

2025年宏观经济与政策展望

踏浪前行，如日之升

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2024年12月

概述

- **经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力：**2025年一揽子政策持续释放之下，国内经济回稳向上趋势延续，但考虑到外部冲击的不确定性，经济增速5%左右或仍是努力目标。投资端，国内外补库及“两新”政策对制造业起到积极带动作用，考虑到贸易冲击后，乐观估计制造业投资达到8%左右，积极财政继续加力，预计全年广义基建投资增速提升至9%左右，在供需两端政策的共同发力下，叠加低基数，房地产投资增速有望收敛至-3%左右，对经济增长拖累减轻；内需端，“两新”政策或进一步加量扩面，社会消费品零售总额增速或回升至5%左右，进口增速有望实现2%左右的增长，CPI同比增速回升至1-1.5%；外需端，出口总体冲击可控，可能出现的抢出口对全年出口增速有所支撑，预计全年增速前高后低，或为3%左右。
- **逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控：**2025年，财政政策将更加给力，赤字率在3%的基础上，进一步上调的可能性较大，预计全年预算赤字率有望达到3.5%左右，新增专项债限额增至4万亿左右，用作资本金比例进一步扩大，超长期特别国债发行规模将在1.5-2万亿元左右，重点支持“两重”领域；货币政策坚持支持性立场，2025年上半年或是政府债发行高峰，预计全年降准100bp左右，目前国内物价仍处于低位，明年降息仍有可能，全年或降息25bp左右。配合国内经济刺激支撑，应对外需冲击、及人民币国际化的多重目标下货币政策总体保持宽松，但仍需综合考虑阶段性的汇率影响。
- **人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级：**人口负增长时代，我国生育政策不断优化，海外政府鼓励生育以补贴和服务支出为主，未来我国或出台更大力度的生育补贴政策，“机器换人”也是应对我国人口下降的另一途径；产业西迁是一大趋势，西部地区承接的产业中不仅包括传统制造业，如重化工业和劳动密集型产业，还包括新能源、电子信息等战略性新兴产业；当前民间投资积极性不高，民营经济发展的基础性法律有望出炉；国有企业做强做优做大是核心目标，未来央企并购重组进程有望加快，尤其将向战略性新兴产业、国防、粮食、能源安全等关键领域集中。
- **全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向。**美国方面，美联储步入降息周期，特朗普再度当选美国总统，共和党赢得参众两院，若特朗普主张政策落地，将对美国经济、债务、通胀以及就业等产生较大影响；欧洲方面，制造业仍在萎缩，整体经济前景不容乐观，政治上保护、民粹主义势力上升；日本方面，石破茂继续担任日本首相，仍面临内外困局，预计日本央行将在2025年继续加息；新兴市场方面，经济形势表现分化，印度经济快速发展，中亚经济逐步恢复，越南增长将较为强劲。
- **大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配。**国内逆转通缩政策延续，经济趋于回暖，目前A股市场估值并不高，美债利率趋于下行，2025年预计A股整体震荡趋涨，结构上建议关注内需消费链条、电池和光伏组件等板块；尽管中东、俄乌局势持续紧张，但在全球经济放缓背景下，石油需求疲软，预计短期内石油价格可能延续震荡偏弱；政治不确定性导致的避险需求将在2025年减弱，但国际地缘政治风险仍在持续，尤其近期朝鲜半岛局势紧张加剧，黄金短期可能面临波动，中期或呈上行态势；美债收益率有望震荡下行，但下降空间或有限，美股有望继续温和上涨，上半年表现或优于下半年。
- **风险提示：**美国对华政策风险，国内经济刺激政策效果不及预期，地缘政治风险。

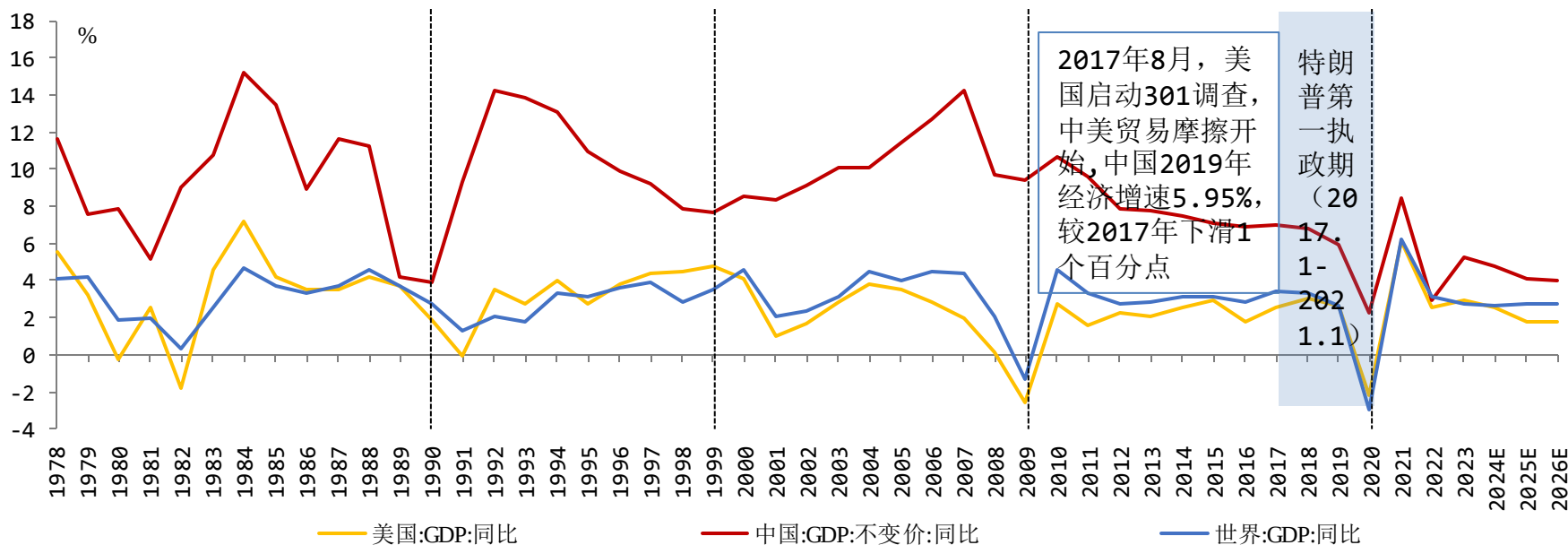
目 录

- ◆ **经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力**
- ◆ **逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控**
- ◆ **人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级**
- ◆ **全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向**
- ◆ **大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配**

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- 截至2024年9月，中国前三季度经济同比增速4.8%，美国前三季度经济同比增速2.7%，根据世界银行预测，2024年，美国经济增速2.5%，全球经济增速2.6%。今年前三季度，我国经济增速虽逐季下滑，但9月政治局会议提出“加力推出增量政策，努力完成全年经济社会发展目标任务”，此后一揽子增量政策陆续出台，**逆周期政策逐步起效，今年全年增速5%左右的目标完成可期。**
- 自1978年改革开放以来，我国年度经济增速始终快于美国和全球，2021-2035年，我国要基本实现现代化，隐含着我国年均GDP增速要达到4.7%左右，按照前高后低的趋势，“十四五”时期经济年均增速应达到5%-5.5%左右，2021-2024年我国经济年均增速5.4%左右，2025年国内经济在政策加力之下，回稳向上趋势仍将延续，**但考虑到特朗普政策可能带来的外部冲击，我们预计内外对冲后，叠加今年基数平稳，2025年我国经济增速5%左右或仍是努力目标。**

2025年中国经济增速较快增长趋势仍将继续，特朗普政策冲击或有限



注：世界GDP增速统计，及2024-2026年的经济增速预测数据采用世界银行数据；数据来源：wind、西南证券整理

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ 分地区来看，前三季度有18个省市的GDP增速超过全国增速4.8%，**西部地区的平均增速最快**，其次是东部和中部地区，东北地区平均增速最慢。前三季度，西藏增速最快，增速前五名的省份，西部地区有四个，山西、黑龙江和青海等增速较慢。与上半年相比，三季度受高温、台风、暴雨等极端恶劣天气以及需求不足等影响，除中西部部分省份外，其他省份三季度增速明显放缓，其中吉林、云南和广东等放缓最为显著。

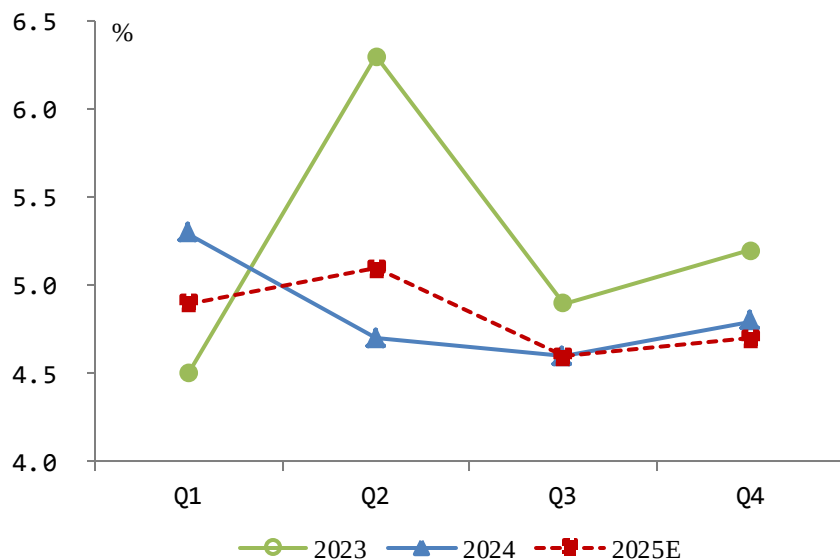
各省2024年前三季度经济增速对比

地区	省市	2024年GDP 增速目标	2024年前三 季度GDP 同比增速	2024年前三季度 vs 上半年增速 (个百分点)	地区	省市	2024年GDP 增速目标	2024年前三 季度GDP 同比增速	2024年前三季度 vs 上半年增速 (个百分点)
东部地区	北京	5%左右	5.10%	-0.30	西部地区	内蒙古	6%以上	5.80%	-0.40
	天津	4.5%左右	4.70%	-0.20		广西	5%以上	3.60%	0.00
	河北	5.5%左右	5.00%	0.00		重庆	6%左右	6.00%	-0.10
	上海	5%以上	4.70%	-0.10		四川	6%左右	5.30%	-0.10
	江苏	5%左右	5.70%	-0.10		贵州	5.5%左右	5.20%	-0.10
	浙江	5.5%以上	5.40%	-0.20		云南	5%左右	3.00%	-0.50
	福建	5.5%左右	5.50%	-0.10		西藏	8%左右	6.20%	0.10
	山东	5%以上	5.60%	-0.20		陕西	5.5%左右	4.60%	0.30
	广东	5%以上	3.40%	-0.50		甘肃	6%	6.00%	0.20
	海南	8%左右	3.20%	0.10		青海	5%左右	2.50%	1.50
中部地区	山西	5%左右	1.80%	-0.10	东北地区	宁夏	6%左右	4.90%	-0.20
	安徽	6%左右	5.40%	0.10		新疆	6.5%左右	5.50%	0.10
	江西	5%左右	4.70%	0.20		辽宁	5.5%左右	4.90%	-0.10
	河南	5.50%	5.00%	0.10		吉林	6%左右	4.10%	-1.60
	湖北	6.00%	5.70%	-0.14		黑龙江	5.5%左右	2.30%	0.80
	湖南	6%左右	4.50%	0.00					

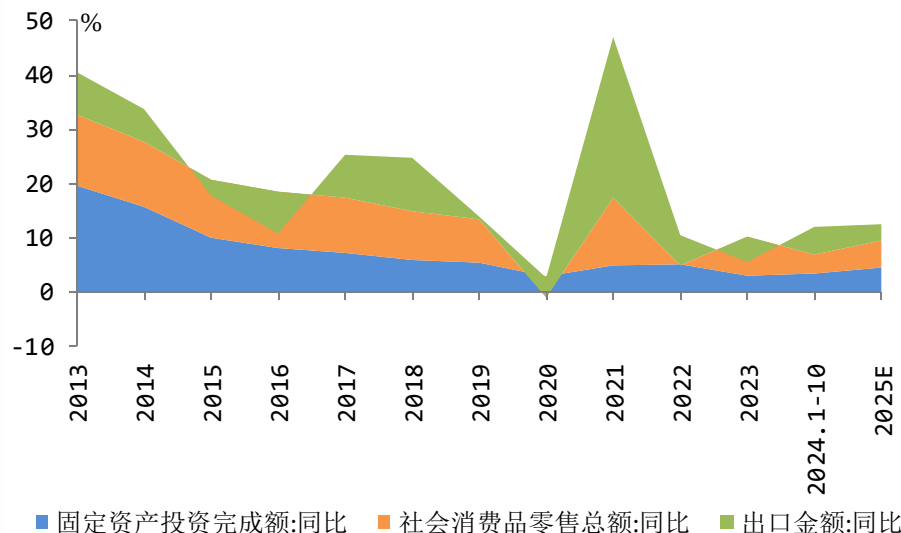
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **2025年经济增速或将继续保5%，高点或出现在二季度。**2024年三季度后一揽子政策陆续落地，政策效果在2025年上半年将持续释放，受基数效应及上半年政策叠加效果影响，2025年经济或呈现前高后稳走势，单季度最高增速或出现在二季度，有望突破5%，全年增速仍有望实现4.5-5%的增速。
- **对GDP的拉动中，消费与投资将继续起到主导作用，出口拉动或有所下降。**从主要拉动项来看，2024年前三季度最终消费对GDP的拉动为2.4%，资本形成总额对GDP的拉动为1.26%，净出口对GDP的拉动为1.14%，预计2025年消费和投资增速继续加快，出口增速或有回落。三大投资中，制造业投资仍将保持较快增长，基建投资在超长期特别国债和地方政府专项债增额之下，仍将成为支撑经济增长的重要力量，房地产投资或仍是负增长，但降幅将有所收敛。

2025年GDP增速有望前高后稳



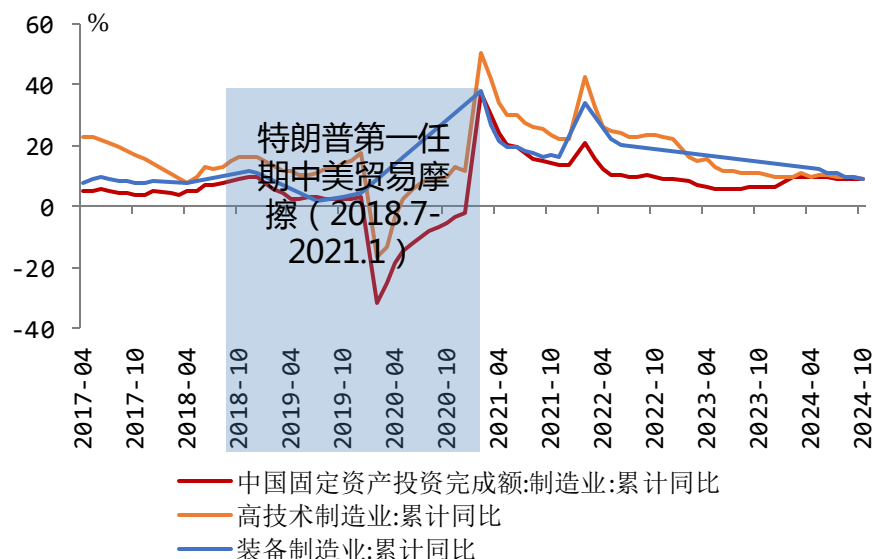
2025年内需或强于外需



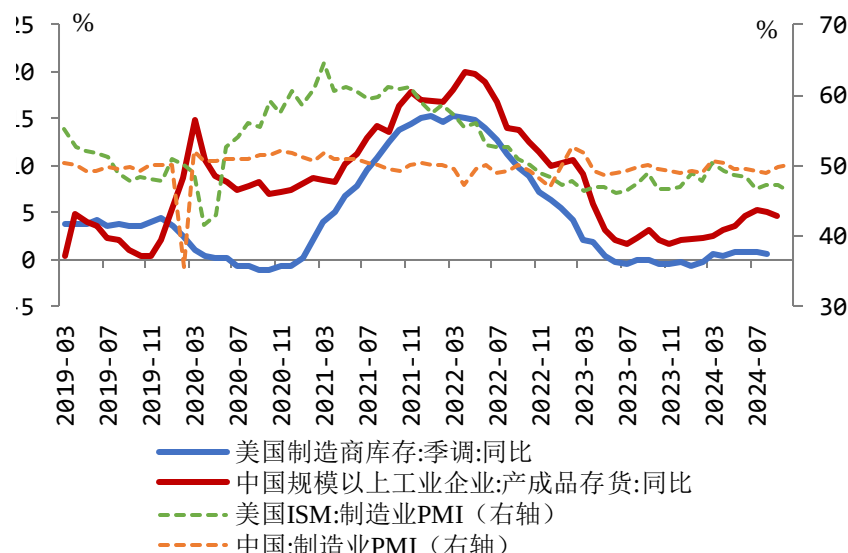
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **2025年基本面与潜在外部风险并存，政策拉动效果将持续显现。**1-10月，国内制造业投资增长9.3%，增速较1-9月回升0.1个百分点。10月，我国制造业PMI为50.1%，自5月以来首次上升至荣枯线之上，但产成品库存指数下降1.5个点至46.9%，9月国内产成品存货同比较8月回落0.5个百分点，虽较上半年有所回升，仍处于2021年以来的较低水平，国内仍有补库需求。同时，随着“两新”政策起效，装备制造业基本实现了两位数增长，截至10月，今年装备制造业投资累计增速9.1%，较1-9月放缓0.3个百分点，政策对制造业投资的拉动将持续显现。
- 海外方面，美国制造业存货量8月同比微涨0.59%，较7月下滑，仍处于2021年以来低位，ISM制造业PMI自4月以来连续7个月低于荣枯线，美国补库需求依然较强。**2025年从基本面来看，国内外补库及“两新”政策将起到积极带动作用，但特朗普上任后可能会面临新的中美贸易挑战，或对国内制造业有所冲击，政策正向拉动与外部风险对冲，乐观估计2025年制造业投资增速有望达到8%左右。**

高技术和装备制造业增速快于制造业整体增速



中美制造业库存增速均处低位，PMI走势分化



1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **制造业投资增速稳步抬升，上、中、下游增速有所变化。**按年度来看，2019年、2023年、2024年1-10月，制造业投资增速呈现阶梯上升态势，今年1-10月制造业投资增速9.3%，为2015年以来的较高增速（除去因基数效应带来的2021年的高增长）。2024年前10个月，从平均增速来看，上游>下游>中游，而2019年是中游>上游>下游，上游制造显著上升。与2019年相比，2024年前10个月，上游制造实现了加速增长，且增速均为两位数，中游制造中除计算机、通信和其他电子设备制造业外，其他行业较2019年都有不同程度加速，下游制造中除医药制造业外较2019年都有加速，且实现了两位数增长。
- **三类制造业疫情前后均保持较快增长，2025年持续关注内需相关及高技术制造。**跨越疫情前后，计算机、通信和其他电子设备制造业，专用设备制造业、化学原料和化学制品制造业保持了高于同期整体制造业增速的较快增长。2025年科技和内需的主线下，预计下游制造和中游高技术及设备更新改造相关制造业有望实现加速增长。

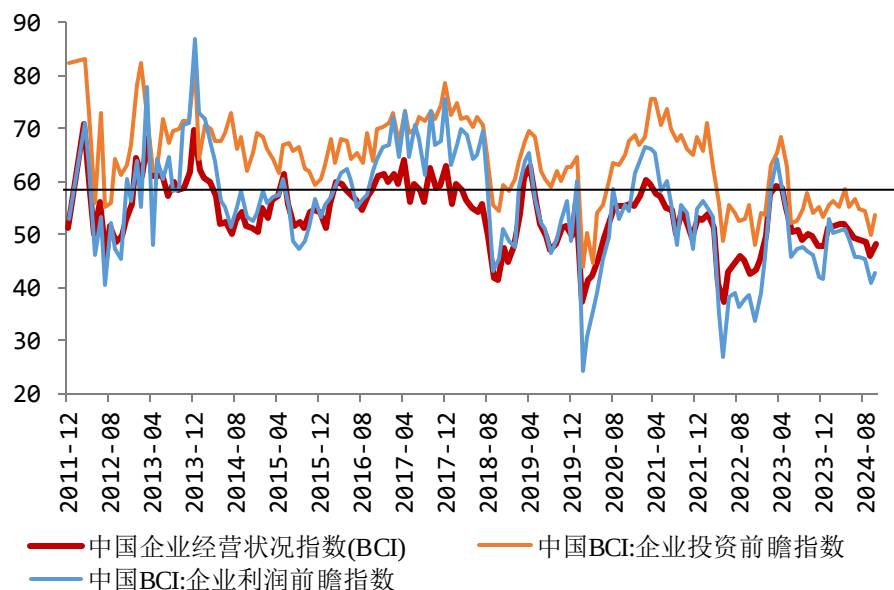
疫情前后制造业重点行业增速变化

行业名称 \ 各年同比增速（%）	2019年	2023年	2024.1-10
制造业	3.1	6.5	9.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.5	3.1	33
有色金属冶炼和压延加工业	1.2	12.5	25.9
食品制造业	-3.7	12.5	23.5
农副食品加工业	-8.7	7.7	18.8
金属制品业	-3.9	3.5	15.8
通用设备制造业	2.2	4.8	14.2
纺织业	-8.9	-0.4	15.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	16.8	9.3	13.2
专用设备制造业	9.7	10.4	11.9
化学原料和化学制品制造业	4.2	13.4	11.2
医药制造业	8.4	1.8	6.2
汽车制造业	-1.5	19.4	5.9
电气机械和器材制造业	-7.5	32.2	-2.8

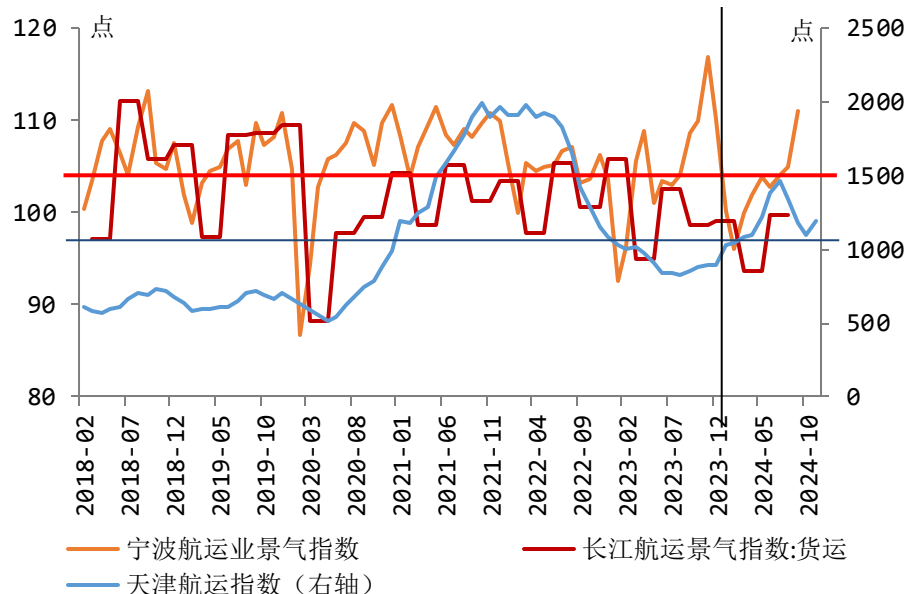
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- ❑ **企业经营状况预期改善，投资前瞻指数回升至荣枯线之上。**反映企业经营状况（主要是民营中小企业）的长江商学院BCI指数，2024年10月升至48.08%，虽仍位于荣枯线下，但较9月回升了2.06个百分点，结束了自4月以来的连续下行状态，自9月24日以来，一揽子政策的出台，企业经营的预期和利润预期都有所改善，10月，BCI企业投资前瞻指数53.52%，企业利润前瞻指数42.83%，分别较9月提高了3.85、2.05个百分点，与10月PMI回升至荣枯线上反映出的预期一致。
- ❑ 2024年1月以来，南北方航运指数整体呈现出波动上行态势，其中长江航运指数二季度较一季度回升了6.16点，宁波航运指数也是逐季回升，9月份单月出现了6.1点的大幅回升，天津航运指数在7月到达高点后，8-10月连续三个月回落，11月再拾升势，总体来看，**9月以来国内航运指数反映出我国运输业活跃度有所回升，后续产销循环进一步加快后，制造业投资有望保持较快增速。**

企业投资前瞻指数回升至荣枯线之上



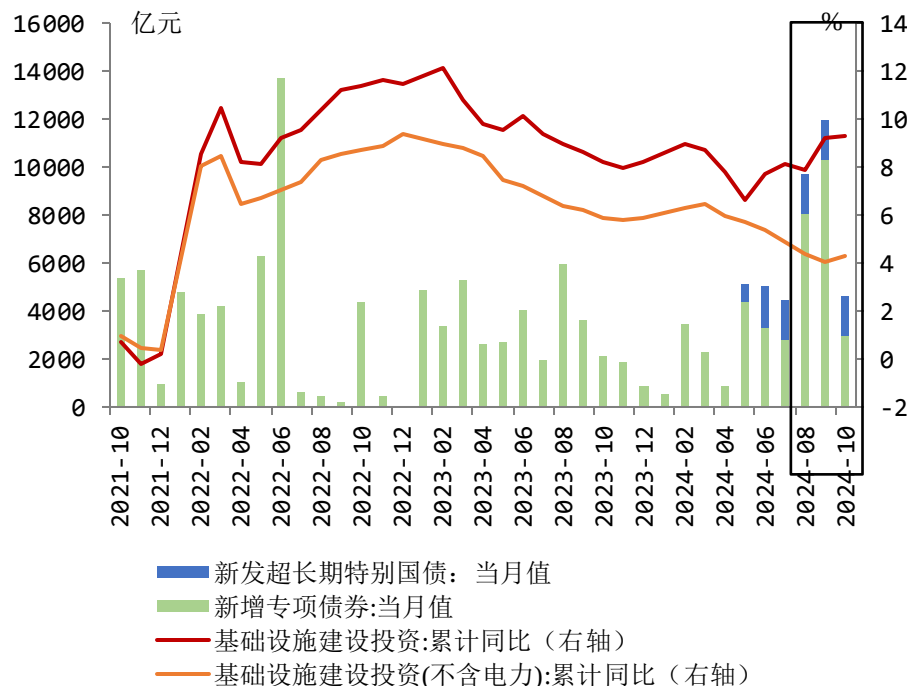
南方航运指数回升，北方航运指数回落



1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ **广义基建投资加速，发债力度加大，2025年基建投资增速有望进一步加快。**2024年广义基建投资增速波动上行，1-10月，广义基建投资同比增长9.35%，较1-9月加快约0.1个百分点，狭义基建投资4.3%，全年前高后低，与广义基建投资增速的分化持续加剧，这主要与电力、热力、燃气及水生产和供应业投资今年以来保持了20%以上高增速有关。专项债和超长期特别国债，自8月后发行加速，8-9月二者总计发行2.17万亿元，对基建投资形成有效拉动。2025年积极财政继续加力，专项债和超长期债发行有望加码，虽然专项债中化债和收储会占用一定新增限额，但总体来看，**基建投资仍是政府投资的主要选项，预计2025年基建投资仍有加速之势，全年广义基建投资增速有望达9%左右。**

8月后债券加快发行，9、10月广义基建投资加速



2024年央地项目审批通过项目数显著增加

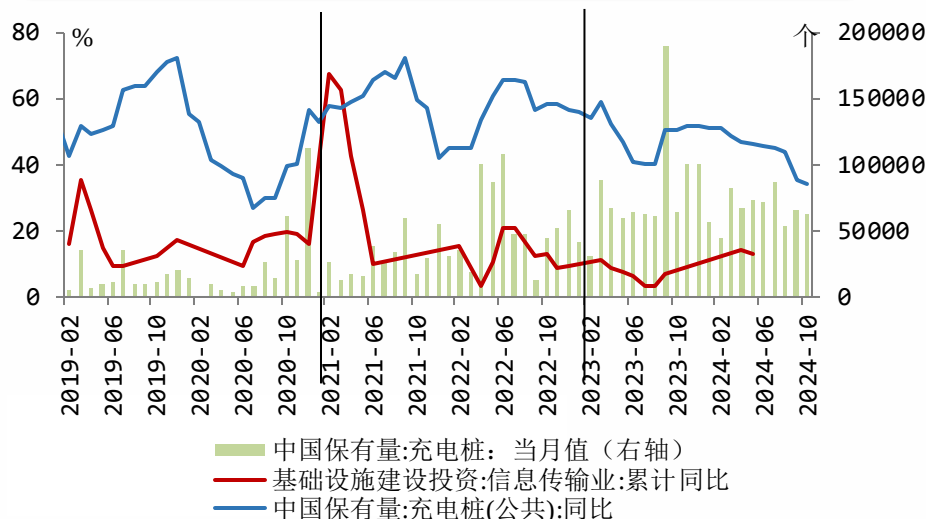
时间	审批通过（个）
2023年9月	715
2023年10月	353
2023年11月	352
2023年12月	520
2024年1月	1133
2024年2月	488
2024年3月	1029
2024年4月	816
2024年5月	1218
2024年6月	1199
2024年7月	1577
2024年8月	1746
2024年9月	1860
2024年10月	1416
2024年11月	1400

增加项目数

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **新基建持续保持快速增长，但细分行业增速趋势分化。** 2023年上半年新型基础设施投资同比增长16.2%，2024年新基建投资持续增长，综合测算预计全年增速15%左右。细分行业来看，信息传输业基建投资2024年1-5月累计增速12.9%，较2023年同期加快5.4个百分点，而充电桩虽然增速较高，但边际有所放缓，截至2024年10月，我国充电桩(公共)保有量同比增长34.3%，与2023年同期相比，放缓16.01个百分点。**2025年超长期特别国债，将增强对“两重”（重大战略实施和重点领域安全能力）建设的支持力度，预计新基建仍将保持显著高于传统基建投资的增速，其中通信、数字、大数据中心、人工智能等领域新基建增速有望加快。**

新基建相关领域投资增速差异较大，存在潜力

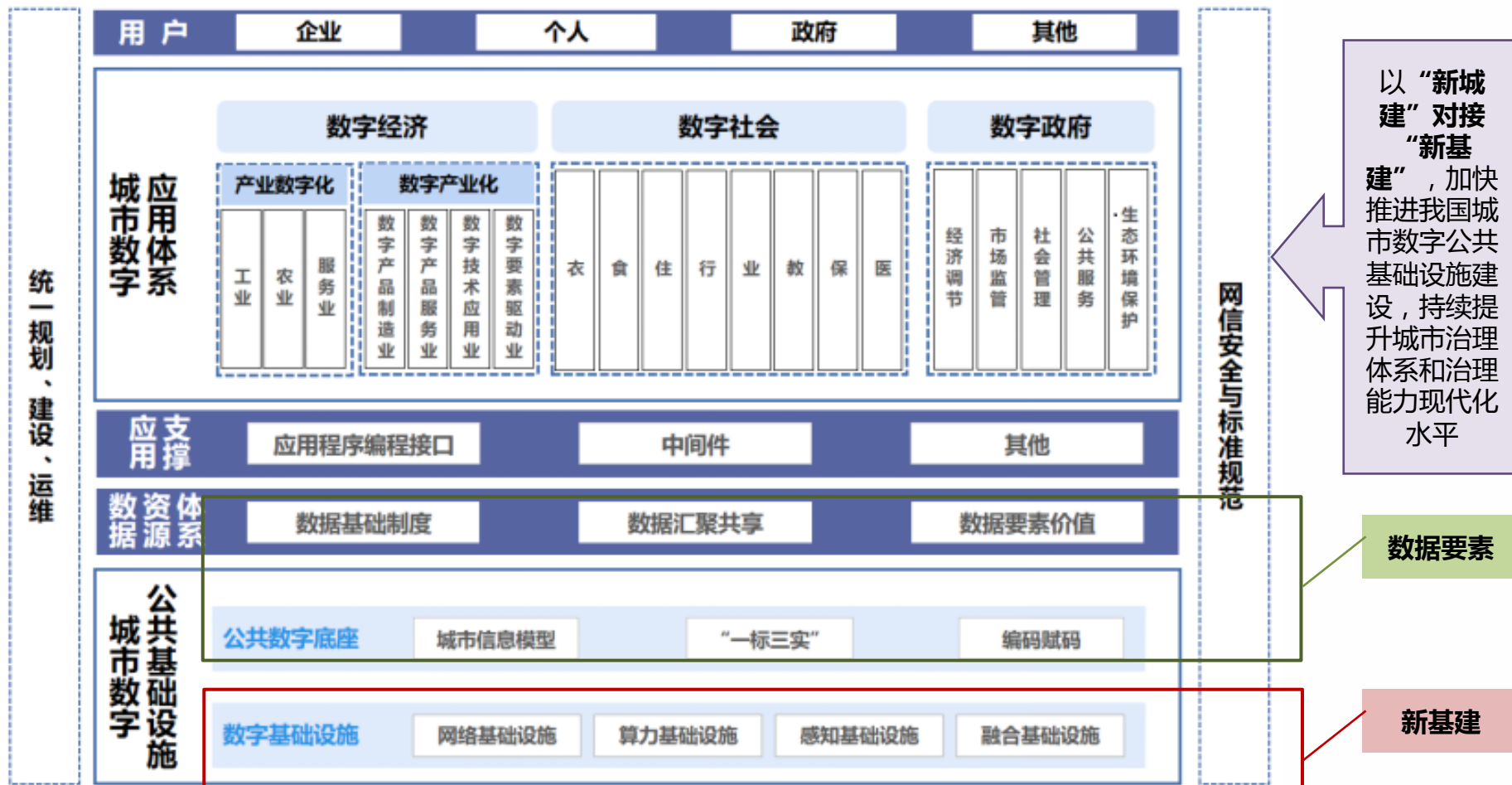


近期出台的新基建相关政策

文件名称	要点
《电力装备制造业数字化转型实施方案》（工信部，2024.10）	到2027年电力装备制造业数字化转型取得明显成效：数字化水平明显提升，电力装备制造业重点企业关键工序数控化率、数字化研发设计工具普及率分别超过75%、90%；标杆引领作用持续增强，建成15个左右国家级智能工厂5家左右数字领航企业、10个左右5G工厂；支撑服务能力不断完善，建设3个左右电力装备制造数字化转型促进中心，培育10个左右特色专业型工业互联网平台、优秀解决方案服务商
《城市数字公共基础设施标准体系》（住房城乡建设部，2024.10）	以“新城建”对接“新基建”，明确城市数字公共基础设施标准体系框架，加快推进我国城市数字公共基础设施建设，持续提升城市治理体系和治理能力现代化水平，全面推动构建城市发展新格局
《北京市算力基础设施建设实施方案(2024—2027年)》(2024.4)	到2025年，本市智算供给规模达到45EFLOPS到2027年，实现智算基础设施软硬件产品全栈自主可控，具备100%自主可控智算中心建设能力；推进本市存量数据中心升级改造，到规划期末所有存量数据中心PUE值均不高于1.35。
《四川省加快制造业智能化改造数字化转型行动计划（2024-2027年）》(2024.10)	到2027年，全省规模以上工业企业实现数字化转型全覆盖，累计打造300个省级以上“智改数转”标杆项目，培育200家智能制造先进工厂和100个人工智能创新应用场景，力争全省制造业数字化转型和智能制造水平进入全国第一梯队

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

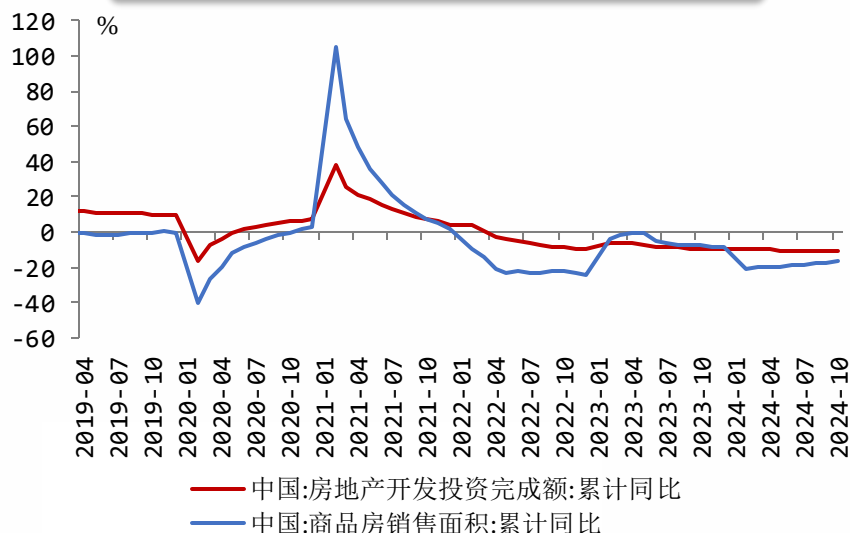
数字孪生城市建设框架



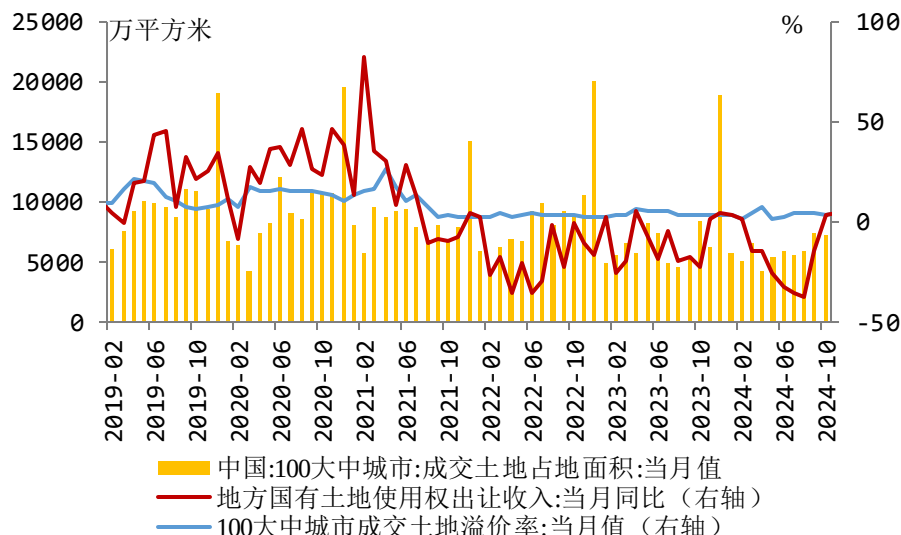
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- ❑ **房地产供需两端降幅收窄，土地成交活跃度上升。**1-10月，房地产开发投资同比下降10.3%，较前值降幅扩大0.2个百分点，商品房销售面积同比下降15.8%，降幅较前值收窄1.3个百分点。9月以来，新一轮房地产刺激政策落地后，土地和房地产销售成交活跃度均明显上升：9、10月100大中城市成交土地占地面积均超过7300万平方米，为年内最高，土地溢价率4%左右。10月地方国有土地使用权出让收入同比降幅也大幅收敛8.3个百分点至-10.51%；10月，十大城市商品房成交729.89万平方米，环比增长49.54%，同比由下降转为上涨4.71%。9月，商品房现房库存去化周期约为16.9个月，较8月下降，政策成效显著。
- ❑ **政策助力下2025年商品房开发投资负增长将有所收敛。**2025年，需求端刺激政策仍有空间，如税收抵扣、一线城市的限购全面解除、保障房收储等，供应端，2024年年底将“白名单”项目信贷规模增加至4万亿元，将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，同时，根据商品住宅去化周期来调整供地计划，优化增量，在供需两端政策的共同发力下，叠加低基数，2025年房地产投资增速有望收敛至-3%左右，对经济增长的拖累将有所减轻。

2024年房地产销售降幅大于投资



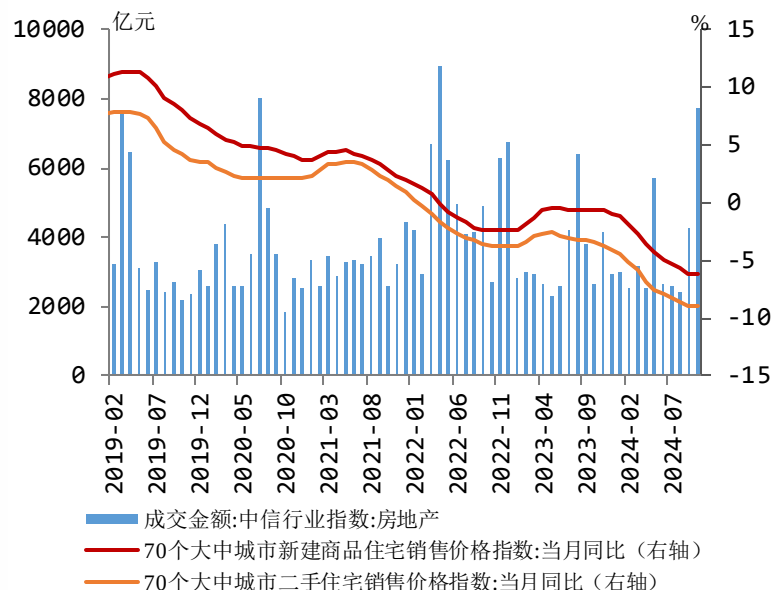
9月后土地成交价稳量升，活跃度增加



1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- 9月以来房屋销售额大幅增长，二手房价格略有企稳。9月中信房地产行业成交金额4273.3亿元，较8月大幅增加1855.6亿元，10月继续攀升至7741.9亿元。10月新房和二手房住宅销售价格指数月同比仍为负增长，分别为-6.2%和-8.9%，新房价格同比降幅扩大0.1个百分点，为年内最低增速，但二手房价格同比较9月降幅收敛0.1个百分点，二手房价格略有企稳。政策作用下，以价换量成效显著。
- 截至2024年10月，已有超过60个城市表态支持国有企业收存量商品房用作保障性住房，其中超过30个城市已经发布了具体细则和征集公告。“以购代建、以旧换新”成为主要的收储模式，但目前只有少数城市完成了收储甚至已转化为保障房并投入运营的城市数量有限，从专项支持贷款使用来看，截至今年9月末，用于收购存量商品房的3000亿元保障性住房再贷款余额162亿元，较6月末仅增加41亿元，收储工作整体进展仍较缓慢。

9月以来房屋销售以价换量成效显著



已完成收储/已转化为保障房并投入运营的城市

城市	规模	房源区域和用途	运营主体
福州	9501套	全市，保租房	福州安住发展有限公司
重庆	6804套	主城区，保租房	重庆嘉寓房屋租赁公司、重庆建渝住房租赁基金
天津	4个项目1826套	滨海新区，保租房	天津滨海新区建设投资集团地产公司
郑州	81个存量项目	全市，保租房	郑州城发安居有限公司
武汉	500余套	——，保租房	武汉安家保障性住房有限公司
青岛	7个项目2319套	——，保租房	青岛建融投资置业有限公司

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- 9月26日中共中央政治局强调：“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。**目前，多项政策已经落地，2025年税收、土地、收储、信贷等政策仍有进一步优化空间。**

近期已落地的房地产相关政策

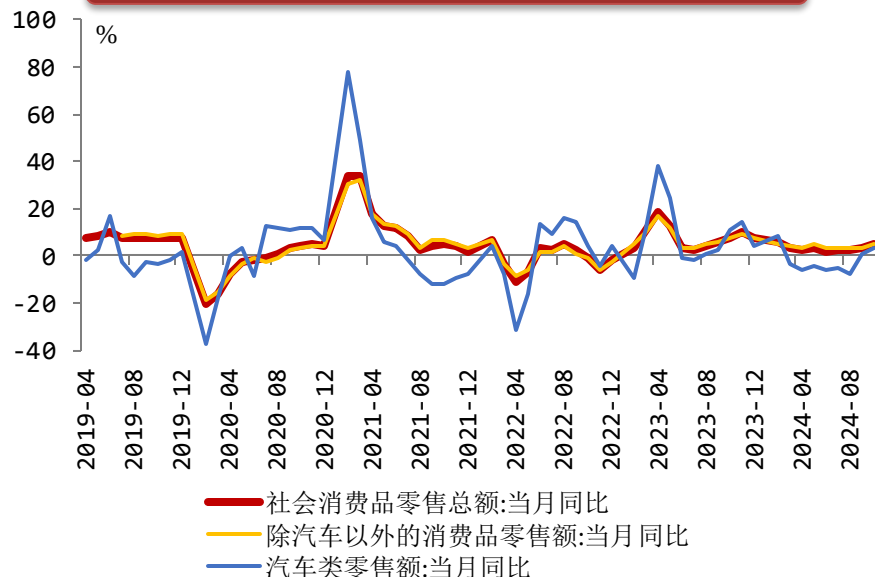
时间	部门	政策内容
9月24日	央行	3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%；将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”两项政策文件延期到2026年底
9月29日	央行、国家金融监督管理总局	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%；引导商业银行于2024年10月31日前开展一次存量房贷利率批量调整
10月19日	国务院	鼓励有条件的地方加大对多子女家庭购房的支持力度，可结合实际出台适当提高住房公积金贷款额度等政策。多渠道增加保障性住房有效供给，对符合条件且有未成年子女的家庭，可根据其未成年子女数量，在户型选择方面给予适当照顾。加快发展住房租赁市场，因地制宜逐步使租购住房群体享有同等公共服务权利
11月7日	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施；优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地；回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发
11月13日	财政部、税务总局	契税方面，将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米，土地增值税方面，将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策

资料来源：国务院、央行、财政部、自然资源部，西南证券整理

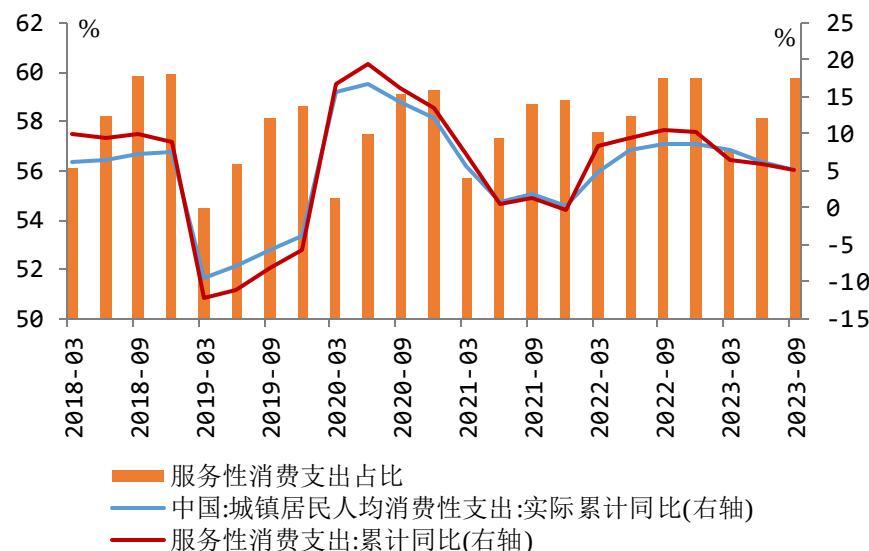
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- 1-10月份，社会消费品零售总额同比增长3.5%，较1-9月加快0.2个百分点。10月，社会消费品零售总额同比增长4.8%，增速较上月上升1.6个百分点，主要受政府补贴、“双十一”提前等因素带动，其中，化妆品类、体育、娱乐用品类以及家用电器和音像器材类同比增速回升较多，增速分别上升44.6、20.5和18.7个百分点至10.4%、26.7%和39.2%。**2025年“两新”政策或进一步加量扩面，从而带动整体社会消费品零售总额持续回升，预计2025年全年社会消费品零售总额增速或回升至5%左右。**
- 2024年3季度，中国城镇居民服务性消费支出占比59.75%，较二季度加快1.57个百分点，连续三个季度占比提升，已接近2018年以来占比最高水平，但三季度服务性消费支出增速较二季度放缓1.03个百分点至4.97%，2025年消费刺激政策有望进一步加码，除对实物消费外，可能扩展至服务消费领域，从而带动社会整体消费活跃度上升。

10月社会消费品零售总额增速回升加快



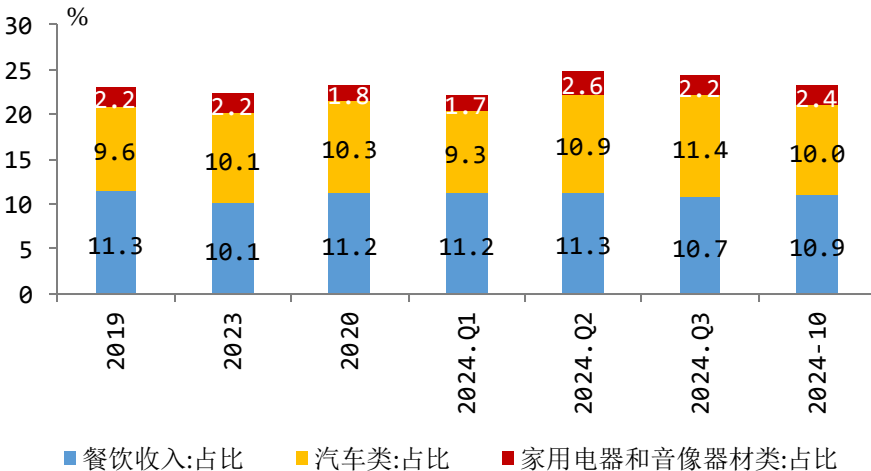
服务性消费三季度占比回升，增速放缓



1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ 以旧换新成效显著，家电与汽车消费占比上升。当前，我国主要家电保有量超过30亿台，汽车保有量超过3亿辆，更新换代的潜力巨大。在“两新”政策拉动下，效果逐步显现，汽车消费占比由1季度得9.3%最高升至三季度得11.4%，家电类占比由一季度的1.7%，最高升至2.6%。这也有效带动相关产业及上下游发展。“两新”政策提出截至2024年12月31日未用完的资金额度收回中央，第四季度有望迎来加速增长。智能化、绿色化家居是本轮以旧换新的重点，根据艾瑞咨询测算，预计到2025年中国智能家居市场规模将达到9523亿元，2021-2025年年均复合增长率将达到25%。

各主要消费品类在社会消费品零售总额中占比



www.swsc.com.cn

资料来源：中国政府网、市场监督管理局，西南证券整理。

各类产品补贴类型及标准

商品种类	补贴类型	补贴标准
汽车	报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30补贴日前注册登记的新2万元能源乘用车并购买新能源乘用车的	补贴2万元
	对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的	补贴1.5万元
家电	购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品	产品最终销售价格的15%（每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元）
	购买1级及以上能效或水效的上述产品	额外再给予产品最终销售价格5%的补贴（每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元）
电动自行车	对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者	予以补贴（各地结合实际制定电动自行车以旧换新实施细则，自主确定具体支持金额和方式）
	对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者	可适当加大补贴力度（各地结合实际制定电动自行车以旧换新实施细则，自主确定具体支持金额和方式）

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- 以旧换新政策持续发力，各地政策落地成效显著。截至11月11日，全国汽车报废更新补贴申请188.6万份，置换更新补贴申请超180万份，2160.8万名消费者购买8大类家电产品3271.9万台。
- 各地以旧换新政策加快落地，部分省市在落实好国家统一政策的基础上，适当扩大支持范围，比如广东、上海、湖北等20个地区，在国家明确补贴标准的8类家电产品基础上，将烘干机、扫地机、洗碗机、智能马桶、厨房小家电等纳入补贴范围。

东部、中部重点省市“两新”政策及成效

区域	省市	时间	政策文件	目前成效
东部	广东	2024/8/29	《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》	截至10月20日，广东省本轮以旧换新已累计实现销售额489.1亿元。分领域看，家电以旧换新实现销售额149.8亿元。其中，手机、平板、智能可穿戴设备等3类3C产品以旧换新实现销售额21.5亿元。家装厨卫“焕新”实现销售额16.1亿元；本轮汽车报废更新实现销售额109.3亿元
	浙江	2024/8/26 2024/8/30	《浙江省进一步推动消费品以旧换新行动方案》 《浙江省消费品以旧换新居家适老化改造实施细则》	截至10月25日左右，浙江省累计使用国债专项资金64.26亿元，补贴政策直接带动消费超660亿元
	北京	2024/8/28	《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	截至9月23日，带动电冰箱、洗衣机等8类家电产品销售额37亿元左右；带动汽车销售额60亿元左右；带动新能源汽车销售增长20.7%
中部	湖北	2024/8/27 2024/8/29	《湖北省2024年超长期特别国债支持消费品以旧换新资金分配使用管理工作方案》 《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》	截至10月31日，消费以旧换新领域已累计申请财政补贴44.88亿元，直接拉动消费374亿元；带动汽车销售98亿元；直接拉动手机、智能穿戴等数码产品消费超10亿元
	湖南	2024/9/27	《2024年湖南省加力支持家装厨卫“焕新”实施方案》	截至10月28日，已收到中央汽车报废更新补贴申请超3.8万人次。新能源汽车申请数量占比达到65%，共带动汽车销售超191亿元。10月中旬，带动家装厨卫销售超6600万元
	河南	2024/9/10	《河南省加力支持家电以旧换新补贴实施细则》 《河南省汽车置换更新补贴实施细则》	截至10月25日，全省汽车报废和置换更新申请量超19.9万辆、家电补贴交易量超180万台

1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

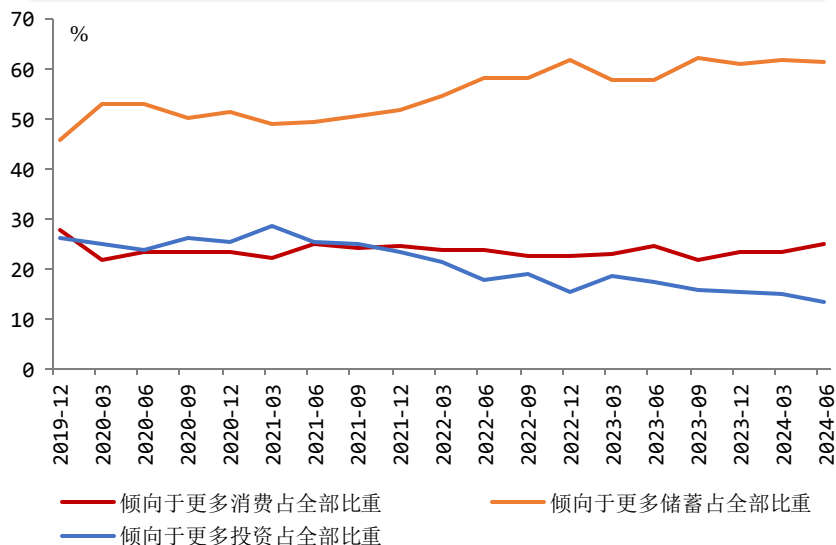
西部、东北重点省市“两新”政策及成效

区域	省市	时间	政策文件	目前成效
西部	重庆	2024/8/22 2024/11/14	“重庆市2024年加力促进消费品以旧换新”新闻发布会 《重庆市2024年家居以旧换新补贴政策通知》	截至9月23日，重庆汽车以旧换新超6.4万辆；截至10月31日，全市家电以旧换新已发生相关交易57.4万笔，涉及补贴资金5亿元，回收拆解旧家电约190万台，同比增长15%
	四川	2024/8/26 2024/9/24	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》 《2024年四川省个人消费者乘用车置换更新补贴工作方案》	截至9月底，全省汽车报废、置换更新补贴申请达9.76万件；截至11月9日，全省家电以旧换新补贴申请300.8万件，带动销售122.9亿元，补贴资金23.3亿元
	甘肃	2024/9/3 2024/10/25	《加力支持消费品以旧换新补贴实施细则》 《关于推进消费品以旧换新工作提质增效的通知》	截至11月14日，全省的消费品以旧换新补贴累计申报达49.9万单拟发放补贴资金达8.46亿元，实际发放7.01亿元，带动销售额高达72.7亿元
东北	黑龙江	2024/9/5 2024/9/24	《关于加力支持2024年黑龙江省绿色智能家电消费补贴的通知》 《黑龙江省超长期特别国债资金支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	截至9月14日，黑龙江省提交补贴申请2.1万笔，通过汽车以旧换新政策带动新车销售超25亿元；累计实现绿色智能家电交易17万笔，带动绿色智能家电销售8.8亿元
	吉林	2024/9/10 2024/11/15	《吉林省加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》 《吉林省支持家装家居产品换新实施细则(第二版)》	截至11月6日，全省汽车报废更新累计提出申请5.32万份，带动汽车销售额65亿元；汽车置换更新带动汽车销售额35亿元。家电以旧换新累计带动销售额18.99亿元

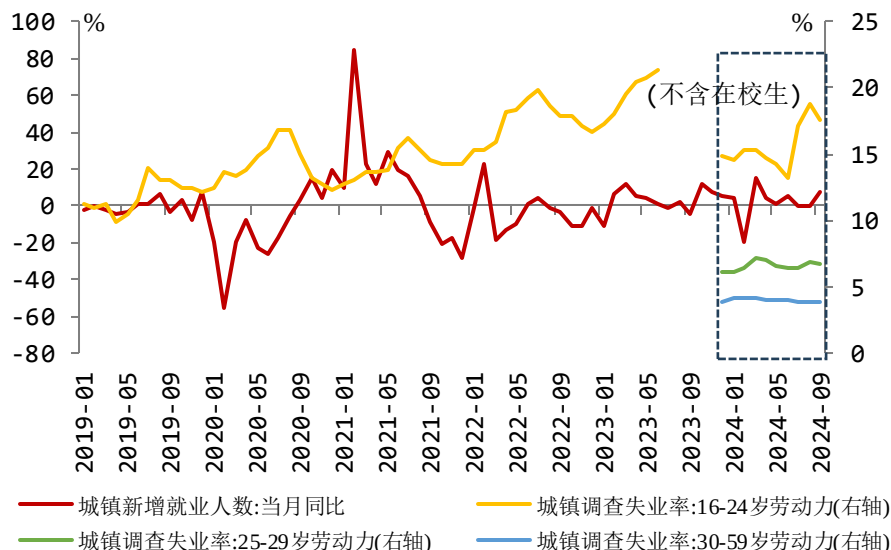
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **居民消费意愿上升，城镇新增就业人数增速加快。**2024年二季度，倾向于更多消费的占比为25.1%，较一季度增加1.7个百分点，持平于2020年以来的最高占比，居民消费意愿显著回升。2024年9月，城镇新增就业人数同比7.14%，较8月加快7.14个百分点，从全年趋势来看，2024年1月以来，16-24岁劳动力失业率一直处于超过13%的较高位，并且由于毕业季的原因，在7月份后出现了显著攀升，这表明应届生的就业形势依然严峻，25-29岁劳动力失业率较为稳定，基本位于6-7%的区间，30-59岁劳动力失业率最低，围绕4%窄幅波动。
- 9月城镇调查失业率16-24岁为17.6%，25-29岁城镇调查失业率为6.7%，分别较8月下降1.2和0.2个百分点，30-59岁城镇调查失业率3.9%，与8月份持平。9月之后，**就业状况改善叠加消费意愿回升，对未来消费增速回升起到有效的支撑作用，预计四季度居民消费将进一步改善，2024年社会消费品零售总额增速或升至4%左右。**

2024年二季度愿意更多消费的人群占比上升



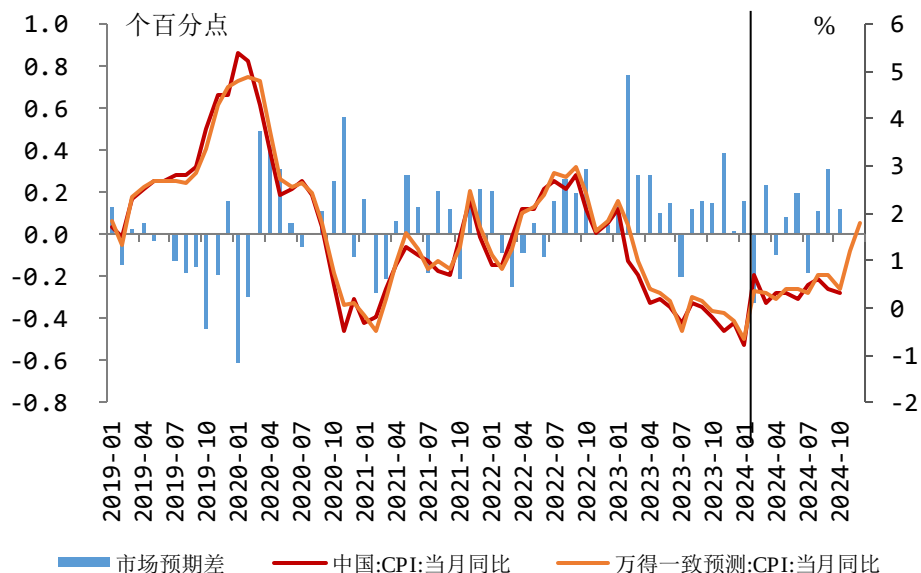
9月新增就业人数同比加速，失业率下降



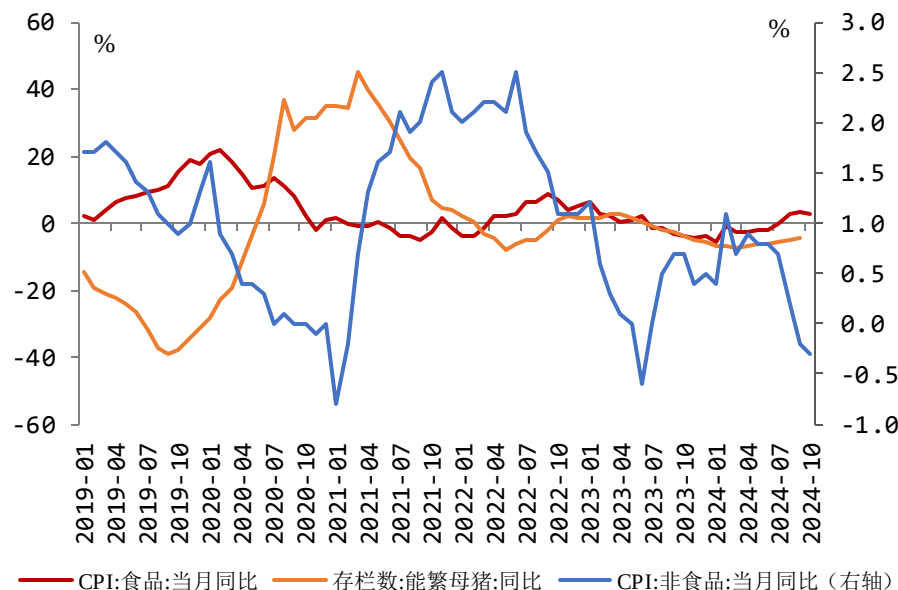
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ 市场与实际通胀存在预期差，年内CPI仍处低位，2025年或回升1-1.5%。2024年10月，食品价格逐渐回归常态，非食品延续负增长，CPI同比较上月回落0.1个百分点至0.3%，低于市场预期。1-10月平均，CPI同比0.3%，与1-9月持平，持续处于较低位。今年以来，市场对于通胀的预期除了2、4、7月外，均高于官方公布值，这也表明市场对于通胀回升的期待较高，短期来看，双十一大促、以旧换新政策加码、年末假日效应，并叠加去年的低基数，11月、12月CPI同比有望出现低位回升，但考虑到政策起效仍需时间，回升幅度可能有限，预计今年全年CPI同比有望升至0.5%左右。2025年，内需方面，能繁母猪存栏量下降，猪肉价格将有回升，消费刺激或在5000-10000亿元，但同时，外需面临的压力或进一步增加，海外补库节奏及地缘政治因素影响之下，对出口和核心通胀的支撑有所减弱，**2025年CPI同比走势或前高后稳，全年增速回升至1-1.5%。**

2024年CPI低位徘徊，大多月份低于市场预期



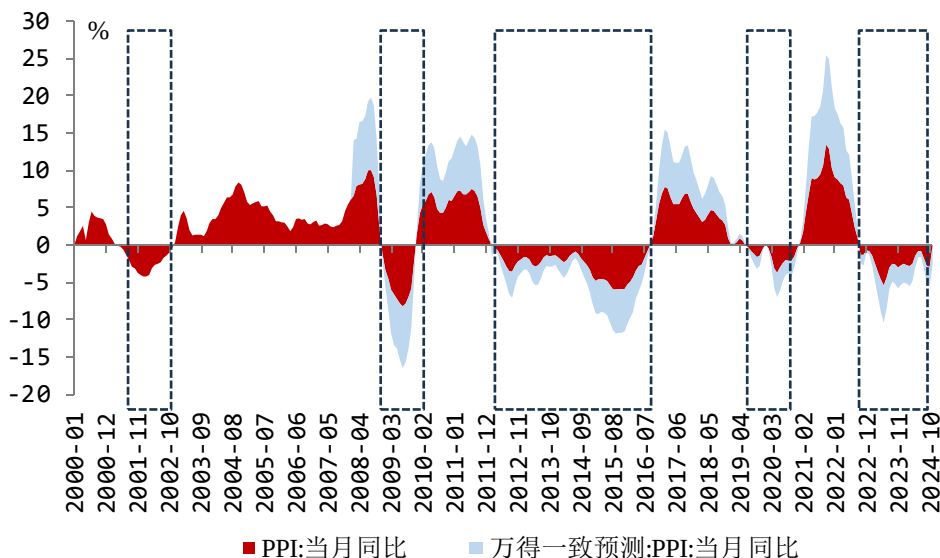
食品与非食品价格走势分化，存栏量降幅收窄



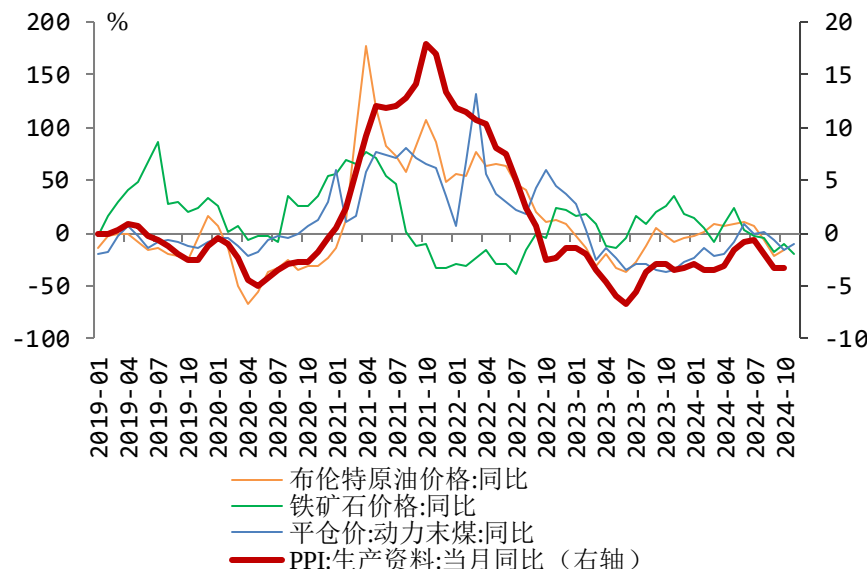
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- ❑ **2024年PPI同比呈现倒U型，年末降幅或有收敛。**2024年PPI总体呈倒“U”型走势，受基数和国际大宗商品价格波动影响，年内高点出现在6、7月，且大部分月份市场预期值低于实际值，市场对于生产端仍偏悲观。1-10月PPI同比-2.1%，10月PPI同比下降2.9%，降幅较上月扩大0.1个百分点。国际油价下行、国际经济环境及国内企业促销活动等是主要影响因素。从基本面来看，短期国际油价或延续震荡，商品促销活动持续，对PPI仍有拖累，但基数走低，国内刺激政策效果逐步显现，有望支撑部分工业品价格回升，预计年末PPI同比降幅或平稳中有所收敛。
- ❑ 2000年以来，我国PPI经历了5轮同比下降过程，平均持续时长为26个月，本轮始于2022年10月的PPI同比负增长，目前已持续25个月，当前，国内仍有补库需求，加之2025年政策继续加力，超长债、专项债的加码，**2025年PPI同比降幅预计将继续收敛，全年增速有望转正，回升至0.5%左右。**

2024年PPI持续负增长，后续降幅或收敛



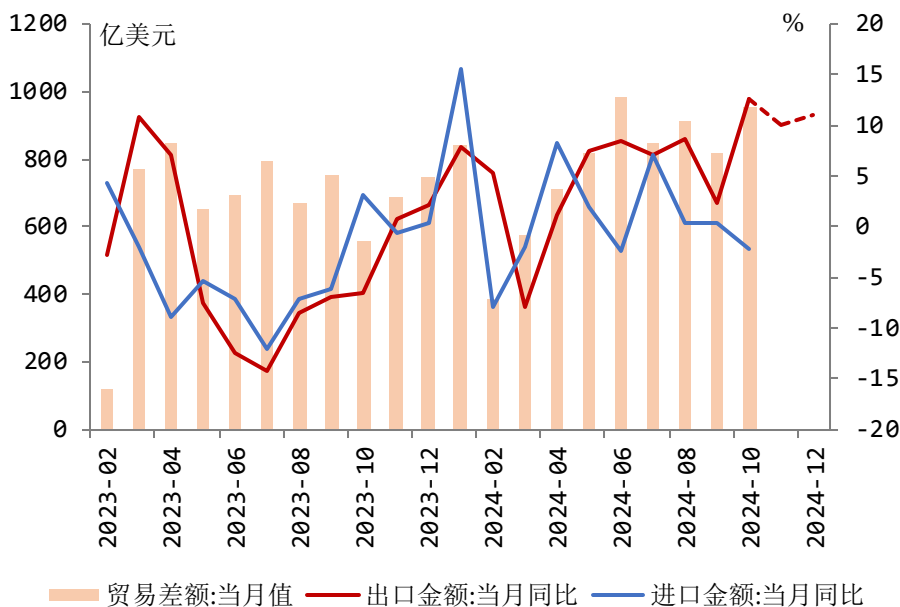
生产资料PPI降幅扩大，主要原材料价格走势不一



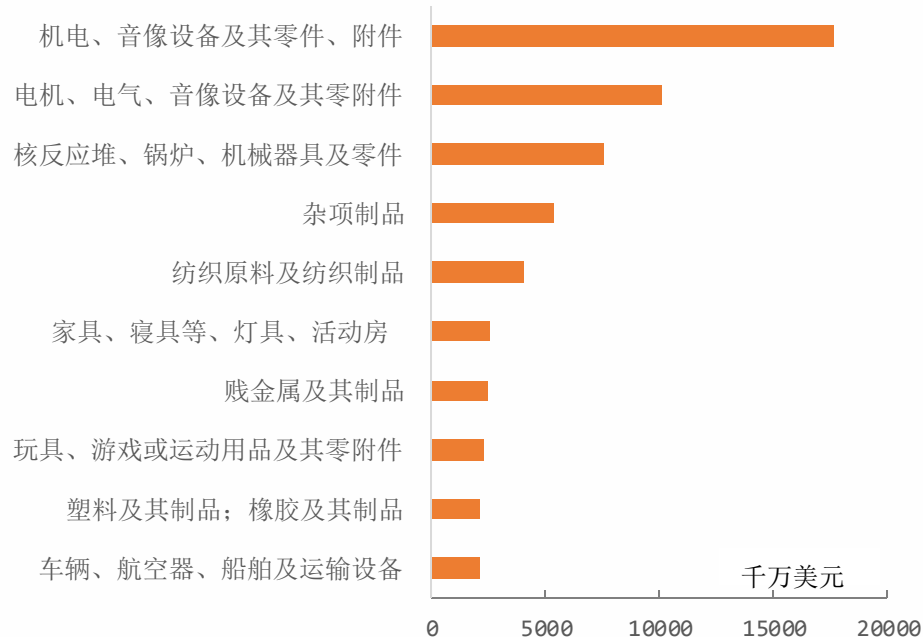
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ **10月出口增速大幅反弹，2025年出口增速或前高后低。**按美元计，2024年1-10月我国出口总值29264.6亿美元，同比增长5.1%，较1-9月回升0.8个百分点。台风等极端天气影响消退之后，国内积压货物集中出口，10月出口增速大幅回升，单月增速12.7%，较9月加快10.3个百分点。增速创2022年8月以来单月新高。目前欧美制造业景气依然偏弱，欧盟对华电动车加征关税生效，叠加基数走高，短期出口增速或边际回落。中期来看，未来一至两年特朗普政府推出的关税政策或对国内出口带来一定压力，但**目前中国对美出口占中国出口的比重约为14.6%**，即使考虑经由第三国的转口贸易，对出口的总体冲击也可控，并且在政策落地前可能会出现抢出口行为，对全年出口增速或仍有一定支撑，预计2025年出口增速前高后低，全年增速3%左右。

10月进、出口同比增速走势分化



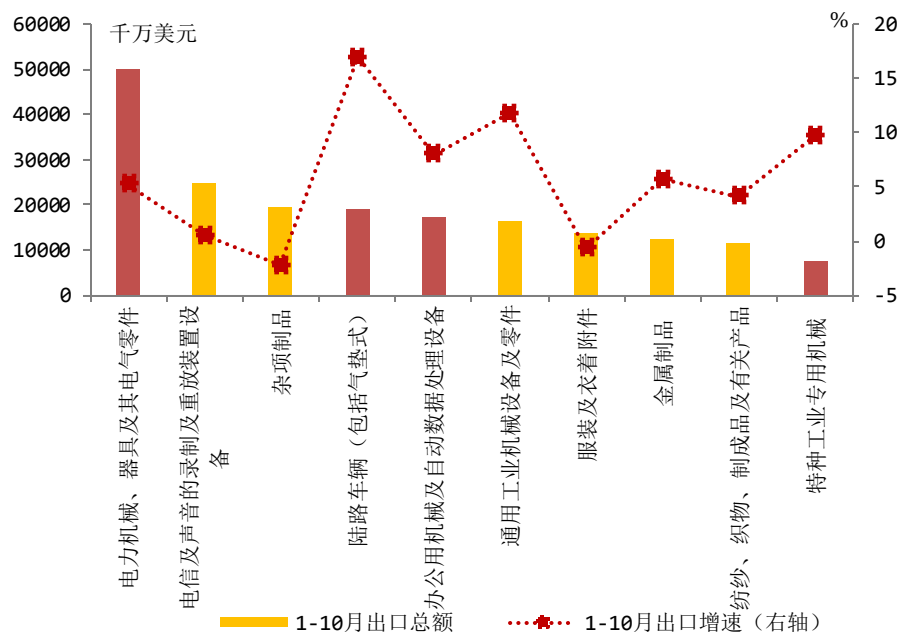
中国对美出口的前十大商品



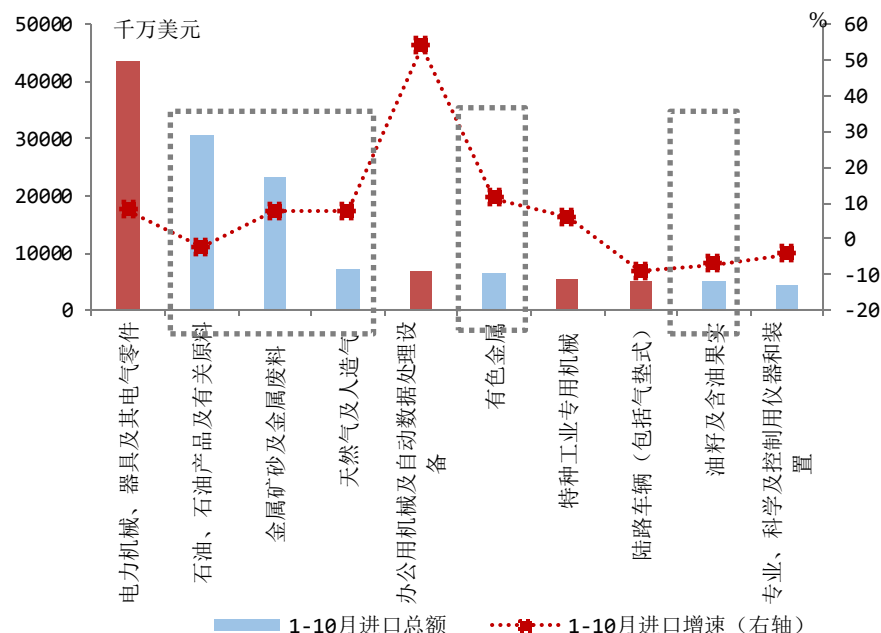
1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

- **基数效应下进口增速单月回落，一揽子政策带动下2025年有望延续正增长态势。**1-10月进口总值21411.9亿美元，同比增长1.7%，增速较1-9月回落0.5个百分点。10月单月，进口增速-2.3%，较9月下降2.6个百分点，或主要因为去年同期基数走高。10月，进口PMI指数为47.0%，较上月小幅上升，连续6个月位于荣枯线下。在一揽子政策推动下内需逐步企稳，加之基数走低，后续进口增速有望回升，**2025年全年进口增速有望实现2%左右的增长。**
- 中国前十大进口和出口商品具有一定的重合性，电力机械、器具及其电气零件、陆路车辆（包括气垫式）、办公用机械及自动数据处理设备、特种工业专用机械同时位列进出口十大商品，此外我国进口商品包括四大类原材料，这也体现出我国出口中来料加工、来料装配的产业特点，国内进、出口产业具有较强的关联性。

中国出口前十的商品及增速



中国进口前十的商品及增速



1 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力

□ 党的二十大报告提出“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”，党的二十届三中全会也指出要“稳步扩大制度型开放，深化外贸体制改革”。我国持续推出稳外贸、外资相关政策，具体措施包括支持跨境电商发展、对接国际经贸规则、优化人员和资金跨境流动、深化“一带一路”合作等。

2024年6月以来我国进、出口贸易相关政策

部委	文件名	内容
商务部、国家发展改革委、财政部等九部门	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》（2024.6）	一是 积极培育跨境电商经营主体 ；二是 加大金融支持力度 ；三是 加强相关基础设施和物流体系建设 ；四是 优化监管与服务 ；五是 积极开展标准规则建设与国际合作 。
商务部	《中华人民共和国政府和塞尔维亚共和国政府自由贸易协定》	中塞双方将分别对90%的税目逐步相互取消关税，其中，超过60%的税目在协定生效当天立即取消关税。
商务部	《关于服务高水平对外开放便利境外人员住宿若干措施的通知》（2024.7）	依法合规经营、提升接待能力、加强行业自律、发挥平台作用、优化登记管理、畅通服务渠道、提升支付便利度、营造友好氛围
商务部、中国人民银行金融监管总局、国家外汇管理局	《关于加强商务和金融协同 更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见》（2024.7）	一是推动外贸质升量稳， 优化外贸综合金融服务 ；二是促进外资稳量提质，加强外资金融服务保障；三是深化“一带一路” 经贸合作和对外投资合作 ，完善多元化投融资服务；四是 便利跨境贸易和投资发展 ，优化支付结算环境。
国务院办公厅	《以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》（2024.9）	推动服务贸易制度型开放：建立健全 跨境服务贸易负面清单管理制度 、发挥对外开放平台引领作用、加强规则对接和规制协调、提升服务贸易标准化水平；促进资源要素跨境流动： 便利专业人才跨境流动、优化跨境资金流动管理 、促进技术成果交易和运用、推动数据跨境高效便利安全流动；推进重点领域创新发展：增强 国际运输服务能力 、提升 旅行服务 国际竞争力、支持 专业服务贸易发展 、鼓励传统优势服务出口、促进服务贸易与货物贸易融合发展、扩大优质服务进口、助力绿色低碳发展；拓展国际市场布局：深化服务贸易国际合作、建立健全服务贸易促进体系
国务院	《推进制度型开放试点措施复制推广工作的通知》（2024.10）	主动 对接国际高标准经贸规则 ，扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，在更大范围构建与国际高标准经贸规则相衔接的制度体系和监管模式。
国务院	《关于在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港试点对接国际高标准推进制度型开放的若干措施》（2024.10）	推动货物贸易创新发展：支持试点地区开展重点行业 再制造产品进口试点 ；对暂时出境修理后复运进入试点地区的航空器、船舶（含相关零部件），无论其是否增值，免征关税；对自境外暂时准许进入试点地区进行修理的货物，复运出境的，免征关税等；推进服务贸易自由便利：除特定新金融服务外，如允许中资金融机构开展某项新金融服务，则 应允许试点地区内的外资金融机构开展同类服务 等；便利商务人员临时入境、加大优化营商环境力度、健全完善风险防控制度
国务院常务会议	《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》（2024.11）	促进 跨境电商发展 ，推进海外智慧物流平台建设；强化外贸企业服务保障，推动 绿色贸易、边民互市贸易、保税维修创新发展 ，提升 外贸海运保障能力 ，加大对外贸企业减负稳岗的支持力度。

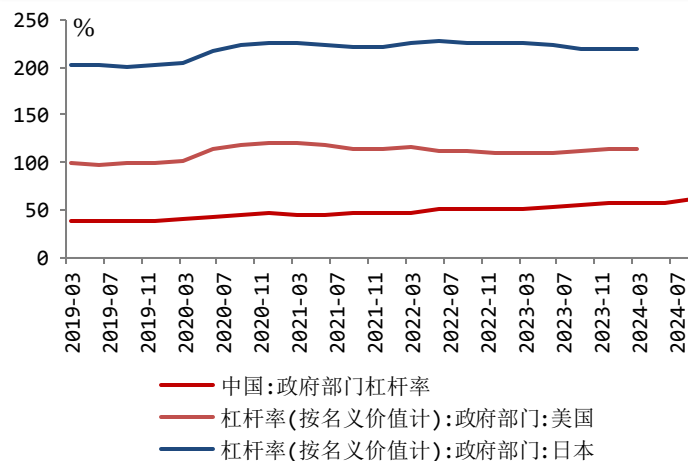
目 录

- ◆ **经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力**
- ◆ **逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控**
- ◆ **人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级**
- ◆ **全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向**
- ◆ **大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配**

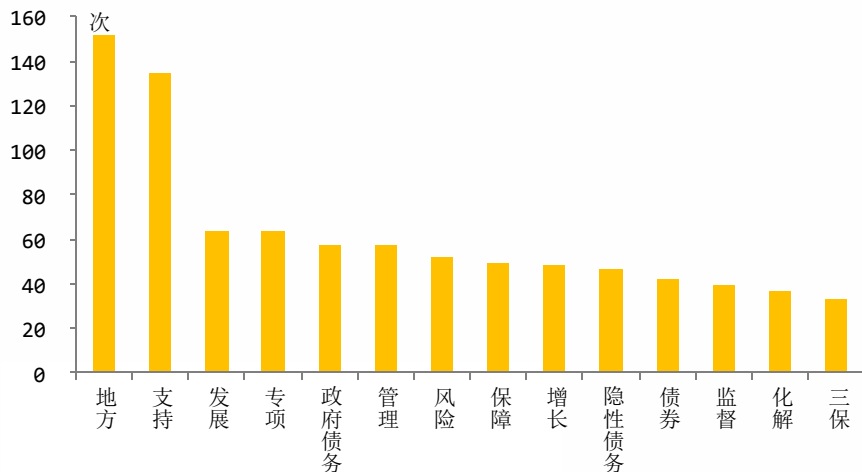
2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **财政政策将更加给力**，11月8日，十四届全国人大常委会批准新增6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。财政部部长蓝佛安表示目前正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。一方面，持续抓好增量政策落地见效，另一方面，结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。
- **货币政策坚持支持性立场**，11月11日，国务院关于金融工作情况的报告提出，下一步将加大货币政策逆周期调节力度，为经济稳定增长和高质量发展营造良好的货币金融环境。坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度，提高货币政策调控的精准性，有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效。

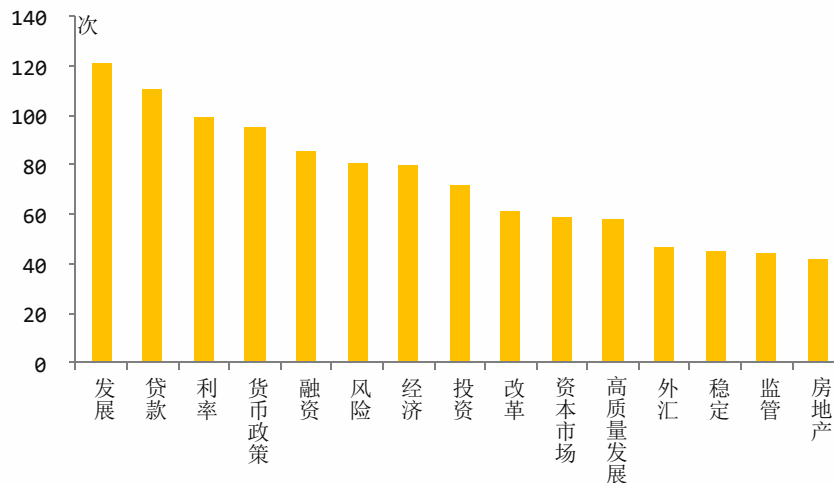
中国政府杠杆率仍有较大提升空间



9月以来财政部发言高频词统计



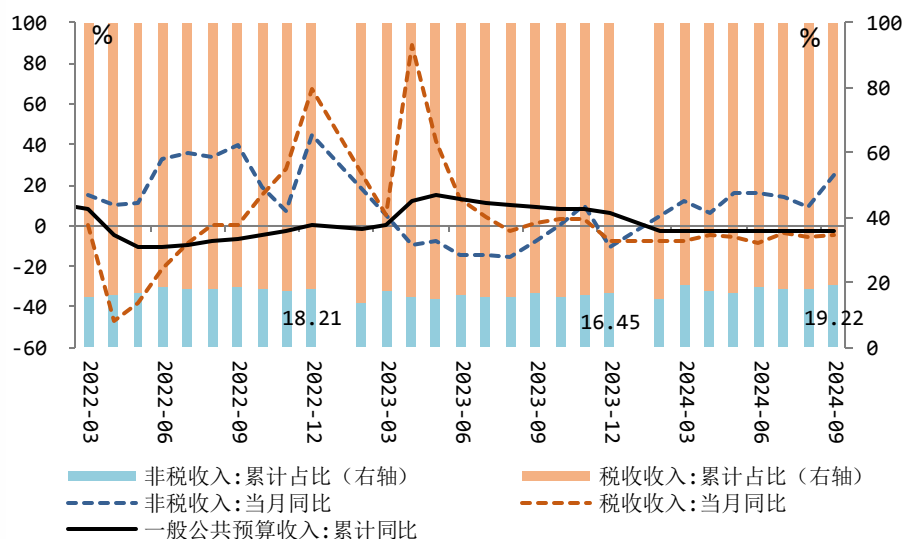
9月以来金融部门发言高频词统计



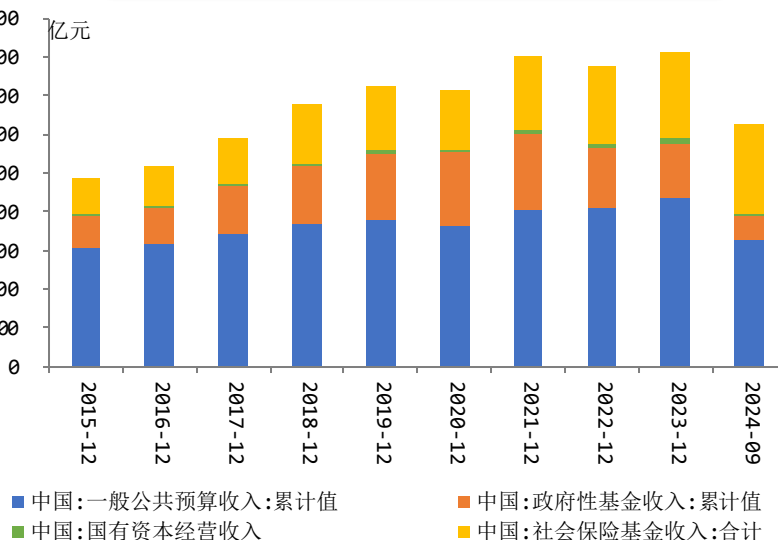
2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **财政收入进度依然偏慢，有充足政策工具和资源确保收支平衡。**1-9月，全国一般公共预算收入163059亿元，同比下降2.2%，较1-8月降幅收敛0.4个百分点，完成进度为72.8%，低于2019年以来同期进度水平77.8%，收入完成进度依然偏慢。其中，全国税收收入同比下降5.3%，非税收入同比增长13.5%，非税收入大幅增长可能与国有资产资源盘活有关，非税收入占比较2022、2023年提升约0.4和2.7个百分点至19.2%。今年以来财政收入不及预期，但仍有充足的政策工具和资源，能够保障今年全国财政收支实现平衡，重点支出力度不减。
- **第二、三本账同比下滑较多，国有资本收益后两个月或将有所改善。**1-9月，政府性基金预算收入约3.09万亿元，同比下降20.2%，主要原因是国有土地使用权出让收入降幅较大；国有资本经营预算收入约0.25万亿元，同比下降18%。蓝佛安表示，后两个月，将安排有关中央单位上缴一部分专项收益，以及4000亿元地方政府债务结存限额，分别补充中央、地方财力；另一方面，加强财政支出管理，确保重点支出，鼓励有条件的地方盘活政府存量资源资产，加强国有资本收益管理。

2024年以来非税收入占比和增速提升



财政四本帐收入结构变化



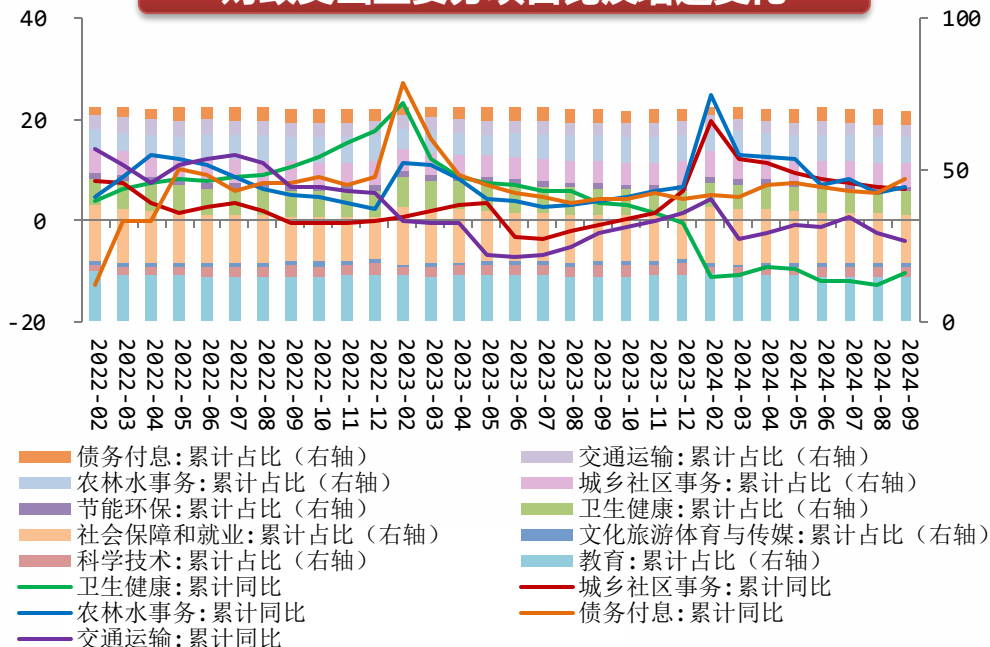
www.swsc.com.cn

数据来源: wind、财政部, 西南证券整理, 注: 右图社会保险基金收入采用2024年全年预算收入, 其余为前三季度收入情况

2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **财政支出边际加快，但支出进度仍偏慢。**1-9月，全国一般公共预算支出201779亿元，同比增长2%，增速较1-8月提升0.5个百分点，或主要因财政收入边际回升，但支出进度为70.7%，慢于2019年以来同期进度72.3%。其中，债务付息、农林水、城乡社区支出是增速较快的支出分项，1-9月分别增长8%、6.4%和6.1%，卫生健康、交通运输支出同比下降较多，分别下降10.4%、4%。从占比上看，农林水、社会保障和就业、城乡社区、债务付息支出占比较去年同期提升，卫生健康、交通运输、教育支出占比下滑较多。
- **地方债务付息压力或减轻，基建、科技、民生等支出有望加力。**随着12万亿的化债组合拳推出，地方政府债务付息压力将得到显著缓解，2025年占比预计将有所回落；从部分省市目前2025年重点工程申报范围来看，主要包括“两新”“两重”、新质生产力、基础设施、民生、环保等领域。2025年，农林水、交通运输、科技创新、民生保障等领域财政支出有望实现较高增速。

财政支出主要分项占比及增速变化



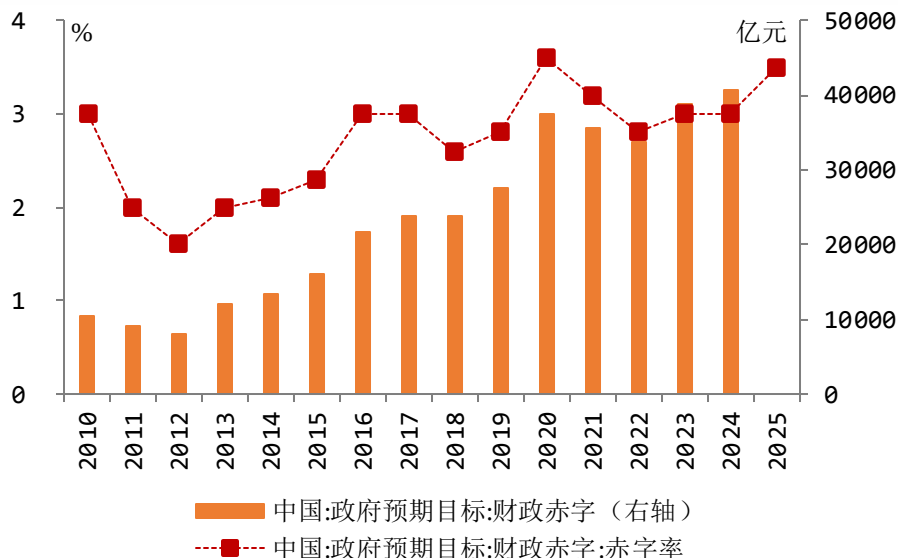
部分省/市2025年重点项目申报范围

省市	文件	重点申报项目领域
福建	《福建省发展和改革委员会关于做好2025年度省重点项目申报工作的函》	突出“两重”“两新”和新质生产力、粮食安全等领域，支持闽台融合发展。重点领域包括农林水、交通、能源、城镇环保、工业、服务以及社会事业。
浙江	《浙江省扩大有效投资“千项万亿”工程重大项目认定标准（试行）》	先进制造业基地、科技创新强基、交通强省、水网安澜提升、清洁能源保供、城镇有机更新、农业农村优先、文化旅游融合、民生设施
北京	《2025年北京市重点工程征集》	项目申报重点包括科技创新及现代化产业项目、基础设施项目、民生改善项目和其他
四川	《2024年四川省加快前期工作重点项目名称》	择优筛选330个拟在未来2至3年开工的重大项目从行业领域看，基础设施项目130个，主要涉及交通、能源、水利等领域，民生工程及社会事业项目26个，生态建设及环境保护项目7个。
安徽	2025年重点项目谋划储备座谈会	聚焦科技创新、先进制造、重大基础设施等领域
云南	《关于开展2025年工业和信息化高质量发展重点项目申报工作的通知》	申报围绕绿色硅、绿色铝、新能源电池、先进装备制造、新材料、电子信息、生物医药、绿色食品加工、特色消费品、绿色环保、石化化工等产业
天津	《关于开展2025年市级重点项目申报工作的通知》	一是科技和产业创新，二是先进制造业，三是重大基础设施，四是重大民生改善，五是现代服务业。

2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- 2024年预算赤字率3%，全国财政赤字规模40600亿元，比2023年年初预算增加1800亿元。11月8日，蓝部长在全国人大常委会办公厅举行的新闻发布会上表示，“结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策，积极利用可提升的赤字空间”，2023年财政年中预算调整，全年赤字率达到3.8%，已突破了3%的限制，目前赤字空间仍有提升空间，也意味着，**2025年在3%赤字率的基础上，进一步上调的可能性较大，我们预计全年预算赤字率有望达到3.5%左右。**
- **“零基预算”改革进一步深化，财政支出效率有望提升。**《党的二十届三中全会决定》提出“深化零基预算改革”。“零基预算”是指以零为基底，从实际出发来决定每项预算支出，有利于压减非刚性非重点支出、低效无效支出，提高财政支出效率，同时提升预算透明度。在“零基预算”下，每一项支出都需要进行重新评估，短期或增大预算编制难度，并增加财政支出不确定性。近期，内蒙古、湖南张家界、广东广州、江苏、安徽宣城等省/市表示将在2025年预算编制中深化零基预算改革。

2025年财政赤字率有望继续提高



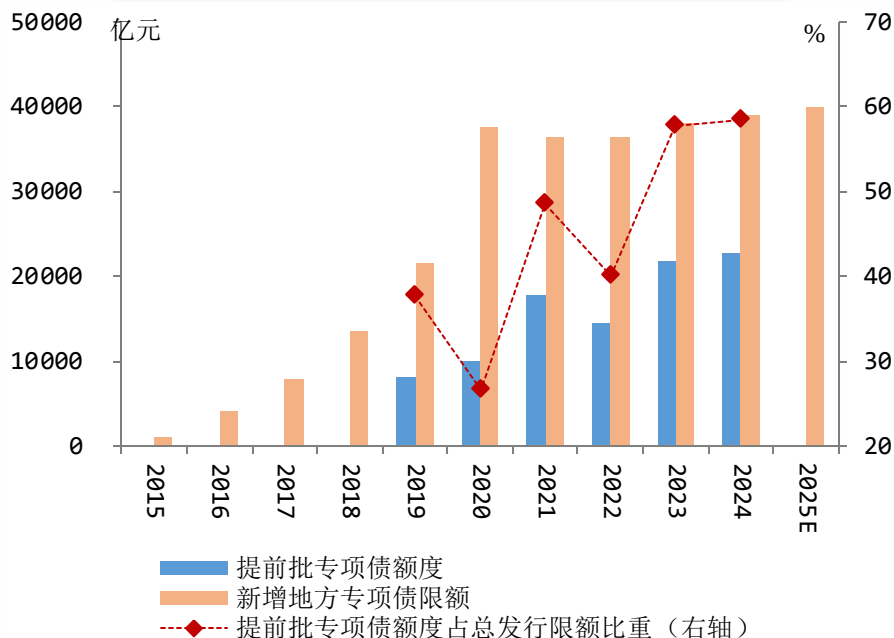
2025年预算编制中深化零基预算改革的部分省/市

省/市/区	时间	主要内容
内蒙古	2024-11	2025年起，自治区本级预算部门、单位和部分盟市、旗县（市、区）作为第一批试点， 在编制预算时将实施零基预算改革。
湖南张家界	2024-11	张家界高新区召开2025年度部门预算编制部署会议，安排部署2025年部门预算编制工作。 2025年是全市零基预算改革深入推进的关键之年。
广东广州	2024-10	广州市召开市本级零基预算改革宣讲会， 部署推动零基预算改革工作
江苏	2024-10	自编制2025年预算起，以“大财政”理念指引全省全面深化零基预算改革 ，创新预算管理方式，打破支出固化格局，实行预算编制以零为起点
安徽宣城	2024-07	市财政局召开2025年度市直部门预算编制工作会议，市直各部门 要继续按照零基预算理念编制2025年预算 ，开展部门预算项目清理，专项资金最长期限不超过三年。

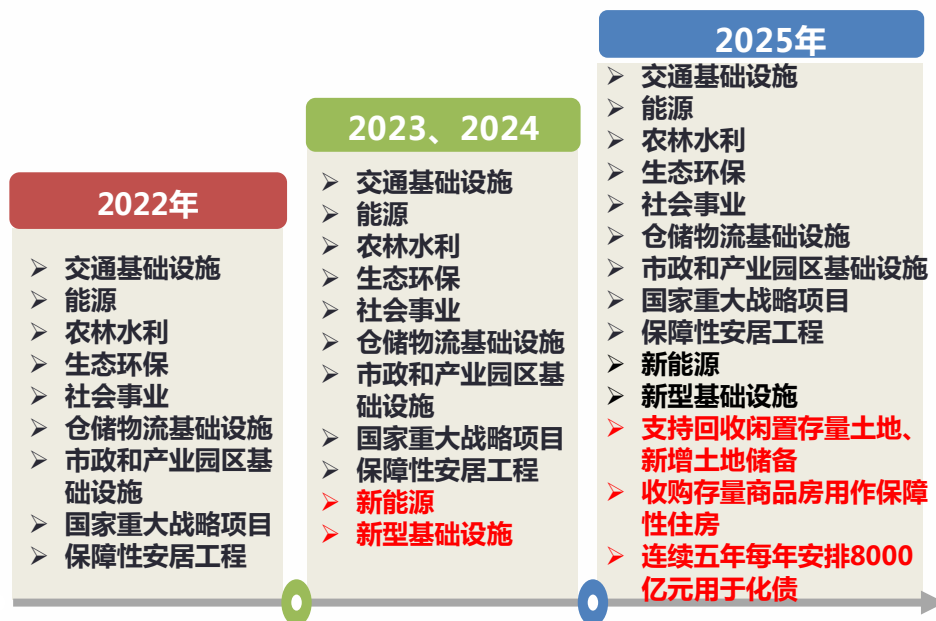
2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

□ **2025年专项债限额有望进一步增加，使用范围继续扩大。**2024年新增地方专项债限额3.9万亿，是历年来的最大规模，其中项目建设3.1万亿，用于化解存量债务的8000亿元，截至10月20日，各地累计发行专项债券3.63万亿元，占全年额度的93%。今年1-10月，专项债投向的主要领域是市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业、保障性安居工程和农林水利等，五类项目占比88.7%，高于2023年占比情况，项目集中度进一步提高，2025年将“扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例”，预计专项债券将扩围至土地储备，支持地方政府用专项债券回收符合条件的闲置存量土地；收购存量商品房用作各地的保障性住房等。从总额来看，2025年新增专项债限额有望增至4万亿左右。

2025年地方专项债限额有望继续增加



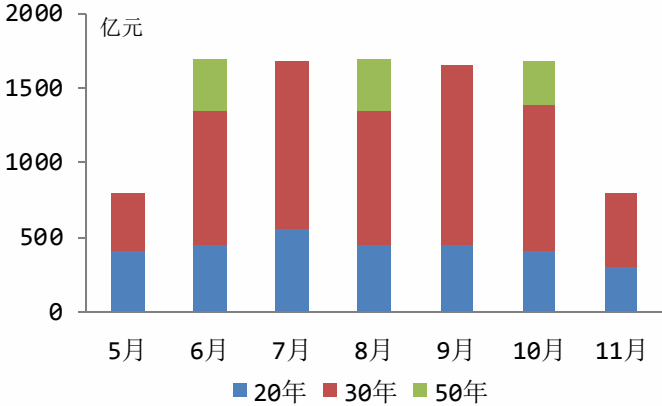
2022-2025年专项债使用范围对比



2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

□ 超长期特别国债发行完毕，重点支持“两新”、“两重”。截至11月中旬，2024年1万亿超长期特别国债已发行完毕。其中，约3000亿元用于大规模设备更新和消费品以旧换新。1500亿元已分2批全部安排到项目，共支持工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗、用能设备、能源电力、住宅老旧电梯、回收循环利用等领域的4600多个项目；消费品以旧换新领域1500亿元超长期特别国债资金已于8月初开始全部下达到地方。11月，蓝佛安表示2025年将继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。国家发改委将在年内提前下达明年1000亿元“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作、先行开工实施。预计2025年超长期特别国债发行规模将在1.5-2万亿元左右，支持重点或为“两重”领域。

2024年超长期特别国债发行情况

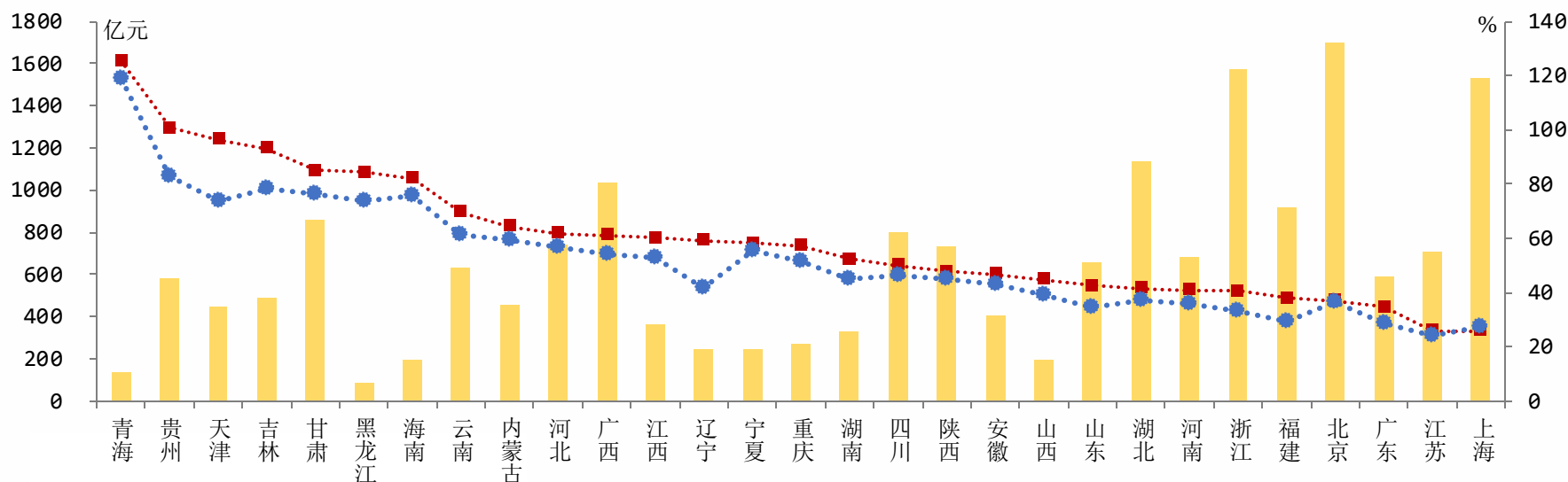


省市	日期	超长期特别国债下达或落地情况
江苏	2024-11	共争取到8.3985亿元2024年超长期特别国债资金，将支持全省约5600部住宅老旧电梯进行更新。
山西	2024-11	已争取到127亿元超长期特别国债，正在陆续拨付到位
云南	2024-11	直接安排云南省45亿元超长期特别国债资金，重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新等；将安排6.4亿元支持实施城市公交车及动力电池更新、老旧营运柴油货车报废更新
山东	2024-10	通过建立省级超长期特别国债项目实施工作机制，聚焦重点领域分类谋划推进，截至10月，全省共过审项目512个，争取国债资金382.9亿元
湖南	2024-10	截至10月，湖南已累计下达中央和省预算内资金约200亿元、超长期特别国债资金231亿元，大力推动“两重”“两新”政策落地落实。
贵州	2024-10	截至10月30日，贵州省已使用超长期特别国债资金6.64亿元，鼓励消费者换新消费56.36亿元。
内蒙古	2024-10	自治区财政近日将中央财政拨付内蒙古的支持消费品以旧换新超长期特别国债资金30亿元全部下达盟市
甘肃	2024-9	下达20亿元超长期特别国债资金（首批下达12亿元），重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新等。
青海	2024-9	西宁经济技术开发区各园区老旧管网维修改造、排水系统提升改造、单晶硅数字化节能降碳技术改造及示范应用等7个项目获国家2.59亿元超长期特别国债资金支持
宁夏	2024-9	聚焦工业、交通运输、环境基础设施等重点领域，争取国家超长期特别国债支持设备更新项目资金23.8亿元，支持73个项目建设、总投资110.2亿元
河南	2024-8	220个城市地下管网类项目获第二批超长期特别国债投资资金52.36亿元

2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- 11月8日，增加地方政府债务限额置换存量隐性债务议案：增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施。2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，这将大大减轻未来一段时期地方化债压力。
- 分省来看，西部、东北地区政府债务率（债务余额/GDP）相对较高，青海、贵州2024年1-9月政府债务率超过100%，东部地区政府债务率相对较低，如上海、江苏、广东、北京和福建的债务率均在40%以下。与2023年同期相比，天津、贵州和辽宁等政府债务率增加快，从债务限额空间来看，北京、浙江、上海等省市债务结存限额用以举债的空间较大，而黑龙江、青海、山西等结存限额空间较小。

各地政府债务率与结存限额



■ 2024年地方政府债务限额-2024年1-9月余额(测算) ■■■ 2024年1-9月政府债务率(右轴) ●●● 2023年1-9月政府债务率(右轴)

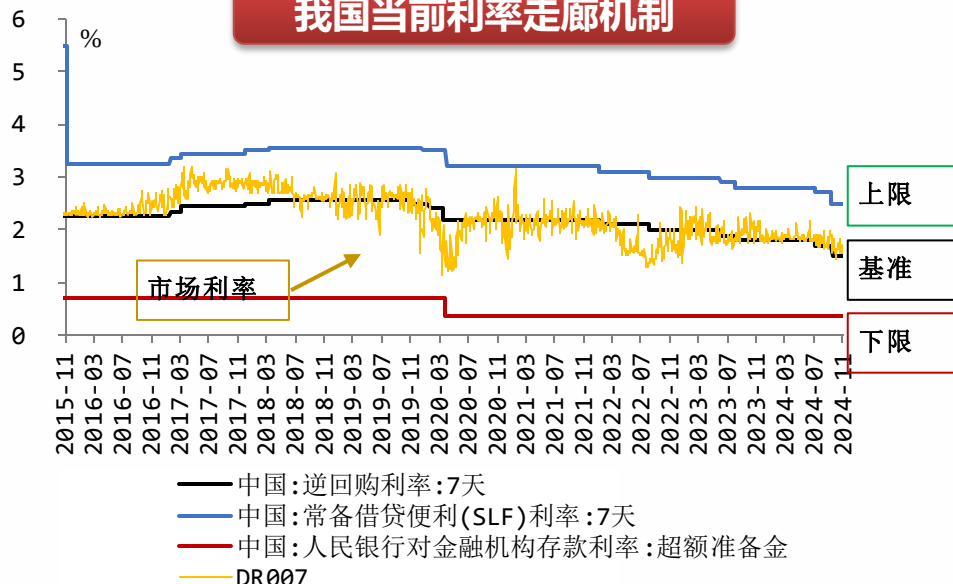
www.swsc.com.cn

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台、企业预警通、wind、西南证券整理

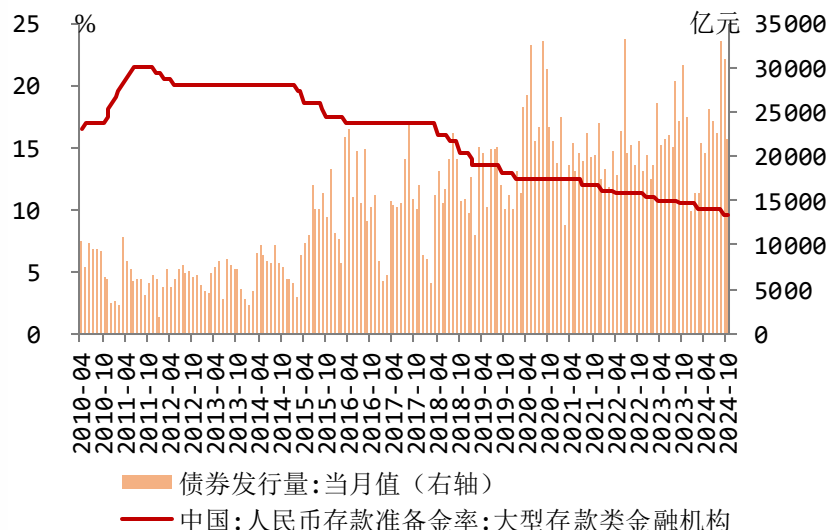
2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **货币政策加大逆周期调控力度，调控框架不断优化。** 降息方面，截至2024年11月，央行共进行了3次降息操作，1年期和5年期以上LPR分别累计调降35和60个基点，还降低了存量房贷利率平均0.5个百分点左右；降准方面，央行分别于2月和9月下调金融机构存款准备金率，年内共调降1个百分点，释放流动性约2万亿元，央行此前表示年内还将视市场流动性情况，择机降准0.25-0.5个百分点。此外，今年以来我国货币政策框架也在不断优化，比如7天期逆回购利率替代MLF成为主要政策利率、增加午后临时隔夜正、逆回购操作、开展公开市场国债买卖、买断式逆回购等。
- **明年货币政策仍有加力空间，需考虑汇率对降息的制约。** 10月以来，增量财政政策陆续推出，明年上半年或是政府债发行高峰，届时或有降准操作进行对冲，预计全年降准100bp左右；央行提出要推动价格温和回升，目前国内物价仍处于低位，明年降息仍有可能，预计全年降息25bp左右。但需要考虑在特朗普重新担任美国总统后，美国经济、物价变化对美联储降息节奏的影响，汇率可能将成为后续制约国内货币政策的不确定性因素之一。

我国当前利率走廊机制



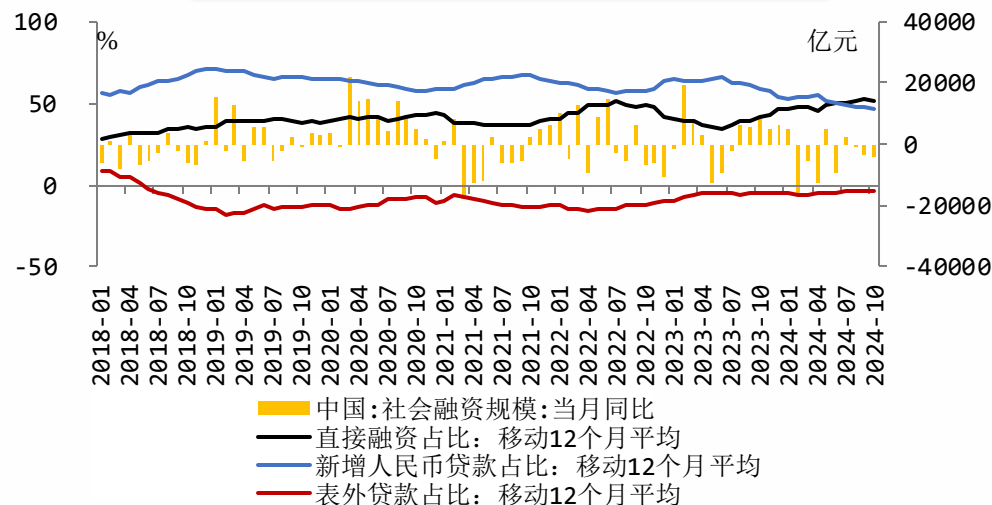
存款准备金率仍有下降空间



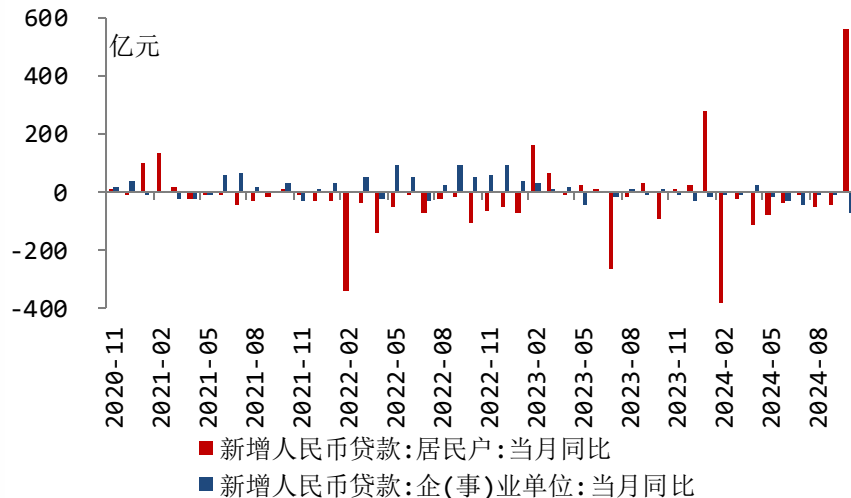
2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **社融规模同比连续少增，直接融资同比少增较多。**10月，新增社融规模增量约1.4万亿元，同比少增4483亿元，连续三个月同比少增。从结构来看，10月新增人民币贷款2988亿元，同比少增1849亿元，占新增社融规模的比重为21.4%，较去年同期下降4.8个百分点；直接融资11794亿元，同比少增5343亿元，在新增社融中的占比为84.5%，占比较去年同期下降8.4个百分点，主要受政府债券去年同期基数较高的拖累；表外融资-1443亿元，同比少减1129亿元，主因新增未贴现银行承兑汇票同比少减较多。
- **居民信贷需求边际改善，企业中长期信心依然偏弱。**企业贷款新增1300亿元，同比少增3863亿元，企业中长期贷款连续8个月同比少增，而居民贷款新增2.1万亿元，同比多增1946亿元，结束了连续8个月同比少增态势，或与“两新”政策带动消费需求、“双十一”企业促销、股市上涨等有关。10月末，M2同比增长7.5%，M1同比下降6.1%，同比增速均有所走高，M1-M2剪刀差为13.6个百分点，较上月有所收敛。M2增速加快或因股市上涨和财政支出加快。央行在《Q3货币政策执行报告》专栏中指出，货币供应量统计口径并非一成不变，后续M1统计口径调整预计将加快推进，个人活期存款、非银行支付机构备付金等或被纳入。

直接融资对社融的支撑作用增强



10月居民信贷需求边际有所改善



2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- 截至2024年9月末，我国结构性货币政策工具一共18项，数量和上季度末持平，使用余额合计为66591亿元，低于2024年6月末和3月末水平，连续两个季度环比走低。其中，抵押补充贷款余额环比下降最多，下降约2404亿元，或因前期投放棚改贷款、政策性开发性金融工具到期，其次下降较多的是科技创新再贷款。相较二季度末，**环比增加较多的包括保障性住房再贷款、普惠小微贷款支持工具和支小再贷款等。**
- 结构性货币政策工具进一步优化和丰富，聚焦资本市场、地产领域。**9月，央行优化保障性住房再贷款，将央行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。截至9月末，保障性住房再贷款余额仅为162亿元，使用率后续有望提高。另外，10月，央行正式启动证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作，并设立股票回购增持再贷款，有助于支持维护资本市场稳定运行。

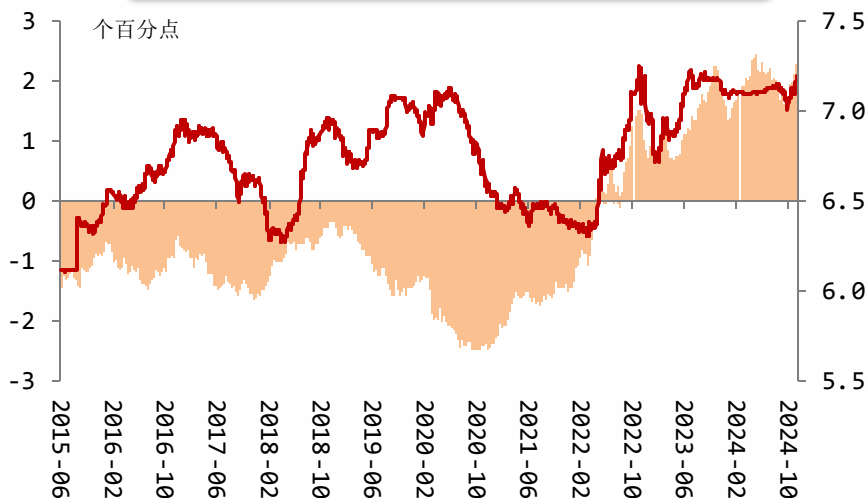
2024年前三季度结构性货币政策工具使用情况

结构性货币政策工具	额度 (亿元)	截至2024年 9月末余额 (亿元)	截至2024年 6月末余额 (亿元)	截至2024年 3月末余额 (亿元)
支农再贷款	8350	6531	6771	6650
支小再贷款	18750	16957	16942	16718
再贴现	7400	5835	6000	5991
普惠小微贷款支持工具	800	650	615	554
抵押补充贷款	-	25841	28245	33700
碳减排支持工具	8000	5351	5478	5140
普惠养老专项再贷款	400	21	17	18
民企债券融资支持工具	500	0	0	0
科技创新和技术改造再贷款	5000	7	0	0
保障性住房再贷款 (租赁住房贷款支持计划)	3000	162	121	20
交通物流专项再贷款	1000	10	128	206
设备更新改造专项再贷款	2000	1557	1557	1567
普惠小微减息支持工具	-	269	269	269
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	2116	2194	2641
科技创新再贷款	4000	865	1548	1548
收费公路贷款支持工具	-	83	83	83
房企纾困专项再贷款	800	209	209	209
保交楼贷款支持计划	2000	127	141	86
合计		66591	70318	75401

2 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控

- **美债利率近期再度走高，人民币贬值趋势或较难持续。**9月末以来，人民币汇率加快贬值，或主要因为美国就业、通胀等数据仍有韧性，加之特朗普将再度当选为美国总统，市场对美联储后续降息节奏有所修正，美债收益率走高，与此同时国内货币政策保持稳中有松态势，中美利差有所扩大。美元兑人民币从9月末的7.0逐步上行至11月14日的7.2。然而，衡量人民币有效汇率水平的CFETS人民币汇率指数从9月13日的97.77，逐步上升至11月8日的99.56。这意味着人民币相对非美货币依然保持韧性，这轮贬值更多是美元单边因素。之后在美联储继续降息背景下，人民币贬值空间或不大。
- **近年来，我国人民币国际化保持稳步发展势头。**2024年1-8月，我国货物贸易人民币跨境收付金额占同期本外币跨境收付金额比例进一步提升至26.5%，较2023年全年提高1.7个百分点。SWIFT数据显示，2024年9月，人民币在全球支付中占比为3.61%，为全球第五大最活跃支付货币。11月8日，央行在《2024年第三季度中国货币政策执行报告》中指出，将稳慎扎实推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，深化对外货币合作，发展离岸人民币市场。

近期人民币汇率走贬



美国:国债收益率:10年-中债国债到期收益率:10年 中间价:美元兑人民币

2022年以来人民币国际化加快推进

2022年	2023年	2024年
1月29日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的通知》 6月20日，中国人民银行印发《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》 7月18日，上海、广东、陕西、北京、浙江、深圳、青岛、宁波等地开展第二批跨国公司本外币一体化资金池试点 12月2日，中国人民银行会同国家外汇管理局发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》	1月11日，中国人民银行会同商务部发布《关于进一步支持外贸企业扩大人民币跨境使用促进贸易投资便利化的通知》 5月15日，内地与香港利率互换市场互联互通合作正式上线运行 12月5日，与柬埔寨国家银行签署了在柬埔寨建立人民币清算安排的合作备忘录，11日，与塞尔维亚国家银行签署了在塞尔维亚建立人民币清算安排的合作备忘录	5月13日，宣布进一步优化内地与香港利率互换市场互联互通合作（“互换通”）机制安排 7月26日，修订后的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，进一步优化QFII/RQFII跨境资金管理 9月4日，中国人民银行与毛里求斯银行签署规模为20亿元人民币/130亿毛里求斯卢比的双边本币互换协议。

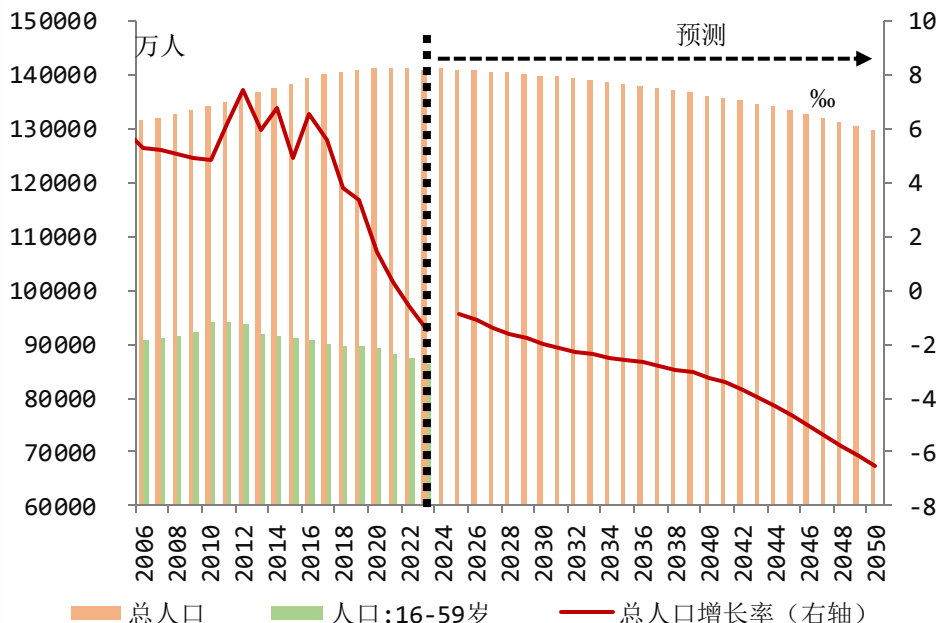
目 录

- ◆ 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力
- ◆ 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控
- ◆ 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级
- ◆ 全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向
- ◆ 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

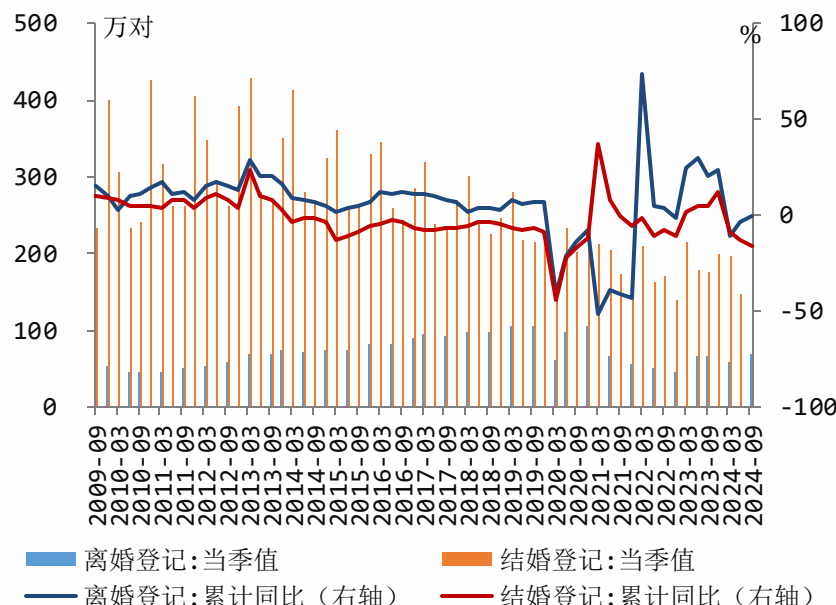
3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- **人口进入负增长时代，人口出生率持续下行。**我国总人口数量自2022年便开始进入到负增长时期，其中劳动年龄人口（16-59岁）早在2011年达到峰值，之后持续下降。2023年末，全国人口约14.1亿人，比上年末减少208万人，人口出生率为6.39‰，较2022年下降0.38个千分点。人口出生率持续下降，除人口惯性之外，还受到生育成本高、教育程度提升、居民观念变化等因素影响。
- **居民结婚、生育意愿偏低将导致我国未来人口数量继续走低。**2024年前三季度全国结婚登记474.7万对，离婚登记196.7万对，分别同比减少94.3万对、0.6万对。另外，据国家卫健委，我国总和生育率自2016年后持续快速下降，2023年降至1.0左右，远低于人口世代更替水平。根据中国人口与发展中心测算，2024年及之后我国总人口数量将延续下行趋势，2050年将降至约13亿人。

2022年我国总人口进入负增长时代



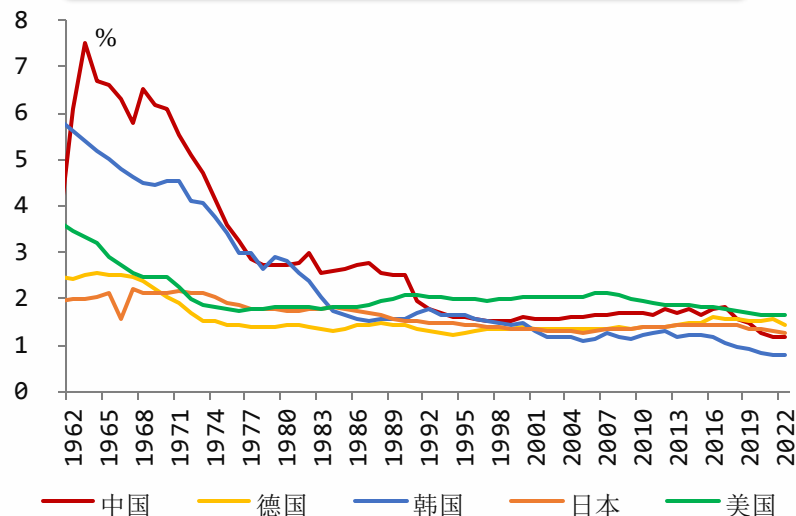
我国结婚登记人数自2013年后持续走低



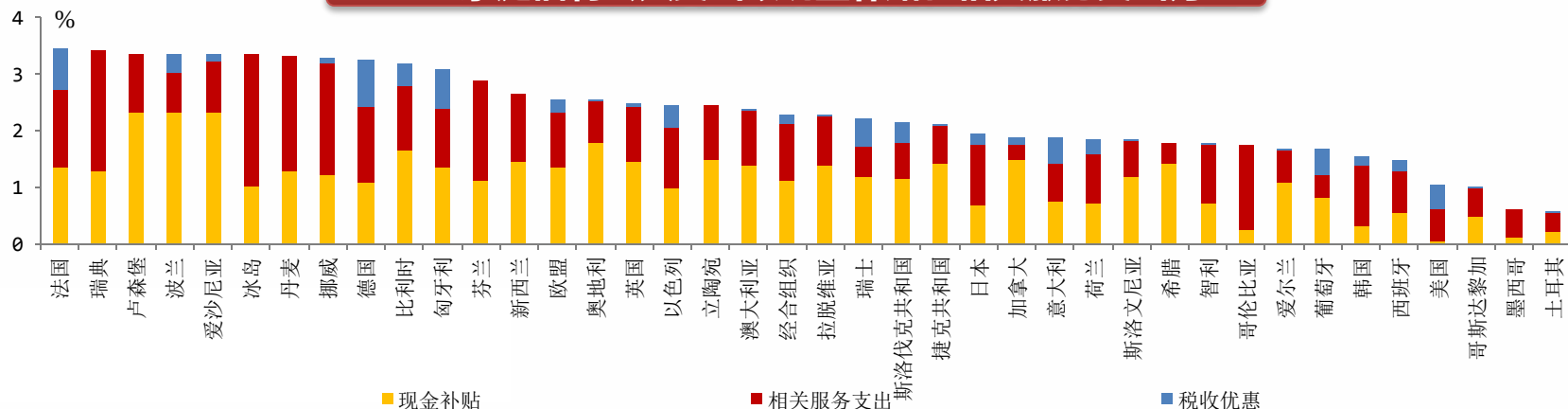
3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 在人口不断减少背景下，我国生育政策不断优化。2013年实施“单独二孩”，2016年实施“全面二孩”，2021年实施三孩生育政策及配套支持措施。当前，我国的生育支持措施主要集中在经济支持、服务支持、时间支持、文化支持四个方面。2024年国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》，提出增强生育保险保障、完善生育休假、建立生育补贴等13条举措。
- 海外政府鼓励生育以补贴和服务支出为主，未来我国也可能出台生育补贴政策。海外国家鼓励生育的举措主要分为三类，第一类是现金补贴，包括子女、父母津贴等；第二类是相关服务支出，比如对托儿和早教设施资助、家庭帮助服务等；第三类是税收优惠，包括家庭、儿童税收抵免等。OECD国家的支持政策以现金补贴和相关服务支出为主。但从成效上看，主要发达国家的总和生育率至今仍维持在低位。

目前主要发达国家总和生育率仍在低位



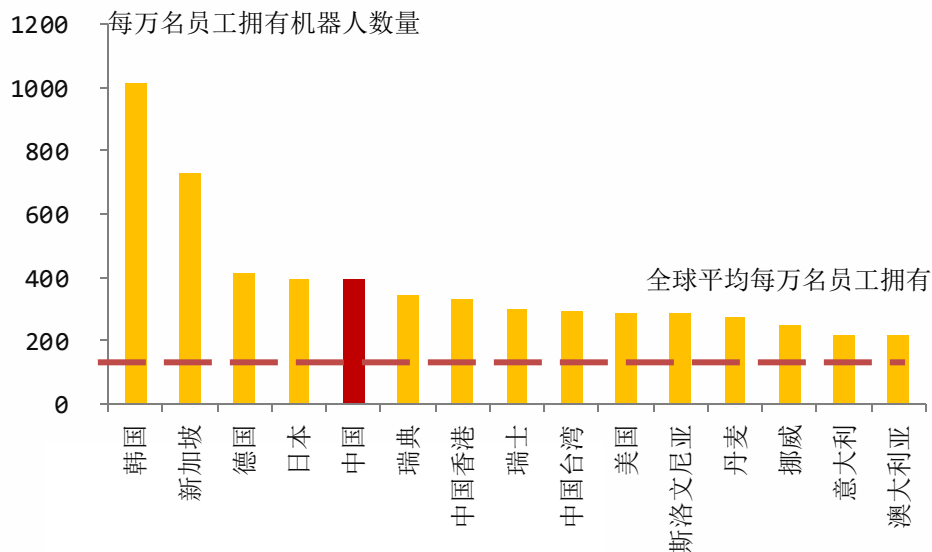
OECD家庭福利公共支出以现金补贴和相关服务支出为主



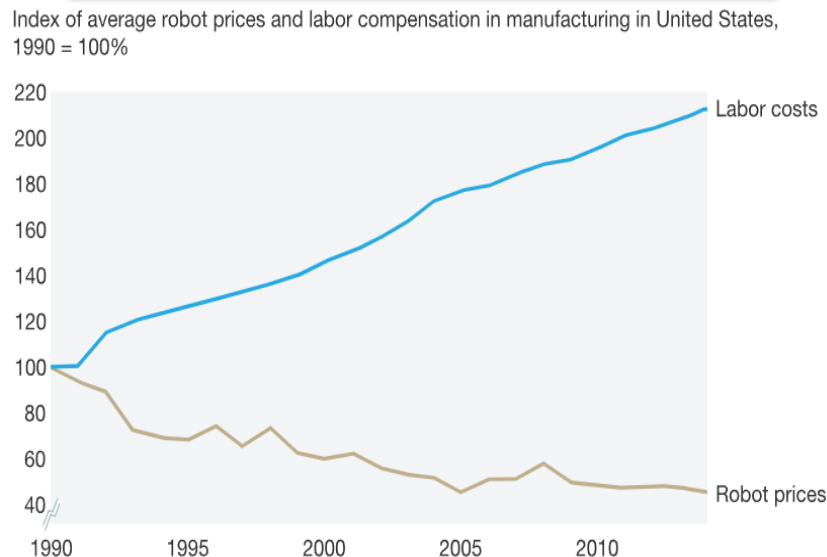
3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- **渐进式推进延迟退休，提高基本养老金最低缴费年限。**随着我国老龄化进程不断加快，适龄劳动人口下降，加之养老金收支趋于不平衡，2024年9月，全国人大常委会审议并通过了《关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》，用十五年时间，逐步将男职工的法定退休年龄从原60周岁延迟至63周岁，将女职工的法定退休年龄从原50周岁、55周岁分别延迟至55周岁、58周岁。另外，将职工按月领取基本养老金最低缴费年限由15年逐步提高至20年。
- **除了延迟退休之外，“机器换人”也是应对我国人口问题的另一途径，同时也可以加快我国产业转型升级。**技术进步背景下，机器人成本将持续下降，据麦肯锡公司，1990-2017年左右美国机器人的平均价格下降了约一半，而美国劳动力成本则呈不断上涨态势。机器人对劳动力的替代更多体现在中低收入从事体力劳动的工人，但同时也会带来一些新的岗位需求，比如机器人的设计、编程和维护等。

2022年中国机器人密度位居全球第五



美国机器人成本自1990年后不断下降



3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 我国是全球第一大工业机器人市场，2022年我国工业机器人装机量占全球比重超50%，机器人产业营业收入超1700亿元，保持两位数增长。目前我国机器人产业已形成以京津冀、长三角、珠三角、东北、中部和西部六大区域为核心的区域格局，其中长三角地区机器人产业收入占比最高，2017年占比为24.87%，其次为珠三角地区（21.83%）。按产业链上中下游划分，机器人上游核心零部件包括减速器、伺服电机和控制器，中游为机器人本体制造和系统集成，下游主要应用于汽车、电子和医药等制造业领域。

机器人上中下游产业链及链上代表企业



3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 建国后，我国发生过两轮大规模的产业西迁，第一轮是70年代末的三线建设，主要出于战备需要将国防相关工业迁往西部地区；第二轮是西部大开发，主要是加强西部地区基础设施建设。2010年国务院印发《关于中西部地区承接产业转移的指导意见》，之后一些受人力、土地等资源要素约束的东部产业逐渐开始向西部布局。

建国后中国的产业西迁历史

三线建设时期（1960-1970年）

- ◆ **背景**：为了应对国际形势的不确定性，尤其是中苏关系的恶化，中国政府启动了“三线建设”，旨在加强国防工业和重工业的布局，减少沿海地区对潜在战争的脆弱性。
- ◆ **特点**：三线建设主要集中在中西部地区，尤其是四川、贵州、陕西等省份，涉及钢铁、机械、化工、电子等多个行业。
- ◆ **影响**：三线建设为中西部地区奠定了初步的工业基础，促进了当地经济的发展，但同时也因为资源分配不均和管理问题，留下了一些遗留问题。

西部大开发时期（2000-2020年）

- ◆ **背景**：随着改革开放的深入，东部沿海地区经济迅速发展，而中西部地区相对落后，区域发展不平衡问题日益突出。1999年，中央提出“西部大开发”战略。
- ◆ **特点**：西部大开发强调基础设施建设、生态环境保护和特色产业培育，鼓励东部沿海地区的产业向西部转移。
- ◆ **影响**：西部大开发战略显著改善了西部地区的交通、通信等基础设施，吸引了大量投资，促进了当地经济的多元化发展。

新一轮产业大迁移（2020年至今）

- ◆ **背景**：进入21世纪，随着东部沿海地区劳动力成本上升、土地资源紧张等问题的出现，产业向中西部转移成为必然趋势。
- ◆ **特点**：不仅涉及劳动密集型产业，还包括能源矿产开发和加工业、农产品加工业、装备制造业、现代服务业、高技术产业、加工贸易。四川、重庆等西部城市逐渐成为新的产业转移热点。
- ◆ **影响**：这一轮产业转移有助于优化全国产业布局，促进区域经济协调发展，同时也为西部地区带来了新的发展机遇。

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 2024年8月23日中央政治局会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，提出要**加强重点领域安全保障能力建设，强化能源资源保障，推进清洁能源基地建设**。同时要求，西部地区各级党委和政府要切实扛起主体责任，奋发图强，形成工作合力。奋力谱写西部大开发新篇章。

中央层面关于产业西迁的政策变化



3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 国内产业转移呈现链条式、整体式和集群式转移，特别是当区域产业内的龙头企业出现转移后，带动一批相关企业的链式整体转移就更易于发生。西部地区产业承接地呈现出合作分工式发展特征，根据自身资源禀赋、环境容量、市场空间和发展定位，不断加强与周边承接地的分工协作，共同推进跨行政边界的产业集聚区和产业园区建设，以增强产业链和供应链的韧性。

部分地方政策文件中对于承接产业转移的表述

《河南省“十四五”招商引资和承接产业转移规划》（2022.1）

通过引进一批龙头项目，打造一批“百千万”亿级优势产业集群，增强招商引资和承接产业转移对全省高质量发展的支撑作用。

河南

《关于承接制造业有序转移的实施意见》（2022.9）

有序承接产业梯度转移：
（一）大力承接绿色低碳产业；（二）鼓励承接技术密集型产业；（三）有序承接劳动密集型产业；（四）引导承接生产性服务业和制造业协同转移；（五）积极承接优质企业和关联产业

四川

《深入推进新时代新征程重庆制造业高质量发展行动方案（2023—2027年）》（2023.9）

大力承接原料药产业转移，做强特色原料药和辅料。对接实施好国家产业链关键环节产能储备和备份部署，积极承接重大生产力布局和产业转移。

重庆

《支持吉西南承接产业转移示范区若干政策举措》（2023.9）

推动四平市特色装备、基础化工、医药健康、冶金建材，辽源市新能源汽车零部件、袜业+现代纺织、医疗器械，通化市生物医药，梅河口市医药食品、果仁加工等产业集群建设。

吉林

宁夏

《关于印发广西打造国内国际双循环重要节点枢纽行动方案的通知》（2021.7）

打造承接东部产业转移集聚区，推动形成沿边产业经济带，优化境外产业布局，完善配套服务体系，构建汽车、电子信息、化工新材料、特色产品加工等跨境产业链，建设西部产业强区。

《甘肃省“十四五”制造业发展规划》（2022.1）

加强承接东部产业转移能力，重点承接先进装备制造、绿色化工、新材料、大数据、新能源汽车、生物制药、商贸物流、现代农业等产业。

甘肃

《关于承接东部地区外商制造业产业转移的若干措施》（2023.6）

东部地区外商制造业转移项目境外到资继续实行到资奖励，对实际到位资金超过1000万美元以上的外资项目或注册企业，按照实际到位外资金额的5%给予人民币奖励等。

山西

《陕西省关于培育引进外向型产业的若干措施》（2023.9）

积极承接东部沿海地区加工贸易和能源化工、资源精深加工、新材料、轻工产品等制造业外向型产业项目，带动我省外向型产业发展。

陕西

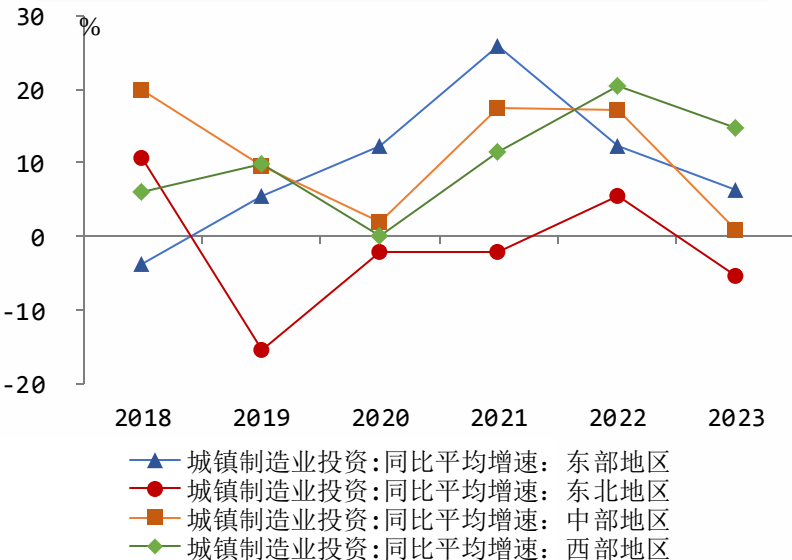
《关于促进银川—石嘴山承接产业转移示范区发展的若干措施》（2024.3）

支持银川市建设中国新硅谷、世界葡萄酒之都、新型储能电池制造基地、智能终端和半导体材料生产基地、高端奶产业基地、枸杞精深加工基地等

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

□ 2023年以来，工业和信息化部与河南、内蒙古、云南、四川等中西部地方政府联合举办了多场产业转移发展对接活动，产业转移规模持续扩大，签约资金规模通常达到千亿级。在国内产业转移中，东部沿海经济发达城市为主要转出地。2022、2023年西部地区城镇制造业投资平均增速分别为20.5%和14.8%左右，高于其余三个地区制造业投资平均增速。其中，2022年甘肃、内蒙古、青海、云南等制造业投资增速相对较高，2023年内蒙古、西藏、青海、四川增速较高。

近两年西部地区制造业投资增速提升较快



2023年以来西部省份承接产业转移项目情况

省份	项目数及投资额	产业类型
重庆	292个项目，协议总投资3259.7亿元	沿江承接产业转移示范区承接东部产业转移项目
四川	22个项目，协议投资超过1000亿元	项目具有很强的新质生产力特征，创新型、引领型、高新技术型项目占总项目的60%以上
贵州	签约项目298个，签约资金超3200亿元	资源精深加工、新能源汽车和旅游装备、能源矿山装备、大数据电子信息、纺织服装、生态食品等领域
云南	签约项目382个，计划投资3966亿元	纺织服装、电子信息、新能源、生物医药、硅光伏等产业链供应链的关键环节
广西	签约项目达360个，协议总金额超3700亿元	先进装备制造、新材料、电子信息、轻工纺织等广西特色优势产业
陕西	5大专题项目456个，预计投资6270亿元	电子信息、高端装备制造、汽车及氢能、现代化工及新材料、食品及医药和医疗装备等陕西特色优势产业
甘肃	项目195个，签约额3062亿元	新能源及装备制造、石化化工、新材料、电子信息、特色农产品及食品加工等产业
青海	项目124个，总投资额1041亿元	绿色算力、光伏、风电等清洁能源
宁夏	125个项目，签约金额1207.5亿元	现代化工、新型材料、数字信息、轻工纺织、装备制造、清洁能源等领域
西藏	项目759个，到位资金422.5亿元	清洁能源、文旅康养、高原生物等
新疆	项目265个，签约金额达5567.58亿元	新能源、新材料、医药、化工、生产性服务业等多个领域，呈现出延链补链项目多、战略性新兴产业项目多、重大优势产业项目多的特点
内蒙古	160个项目，总投资4573亿元	新材料、新能源、高端装备制造、新型化工、生物医药等战略性新兴产业

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 《关于促进制造业有序转移的指导意见》（2021.12）指出，西部地区有序承接东部地区产业转移，建设国家重要的能源化工、资源精深加工、新材料、轻工产品等劳动密集型产业、绿色食品基地，以及区域性高技术产业和先进制造业基地。西部地区承接的产业中不仅包括传统制造业，如重化工业和劳动密集型产业，还包括新能源、电子信息等战略性新兴产业。

西部省份产业转移重点领域以及相应行业近期发展情况

资源精深加工、新能源汽车和旅游装备、能源矿山装备、大数据电子信息、纺织服装、生态食品等领域

2024年，新能源电池和材料产业的增加值预计将同比增长15%；2023年软件和信息技术服务业收入增长20.7%，增速排名全国前列。

汽车：电池、电机等；电子：芯片晶圆及封装、激光投影等；装备制造：西南智能装备研发制造基地等；材料：轻合金材料、合成材料；消费品：食品、轻纺行业；医药：同位素研发及生产、中间体及原料药等

2024年1-9月重庆汽车、电子、装备、材料、消费品、医药产业投资增速分别为-4%、-7.4%、19.4%、23.1%、43.9%、16.4%。

机械装备、轻工纺织、石化化工、汽车及新能源汽车、新材料、新一代信息技术、新能源及储能等领域

2024年9月，高技术制造业630家，比2020年增长42.2%，高于规上企业增速1.8个百分点；2023年上半年广西服装出口13.5亿美元，同比增长149.7%。

新能源及装备制造、石化化工、新材料、电子信息、特色农产品及食品加工等

截至2024年4月底，新能源电源装机同比增长48.69%；2023年石化产业累计增速6.5%；2024年1-8月，28个新材料重点项目实现产值870亿元、同比增长28%；2024年一季度电子信息产业主营业务收入同比增长17.92%。

推动传统产业延链：烟草、有色金属、精细磷化等
推动优势产业拓链：生物医药、绿色能源、绿色农业
推动新兴产业建链：数字经济、新材料、低空经济

2024年1-8月，新能源发电量增长80.34%；2021至2023年数字经济固定资产投资三年年均增长率为31.9%；截至2023年底，云南拥有无人机企业775家、通航企业21家。

晶硅光伏产业和锂电材料及电芯制造产业；“东数西算”工程；钨钛高端制品、功能材料、特色零部件制造；高端芯片设计、先进晶圆制造和封装测试；高档数控机床、工业机器人、增材制造、智能传感与控制等。

2023年，光伏产业营业收入约2500亿元，同比增长近15%，多晶硅规划建设产能全国占比15.9%；电子信息产业实现营业收入1.64万亿元，规模居中西部第一位；装备制造产业完成规上工业总产值8548.8亿元。

电子信息、高端装备制造、汽车及氢能、现代化工及新材料、食品及医药和医疗装备

2023年，新一代信息技术产业、高端装备制造业、新材料产业、生物产业分别实现增加值942.6亿元、445.9亿元、253.4亿元、419.3亿元；2024年前三季度，陕西高端装备制造产业增加值同比增长13.1%。

食品加工、生物医药、化纤制造、羊绒加工及相关配套产业和高端装备制造等

2023年1-9月轻工行业（含食品）增长13.3%，纺织行业增长62.5%，烟草行业增长6.6%，医药行业下降12.4%

产业转移对西部省份产业影响

贵州

云南

四川

陕西

宁夏

甘肃

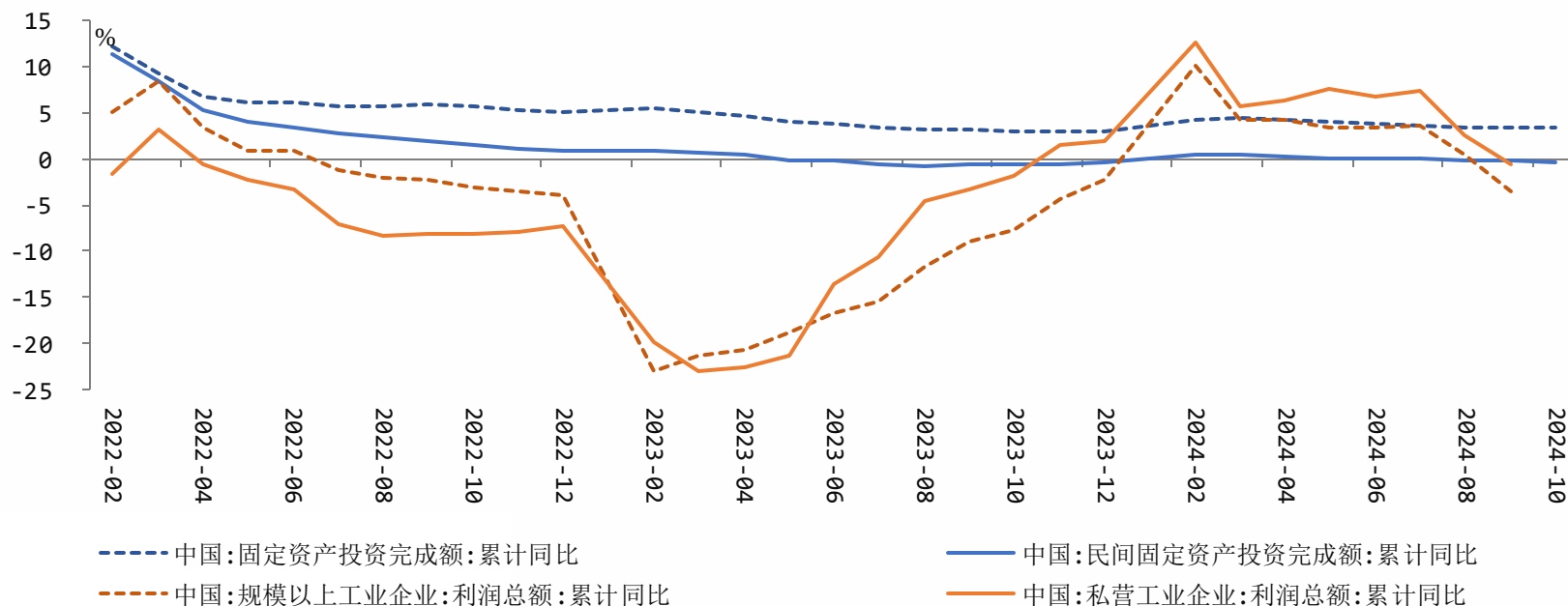
广西

重庆

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

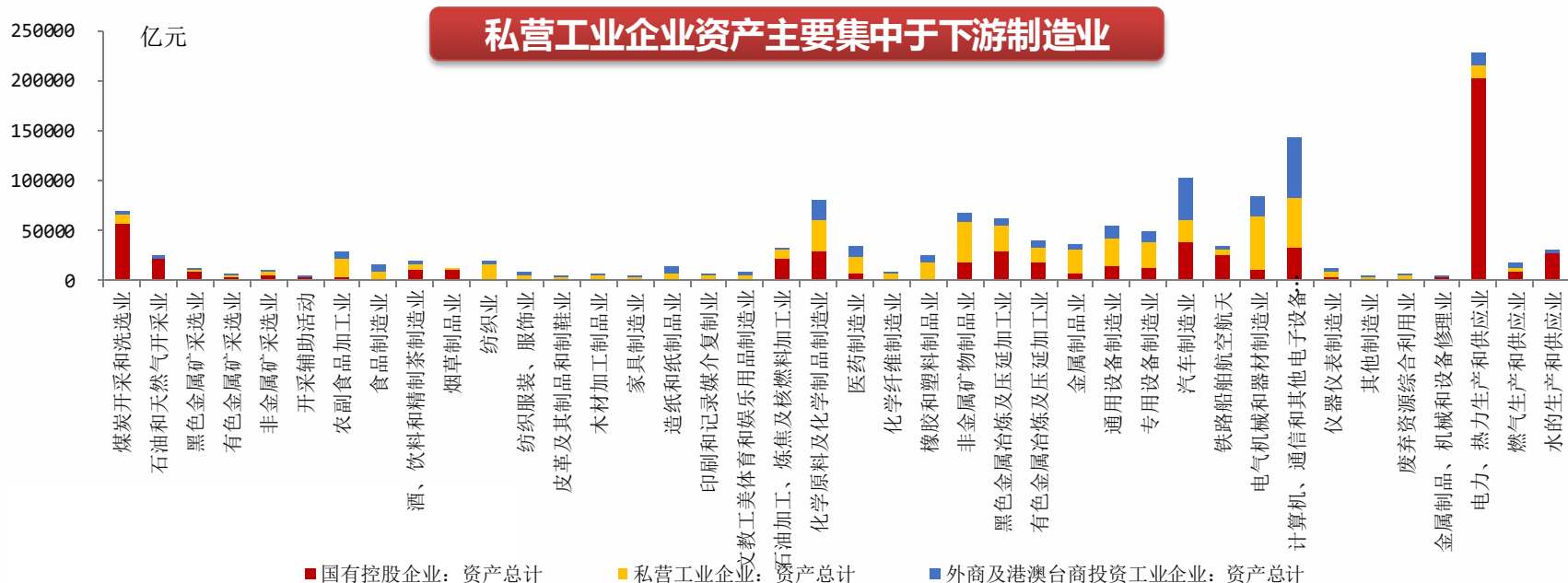
- 1-10月，国有控股固定资产投资增速6.2%，较1-9月加快0.1个百分点，民间固定资产投资同比下降0.3%，较1-9月放缓0.1个百分点，低于全部固定资产投资增速3.7个百分点。2024年前10个月，民间投资在固定资产投资中的占比为50.3%，比2023年年末低0.13个百分点。经济增长的内生动能仍有待夯实。**当前民间投资积极性不高，或与需求不足、融资难融资贵、关键要素制约等因素有关。**
- 从外贸看，前10个月以人民币计价的民营企业进出口同比增长9.3%。从市场活力看，市场消费潜能正在加速释放，比如，民营经济占比较高的网络零售增长明显加快，前10个月实物商品网上零售额同比增长8.3%，增速比前9个月加快0.4个百分点。

民间投资和私营工业企业利润增速变化



3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 1-9月，我国私营企业利润同比下降0.6%，高于规上工业企业利润增速2.9个百分点。分行业来看，**民营经济主要集中在下游工业领域，比如皮革制鞋、家具、木材加工、文教工美、纺织等，住宿和餐饮业，居民服务、修理和其他服务业等服务业也集中了大量的民营经济主体。**发改委民营经济发展局（2023.9批复设立）的主要职责是：跟踪了解和分析研判民营经济发展状况，统筹协调、组织拟订促进民营经济发展的政策措施，拟订促进民间投资发展政策。建立与民营企业的常态化沟通交流机制，协调解决民营经济发展重大问题，协调支持民营经济提升国际竞争力。
- 2024年6月，十四届全国人大常委会审议了关于促进民营经济发展情况的报告，提出进一步优化民营经济发展环境，破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍，依法保护民营企业产权和企业家权益。10月，司法部、国家发展改革委公布《中华人民共和国民营经济促进法（草案征求意见稿）》（2024.10.10-11.8），**将成为我国第一部专门关于民营经济发展的基础性法律。**



3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- 国有企业做强做优做大是核心目标，并购重组方向兼顾“安全”与“发展”。2024年7月，党的第二十届三中全会指出，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力。此外，证监会提出的“并购六条”，明确支持合理的跨行业并购，进一步活跃并购重组市场。国有企业并购重组的重点领域不仅包括国防、粮食、能源等安全领域，还将进一步向前瞻性战略新兴产业集中，包括新一代信息技术、生物医药、高端装备制造、新能源等。

2023年以来涉及国有企业并购重组政策以及相关表述

支持上市公司向新质生产力方向转型升级，围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组；鼓励上市公司加强产业整合；进一步提高监管包容度；提升重组市场交易效率

对于生物医药等产业基础比较薄弱的领域，鼓励运用并购重组、股权投资、产业基金等多种方式，宜控则控、宜参则参，努力掌握产业核心资源和关键技术

《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》
(2024年7月)

《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》
(2024年9月)

国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动2024年第三次专题推进会
(2024年9月)

张玉卓在近期出版的《新型工业化》上发表署名文章
(2024年10月)

国务院国资委党委举办理论学习中心组集体学习会暨厅局级干部研修班
(2024年11月)

推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中

加大战略性重组、专业化整合和前瞻性布局力度。围绕新技术、新领域、新赛道开展更多高质量并购，做好并购重组后整合融合

目前最紧迫的是要向前瞻性战略性新兴产业集中，在维护国家国防安全、粮食安全、能源安全等方面发挥战略安全兜底作用，深入推进战略性、专业化重组

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

- “并购六条”发布后，央国企重组整合活跃度进一步提升。近期，国资国企并购重组动作频频。Wind数据显示，截至2024年11月21日，按最新披露日期，今年A股上市公司披露的重大重组事件约为193条，其中，有79条为中央企业或地方国有企业所属上市公司。9月24日“并购六条”发布之后，央国企发布的重大重组事件共有52条，央国企并购重组进度进一步加快。未来央国企并购重组进程有望加快，加强资源整合、聚焦主责主业并提高核心竞争力，尤其将向战略性新兴产业、国防、粮食、能源安全等关键领域集中。

2024年下半年以来央国企上市公司重大并购重组事件梳理

宝塔实业-电投新能源

拟以重大资产置换及发行股份方式购买宁夏电投新能源有限公司股权。宝塔实业将抛弃其原有轴承业务，并将主营业务变更为风力、光伏及储能电站的投资开发和运营，以及船舶电器的生产与销售。

中国船舶-中国重工

中国船舶拟换股吸收合并中国重工，以进一步聚焦国家重大战略和兴装强军主责主业、加快船舶总装业务高质量发展、规范同业竞争、提升上市公司经营质量。

国泰君安-海通证券

国泰君安换股吸收合并海通证券，旨在强化功能定位，对标国际一流，加快向具备国际竞争力和市场引领力的投资银行迈进。

佛塑科技-金力股份

佛塑科技拟通过发行股份及支付现金的方式收购金力股份。交易完成后，佛塑科技将切入锂电池隔膜领域，丰富在新能源领域的产品布局。

2024年

»

6月

7月

8月

9月

10月

11月

招商轮船-安通控股

拟分拆子公司通过与安通控股进行重组的方式实现重组上市。将与优质的安通控股集装箱运输业务资源整合，行业地位、市场竞争力与影响力将进一步提升。

华润三九-天士力

拟收购创新中药龙头天士力28%股权，将与天士力相互赋能，推动华润三九创新能力快速提升，进一步打造中药产业龙头企业，提升市场竞争力，推动高质量发展。

电投产融-电投核能

电投产融拟通过发行股份方式购买电投核能控股股权，同时置出电投资本控股控股股权。置出现有金融业务，并注入主要从事建设、运营及管理核电站的资产。

远达环保-五凌电力、长洲水电

远达环保拟通过发行股份及支付现金的方式购买五凌电力、长洲水电股权。将建设为国家电投集团境内水电资产整合平台。

未来央国企将继续加强资源整合、聚焦主责主业并提高核心竞争力，向战略性新兴产业、国防、粮食、能源安全等关键领域进一步集中

3 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级

四个重要国家级大基金发起部门及规模

国家级基金	发起部门	规模	设立时间
国家集成电路产业投资基金	财政部	一期1300亿元 二期2000亿元 三期3440亿元	2014年9月
中国国有企业结构调整基金	国资委、中国诚通牵头	3500亿元	2016年9月
国家战略性新兴产业发展基金	发改委	3000亿元	2018年6月
中国国有企业混合所有制改革基金有限公司	国资委、中国诚通	2000亿元	2020年12月

国家集成电路产业投资基金

- ◆ 2024年9月，入股鸿芯微纳；
- ◆ 2024年8月，投资重庆芯联；
- ◆ 2024年7月，投资成立太原晋科硅材料技术有限公司、入股集益威半导体；
- ◆ 2024年6月，入股长电科技汽车电子公司；
- ◆ 2024年5月，入股沈阳新松半导体；
- ◆ 2024年4月，战略入股湖北九同方微电子有限公司、增资中车时代半导体；
- ◆ 2024年2月，入股牛芯半导体；
- ◆ 2023年8月，增资士兰微关联参股公司士兰明镓；
- ◆ 2023年8月，增资华润微子公司润鹏半导体；
- ◆ 2023年6月，作为战投参与华虹半导体A股发行认购

- ◆ 2024年11月，投资华立石化
- ◆ 2024年10月，增资一汽解放；
- ◆ 2024年6月，领投金星智控；
- ◆ 2024年4月，领投珞石机器人；
- ◆ 2024年2月，入股上海万泽；
- ◆ 2023年1月，拟增资三环传动子公司环动科技；
- ◆ 2022年7月，与徐工机械签署战略合作；
- ◆ 2022年6月，参与定增科德数控，认购1.5亿元

国家制造业转型升级基金

中国国有企业结构调整基金

- ◆ 2023年4月，入股华润生物；
- ◆ 2023年2月，出资中粮福临门引战项目；
- ◆ 2023年1月，国机汽车募集配套资金获配；
- ◆ 2022年12月，参与定增中化国际；
- ◆ 2022年11月，南网储能定增获配；
- ◆ 2022年11月，领投上海超硅半导体股份有限公司

- ◆ 2024年9月，出资隐山资本；
- ◆ 2024年3月，投资成都中科微；
- ◆ 2023年6月，领投臻捷电子、奇异摩尔、后摩智能；
- ◆ 2023年5月，投资中芯集成；
- ◆ 2023年4月，领投中科海纳、入股中车戚墅堰机车研究所、入股华润生物；
- ◆ 2023年2月，认购中国电建非公开发行股票、领投质子汽车；
- ◆ 2023年1月，领投挚途科技；
- ◆ 2022年12月，战略投资中材锂膜，领投联通中讯院

国有企业混合所有制改革基金

目 录

- ◆ 经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力
- ◆ 逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控
- ◆ 人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级
- ◆ 全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向
- ◆ 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

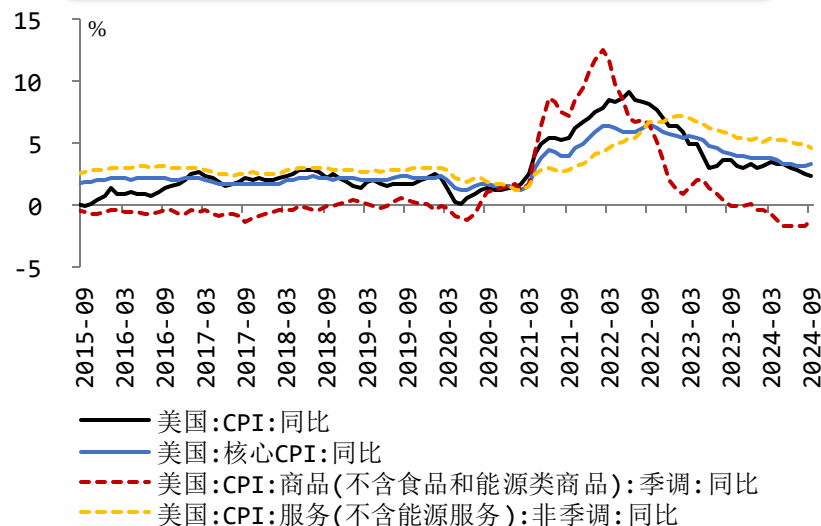
4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

- ❑ **美联储步入降息周期，通胀、就业仍是主要考虑因素。**当地时间11月7日，联邦储备官员在FOMC会议上宣布将利率下调25个基点，联邦基金利率的目标区间降至4.50%至4.75%，启动本轮紧缩周期以来第二次降息，基本符合市场预期。会议声明对于通胀的描述有变化，删除了上次声明新增的FOMC“已经对通胀持续迈向2%更有信心”，或与9月通胀数据略超预期有关，对于就业市场认为“劳动力市场的状况已经宽松”。针对特朗普当选后可能出台的政策，鲍威尔则表示“不猜测、不推测，也不做假设”，政策落地前美联储可能不太会进行前瞻调整。
- ❑ **美国近期通胀保持温和回落，但核心通胀有所反弹。**美国9月CPI同比上涨2.4%，较前值2.5%有所放缓，但超出预期值2.3%，环比上涨0.2%，持平前值，超出预期值0.1%，核心CPI同比上涨3.3%，小幅超出预期和前值3.2%，超级核心CPI小幅抬头，同比增长4.6%。从分项来看，住房和食品通胀合计贡献了75%以上的涨幅，商品价格在过去一年稳步下跌后也出现上涨。目前通胀回落仍在进程中，但需关注明年美国减税、关税等政策对通胀的影响。

美国联邦基金目标利率预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.5%	25.5%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.8%	53.5%	14.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	46.6%	27.1%	4.7%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	31.7%	38.7%	18.1%	2.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	20.6%	35.3%	28.0%	10.1%	1.3%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.3%	9.0%	24.7%	33.3%	23.0%	7.7%	1.0%
2025/9/17	0.0%	0.3%	3.2%	12.9%	26.9%	30.7%	19.2%	6.0%	0.7%
2025/10/29	0.1%	0.8%	4.8%	15.2%	27.5%	28.9%	17.1%	5.2%	0.6%
2025/12/10	0.2%	1.4%	6.3%	17.0%	27.7%	27.1%	15.3%	4.5%	0.5%

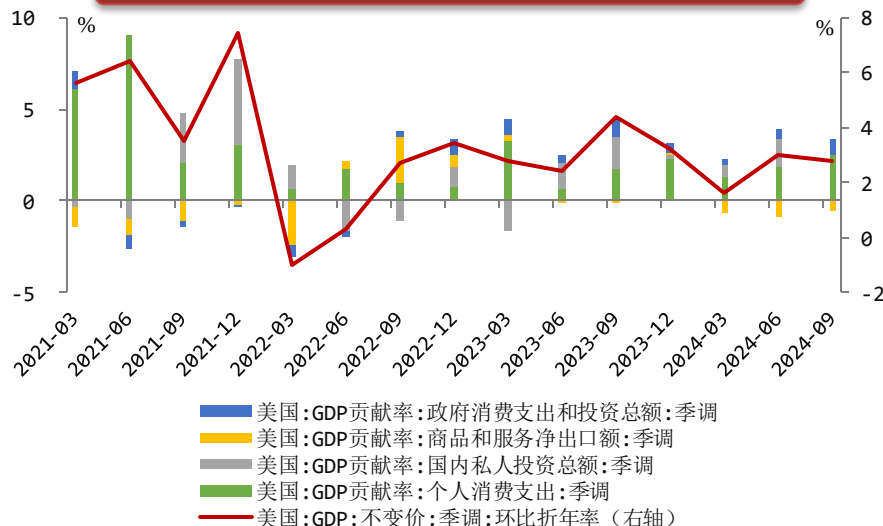
美国通胀保持温和回落



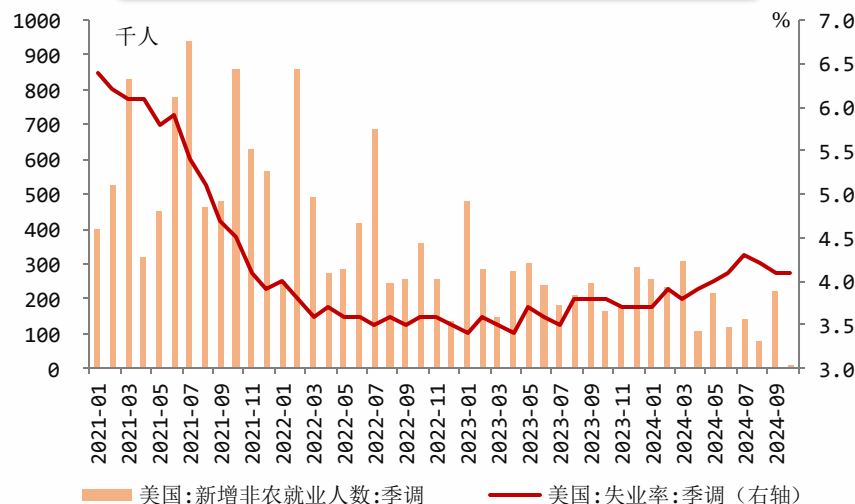
4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

- **美国消费保持韧性，制造业投资表现疲软。**美国第三季度维持稳健增长态势，GDP环比折年率增长2.8%，小幅低于预期，上季度增速为3%，其中消费部门（占比接近70%）是美国经济增长的主要支撑因素。从前瞻指数来看，美国10月ISM制造业PMI指数降至46.5%，创2023年7月以来的新低，不及预期和前值为47.2%，然而美国10月ISM服务业PMI意外跃升至56%，为2022年8月以来的最高水平。制造业和服务业PMI走势分化，显示出美国经济依然呈现出服务业强劲、制造业疲弱的状态，这与（1）就业市场放缓但总体稳定；（2）居民家庭财务状况总体健康；（3）物价水平温和回落等因素有关。
- **飓风和罢工影响下10月非农大幅低于预期，但就业市场总体保持稳定。**美国10月新增非农就业人数仅为1.2万人，不仅远低于9月的22.3万人，也大幅低于预期，8月数据由15.9万下调至7.8万，9月则由25.4万下调至22.3万。非农数据大幅不及预期主要是受到飓风和罢工突发事件的影响，加上当周公布的ADP就业人数大超预期，另外失业率仍稳定在4.1%，就业市场总体来看并未出现太大变化。在剔除飓风和罢工影响之后，部分就业数据依然显示出美国劳动力市场正在逐步放缓的趋势。比如，从就业结构来看，健康保健和政府部门依然是10月新增非农主要贡献项，新增就业分别为5.1万人和4万人，耐用品制造、专业和商业服务为主要拖累项，下降4.7万人。

美国GDP增长贡献最大部门为消费



美国失业率虽有升高但仍处于低位



4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

□ 当地时间11月6日，美国共和党总统候选人、前总统特朗普在佛罗里达州发表演讲，宣布在2024年总统选举中获胜，与此同时，共和党重新夺回参议院，并在随后进一步赢得众议院，这将利于自身政策的推行和落地。从特朗普政府的政策主张来看，承接此前执政理念的同时，在一些领域上可能还会有些升级，比如税收、关税、移民、外交以及产业等政策。

税收政策	贸易政策	移民问题	外交政策	产业政策	医疗保健	社会议题
- 通过提高关税来增加国家收入，用这些钱来代替现在美国人交的所得税 - 将2017年的所有减税措施永久化，帮助富人减税 - 进一步将企业税率从目前的21%降至15% - 还提议取消对小费、社会保障福利以及加班工资的所得税 - 考虑对消防员、警察、军人和退伍军人免税	- 可能会实施“贸易政策2.0”版本，意味着更加激进的关税政策，此前特朗普多次宣称将对几乎所有进入美国的商品征收10%全面关税 - 对来自中国的商品征收60%统一关税，并征收一系列有针对性的关税	通过修建隔离墙和加强执法来封锁边境，并承诺将对美国历史上最大规模的无证移民进行大规模驱逐	- 采取“孤立主义”政策，希望美国摆脱世界其他地方的冲突 - 比如多次对美国向乌克兰提供援助表示异议 - 要求以色列结束加沙战争 - 对华政策上依然主张对抗中国，但避免升级冲突	- 鼓励制造业回流美国，支持国防工业 - 放松对能源行业的监管，鼓励页岩油企业恢复开采，以提高油气供应 - 鼓励推动人工智能和太空相关产业的发展，可能会逐步取消对人工智能的监管限制措施	主张废除平价医保法案，反对政府主导的医保体系，认为应该通过市场竞争降低医疗费用	支持各州自行决定堕胎政策，捍卫传统观念

4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

- 若特朗普主张政策落地，将对美国经济、债务、通胀以及就业等产生较大影响。减税政策将有助于拉动美国经济增长，带动就业，但同时也将继续推升美国债务水平，增大美债风险；贸易政策（加关税）将推升美国通胀水平，并且拖累经济和就业增长，尤其是在其他国家实施反制情况下；强硬的移民政策将快速遏制近两年快速增加的净移民人数，净移民人数或从200-300万人下降至年均70-160万人左右，移民人数快速下行将在一定程度上推升工资和通胀水平，并加剧美国住房供应问题。

特朗普政府所主张政策的潜在影响

税收政策

对经济：

- **Tax Foundation**：将使美国长期（十年）GDP上升2.4%，若考虑增加关税对经济的负面影响，将使美国长期GDP上涨0.8%
- **Penn Wharton Budget Model**：GDP将在十年内增长，随后下降，预计2034年下降0.4%，2054年下降2.1%

对债务：

- **Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB)**：将在2035年之前增加 7.75 万亿美元的债务，将债务推高至 GDP 的 143%

对就业：

- **Tax Foundation**：将使美国长期（十年）就业人数增加 59.7万 个全职工作岗位，工资增加 0.8%

贸易政策

对经济：

- **Tax Foundation**：加关税以及部分外国报复行为下将导致美国长期GDP下降1.7%。
- **PIIE**：2028年美国实际GDP将比基线增长(1.9%)低0.3-0.7个百分点（所有美国进口商品的关税提高 10 %），低0.2-0.4个百分点（从中国进口的关税提高 60 %）
- **美中贸易全国委员会**：2024-28 年实际GDP 累计损失 1.6-1.9 万亿美元（取决于中国是否实施反制措施）

对通胀：

- **PIIE**：2025 年美国通胀将比基线水平（1.9%）高0.6-1.3个百分点（所有美国进口商品的关税提高10%），高0.4-0.7个百分点（从中国进口的关税提高60%）

对就业：

- **美中贸易全国委员会**：2025年，对美国就业影响峰值将达到74.4-80.1万个净失业岗位（取决于中国是否实施反制措施）

移民政策

对经济：

- **Brookings**：2025年美国净移民人数将为-74万人-120万人，将直接导致当年实际GDP下降0.1-0.2个百分点

对通胀：

- **PIIE**：2026年美国通胀将比基线水平（1.9%）高0.5-3.4个百分点（分别驱逐130万-830万非法移民）

对就业：

- **PIIE**：2028年美国就业增速将比基线增速(1.5%)低1.1-6.9个百分点（分别驱逐130万-830万非法移民）
- **Brookings**：预计2025年的月度就业增长将远低于2024年，净移民从正到负将导致每月就业增长减少约 10万个

4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

□ 特朗普主张政策后续落地主要通过三条渠道：

（1）美国总统单独出台行政命令，无需经过法院审查。比如外交方面的政策、退出巴黎气候协定，以及能源、AI等领域监管放松等，这些政策推动的阻力将会更小。

（2）美国总统出台行政命令，但需经过法院审查。比如征收关税、驱逐非法移民、撤换美联储主席等，出台的速度较快，但实际落地可能面临阻碍，可能面临的法院挑战主要涉及其法律效力、原告资格、国会制约以及法院态度等方面。

（3）通过美国国会立法，经由众议院、参议院审议通过。比如减税政策、医疗改革相关政策、干预政策利率等。实际落地的节奏将相对较慢。

据PolitiFact，在特朗普的上一任期中，他的竞选承诺只有23%得到兑现，22%部分兑现，53%未能兑现。其中，贸易、移民、税收等领域兑现较多。

特朗普主张政策落地所需条件	总统行政命令	国会立法	可能面临法院挑战
税收政策			
延长2017年减税政策		√	
将企业税率从21%降至15%		√	
取消联邦所得税		√	
关税政策			
对所有进口商品征收10%关税	√		√
对进口中国商品征收60%关税	√		√
对来自墨西哥的汽车征收200%关税	√		√
驱逐非法移民			
部署国民警卫队	√		√
援引1798年的《外国人敌人法》来取代现行移民法	√		√
恢复被拜登废除的特朗普政策	√		√
干预美联储			
降职或撤换鲍威尔	√		√
强化总统对利率的调控力度		√	√
取消监管			
扭转拜登时代对能源项目的限制	√		
退出巴黎气候协定	√		
放宽对加密货币行业的监管	√	√	
废除拜登总统的人工智能行政命令	√		
外交政策			
停止美国对乌克兰的援助	√		
解决中东冲突	√		
医疗政策			
废除并取代《平价医疗法案》，推动《美国医保法》	√	√	
降低处方药价格，引入国际药品价格比较	√		√

4 美国经济仍具韧性，大选后政策如何落地

□ 特朗普2.0内阁的特点是：成员构成更为多元、更高忠诚度、政策主张更为统一。

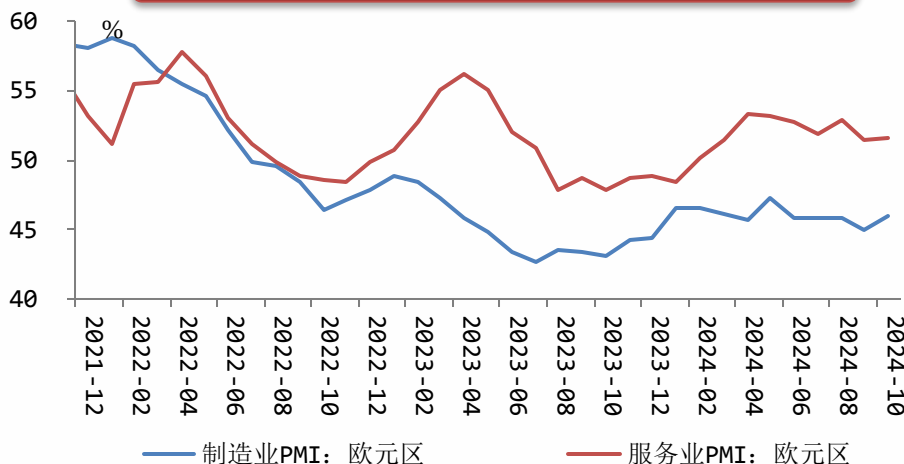
职位	提名人员	人物特点
副总统	詹姆斯·戴维·万斯	“MAGA运动”的主要成员；外交上保持对以色列的支持，对中国采取强硬立场，反对美国资助乌克兰；应该更多将美国制造业回流，投资于美国工人；需要更好地推进“支持家庭”的政策，包括生育医疗；移民涌入为学校、议员和住房带来了巨大的压力，应加强边境安全。
国务卿	马尔科·卢比奥	在过去几年中一直主张对中国、伊朗和古巴采取强硬的外交政策。
财政部长	斯科特·贝森特	作为“索罗斯门徒”、知名对冲基金经理。建议将关税“分层”实施，可通过其他政策抵消影响。主张减少所得税，并进行税收改革和放松监管，特别是刺激更多的银行贷款和能源生产。曾建议特朗普提名一位美联储“影子”主席。
国防部长	皮特·赫格塞斯	直言不讳的右翼军方批评者，呼吁清洗追求“觉醒”多元化政策的将军。
司法部长	帕姆·邦迪	特朗普的坚定捍卫者，曾是特朗普弹劾辩护团队的一员。
内政部长	道格·伯古姆	兼任新成立的美国国家能源委员会主席。作为深红州的领导人，推行坚定的保守政策，强调经济、能源和国家安全。
农业部长	布鲁克·罗林斯	曾任美国第一政策研究所所长，警告中国拥有美国农田的风险，并批评拜登政府扩大食品券福利及其能源政策。
商务部长	霍华德·卢特尼克	是特朗普过渡团队联席主席，也是亿万富翁。坚定的“对中国征收关税”言论支持者，称赞关税是重振美国制造业的有利工具
劳工部长	洛丽·查韦斯-德雷默	属于温和派，是少数支持主要支持工会立法的众议院共和党人之一，曾坚定支持PRO-Act（受民主党支持）。
卫生服务部长	罗伯特·肯尼迪	放大了疫苗与儿童自闭症有关的毫无根据的说法，宣扬了HIV不是艾滋病原因的错误观点，并毫无根据地将某些抗抑郁药与校园枪击事件的增加联系起来
住房城市发展部长	斯科特·特纳	为前NFL球员，曾在特朗普的第一个总统任期内担任白宫机遇与振兴委员会的首任执行主任
交通部长	肖恩·达菲	是福克斯商业频道《底线》节目的联合主持人，在交通领域没有太多经验。
能源部长	克里斯·赖特	一名石油大亨，反对遏制气候变化的政策，长期为油气行业辩护，并看好核能发展。
教育部长	琳达·麦克马洪	WWE共同创办人以及前首席执行官。表示上任后将推行教育改革，其中包括废除教育部、向“觉醒”文化宣战等。
退伍军人部长	道格·柯林斯	表示将简化和削减退伍军人事务部的法规，根除腐败，曾是特朗普弹劾辩护团队的一员
国土安全部长	克里斯蒂·诺姆	坚定的保守主义立场，表达了对边境管理和移民政策的重要性
政府效率部长	埃隆·马斯克	均为商界精英。将“为拆解政府官僚机构铺平道路，削减多余的监管法规和浪费的开支，并重组联邦机构”
白宫幕僚长	苏西·威尔斯	是佛罗里达州政界的资深人士，在2016年帮助特朗普在佛罗里达州取得竞选胜利
美国贸易代表	米森·格里尔	从事国际贸易法工作的律师，在特朗普第一届政府期间担任美国贸易代表罗伯特·莱特希泽的幕僚长。
国家情报总监	图尔西·加巴德	在情报工作方面几乎没有直接经验，曾批评拜登政府在乌克兰对俄罗斯的战争支持乌克兰
中情局局长	约翰·拉特克利夫	曾担任得克萨斯州众议员，并在特朗普政府期间出任国家情报总监，也曾是特朗普弹劾辩护团队的一员。更多地被视为一位忠诚于特朗普的政治盟友而非情报专家。
环保局局长	李·泽尔丁	强调“能源主导地位”，在环境问题上的经验相对较少。曾是特朗普弹劾辩护团队的一员，在国会投票时反对认证2020年的总统选举结果
小企业管理局局长	待定	
管理和预算办公室主任	拉塞尔·沃特	“2025年项目”的领军人物。公开倡导总统加强对政府机构的控制。提议大幅削减可自由支配资金和医疗补助

资料来源：美国白宫、纽约时报、华尔街日报等、西南证券整理

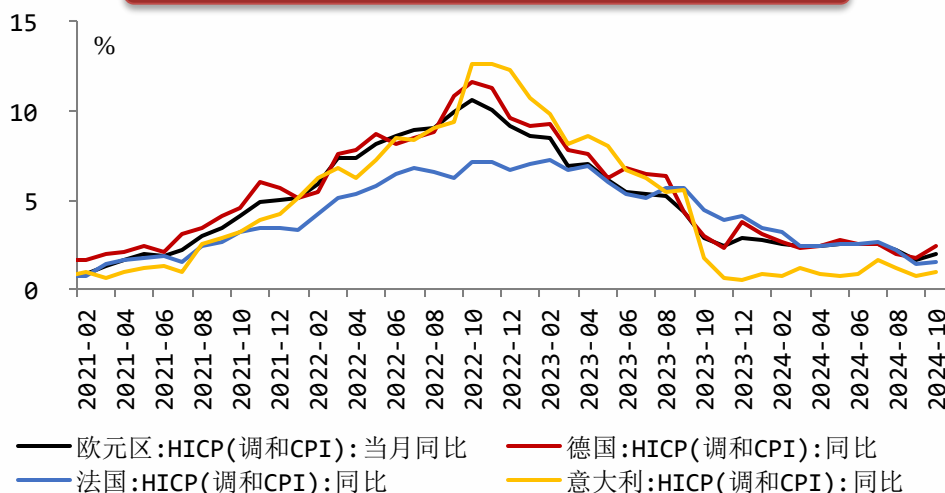
4 欧元区经济形势偏弱，保护主义势力上升

- **欧洲央行或维持稳健降息。**当地时间10月17日，欧洲央行降息25个基点，存款便利利率降至3.25%，主要再融资利率降至3.4%，边际贷款利率降至3.65%，是欧洲央行今年第三次降息，而且是13年来首次连续降息。欧洲央行行长拉加德表示，降息25个基点是全体一致通过的，欧元区经济表现低于预期，数据显示经济增长进一步放缓，通胀下降进程顺利，所有指标均呈下降趋势。
- **欧洲制造业仍在萎缩，通胀回落但有粘性。**从经济前瞻数据来看，10月，欧元区制造业PMI终值46.0%，较上月小幅上升，但仍处于萎缩区间，而10月服务业PMI为51.6%，为两个月高点，综合PMI终值50.0%，较初值上修0.3个百分点，创两个月新高。**从通胀数据来看**，欧元区10月CPI环比初值录得0.3%，预期0.2%，前值-0.1%；CPI同比初值录得2%，预期1.9%，前值1.7%；核心CPI同比初值录得2.7%，预期2.6%，前值2.7%。欧元区通胀回升，一方面是能源价格的基数效应，另一方面服务业通胀也仍然具有粘性。

欧元区制造业景气指数持续处于荣枯线下



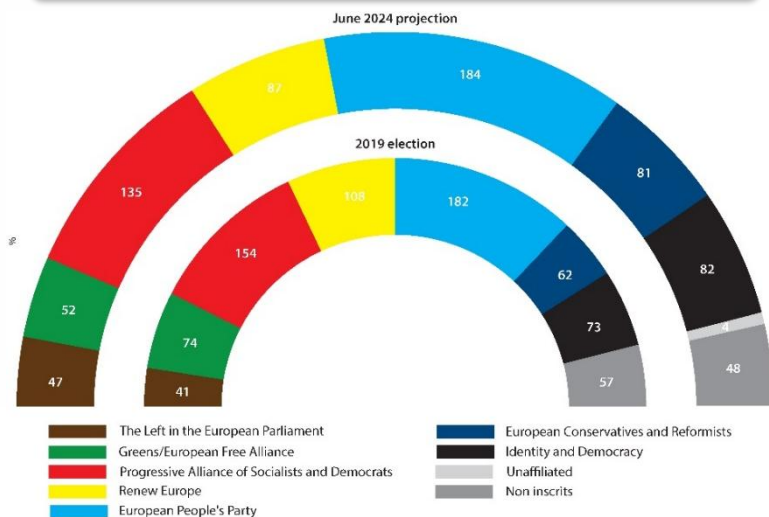
欧元区通胀水平处于回落区间



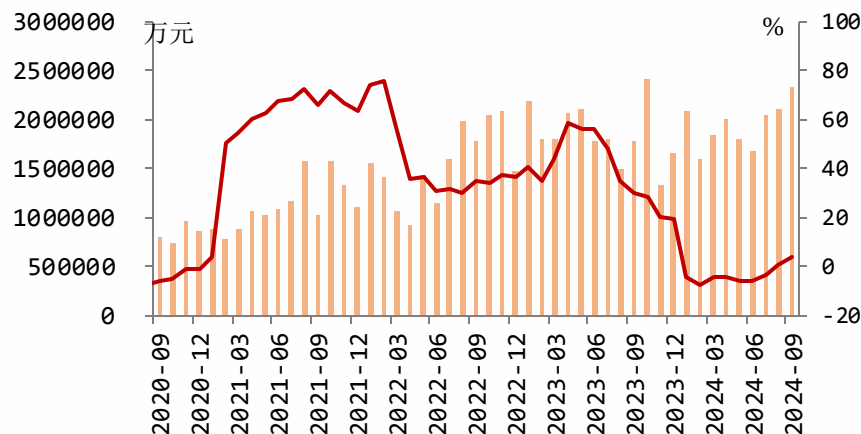
4 欧元区经济形势偏弱，保护主义势力上升

- **欧洲议会选举右倾明显，保护、民粹主义势力上升。**6月9日，欧洲议会第十届选举顺利落下帷幕。本届议会选举在欧盟27个成员国举行，共产生720名议员。欧洲议会主席、欧盟委员会主席、欧洲理事会主席、欧盟外交与安全政策高级代表等欧盟机构领导人也将面临换届。最终选举结果显示，中右翼的欧洲人民党（EPP）仍维持第一大党团地位，德国总理朔尔茨所属的中左翼社民盟（S&D）稳住次席，而法国总统马克龙所属的中间派“复兴欧洲”党团（Renew Europe）和左翼的绿党党团（Greens/EFA）议席流失情况严重。其中，右翼民粹政党正快速崛起，欧洲议会向右倾斜明显。
- **欧盟对华电动汽车开征关税，贸易摩擦持续。**在经过自2023年9月以来的反补贴调查后，10月29日欧盟宣布将中国电动汽车的关税税率从10%大幅提升到最高45.3%，10月31日该新税率正式生效。具体来说，特斯拉被加征7.8%，合计17.8%；比亚迪被加征17%，合计27%；上汽集团被加征35.3%，合计45.3%。对华征收关税是为了保护欧洲汽车制造商，但是欧洲汽车制造商反对关税，包括宝马、梅赛德斯-奔驰和大众汽车的总部所在地德国在内的几个国家都投了反对票。

欧洲议会选举结果2019与2024年对比



中国对欧盟出口车辆及零件金额变化

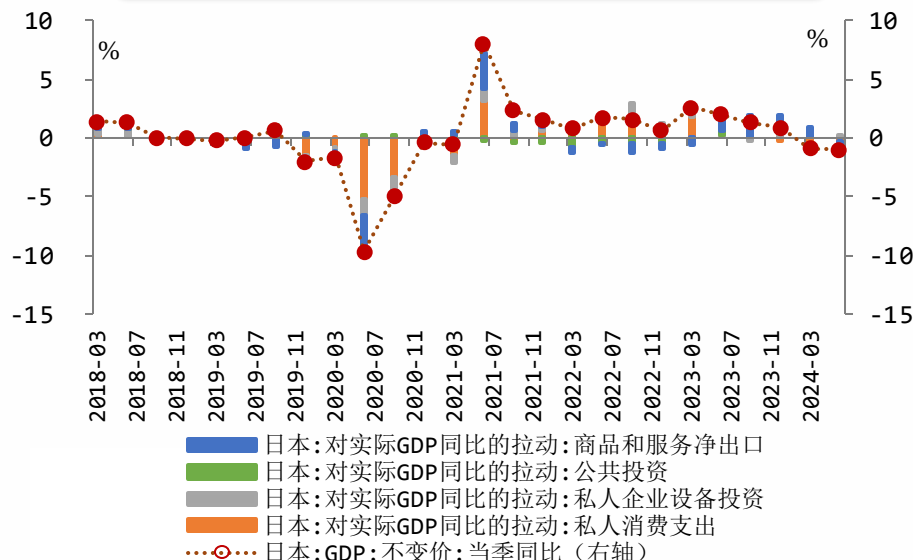


- 中国出口欧盟：车辆及其零附件，但铁道车辆除外：当月值
- 中国出口欧盟：车辆及其零附件，但铁道车辆除外：累计同比

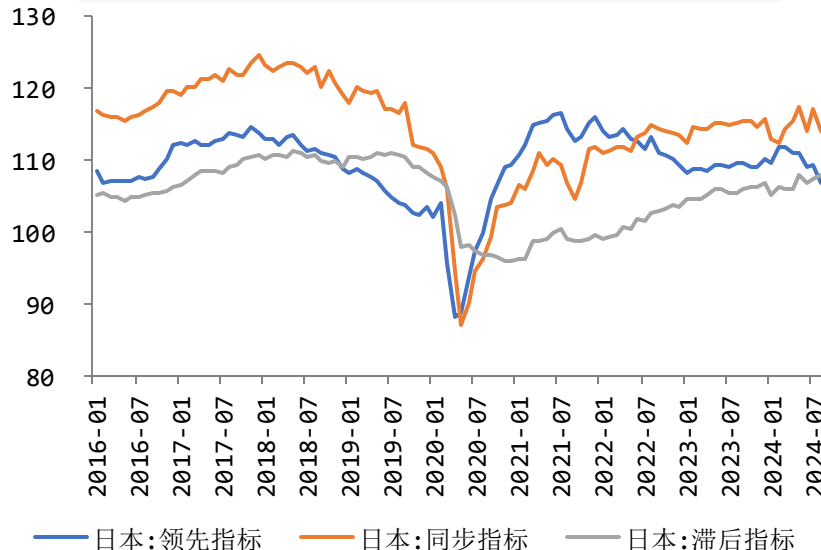
4 日本经济复苏路漫漫，政治动荡持续

- **日本第三季度经济预计将放缓，消费复苏路漫漫。**日本第二季度GDP同比增长3.1%，环比增长0.8%，均超过市场预期。其中，私人消费增长了1%，预期为增长0.6%，是5个季度以来的首次增长，此外，企业资本支出也略高于预期，增长了0.9%。受消费和资本支出疲软的影响，日本第三季经济预计将放缓，路透调查的经济学家预测中值显示，日本7-9月经通胀调整后的国内生产总值(GDP)预计环比年率增长0.7%，与第二季度的2.9%相比大幅放缓，民间消费或依然不温不火。10月16日，日本政府宣称即将推出规模远超去年（13万亿日元）的额外预算资助方案，从而刺激经济增长。
- **日本通胀有所放缓，前瞻指数进入收缩区间。通胀方面，**日本9月CPI环比下降0.3%，是自2023年2月以来首次下滑，年通胀率降至2.5%，为4月以来的最低水平；核心CPI（除生鲜食品）从8月的2%上升至2.10%。**经济方面，**10月制造业PMI回落至49%，低于市场预期的49.9%，是自3月以来的最大幅度下降，工厂活动连续第四个月收缩。服务业PMI降至49.3%，较前值53.1%大幅下降，也是自6月以来的首次下滑。

私人消费对GDP仍是负贡献



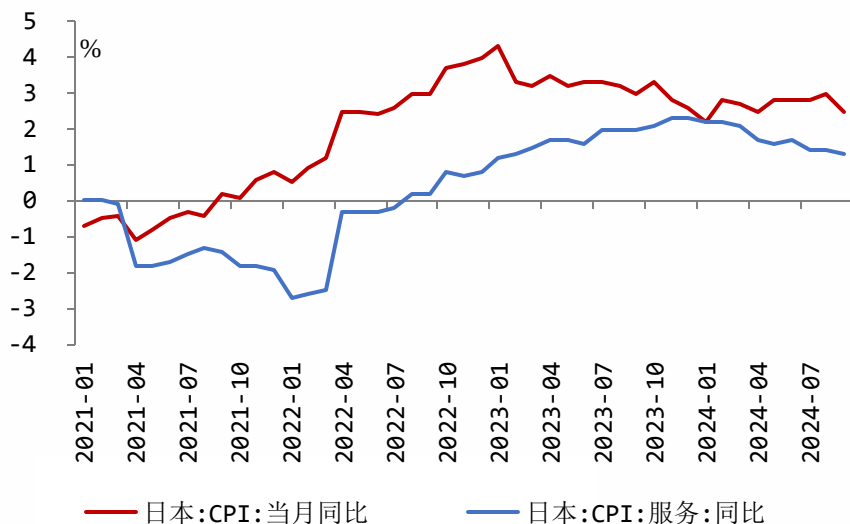
近期日本景气动向综合指数下滑



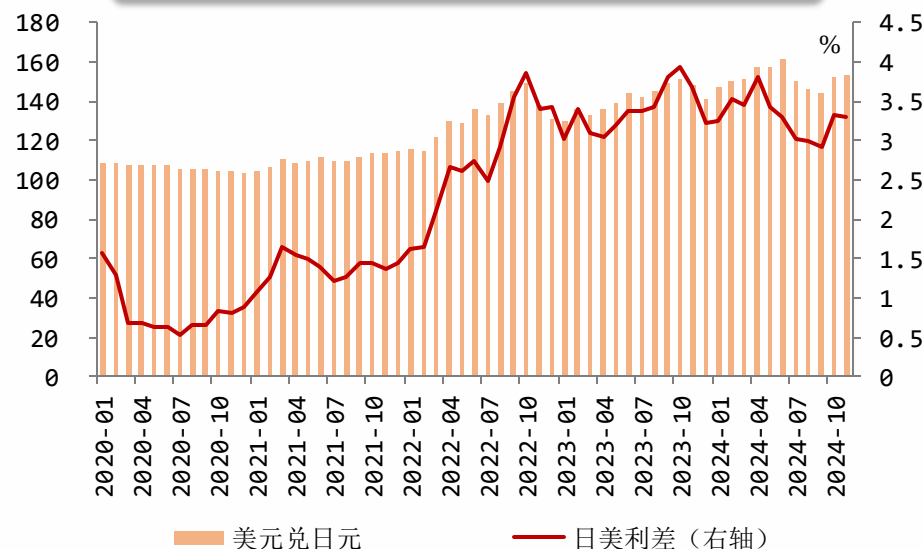
4 日本经济复苏路漫漫，政治动荡持续

- ❑ **日元再度贬值，日本央行或将继续加息。**10月30日，日本央行举行为期两天的政策会议。维持0.25%左右的政策利率水平不变，植田和男指出，一度被视为风险因素的美国经济风险程度已有所降低。10月份以来，美国和日本十年期国债利差持续扩大，美元兑日元呈现上涨态势，日元走弱。预计日本央行将在12月或明年1月左右继续加息。后续日本央行货币政策路径或仍与通胀、经济以及汇率等因素有关。
- ❑ **石破茂继续担任日本首相，仍面临内外困局。**当地时间11月11日，日本政府召开内阁会议，石破茂内阁宣布集体辞职。随即日本召集特别国会，由新当选议员组成的众议院及参议院提名下一任首相，前首相石破茂在首相指名选举投票中再次胜出，当选日本第103任首相。在经济方面，石破茂倡导实施更为积极的财政政策；在外交方面，石破茂强化日美同盟被视为基石，但力求减少对美国的过度依赖，同时积极推动东亚区域合作。

日本通胀水平有所下降



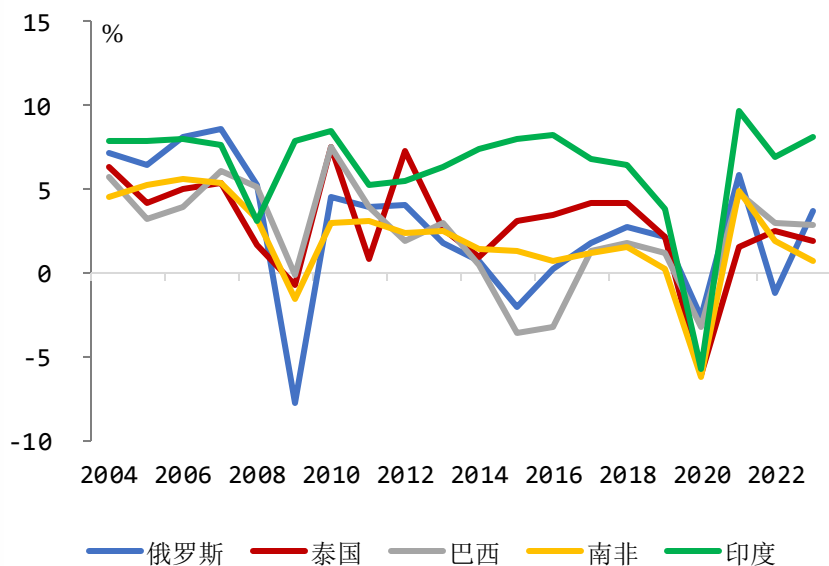
10月以来日美利差再度扩大，日元走弱



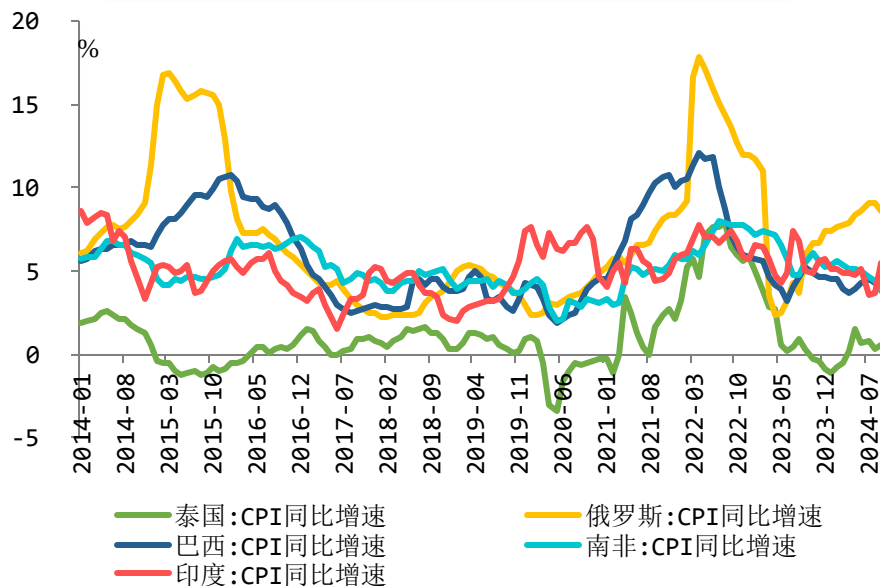
4 海外展望：新兴国家经济形势分化——印度

- **新兴国家经济表现分化，印度经济快速发展。**在能源价格回升与消费需求回暖的推动下，新兴国家的GDP总量持续扩张。2023年印度和俄罗斯的GDP实际同比增长速度较高，分别为8.15%和3.65%；泰国、巴西和南非的实际同比增长速度均低于去年，分别为1.87%、2.91%和0.70%，经济复苏较为乏力。
- **通胀表现和就业情况也各不相同。**从通胀来看，俄罗斯的通胀形势严峻，2024年9月份通胀率高达8.63%。10月25日，俄罗斯央行将基准利率从19%上调至21%，加息200个基点，创历史新高。其次为印度，巴西、南非，通胀率分别为5.49%、4.42%和3.74%。泰国通胀水平最低，仅为0.61%。除印度外，其他国家通胀均较前值放缓。从就业来看，由于经济增长缓慢，南非的失业率持续高企，6月份披露的失业率高达33.50%，其中贸易和农业领域的失业人数最多。同期印度、巴西分别为6.60%、6.90%，俄罗斯与泰国则为2.40%和0.93%。

新兴国家GDP同比走势分化



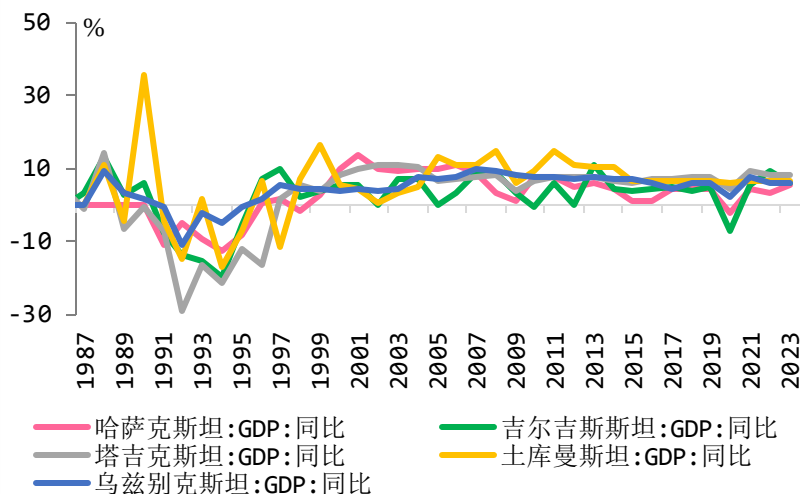
新兴国家CPI同比增速走势分化



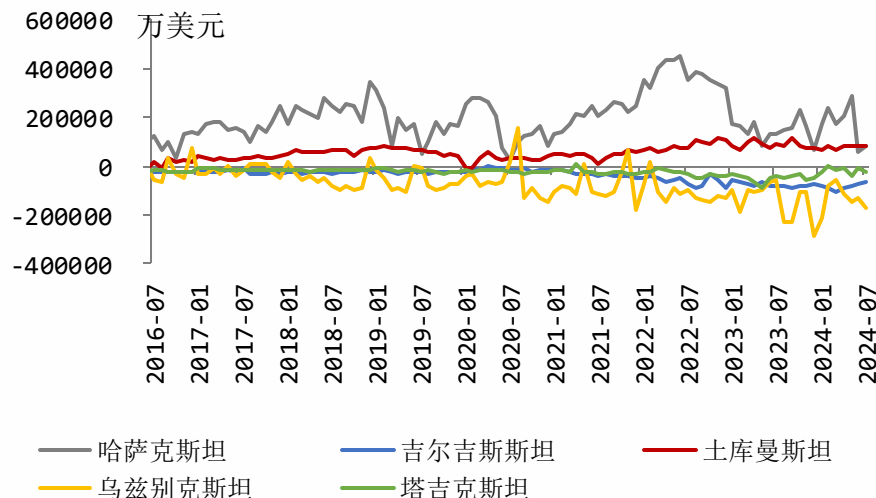
4 海外展望：新兴国家经济形势分化——中亚五国

- **中亚五国经济逐渐从外部冲击中恢复。**从1986年至2023年，中亚五国的GDP增速经历了先衰退、后复苏的过程，尤其在1990年代的转型期之后逐步实现了经济稳定和增长。这些国家的增速对外部冲击较为敏感，如2008年金融危机和2020年疫情。塔吉克斯坦在2021至2023年增速表现出色，每年都保持在8%以上，成为中亚增速最快的国家之一，反映出较强的增长动力。土库曼斯坦近3年的增速相对稳定，约为6%，显示出经济平稳增长。得益于国内政策调整和对外贸易恢复，吉尔吉斯斯坦在2022年出现强劲经济反弹。乌兹别克斯坦增速略有下降但仍有5.5%以上，哈萨克斯坦经济呈现逐步复苏的趋势，增速约在3-5%。在今后的经济发展中，这些国家可能会继续保持稳定增长，但也需关注外部环境带来的潜在影响。
- **哈萨克斯坦与土库曼斯坦的贸易顺差最大，塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦均出现贸易逆差。**哈萨克斯坦从2024年1月到7月的贸易顺差为133亿美元，与去年同期相比增长了35.7%，该指标增长的主要原因是能源和化工产品供应出口增加，而机械设备进口与矿产品进口下降。但是2024年自5月份以来哈萨克斯坦的出口下降导致贸易顺差急剧缩小，乌兹别克斯坦的贸易逆差则自3月份以来在持续扩大。

中亚五国GDP同比增速



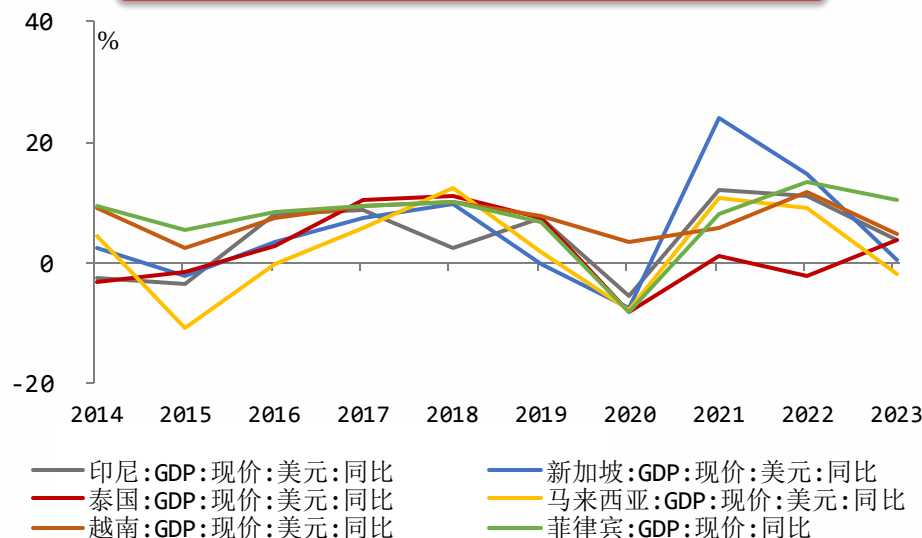
中亚五国净出口额



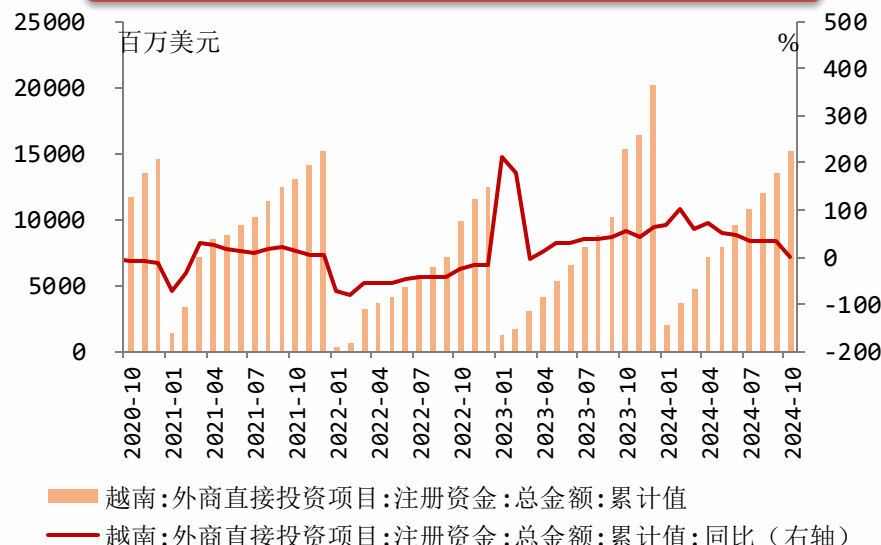
4 海外展望：新兴国家经济形势分化——东南亚

- **人均GDP呈现稳步上升趋势，内部收入差距较大。** 印尼作为东南亚最大的经济体，主要依赖自然资源、制造业和服务业，近年来科技和电子商务发展迅速。其GDP从2014年的约890.81亿美元增长至2023年的1371.17亿美元，2023年人均GDP为4919.9美元，在东南亚位列第五；新加坡凭借高度发达的经济体系和相对较少的人口，在东南亚国家中拥有最高的人均GDP，其经济增长集中在2021年和2022年，主要得益于疫情后的经济复苏和全球贸易的推动；马来西亚拥有丰富的自然资源，尤其是石油和天然气，制造业和服务业同样发达，其贸易开放度高，经济增长平稳，2023年人均GDP在东南亚位列第三。
- **越南将成为东南亚增长最为强劲的经济体之一。** 根据世界银行最新预测，越南GDP增长率预计2024年将达到6.1%，2025年将达到6.5%，2025年越南的GDP增长率将超过其他新兴经济体，主要因为越南制造业出口和旅游行业的复苏以及投资的增长。越南凭借低成本劳动力和制造业（特别是电子和纺织业）的快速扩展，吸引了大量外国直接投资。越南计划与投资部外国投资局的最新报告显示，2024上半年外商新注册、增资及出资、购买股份总额（统称为外资）达到近152亿美元，同比增长超过13%。

东南亚各国名义GDP变化情况



越南外商投资项目注册资金增速有所下滑



目 录

- ◆ **经济稳中有进的路径选择：保持韧性与激发潜力**
- ◆ **逆周期调节的政策组合：扩张型刺激与风险防控**
- ◆ **人口与产业布局的投资映射：替代、迁移与升级**
- ◆ **全球政治格局变化下的经济发展趋势与政策走向**
- ◆ **大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配**

5 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

权益市场：国内逆转通缩政策延续，经济趋于回暖。目前A股市场估值并不高，美债利率趋于下行，外资有望逐渐回流但市场信心提振仍需时间，2025年预计A股整体震荡趋涨。

结构上建议关注两条主线：1) 内需消费链条，包括食品饮料、社会服务等；2) 新能源供给侧政策初显，有助于产业中游利润回暖，建议关注电池、光伏组件等板块。

原油：尽管中东、俄乌局势持续紧张，但在全球经济放缓背景下，石油需求趋于疲软，预计短期石油价格可能延续震荡偏弱。此外，大选结果落地后，当下地缘政治格局或将有所变化，可能将增大未来石油供应变化的不确定性。

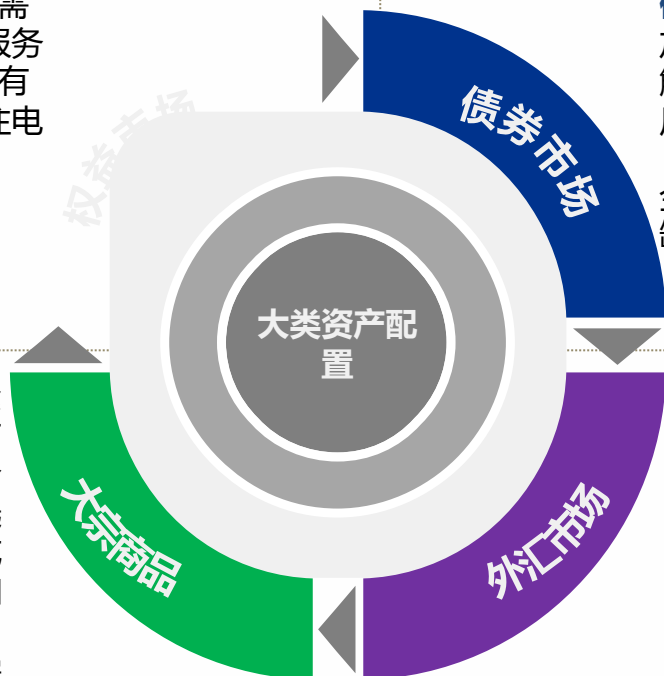
黄金：政治不确定性导致的避险需求将在2025年减弱。但国际地缘政治风险仍在持续，并且美联储将继续降息，实际利率走低也将对黄金价格形成支撑，但降息节奏的预期差或对金价产生扰动。

利率债：经济基本面延续波折复苏，美联储降息后国内货币政策空间打开，利率中枢有望继续下移，但由于明年财政扩张力度或将加大，利率下行空间可能有限。

信用债：用于化债的地方专项债限额增加，各地加快化债进度，流动性压力缓解，城投信用风险降低，信用利差继续压缩；为提高资本充足率满足监管要求，银行将继续发行金融债来补充资本，金融债供给有望继续放量，填补信用债缺口。

美债方面，近期美国就业、通胀数据保持韧性，美联储降息节奏或放缓，叠加特朗普新政的再通胀风险，美债收益率下行空间或有限，波动率可能将有所提升。

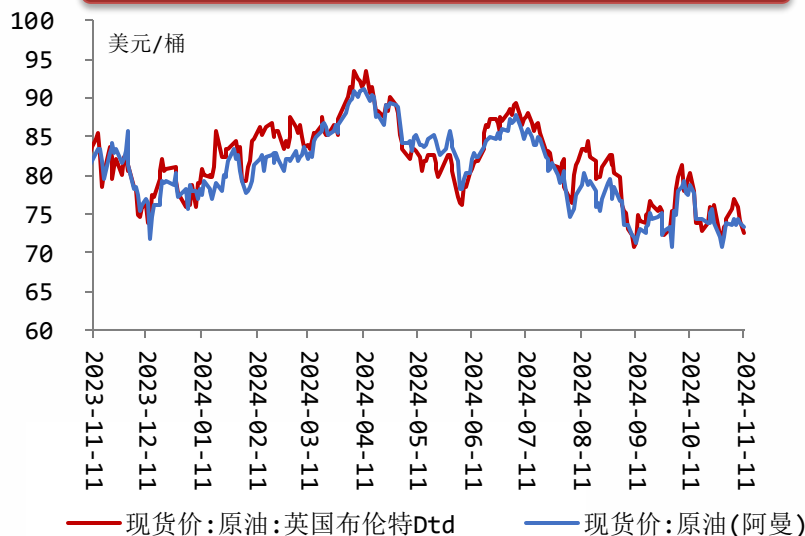
美元方面，美国就业、通胀等数据仍有韧性，加之特朗普再度当选为美国总统，市场对美联储后续降息节奏有所修正。然而在降息周期内美元指数走低的趋势或逐渐明朗，人民币汇率或延续双向波动，整体贬值空间不大。



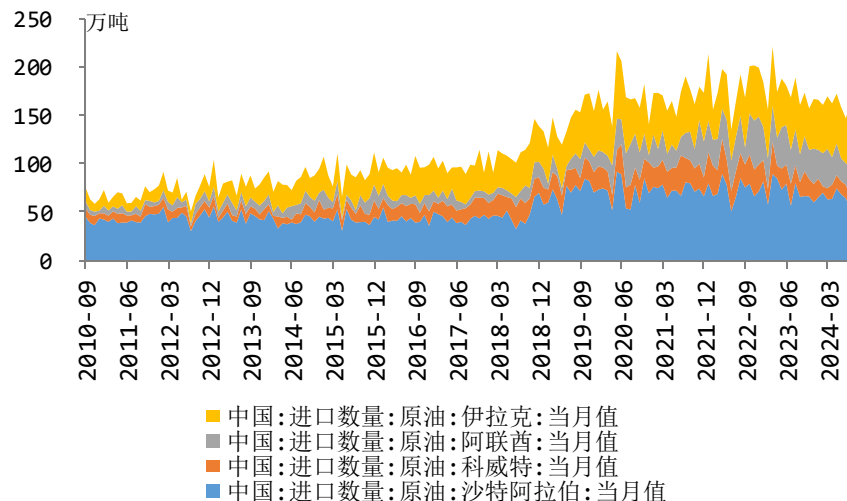
5 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

- **2024年以来国际油价先升后降，预计后续仍呈震荡偏弱走势。** OPEC+ 产油国再次推迟原定12月的石油增产计划，推迟的主要原因是全球经济逆风令石油需求增长放缓，尤其是2024年中国石油消费的疲软。此外，OPEC组织以外的其他地区与国家石油的供应增加，给石油市场带来了下行压力。总体而言，尽管中东、俄乌局势持续紧张，但在全球经济放缓背景下，石油需求疲软，预计短期内石油价格可能延续震荡偏弱。此外，大选结果落地后，当下地缘政治格局或将有所变化，可能将增大未来石油供应变化的不确定性。
- **中东地区是中国石油重要来源地，中国与中东近年来合作不断加深。** 中国的石油进口主要来源包括中东、非洲、俄罗斯以及中南美洲，进口占比均超过10%。其中，中东国家的石油进口占比超过40%。近年来，中阿双方的战略互信不断增强，中国同22个阿拉伯国家和阿盟签署了“一带一路”合作文件，在贸易、能源、制造业、基础设施建设等领域的合作都取得了显著进展。2022年12月国家主席习近平再次访问沙特阿拉伯；2023年3月，中国、沙特、伊朗签署三方联合声明，沙特和伊朗达成和解；2024年6月，中国和阿拉伯联合酋长国发表联合声明。

国际油价自今年4月以来震荡下行



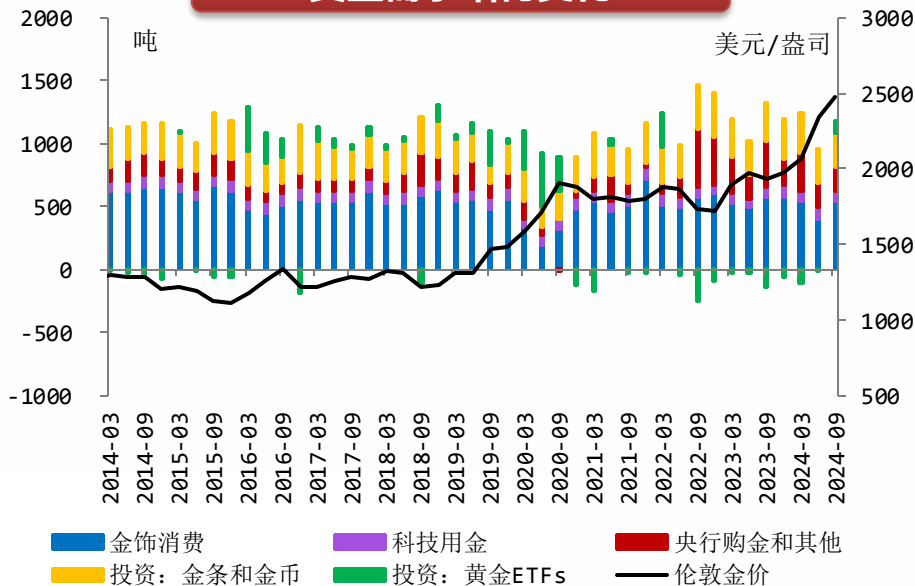
中国从中东各国进口石油数量



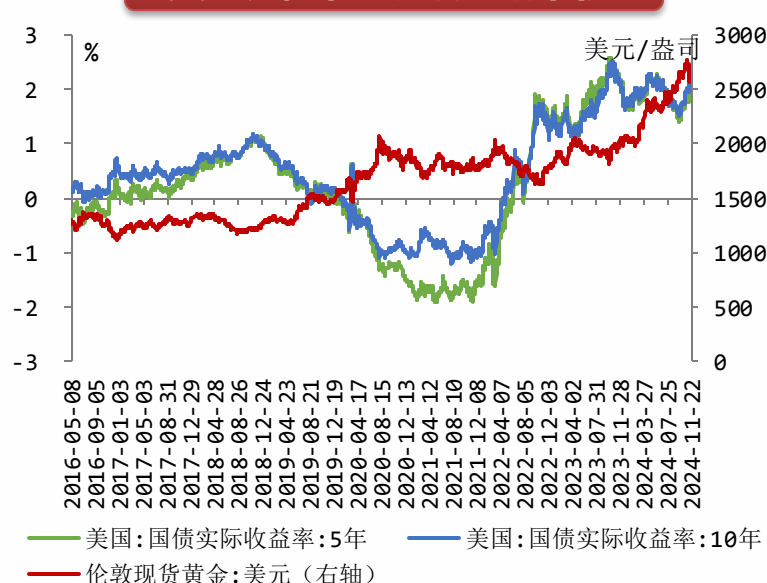
5 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

- **今年以来黄金价格迅速走高，或主要源于三方面因素。**2024年以来黄金价格持续走高，伦敦现货黄金价格从年初2058美元/盎司左右持续走高至10月末2743美元/盎司左右，上涨幅度超过30%。黄金价格在今年迅速走高或出于三方面原因：（1）美联储在今年进入到降息周期，实际利率走低；（2）地缘政治风险加剧，投资者寻求避险；（3）美国总统大选加剧政治上的不确定性。
- **黄金短期可能面临波动，中期或呈上行态势。**2024年支撑黄金价格走高的三大因素中，政治不确定性导致的避险需求将在2025年减弱。然而，国际地缘政治风险仍在持续，尤其近期朝鲜半岛局势紧张加剧。并且，2025年美联储将继续降息，实际利率走低也将对黄金价格形成支撑，但降息节奏的预期差或对金价产生扰动。此外，从中期来看，特朗普竞选成功后，其主张的一些政策可能将加剧市场对全球经济、债务风险的担忧，需关注其政策落地节奏。比如，贸易保护主义可能将再度对全球经济构成挑战，减税政策继续扩大美国赤字，美债风险上升。

黄金需求结构变化



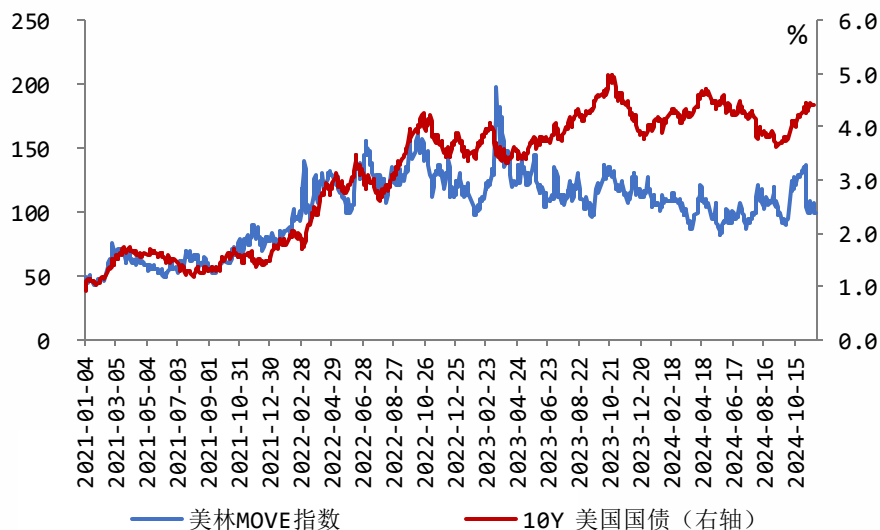
美国实际利率近期有所回升



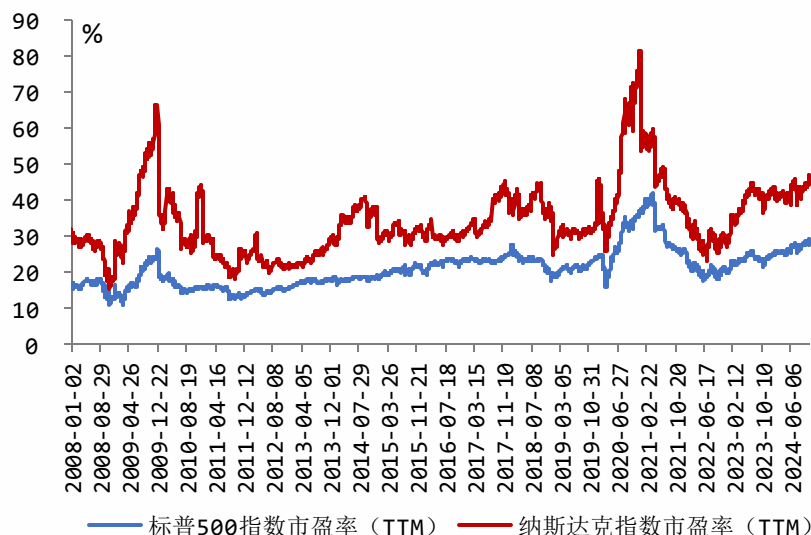
5 大类资产配置：全球不确定性加剧下的多元化调配

- **美债收益率有望震荡下行，但下降空间或有限。**2023年10月份以来，美国10年期国债收益率进入震荡下行阶段。美国大选落地后美债收益率触顶，而后在11月下旬回落至4.3%左右水平。从美债供给来看，CBO预测2025年美国赤字率将从2024年的6.7%小幅下滑至6.5%，大选后赤字率通常下降，但财政付息压力依然较大，2024财年美国公债的利息支出占GDP比重接近4%。近期美国就业、通胀数据保持韧性，美联储降息节奏或放缓，叠加特朗普新政的再通胀风险，美债收益率下行空间或有限，波动率可能将有所提升。
- **美股有望继续温和上涨，上半年表现或优于下半年。**在降息预期、AI叙事催化下，2024年美股延续了2023年以来的波动上涨态势。此外，特朗普再次成功当选后，市场进一步反映了对于减税、监管放松以及制造业回流等政策的积极预期，但政策实际落地情况以及节奏具有较大不确定性。总的来看，2025年利率继续下行、就业保持稳定的宏观环境将给美股创造有利上涨空间，但同时也需要警惕特朗普政策落地后所带来的再通胀风险。预计明年美股将保持温和上升，上半年表现可能好于下半年。

2024年下半年以来美债波动性有所上升



2024年美股估值继续处于较高水位



附录：主要经济指标预测

指标	2025.Q1E	2025.Q2E	2025.Q3E	2025.Q4E	2025E
GDP:同比 (%)	4.9	5.1	4.6	4.7	4.9
工业增加值:同比 (%)	5.0	5.6	4.8	5.2	5.3
CPI:同比 (%)	1.4	1.7	1.3	1.2	1.4
PPI:同比 (%)	-1.0	-0.4	1.1	1.3	0.5
固定资产投资:累计同比 (%)	4.5	4.7	4.3	4.4	4.5
社会消费品零售总额:同比 (%)	4.7	5.3	4.9	5.1	5.0
出口金额:同比 (%)	4.3	4.2	2.0	1.8	3.0
进口金额:同比 (%)	3.0	2.5	1.0	0.9	2.0
M2:同比 (%)	8.0	8.3	7.8	7.8	8.0
社融存量增速 (%)	8.7	8.4	8.0	8.1	8.4
1年期间LPR (%)	3.0	2.95	2.9	2.85	——
1年期存款利率 (%)	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
汇率 (人民币/美元)	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1

数据来源：西南证券

www.swsc.com.cn

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				