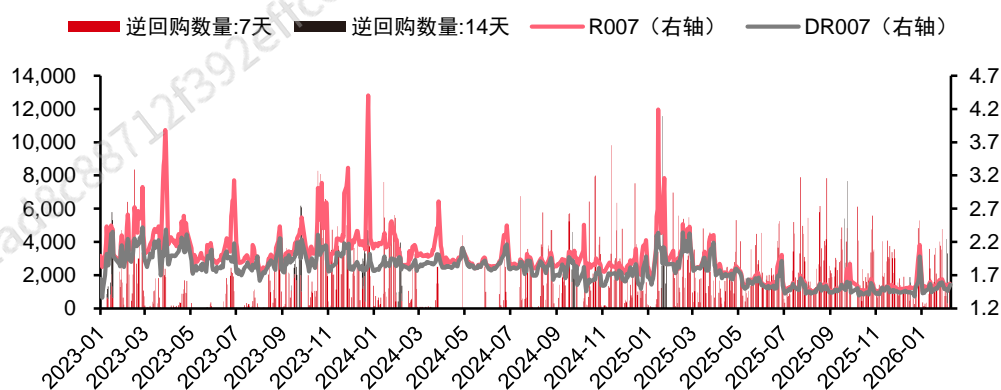
资料来源：Wind，中信证券研究部

货币政策：延续“适度宽松”，关注存量和增量政策未来“集成效应”。本次报告对于货币政策定调延续“适度宽松”，且新增了“发挥增量政策和存量政策集成效应”的表述，下一阶段我们预计央行将关注存量和增量政策的协同发力。对于货币政策和宏观政策目标，本次报告提及“着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量”，并要求支持“十五五”实现良好开局，可见下一阶段货币政策将配合其他宏观政策从供给和需求角度做好增量和存量政策加减法，发挥其集成效应。

专栏 3 从资管产品与银行存款的合并视角看流动性总量。该专栏体现央行全面评估货币金融条件的科学思路，以资管与存款合并视角揭示流动性本质。利率市场化下，居民资产配置转向理财、基金等资管产品，虽改变银行负债结构，但资管资金多投向同业存款、债券等，最终回流银行体系。合并观察显示，流动性总量未因存款结构变化而波动，仍保持平稳运行。这一视角避免了对存款波动的误读，凸显资管增长是资产配置多元化的结果，避免市场对于广义流动性波动的误解以及对债市走势形成过度影响。结合报告对于信贷部分的表述来看，相较于 25Q3 报告并没有太多变化，而专栏 3 体现了央行对于数量端目标关注度的进一步淡化。

流动性：总量流动性充裕目标未变。对于总量流动性管理，报告提及“加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕”，和 25Q3 报告表述完全一致。值得注意的是，2025 年中央经济工作会议提及的“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”表述并未出现在第五部分的货币政策展望，但在“内容摘要”中提及，可见央行在 2026 年合适的时点采取降准降息仍然是概率较高的。

图 4：资金面和货币工具投放情况（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

降成本：“扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”。对于降成本目标，本次报告在“加强利率政策执行和监督，降低银行负债成本，促进社会综合融资成本低位运行”表述的基础上，新增了“扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”的表述。对于降成本工作，报告重点仍然落在了“低位运行”的状态上，可见央行关注中介目标仍然是实体经济的实际融资成本；新增的对于明示企业融资成本的表述，也是为了更加明确的体现实体经济的真实融资成本以便央行适时采取对应宏观调控措施。

汇率：“发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能”，和 25Q3 报告表述几无差别。本次报告对于汇率的表述为“完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。坚持市场在汇率形成中起决定性作用”，基本和 25Q3 报告表述完全一致。在此基础上，报告提及“发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能”，在 25Q3 报告“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”的表述基础上新增了“减震器”的概念，边际上强调了汇率对于宏观经济的调控意义。整

体定调没有本质上的区别。

结构性工具：关注重点从消费转向“扩大内需”。对于结构性货币政策工具，本次报告延续强调做好金融五篇大文章，但在具体支持领域上，相较于 25Q3 货政报告“加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等重点方向”的表述，本次报告提及“加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持”，支持对象从“提振消费”本身扩展至“扩大内需”，我们预计后续结构性工具对扩内需目标支持力度将会加大，关注央行继续创新结构性工具支持的可能性。

■ 总结

总结：2025Q4 货政报告体现的货币政策取向和基调基本和 25Q3 报告保持一致，政策对存量、增量政策成效协同发力目标关注度抬升，总量宽松态度明确，但并未在展望部分给到过多的预期，稳中偏松基调不变。四篇专栏关注财政货币协同、绿色转型、广义流动性趋势以及信用修复工具成效，整体是对上一阶段央行主要工作成效的回顾。此外，报告体现了央行对于数量端中介目标关注度的弱化，而结构性工具后续对实体经济支持力度可能有望进一步扩张；总量工具未来仍会基于“灵活高效”的操作模式，基于实体经济的实质需求相应调整。

表 1：货币政策执行报告主要内容对比

	2025Q4	2025Q3
国内经济展望	2026 年经济持续稳中向好有条件、有支撑。一是经济平稳发展的基础不断夯实。二是新动能持续壮大。三是政策支持力度较强。加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。当前国内经济发展的老问题、新挑战相互交织，外部环境变化影响加深，世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。	国民经济稳中有进，实现全年预期目标有基础有支撑。 一是生产 供给增势良好。二是消费潜力不断释放。三是宏观政策更加积极有为。今年宏观调控力度加大，宏观政策积极主动作为，既为当前经济运行稳底盘，也为长远发展蓄增能。“两新”“两重”政策加力扩围，扩大内需、活跃市场等一系列政策落地显效，政策合力进一步强化。
国内通胀	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。 物价运行呈现积极变化。	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。 物价运行有所改善。
世界经济金融形势	2025 年，全球经济展现出一定韧性，但不确定性因素有所增多，通胀还有粘性，劳动力市场普遍降温。多数主要经济体货币政策处于 降息周期，全球主要股指明显上涨，美元指数波动下行。展望 2026 年，贸易保护主义抬头加剧经济结构脆弱性，地缘政治冲突影响持续 存在，世界经济增长动能依然不足。	全球经济增长动能依然不足，通胀走势分化，劳动力市场降温。 部分经济体关税政策对经济的影响还在持续显现，主要经济体债务规模处于较高水平，全球经济增长和通胀仍存不确定性。
下一阶段货币政策目标	全球贸易不确定性上升，世界经济增长承压。全球金融市场波动风险积聚。财政脆弱性明显上升。地缘政治风险事件频发。 坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政	关税对贸易的影响或逐步显现，拖累全球经济增长。全球金融市场风险仍需关注。财政可持续性隐忧依然存在。地缘政治冲突可能影响经济金融稳定。 坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，加快建设金融强国，完

	策前瞻性针对性协同性，着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，不断巩固拓展经济稳中向好势头。坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，加快建设金融强国，完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制。平衡好短期与长期、支持实体经济与保持银行体系自身健康性、内部均衡与外部均衡的关系，强化宏观政策取向一致性，做好逆周期和跨周期调节，提升宏观经济治理效能，支持“十五五”实现良好开局。	善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，强化宏观政策取向一致性，做好逆周期和跨周期调节，提升宏观经济治理效能，持续稳增长、稳就业、稳预期。
下一阶段货币政策基调	继续实施好适度宽松的货币政策，发挥增量政策和存量政策集成效应。	实施好适度宽松的货币政策
信贷总量	发挥增量政策和存量政策集成效应。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机，持续营造适宜的货币金融环境。加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。	保持社会融资条件相对宽松。根据经济金融形势的变化，做好逆周期和跨周期调节，持续营造适宜的货币金融环境。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。
流动性	加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。	根据经济金融形势的变化，做好逆周期和跨周期调节，持续营造适宜的货币金融环境。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。
物价	把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。
结构性货币政策工具	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等重点方向。
降成本	进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督，降低银行负债成本，促进社会综合融资成本低位运行。有序扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面。	进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。
汇率	完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能。综合采取措施，强化预期引导，平衡外汇市场供求，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。

防风险	构建覆盖全面的宏观审慎管理体系和系统性金融风险防范处置机制。拓展丰富中央银行宏观审慎与金融稳定功能，完善宏观审慎和金融稳定管理工具箱，维护金融市场平稳运行。从宏观、逆周期和防传染的视角，强化系统性金融风险的监测、评估和预警，不断拓展宏观审慎管理覆盖范围。	从宏观、逆周期和防传染的视角，强化系统性金融风险的监测、评估和预警，丰富宏观审慎政策工具箱，不断拓展宏观审慎覆盖范围。
房地产	着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。
专栏	财政金融协同支持扩内需	科学看待金融总量指标
	持续提升绿色金融质效 服务经济社会绿色低碳转型	基础货币与货币的关系
	从资管产品与银行存款的合并视角看流动性总量	“十四五”时期金融支持数字经济发展成效与展望
	实施一次性信用修复政策 支持个人高效便捷重塑信用	保持合理的利率比价关系

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

■ 风险因素

新推出货币政策超预期；货币政策执行效果不及预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI (P) 018/11/2024。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

韩国：本研究报告仅为提供信息之用，不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。