



中国扩大内需的路径选择

2025年宏观展望

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

姓名 陈策（分析师）

证书编号：S0790524020002

邮箱：chence@kysec.cn

姓名 潘纬桢（分析师）

证书编号：S0790524040006

邮箱：panweizhen@kysec.cn

2024年11月12日

中国扩大内需的路径选择

一、国内面临需求不足的问题

- 1、房地产下行拖累经济。广义房地产占经济比重从2020年的34.7%降至2023年的28.0%左右。测算2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%，随后止跌企稳。
- 2、物价偏低拖累企业盈利和居民收入。多数行业以价换量，居民工时拉长、时薪放缓。
- 3、全社会杠杆率被动上行。宏观杠杆率加速上行，名义GDP处在下滑区间；居民存贷差加速扩大；资金活性降至历史低位。

二、比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻

上世纪90年代以来，我国GDP平减指数连续为负的现象共发生过4次，分别为1998-1999年、2009年、2015年以及2023年至今。复盘发现，外需回暖在过去几轮物价回升过程中发挥显著作用；地产投资是弥补外需缺口的核心因子；在面临较为严重的需求不足问题时，需求侧将看到央行的大幅降准降息与财政的明显积极转向。

三、中国扩大内需的路径选择

1、政策选择

- (1)海外环境：海外降息周期开启，2025年或将持续进行。2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定。特朗普或优先兑现减税、移民、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺，关税议题或相对靠后。预计2025年出口同比有所回落，但可能仍小幅正增长。
- (2)国内政策：2025年大概率宽财政宽货币。常规货币政策可操作空间较大，降准降息幅度可能超过2024年，对地产、资本市场的结构性支持有望加深。财政赤字率或提高至4%-5%，专项债、超长期特别国债扩容扩围，财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜；安排一次性大规模化债额度。广义财政赤字率有望显著增长至9%-10%。

2、道路选择——长期看好消费

- (1)地产企稳是消费回升的前提，居民偿债率修复+货币化安置+收储，地产销售或企稳回升；(2)股票财富效应；(3)更重视民生、低收入和学生补贴，均利好消费；同时完善社会保障有助于提升居民收入占GDP比重，提振消费；(4)消费刺激政策：消费品以旧换新效果显著；(5)第二次城镇化主要拉动消费。

四、资产配置

- 1、国内资产配置：股好于债，行业配置先是科技+顺周期，然后是内需偏消费。
- 2、海外资产配置：不确定性显著提升。短期来看美股>美元>黄金>美债>原油。

风险提示：地缘政治风险超预期、中国经济复苏不及预期。

目录

CONTENTS

- 1 国内面临需求不足的问题
- 2 比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻
- 3 中国扩大内需的路径选择
- 4 资产配置
- 5 风险提示

- 房地产下行拖累经济
- 物价偏低拖累企业盈利和居民收入
- 杠杆率被动上行

1.1 四维度拆解房地产对经济拖累

- 三年疫情叠加地产缓步下行，对我国宏观经济运行、供需结构、微观主体预期产生了多方面的影响。
- 从投入产出表来看，2020年狭义房地产（第二产业房屋建筑+第三产业房地产）占GDP 比重约11.9%，估算2023年或下降2.3个百分点至9.6%；广义房地产（狭义房地产+相关链条）则从2020年的34.7%降至2023年的28.0%左右。
- 新质生产力扩张部分抵消了地产下行的拖累。建筑业对总产出拉动系数从2012年的3.4倍下滑至2020年的3.0倍，而新质生产力稳定保持在3.3倍，展现出了较强的韧性。

图1：2023年地产链占GDP比重或不足三成

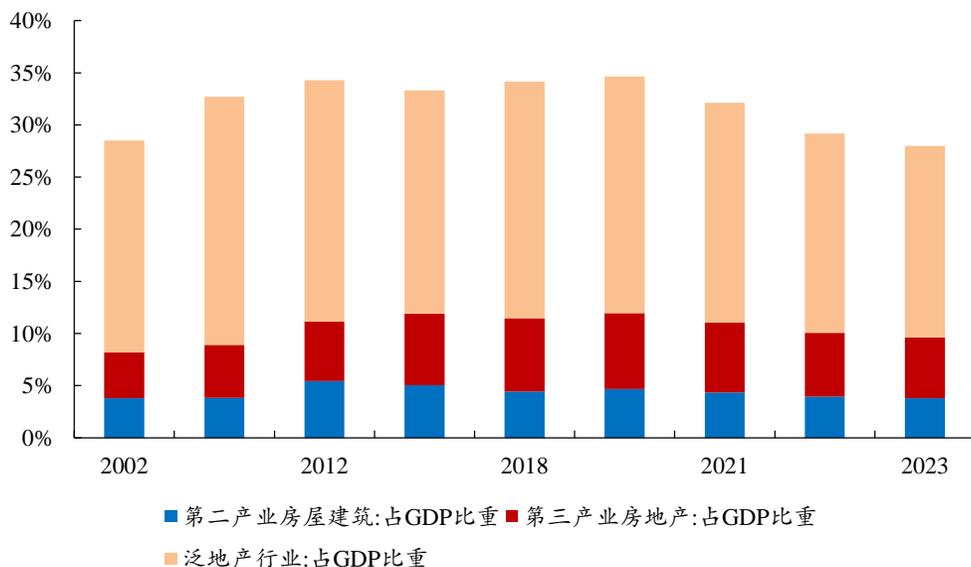
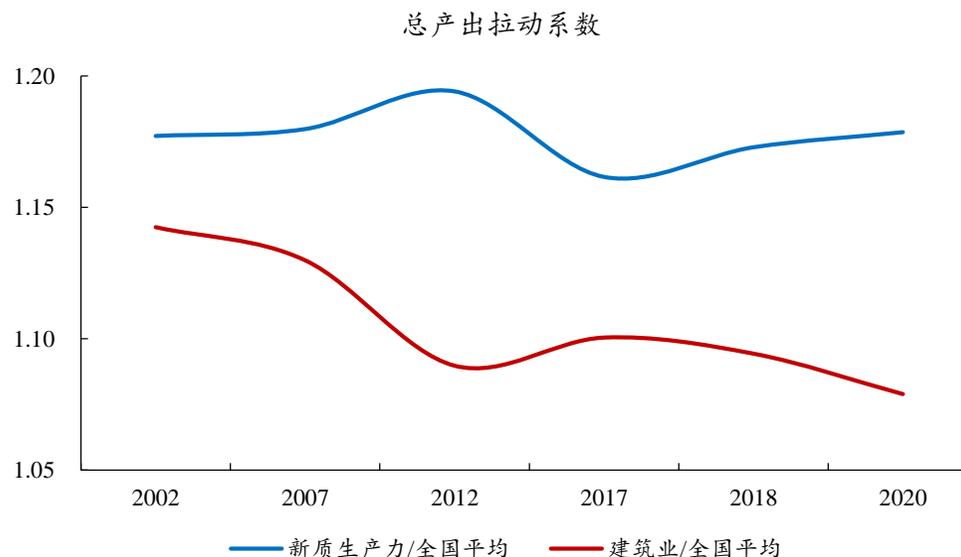


图2：新质生产力板块部分抵消地产下行的拖累



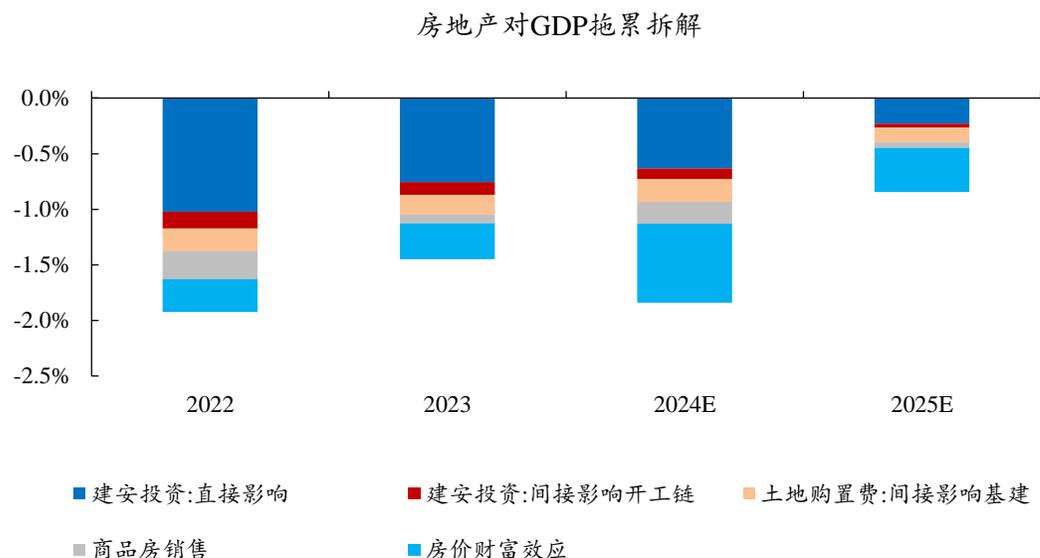
1.1 四维度拆解房地产对经济拖累

- 我们从4条传导链详细拆解了房地产对经济的直接和间接影响：一则拖累建安投资及地产开工链（钢铁、非金属矿物制品）；二则土地购置费下滑，政府性基金减收而间接影响基建；三是商品房销售需求下行，拖累第三产业房地产和地产后周期消费品；四则房价下行带来的财富效应，抑制居民消费支出。
- 测算来看，2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，**预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%，2025年往后或有望迎来房地产市场的止跌企稳**。具体来看，房地产拖累的因子贡献逐年变化，2022、2023年主要由建安投资、商品房销售贡献，2024年则房价财富效应的拖累明显增大。

图3：房地产对经济的直接、间接影响及测算逻辑

传导链条	直接影响GDP	间接影响GDP	
房地产	建安投资	第二产业房屋建筑	影响地产开工链（钢铁、非金属制品等），可用投入产出表“房屋建筑”的影响力系数进行估算
	土地购置费	不计入GDP	减少政府性基金收入而影响基建等支出
	商品房销售	第三产业房地产	影响后周期消费（建材、家具、家电等），由于历史数据拟合效果不佳，且可能与房价对消费的财富效应存在重复，因此暂不计算
房价		财富效应影响居民消费支出，可通过学术论文和全球复盘规律进行交叉测算	

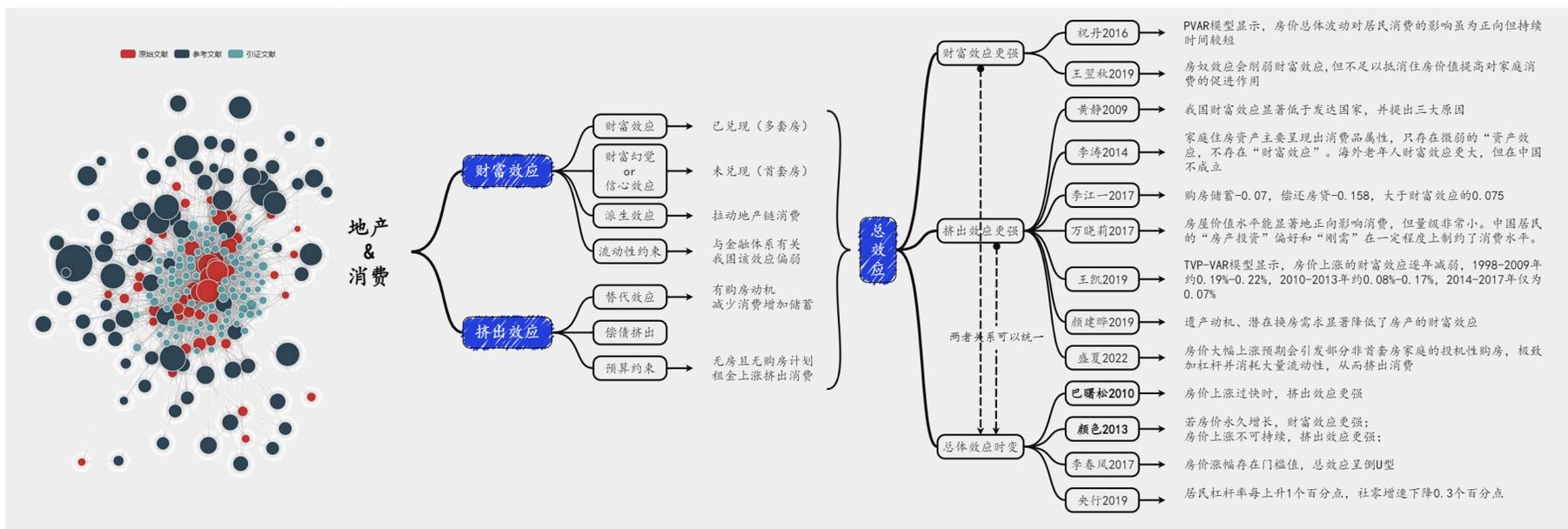
图4：2022、2024年房地产对GDP拖累较重，预计2025年或收窄至-0.84%



1.1 房价财富效应：学术论文约0.07-0.12

- 房价财富效应系数具体如何？我们从学术论文和全球复盘规律两个维度进一步探讨。
- 首先从72篇高引学术论文来看，多数认为房价与消费的关系具有时变性，可初步归结为4个阶段：财富效应→挤出效应→负财富效应→负挤出效应。黄静（2009）和王凯（2019）认为房价上涨带来的财富效应逐年下降，前者测算我国财富效应约0.08-0.12，低于OECD国家的0.11-0.17；后者基于TVP-VAR测算，1998-2009年约0.19-0.22、2010-2013年约0.08-0.17、2014-2017年为0.07。因此，**学术论文指向我国房价财富效应约0.07-0.12。**

图5：房价与消费关系的文献梳理

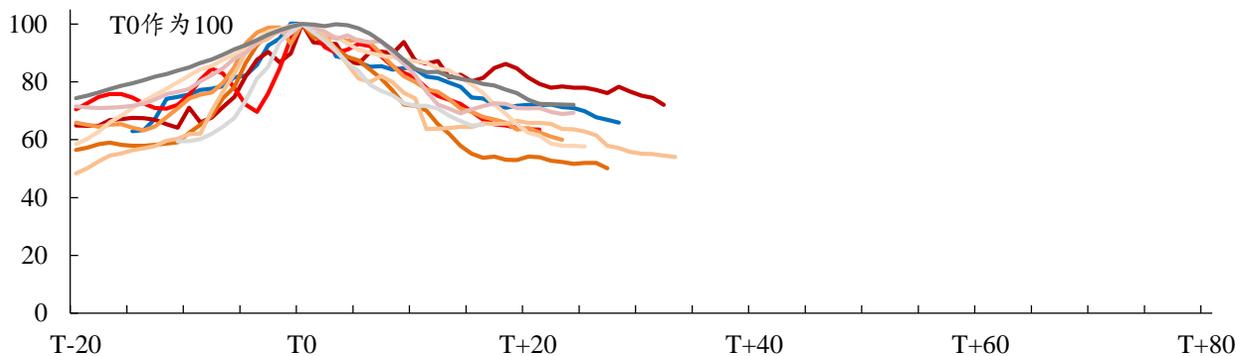


1.1 房价财富效应：基于全球复盘规律测算约0.2

• 1970年以来全球主要有18个国家发生了26次较大的房地产泡沫破裂，可分为3种形态：

- (1)对称型：泡沫前后房价水平接近，上涨和下跌的时长接近，典型例子如美国次贷危机。
- (2)左偏型：房价跌破泡沫前水平，下跌持续时间较长，典型例子如日本1990年。
- (3)右偏型：房价见底后高于泡沫前，下跌持续时间较短。

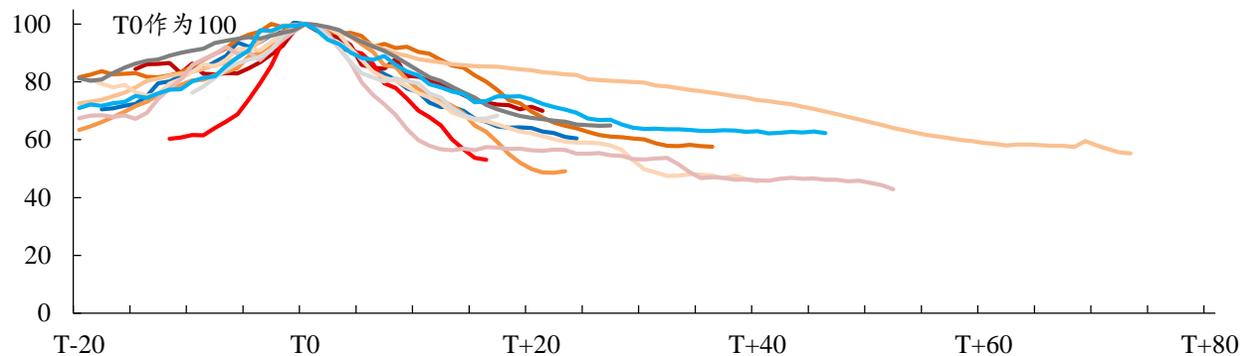
图6：对称型房地产泡沫破裂



— 丹麦1986Q2 — 爱尔兰1979Q3 — 意大利1981Q2 — 荷兰1978Q2
— 挪威1987Q2 — 俄罗斯2008Q1 — 西班牙2007Q2 — 瑞典1990Q1
— 英国1973Q4 — 美国2005Q4

数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

图7：左偏型房地产泡沫破裂



— 比利时1979Q3 — 芬兰1974Q1 — 芬兰1989Q2 — 希腊2007Q2
— 爱尔兰2006Q4 — 日本1991Q1 — 韩国1990Q4 — 南非1984Q1
— 西班牙1978Q4 — 瑞典1979Q2 — 瑞士1989Q4

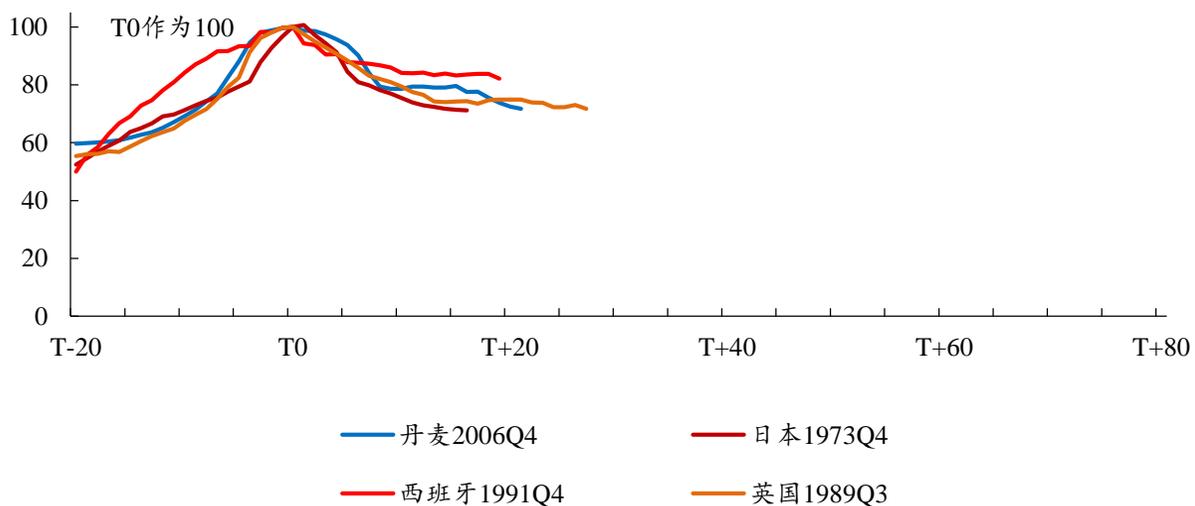
数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

1.1 房地产泡沫破裂3种形态

• 1970年以来全球主要有18个国家发生了26次较大的房地产泡沫破裂，可分为3种形态：

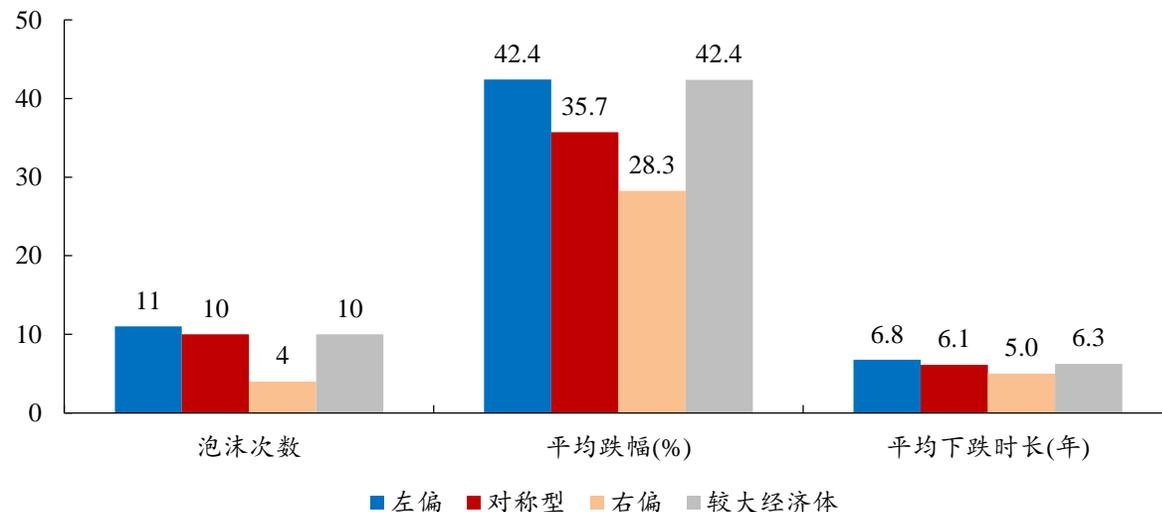
- 房价跌幅：左偏>对称>右偏，中位数分别为42.4%、35.7%、28.3%；
- 下跌时长：左偏>对称>右偏型，均值分别为6.8、6.1、5.0年。

图8：右偏型房地产泡沫破裂



数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

图9：各形态的房地产泡沫统计一览

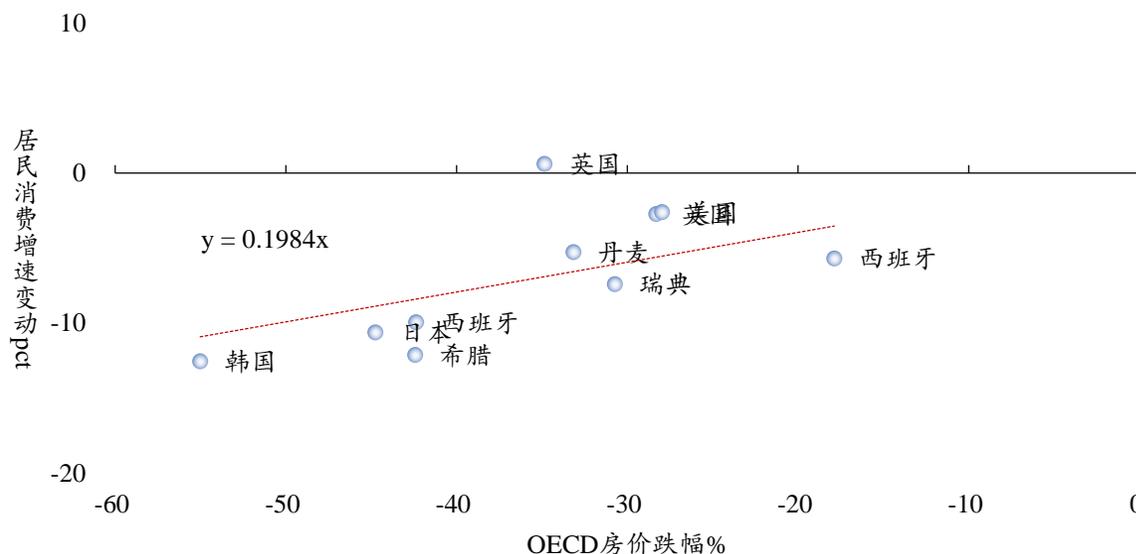


数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

1.1 房价财富效应：基于全球复盘规律测算约0.2

- 我们基于期间房价跌幅与居民消费支出增速降幅，计算了两者的弹性系数： $Y=0.1984*X$ ，即房地产出清阶段的房价财富效应约为0.2。
- 这一水平略高于学术文献的测算，考虑到风险厌恶会导致房价效应的非对称性（即下跌阶段的财富效应大于上涨阶段），0.2同样具有合理性。具体我国而言，若按统计局口径，则2021年7月至2024年9月我国二手房价下跌15.3%，则拖累居民消费支出增速3.1%、平均每年约1.0%。

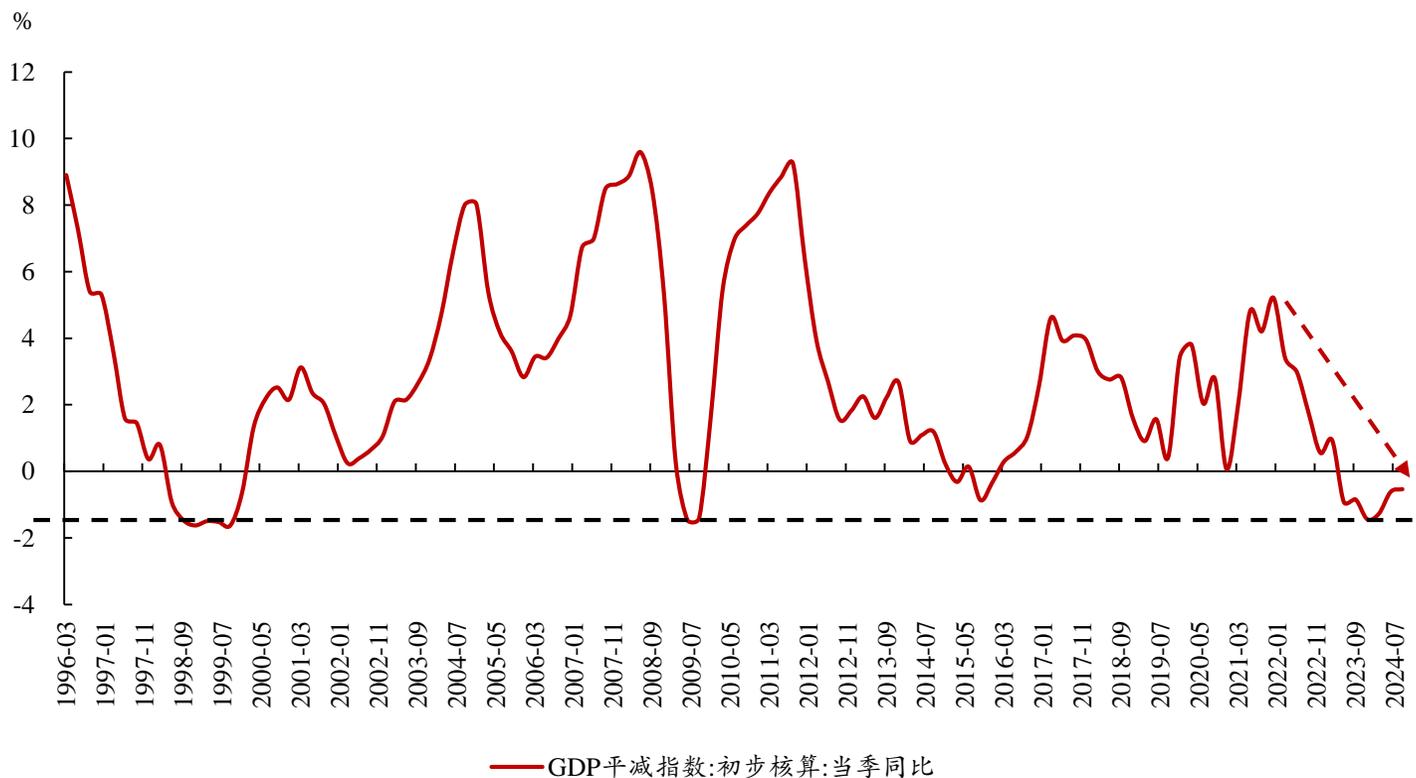
图10：地产下行阶段，房价财富效应约为0.2



1.2.1 各项价格指标表现偏低

首先从表象上看，各项价格指标表现偏低：GDP平减指数自2022年起同比进入下行通道；2023年Q2至2024年Q3，GDP平减指数同比已连续6个季度为负，持续时间为近二十年来最长，同比最大降幅与金融危机后的2009年Q2接近。

图11：2023年Q2至2024年Q3，GDP平减指数同比连续6个季度为负

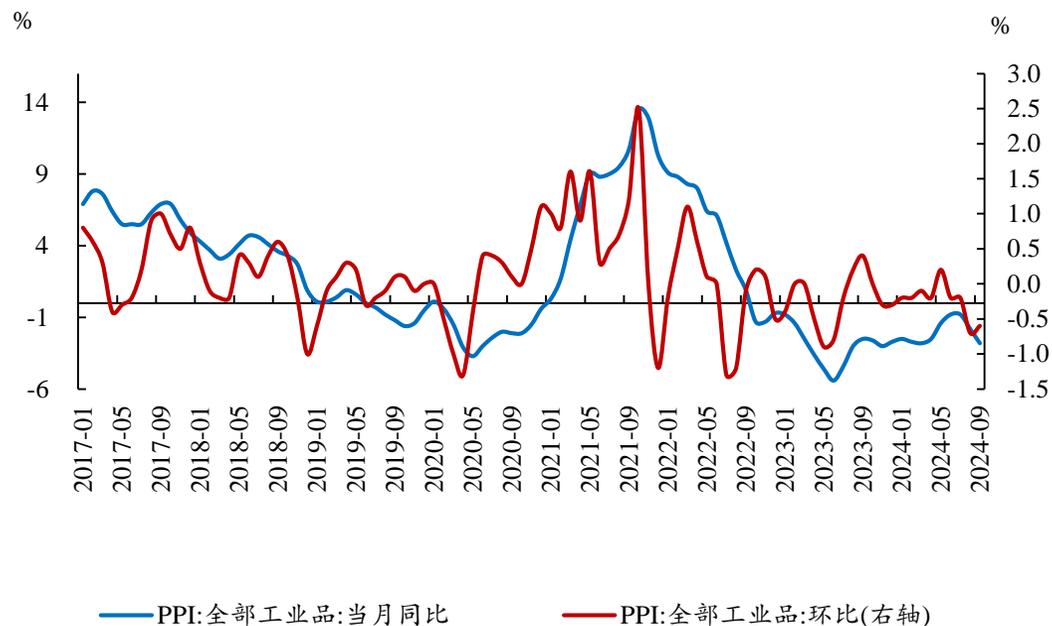


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1 各项价格指标表现偏低

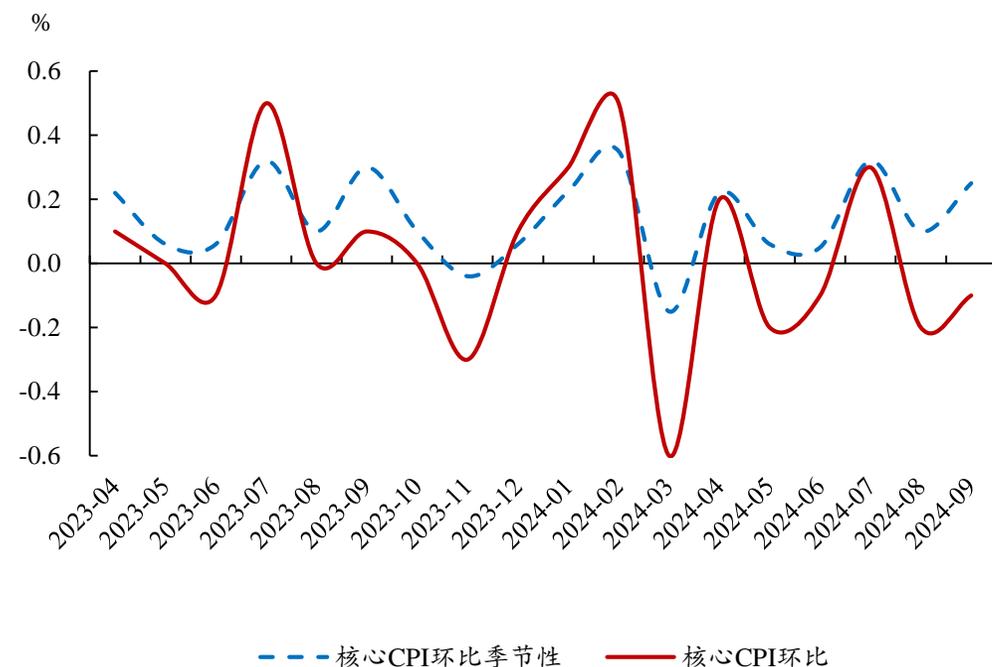
具体到CPI与PPI而言：PPI同比自2022年10月起由正转负，截至2024年9月已连续24个月处于负区间，环比在近4个月连续为负；核心CPI环比在2023年10月至2024年9月的近12个月中，9次弱于季节性，且近7个月连续弱于季节性。

图12：截至2024年9月，PPI同比连续24个月为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：截至2024年9月，核心CPI环比连续7个月弱于季节性



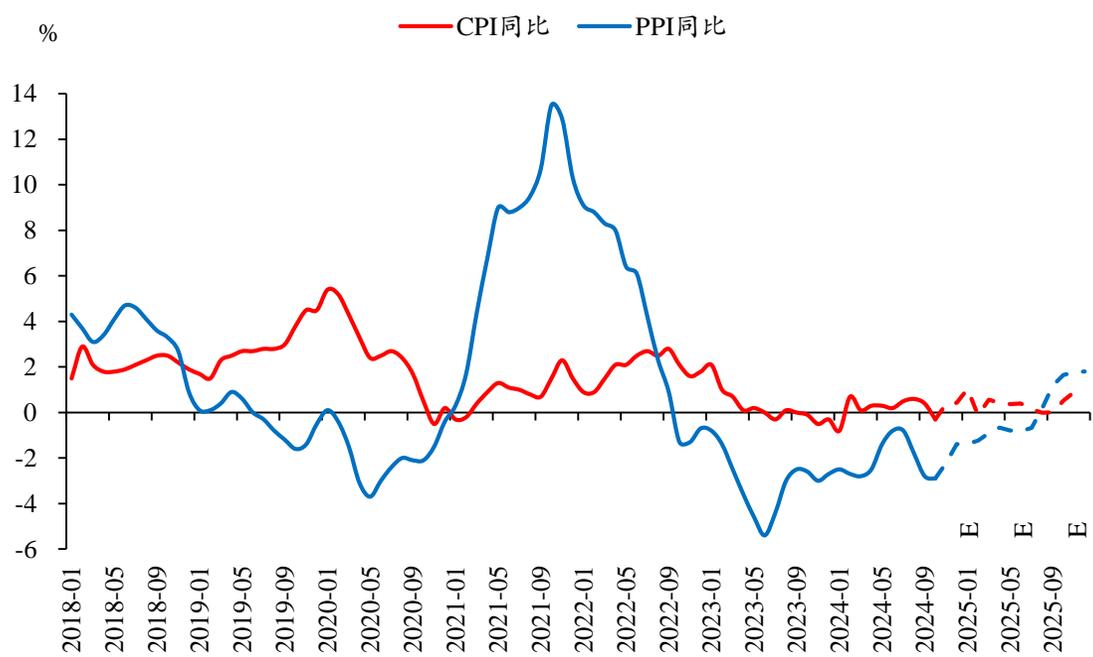
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1 预计2025年CPI同比中枢温和抬升，PPI同比有望转正

往后看，预计2024年全年CPI同比或在0.2%左右；2025年，扩内需政策推动下，预计CPI温和回升。环比按等于季节性假设，猪肉与原油价格方面，生猪供给自11月开始增加，特朗普政策导向下后续传统能源价格或将承压，假设2025年猪肉、原油价格呈缓步下行态势，考虑到猪肉、成品油价格调整，预计2025年CPI同比或将前高后低，全年平均同比或在0.4%左右。

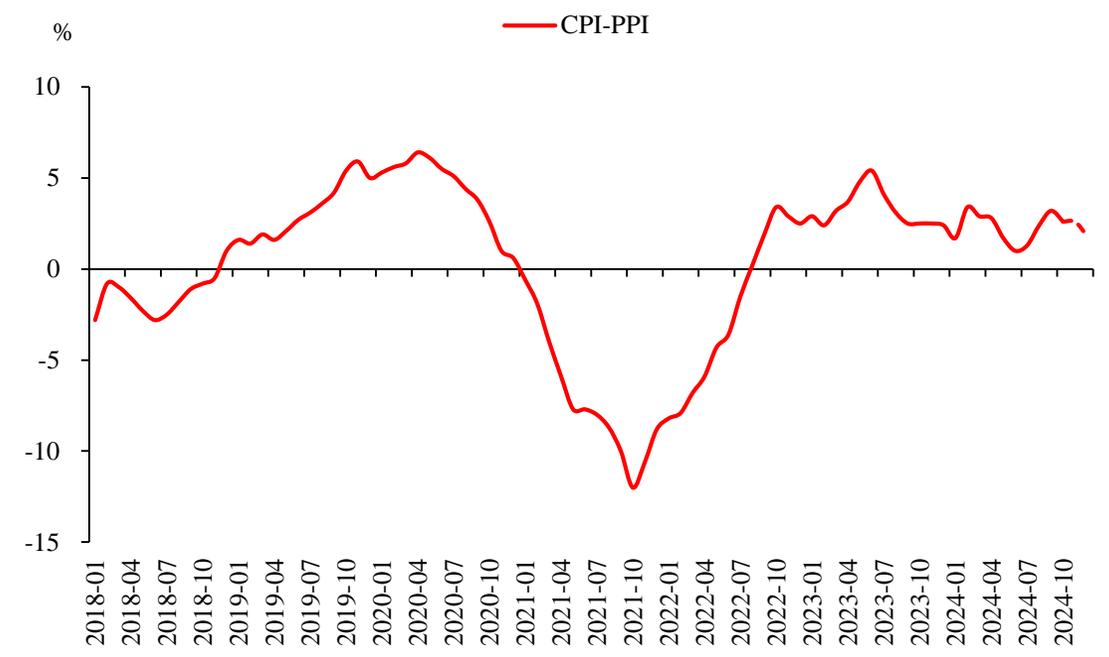
PPI方面，年内PPI同比难有大幅提升，预计2024年PPI同比或在-2%左右；2025年PPI或将随扩内需政策见效有所回升，环比按等于2015-2017年季节性假设，预计2025年下半年PPI同比有望转正，2025全年PPI同比或在0%左右。

图14：预计2025年下半年PPI同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：预计2025年CPI-PPI同比剪刀差前高后低

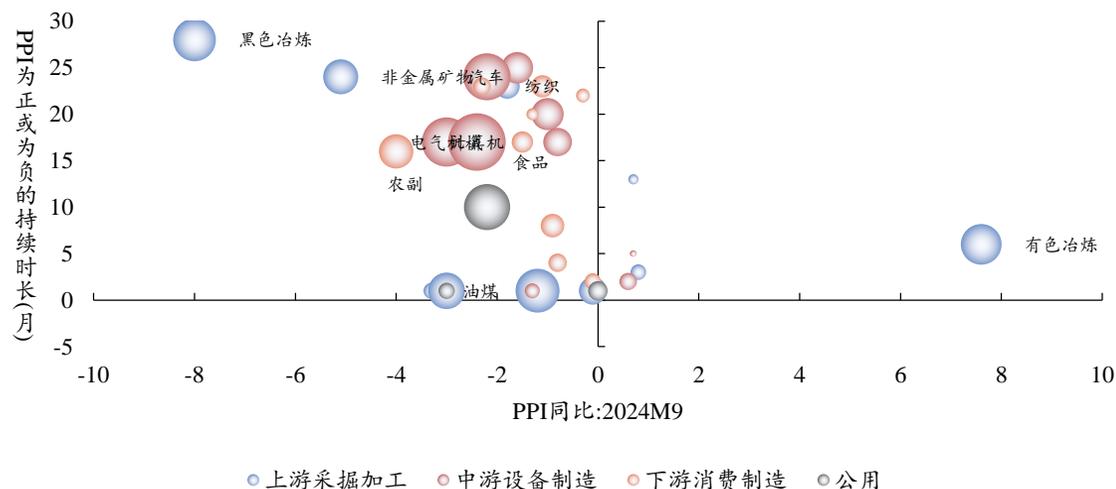


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2 企业端：多数行业以价换量

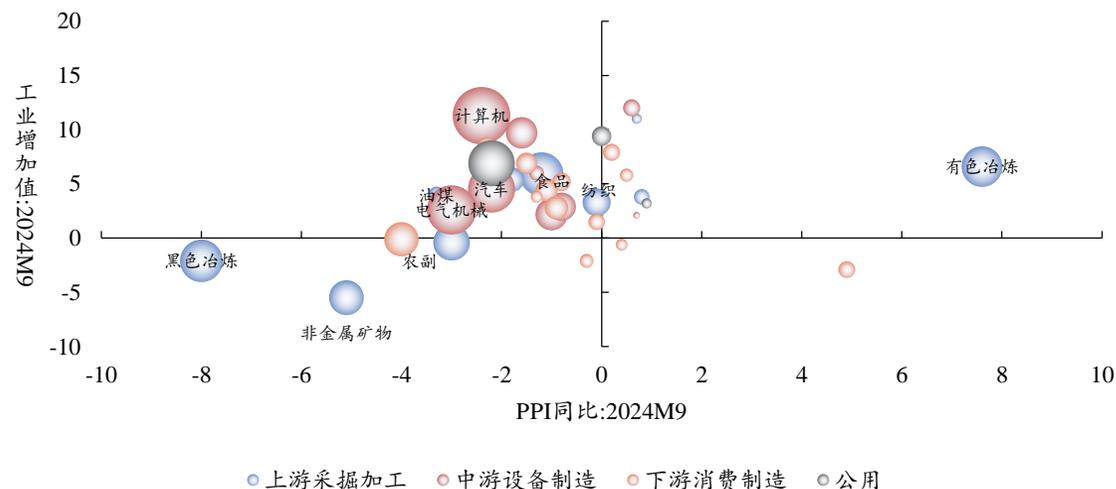
目前，多数行业以价换量，需要低效产能退出，实现供需平衡。截至2024年9月，上游加工、中游设备、下游消费、公用的PPI负增长，平均持续了9.9、18.1、12.0、6.6个月，中游持续时间最长、且在加深。总体来看，采矿业价好于量；上游加工的地产链量价齐跌，有色量价齐升；中游设备深度以价换量，主要为电气机械、汽车、计算机通信电子等新质生产力；下游浅幅以价换量（造纸、纺织、鞋革等），纺服、农副、食品等量价齐跌。

图16：中游负PPI持续时间较长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：中游深度以价换量



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2 企业端：多数行业以价换量

总体来看，采矿业价好于量；上游加工的地产链以价换量，有色量价齐升；中游设备深度以价换量，主要为电气机械、汽车、计算机通信电子等新质生产力；下游浅幅以价换量（造纸、纺织、鞋革等），纺服、农副、食品等量价齐跌。

图18：工业企业总体以价换量

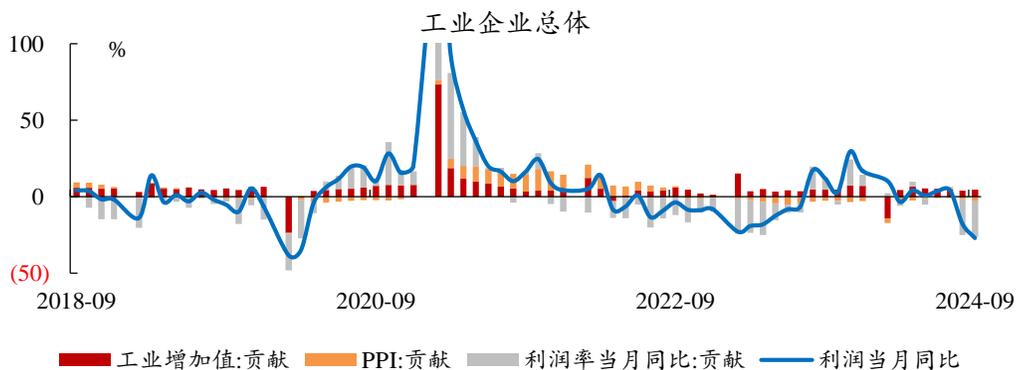


图19：采矿业价好于量，但上游加工以价换量



图20：中游深度以价换量

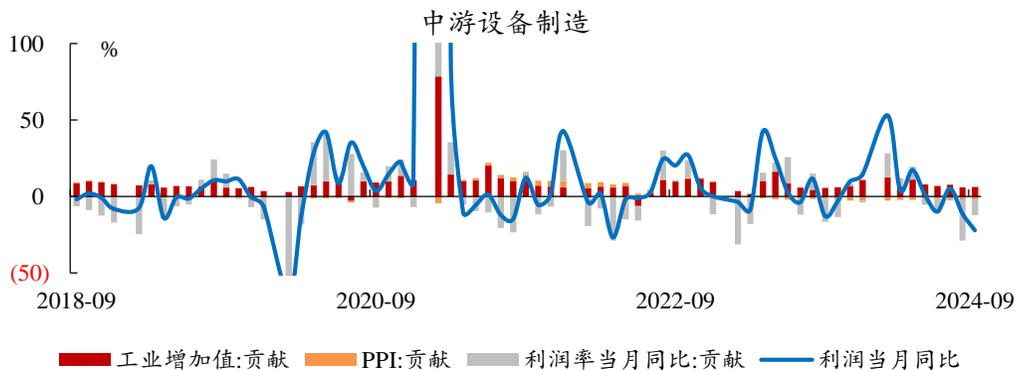


图21：下游消费浅幅以价换量



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2 预计2025年制造业投资增速约8%

- 大规模设备更新提振制造业投资增速。1-9月制造业累计同比9.5%，设备工器具购置累计同比16.4%。分行业来看，通用设备、纺织、汽车、医药制造较前值改善了1.1、1.1、0.4个百分点，有色冶炼、食品制造、农副食品加工仍维持较高增速。
- 往后看，设备更新动能受供需关系约束，2024年1-9月产销率处于历史低位，有待消费品以旧换新提振需求、缓解供需不平衡问题，预计2025年制造业投资略低于2024年，但仍维持8%左右的中高增速。

图22：设备更新提振制造业投资增速

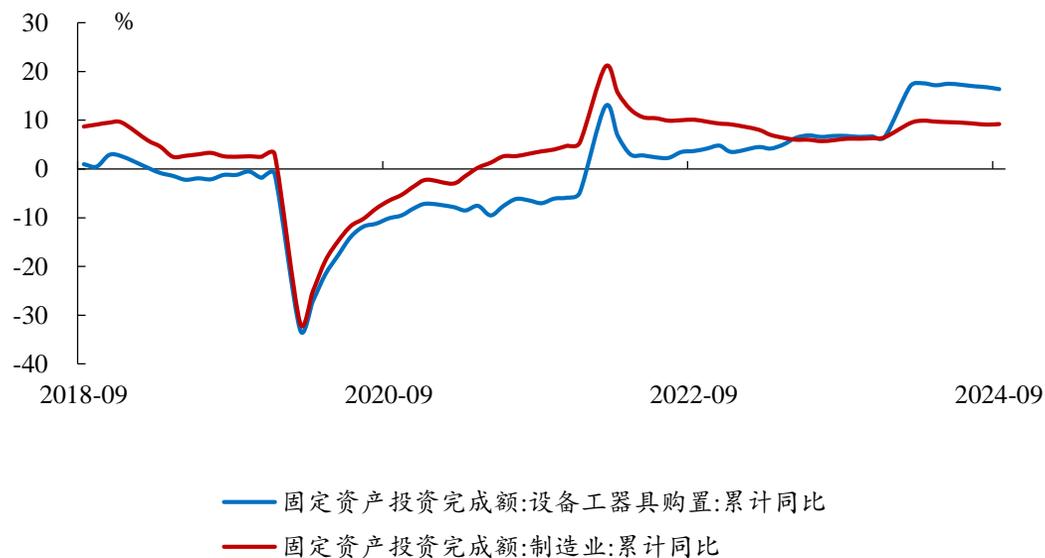
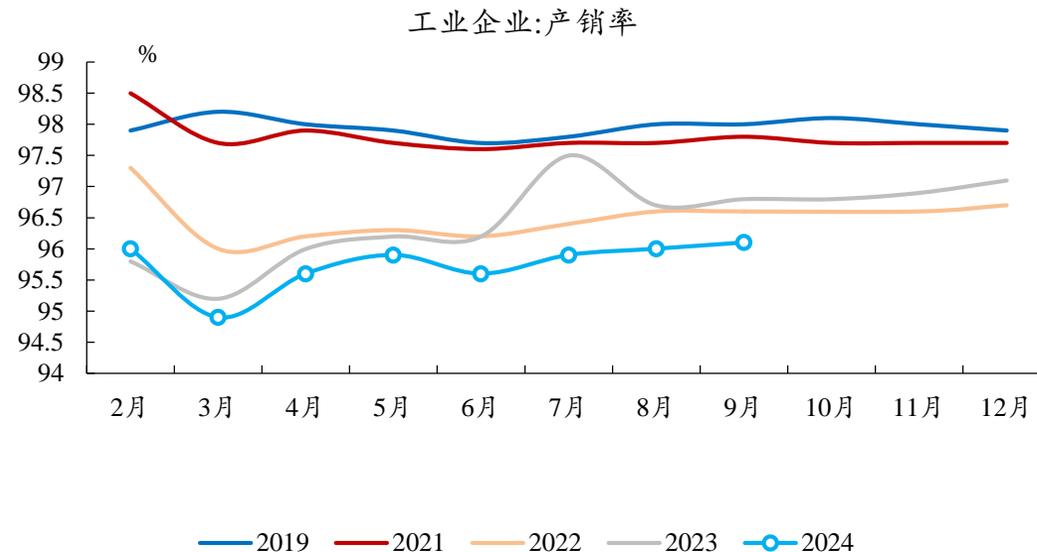


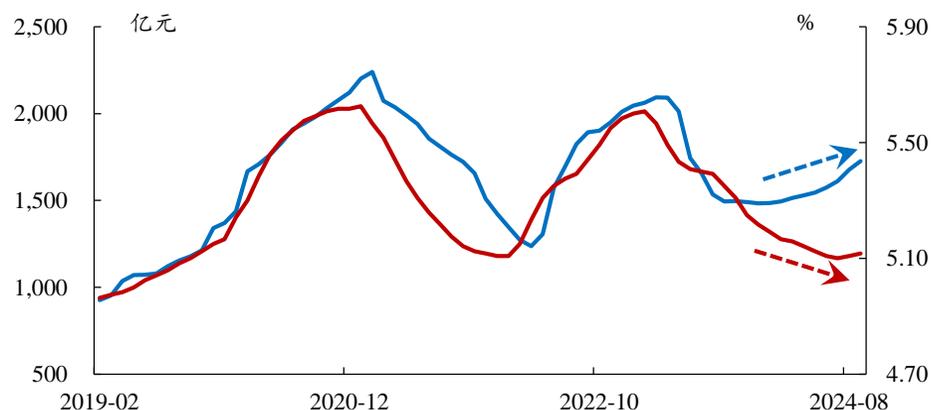
图23：产销率处于历史低位，制造业投资有待供需关系改善



1.2.3 居民端：就业压力增大，收入“以价换量”

- ▶ 一则就业总量和质量均有压力。2024年高校毕业生人数创历史新高的1179万，灵活就业超过2亿人或指向就业质量有待提升，历史数据显示失业率与失业保险基金支出相关性较好，但2024年以来两者呈现一定背离。
- ▶ 二则居民工时拉长、时薪放缓。2024Q3就业人员周均工作时间提高至48.7小时，时薪增速降至6.2%、连续2个季度下滑，工时拉长、时薪放缓则描绘了居民收入端的“以价换量”。

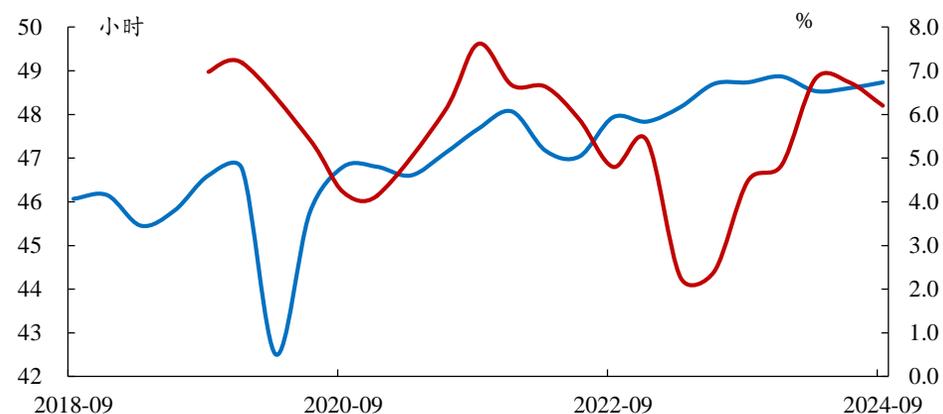
图24：失业基金支出与失业率小幅背离



— 失业保险基金支出:ttm — 城镇调查失业率:ttm(右轴)

数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：居民投入产出“以价换量”



— 中国:就业人员周均工作时间 — 中国:居民平均时薪增速(右轴)

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3 居民端：微观数据显示薪资下滑

图26：美团财报显示，外卖人均收入下降

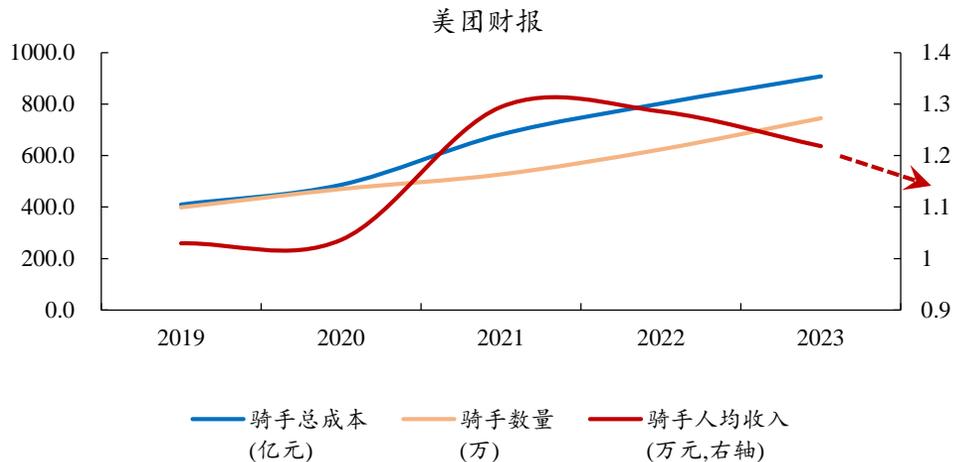


图27：博尔捷招股说明书显示，骑手单件佣金下滑

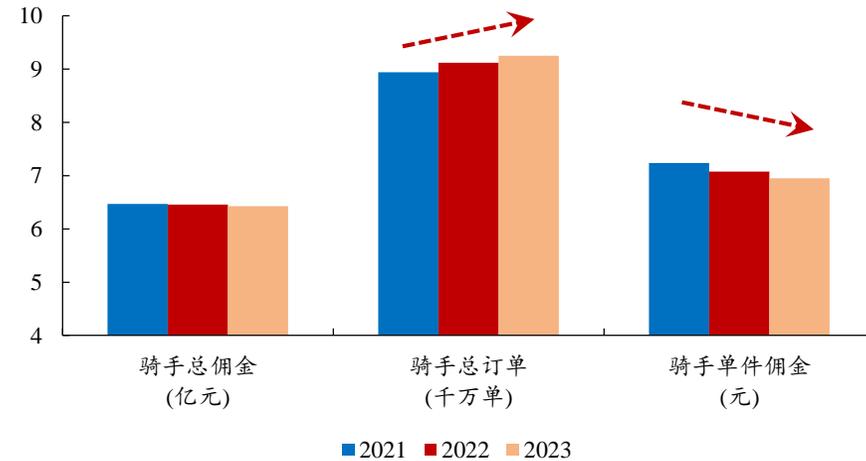


图28：滴滴财报显示，司机年均收入下降

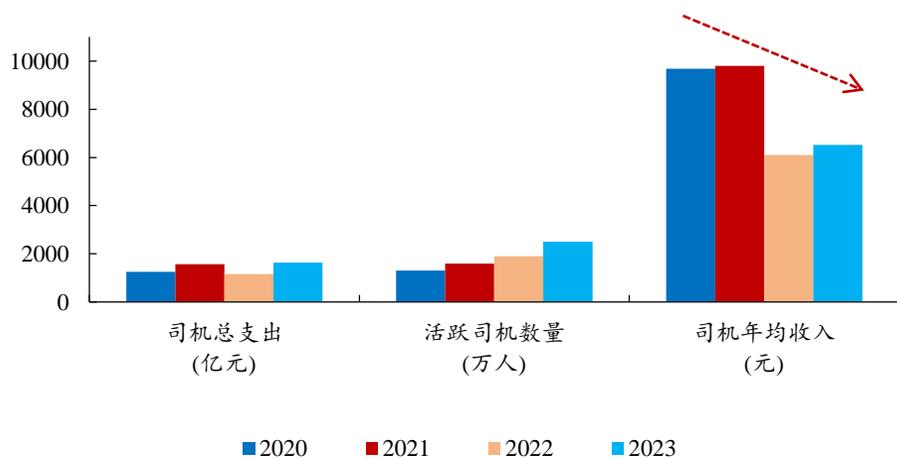
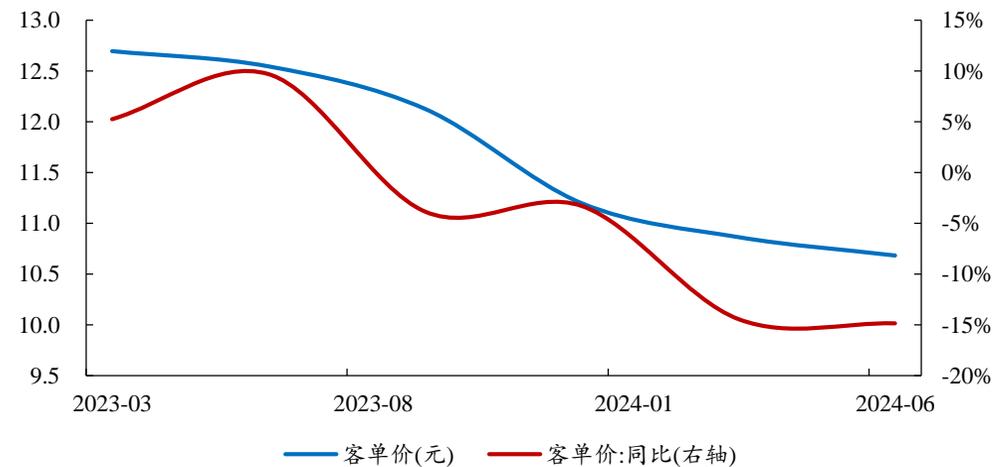


图29：滴滴客单价连续4个季度负增长



数据来源：美团财报、博尔捷招股说明书、滴滴财报、Wind、开源证券研究所

1.2.3 居民端：微观数据显示薪资下滑

图30：医生供给增加、收入下滑

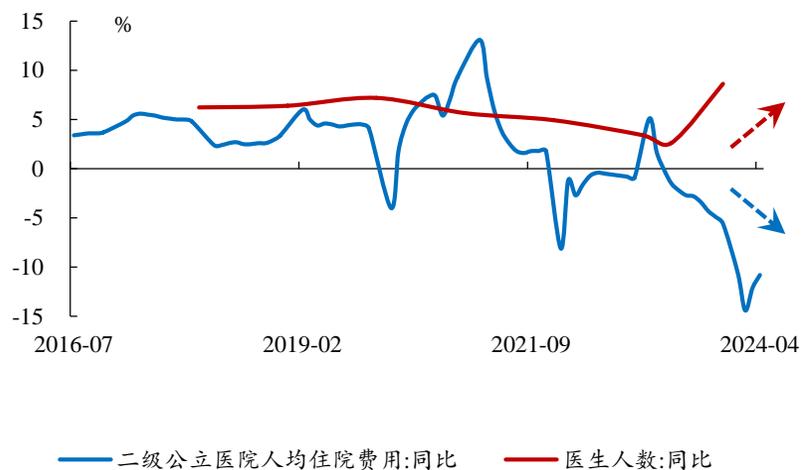
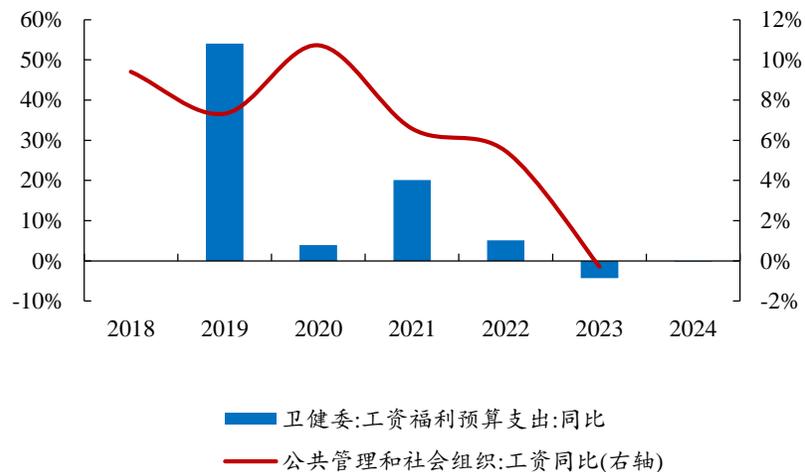


图31：公务员或已降薪



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：看准网显示，部分行业招聘平均工资下降

平均 工资	银行 柜员	直播	数据 分析师	律师	企业管 理咨询	会计	导游	教师
2021	9017	11579	22832	16977	16901	6050	6418	8059
2022	10511	12053	23668	22339	18733	6305	6411	7714
2023	8951	11349	23990	20635	17918	6266	6674	7734
2024	7611	11334	23020	15296	15800	6081	6902	7713

迷你图

数据来源：看准网、Wind、开源证券研究所

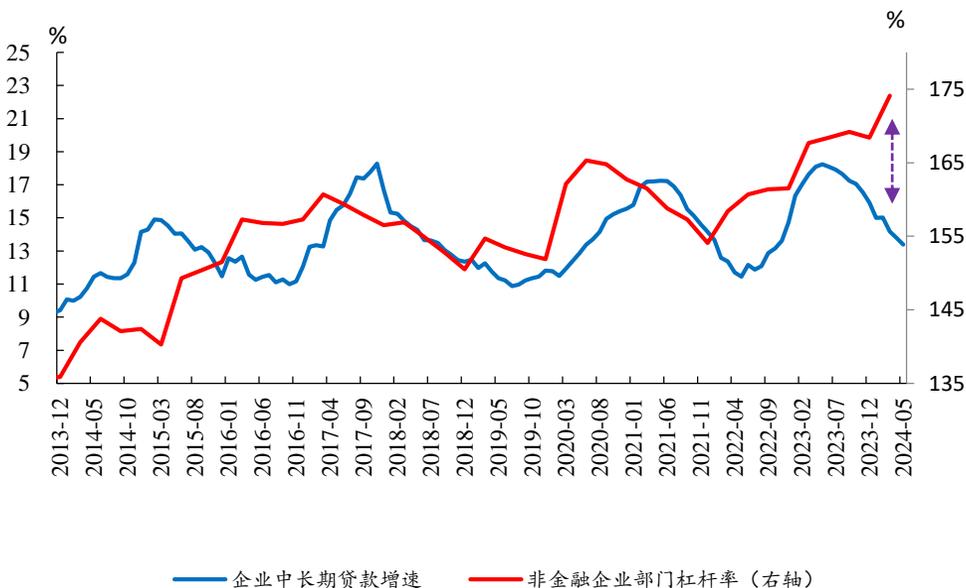
1.3 杠杆率被动上行，资产负债表待优化

资产负债表层面：居民企业信心偏弱，资产负债表待优化

全社会杠杆率被动上行。2022年至今，宏观杠杆率开始加速上行，同一时期名义GDP也处在下滑区间。信贷紧缩的现实和杠杆率的背离或能用名义GDP下行解释。

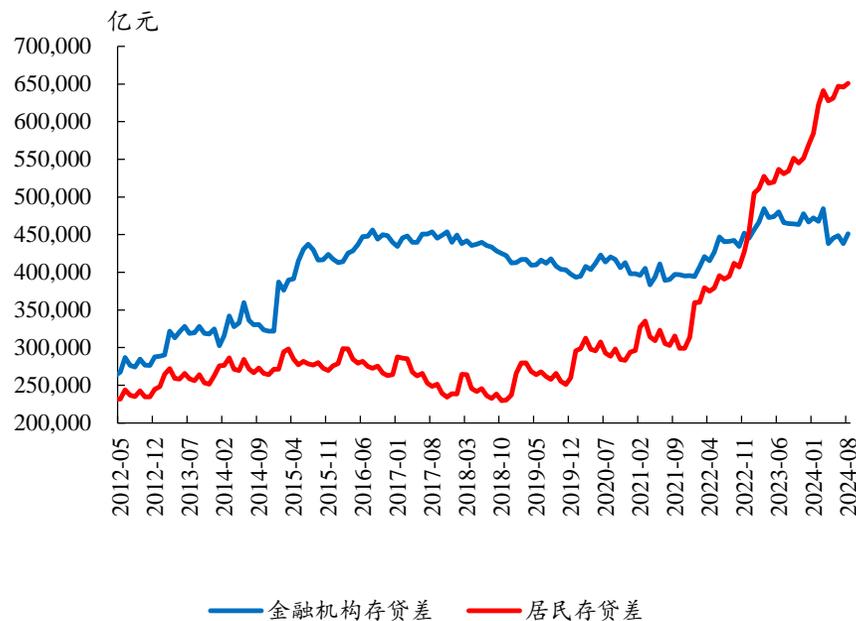
居民和企业资产负债表有待优化。2022年起居民存贷差加速扩大。居民资产端承压，收缩信贷，将更多资产转移至存款，居民存贷差大幅提高。资金活性降至历史低位。2024年M1增速下探至-7.4%的历史最低水平，与企业“惜贷”行为一致体现出需求不足、信心亟待改善的特点。

图33：企业杠杆率和企业贷款增速出现背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：居民存贷差大幅走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 国内面临需求不足的问题
- 2 **比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻**
- 3 中国扩大内需的路径选择
- 4 资产配置
- 5 风险提示

2.1 纵向借鉴：历史上走出物价低位运行的途径探寻

上世纪90年代以来，我国GDP平减指数连续为负的现象共发生过4次，时间分别为1998-1999年、2009年、2015年以及2023年至今。过去三次走出物价低位运行的路径与主导因素各有不同。

价格是供需均衡后的结果，供给端主要为国内，需求端分为可分为出口与国内需求。我们将GDP平减指数作为物价的代表性指标，将其触底回升的拐点视为物价反弹的拐点，并将固定资产投资、房地产投资、出口与社零四大指标分别与GDP平减指数进行匹配，通过上述指标与物价的走向关系以及该指标拐点与物价反弹拐点的先后顺序判断当时走出物价低位运行的可能主导因素与因果关系。其中，总投资偏向于代表供给端，地产投资因其特殊属性偏向于代表地产链需求，出口与社零则代表海外与国内终端需求。

2.1 纵向借鉴：历史上走出物价低位运行的途径探寻

(1)1998-1999年：面临供给、内外需三重压力。供给端，推进国企改革，部分行业产能去化。需求端，多次降准降息；向四大国有行定向发行2700亿元特别国债补充资本金，上调财政赤字投入基础设施建设；推进地产市场化；积极与欧美协商达成贸易双边协议，促进外需增长。

图35：在物价低位运行时，总投资经常与GDP平减指数走势相反

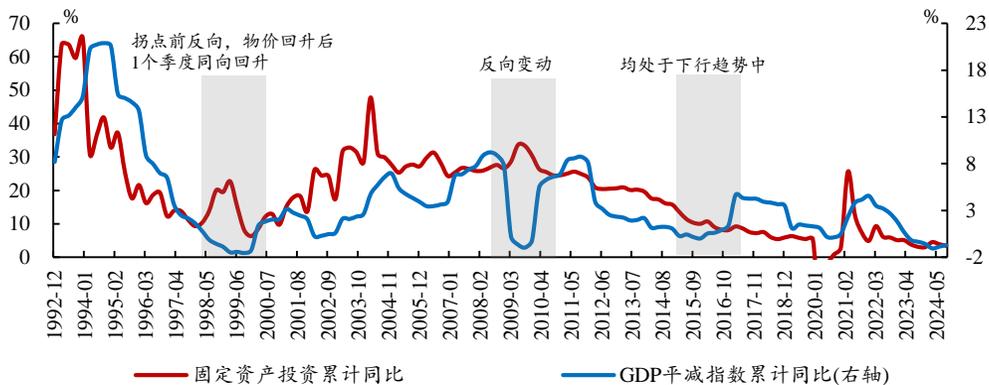


图36：地产投资拐点往往领先或同步于GDP平减指数拐点

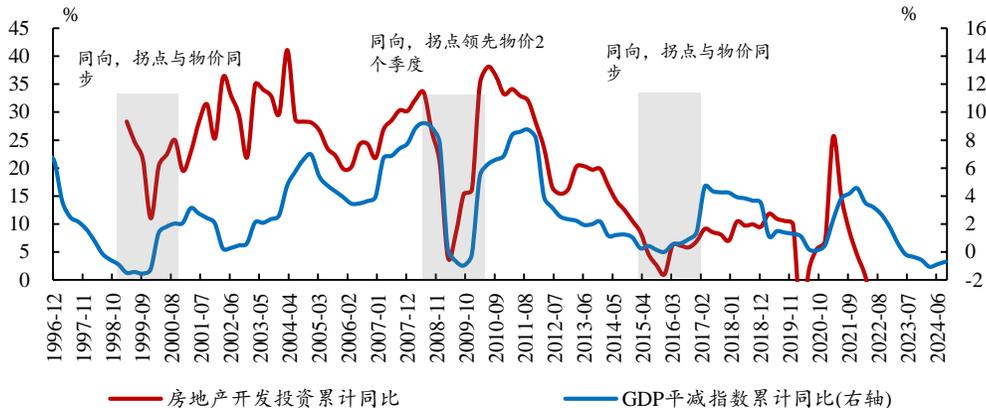
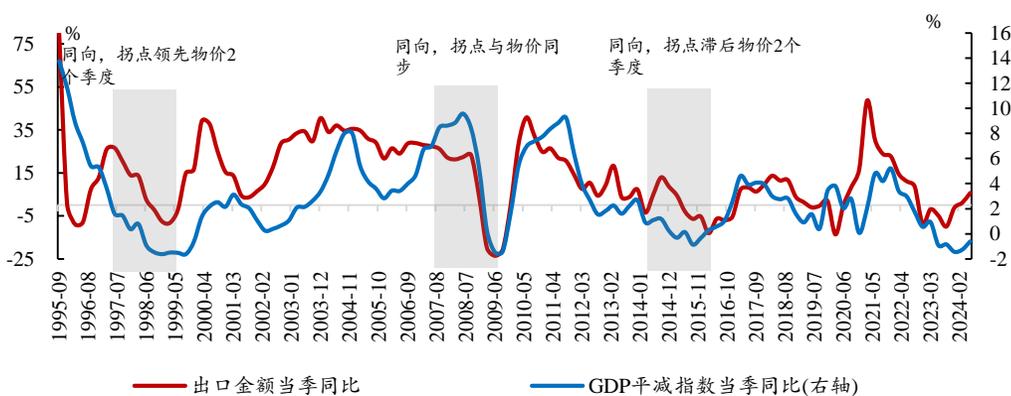


图37：1998-1999年与2009年，社零拐点领先于物价拐点



图38：外需波动是国内物价波动的重要原因之一



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 纵向借鉴：历史上走出物价低位运行的途径探寻

(2)2009年：外需拖累总需求。主要从需求端进行刺激：央行多次降准降息；财政推出“四万亿”计划，投向基础设施建设与地产等领域，并给予补贴推行“家电下乡”刺激消费；通过下调首付比例、贷款利率等方式刺激地产；同时海外经济刺激下，外需迅速回暖。

图35：在物价低位运行时，总投资经常与GDP平减指数走势相反

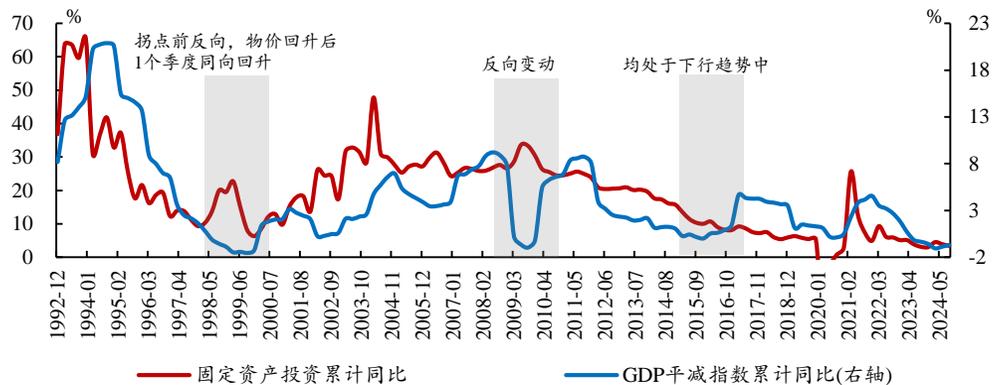


图36：地产投资拐点往往领先或同步于GDP平减指数拐点

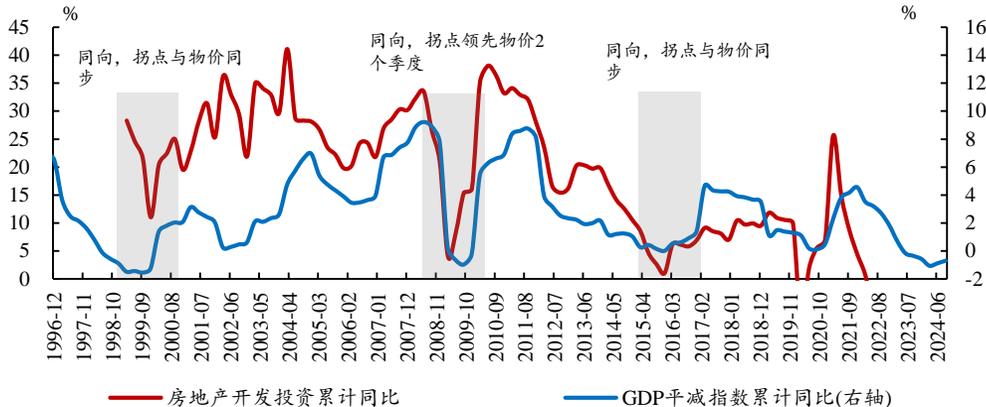
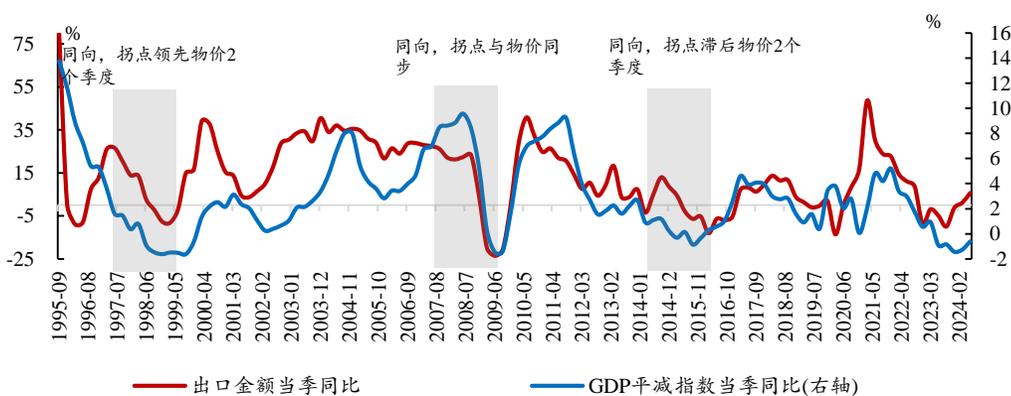


图37：1998-1999年与2009年，社零拐点领先于物价拐点



图38：外需波动是国内物价波动的重要原因之一



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 纵向借鉴：历史上走出物价低位运行的途径探寻

(3)2015年：面临供给、外需双重压力。供给端，推出“三去一降一补”的供给侧结构性改革，加速产能出清。需求端，央行进行一定程度的降息降准；对于地产推行棚改货币化安置，快速拉动内需；后期阶段，外需逐渐修复，为总需求增长助力。

图35：在物价低位运行时，总投资经常与GDP平减指数走势相反



图36：地产投资拐点往往领先或同步于GDP平减指数拐点

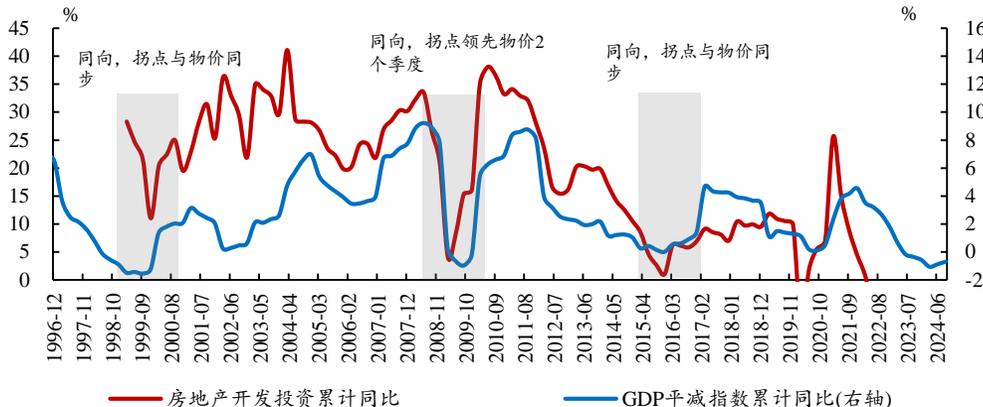
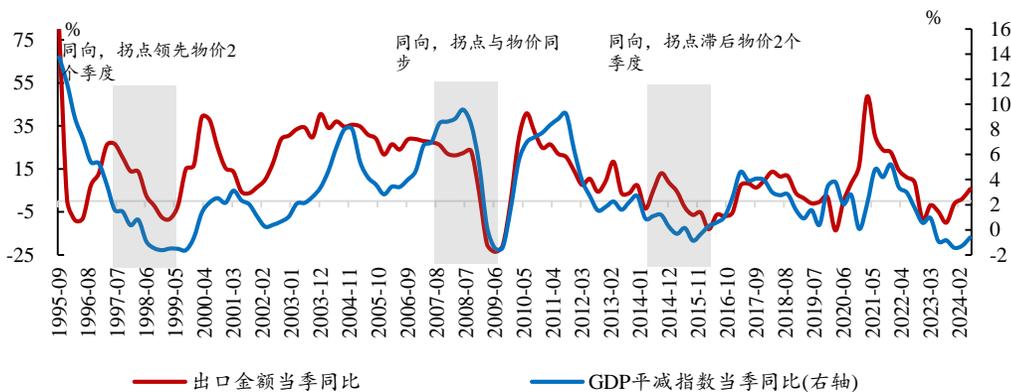


图37：1998-1999年与2009年，社零拐点领先于物价拐点



图38：外需波动是国内物价波动的重要原因之一



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 纵向借鉴：历史上走出物价低位运行的途径探寻

复盘以上三轮物价走出低位运行的过程，可以得到以下三点结论：

- 1、作为出口导向型国家，外需的放缓通常是物价低位运行的主要原因，而外需回暖也在过去几轮物价回升过程中发挥显著作用。
- 2、出口内生性较强，在外需持续低迷时，地产投资是弥补外需缺口的核心因子，而总投资在此阶段往往与物价走势相反。
- 3、在面临较为严重的需求不足问题时，需求侧将看到央行的大幅降准降息与财政的明显积极转向。

表1：三轮走出物价低位运行的主要因素均有地产投资

项目	1998-1999年	2008年	2015年
背景	供给过剩，外需内需均弱	外需下行拖累总需求	供给过剩，外需阶段性下行
平减指数同比为负持续时长	7个季度	2个季度	2-3个季度(2015年仅Q3为0.14，其他3个季度均为负)
总投资与物价关系	拐点前倾向于反向变动，拐点后变为正向变动， 滞后于物价拐点1个季度	反向变动	均处于下行趋势中，因此在拐点前同向变动，拐点后反向变动
房地产投资与物价关系	同向变动，与物价拐点 同步	同向变动， 领先物价拐点2个季度	同向变动， 同步 关系
出口与物价关系	同向变动， 领先物价拐点2个季度	同向变动， 同步 关系	同向变动， 滞后物价拐点2个季度
社零与物价关系	同向变动， 领先物价拐点1个季度	同向变动， 领先物价拐点1个季度	下行阶段同向变动，物价拐点后下行速度放缓， 滞后物价拐点约1个季度
由指标关系推测出的物价回升的主导原因与因果关系	供给端总投资降低，同时 需求端外需率先转暖、国内消费与地产投资需求随后起色 ，带动物价回升，物价回升后带动总投资转暖	需求端，国内地产投资与消费先后转暖，外需随后转暖，带动物价回升；供给端，2008年Q4起总投资大幅增加，2009年Q3大幅回落，而2009年Q4平减指数达到拐点，我们更倾向于认为 本轮物价回升的主要动力为地产与国内外终端消费	供给端，总投资不断下降；需求端， 地产投资带动物价回升 ，经济回暖后消费增速下行斜率放缓，后续出口回暖，为物价回升提供额外动力

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 国内面临需求不足的问题
- 2 比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻
- 3 **中国扩大内需的路径选择**
- 4 资产配置
- 5 风险提示

3.1.1 海外降息周期开启，2025年或将持续进行

- 欧美国家通胀已较高点大幅下降。截至2024年9月，海外国家通胀已较2022年高点大幅下降，且2024通胀下行的趋势尚在。如果观察更为稳固的核心通胀，2024年9月美国核心CPI较年初回落0.6个百分点至3.3%，欧元区核心HICP亦回落至2.7%，去通胀的进程目前来看仍在持续进行中，其不确定性仅在于下行的斜率。
- 美国通胀有较强韧性，且中枢可能上升，但二次大通胀的可能性较小。从9月美国CPI及PCE数据来看，由于美国经济需求端韧性较强，美联储降息75bp后，可能会提振经济中的利率敏感部门，从而会使得美国通胀有较强韧性，且中枢上行，美联储2%的目标在2025年较难实现。但考虑到当前居民通胀预期相对稳定，我们认为出现1970年代的二次大通胀的可能性较低。

图39：欧美通胀均经历了大幅下行

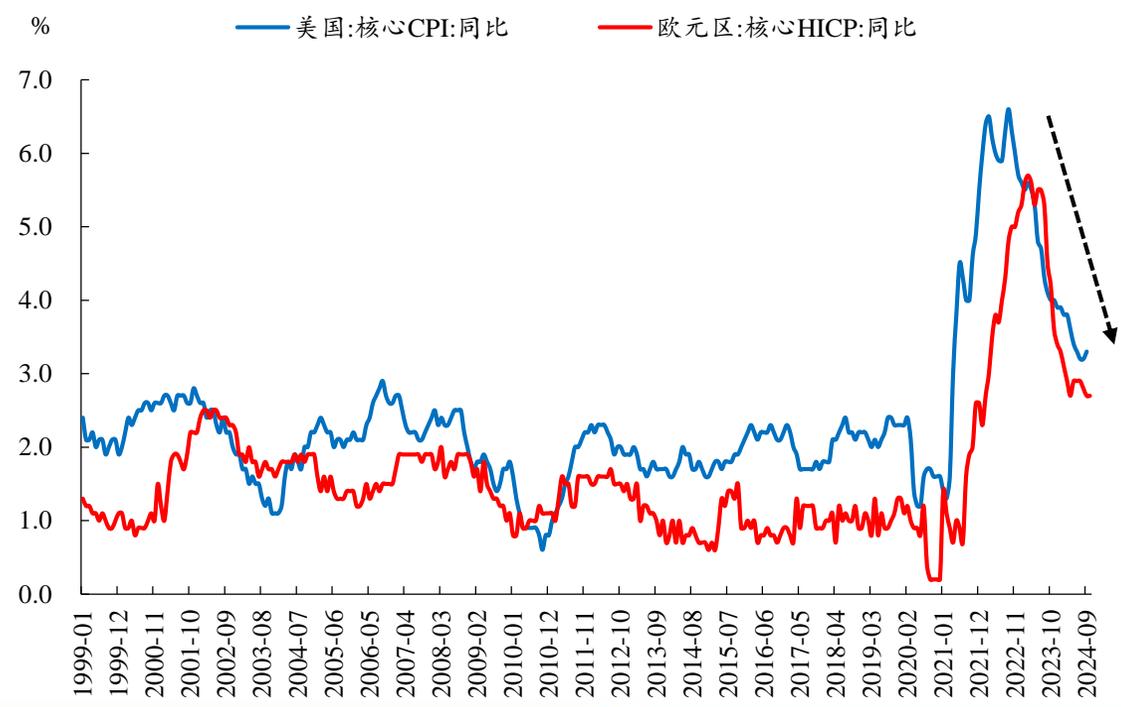
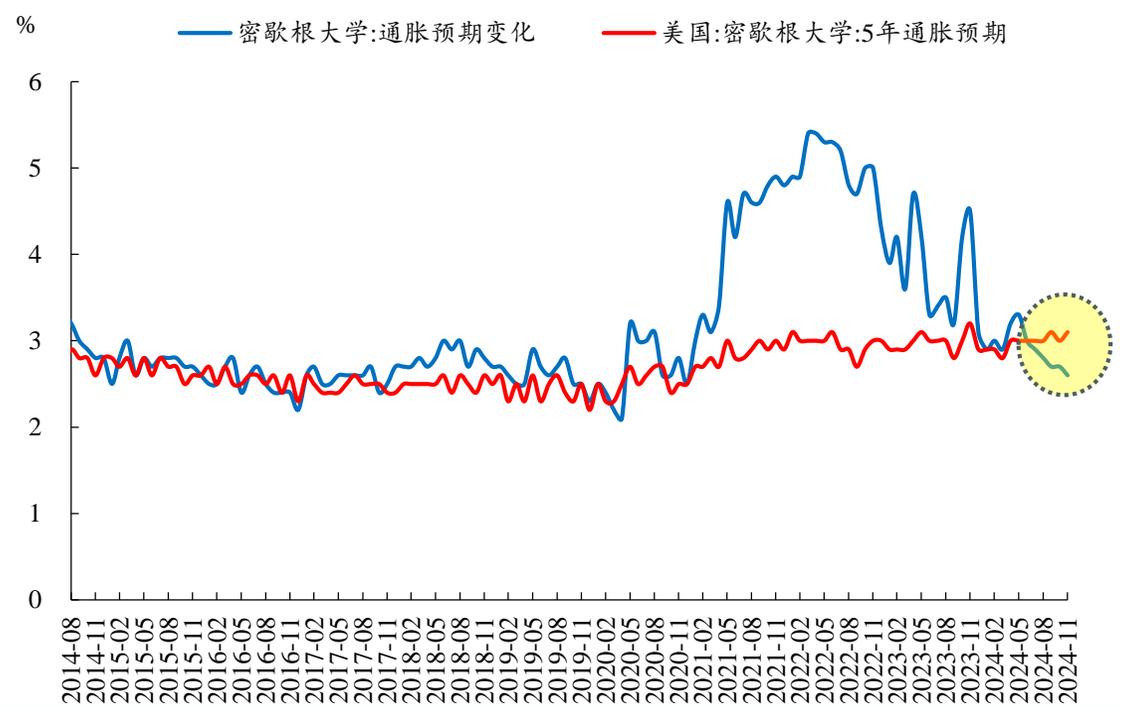


图40：美国居民通胀预期相对稳定



3.1.1 海外降息周期开启，2025年或将持续进行

- 美联储2024年12月可能不降息，2025年或将改为季度降息。美联储目前已将利率水平降至4.5%-4.75%（降息75bp），但对于后续通胀回落的信心减弱。从11月FOMC会议上鲍威尔的发言来看，整体表态中性略偏鹰，尚不能确定12月份是否可以降息。我们认为，美联储对后续停止降息的可能持开放态度。结合美国通胀来看，12月份不降息的可能性不低，2025年或将改为季度降息。
- 基准情形下，我们认为美联储或将在2025降息2-3次，且很有可能降息幅度不及预期。9月点阵图显示美联储将会在2025年降息至约3.25%左右，但随着特朗普当选，其更进一步的减税、提升关税、驱逐移民政策（劳动力供给减少）会对美国通胀起到较为明确的支撑。基准情形下，2025年美联储可能降息2-3次，且很有可能降息幅度还要继续收窄。CME市场预期美联储2025年降息75bp。

图41：美联储9月点阵图显示2025年将降息至3.25%左右

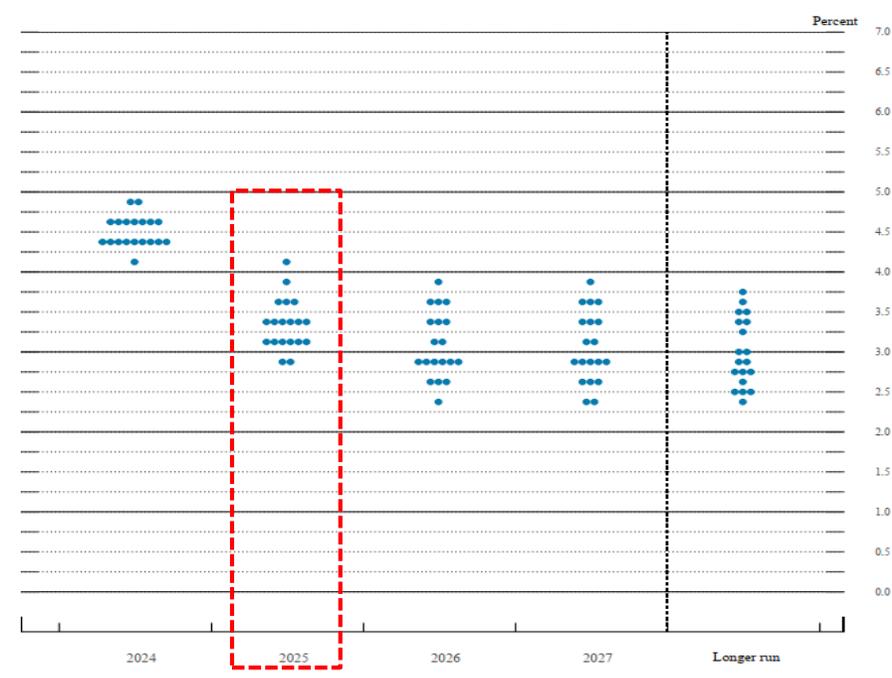


图42：CME市场预期2025年将降息75bp

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	64.61%	35.39%
2025/1/29	0.00%	0.00%	3.10%	96.90%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	61.10%	38.90%	0.00%
2025/5/7	0.00%	0.00%	93.63%	6.37%	0.00%
2025/6/18	0.00%	42.30%	57.70%	0.00%	0.00%
2025/7/30	0.00%	67.10%	32.90%	0.00%	0.00%
2025/9/17	0.00%	91.99%	8.01%	0.00%	0.00%
2025/10/29	9.10%	90.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/12/10	23.86%	76.14%	0.00%	0.00%	0.00%

3.1.1 海外降息周期开启，2025年或将持续进行

- 主要发达国家央行均在**2024年**开启降息。随着通胀趋势性下行，欧央行、澳洲央行等也在2024年先后开始降息。其中欧央行分别在6月、9月、10月分别降息25bp，除日本央行外，其它发达国家央行也均步入降息周期。
- 虽然各大央行降息节奏面临相当大的不确定性，但降息周期或将在**2025年**持续进行，日本央行可能会在**2025年**加息1-2次。随着通胀下行趋势仍在，各大央行或在2025年继续降息。欧央行亦是如此，欧央行行长拉加德多次表示，降息的方向是明确的，只是降息的幅度需要谨慎对待。从OIS隔夜交易数据来看，目前市场预期欧央行在2025年将降息至少100bp。唯一的例外可能是日本央行，从近期日本经济数据及日本央行发言来看，其可能会在2025年加息1-2次。

图43：欧美央行均在2024年开启降息

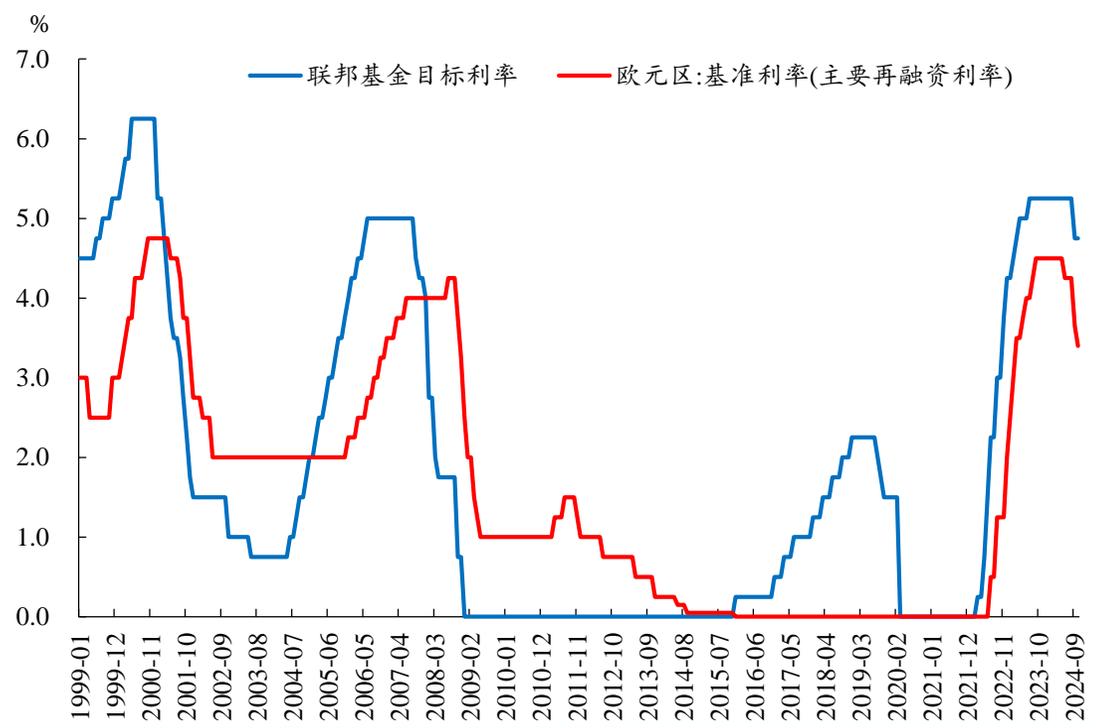
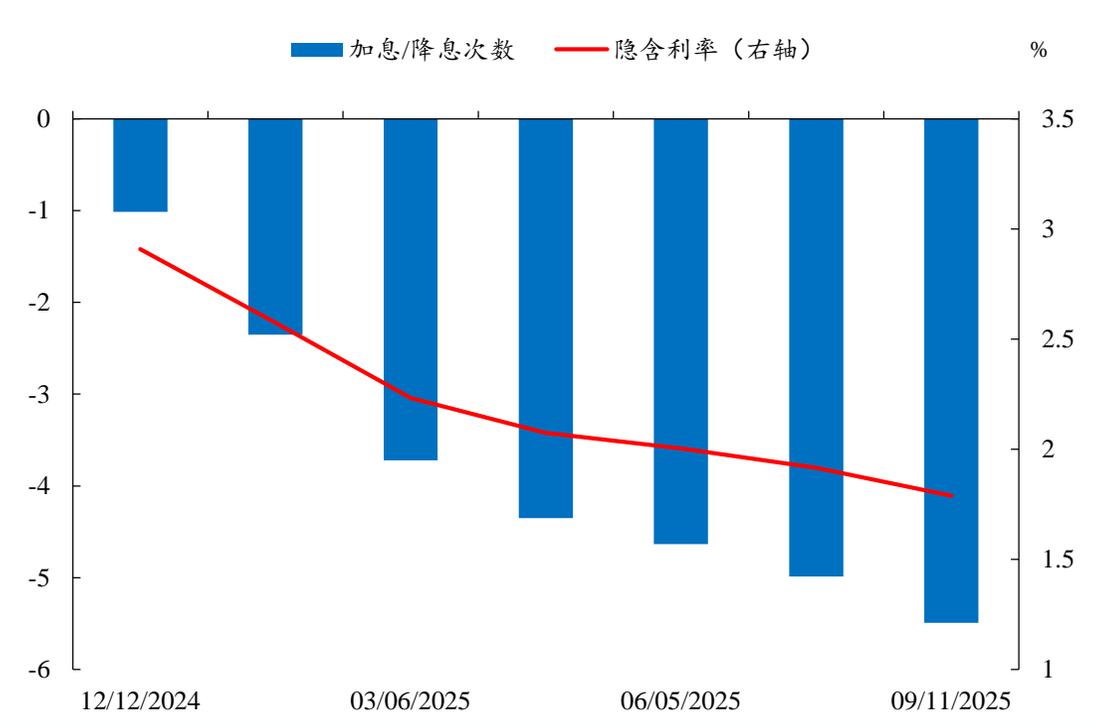


图44：欧央行预计在2025年继续降息至少100bp



3.1.2 2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定

- 特朗普或优先兑现减税、移民、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺。由于共和党同时赢得了白宫以及众议院、参议院控制权，且特朗普在共和党内部的控制力相较过去大幅增强，在国内施政基本上没有阻碍，因此内政或是其优先处理项。

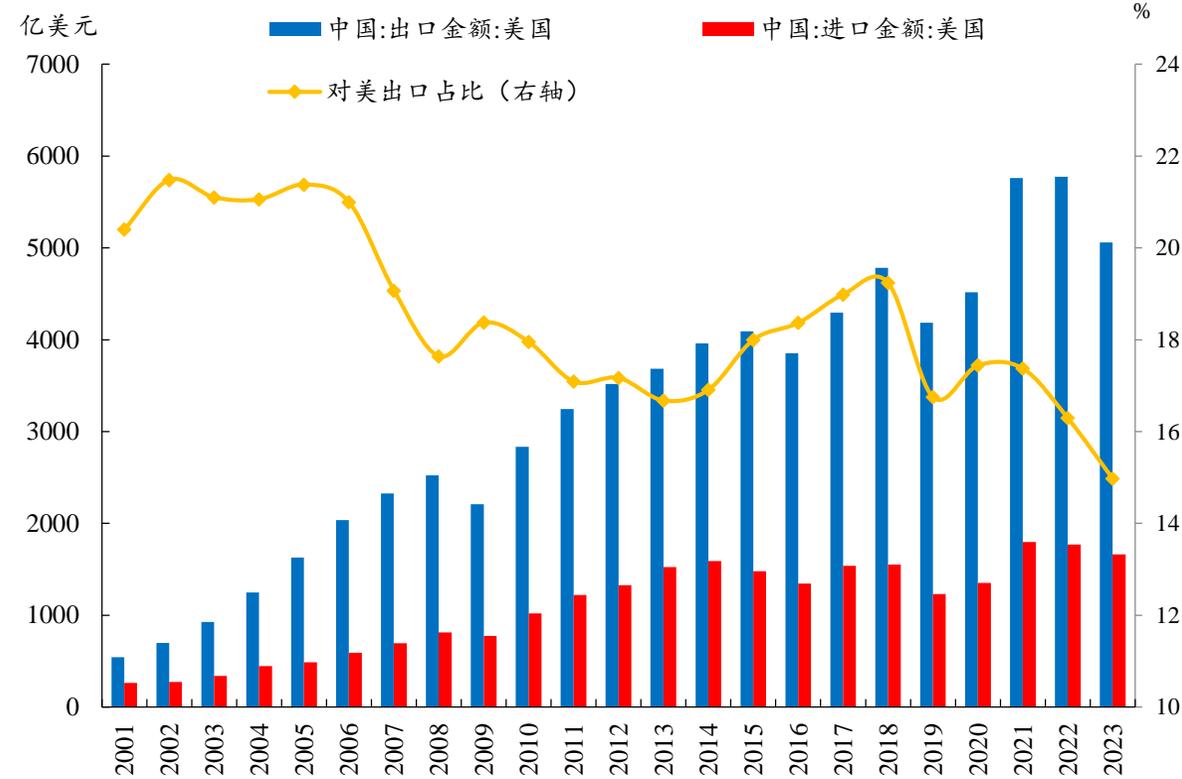
表3：特朗普上一任期主要政策时间线一览

时间	政策	具体政策内容	涉及领域
2017-01	旅行禁令	禁止六个穆斯林占多数的国家的国民前往美国90天。该命令后来修改为包括另外两个国家，也无限期冻结从叙利亚接收难民。同一周，特朗普签署了另外两项关于移民的行政命令。一个是将联邦资金用于修建沿着美国边境的隔离墙-墨西哥边境，另一个是禁止所谓的庇护城市接受联邦赠款。	移民
2017-09	关闭DACA	特朗普宣布计划在六个月内关闭奥巴马时代的儿童入境延期行动（DACA），将使大约80万受益人更容易被驱逐出境。	
2017-12	《减税和就业法案》	签署了《减税和就业法案》--历史上最大的税收改革方案。通过了3.2万亿美元的历史性税收减免，并改革了税法。	减税
2018-01	对进口商品进行调查	发布9693号公告和9694号公告，对中国太阳能电池板和洗衣机加征关税。	
2018/3/1 - 2018/4/3	对威胁国家安全的进口商品进行限制	出于国家安全考虑，总统于3月1日宣布，美国将对外国制造的钢铁和铝征收关税。美国政府对美国实施了限制，但对加拿大和其他美国结盟国家以及欧洲联盟予以豁免。	对华关税
2018/4/4-2018/12/1	中美贸易摩擦第一阶段	4月初，中国对价值约30亿美元的美国产品征收报复性关税，使世界两大经济体之间的贸易摩擦升级。截至11月，美国已对价值2500亿美元的中国商品征收关税，而中国已对价值1100亿美元的美国产品征收关税。在12月初于布宜诺斯艾利斯举行的二十国集团峰会上，美国和中国同意在90天内达成一项更广泛的贸易协议。	
2018/5/1-2018/10/1	收紧边境	总统在5月制定了一项全面的“零容忍”政策，导致美国边境巡逻队将2,600多名儿童与父母分开，然后在8月扭转了这项政策。为了应对中美洲寻求庇护者的激增，特朗普派遣了5000名士兵“加固南部边境”。	
2019-01	边境墙之战	在联邦政府关闭35天后，结束了与国会就特朗普要求在美国南部边境沿着修建57亿美元隔离墙的斗争。当国会拒绝拨款请求时，特朗普在2月份宣布国家紧急状态，允许他从其他来源转移资金，包括军队。特朗普首次行使否决权，以阻止国会通过一项阻止此举的决议。	移民
2019-05	中美贸易摩擦升温	随着贸易谈判破裂，美国将价值2000亿美元的中国商品的关税从10%提高到25%。在接下来的几个月里，特朗普政府还对中国电信公司实施了新的限制，将中国列为汇率操纵国，并威胁要停止所有美国私人在中国的投资。然而，特朗普对价值3000亿美元的中国商品提高关税的计划被搁置。	对华关税
2019-07	改变庇护规则	特朗普宣布与危地马拉达成一项“安全第三国”协议，要求寻求庇护者留在那里，而不是在美国等待他们的申请被处理，或面临驱逐出境。该协议在危地马拉法院受到质疑，但与萨尔瓦多和洪都拉斯的类似安排很快宣布。此前，特朗普发布了新规定，要求墨西哥的寻求庇护者必须留在那里，并利用关税威胁向墨西哥施压，要求其加强边境安全。	移民

3.1.2 2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定

- 关税议题或相对靠后，但冲击一开始可能会较为明显。对国内而言，最大的冲击可能是特朗普宣称的60%关税。如前所述，关税的优先级或相对靠后，不过作为特朗普上届任期重要的兑现政策，此次关税问题的提出不会拖延太久，我们预计将在2025年Q2-Q3出现相关冲击，且一开始冲击会相对明显，特别是部分高科技行业将会遭受更大的负面影响。
- 根据LSE的测算，如果全面征收60%的关税，可能会使得美国、中国GDP分别减少0.64%、0.68%。
- 我们认为关税是手段而不是最终目的，参考中美第一阶段贸易协定，关税的最终征收范围、幅度及影响不确定性很大。在经历了2018年的中美贸易摩擦之后，特别是在双方达成过第一阶段贸易协议的背景下，如此高额的关税税率征收存在诸多变数，且我国近年来已经大幅降低了对美直接出口比重，因此应对空间或相对较足，我们倾向于认为2025年底-2026年可能会有中美第二阶段贸易协定。

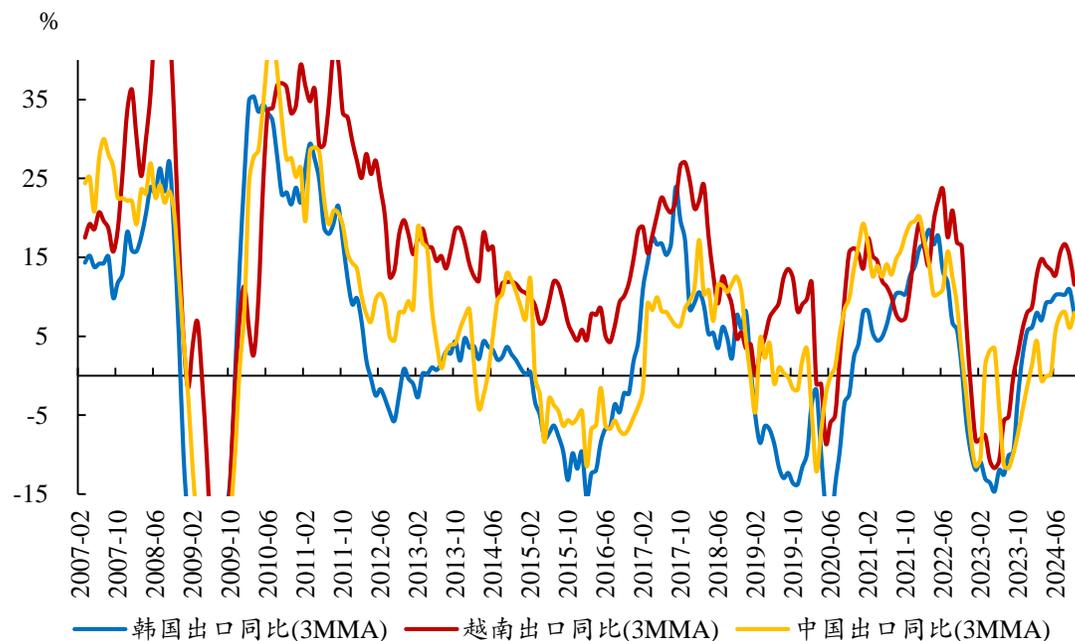
图45：我国对美出口比重持续下降



3.1.2 预计2025年出口同比有所回落

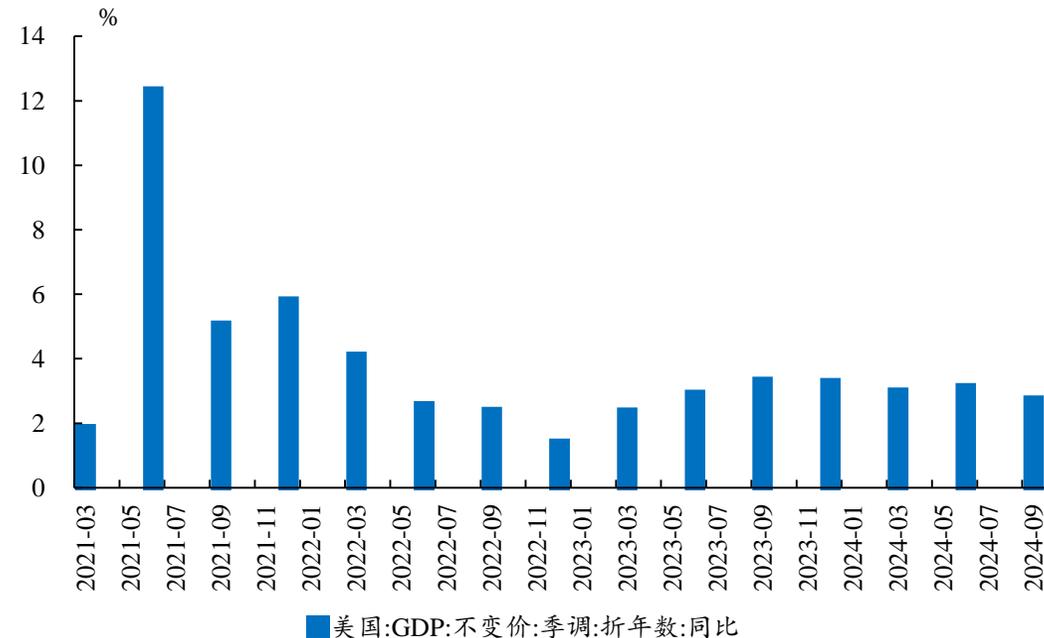
预计2025年出口同比有所回落。首先，不考虑关税冲击的情况下出口会周期性回落。一方面，从近期韩国、越南出口以及美国库存与销售情况看，全球经贸周期已进入下行阶段；但另一方面，从近期欧美消费及零售数据看，海外需求仍具备一定韧性，且2025年将处于全球流动性宽松阶段，对出口的冲击也不会太大。其次，潜在关税可能导致出口前高后低。美国潜在关税政策能否执行且执行时间窗口前的“抢出口”或将削弱关税对2025年出口的负向冲击，或将抬高前期出口金额，拉低后期出口金额。最后，我们按2018-2019及2023-2024年部分季节性测算，预计2025年出口同比在0%左右。

图46：从韩国、越南出口走向看，全球经贸周期已进入下行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：从最新数据看，美国需求仍具较强韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2 2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定

- 关税之外，由于特朗普奉行孤立主义路线，提倡所谓**美国优先**，参考其上一任期内的政策表现，美国外交政策将更趋保守。
- 基准情形下，美国与其传统盟友国家（欧洲、日韩等）的关系将面临一定的压力，大概率也将退出相关的国际组织（巴黎协定、世界卫生组织等），拜登政府期间推出的所谓 IPEF（印太经济架构）、AUKUS联盟、QUAD（四方安全对话）等具有较强烈针对性质的合作架构或将瓦解。对我国而言，与欧盟、日韩等国的关系或将迎来边际提升，相关的地缘政治压力、经贸压力或将有所减轻。
- 美国对乌克兰的援助或将逐渐减少，若乌克兰缺少美国的相关援助，俄乌之间谈判的可能性将会大大提升，俄乌冲突有较大概率解决，届时国际地缘政治环境或将趋于稳定，原油等大宗商品价格、航运价格或将难有向上波动。
- 结合特朗普第一任期中欧关系表现、全球地缘政治局势来看，虽然中美关系可能面临很大的不确定性和挑战，但我国面临的综合国际政治环境可能会迎来改善，这也为我国的经济发展创造了一个较为稳定的外部环境。事实上，在特朗普当选后，中欧已就欧盟对华电动汽车加征关税的价格承诺方案进行磋商，2021年5月被冻结的《中欧全面投资协定》或也有望重新开启。

3.1.3 人民币汇率弹性或将恢复，大概率在7.0-7.3区间波动

- 海外降息潮下，国内与海外利差或将缩窄，人民币结汇率将提升。2022年以来，由于我国与海外主要国家经济周期错位，在海外国家的不断加息下，国内与海外利差深度倒挂，银行结汇率始终处于较低位置，人民币汇率面临较大压力。
- 人民币汇率或将恢复弹性，2025年大概率在7.0-7.3区间波动。随着欧美国家利率水平持续下降，国内与海外利差将会进一步缩窄，从而有助于提升结汇率，缓解人民币汇率的贬值压力，汇率的弹性也将恢复。央行稳汇率的压力降低，宽货币的政策空间将会进一步打开。我们认为短期人民币汇率或在7.15-7.2之间波动，若中美关系出现较大波动，可能触及前期7.3高点。

图48：银行结汇率2022年以来大多低于售汇率

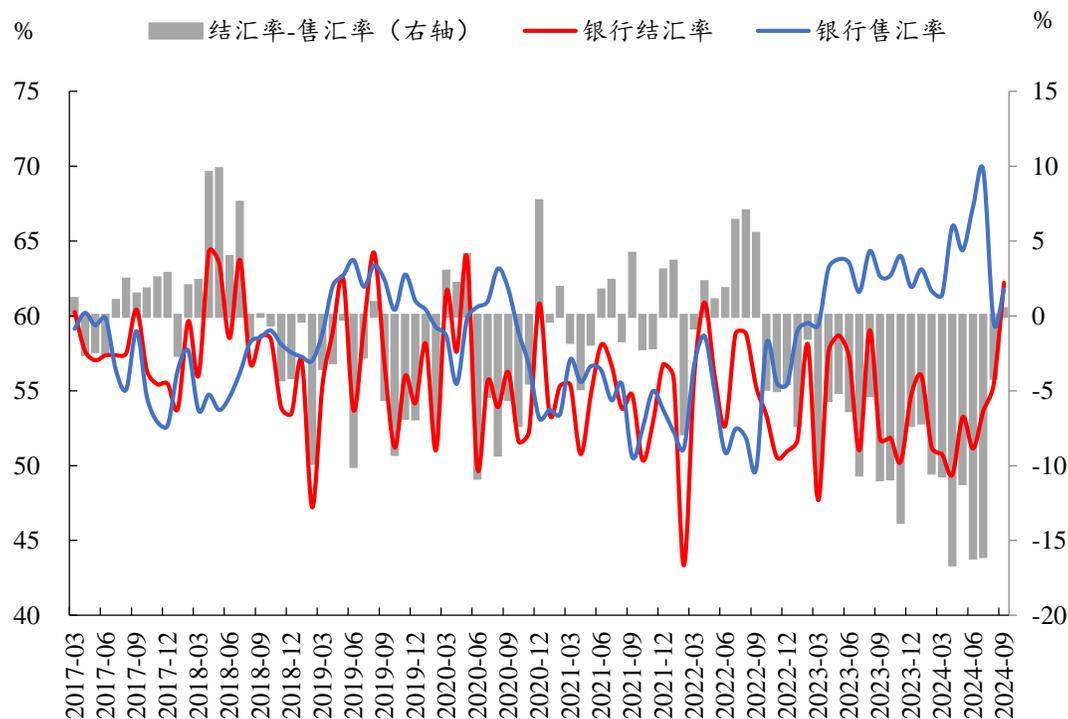
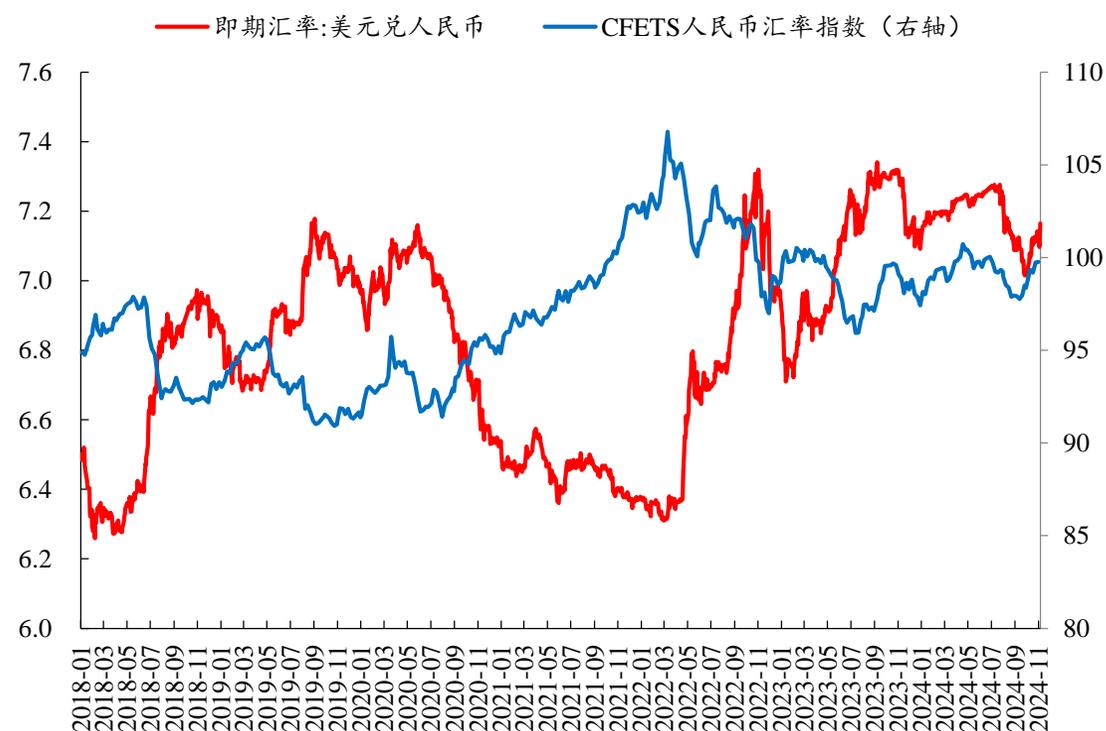


图49：人民币汇率经历了一定贬值压力

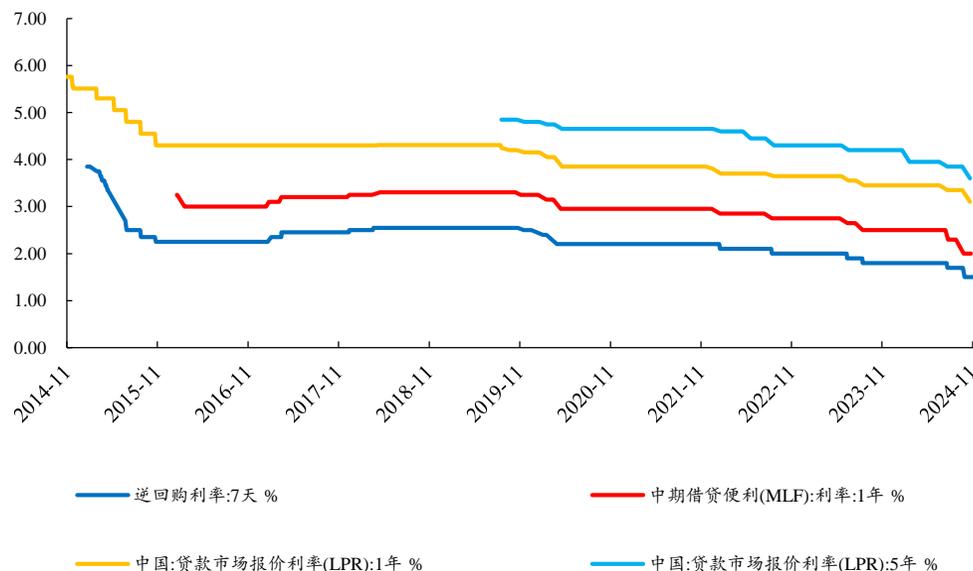


3.2.1 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

2024年9月以来，政策出现转向

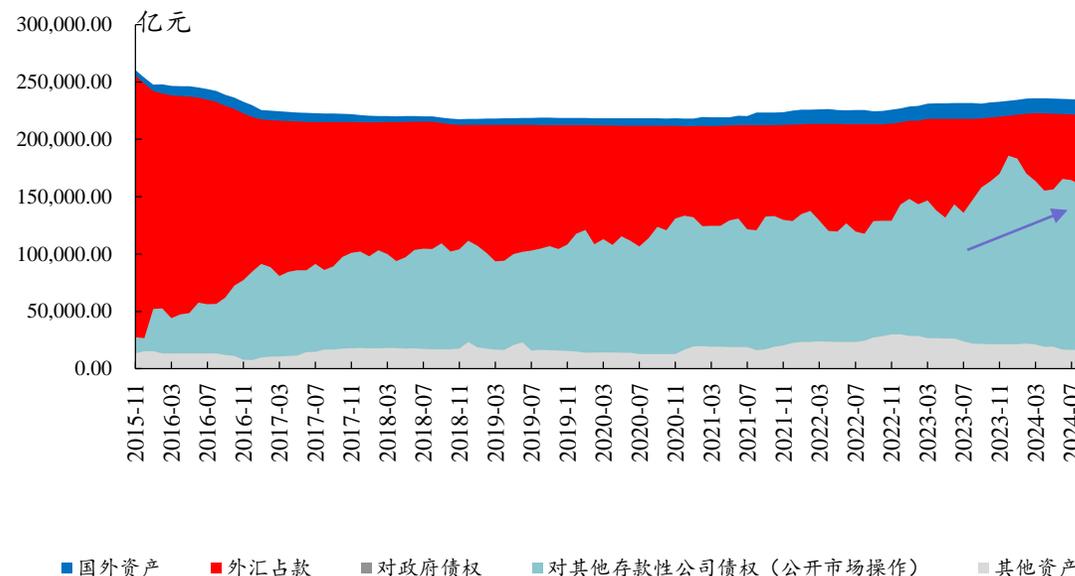
其原因一是年内经济完成5%诉求高，二是长期扭转物价偏弱格局的必要性。当前财政、货币政策均较上半年有所发力，但力度仍有提升空间。2025年大概率宽财政宽货币。常规货币政策可操作空间较大，降准降息幅度可能超过2024年，对地产、资本市场的结构性支持有望加深。财政赤字率或提高至4%-5%，专项债、超长期特别国债扩容扩围，财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜；安排一次性大规模化债额度。广义财政赤字率有望显著增长。

图50：1年期、5年期LPR共分别下降35bp、60bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：近两年央行资产结构调整，公开市场操作占比进一步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.1 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

货币政策：加大货币政策调控强度，提高物价水平为重要考量，将继续降准降息，提升名义GDP

(1) 2019年以来，名义利率已降至历史低位，但实际利率仍高。央行指出“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。结合9月12日全国人大常委会会议上“有的出席人员提出，目前我国通货紧缩压力增加，原因在于基础货币发行量不足…等”，有望持续降准降息。关注2025年经济和物价目标的提法。

(2) 预计2025年降准幅度可能最低100bps，降息幅度或超过2024年，存款利率也将下行。

图52：与名义利率不同，实际利率并未降至历史低点

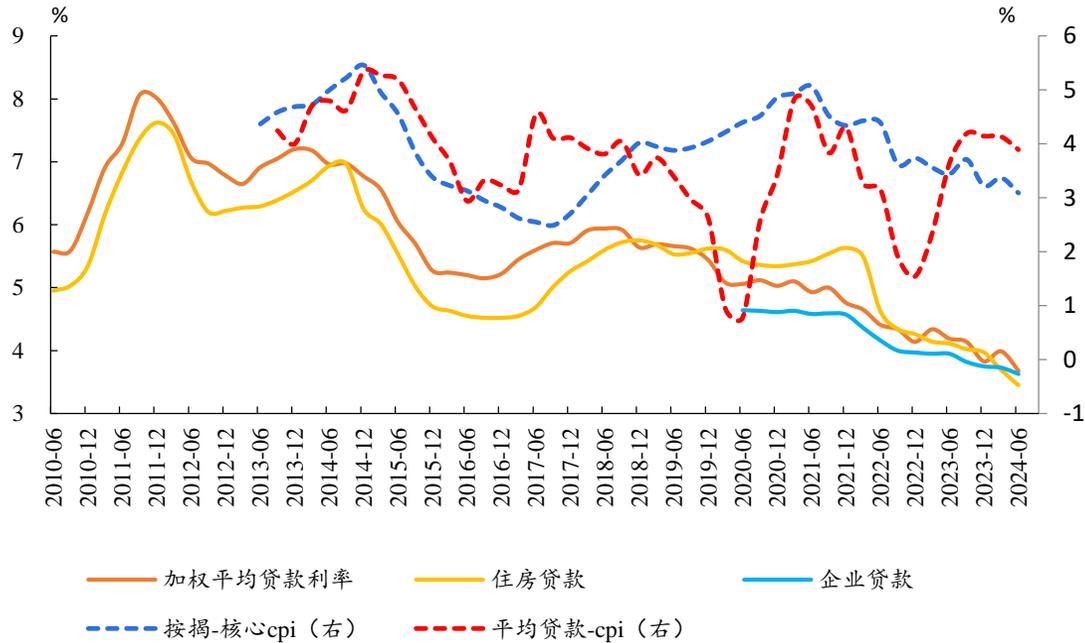
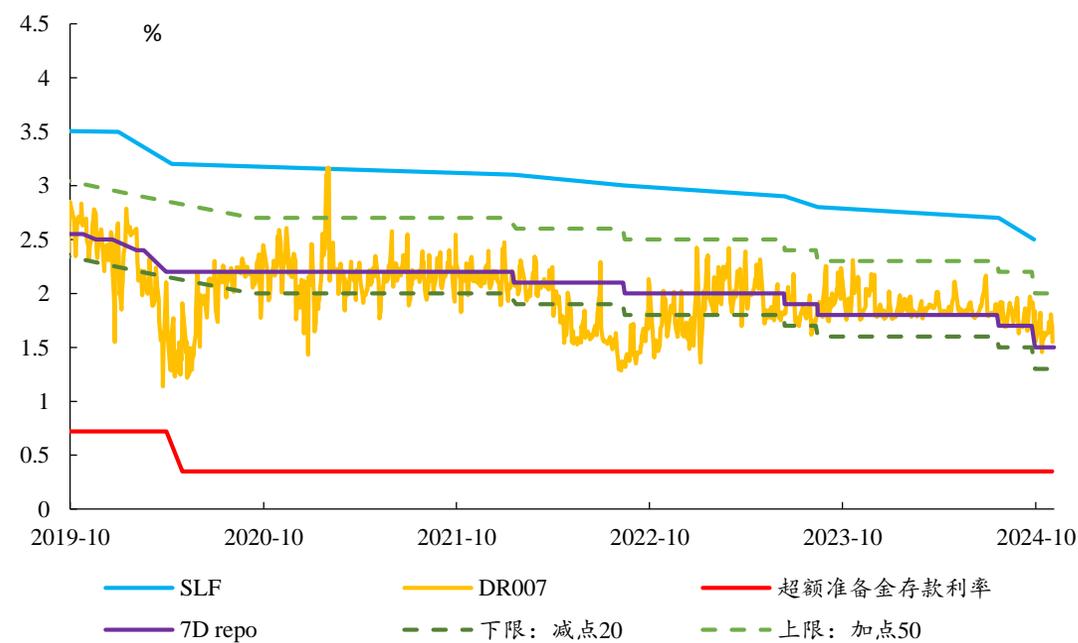


图53：央行构筑调控更加精细化的利率走廊



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：实线为名义利率，虚线为实际利率

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.1 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

宽货币助力宽信用：社融、M2明年都有望稳步回升

- 2025年政府债规模总体较高，社融口径的政府债券相对于2024年可能有4万亿左右的增量（增量包括普通国债1万亿，超长期特别国债1万亿，特别国债1万亿，专项债0.5-0.6万亿，假设置换债0.5万亿左右置换社融之外的债务）。
- 人民币贷款方面，一季度或仍有开门红。政府债券发行将拉动配套融资；货币政策大概率宽松，实体流动性有望好转。
- 结构性工具方面：持续加强对科技、消费的支持；新创设证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持再贷款，支持股票市场稳定发展。

图54：预测2025年社融增速改善后趋于平稳

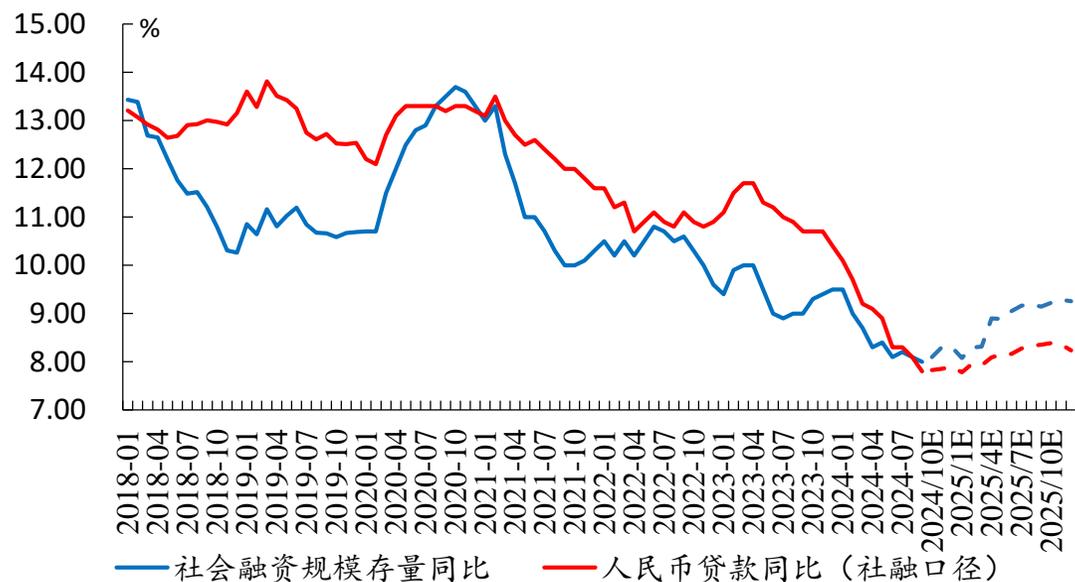
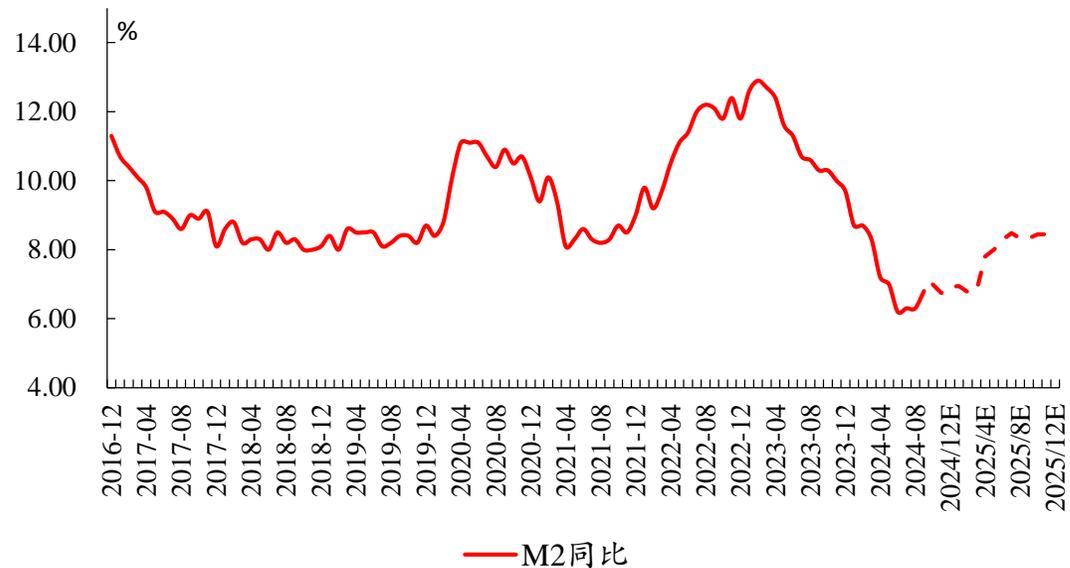


图55：M2同比可能回升至8-9%



3.2.1 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

框架转型：重价轻量，推进货币政策调控框架转型

(1) 疏通利率传导。7天逆回购作为唯一政策利率，存贷款利率与政策利率偏差大，通过规范银行定价，改善利率传导。

(2) 优化公开市场操作，降低资金利率波动幅度。缩窄利率走廊，引导资金利率平稳运行；二级市场买卖国债、买断式回购操作等有望成为常规操作。

(3) 重价轻量，推进货币政策调控框架转型。M1口径调整，可纳入个人活期存款、非银行支付机构备付金等；融资结构变化对M2影响加大，因此多关注社会融资规模。央行认为货币供应量与经济变量相关性减弱，未来更重视利率调控的作用。

图56：相比于存贷款利率，资金利率、国债收益率和政策利率变动幅度更为一致

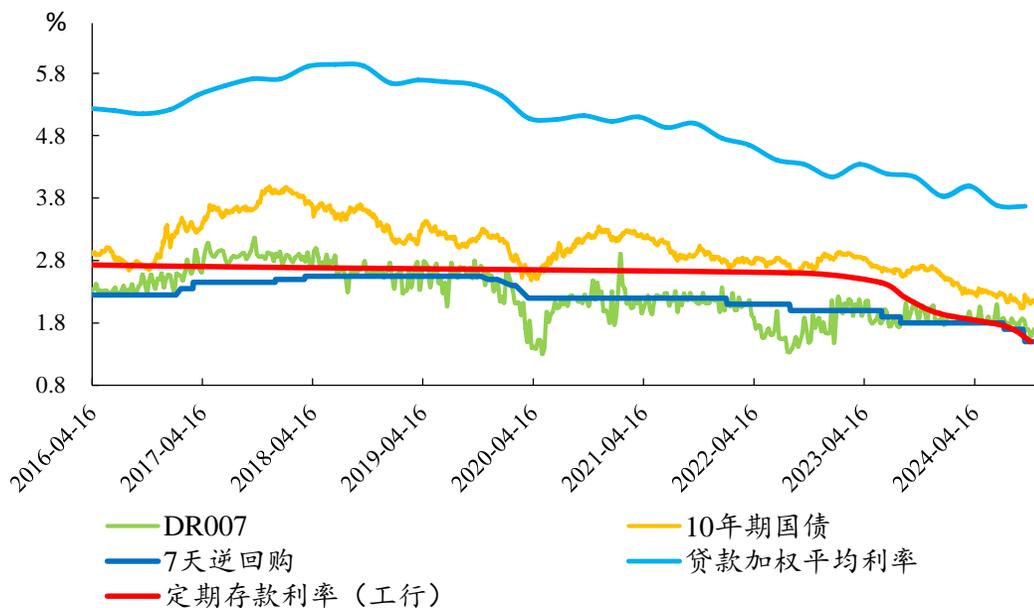
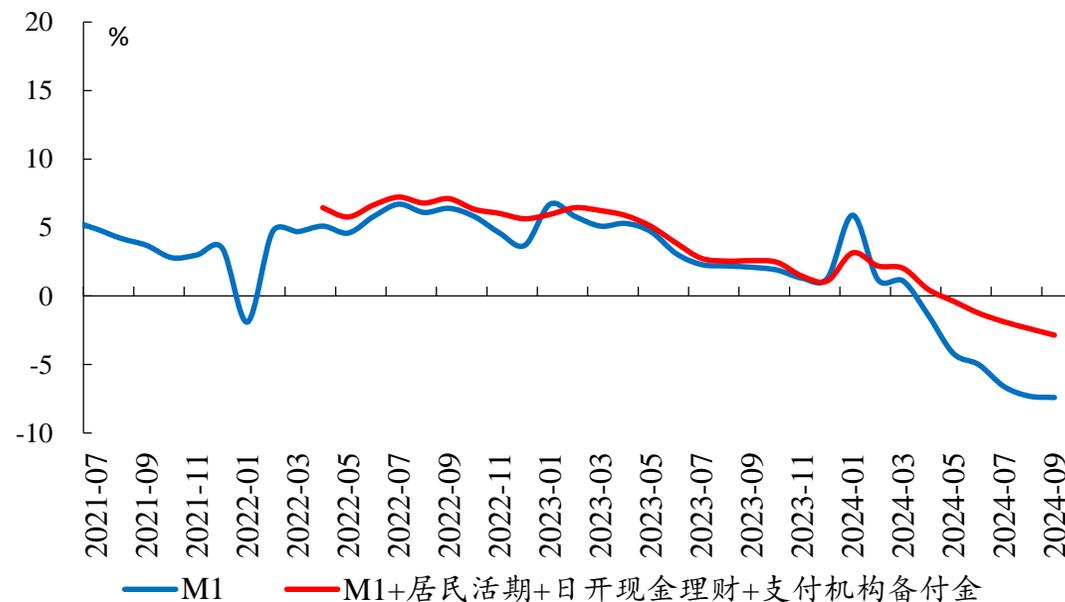


图57：M1口径调整后波动幅度将显著缩小

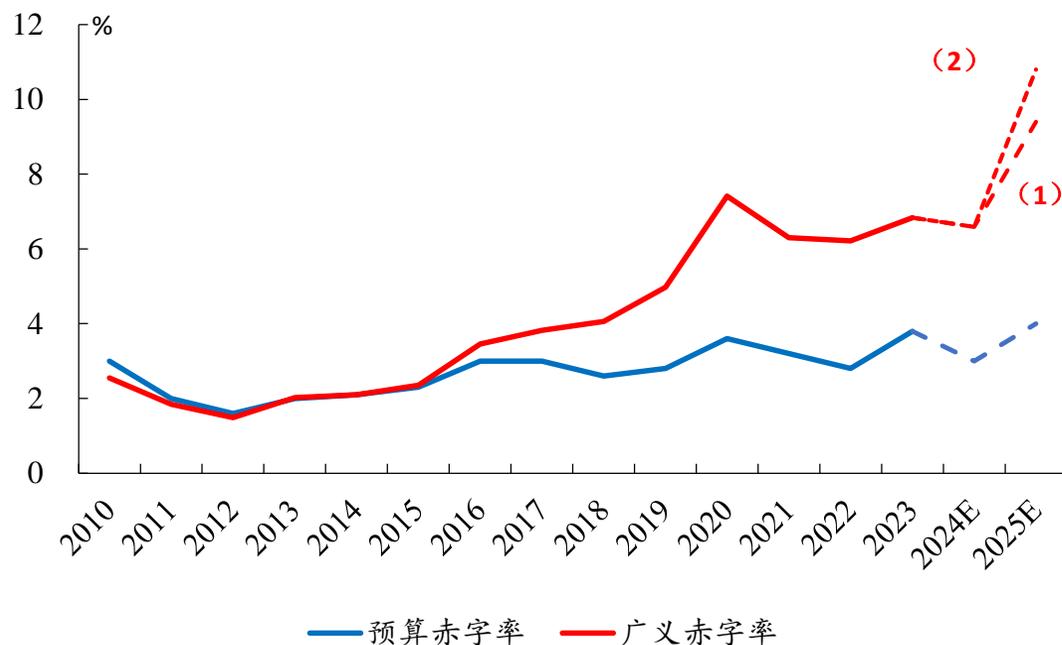


3.2.2 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

财政政策：延续扩张性财政政策，赤字率或提高。

10.12财政部发布会指出“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，同时经济面临内需不足压力，预计赤字规模大概率会提高。2025年中性情形赤字率可能为3.5%-4.0%，乐观情形为4.0%-5.0%。我们假设2025年预算赤字率为4%，且假设2024年名义GDP为4.3%、2025年名义GDP为6%，则2025年广义赤字率可能为 (1) 9.4%/ (2) 10.8%。

图58：2025年赤字率可能显著提升



(1)：包含特别国债、超长期特别国债、专项债，不含2万亿化债政府债券；

(2)：包含特别国债、超长期特别国债、专项债、化债政府债券

3.2.2 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

财政政策：延续扩张性财政政策，赤字率或提高。

- **超长期特别国债的规模和投向是明年财政关键博弈点。**延续支持“两重”“两新”，结构或调整，消费领域资金投向或加码。消费券、消费品以旧换新、惠民生、社会保障方面可能有更大力度。综合上述假设，推测超长期特别国债规模在2万亿左右。重点观察12月政治局会议&中央经济工作会议。
- 10.12财政部发布会指出支持国有大型银行补充核心一级资本，推测特别国债规模可能在1万亿左右；
- **专项债的投向确定性相对较高，规模或有所扩张。**推测专项债最大限度的使用范围可能包括：（1）常规基建项目等；（2）收存量土地、存量商品房，推测2025年规模可能为5000亿元；（3）化解存量债务，每年8000亿。包括6万亿的一次性置换债也全部是专项债券形式。推测不包含一次性置换债的专项债总规模在4.5万亿左右。
- 新一轮财税改革有望在明年实质落地，关注消费税、地方税体系改革。

表4：2025年财政资金投向明细预测

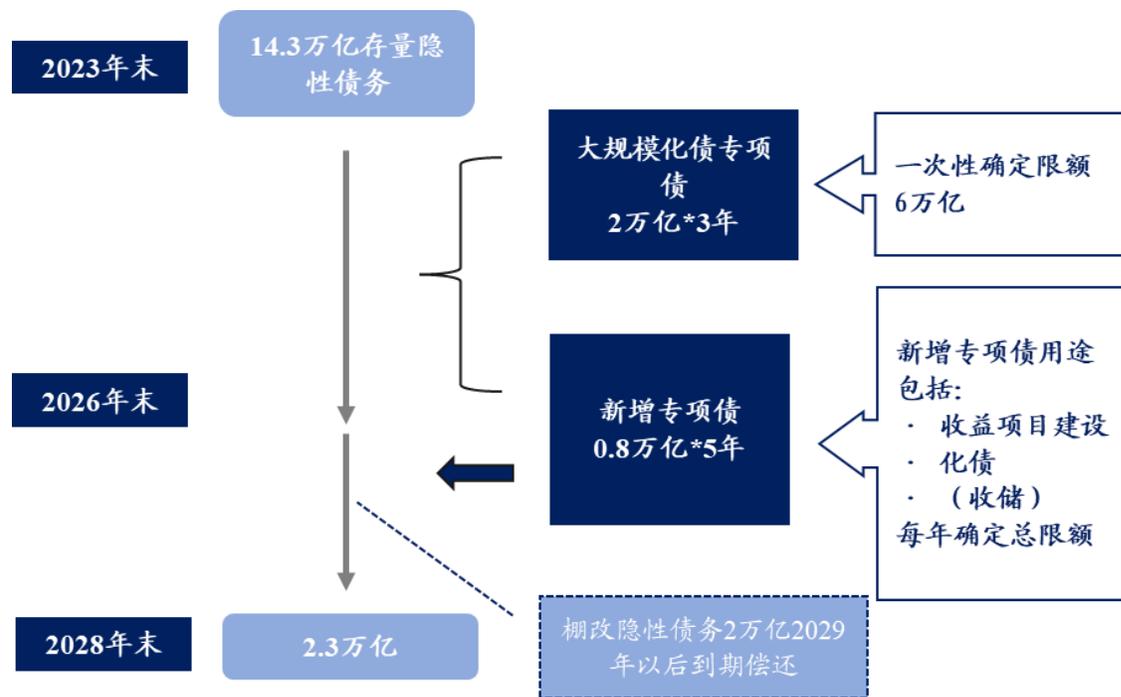
财政科目类别	具体形式	用途	估算规模 (亿元)
一般财政	普通国债、一般债	常规用途	55000
广义财政	特别国债	补充国有银行核心一级资本	10000
	超长期特别国债	支持“两重”“两新”	20000
		支持消费	
	专项债	1. 收储	5000
		2. 收益项目建设	32000
3. 化债		8000	
置换债（专项债券）	置换地方政府隐性债务	20000(2024-2026一共6万亿)	

3.2.2 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

化债新政规模和形式略超预期

- **新增6+4万亿化债额度。**一是增加6万亿元专项债券限额置换隐性债务，分三年实施；二是连续5年从新增专项债限额中安排8000亿元用于化债，共4万亿。前者更类似2015-2018年的置换债券（或是2020-2023年的特殊再融资债，本质皆为置换存量隐债），后者是常规专项债限额用途的扩围。根据蓝部长介绍，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。
- **专项债券为化债的主要形式。**常规专项债券的还本付息依赖于有收益的项目收入，则大规模专项债的付息对地方政府收入现金流有一定要求，未来地方政府需积极拓展收入来源，且保证土地出让收入的稳定性。

图59：大规模化债新政图解



3.2.2 国内政策：政策力度或加大，货币财政均有发力空间

▶ 对经济和权益类资产影响较为积极，促进地方政府资源流向经济和民生。财政部测算共将减少6000亿元付息支出，地方政府会有更多资源会流入重点民生领域、消费和投资领域。基建投资方面，化解的债务是针对2015-2018年财政部口径隐性债务和偿还企业欠款。2025年专项债新增额度的制定将建立在已安排8000亿化债用途基础上，或将部分减弱基建资金的挤出，但严控增量下短期影响可能中性；此外将显著改善与政府密切合作的建筑/工程类企业的现金流。债市方面，短期央行资金面配合是关键，长期回归基本面。短期或不必要太过担忧，一是2024年内发行规模可能不高，或有部分延后至2025年发行；二是央行在资金面给予护航可对冲供给端的压力，当前资金面较为宽松。中长期债市逻辑回归基本面可能出现调整。

图60：2015-2018年置换债券发行后国债收益率表现

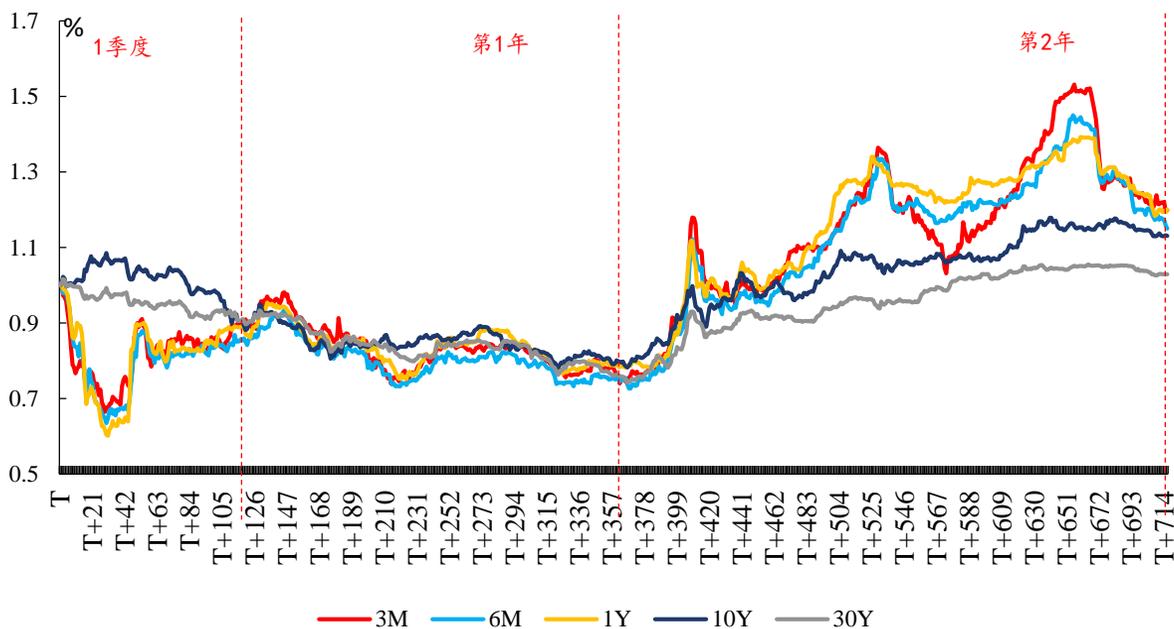
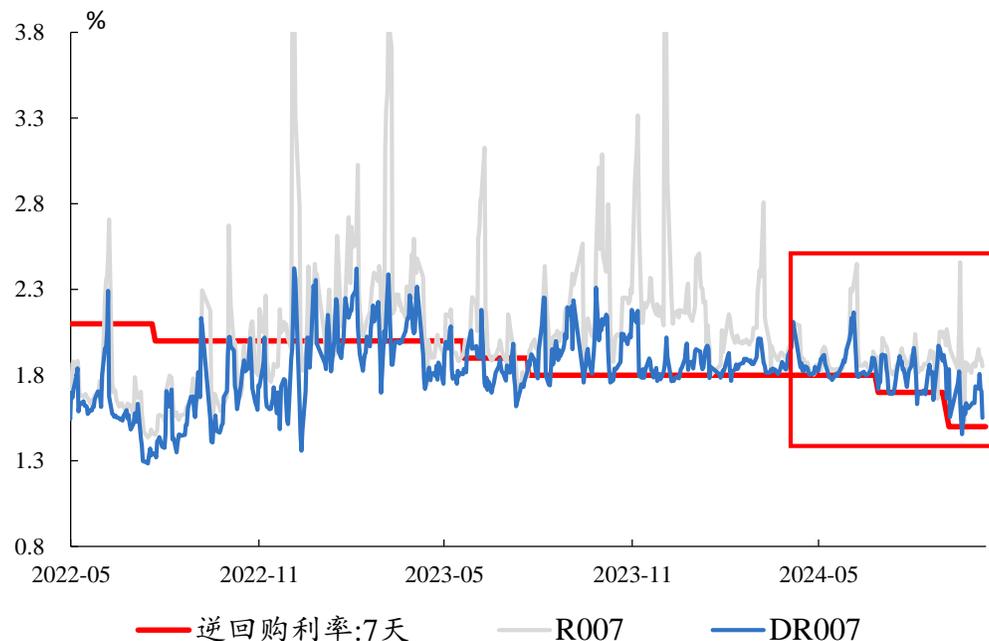


图61：近期央行对资金面较为呵护



3.2.2 基建：预计2025年化债挤出效应收窄，水利基建或贡献较大增量

- **化债挤出效应收窄。**2024上半年专项债发行支出缓慢且部分用于化债，导致基建实物工作量表现不佳。往后看，11月8日一揽子化债“组合拳”在五年累计可节约地方利息支出6000亿元，则化债对三保和基建支出的挤出效应有望收窄，预计2025年广义基建增速可能在10%左右。
- **水利投资进入第二轮上行期，将持续贡献增量。**第一轮为2008-2012年，受益于四万亿投资和中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》；第二轮始于近年来暴雨和洪涝极端天气增多，2023年8月政治局会议研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作、2023年11月增发国债其中超过5000亿投向水利，推动新一轮水利投资（例如西南水电）上行，2024年1-9月水利占基建比重大幅提高至6.4%。

图62：专项债加快支出使用，广义基建大幅提速

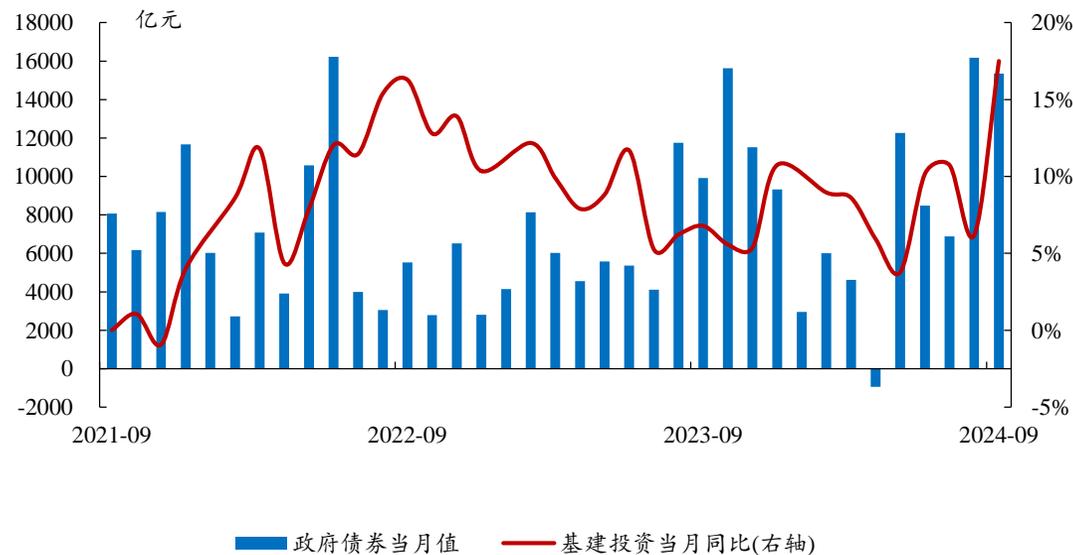


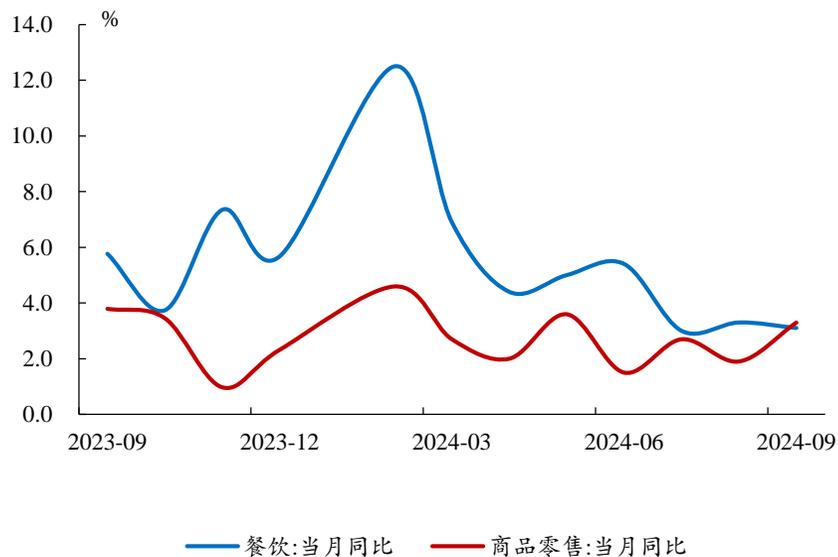
图63：水利基建进入第二轮上行期



3.3.1 消费因素1：地产——中国或仍处于房价的负财富效应阶段

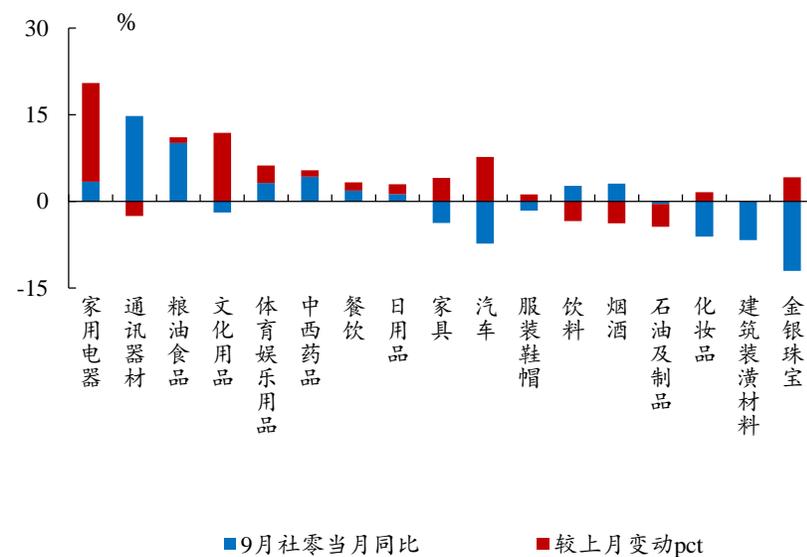
- **商品零售小幅回暖**：受益于两新资金提前下达地方、消费品以旧换新加快见效，9月社零当月同比回升了1.1个百分点至3.2%。分品类来看，家电、文化用品、汽车、家具改善较为显著。
- 商务部数据显示，截至10月15日，1013.4万名消费者以旧换新购买8大类家电产品1462.4万台、享受131.7亿元中央补贴、带动销售690.9亿元。统计局初步测算，政策受益较大的四类行业能拉动限上单位消费品零售额增长1.2个百分点，**则至2024年末社零增速有望升超4%**。

图64：商品零售小幅回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年为两年复合增速

图65：家电、汽车、文化用品、家具零售增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.1 消费因素1：地产——消费企稳的前提是地产，2025年地产投资降幅有望收窄

- ▶ 地产投资端已有企稳迹象。1-9月地产投资累计同比为-10.1%，测算9月地产投资当月同比约-9.4%、较上月改善了0.8个百分点，改善幅度有所扩大。10月17日住建部提出，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿，或能初步解决保交楼问题。
- ▶ 海外经验来看，房地产消化泡沫对应商品房成交从新房转向二手房，预计2025年地产投资降幅小幅收窄至-5%。

图66：地产投资已有企稳迹象

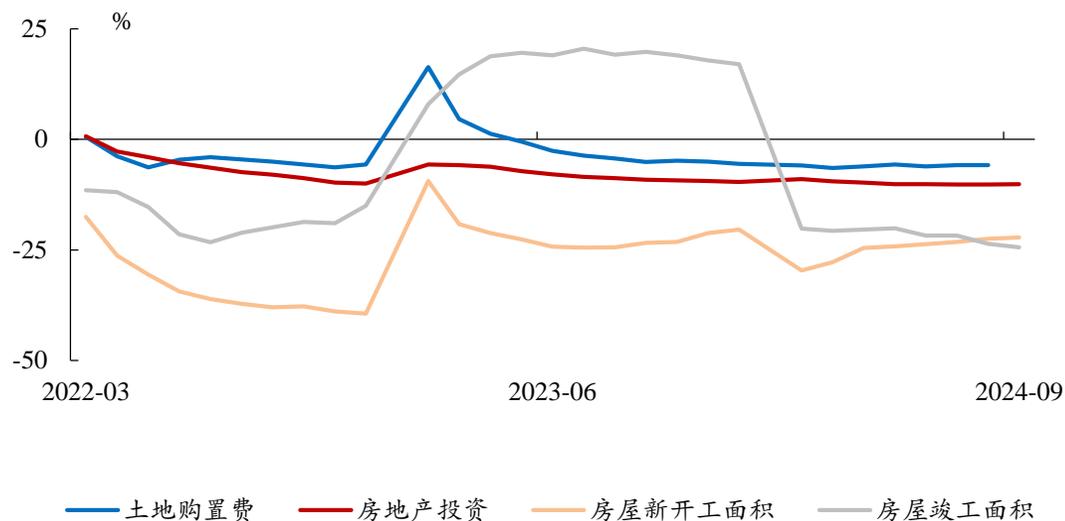
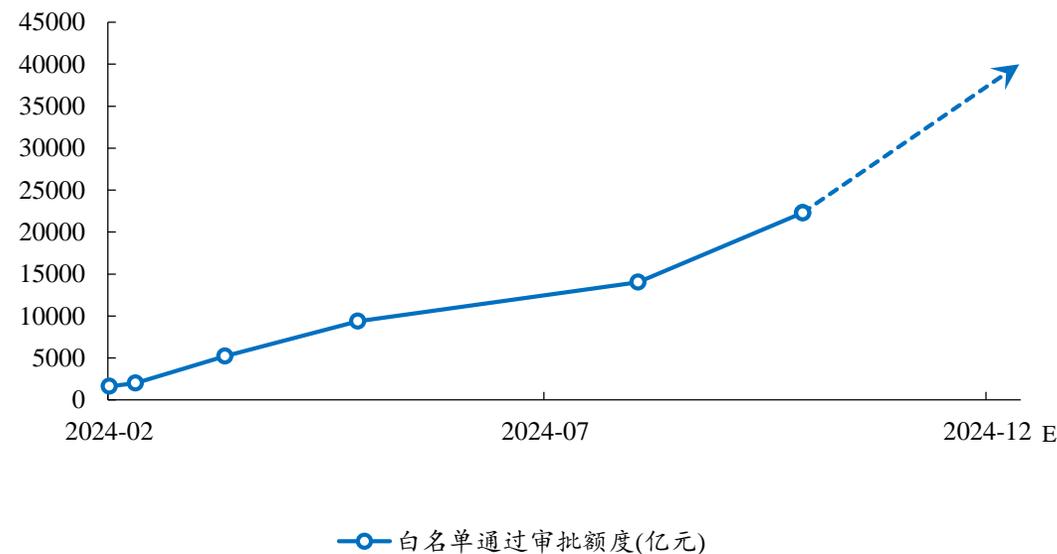


图67：4万亿白名单或初步解决保交楼



3.3.1 消费因素1：地产——居民偿债率修复+货币化安置+收储，地产销售或企稳回升

- 居民端偿债比率修复：居民偿债比率=居民当年应还债务本息/居民可支配收入，复盘海外国家金融危机/地产出清的时点，居民偿债比率收敛于11%-13%的水平。我国同样符合该规律，2021Q3年居民偿债比率达到11.9%、超过了临界水平。在924一揽子货币政策加码后，2024Q3该指标已改善至10.9%，预计2025年新房销售增速-3%、二手房销售增速+5%。若能配合一定的收入性政策，则改善幅度更大。
- 政府端货币化安置+收储贡献增量需求。10月17日住建部提出，通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改。2018-2020三年攻坚后，棚改规模和货币化比例大幅下降，测算2023年货币化约50万套，则本次对商品房销售的边际增量约50万套。专项债收储，可参考2018-2022年棚改专项债年均规模约4000亿元，预计本次体量可能相仿、约4000-5000亿元。

图68：海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点

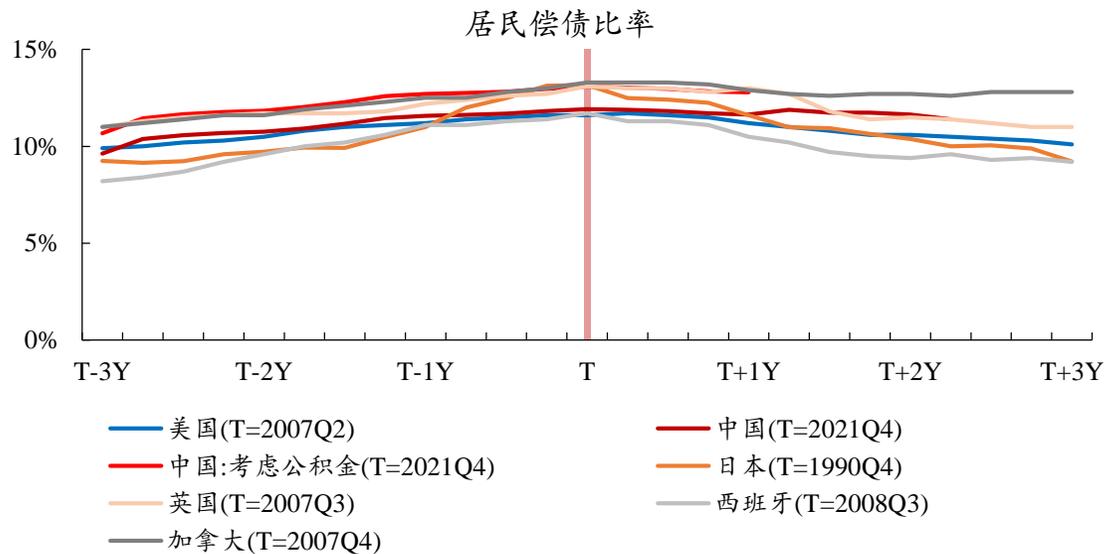
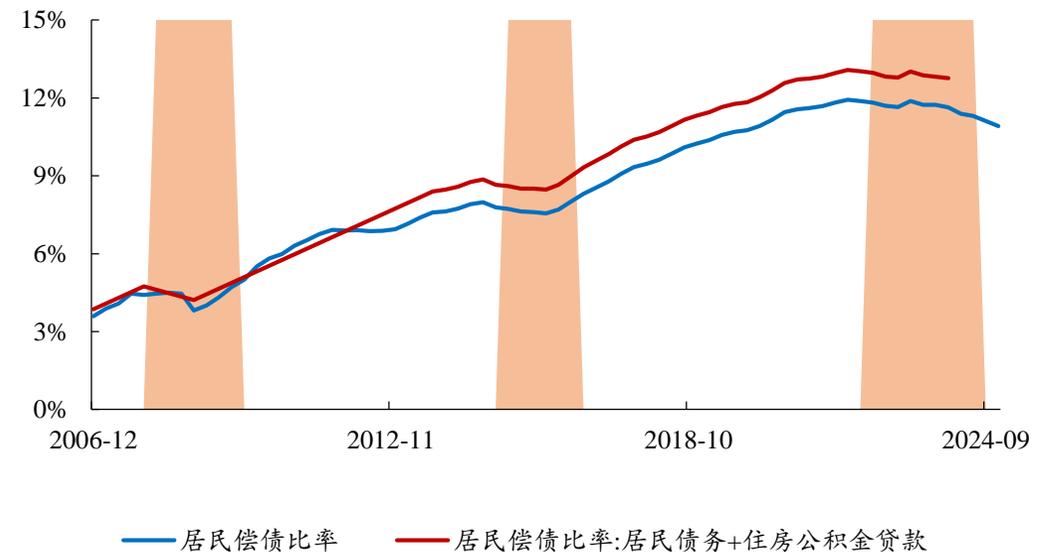


图69：我国居民偿债比率已修复至临界水平(11%)以下



3.3.2 消费因素2：国内外股票财富效应

- **国内研究：**曾静(2012)实证指出“在长期，股市的正财富效用系数约为0.12”，马强(2016)测算表明“股票市场的价格每增长1%，城镇居民的日常消费支出增加0.09%，即正财富效应0.09”。
- **美国历史规律：**散点图表明美国股票的财富效应较为显著，标普500当季收益率超过5%、10%、15%时，分别对应美国居民消费支出增速提高0.3、0.45、0.3个百分点。从更严谨的角度（剔除经济增长的影响）来看该结论仍成立，标普500当季收益率超过3%，美国居民消费增速的改善幅度会大于GDP增速的改善幅度，当标普500当季收益率超过5%、10%、15%，前者分别跑赢了0.128、0.129、0.167个百分点。

图70：美国股票财富效应较为显著

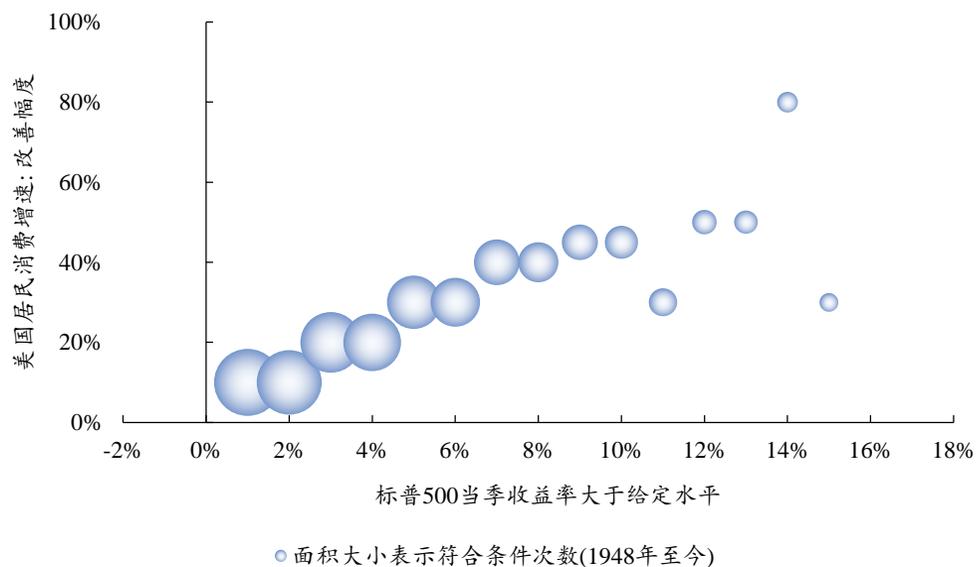
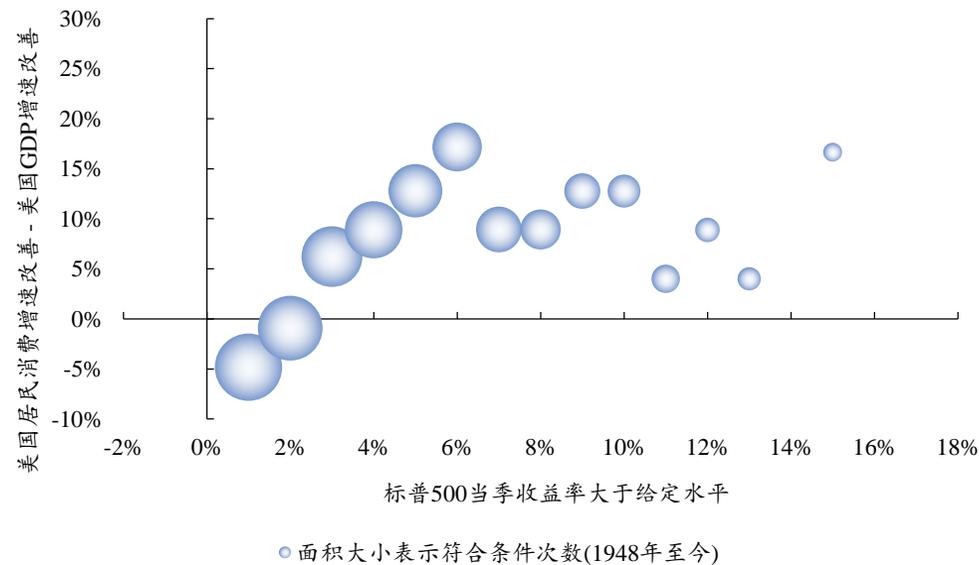


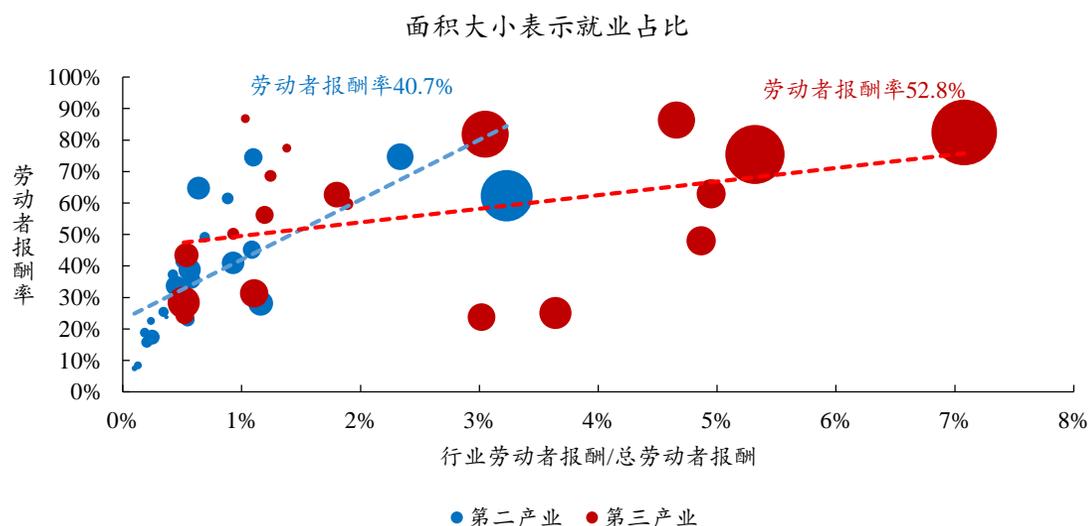
图71：剔除经济增长的干扰后，美国股票财富效应仍较显著



3.3.3 消费因素3：更重视民生、低收入和学生补贴，均利好消费

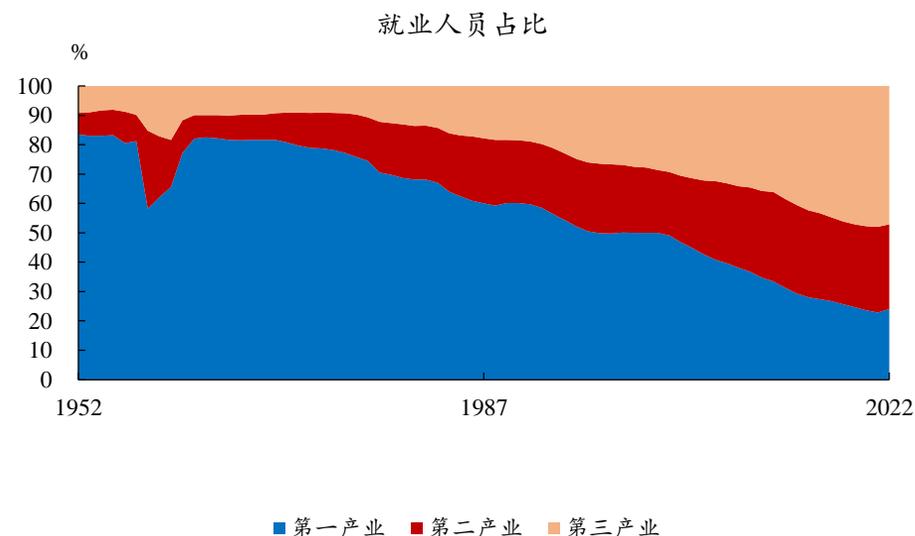
926政治局会议强调“把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收”，“要守住兜牢民生底线”，“加强低收入人口救助帮扶”，10.12财政发布会提出加大对重点群体的支持保障力度，扩大高校学生资助，新增国家奖学金奖励名额翻倍等。此前我们曾提出“以服务消费为核心的消费新时代或将到来”（详见《迈入消费新时代》），其前提在于后续会否切实出台收入性政策以及房地产负财富效应的收窄情况。一则服务业扩张利于提高居民劳动报酬。产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；美国经验同样如此。二则劳动密集度较高的服务业在吸纳就业方面优势明显。

图72：第三产业扩张有利于提高居民劳动报酬率



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图73：发展服务业有利于吸纳就业



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.4 消费因素4：刺激政策——消费品以旧换新效果显著

- **家电**：根据商务部数据，截至10月24日消费者购买家电1984.3万台、带动销售额913.4亿元，推算10月当月家电以旧换新有望2倍于9月；细分品类来看，空调>油烟机≈洗衣机>集成灶，9月销售额增速较7月提高了85、56、51、35、8个百分点，集成灶在10月出现了大幅改善。
- **汽车**：以当前速率预计全年报废更新申请或达232-262万份，按2024年上半年零售均价的17.2万元/辆，则对汽车零售的拉动有望上调至4156-4699亿元。
- 需要注意的是，以上均为总体拉动而非边际拉动，不可直接用于测算对社零和GDP的提振作用。

图74：10月家电以旧换新或2倍于9月

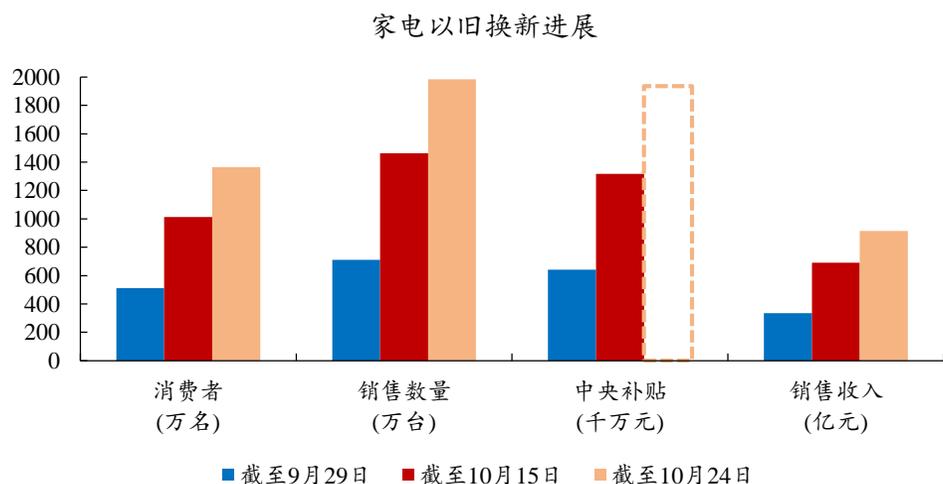
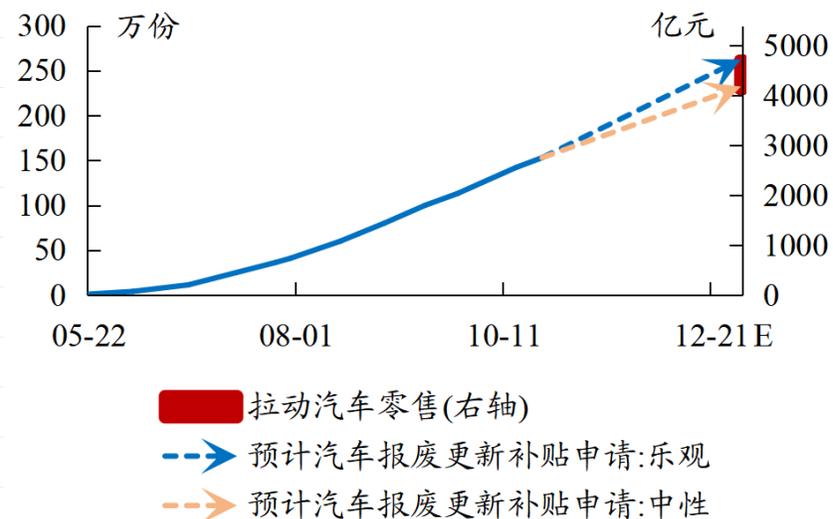


图75：汽车以旧换新有望拉动零售额4156-4699亿元



数据来源：发改委、商务部、开源证券研究所

数据来源：发改委、商务部、乘联会、开源证券研究所

3.3.4 消费因素4：刺激政策——消费品以旧换新效果显著

- 市场通常测算的是消费政策的总体拉动，例如家电5-7倍、汽车超过10倍，但实际上原本有消费计划的并非增量。8至9月家电、文化用品、家具、汽车四大行业的边际增量约807亿元，同期中央财政发放家电补贴64.03亿元，家电占总补贴比重约 20%-25%，则中央财政资金的边际拉动倍数=807/(64.03/家电补贴占比)约为2.5-3.2倍，推算Q4剩余财政资金约1200亿元（10月支出进度较快，截至10月24日约500-700亿元），有望拉动社零3000-4000亿元，预计1-12月社零累计同比或回升至3.9%-4.1%。
- 伴随政策重心逐渐从投资转向消费民生，预计2025年超长期特别国债有望扩容至2万亿，若其中3000亿用于消费品以旧换新，则较2024年增量资金1500亿元、额外拉动消费为3750-4800亿元，预计2025年社零增速约4.5%。

图76：截至10月24日，测算剩余消费品以旧换新资金约500-700亿元

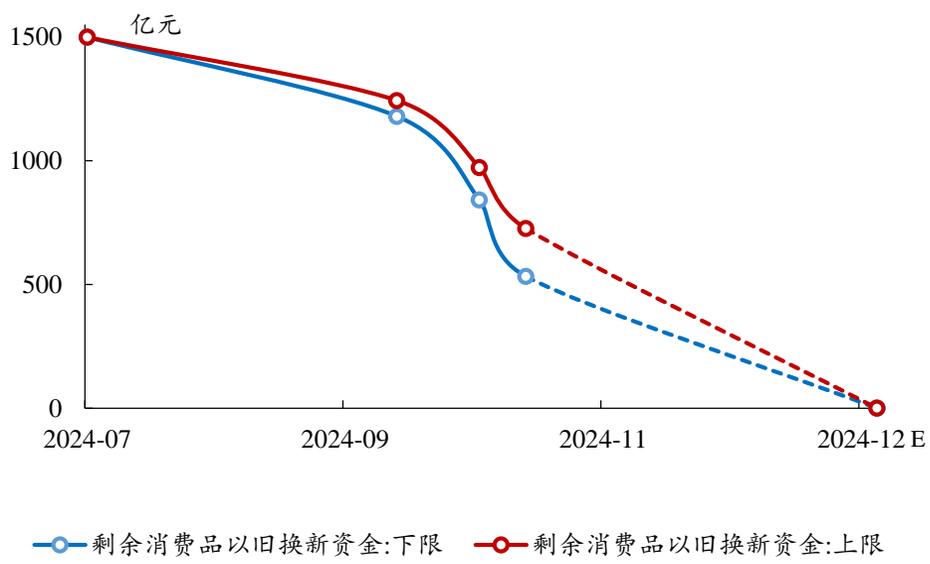
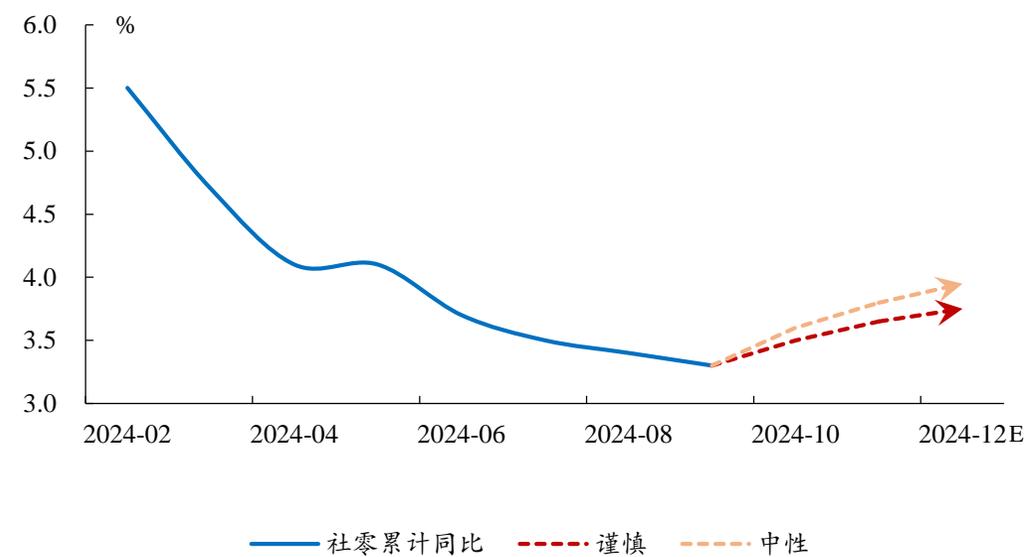


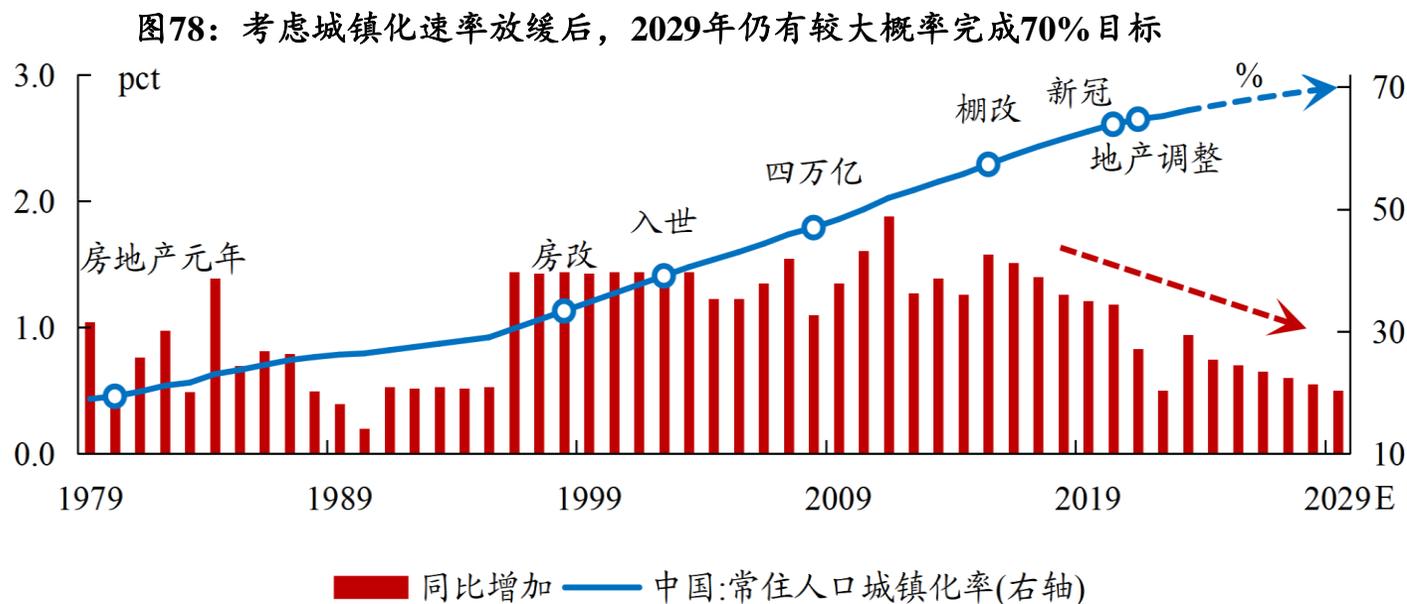
图77：预计全年社零增速将改善至4.0%



3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化主要拉动消费

►近年来我国城镇化速率放缓，但2029年仍较大概率完成70%目标。

- 2024年7月31日，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》（下称《通知》），要求“经过五年努力……常住人口城镇化率提升至接近70%”。
- 2020年以来疫情约束人口流动，叠加房地产市场持续调整、总人口正式进入负增长，城镇化率速率进一步走低，2021-2023年均增加0.8个百分点。截至2023年，我国城镇化率为66.2%，假设自然城镇化率在0.8%的基础上每年边际递减5BP，测算2029年将达到69.9%、较大概率能完成70%的设定目标。



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2024至2029年虚线部分为预测值

3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化主要拉动消费

➤ 《通知》本身并非逆势加速城镇化进程，除部分片区城镇化以外，其增量含义在于推动“流动人口市民化”。

• 部分片区城镇化：主要集中于冀中南、皖北、鲁西南、豫东南、湘西南、粤西、川东等，我们测算城镇化率分别为58.1%、51.2%、59.0%、49.7%、54.4%、48.7%、50.5%，仍属于潜力较大的集中片区。
 “流动人口市民化”：2023年我国常住人口城镇化率（即城镇常住人口/总人口）为66.2%，但户籍人口城镇化率（即城镇户籍人口/总人口）仅48.3%，两者轧差达到17.9%，表明仍有大量进城务工农民工及其随迁家庭成员尚未成为城镇户籍人口。

图：部分片区仍有城镇化空间

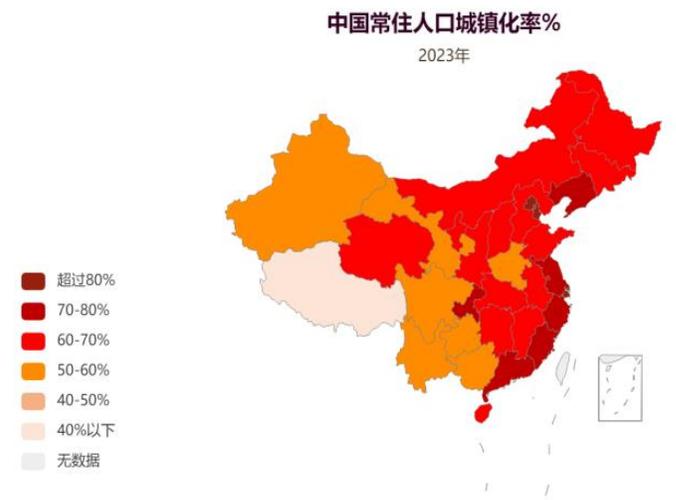


图79：户籍和常住人口城镇化存在较大差距

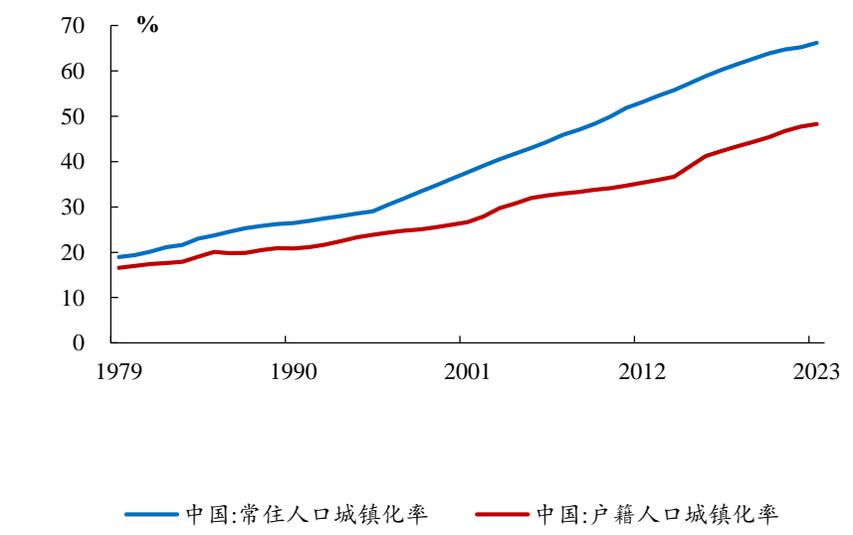
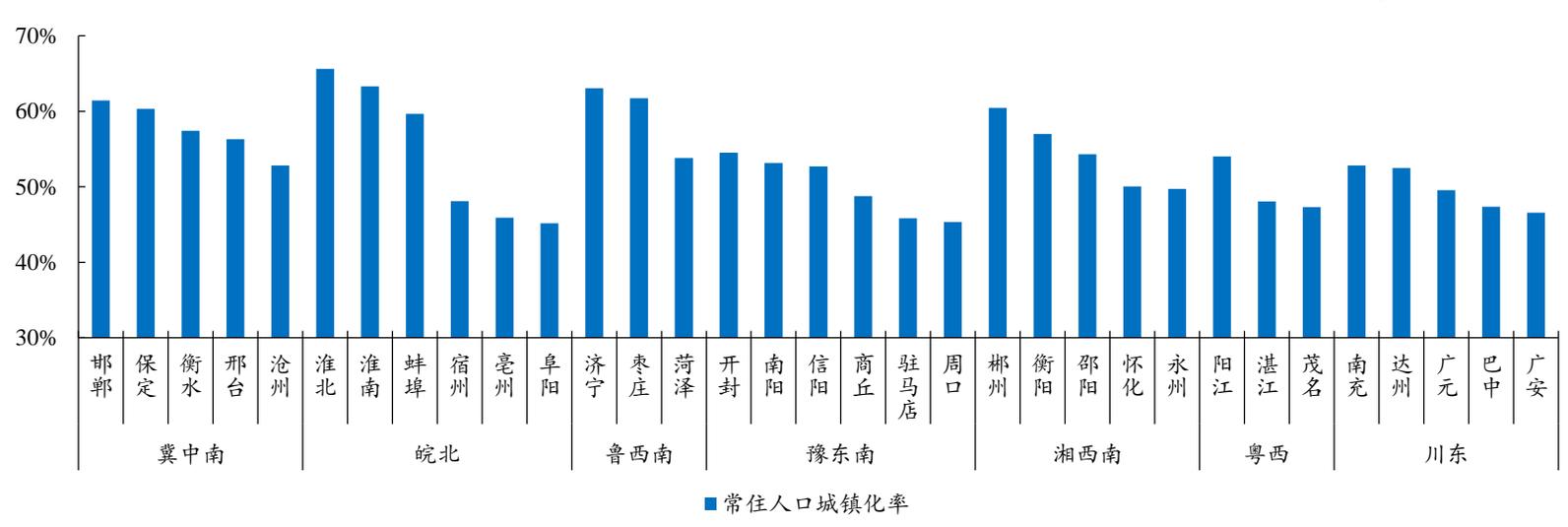


图80：《通知》提及的片区，城镇化潜力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

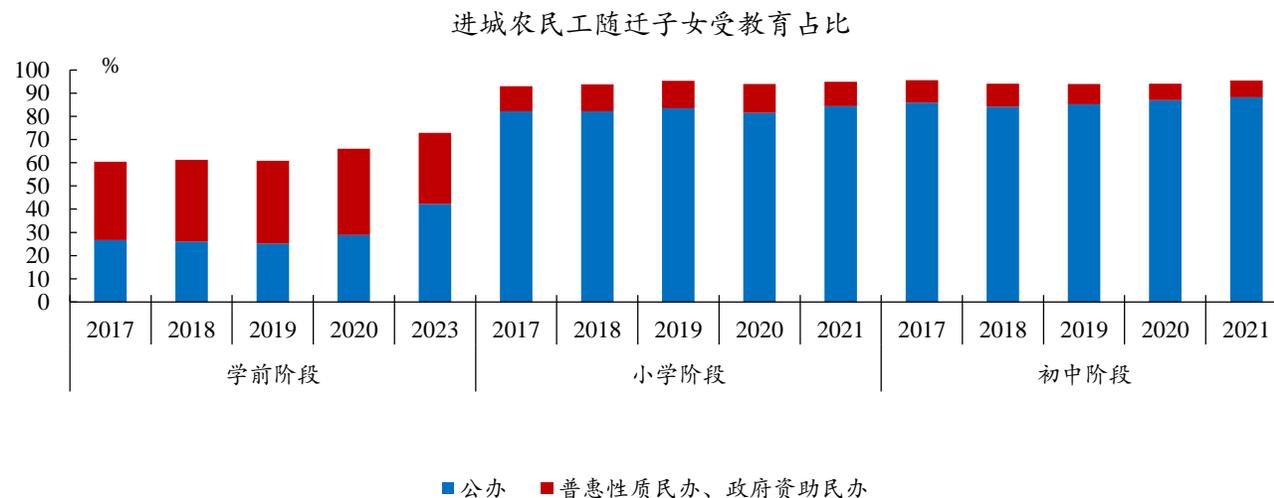
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化主要拉动消费

➤ “流动人口市民化”堵点主要有三，我们结合《通知》逐一梳理审视。

- **堵点一：身份不平等**，现行户籍制度在一定程度上约束了社会流动性和进城务工人员消费意愿，不利于人才自由流动和资源合理配置。王美艳(2016)研究指出“若农民工转换为城市居民身份则人均总消费将大幅度增长27；OECD(2017)实证指出，农村人口前往城市工作并获得居民身份后，可能会导致消费增加近30%，驱动主要来自更高的收入和更长的教育时间。
- 通知指出“放开放宽除个别超大城市外的落户限制，推行以经常居住地登记户口制度”。

图81：随迁子女享受的教育资源有较大提高空间



数据来源：全国农民工监测调查报告、Wind、开源证券研究所

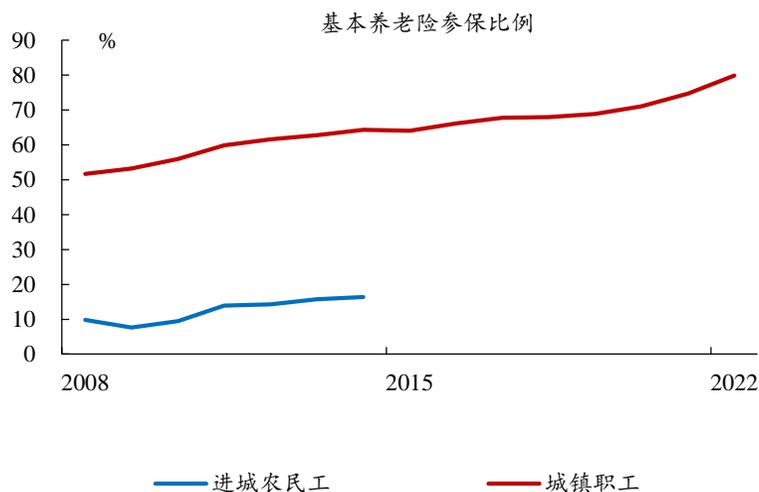
注： [1]王美艳（2016），“农民工消费潜力估计——以城市居民为参照系”，《宏观经济研究》第2期，第3-18页。

注： [2] Molnar M , Chalaux T , Ren Q .Urbanisation and household consumption in China[J].Oecd Economics Department Working Papers, 2017.DOI:10.1787/D8EEF6AD-EN.

3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化主要拉动消费

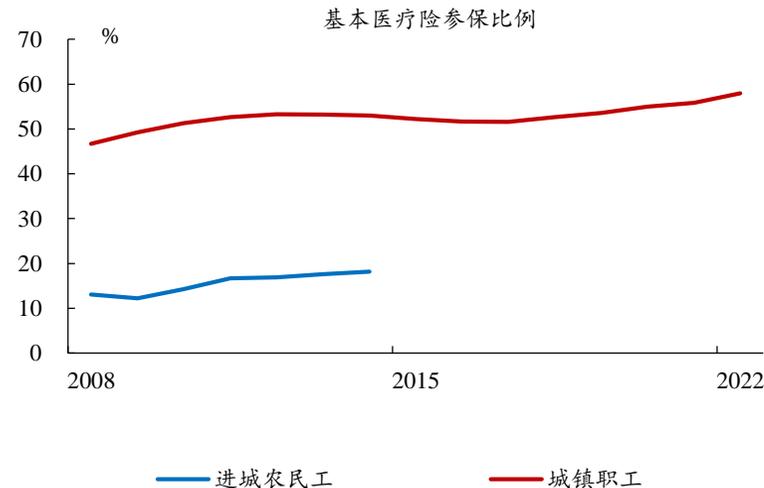
- **堵点二：公共服务不平等。**主要涉及教育、医疗、公共服务和福利保障待遇，教育方面，2023年学前阶段的随迁子女42.3%就读公办、30.6%就读普惠性质民办，2021年小学和初中阶段的随迁子女分别有84.4%、88.2%就读公办；社会保障方面，2014年进城农民工养老险、医疗险的参保比例为16.4%、18.2%，大幅低于同期城镇职工的64.3%、53.0%。此外，低能级城市（三四五线）的公共服务供给总量不足、质量不高，可能约束了相应需求的释放。
- 通知指出“推动符合条件的农业转移人口社会保险、住房保障、随迁子女义务教育等享有同迁入地户籍人口同等权利，逐步使未落户常住人口享有均等化城镇基本公共服务”。

图82：2014年进城农民工养老险参保比例16.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：2014年进城农民工医疗险参保比例18.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

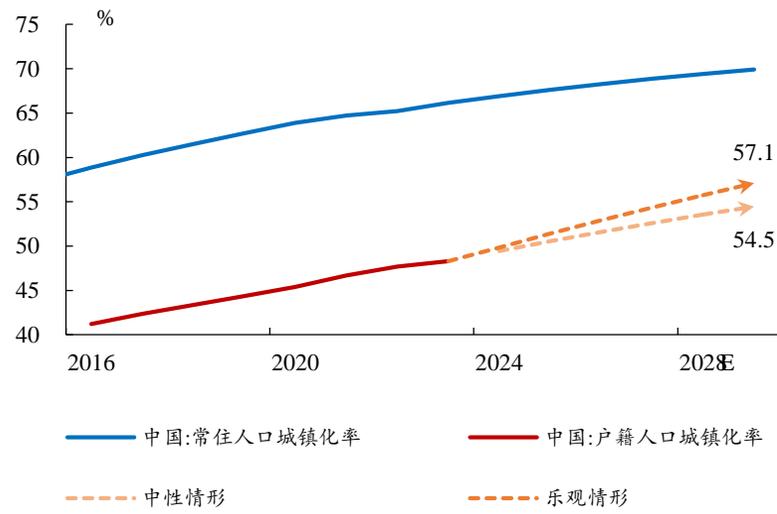
3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化主要拉动消费

- 堵点三：土地（不动产）财产权利不平等。《土地管理法》规定农村宅基地使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设，且流转仅限于本集体经济组织内部的成员。宅基地不可流动、不可交易、不可抵押、不可担保，导致农民财产性收入偏低，2023年农村居民的财产性收入仅占可支配收入2.9%、大幅低于城镇居民的10.4%，城乡的财产性收入差距远大于工资性收入差距。十八届三中全会提出农村土地制度改革的方向，即“集体土地和国有土地要同价、同权、同等入市，也要逐步允许宅基地转让”；二十届三中全会提出“允许农户合法拥有的住房通过出租、入股、合作等方式盘活利用。有序推进农村集体经营性建设用地入市改革，健全土地增值收益分配机制”，指向通过农村土地的盘活来增加农民的财产性收入，获取进城资金、缩小城乡收入差距、推进农民工市民化。
- 《通知》指出“完善农业转移人口市民化激励政策，健全进城落户农民农村权益维护政策。保障进城落户农民合法土地权益，依法维护进城落户农民的土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，不得以退出上述权益作为农民进城落户的条件，探索建立自愿有偿退出的办法”。

3.3.5 消费因素5：改革——第二次城镇化未来五年或年均拉动GDP 5000-10000亿元

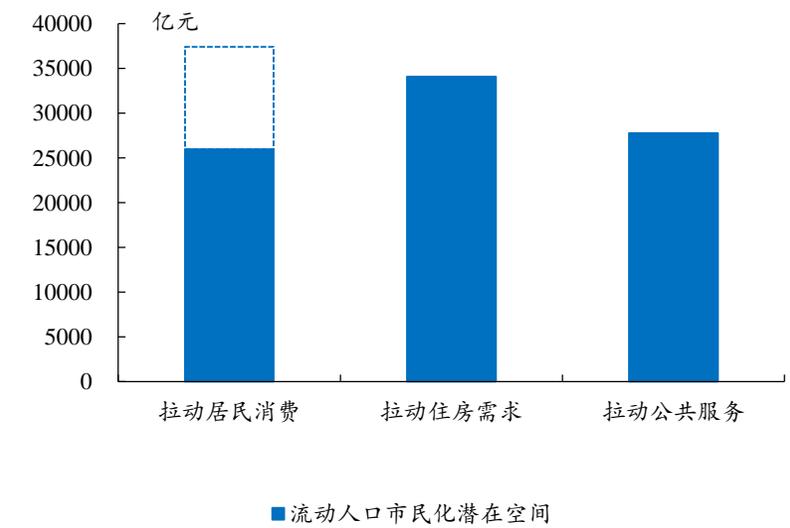
- ▶ 《通知》的核心意义在于通过“流动人口市民化”带来消费、住房、公共服务需求，2024-2029或年均拉动GDP 5242-10483亿元。
- 根据发改委测算，“我国城镇化率提高1个百分点可以拉动万亿规模的新增投资需求、2000亿新增消费需求”。我们认为，《通知》最重要的意义不是通过加速提升自然城镇化率而拉动经济，对经济的增量拉动主要在于“流动人口市民化”，主要拉动居民消费、住房相关需求、公共消费（服务）扩张。测算“流动人口市民化”的潜在空间合计8.8-9.9万亿元，其中居民消费、住房消费、公共消费分别为2.6-3.7、3.4、2.8万亿元，2024-2029或年均拉动经济5242-10483亿元、占2023年GDP 0.4%-0.8%。

图84：假设2024-2029年，户籍人口和常住人口城镇化率的轧差合计收窄2-4个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：“流动人口市民化”潜在空间合计8.8-9.9万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线表示拉动区间

3.3.5 消费因素5：改革——居民消费：2024-2029年或年均拉动1336-2672亿元

- 学术研究指出转换城市居民身份可能拉动人均消费27%-30%。王美艳(2016)[1]研究指出“若农民工转换为城市居民身份则人均总消费将大幅度增长27；OECD(2017)[2]实证指出，农村人口前往城市工作并获得居民身份后，可能会导致消费增加近30%，驱动主要来自更高的收入和更长的教育时间。
- 其次，我们刻画了三类人群的画像，即城镇、农村、农民工：2023年我国城镇人口9.3亿、农村人口4.8亿，农民工3.0亿、外出农民工1.8亿。从收入水平来看，2023年农民工和外出农民工的平均工资为5.5万元、已接近中等收入群体（实际上并未达到，可支配收入以家庭为单位进行统计，农民工工资统计个体并非以家庭为单位）；消费倾向呈现为“农村>城镇>农民工”，2023年农村、城镇消费倾向分别为83.8%、63.7%，明显高于2015年农民工的30.1%；除了前文所述“三大不平等”的约束，还在于农民工会积极储蓄，通过“转移支付”满足其农村家庭的消费开支。需要指出的是外出农民工计入城镇常住人口、本地农民工计入农村常住人口[3]，若以家庭为消费决策单位，则农民工+农村的“真实消费倾向”= $(农村消费+外出农民工消费)/(农村收入+外出农民工收入)$ ，测算2023年约为53%，该数值与国研中心测算的50%差距不大，较城镇居民64%的消费倾向有11个百分点的提升空间。

图86：农民工可能接近中等收入群体

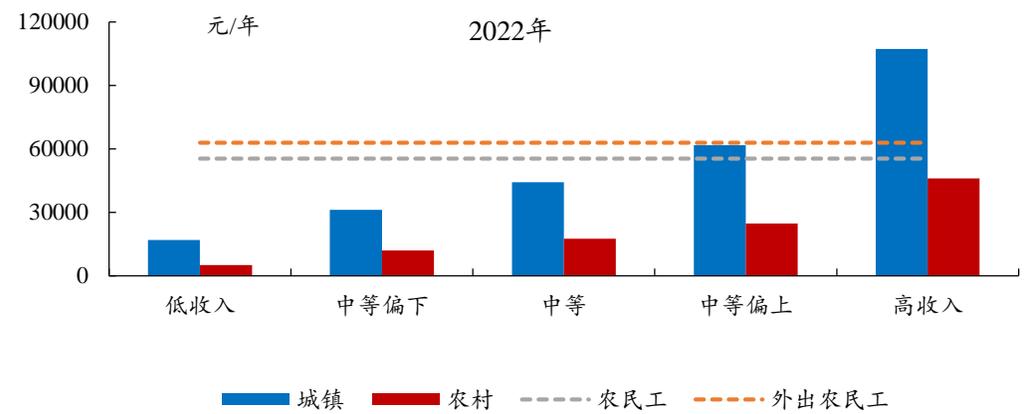
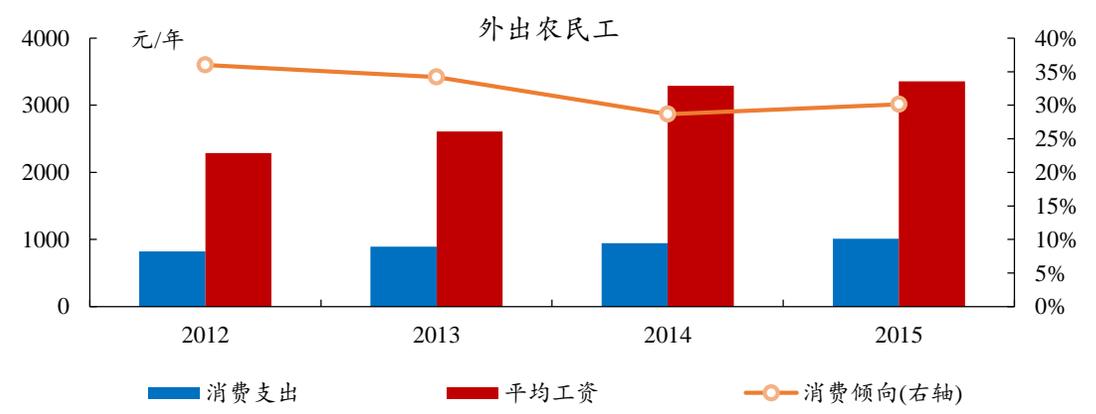


图87：农民工消费倾向约30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

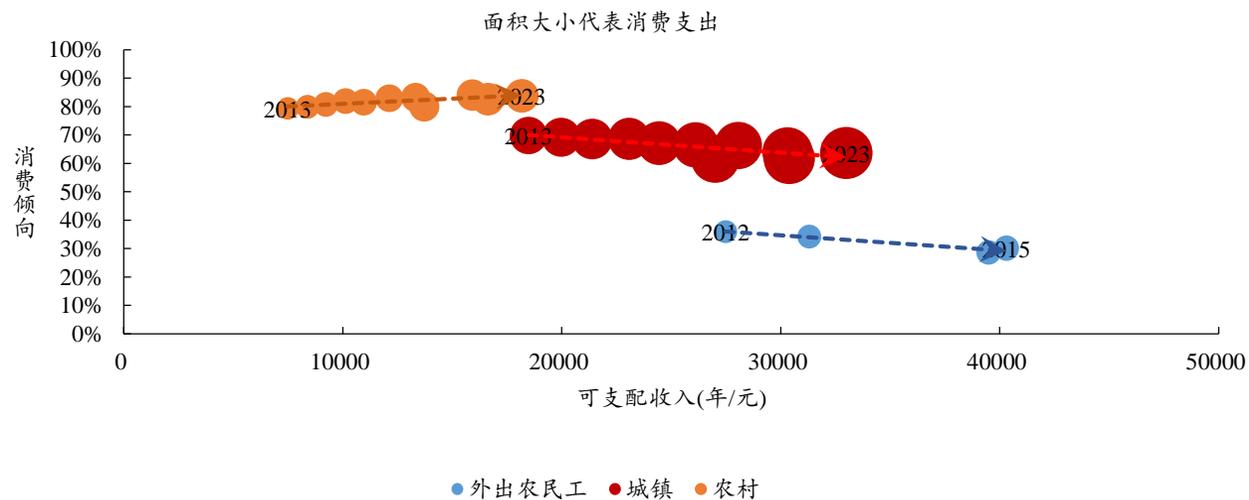
数据来源：全国农民工检测调查报告、Wind、开源证券研究所

3.3.5 消费因素5：改革——居民消费：2024-2029年或年均拉动1336-2672亿元

➤ 居民消费：2024-2029或年均拉动居民消费1336-2672亿元。

- 消费支出=可支配收入*消费倾向，农民工转换为城市居民身份后，收入改善为慢变量、在较长期间会有明显贡献，消费倾向可能在短期贡献更大。“流动人口市民化”对应其消费倾向从53%提高至64%，则消费倾向改善带来的增量为 $14.2*17.9%*51821*11%$ （即总人口*流动人口市民化空间*年均收入*消费倾向改善空间）=1.4万亿元，“流动人口市民化”进程具有较大不确定性，假设17.9个百分点的空间在20-30年内完全释放，考虑收入增长后则潜在空间约为2.6-3.7万亿元，略低于按学术文献增长27%-30%对应的拉动消费3.5-3.9万亿元。同理，测算2024-2029或年均拉动居民消费1336-2672亿元。

图88：外出农民工消费倾向偏低



数据来源：全国农民工检测调查报告、Wind、开源证券研究所；注：农民工为工资收入

注：

[1]王美艳（2016），“农民工消费潜力估计——以城市居民为参照系”，《宏观经济研究》第2期，第3-18页。

[2]Molnar M, Chalaux T, Ren Q. Urbanisation and household consumption in China[J].Oecd Economics Department Working Papers, 2017.DOI:10.1787/D8EEF6AD-EN.

[3]详见<http://snzd.stats.gov.cn/zsjd/2022/44406.shtml>

3.3.5 消费因素5：改革——乐观情形或年均拉动住房需求5000亿元、公共消费2500亿元

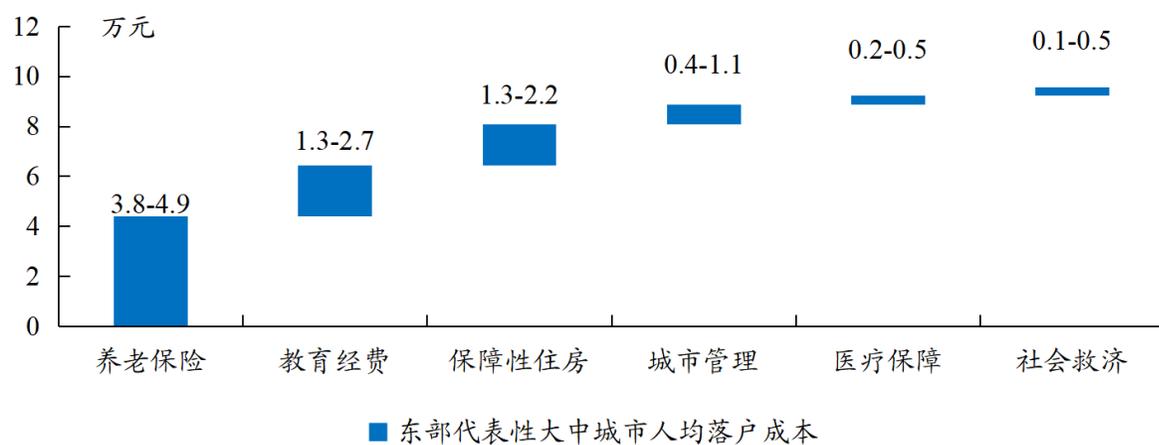
➤ 住房消费：2024-2029年均拉动住房消费2665-5330亿元。

- 住房消费方面，国研中心认为“若进城农民工人均居住面积提高至30平方米，每年5%进城农民工由租转购拉动2.3万亿元住房消费”。我们沿用“每年5%由租转购”、“进城农民工人均居住面积提高至30平方米”两个比例，考虑到房价调整或未结束、按9000元/平计，同理可得最大潜在空间为 $14.2*17.9%*30*9000*5%=3.4$ 万亿元，2024-2029年均拉动住房消费2665-5330亿元。

➤ 公共消费：2024-2029年均拉动公共消费支出1241-2482亿元。

- 2020年城市和小城镇改革发展中心课题组基于山东济南、烟台、浙江台州等东部地区大中城市的落户情况和城市政府统计数据，测算平均一个农民工（外来人口）进城落户需要增加政府支出约为11万元，前三大支出项分别为养老保险财政补贴、随迁子女义务教育、保障性住房，占比35%-45%、12-25%、12-18%。
- 但课题组同时指出“新增落户的公共服务支出要小于11万元”，原报告未提及具体数值，我们粗略假设边际成本为10%即1.1万元/人，则最大潜在空间为 $14.2*17.9%*11000=2.8$ 万亿元，2024-2029年均拉动公共消费支出1241-2482亿元。

图89：平均一个农民工（外来人口）进城落户需要增加政府支出约为11万元



目录

CONTENTS

- 1 国内面临需求不足的问题
- 2 比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻
- 3 中国扩大内需的路径选择
- 4 **资产配置**
- 5 风险提示

国内资产配置：股票>债券，债券利率先下后上，行业配置方面先是科技+顺周期，然后是内需偏消费。

债券：利率可能先下后上。预计财政加码分两个阶段：第一阶段以化债为主，解决存量问题。期间估计央行释放流动性进行配合，降低全社会融资成本，利好债市。第二阶段加码增量政策，刺激经济。这时经济和信用可能企稳回升，利空债市。

股票：预计2025年宽财政、宽货币，政策效果逐渐向宽信用传导，总体利好股市。

(1)政策率先在地产、化债、银行等方面发力，解决存量问题，稳定预期，改善居民、企业、政府资产负债表，对应估值提升；

(2)化债释放财政资金以及潜在的特朗普调停俄乌冲突带来重建需求，利好银行保险、建筑建材、化工、有色金属等顺周期板块；

(3)新质生产力驱动新一轮TFP上行，叠加特朗普上台催化自主可控主题，关注电子半导体、计算机、新能源；

(4)随着宽财政从预期走向现实，投向上重视民生消费，叠加房价有望止跌回稳，以及第二次城镇化提振消费需求，汽车、食品饮料、医药、旅游等有望受益，家电家具等出口消费或受加征关税扰动。

4.2 海外资产配置：不确定性显著提升。短期来看美股>美元>黄金>美债>原油

海外资产配置：不确定性显著提升。短期来看美股>美元>黄金>美债>原油。

美股：2024年由于美国经济基本实现软着陆，叠加AI等板块热度仍存，美股继续录得较大涨幅。短期往后看，由于美国经济没有衰退风险，且市场对特朗普减税预期较强，因此美股或将会有不错表现，可能震荡上行。但需要注意的是，2025年1月份特朗普正式执政后，其经济政策具有非常大的不确定性，届时美股可能承受来自估值端的压力，行业层面或也有分化，波动可能放大；

美元：2024年，由于美国经济较为强劲，且领先欧洲与日本，美元指数在100以上较宽幅震荡，并未有趋势性回落。短期看，由于美国经济韧性较强，美元指数或在104以上。再往后，考虑到特朗普可能向全球施加关税，从其上一任期的经验来看，可能会促使全球资本回流至美国，从而助推美元进一步走强；

黄金：2024年黄金价格录得约40%涨幅，为近10年来最大涨幅。一方面是央行购金，使得黄金的需求相较于以往出现了较大的提升；另一方面美联储进入降息周期，促使实际利率降低。叠加全球地缘政治局势冲击，共同推动了黄金的持续上涨。短期来看，黄金可能由于前期涨幅过大，价格或相对承压。但中长期来看，上述推动黄金价格上升因素还在，黄金或有持续较好表现；

美债：2024年美债走势也较震荡，但整体波动幅度较2023年有一定程度收敛。短期看，由于美国经济较强，且市场预期特朗普可能增加美国财政赤字，推动美债供给变多、美债市场供需结构恶化，10y美债收益率或将在4.3%-4.5%区间。再往后，由于特朗普减税政策存在一定不确定性，驱逐移民、加征关税也可能对美国经济产生冲击，美债走势或较震荡，波动也将放大；

原油：2024年由于美国经济韧性较强，叠加OPEC减产，原油价格呈现出M型走势。我们认为后续原油价格或难有较好表现，因OPEC虽然减产，但随着特朗普可能加大原油开采，且俄乌冲突可能结束，全球原油供给将会增多，而需求端或并无明显改善。

4.3 2025年经济数据预测

- 考虑政策加码、10月12日财政政策加码后，上调2024年GDP增速至5.0%。往后看，2025年财政扩张确定性较强，预计仍能保持5.0%的GDP增速，且通胀水平或进一步回升、推动名义GDP增速改善至5.3%。
- 外资方面，截至11月1日已有3家国际金融机构、74家外资机构对2025年中国GDP增速进行了预测，其中位数约4.5%。

表5：2025年经济数据预测

	2025Q1(E)	2025Q2(E)	2025Q3(E)	2025Q4(E)	2025全年(E)
GDP实际	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0
GDP名义	4.8	5.3	5.5	5.5	5.3
固定资产投资*	3.7	4.2	4.6	4.8	4.8
制造业*	7.6	8.0	8.2	8.0	8.0
地产*	-6.0	-5.1	-4.5	-5.0	-5.0
基建*	8.50	9.50	11.00	10.00	10.00
社零*	4.7	3.7	3.3	4.0	4.0
出口	-2.2	-1.5	0.2	-0.1	-0.8
进口	-2.0	-0.9	0.1	-3.1	-1.5
CPI	0.5	0.4	0.1	0.7	0.4
PPI	-1.2	-0.7	0.2	1.7	0.0
汇率	7.15-7.25	7.15-7.3	7.15-7.3	7.1-7.2	7.1-7.2
信贷	7.9	8.2	8.4	8.2	8.2
社融	8.3	9.1	9.1	9.3	9.3
M2	6.8	8.3	8.3	8.5	8.5

图90：外资对2025年中国GDP增速预测

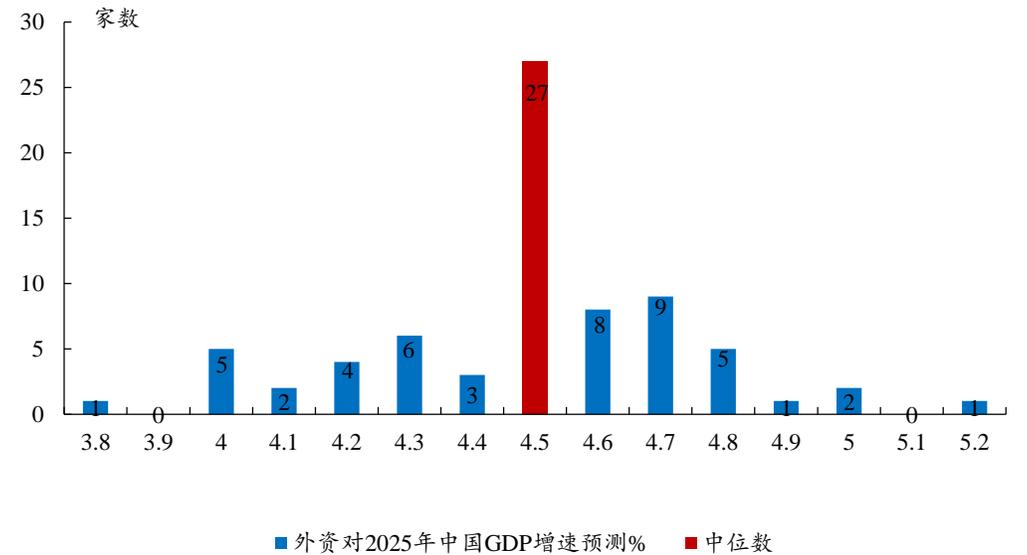


表6: IMF对全球经济预测 (%)

国家/地区	2023年	2024年 (预测)	2025年 (预测)
世界产出	3.3	3.2	3.2
发达经济体	1.7	1.8	1.8
美国	2.9	2.8	2.2
欧元区	0.4	0.8	1.2
日本	1.7	0.3	1.1
英国	0.3	1.1	1.5
新兴市场和发展中经济体	4.4	4.2	4.2
中国	5.2	4.8	4.5
印度	8.2	7	6.5
俄罗斯	3.6	3.6	1.3
巴西	2.9	3	2.2
墨西哥	3.2	1.5	1.3
沙特阿拉伯	-0.8	1.5	4.6

表7: OECD对全球经济预测 (%)

国家/地区	2023年	2024年 (预测)	2025年 (预测)
世界产出	3.1	3.2	3.2
G20	3.4	3.2	3.1
美国	2.5	2.6	1.6
欧元区	0.5	0.7	1.3
日本	1.7	-0.1	1.4
英国	0.1	1.1	1.2
中国	5.2	4.9	4.5
印度	8.2	6.7	6.8
俄罗斯	3.6	3.7	1.1
巴西	2.9	2.9	2.6
墨西哥	3.2	1.4	1.2
沙特阿拉伯	-0.7	1	3.7

目录

CONTENTS

- 1 国内面临需求不足的问题
- 2 比较与借鉴：中国三次走出物价低位运行的途径探寻
- 3 中国扩大内需的路径选择
- 4 资产配置
- 5 风险提示

1. 地缘政治风险超预期：若俄乌冲突升级、中美关系阶段性调整，可能对国内经济和市场情绪造成扰动。
2. 中国经济复苏不及预期：若国内政策执行不及预期、海外需求超预期回落，可能会制约我国经济修复弹性。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	
证券评级	买入 (buy)	预计相对强于市场表现20%以上；	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；	
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券