

2026 年 10 月

中国市场展望

变局之下，待时而动

中国经济转型的挑战和机遇并存，经济边际修复但动能仍待巩固，财政仍是关键变量。出口高景气部分对冲内需不足，低通胀格局延续，海外加息制约国内降息空间，流动性维持充裕。

我们将中国股票设定为核心配置。外部扰动有所增加，且资本市场开始消化局部高估值。但面对地缘不确定性中国显示出相对韧性，受油价冲击程度更小，且科技创新和人工智能本地化投资迅速发展。

当前中国资产更为均衡。1、中国大类资产，股债之间性价比重回均衡。2、成长/价值亦从之前相对高估回到合理水平。3、投资者需要在长期产业投资和稳定红利风格之间，做好风格配置再平衡；同时可以通过拉长久期的方式增厚债券类投资收益。

投资策略与关键主题



核心观点

- **中国经济转型的挑战和机遇并存**，经济边际修复但动能仍待巩固，财政仍是关键变量。出口高景气部分对冲内需不足，低通胀格局延续，海外加息制约国内降息空间，流动性维持充裕。
- **我们将中国股票设定为核心配置**。尽管外部扰动有所增加，且资本市场开始消化局部高估值。但面对地缘不确定性中国显示出相对韧性，受油价冲击程度更小，且科技创新和人工智能本地化投资迅速发展。
- **当前中国资产更为均衡，体现在几个层面**。1、中国大类资产重回均衡，三季度以来股票市场的修正，使得股票和债券重新回到相对平衡水平。2、成长/价值亦从之前相对高估回到合理水平，即超额收益从显著偏离盈利增速差，回归到正常状态。3、投资者需要在产业投资和稳定红利风格之间，做好风格配置再平衡。同时，考虑到中国利率下行空间有限，但期限利差仍有收窄空间，可以通过拉长久期的方式增厚债券类投资收益。

三大关键主题

1. 中国经济的 K 型分化和相对韧性将延续

中国经济的 K 型是结构性而非周期性特征，预计未来数月仍将呈现出外需偏强，有效内需略有不足。此外，中国面临外部环境不确定仍显示出相对韧性，石油&天然气消耗占能源总消耗不足 30%。

2. 中国股票设定为核心配置

我们中国股票设定为核心配置。尽管中国在岸股票估值高于历史平均，但在岸股票股权风险溢价重回历史（自 2011 年起）中位数以上，即股票相对债券资产并未显著高估。

3. 中国资产再平衡

以红利风格打底，产业投资追求长期回报，构建更均衡的中国资产组合。我们的行业观点和机会型观点如下：

超配行业

- 信息科技、通信服务、能源、原材料

股票机会型投资观点

- AI 产业链
- 有色金属
- 新型电力系统

债券机会型投资观点

- 30 年期国债

中国宏观概览

概览

- **8 月经济数据边际修复但单月增速仍低于全年官方目标，“弱复苏+低通胀”仍是宏观运行主基调。**生产端、投资与外需改善，但消费走弱，我们测算 7-8 月 GDP 增速或低于官方目标区间，目前彭博一致预期三季度及全年增速分别为 4.5%和 4.6%。
- **AI 产业链与“新三样”持续支撑出口韧性，四季度中欧贸易摩擦风险抬升。**8 月贸易顺差同比增长 18%至 1,191 亿美元，前 8 个月 AI 与“新三样”相关产品合计贡献出口增长 53%，全年贸易顺差或突破 1.2 万亿美元。
- **财政仍是核心政策变量，央行降息制约因素较多。**政府债券发行提速有望带动财政支出四季度同比转正，托底基建投资；货币政策受美联储加息与能源价格反弹制约，重心仍是维持银行间流动性平稳。

8 月经济数据呈现边际修复，能源价格带动 PPI 通胀反弹。8 月生产端、投资与外需改善，但消费走弱。工业增加值、固定资产投资、出口同比增速分别为 5.2%、-10.6%和 25%，均好于 7 月的 4.5%、-12.8%和 23.9%，而服务业生产指数、社会消费品零售总额（社零）同比增速分别为 4.1%和 0.4%，均低于 7 月的 4.3%和 0.6%。我们测算 7-8 月 GDP 增速或低于全年官方目标区间 4.5-5.0%，目前彭博市场一致预期三季度 GDP 增速和全年增速分别为 4.5%和 4.6%。

通胀方面，能源价格反弹导致 8 月 PPI 和 CPI 环比均转正，PPI 同比回升 0.3 个百分点至 3.8%，CPI 同比和核心 CPI 同比分别反弹至 0.8%和 1.0%，其中能源价格涨幅由 7 月的 0.6%扩至 8 月的 4.1%，影响 CPI 同比上涨约 0.28 个百分点。目前彭博市场一致预期三、四季度 CPI 分别为 0.8%和 0.9%，PPI 预期则分别为 3.4%和 2.7%，再通胀进程仍受内需偏弱制约。

投资跌幅收窄，基建投资改善是主因。由于地方专项债发行提速，基建投资同比跌幅从 7 月的 11.2%收窄至 6.9%。房地产投资同比跌幅亦收窄至 25.4%，但住宅销售面积、新开工面积、房地产开发资金来源同比跌幅分别扩至 15.6%、31.5%、26.6%。一线城市新建住宅价格环比上涨 0.1%，但 70 个大中城市环比已连续下跌 39 个月。近期房地产市场从预售制向现房销售转型的制度改革将降低房屋交付风险，但短期或增加房企资金压力并抑制新增住房供给。

消费走弱且结构分化加剧，消费者信心边际回落。8 月社零同比增速降至 0.4%，其中通讯器材和烟酒同比增长 27.3%和 12.5%，但汽车、金银珠宝、建筑装饰材料均为两位数负增长。预期层面，消费者信心指数连续三个月回落且 7 月降至 89.2，就业和收入预期同步下行，消费意愿持平。

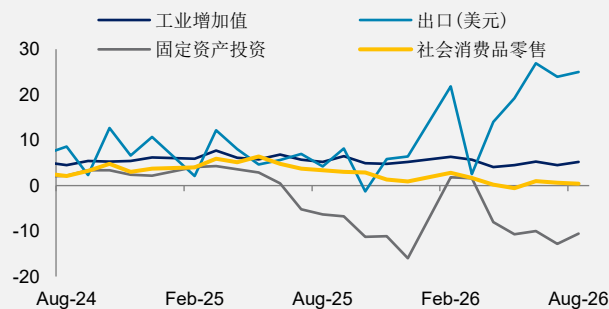
出口延续韧性，AI 产业链与“新三样”双轮驱动格局不变。8 月贸易顺差同比增长 17.9%至 1,191 亿美元；前 8 个月累计贸易顺差 8,055 亿美元，同比增长 3.1%，预计全年或突破 1.2 万亿美元。目前彭博市场一致预期全年出口增速 17%，较 8 月底上修 2.9 个百分点。结构上，8 月集成电路、电脑及零部件出口分别同比增长 130%和 77%，电动载人汽车、锂电池、光伏产品组成的“新三样”同比增长 36%，前 8 个月 AI 和“新三样”相关产品合计贡献出口增长 53%。需警惕的是，四季度中欧贸易摩擦或有抬升风险，针对新能源产业的相关限制措施可能出台。

内需和信贷疲弱支持货币政策宽松，但美联储加息和能源价格制约降息空间，重心仍是维持流动性充裕。以滚动 12 个月求和计算，企业新增中长期贷款较 2023 年 6 月高点累计下降 51%，居民新增中长期贷款较 2021 年 4 月高点累计降幅达 97%，宽信用传导不畅的格局未变。外部环境方面，近期美联储、欧央行、日本央行等主要经济体进入加息周期，对国内货币政策形成明显制约。综合来看，货币政策重心仍是维持银行间流动性平稳，7 月以来央行已通过买断式逆回购、MLF 以及国债买卖等中长期流动性工具连续三个月净投放。

财政仍是最重要政策变量，政府债券发行提速或带动财政支出增速四季度转正。前 8 个月广义财政支出累计同比下降 3.5%，是二季度以来经济动能的主要拖累项；8 月广义财政支出同比跌幅从 7 月的 4.4%扩至 6.7%。但积极信号已显现：截至 9 月 23 日，新增地方专项债累计发行 3.32 万亿元，已完成全年额度 4.4 万亿元的 76%，虽低于去年同期的 78%，但后续发行节奏将进一步加快，有望带动财政支出四季度同比转正，从而带动基建投资增速企稳。

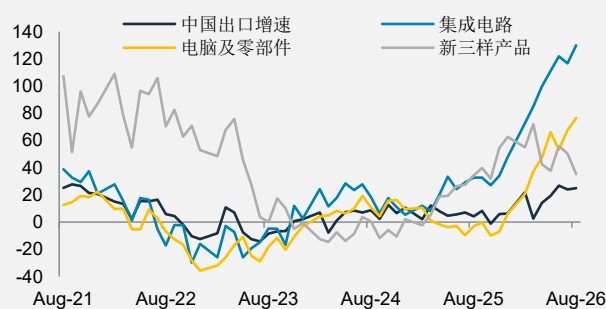
关键图表

图 1. 8 月经济数据呈现边际修复 (% 当月同比)



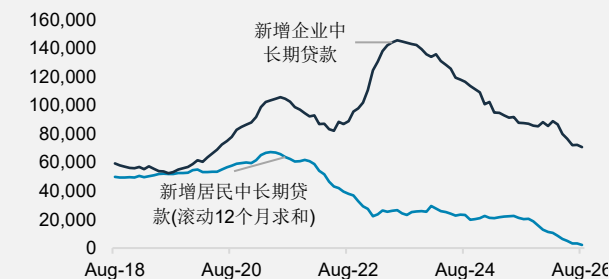
数据来源：Wind, 渣打银行

图 2. 前 8 个月 AI 和新三样产品贡献了 53% 出口增长 (% 当月同比)



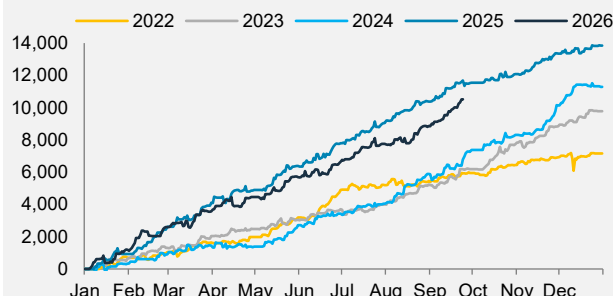
数据来源：Wind, 渣打银行

图 3. 居民和企业新增中长期贷款仍在下行通道 (亿元)



数据来源：Wind, 渣打银行

图 4. 年初至今国债和地方政府债净发行额 (十亿元)



数据来源：Wind, 渣打银行

中国固定收益概览

我们的观点

- 核心观点：**利率债维持拉长久期策略，预计四季度 10 年期国债收益率运行区间为 1.60%-1.70%；点心债受益于收益率溢价与南向资金流入双重支撑，中长久期品种占优；信用债以中高等级票息策略为主，财政部注资利好金融类信用债；熊猫债受益于人民币国际化驱动，外资参与度同步提升；中资美元债维持短久期投资级防御，等待收益率下行信号。新增做多 30 年期国债机会型投资观点。
- 主要风险：**财政发力超预期推升长端利率；流动性边际收紧引发阶段性回调；债券收益率下行过快引发央行宏观审慎管理

利率债：长端收益率仍有下行空间，维持拉长久期策略。当前 30 年/10 年期国债期限利差处于近五年 65%分位数，后续仍有收窄空间，预计四季度 10 年期国债收益率运行区间为 1.60%-1.70%。供给端，1.3 万亿元超长期特别国债将于 10 月中旬发行完毕，2 万亿元地方隐性债务置换额度基本使用完毕，四季度超长期供给压力边际回落，政府债券平均发行期限有望

缩短。需求端，以滚动 12 个月社融增量/GDP 同比变动衡量的信用脉冲指数，截至 8 月已连续六个月为负，反映实体融资需求走弱，金融机构债券投资增速仍显著高于贷款增速。截至 9 月 23 日，中债国债总财富指数年初至今总回报为 3.13%，其中票息回报 1.66%、价格回报 1.48%。

信用债：财政部注资利好金融类信用债，中高等级票息策略为主。 截至 9 月 23 日，中债信用债总财富指数年初至今总回报为 2.34%，其中票息回报 1.76%、价格回报 0.57%。财政部计划 3,000 亿元注资国有银行与保险公司，核心一级资本充足率提升后，银行和保险补充资本的发债需求下降，利好银行二级资本债和保险金融债。目前 5 年期 AAA-级商业银行二级资本债与普通债的利差仍处于近五年 45%分位数，以条款溢价替代信用下沉增厚收益仍具吸引力。8 月理财规模增加 0.35 万亿元，略高于 2021-25 年的 8 月平均增量（0.28 万亿元），截至 8 月末，广义基金（包括银行理财和公募基金）连续五个月净买入境内债券，需求韧性支撑信用利差低位。

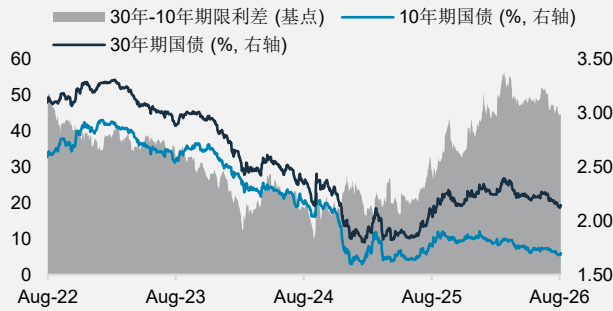
熊猫债：人民币国际化驱动市场扩容，外资参与度同步提升。 截至 9 月 23 日，熊猫债年初至今总发行量达 2,450 亿元，同比增长 78%，存量规模突破 5,408 亿元。8 月末，境外机构持有熊猫债比重为 14.7%，高于国债（4.6%）与政策性金融债（2.9%）。今年以来平均发行期限 3.26 年、平均发行利率 1.84%，发行期限拉长而发行利率下行，吸引更多外资发行人入场。中债熊猫债 AAA 指数年初至今总回报约 2.02%，其中票息回报 1.61%、价格回报 0.41%，收益表现稳健，但弹性弱于点心债，适合作为人民币资产组合的补充配置。

点心债：收益率溢价与南向资金流入双重支撑，中长久期品种表现更佳。 目前 iBoxx 离岸人民币债券指数收益率较在岸指数仍高出约 40 个基点，收益率溢价仍有吸引力。前 8 个月，境内金融机构通过“南向债券通”累计净买入 2,766 亿元，已超过 2025 年全年规模，直逼 2022 年历史高点（3,514 亿元）。截至 9 月 23 日，iBoxx 离岸人民币债券指数年初至今总回报 2.98%，其中票息回报 2.07%、价格回报 0.91%，已连续四年实现正价格回报；5-10 年期品种总回报显著优于整体，显示在离岸人民币流动性宽松支撑下可适当拉长久期。香港首个五年规划明确扩大点心债发行规模并推动点心债指数发展，长期来看市场深度与流动性将持续改善。

中资美元债：美联储加息压制总回报，维持短久期防御策略。 截至 9 月 23 日，iBoxx 投资级中资美元债指数年初至今总回报仅 0.23%，其中票息回报 2.86%、价格回报-2.63%。iBoxx 高收益中资美元债指数年初至今总回报为 3.52%，表现优于投资级，主要由短久期与高票息支撑，但板块内部地产债占比仍高，从预售制到现房销售的制度改革对房企现金流的影响尚未完全消化。美联储 9 月时隔三年重启加息后，我们预计 12 月很可能再次加息一次，配置策略以短久期投资级品种防御为主，锁定票息收益，待收益率下行信号明确后逐步拉长久期。

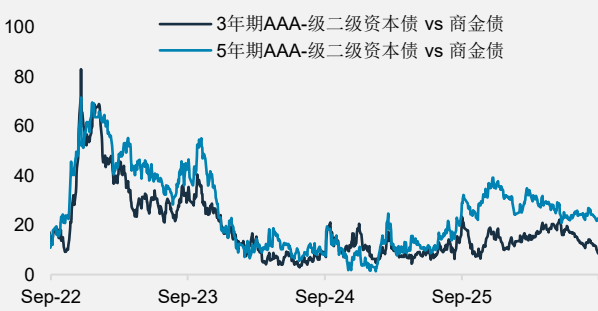
关键图表

图 5. 10 年期和 30 年期中国国债收益率 (%)



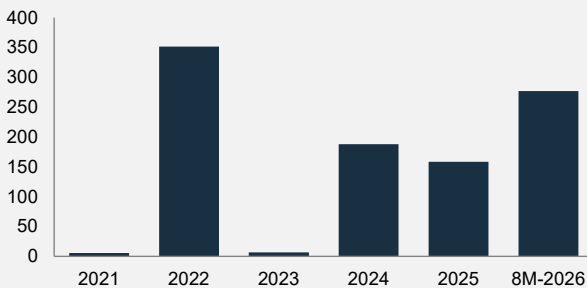
数据来源：Wind, 渣打银行

图 6. 商业银行二级资本债对商业银行普通债信用利差 (%)



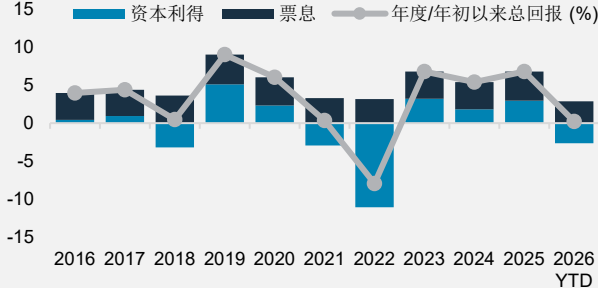
数据来源：Wind, 渣打银行

图 7. 境内金融机构“南向债券通”持仓规模 (亿元)



数据来源：Wind, 渣打银行

图 8. iBoxx 投资级中资美元债指数总回报 (%)



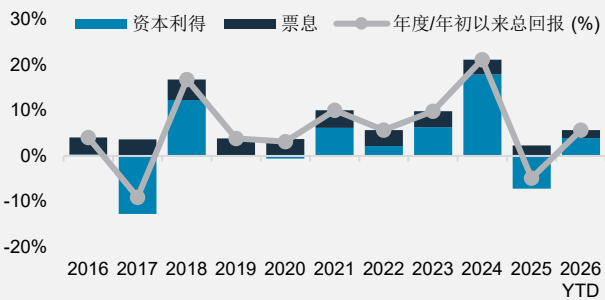
数据来源：Wind, 渣打银行

债券机会型投资观点

30 年期国债

本月我们提出做多 30 年期国债的机会型投资观点。我们测算未来 12 个月潜在总回报约 5%，核心假设为 30 年期国债收益率在未来 12 个月下行 10-15 个基点，叠加稳定票息回报。支撑逻辑：基本面，增长通胀双弱，实体融资需求不足；政策面，短端降息约束较强，收益率曲线平坦化趋势延续；供需面，四季度超长期特别国债发行收尾，超长端供给压力边际回落，银行配置需求持续强劲，共同支撑长端利率下行。此外，中国长端国债收益率与发达国家政府债券收益率相关性低，受美联储政策冲击弱，且与国内权益资产负相关，可优化组合风险收益。

图 9. 中债 30 年期国债指数总回报 (%)



数据来源：Wind, 渣打银行

中国股市概览

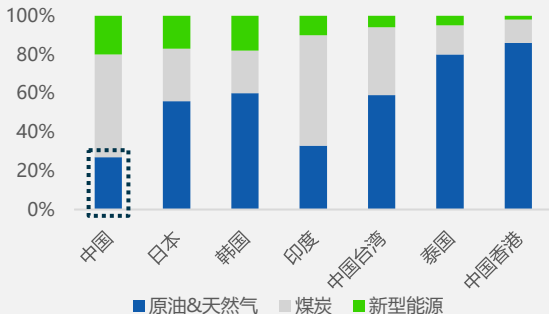
我们的观点

- **我们将中国股票设定为核心配置。**外部扰动有所增加，且资本市场开始消化局部高估值。但面对地缘不确定性中国显示出相对韧性，受油价冲击程度更小，且科技创新和人工智能本地化投资迅速发展。明晟中国估值仍然便宜，市盈率为 10.2 倍（十年平均市盈率为 11.6 倍）vs 中国在岸股票估值高于历史平均，但在岸股票股权风险溢价重回历史（自 2011 年起）中位数以上，即股票相对债券资产并未显著高估。
- **重视新兴产业投资主线贯穿。**中国「十五五」规划明确将科技自立自强列为核心战略支柱，高端制造与科技自主可控正成为中国经济中新的增长引擎。此外，中国在 AI 下半场应用变现和对生产率提升，具有更广义的生态链。
- **结构性机会值得关注。**板块层面，科技与通信服务为首选，能源和原材料同步超配；我们下调工业至中性，同时维持金融、医药行业中性观点；消费、公用事业和房地产因内需疲软维持低配观点。
- **主要风险：**海外不确定性仍在，主要包括地缘挑战和油价超预期，全球集中性交易扰动，美国 9 月加息后鹰派预期，美国中期选举等。此外，前期上涨后，国内短期暂时缺乏明确性主线。

关键图表

图 9：地缘挑战超预期对中国经济的冲击相对较小

亚洲主要国家/地区 能源消耗结构 %



数据来源：Wind、Bloomberg、渣打银行

图 10：整体估值处于历史中高，呈现两极分化

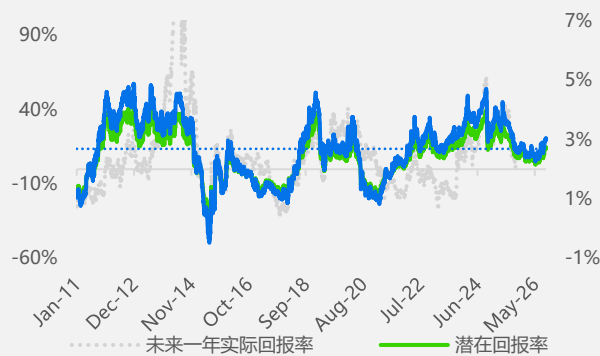
全 A TTM 市盈率



数据来源：Wind、Bloomberg、渣打银行

图 11：股票性价比回到中等偏上

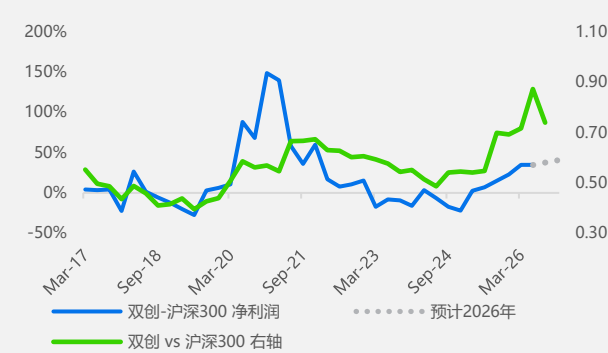
全 A：风险溢价、潜在回报率和实际回报率 %



数据来源：Wind、Bloomberg、渣打银行

图 12：景气差决定相对表现，Q2 脱离基本面，Q3 基本平衡

双创-沪深 300 归母净利润增速差 vs 创业板相对沪深 300 表现



数据来源：Wind、Bloomberg、渣打银行

超配行业详述

信息技术（超配）

我们看好中国股票的信息技术行业。主要受到 AI 产业发展仍有巨大空间、中报后持续行业高景气度、以及高质量发展政策等支持。预计未来数年时间内，AI 产业发展将从“建造 AI，前端算力”逐步发展到“AI 应用”等更广泛的领域，中国在下半场具有更有深度的制造业和广义 AI 生态链。中报披露后，26/27 年净利润增速分别上修至 75%和 36%，领先于 2026 年全 A 归母净利润增速（预计约为 16%）。同时，考虑到行业估值仍有消化空间（TTM 市盈率 53 倍，历史分位 67%），交易集中度亦偏高，海外扰动仍然存在，行业潜在波动性较大。

- **硬件算力链（出口+国内更新共振）**：海外云厂商资本开支持续高增，国内算力网络建设放量期。
- **AI 行业应用和端侧迭代**：商业化兑现主线，从大模型训练转向垂直行业落地订单，看好制造业、金融、政企场景。
- **软件自主与数据要素**：「十五五」驱动自主可控为长期主线，节奏依赖政策落地催化，以结构性机会为主。

通信服务（超配）

全球算力建设保持韧性，我们预计 2026 年全球 AI 相关资本支出规模超过 7000 亿美元，并将在 2030 年增长至约 1.6 万亿美元，五年复合增长率 30%。数据中心、算力网络、电力配套及冷却系统等 AI 基础设施将在 2026 至 2030 年间累计吸引约 5.4 万亿美元投资。国内需求方面，大模型多模态与 AI 应用发展，行业潜在受益于未来五年 2 万亿数据中心建设。同时传统三大运营商稳定现金流支撑红利资产属性。但行业集中度高（主要光模块）且受美国政策限制影响。

- **光通信出海链条**：全球算力建设，围绕出口订单兑现和海外竞争格局，1.6T、下一代光互联产品迭代持续推进。
- **运营商 AI 业务变现**：传统高派息提供安全边际，算力出租、行业数字化加速落地，运营商从管道向算力服务商转型。
- **算力传输基础设施**：国内算力枢纽、跨区域算力互通建设持续推进，短期释放节奏以招标落地情况为主。

能源（超配）

上调能源行业至超配。主要因为地缘不确定推高短期油价中枢，中东两大输油管道，霍尔木兹海峡、甚至曼德海峡通行均存在不确定性。此外风险偏好反复使得市场潜在重新关注股息策略。

- **传统油气链（资源品主线）**：油价超预期维持高位，上游油气开采企业盈利稳定性增强，高分红属性凸显配置价值。
- **电力运营板块**：火电盈利修复，风光新能源运营规模持续扩张，电力市场化改革推进。

原材料（超配）

贵金属收益于“去美元化”的长期逻辑强化。铜受益全球供需格局，未来数年的数据中心建设以及铜精矿供给低增长。其他金属在反内卷推动下，铝和钢铁等库存继续去化，供给市场化出清已开始出现，基本面有望修复。

- **贵金属**：黄金三因子定价仍然成立，即实际利率、央行需求、全球债务周期。自 2025 年 8 月起的交易性行为已经基本去水，我们仍然看多黄金未来 12 个月价格。
- **工业金属**：铜价受益于全球供需格局，铝方面国内继续去库存，锡价格在供应扰动下有所支撑。
- **能源金属**：长期的能源转型逻辑不变，短期内锂供应过剩压力不容忽视。
- **稀土与战略小金属**：中国在稀土冶炼、分离加工环节全球领先位置，但整体原矿供给并非完全自给。
- **风险**：铝和钢铁等仍然受限于库存压力，原材料内部分化显著。

行业观点

行业/主题	观点	核心逻辑
信息科技	超配▲	景气度仍在，中报后 26/27 年利润增速上修至 75%和 36%。同时 AI 产业确定性高，中国拥有更广义的 AI 生态链。需留意尽管估值消化，当然 TTM 市盈率 53 倍仍在历史 67%分位，易受海外扰动造成阶段性波动增加。
通信服务	超配▲	大模型多模态与 AI 应用发展，行业潜在受益于未来五年 2 万亿数据中心建设。同时传统三大运营商稳定现金流支撑红利资产属性。但行业集中度高（主要光模块）且受美国政策限制影响。
能源	超配▲	我们上调能源行业至超配，地缘不确定推高短期油价中枢，风险偏好不确定使得市场潜在重新关注股息策略；但整体行业成交占比仍然较低，且成长性略有不足。
原材料	超配▲	贵金属部分：长期逻辑，黄金的三因子定价仍然成立。工业金属方面：铜价供需格局占优。能源金属：供需偏紧格局不变，库存继续去化，库存总量已经不高。
金融	中性◆	板块盈利高增但内部分化，估值修复呈脉冲式特征，低估值+高股息提供配置价值。 二季度金融净利润同比+32%，券商（+163%）、保险（+80%）弹性居前，银行（+2.9%）表现平稳
医药卫生	中性◆	医药创新出海、CXO 产业链与生命科学仍然是核心的驱动。此类行情往往具备高成长且高波动性，且非创新药类仍受集采影响。
工业	中性◆	终端能源需求方面，由电力代替传统能源的趋势不变，中国在电力相关的工业领域断层领先。整体行业表现过于依赖于权重个股。
公用事业	低配▼	盈利承压但防御属性凸显，特高压与容量电价形成边际支撑。 二季度板块净利润同比-20%，火电、核电增速转负，水电相对稳健；新能源消纳与火电灵活性改造滞后构成供需矛盾。特高压提速、容量电价落地及"十五五"电网投资超 5 万亿为火电托底
主要消费	低配▼	供给侧加速出清，白酒加速去库、生猪产能去化，估值与持仓处于历史低位，但需求侧仍在筑底阶段，居民消费意愿谨慎，储蓄倾向偏高，内生动能不足，基本面尚待拐点。
可选消费	低配▼	分化态势依旧，通讯器材具韧性，而汽车、金银珠宝板块表现疲软。需求端尚未回暖，内需仍在探底阶段，消费复苏总量动能偏缓，居民收入增速高于消费增速，消费意愿低迷，需求侧压力依旧集中。
房地产	低配▼	基本面仍处磨底出清阶段，现房销售改革加速行业洗牌，政策底距市场底仍有差距。 8 月销售面积降幅扩大，一线房价环比增长，二三线房价延续下行；开发投资降幅收窄但新开工、资金来源降幅走阔

机会型投资观点

AI 产业链

我们维持 AI 产业链机会型投资观点。产业政策支持将贯穿“十五五规划”。AI 产业演进仍处于早期阶段，未来中国具有更广义的 AI 生态链。数据中心方面，海外投资机会更聚焦电力设备，中国更偏向基础设施空间，因为中国当前数据中心撞机容量约为美国 61%，数据中心数量仅为 12.5%。

此外，AI 产业链仍具备高景气优势。中国股票盈利周期见底回升，预计 2026 年全 A 归母净利润增速 16%，AI 产业链 2026 年和 2027 年净利润增速分别为 131%和 50%（较 7 月 114%和 46%上修），相对指数基准和沪深 300 具备相对景气优势。景气度能否实现持续高增且不明显下滑是主题投资的关键。

需留意该主题潜在波动率高于市场基准，潜在风险包括：地缘挑战仍不确定、美联储年末加息预期以及中期选举等。

有色金属

我们维持有色金属机会型投资观点。有色主要行业构成为贵金属、工业金属和稀土战略小金属。 预计行业 2026 年净利润增速 84%，超过市场基准（全 A 约为 15-16%），并且当前估值水平处于历史相对低位。

贵金属我们仍然看多未来 12 个月黄金价格，自 2022 年以来，黄金的定价已经由实际利率、央行需求、全球债务周期共同驱动。工业金属之中，铜价表现最好，受益于全球供需格局，未来数年的数据中心建设以及铜精矿供给低增长，铝方面国内继续去库存，锡价格在供应扰动下有所支撑。

其他稀土与战略小金属，中国在稀土冶炼、分离加工环节全球领先地位，但整体原矿供给并非完全自给，更多以结构性行情为主。

新型电力系统

我们维持新型电力机会型投资观点。

中国和海外电力设备投资的逻辑存在本质差异，中国发电量相当于美国和欧洲总和，海外长期缺电使得主题性投资更聚焦在电力设备，而中国更多在数据中建设环节和新型电力系统。新型电力系统投资主要包含新型电力系统电源端、电网端、负荷端、储能端、电力系统智能化、碳交易服务和设备制造等电气自动化，涉及能源转型和 AI 基建更相关的题材。相比于传统电力能源以发电为主的投资机会，我们更专注于研发投入高，以及海外收入占比高的企业。

根据彭博的预测，全球终端能源消费正在持续向电力转移，2025 年，电力约占总量的 21%，明显低于石油产品的 38%。但是到 2047 年前后，电力将超过石油产品，全球用电量到 2050 年将增长 69%。工业方面仍然是近期需求主力，但是电动车和数据中心的重要性不断上升，预计到 2050 年这两项占比将达到 20%的份额。区域方面，亚洲将是新增需求最大的贡献，2025-2050 年预计占全球同期新增需求约 60%。在电力与电力设备市场供应当中，中国呈现断档领先，我们预计此板块将受益于全球电力与电气化转型叙事。

主要风险在于，海外需求端，尤其是 AI 产业链出现波动，可能带来影响。此外，内卷式竞争潜在对盈利产生影响。

主要风险

海外不确定性仍在，主要包括地缘挑战和油价超预期，全球集中性交易扰动，美国 9 月加息后鹰派预期，美国中期选举等。此外，前期上涨后，国内短期暂时缺乏明确性主线。

市场表现汇总

数据截至 2026 年 9 月 23 日；年初至今统计区间：2026 年 1 月 1 日 — 2026 年 9 月 23 日

资产类别	年初至今		近一月
股票			
沪深 300	-2.43%		-1.68%
上证综指	-0.81%		-2.00%
恒生指数	-3.11%		-0.47%
恒生科技指数	-20.61%		-16.81%
创业板指	5.51%		6.07%
债券			
中债国债指数	3.13%		0.24%
中债信用债指数	2.34%		0.27%
汇率 / 大宗商品			
人民币兑美元 (USD/CNY)	4.21%		0.24%
黄金 (人民币计价)	-4.18%		-6.72%
原油 (Brent)	61.40%		14.37%
铜 (LME)	16.96%		2.03%

数据来源：Bloomberg、Wind

披露

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打发表本文件时的意见、预测和估计，渣打可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。投资价值及其收益可升可跌，阁下可能无法收回原始投资的金额。阁下不一定能赚取利润，可能会蒙受损失。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任公司注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打环球私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打环球私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。

版权所有©2026, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到 CFRA 的书面许可，否则不得以任何形式复制 CFRA 提供的内容。CFRA 的内容不是投资建议，引用或观察 CFRA SERVICES 提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA 的内容包含 CFRA 根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。虽然 CFRA 在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但 CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于在法律允许的范围内，对适销性或适用于特定目的或使用的保证，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经 CFRA 事先书面许可，CFRA 提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA 和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用 CFRA 内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及／或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及／或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。请参阅渣打网站的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去 12 个月的意见／建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司／发行人的债务或股票证券的财务权益。所有相关策略师均获新加坡金融管理局或香港金融管理局发牌提供投资建议。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

可持续投资

任何使用或提及的 ESG 数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1) 晨星网站的可持续投资部分；2) Sustainalytics 网站的 ESG 风险评级部分；3) 明晟网站的 ESG 业务参与筛选研究（ESG Business Involvement Screening Research）部分，以及 4) 彭博的绿色、社会及可持续债券指南。ESG 数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。ESG 数据供应商提供的数据，未必能涵盖我们可持续投资范围（Sustainable Investment Universe）或基金精选（Fund Select）基金中的所有公司或证券。因此，小部分公司或证券将不在排除性筛选的范围内。可持续投资：这是指晨星归类为“ESG 意向投资 – 整体”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘中

已明确表示，它们或将 ESG 因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低／可忽略的公司所发行的股份／股额。就债券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低／可忽略的发行人所发行的债务工具，以及／或那些经彭博核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会（Sustainable Finance Governance Committee）另行批准。Sustainalytics 所显示的 ESG 风险评级是真实的，并不是该产品在任何特定分类系统或框架下被分类或销售为“绿色”、“可持续”或类似产品的指针。

中国内地：本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受国家金融监督管理总局、国家外汇管理局和中国人民银行监管。

免责声明

本报告仅供参考，不构成投资建议或买卖要约。过往表现不代表未来。投资有风险，请结合自身情况谨慎决策。