

于变局中寻新局

——强韧性的路径选择与变局下配置主线

西南证券研究院
宏观研究团队
2025年8月

概述

- **经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择。**现阶段中美贸易谈判仍在持续，短期内变数不大，供需仍处于再平衡阶段。制造业方面，目前处于第七轮去库周期的尾段，今年三季度末到四季度有望进入新一轮补库周期；基建投资受短期因素干扰增速下行，抽水蓄能电站、铁路等将有效支撑基建投资的中长期增长韧性；房地产投资降幅仍在扩大，土地市场有止跌信号，7月商品房销售面积环比降幅超过40%，但价格降幅收窄，政策范围和力度或较为平稳；“两新”带动下，社消总额增速有望向上修复，生产性服务业可能成为未来消费的新增点；进、出口增速超预期，但压力仍在，未来安全型贸易走廊的出口增长潜力更大。
- **增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏。**7月中央政治局会议强调保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。截至7月全国一般公共预算收入完成进度61.79%，高于去年同期1.21个百分点，全国一般公共预算支出完成进度54.12%，略低于去年同期，三、四季度支出进度有望显著加快。截至7月末，地方专项债发行进度63.12%，大幅快于去年同期，预计三季度土储专项债仍将继续加快发行，助力房地产市场“止跌回稳”。2025.Q2超储率1.4%，处于2019年以来的较低位，净息差1.42%，仍处于下降通道，并接近监管临界点，近期两项财政贴息的落地，在强化金融机构“反内卷”和稳息差的背景下，降准降息的时间窗口可能后移至四季度。
- **“十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化。**今年10月召开的四中全会，将研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议，本次规划预计重点聚焦：产业发展、城乡建设、支持保障、可持续发展等方向，其中，现代制造业是“十五五”经济建设主战场，在“15+1”的重大科技和工程项目中，量子通信与量子计算机、脑科学与类脑研究、健康保障类项目2024-2025年申报较多，预计今年年内还有6105亿元的财政支出将用于科学技术，这将提升战略性新兴产业的研发预期。从资本市场资金维度，目前A股中可自由流通市值占比最高的是信息技术（23.2%）、工业（20.09%）和材料（13.05%）行业，企业资本开支周期与股价走势基本同步，2004年以来出现的5次背离通常在2-5个季度后走势会再度趋同，截至2025.Q1除工业资本开支下滑外，信息技术和材料行业的资本开支都处于回升通道。热点事件方面，建议关注9.3阅兵后，在“实现建军一百年奋斗目标”下的军队改革与建设投入。
- **贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望。**目前美国经济数据呈现“通胀上行+就业下行”的情形。通胀方面，主要受到特朗普上台后对多个国家施加关税的影响，据测算美国当前关税对PCE价格的累计影响或在1个百分点以内，由于前期进口商为避免关税加快囤积库存，关税对消费者价格的影响延迟显现；就业方面，美国就业近期加快走弱，供需两端同步下降，鲍威尔也在Jackson Hole会议上强调了“就业下行风险”，9月美联储降息或已板上钉钉，未来利率路径或仍面临较大不确定性。另外，近月美联储人事风云不断，美联储理事沃勒成为下一届主席的热门人选，特朗普也在试图掌控美联储，若美联储独立性实质受损，可能将导致通胀再度失控。
- **风险提示：**中美贸易博弈超预期，国内经济下半年波动超预期，地缘政治风险。

目 录

◆ **经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择**

◆ **增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏**

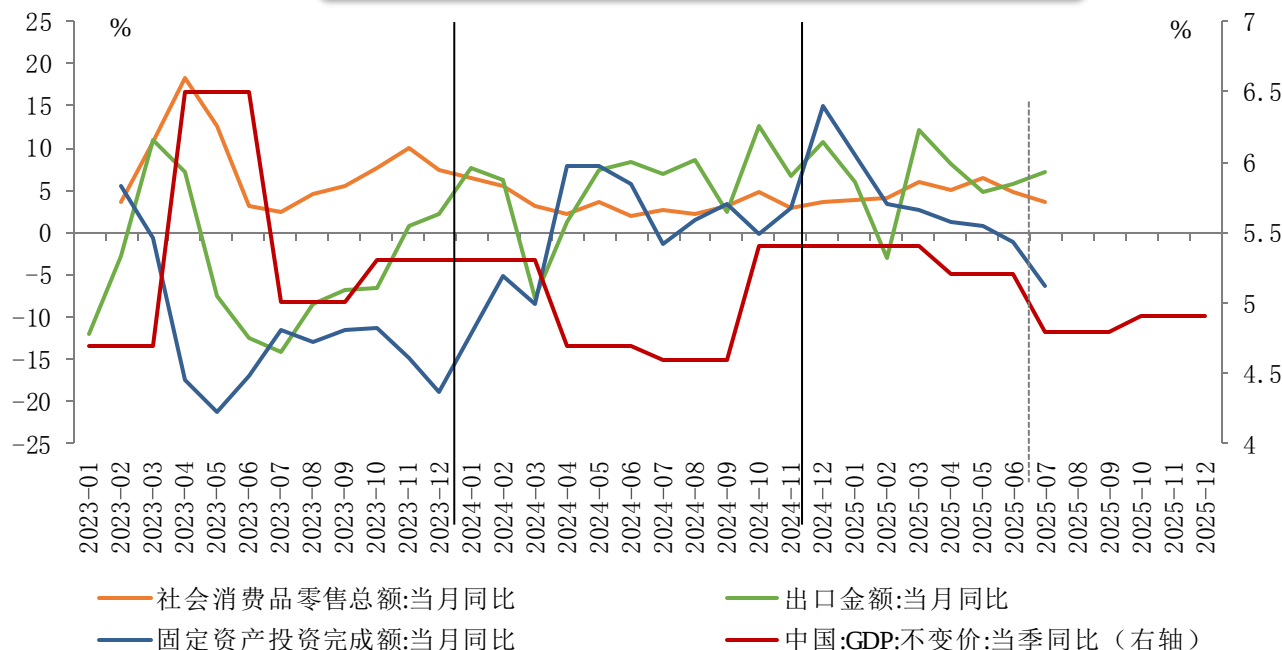
◆ **“十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化**

◆ **贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望**

1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- **供需仍处于再平衡阶段，三季度后经济增速有所承压。** 2025年上半年我国经济超预期增长5.3%，数据公布后，多家外资机构宣布上调中国2025年全年GDP增速预测，最新的预测区间在4.7-5.1%之间，相比上期预测平均调高了0.5个百分点。上调的主要原因来自于国内政策效果释放、企业信心回升、以及出口的超预期表现。进入7月，“反内卷”影响初步显现，生产端工业增加值增长放缓、固定资产投资负增长降幅扩大，需求端内外需分化，国内社消增速边际走低，但出口增速依然超预期走高。现阶段中美贸易谈判仍在持续，短期内变数不大，供需仍处于再平衡阶段，投资端对GDP的拖累下半年或将持续，国内新一轮货币与财政的组合发力对下半年政府投资和居民消费有所提振，形成对冲，预计三季度经济增速将有所承压，或降至4.8%左右，四季度政策相机抉择，全年实现5%的增速目标压力不大。

2025年三季度后经济增速面临下行压力



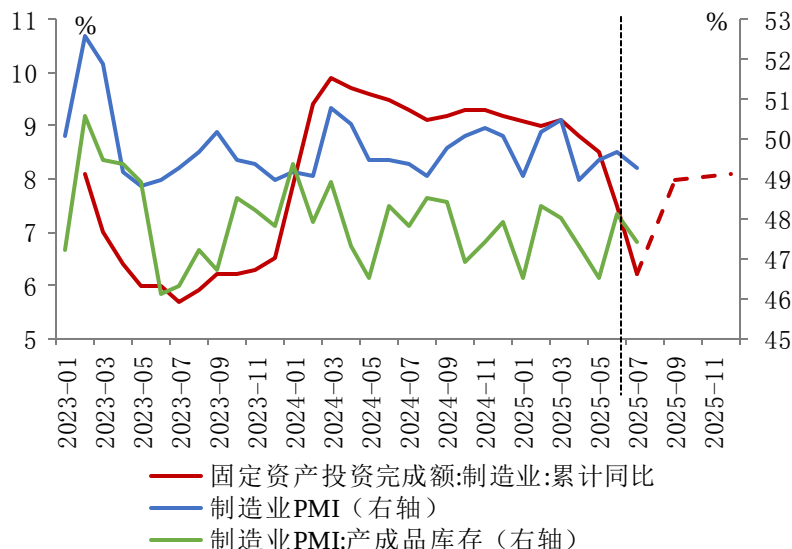
海外机构上调全年增速预期

机构	2025年GDP 预测 (%)	增速上调 (百分点)
澳新银行	5.1	0.9
德意志银行	4.8	0.1
摩根士丹利	4.8	0.3
IMF	4.8	0.8
高盛	4.7	0.1
瑞银	4.7	0.7
平均值	4.8	0.5

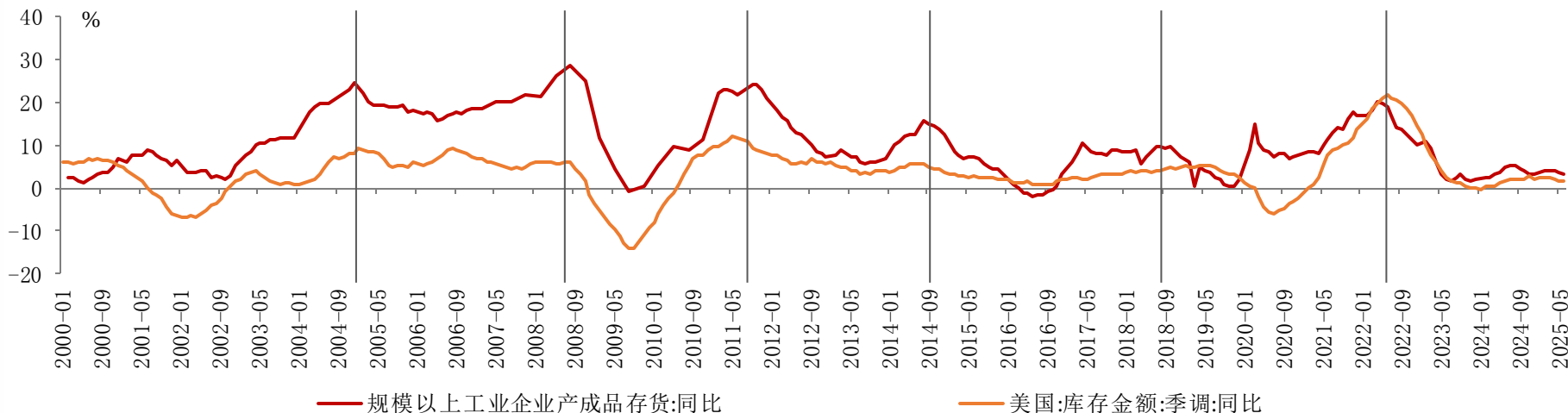
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

□ 制造业投资增速持续回落，企业预期或将稳中有升。1-7月，制造业投资累计同比增长6.2%，较1-6月回落1.3个百分点。7月单月，制造业投资同比由6月上涨5.1%转为下降0.25%，是自2020年7月后单月投资增速首次转负。主因或为上半年“抢出口”后，企业预期对下半年出口需求有所透支，因而减少投资，此外，淡季因素、极端天气以及“反内卷”产能收缩预期也有一定影响。2025年7月制造业PMI较6月降低0.4个百分点至49.3%，连续四个月位于收缩区间，产成品库存PMI降0.7个百分点，持续处于收缩区间。6月，国内规模以上工业企业产成品存货同比3.1%，较5月回落0.4个百分点，2000年以来，我国工业企业库存周期平均长度为40-42个月，目前第七轮去库周期的尾段，今年三季度末到四季度有望进入新一轮补库周期。8月12日中美暂停24%关税及反制措施继续展期90天，这也将对三季度制造业投资增速有所支撑。

制造业前瞻指标与投资增速均呈下行态势



目前我国处于第七轮库存周期的去库期



1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

□ 1-7月，从制造业投资增速来看，13个主要行业中，下游行业表现总体好于上游和中游，其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、汽车、农副食品加工、食品制造业投资增速超15%，3个行业增速为负，与1-6月相比，主要行业中只有铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增速快于1-6月。与总体制造业投资增速相比，1-7月，13个主要行业中有6个低于总体制造业投资增速，其中有色金属冶炼与压延加工业为本月新增。

□ 7月规上企业工业增加值中游好于下游和上游，通用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业工业增加值增速快于6月。受“反内卷”影响，汽车制造业增加值单月下降最快，由于内需消费偏弱，农副食品加工、食品制造业增加值同比增速下降也较多。目前反内卷仍在持续，上游原材料类的工业增加值后续增速或仍将承压。综合来看，下游行业工业增加值增速回落或将继续拉低相应行业的制造业投资增速。

注：黄底色的是当期增速快于前一期的，绿色的是当期增速慢于前一期的，蓝色是当期细分行业增速慢于整体增速的

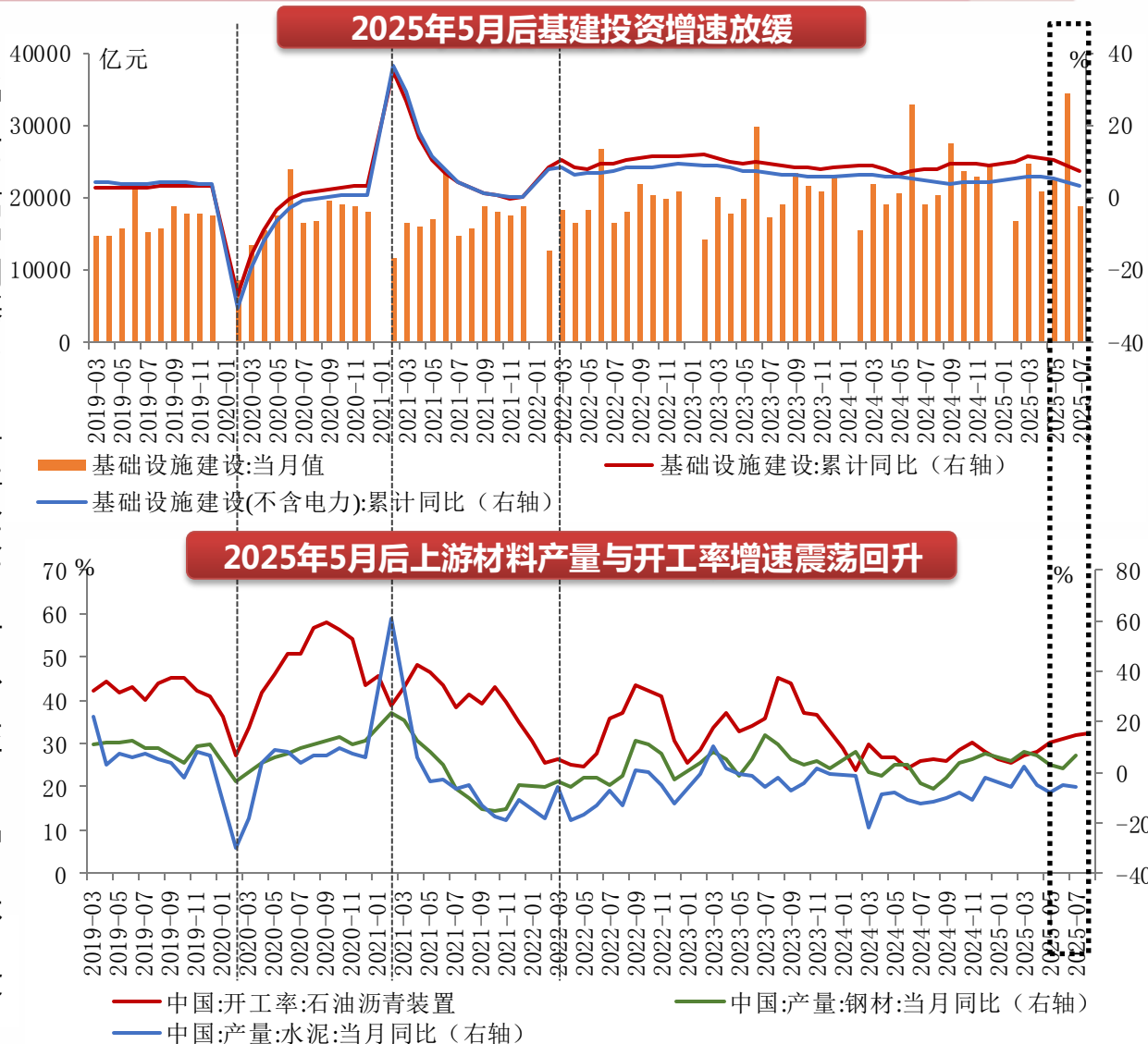
2025年制造业投资与工业增加值细分行业同比回落较多

行业分类 \ 增速	固定资产投资：累计同比			工业增加值:当月同比		
	1-3月	1-6月	1-7月	3月	6月	7月
制造业	9.1	7.5	6.2	7.7	6.8	5.7
农副食品加工业	18.60	18.40	17.80	5.40	8.20	5.60
食品制造业	18.00	16.00	15.40	7.10	6.40	3.80
纺织业	13.50	14.50	14.10	5.70	2.50	1.70
化学原料及化学制品制造业	2.10	-1.10	-4.70	8.80	7.50	7.20
医药制造业	4.40	-3.00	-6.60	1.20	2.70	2.40
有色金属冶炼及压延加工业	17.90	9.10	4.90	6.50	9.20	6.80
金属制品业	12.20	11.10	9.50	9.90	6.70	4.20
通用设备制造业	17.20	16.60	14.80	9.30	7.80	8.40
专用设备制造业	8.10	6.20	4.60	4.70	4.60	3.80
汽车制造业	24.50	22.20	21.70	11.50	11.40	8.50
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	37.90	27.30	29.30	19.00	10.10	13.70
电气机械及器材制造业	-7.40	-7.80	-8.70	13.00	11.40	10.20
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.50	4.60	2.20	13.10	11.00	10.20

1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

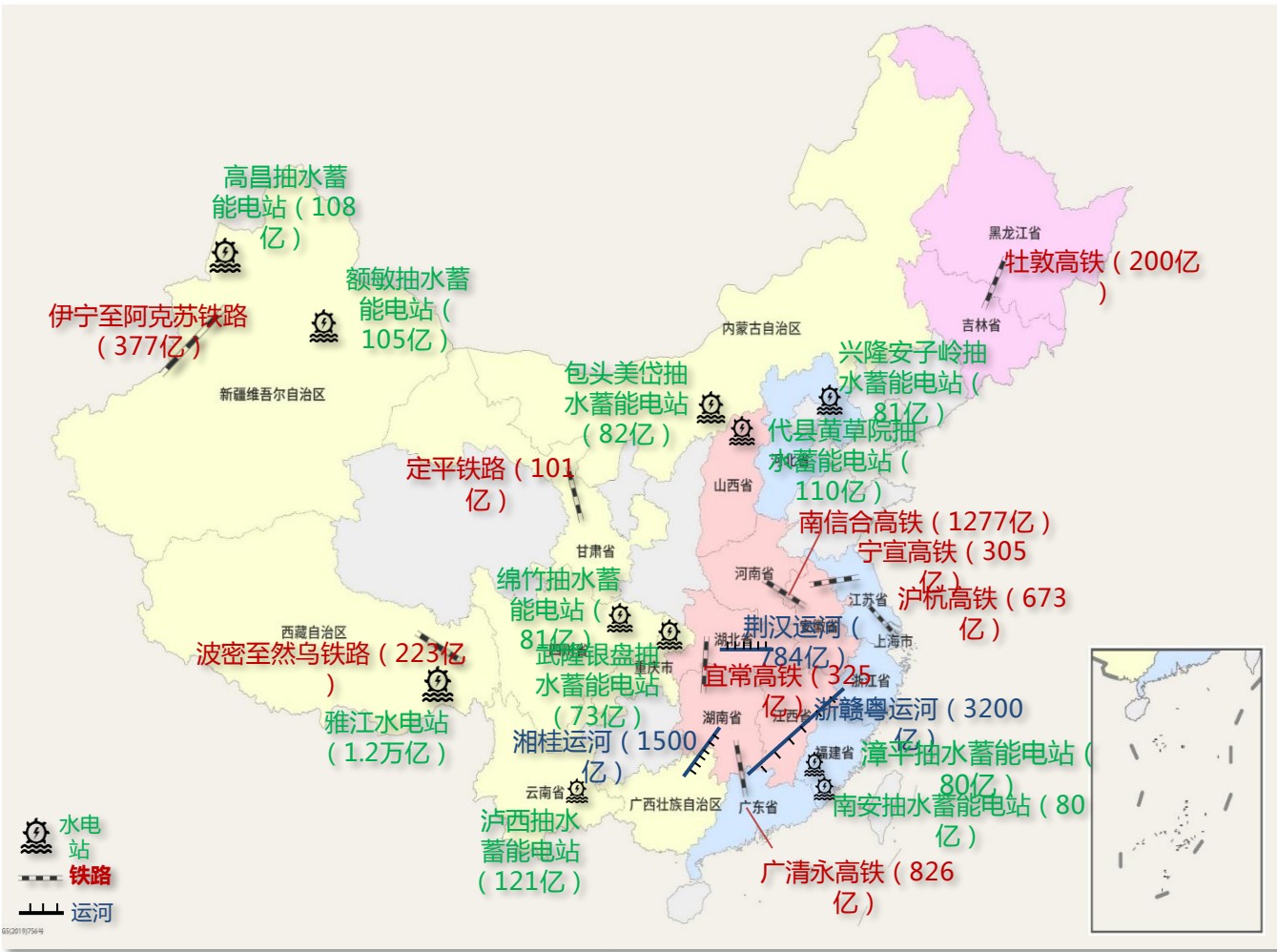
■ 基建投资受短期因素干扰增速下行，不改中期中高速增长韧性。1-7月广义基建投资增速7.29%，狭义基建投资增速3.2%，分别较1-6月下滑1.61和1.4个百分点，边际降幅自3月以来不断扩大，一方面由于去年下半年后批复高峰期的项目逐步落地，而新增项目增速上有所下降，另一方面，进入汛期后极端天气与价格因素阶段性影响基建投资增速。7月，雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，总投资约1.2万亿，新藏铁路建设正式提上日程，年内8000亿元的“两重”项目清单8月前已全部下达完毕，财政资金的投入将对下半年基建投资形成支撑，预计全年基建投资增速将保持较好韧性，全年增速仍有望保持在8%以上。

■ 基建投资与沥青、水泥和钢材等原材料产量有着较强的正相关性。今年以来，石油沥青装置持续上升，7月为31.82%，8月上旬半月继续回升至32.3%，是2024年1月以来的最高值，钢材产量增速在6月触底至1.8%后，7月快速回升至6.4%，水泥产量同比增速降幅自5月后有所收窄，7月增速为-5.6%，较5月收窄2.5个百分点，总体来看，自5月后，三大基础材料呈现出不同程度的回升，反应出后续基建投资需求或有改善。



1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

“十五五”期间规划建设水电站、铁路及运河的项目概况



央地项目审批数增速边际放缓

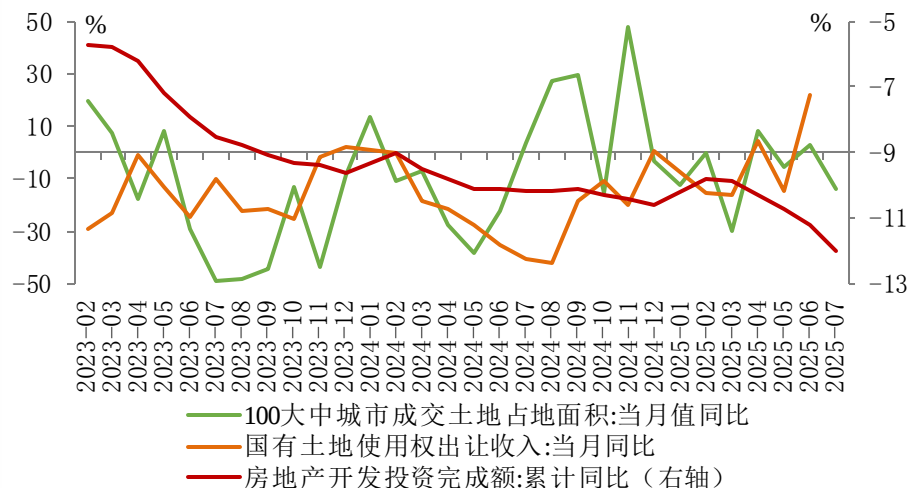
时间	审批通过 (个)
2024年1月	1133
2024年2月	488
2024年3月	1029
2024年4月	816
2024年5月	1218
2024年6月	1199
2024年7月	1577
2024年8月	1746
2024年9月	1860
2024年10月	1416
2024年11月	1802
2024年12月	1598
2025年1月	810
2025年2月	1700
2025年3月	1415
2025年4月	1675
2025年5月	1273
2025年6月	700
2025年7月	1400

上半年: 5883个
下半年: 9999个
同比: 28.72%
7460个
8973个
同比: 20.28%

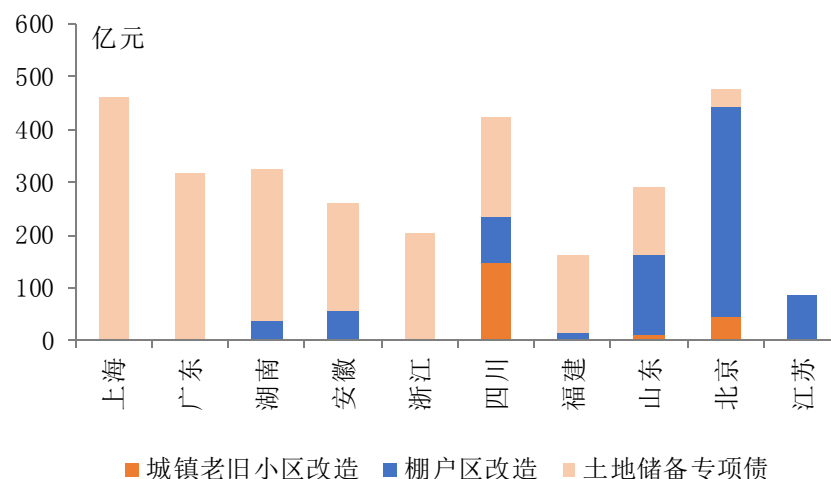
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- ❑ **房地产投资降幅仍在扩大，土地市场有止跌信号。**2025年1-7月，全国房地产开发投资累计同比下降12%，较1-6月降幅扩大0.8个百分点。房屋施工面积、竣工面积同比降幅均有所扩大，增速分别下滑0.1、1.7个百分点至-9.2%、-16.5%，新开工面积同比降幅小幅收敛0.6个百分点至-19.4%。100大中城市成交土地占地面积7月同比-13.83%，大幅下滑16.47个百分点，是今年以来的次低值，但土地溢价率仍在回升，7月回升0.81个百分点至6.34%，国有土地使用权出让收入6月环比和同比分别上涨54%和21.89%，除基数效应外，也反映了开发商拿地补仓的积极性有所提高。
- ❑ 北京、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东、湖南、广东、四川等十个省份在“土地储备专项债”“城镇老旧小区改造”“棚户区改造”三类投向领域的专项债发行总量。从总发行额来看，前三的省份分别为北京（476.35亿元）、上海（462.48亿元）、四川（425.01亿元）。三类专项债合计发行额分别为：土地储备专项债 1980.15 亿元，城镇老旧小区改造 203.77 亿元，棚户区改造 824.85 亿元。其中，土地储备专项债发行规模最大的省份为上海（462.48亿元），城镇老旧小区改造发行规模最大的省份为四川（145.56亿元），棚户区改造发行规模最大的省份为北京（396.71亿元）。

房地产投资增速仍承压，土地出让金增速降幅收窄



重点省份房地产相关专项债发行金额

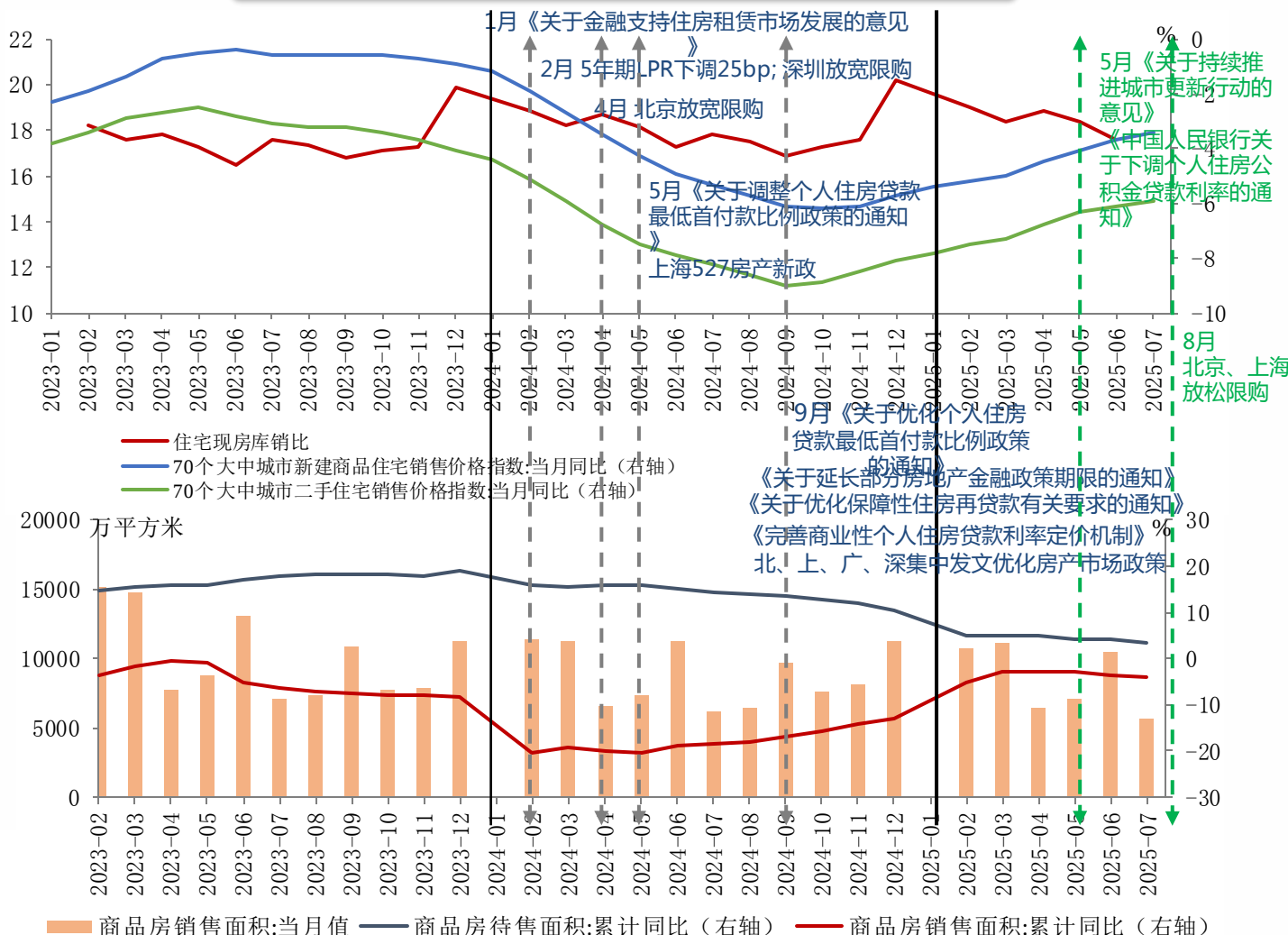


1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

□ **库销比回落，量价走向新平衡。**库销比由2月的18.99回落至6月的17.59，库存压力有所缓解，但仍高于6-12个月的合理区间。70个大中城市新建住宅和二手住宅价格指数同比增速自1月以来，降幅逐月持续收窄，一方面是基数影响，另一方面，也在市场与政策共振之下，供需逐步走向新平衡有关。7月，商品房待售面积累计同比3.4%，销售面积累计同比-4%，分别较6月回落0.7和0.5个百分点，供应端降幅快于需求端。

□ **政策出台节奏：2024年4月、7月商品房销售面积环比分别为-41.72%，-44.72%，5月和8月销售面积仍在低位，且价格指数降幅扩大较快，政策在5月和9月密集出台；2025年4月、7月商品房销售面积环比分别为-42.53%，-45.81%，但价格降幅收窄，今年的政策范围和力度较为平稳。**

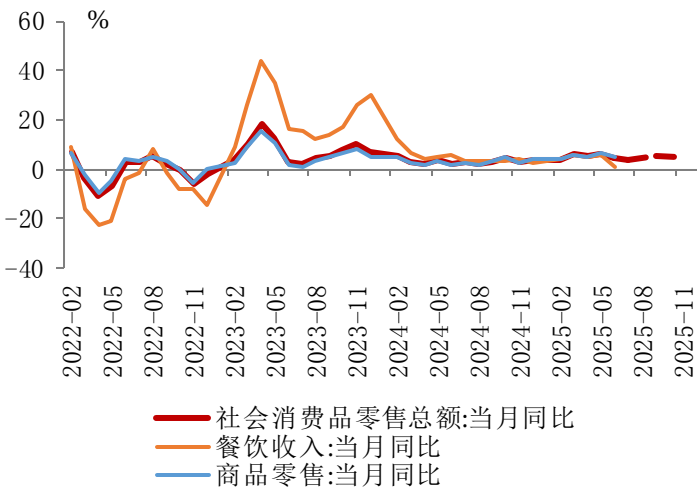
2024年以来商品房市场量价齐跌时政策密集托底



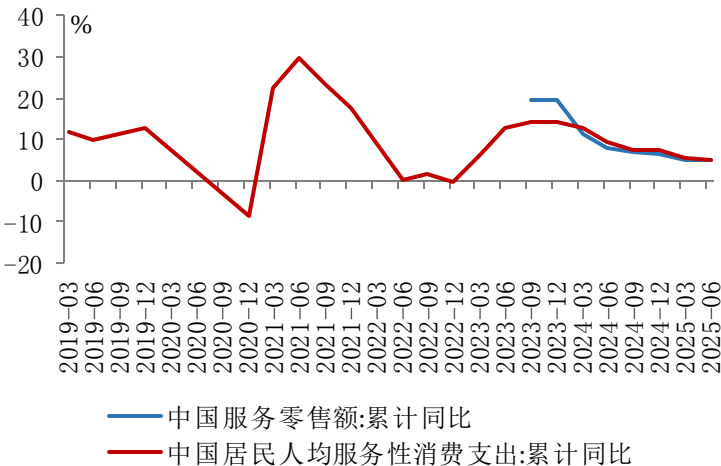
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- 2025年7月受国补待续、餐饮收入下降等拖累，7月当月社消总额增速降至3.7%，较6月下滑1.1个百分点，1-7月增速4.8%。目前第三批“以旧换新”超长债资金690亿元已经下达，乐观估计或将在三季度带动6000亿左右的商品销售额，社消总额增速有望向上修复，全年增速或将回升至5%左右。
- 7.30政治局会议提出“培育服务消费新增长点”。上半年我国居民人均服务性消费支出累计同比4.9%，较一季度回落0.5个百分点，6月服务零售额累计同比5.2%，保持了年初以来的回升态势，非居民服务消费支出或起到支撑作用。之后与生产性服务相关的设计、咨询、数据加工和托管服务等或有较大空间。

年内社消总额增速仍有回升潜力



当前服务消费增速仍在较低位



日期	会议/文件	表述/举措
7.30	中央政治局会议	深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求
7.8	商务部等关于复制推广新一批服务业扩大开放综合试点示范经验的通知	优化商业价值评价标准，用好融资信用服务平台；打造多跨协同文旅市场治理体系；涉外知识产权纠纷全流程在线解决机制；建立高效便利安全的数据跨境流动机制；创新“来数加工”模式；创新数据托管服务模式等
8.1	国家发改委新闻发布会	今年第三批690亿元支持消费品以旧换新的超长期特别国债资金已下达完毕，将于10月份按计划下达第四批690亿元资金，督促地方落实资金配套责任、细化资金使用计划，确保资金有序均衡用到底
8.12	财政部、中国人民银行、金融监管总局《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	2025年9月1日至2026年8月31日期间，居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款可按规定享受年贴息比例为1个百分点。贴息范围包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等
8.12	财政部等九部门《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》	对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，财政部门按照贷款本金对经营主体进行贴息，贴息期限不超过1年，年贴息比例为1个百分点，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的90%、10%。单户享受贴息的贷款规模最高可达100万元

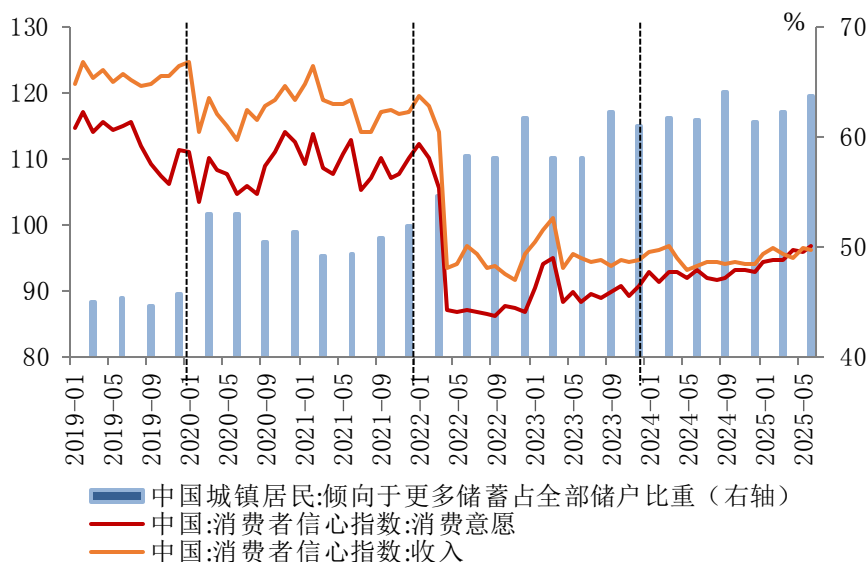
www.swsc.com.cn

数据资料来源：共产党员网、国家发改委、商务部、财政部等、wind，西南证券整理

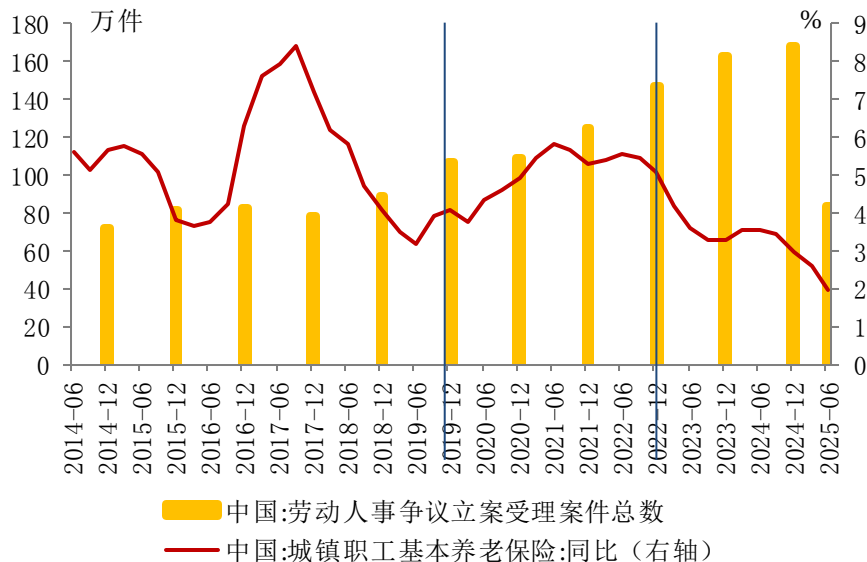
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- **消费者意愿与收入信心均呈现持续回升态势，但储蓄倾向仍在上升。**年初以来，我国消费者意愿持续回升，6月达到96.9高于1月2.5，消费者收入信心指数也呈现震荡回升，6月为96.1，高于1月0.7，但居民储蓄倾向仍持续走高，2025年二季度倾向于更多储蓄的占比为63.8%，高于一季度1.6个百分点，也是2019年以来的次高值，体现出居民在收入信心回升的情况下，避险情绪依然较重。
- **参保人数增速放缓，争议案件数量增加，就业环境仍待改善。**2023年以来城镇职工养老保险参保人数增速持续下滑，今年二季度降至1.97%，是2014年以来的最低值，9月1日所有用人单位必须缴纳社保的规定实施后，参保人数短期内或有显著增加。2020年以来，劳动人事争议案件受理数逐年增加，2024年全年受理168.6万件，是2019年的1.58倍，今年上半年共受理83.3万件，也是2013年以来的最高，一定程度上反映出劳资关系的摩擦加剧，就业环境的预期仍待改善。

消费意愿与收入信心回升，储蓄倾向增加



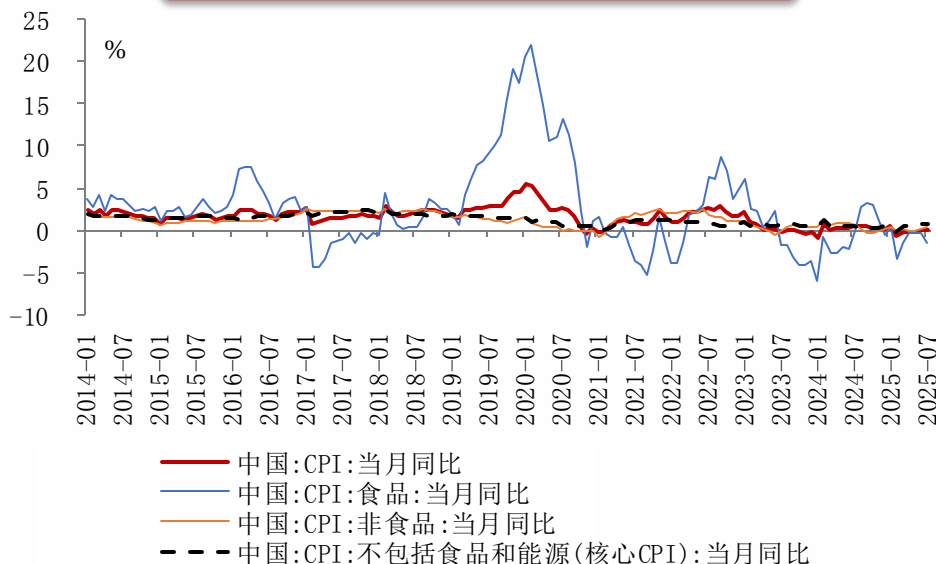
参保人数增速放缓，劳动争议增加



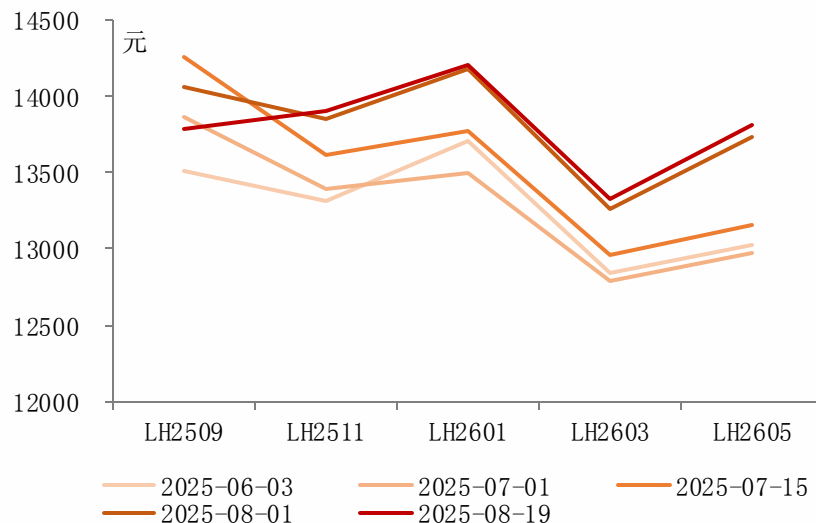
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- ❑ 1-7月CPI同比下降0.1%，7月单月CPI同比由上涨转为持平。其中，7月食品价格同比降幅扩大1.3个百分点至-1.6%，对整体CPI拖累较大，非食品价格同比涨幅扩大0.2个百分点至0.3%。7月核心CPI同比涨幅为0.8%，涨幅较上月扩大0.1个百分点。核心CPI同比增速连续三个月走高，或主要因618促销活动结束，以及部分地区调整国补政策，且去年同期基数走低。
- ❑ 由于行业仍处于供强需弱的格局，猪价今年以来延续低位运行，猪肉平均批发价在20-21元/公斤区间波动。7月23日，农业农村部召开座谈会强调“要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能”，8月农业农村部强调要引导调减约100万头能繁母猪。截至6月份，能繁母猪存栏量为4043万头，仍高于正常保有量3900万头。**但能繁母猪的产能削减至少需要10个月时间才能传导至现货猪价上，短期猪价或仍然承压，预计年内CPI将延续低位震荡态势。**

国内CPI同比延续低位运行



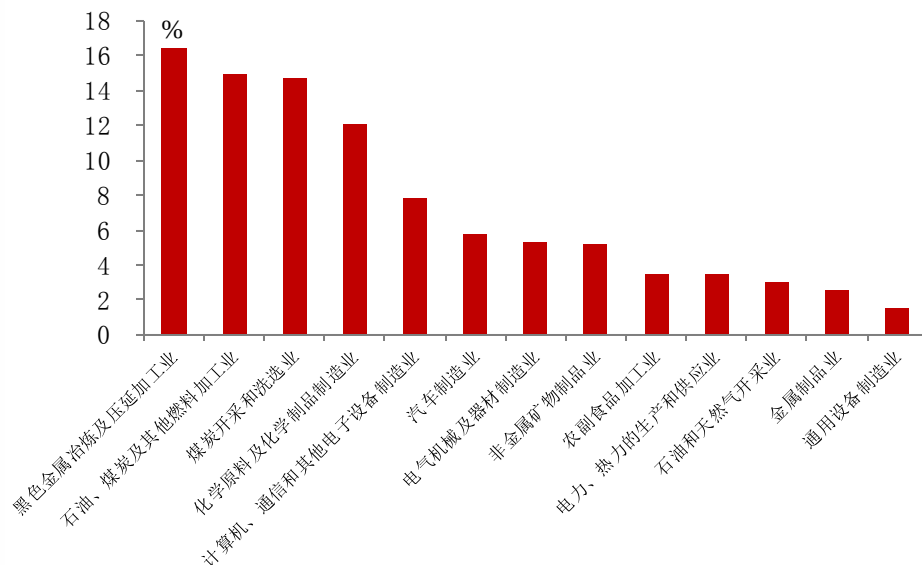
能繁母猪产能削减预期下，生猪期货远月价格较近月上涨更多



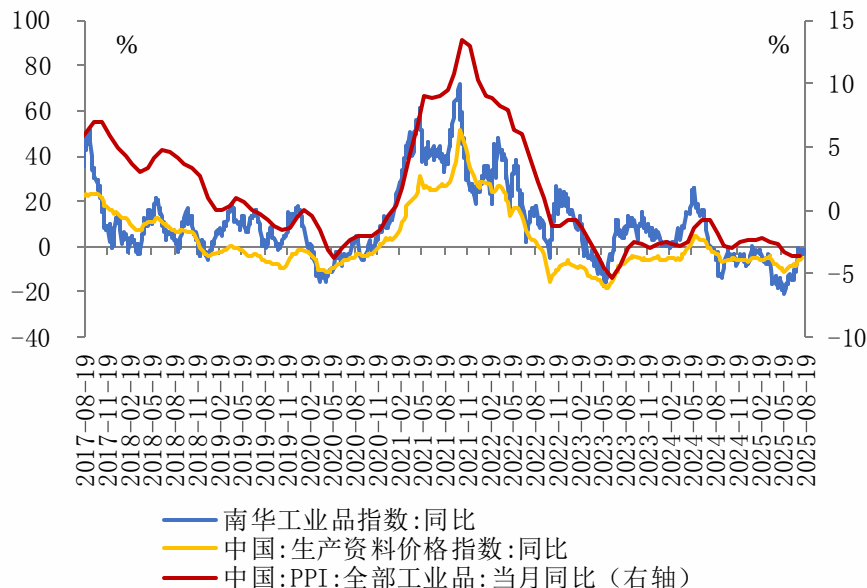
1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- 7月1日，中央财经委员会第六次会议上强调依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。18日，工信部提出将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案。对总体PPI同比变动贡献率最大的行业包括黑色金属、石油、煤炭、化学原料等，与工信部提出的十大重点行业密切相关，因而PPI受“反内卷”政策的影响或较大。
- 近期“反内卷”行情催化下，部分工业品价格走高，有助于推升PPI同比。南华工业品指数、生产资料价格指数同比走势通常领先PPI同比，6月以来两个指数虽然仍在同比下降，但是降幅持续收敛，或预示着后续PPI同比降幅也将逐步收敛。另外，PPI还受到国际油价波动的影响，短期内由于OPEC+减产、全球贸易需求边际走弱，国际油价或延续震荡态势。1-7月PPI同比下降2.9%，7月单月下降3.6%，随着四季度基数走低，PPI同比降幅有望持续收敛，但增速转正仍有难度，预计年末PPI同比回升至-1%左右。

对PPI同比变动影响靠前的行业



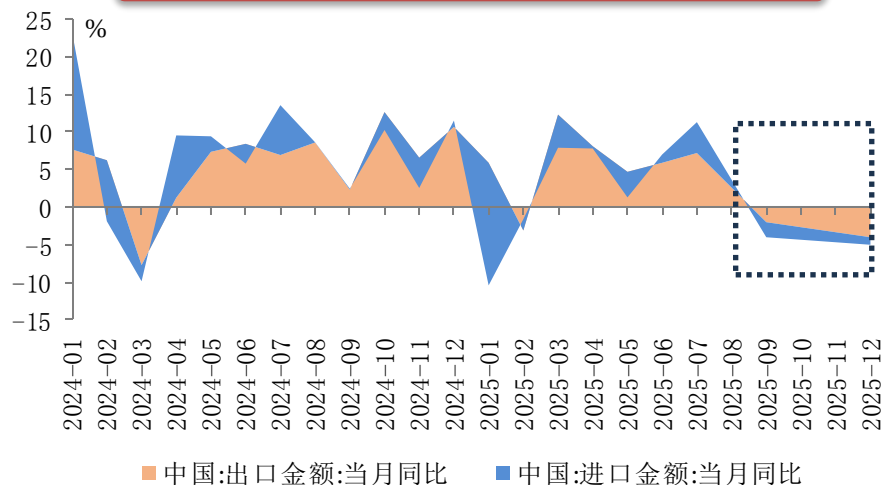
PPI同比降幅或加快收敛



1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- ❑ **进、出口增速超预期，但压力仍在。**1-7月，以美元计，中国出口增速6.1%，进口增速-2.7%。7月单月出口同比走高1.4个百分点至7.2%，进口同比涨幅扩大3个百分点至4.1%，均高于市场预期。非美国国家在8月大限来临前“抢出口”是出口超预期的主因，而进口超预期主要由大豆、原油、铜等大宗带动。随着8月美国新关税政策生效，“抢出口”接近尾声，同时，7月全球制造业PMI指数下降0.2个百分点至49.3%，后续外需可能仍将偏弱运行，后续出口仍面临一定压力。而进口方面，随着8月1日美国的新关税实施，我国对进口原材料的需求或有下降，但国内“扩内需”或形成一定对冲。
- ❑ **货物吞吐量和运价指数均出现回落态势，集运旺季不旺。**交通运输部数据显示，上半年，我国完成港口货物吞吐量89亿吨，同比增长4%，5月，我国沿海主要港口货物吞吐量同比增速达到年内峰值3.66%，6月单月下滑0.26个百分点。上半年集装箱吞吐量1.7亿标箱，同比增长6.9%，内、外贸吞吐量同比分别增长4.0%和8.9%。运价方面，SCFI6月27日后震荡回落，需求不足和运力过剩使得运价难以攀升，截至8月1日，SCFI连续八周下滑，或提示后续出口增速压力有所增加。

7月进出口超预期增长后面临下行压力

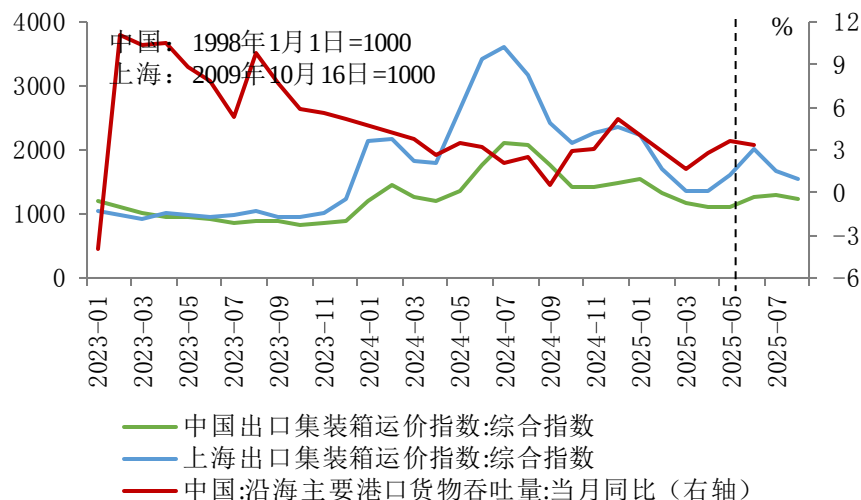


注：8-12月的进出口增速是万得一致预测数据

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

集装箱运价指数和货物吞吐量增速呈现回落态势



1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- 当地时间7月28日至29日，中美双方在瑞典斯德哥尔摩举行新一轮经贸会谈，双方将继续推动已暂停的美方对等关税24%部分以及中方反制措施如期展期90天。7月30日中央政治局会议强调要“要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘”，提出“帮助受冲击较大的外贸企业，优化出口退税政策”，中美贸易的博弈持续仍在持续。
- 在本轮谈判前，7月份的政策主要围绕强化高水平、制度型对外开放，中欧经贸关系，深化与东盟等新兴市场经贸合作，对战略矿产的管制加强等方面。而在政治局会议后，央行和外管局对境内外企业给予金融支持的同时，增加了预期引导和防风险的政策表述。

近期部委出台的外贸相关政策概览

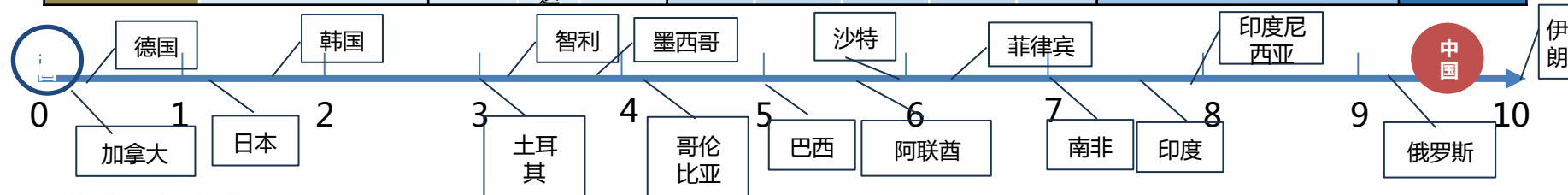
时间	部委	主要表述内容	重点领域
2025/7/4	商务部	支持自贸试验区进一步主动对接国际高标准经贸规则， 开展更高水平制度型开放试验 ，包括开展更广领域、更深层次、更大力度的试点， 促进服务贸易、绿色贸易、数字贸易发展等 。	对外开放
2025/7/10	商务部	中方愿与欧方一道，以中欧建交50周年为契机， 相互扩大双向市场准入，加强政府采购和出口管制对话，深化产供应链合作 ，推动世贸组织改革，支持世贸组织就产业补贴政策开展讨论，为全球气候治理展现更多大国担当，为构建开放型世界经济注入更多稳定性、确定性和正能量。	中欧经贸
2025/7/24	商务部	各有关部门加强协同配合，始终保持严查严打高压态势， 坚决打击战略矿产走私出口 。	出口管理
2025/8/1	中国人民银行	落实落细适度宽松的货币政策，进一步深化金融改革和高水平对外开放 ，防范化解重点领域金融风险；稳慎扎实推进人民币国际化，要发展人民币离岸市场，“推动形成稳定的、期限齐全的流动性供给渠道”，提升人民币融资货币功能，优化本外币一体化资金池和境内企业境外上市管理政策。	货币政策
2025/8/2	国家外汇管理局	深化外汇领域改革开放 。推动取消外商投资企业境内再投资登记、便利科技型企业跨境融资等措施落地，在全国实施跨国公司资金池管理政策，开展绿色外债政策试点，优化完善境内企业境外上市资金管理。 防范化解外部冲击风险 。强化跨境资金流动宏观审慎管理和预期引导，适时开展逆周期调节。	外汇管理
2025/8/4	商务部	对外开放是中国的基本国策， 中国开放的大门只会越开越大 ，利用外资政策没有变也不会变。	对外开放

1 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

- 当前全球有50大贸易走廊，当前贸易走廊的发展前景受地缘政治影响增加，未来安全型走廊包括：中国与新兴经济体（如东盟和印度）之间的走廊；新兴经济体内部的区域贸易走廊，以及欧美等主要发达经济体之间的走廊。

2022-2035年基线情形下50个贸易走廊的增长率

走廊类别	贸易走廊	增长率（%）							
		0~-1%		1-2.7%			2.7-5%		5-7%
中国出口	中国→新兴市场						中国→中东	中国→东盟	中国→印度
	中国→发达经济体			中国→美国	中国→其他发达		中国→欧盟		
新兴市场出口	新兴市场→中国			其他新兴→中国			东盟→中国	中东→中国	
	新兴市场→发达经济体			其他新兴→欧盟	其他新兴→美国	墨西哥→美国	其他新兴→美国	其他新兴→欧盟	印度→欧盟
	新兴市场→新兴市场			中东→东盟			东盟→东盟	其他新兴→其他新兴	中东→印度
发达经济体出口	发达经济体→中国			其他发达→中国	其他发达→中国	其他发达→中国	美国→中国	欧盟→中国	
	发达经济体→新兴市场			其他发达→其他新兴	美国→其他新兴	美国→墨西哥	欧盟→中东	欧盟→其他新兴	欧盟→印度
	发达经济体→发达经济体	其他发达→欧盟	美国→其他发达	其他发达→美国	欧盟→欧盟	欧盟→其他发达	其他发达→欧盟	美国→美国	美国→欧盟



目 录

◆ **经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择**

◆ **增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏**

◆ **“十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化**

◆ **贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望**

2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

- 7月中央政治局会议强调保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，对积极财政和适度宽松货币政策的定调未变，但没有提降准降息，更加强调的是对已有政策的落实。后续需重点关注储备型政策的适时推出。

政治局会议内容及政策实施

政治局会议后的政策实施

2025

7.30，**要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行，用好各项结构性货币政策工具

4.25，**用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，**适时降准降息**，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具

9.26，加大财政货币政策逆周期调节力度，**降低存款准备金率，实施有力度的降息**，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场

7.30，要加强逆周期调节，**实施好积极的财政政策和稳健的货币政策**，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。支持“两重”建设，更大力度推动“两新”。要综合运用多种货币政策工具，促进社会综合融资成本稳中有降

4.30，要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，**要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具**，降低社会综合融资成本

8.1，财政部公告对国债等债券利息收入恢复增值税；8.5，央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》；8月8日，央行开展7000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月（91天）

5.7，**降低存款准备金率0.5个百分点，下调政策利率0.1个百分点**，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，增加支农支小再贷款额度3000亿元

9.24，**下调存款准备金率0.5个百分点**；7天逆回购利率从1.7%降至1.5%；降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例。9.25，MLF中标利率下调30个基点。11.8，增加地方政府债务限额6万亿元置换存量隐性债务

7.22，中国人民银行宣布，公开市场7天期逆回购操作采用固定利率、数量招标，操作利率由1.8%调整为1.7%。7.25，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持“两新”

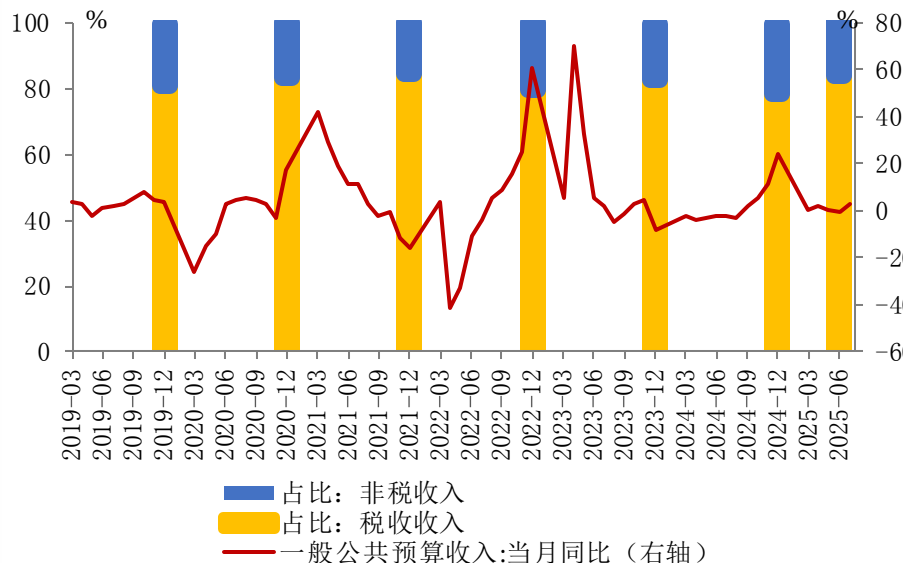
5.15，MLF到期1250亿元，人民银行开展中期借贷便利操作，操作金额为1250亿元，利率为2.5%，与前次持平。5.17，取消全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。

2024

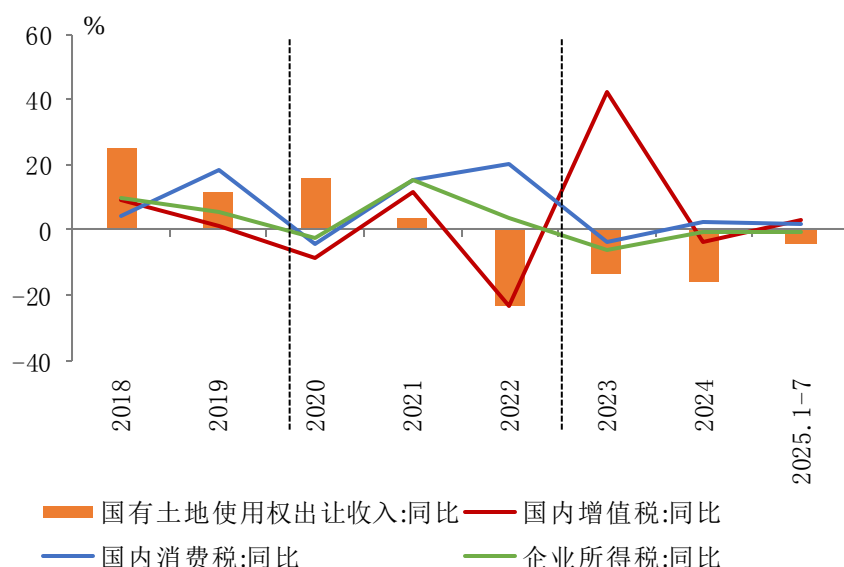
2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

- **财政收入完成进度快于去年同期，税收增收压力仍大。** 今年1-7月全国一般公共预算收入135839亿元，完成进度61.79%，比去年同期进度快1.21个百分点，其中税收收入完成进度61.13%，非税收入完成进度64.88%，非税收入增速2%，快于税收收入（-0.3%）。从占比来看，疫情前2019年非税收入占一般公共预算收入的比重为18.9%，2020-2022年间先降后升，2023年回落至17.2%，但2024年后迅速上升，目前稳定在19%左右的水平。非税收入短期内增速或仍将快于税收收入，下半年税收增收压力仍在。
- 今年1-7月，三大税种中，增值税增速最快为3.0%，其次为消费税2.1%，企业所得税负增长（-0.4%），从单月趋势来看，增值税单月最快增长出现在5月份，为6.09%，这或与关税缓和，企业抢出口有关，消费税和企业所得税增速在3月达到高峰后，4月之后单月均出现大幅下滑，6月又都有所恢复。非税收入中，国有土地使用权出让收入1-7月16950亿元，同比-4.6%，降幅较2024年全年收窄11.4个百分点，其中7月单月增速7.16%，虽较6月回落14.73个百分点，但仍保持正增长，卖地状况仍在改善。

预算收入增速回升，非税占比稳定



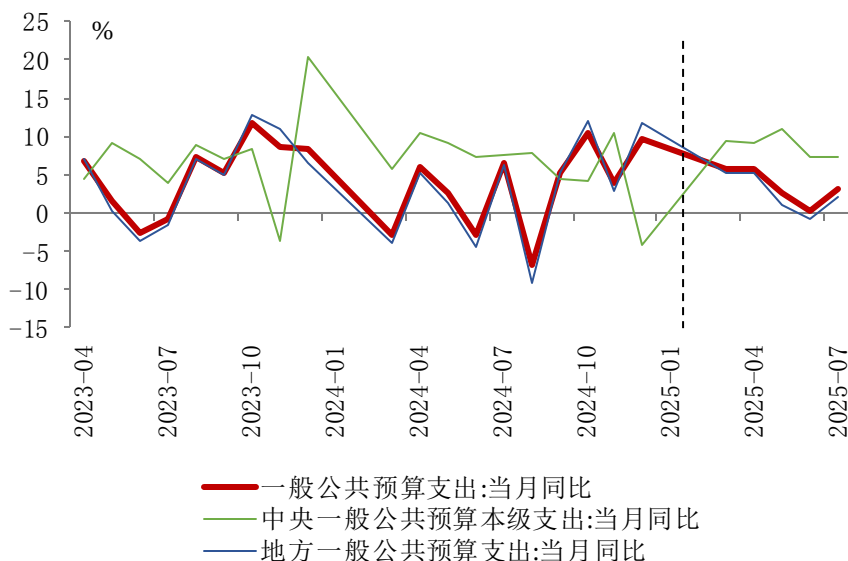
三大税种涨跌不一，土地出让金降幅收窄



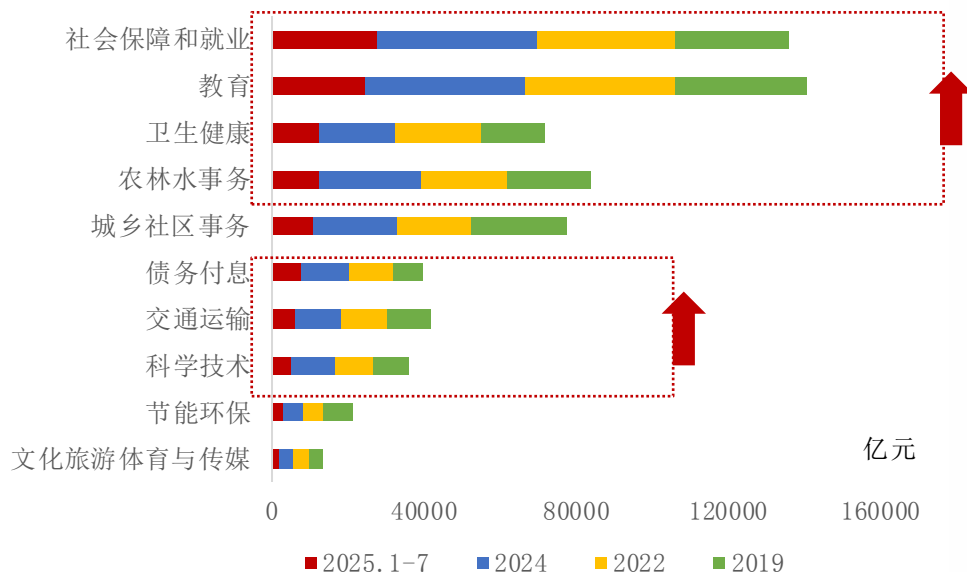
2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

- ❑ **中央本级预算支出进度偏慢，下半年支出进度有望提速。**截至7月末，今年全国一般公共预算支出完成进度54.12%，较2024年同期略低0.34个百分点，较2023年低0.99个百分点。其中，中央本级预算支出完成进度39.68%，显著偏慢，地方一般公共预算支出进度完成52.98%。因为中央本级预算在总预算中占比仅为18.19%，因此地方预算支出进度直接影响了全国一般公共预算支出进度。
- ❑ 疫情后，2024年主要公共预算支出分项中城乡社区事物、节能环保、文化旅游体育与传媒支出总量较2019年分别减少了3939、1955、168亿元，其他支出分项都有不同程度增加，其中社会保障和就业、教育、农林水事务、债务付息增加最多。今年1-7月，支出总额的前三项是社会保障和就业、教育、卫生健康支出，而同比增速最快的是：农林水支出（8.2%）、城乡社区支出（7.2%）、债务付息（5.8%）、社会保障和就业支出（4.3%），财政的刚性支出增加。

公共预算支出增速7月回升



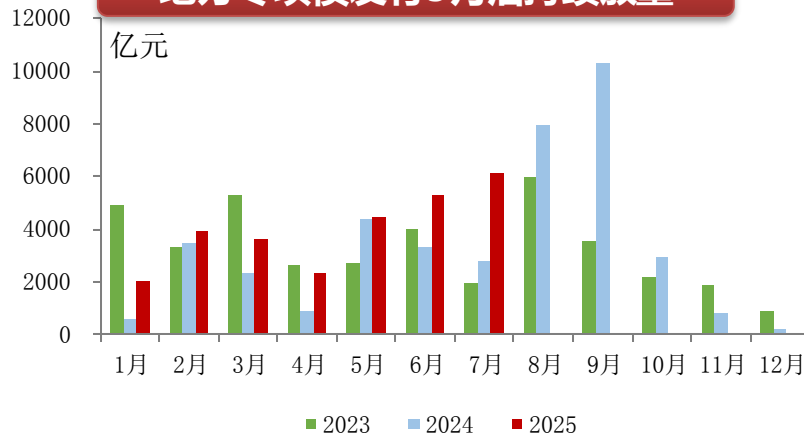
疫情前后公共预算支出结构有所变化



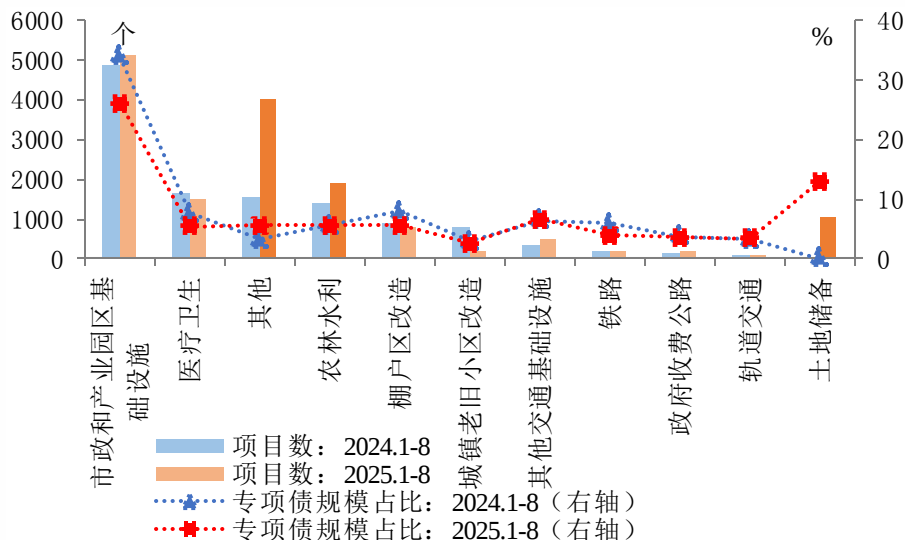
2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

□ 截至7月末，今年已发地方政府专项债27773.92亿元，较去年同期增长56.48%，发行进度63.12%，去年同期为45.51%。其中规模最大的是：市政和产业园区基础设施、土地储备、其他交通基础设施，土地储备、其他、其他交通基础设施发行规模同比增长较多。5月后房地产类专项债发行量出现显著提高，6月最高为1376.31亿元，占当月发行总额的26.11%，截至7月末发行量前三的是土地储备（2638.97亿元）、棚户区改造和保障性安居工程。截至7月16日，全国各地公示拟使用专项债回收收购存量闲置土地总金额达4840.7亿元，预计三季度土储专项债仍将继续加快发行，助力房地产市场“止跌回稳”。

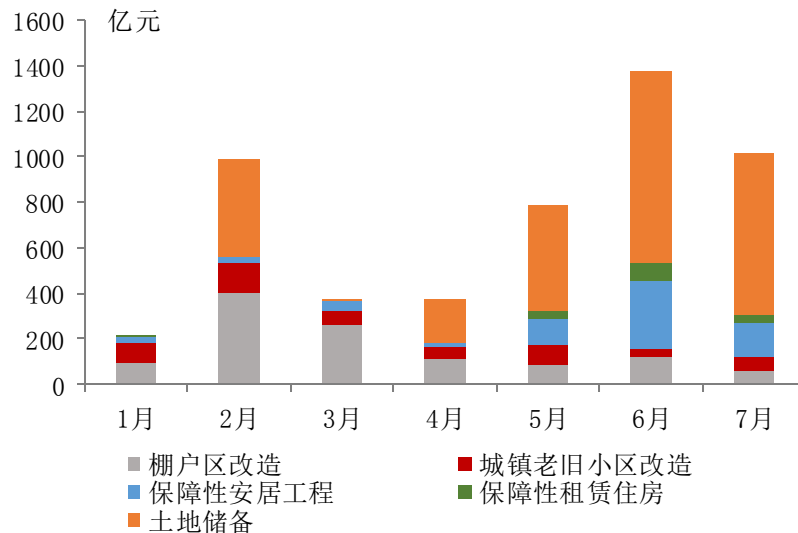
地方专项债发行5月后持续放量



2024VS2025地方专项债项目类别与规模占比



房地产类专项债5月后发行量显著增加



2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

- **超长债发行进度较快，目前资金已下达超九成。**截至8月1日，超长期特别国债已经发行7960亿元，发行进度达到61%，快于去年同期。与4月最初公布的2025年特别国债发行计划相比，7月公布的三季度发行计划中，原定于7月24日发行的今年第二只20年期特别国债，被提前10天至7月14日；9月有4期特别国债的续发，较原定计划全部提前一周。超长债发行节奏提前或也意味着为四季度的安排预留时间窗口。今年“两重”领域8000亿元，占比61.5%，项目清单8月前已全部下达完毕，消费品以旧换新3000亿元，目前已下达三批，共计2310亿元，第四批690亿元将于10月份下达，设备更新2000亿元，其中1880亿元投资补助资金已下达完毕，支持约8400个项目，带动总投资超过1万亿元。
- 今年超长期特别国债、中央预算内投资（中央预算内投资7350亿元8月前已基本下达完毕）和地方专项债三类资金支持领域有一定重合，共涉及十二大类项目，其中基础设施5类，房地产2类，安全2类，及其他3类。三类资金合力之下，将对下半年基建投资形成有效支撑。

三类资金项目

三类资金支持的重叠项目

基础设施类

- 交通基础设施
- 物流基础设施
- 市政基础设施
- 新型基础设施
- 前瞻性/战略性新兴产业基础设施

房地产类

- 城市更新
- 保障性安居工程及配套基础设施

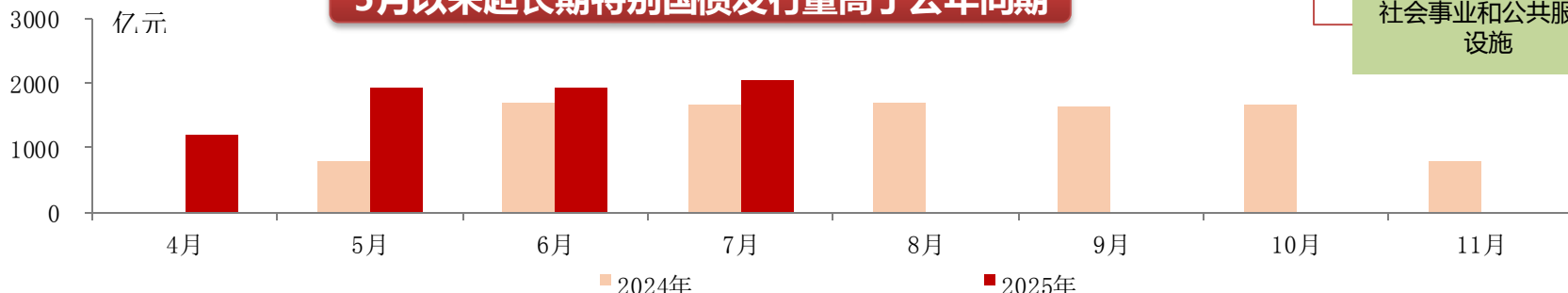
安全类

- 粮食安全
- 能源安全

其他类

- 产业园区
- 生态环保
- 社会事业和公共服务设施

5月以来超长期特别国债发行量高于去年同期

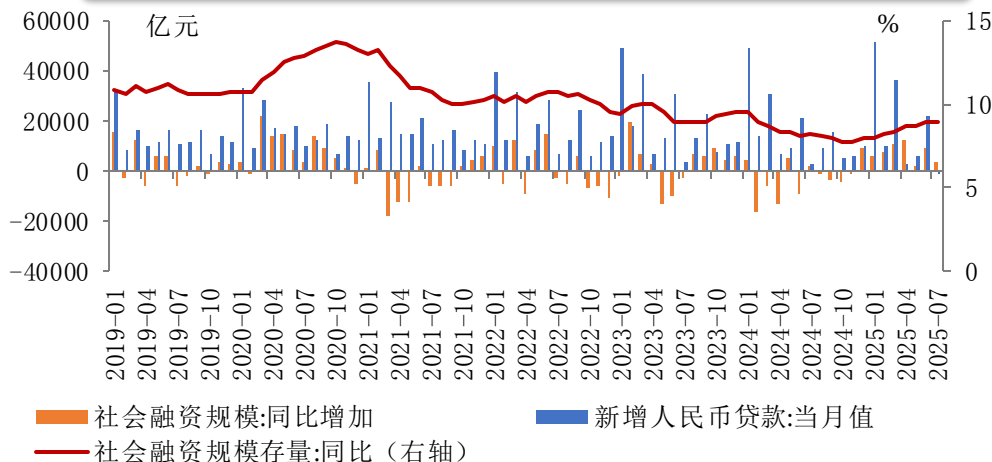


2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

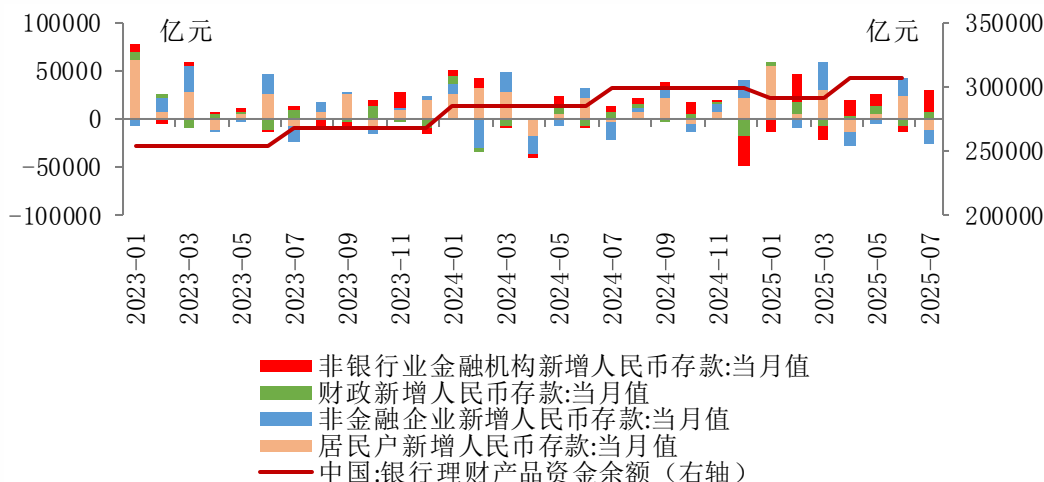
□ **社融增速小幅走高，人民币信贷再次转负。** 1-7月，社融存量同比增长9.0%，增速较前值升高0.1个百分点，符合市场预期。7月社会融资规模增量为11600亿元，同比增加3613亿元，新增人民币贷款-500亿元，符合“小月”特征。7月企业中长期贷款减少2600亿元，信贷需求仍然偏弱，同时特殊再融资专项债和企业债部分替代了企业中长期贷款需求；居民中长期贷款减少1100亿元，同比多减1200亿元，楼市成交继续降温。短期内直接融资仍为社融扩张的核心拉动力量。

□ **居民和企业存款活化明显。** 央行数据显示，2022年金融机构发行大额存单12.7万亿元，达到2015年6月推出之后的最高值，其中三年期存单占比超过50%，今年下半年到期的规模约为2.6万亿元，7月以来，随着资本市场的热度不断上升，居民新增存款出现负增长，非银金融机构存款增加，同时6月银行理财产品资金余额延续2023年12月以来的回升态势，7月创历史新高，高达30.67万亿元，较3月新增1.53万亿元，企业活期存款同比今年以来也快速走高，或与化债改善企业现金流、中小企业账款周期缩短等因素有关。

社融存量同比增速小幅走高，新增人民币贷款转负



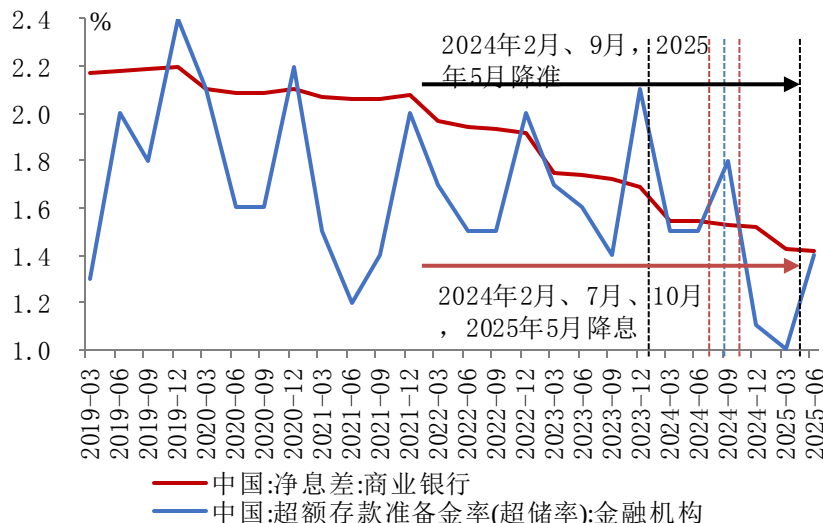
7月居民存款活化显著，银行理财规模上升



2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

□ 结构性工具将发挥主要作用，降准降息或将后移。从历史数据来看，2025.Q2超储率1.4%，处于2019年以来的较低位，净息差1.42%，仍处于下降通道，并接近监管临界点。二季度货币政策执行报告中，强调“落实落细”，但并未提及“适时降准降息”，与7月政治局会议表述一致。同时，**近期两项财政贴息的落地，在强化金融机构“反内卷”和稳息差的背景下，降准降息的时间窗口可能后移至四季度**，此外，美联储降息情况、三季度经济数据边际变化等，也将对年底前的货币政策节奏产生影响。

二季度超储率上升，净息差下行



近期重点货币金融政策：“反内卷”与落实落细

发布时间	相关会议/政策文件	主要内容
5月7日	央行、金融监管总局、证监会：一揽子金融政策	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，下调政策利率0.1个百分点，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，增加科技创新和技术改造再贷款额度、支农支小再贷款额度各3000亿元，扩大保险资金长期投资试点范围，拟再批复600亿元
6月24日	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	聚焦消费重点领域加大金融支持，结合消费场景和特点创新金融产品，持续推动消费领域金融服务提质增效。优化消费支付服务，健全消费领域信用体系建设，加强金融消费者权益保护
6月27日	《绿色金融支持项目目录（2025年版）》	持续推进绿色金融体系建设，《目录》涉及九大领域：节能降碳产业、环境保护产业、资源循环利用产业、能源绿色低碳转型、生态保护修复和利用、基础设施绿色升级、绿色服务、绿色贸易、绿色消费
7月30日	中共中央政治局会议	落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。货币政策要保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具，促进社会综合融资成本下行
8月5日	《关于金融支持新型工业化的指导意见》	以需求牵引深化金融供给侧结构性改革，强化产业政策和金融政策协同，为推进新型工业化、加快发展新质生产力提供高质量金融服务，坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争
8月12日	《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	向餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育8类消费领域服务业经营主体发放，年贴息比例为1个百分点。
8月12日	《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》	贴息范围包括家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域，年贴息比例为1个百分点。
8月15日	央行二季度货币政策报告	在适度宽松的货币政策基础上新增“落细”表述，删除了一季度报告中“适时降准降息”的表述。四篇专栏均聚焦货币投放结构性问题，包括普惠小微金融、支持科技创新、优化信贷结构和促进消费领域

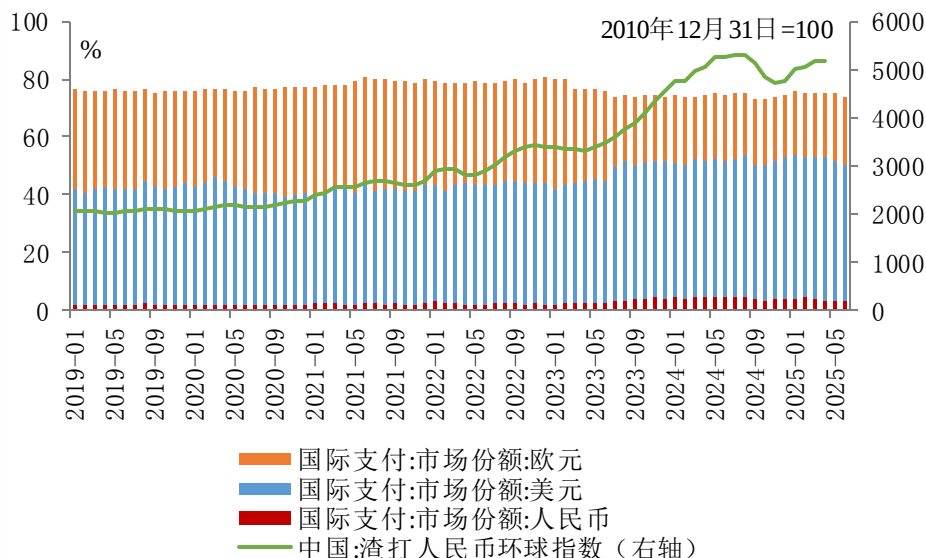
www.swsc.com.cn

数据资料来源：wind、中国政府网、中国人民银行、金融监管总局、证监会等，西南证券整理

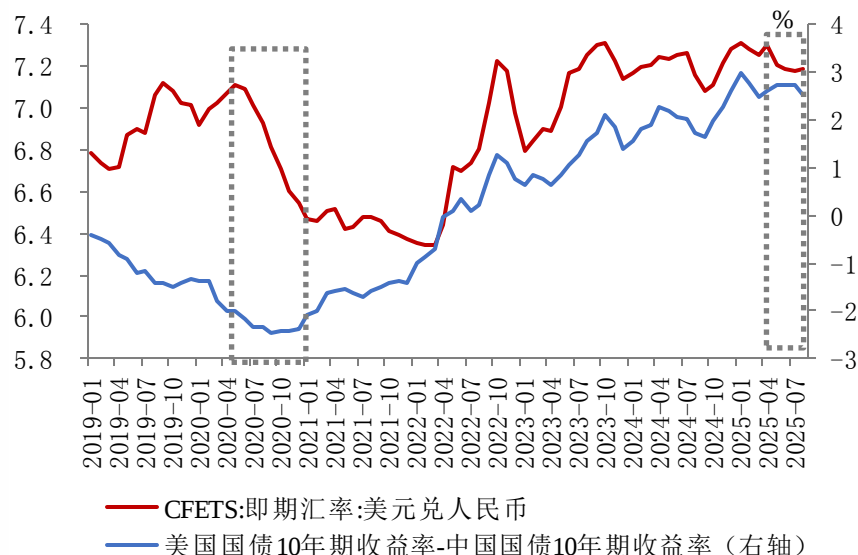
2 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

- ❑ **人民币结算份额有所回落，但境外持有在岸资产规模回升。**资产配置截至2025年6月，人民币在国际支付中的市场份额约2.88%，较2月高点下降1.45个百分点，排名降至第6位，而美元市场份额约为47.19%，较1月高点下降2.98个百分点。但截至4月，渣打人民币环球指数连续上行，升至八个月以来高点5165，年初以来上涨2.95%。反映出，除跨境支付份额有所回落外，离岸人民币存款、外汇交易、债券发行及在岸资产持有等综合表现较好，人民币国际化仍处于2023年5月以来的较快上升通道中。
- ❑ 2025年5月以来，美元指数由100.10回落至7月的97.95，人民币汇率持续升值，7月日均值升至7.1727，中美利差也由5月的2.7382收窄至7月的2.7094，截至8月20日，月均利差继续收窄至2.5290，**当前市场对美联储重启降息的预期升温，跨境资金加快流动，短期内，人民币仍有升值预期**，中期来看，汇率具有调节宏观经济和国际收支自动稳定器的功能，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定仍是基本定调。

人民币支付份额占比下降，但环球指数上行



中美利差收窄，人民币低波韧性



目 录

◆ 经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择

◆ 增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏

◆ “十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化

◆ 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

3 “十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化

- 中共中央政治局7月30日召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议。

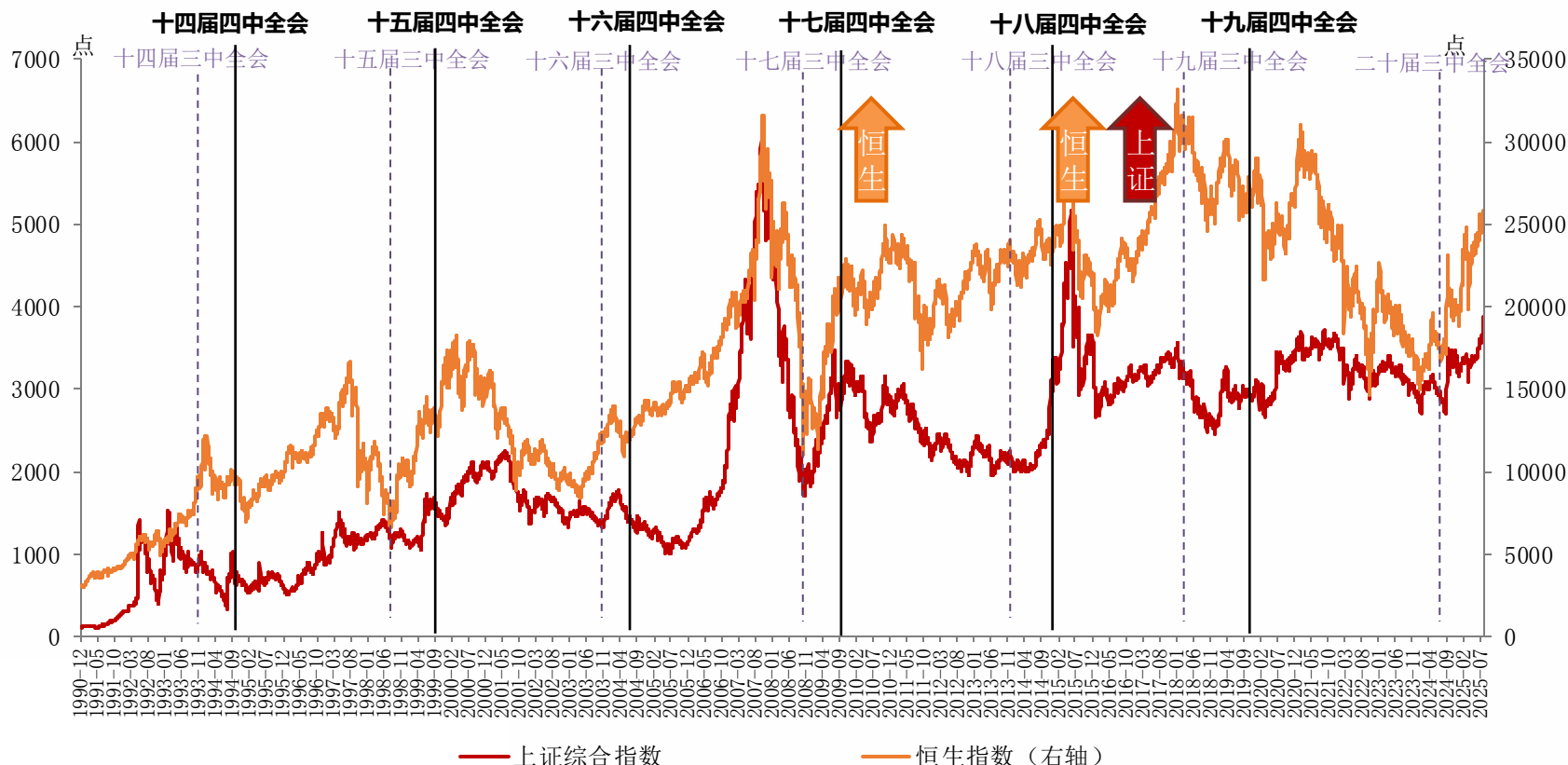
改革开放以来历届四中全会重要文件及公报

会议届次	召开时间	重要文件	人员调整
十一届四中全会	1979年9月25日-28日	《中共中央关于加快农业发展若干问题的决定》	增补王鹤寿等12人为中央委员，选举赵紫阳、彭真为中央政治局委员
十二届四中全会	1985年9月16日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第七个五年计划的建议(草案)》	重点推进中央领导机构成员新老交替，收到64位老同志不再担任中央委员及候补委员，37位老同志退出中央顾问委员会30位老同志退出中央纪律检查委员会的请求，同意其申请并提请全国代表会议审议
十三届四中全会	1989年6月23日-24日	《关于赵紫阳同志在反党反社会主义的动乱中所犯错误的报告》	对中央领导机构的部分成员进行了调整，主要包括：选举江泽民为中央委员会总书记；增选江泽民、宋平、李瑞环为中央政治局常委。这是中共历次四中全会中唯一一次改选中央主要领导人的全会
十四届四中全会	1994年9月25日-28日	《中共中央关于加强党的建设几个重大问题的决定》	增选黄菊为中央政治局委员；决定增补吴邦国、姜春云为中央书记处书记
十五届四中全会	1999年9月19日-22日	《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	增补胡锦涛为中共中央军事委员会副主席
十六届四中全会	2004年9月16日-19日	《中共中央关于加强党的执政能力建设的决定》	胡锦涛任中共中央军事委员会主席，递补中央委员会候补委员艾斯海提·克里木拜、王正伟为中央委员会委员
十七届四中全会	2009年9月15日-18日	《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》	——
十八届四中全会	2014年10月20日-23日	《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》	递补中央委员会候补委员马建堂、王作安、毛万春为中央委员会委员
十九届四中全会	2019年10月28日-31日	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	递补中央委员会候补委员马正武、马伟明同志为中央委员会委员

3 “十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化

- 1990年以来，我国共召开了六届四中全会，上证综合指数在会议召开后1个月点位与开会日相比，仅上涨1次（第十八届），其他均为下跌，恒生指数上涨的有2次（十七届、十八届），其他均为下跌。第十四届四中全会后，上证指数跌幅最大，超过20%，恒生指数下跌幅度均在1%-2%左右。

历届三中、四中全会后A股及港股表现



3 “十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化

□ **二十届四中全会主要议程是：**中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。

“十五五”规划的时间进度节点预估

2024.3，前期课题研究

2024.10，启动编制规划基本思路

2025.3，启动编制规划基本纲要
对总体规划纲要的特定领域进行细化和深化，围绕重点领域和薄弱环节展开、深化和具体化

2025.10，制定形成《纲要建议》
根据国家发展战略和产业发展趋势，对产业结构、产业布局、技术创新、资源配置等进行系统规划和设计，以实现产业升级和可持续发展

2026.3，审议并通过《纲要》，对外正式发文

www.swsc.com.cn

资料来源：中国政府网、新华网，西南证券整理

要点聚焦

发展思路

增强消费扩大内需、激发民间投资活力、重点领域和战略性产品核心技术攻关

产业发展

未来产业，生产性服务业，制造业高端化、智能化、绿色化

城乡建设

农业全面升级、现代化都市圈，宜居韧性智慧城市公共服务扩面提质

支持保障

企业创新主体地位、创新人才吸引政策、营商环境、开放型经济新体制

可持续发展

污染治理、碳排放管控；粮食安全、能源安全、金融安全、应急能力提升

“十五五”经济建设主战场：现代制造业

做大做强的主要载体：新兴产业

- 人工智能、集成电路、数据和工业机器人产业、工业母机、高端传导器、工业软件、先进材料

创新突破的主要动力：未来产业

- 新型显示、数字孪生、卫星互联网、人形机器人、可控核聚变、合成生物、深海空间

转型升级的主要模式：绿色发展

- 深化人工智能、大数据、云计算、物联网、区块链等数字技术在工业减排降碳过程中的应用

3 “十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化

重大科技项目：6类
；重大工程：9类，
与此前已部署的16
个国家科技重大专项
(2006-2020年)
在实施时序上实现有
序衔接

2017年，新
增“人工智
能2.0”专项
，形成
“15+1”
的布局

2021年，系统部署“
脑科学与类脑研究”
及“新一代人工智能
”相关基础研究

2024、2025年新一代人
工智能、脑科学与类脑研
究、四大慢性病重大专项
推进加快

2050：建成世界科
技创新强国，成为世
界主要科学中心和创
新高地

2016：《国家创新驱动发展
战略纲要》面向2030年部署
了一批科技创新重大项目，即
“科技创新2030—重大项目”

2020：进入创新型
国家行列，基本建成
中国特色国家创新体
系

2030：跻身创新型
国家前列，发展驱动
力实现根本转换，经
济社会发展水平和国
际竞争力大幅提升

重大科技项目

航空发 动机及 燃气轮 机 (410 篇)	深海空 间站 (79 篇)	量子通 信与量 子计算 机 (406 篇)	脑科学 与类脑 研究 (44 篇)	国家网 络空间 安全 (124 2篇)	深空探 测及空 间飞行 器在轨 服务与 维护系 统10 篇)
--------------------------------------	--------------------------------	--------------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	---

重大工程项目

种业 自主 创新 (53 6 篇)	煤炭 清洁 高效 利用 (755 篇)	智能 电网 (34 758 篇)	天地 一体 化信 息网 络 (34 0 篇)	大数 据 (44 107 5 篇)	智能 制造 和机 器人 (41 38 篇)	重点 新材 料研 发及 应用 (30 3 篇)	京津 冀环 境综 合治 理 (87 4 篇)	健康 保障
----------------------------------	------------------------------------	------------------------------	--	----------------------------------	---	---	---	----------

人工
智能
2.0
(92
篇)

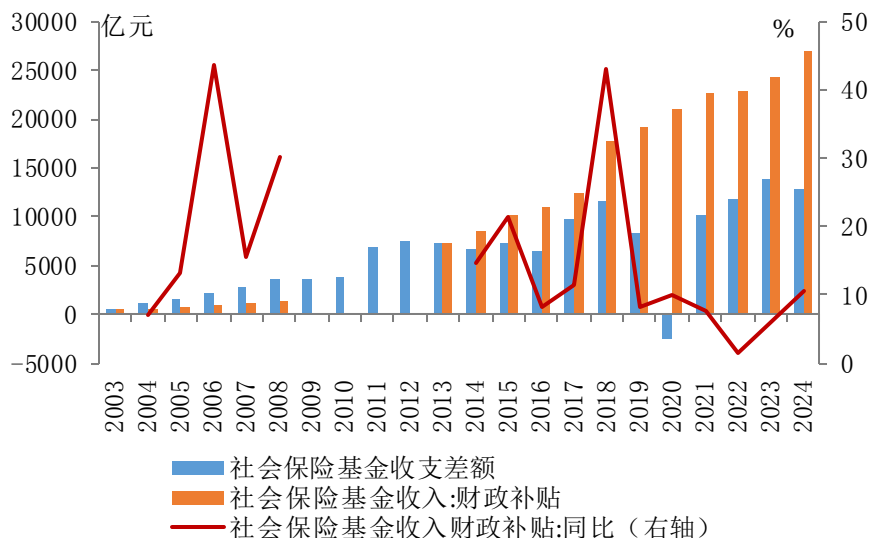
www.swsc.com.cn

数据资料来源：中国政府网、中国知网，西南证券整理；注：标注底色的是2024-2025申报项目较多的，彩色字体的是未来研究潜力较大的领域。篇数是中国知网截至2025.8.29查询的相关报告数量，健康保障涉及内容较广，在此不做篇幅查询。

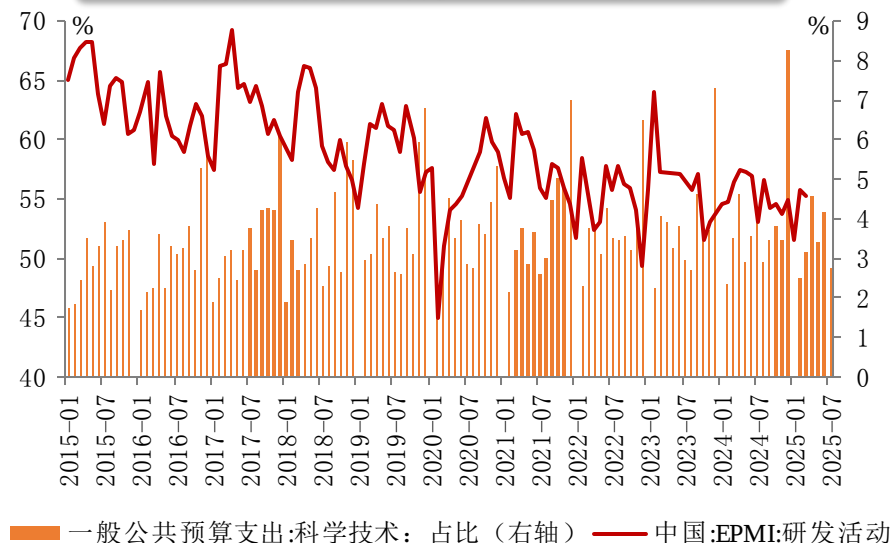
3 “十五五”产业聚焦：资金投向与产业优化

- ❑ **社保收支差额基本保持正值，财政补贴逐年递增。**2003年以来，除2020年外，社保收支差额始终为正，2024年社保收支差额12883.42亿元，同比-7.5%，增速较2023年大幅回落25个百分点，而财政对社保的补贴也逐年增加，2024年达到26861.3亿元，同比10.67%，较2023年加快4.88个百分点。8月1日，最高人民法院举行新闻发布会，发布《最高人民法院关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）》及典型案例，自今年9月1日起施行，无论双方协商还是劳动者单方承诺，任何“不缴社保”的约定都是无效的。社保覆盖面有望继续扩大。
- ❑ 中国3月EPMI（战略性新兴产业采购经理指数）研发活动55.3%，同期EPMI59.6%，4月后EPMI出现大幅下降，5月有所回升后，6-8月持续下降，预计EPMI研发活动目前也在下行中，同期，科学技术支出在财政支出中的占比也从3.17%降至2.77%。2019年以来，科学技术支出在财政支出中的占比基本稳定在3.8-3.9%，2024年全年科学技术一般公共预算支出总计11505亿元，今年按照占比3.85%估算总计约11435亿元，1-7月支出5330亿元，年内仍有6105亿元待支出，这也将提升战略性新兴产业的研发预期。

2022年以来财政补贴社保增速持续上升

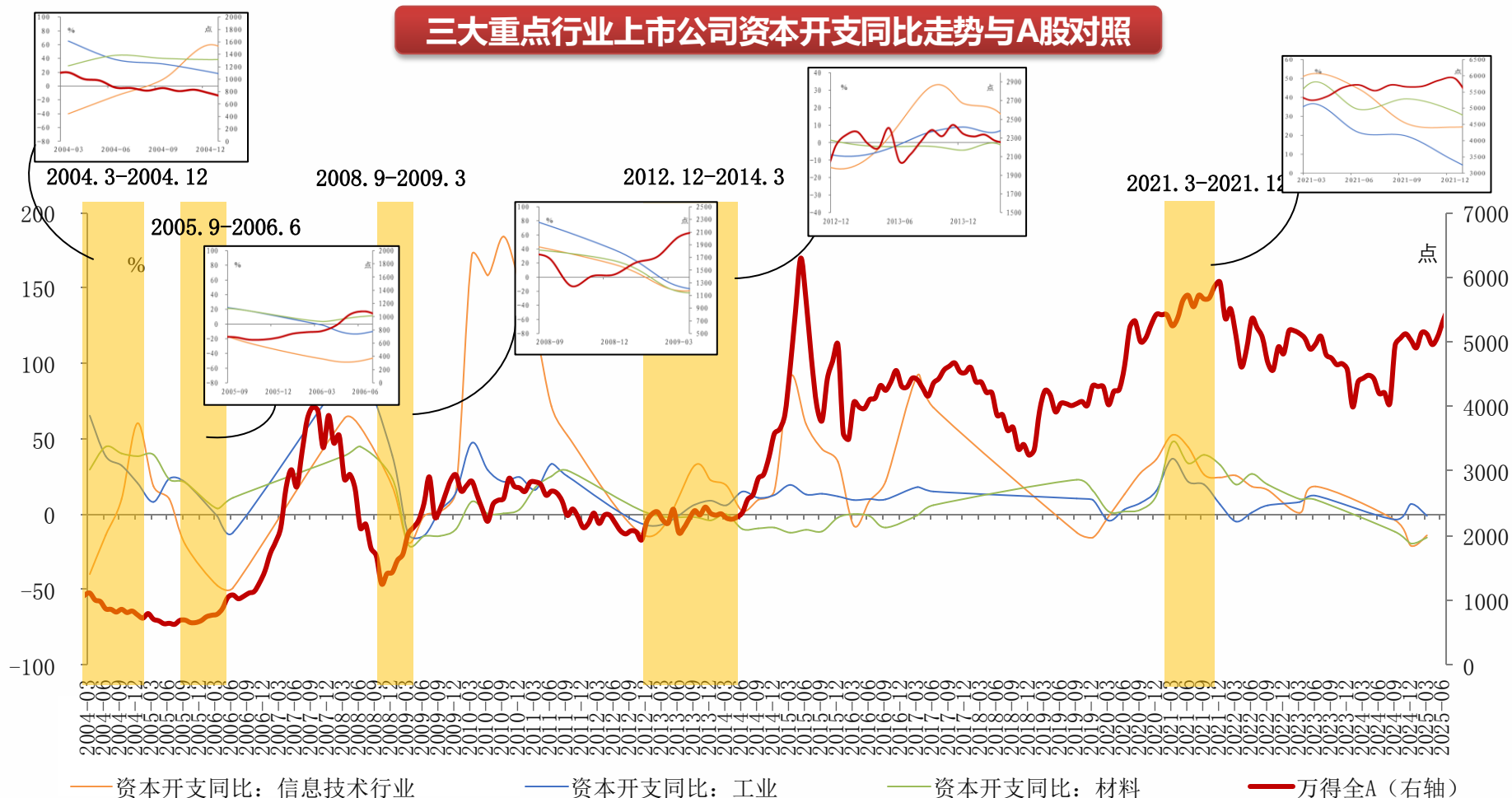


下半年科技支出有望出现显著上升



3 “十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化

- 我们采用全部A股中可自由流通市值占比最高的信息技术（23.2%）、工业（20.09%）和材料（13.05%）行业的资本开支同比增速与股价走势进行对照。企业资本开支周期与股价走势基本同步，但自2004年以来出现过5次背离情况，背离之后通常在2-5个季度后走势趋同。



3 “十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化

□ 1978年改革开放以来，我国共举行了4次国庆阅兵，2次纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利阅兵。2027年，要实现建军一百年奋斗目标，2035年，基本实现国防和军队现代化，21世纪中叶，把人民军队全面建成世界一流军队。

改革开放以来的重大阅兵及军队改革举措

阅兵时间	阅兵特点	阅兵前后的军队改革
1984年10月1日	国庆35周年阅兵 改革开放后首次阅兵	1985年5月，中央军委扩大会议作出中国人民解放军将减少员额100万，即“百万大裁军”的战略决策。三总部机关的人员编制精简了近一半；11个大军区精简合并成7个；撤销大量师、团级单位 1988年，七届人大二次会议决定恢复军衔制，通过《中国人民解放军军官军衔条例》，人民解放军实行新的军衔制
1999年10月1日	新中国成立50周年，展示改革开放新时期国防和军队现代化建设成就	1995年12月，中央军委扩大会议通过《“九五”期间军队建设计划纲要》，明确提出科技强军战略和“两个根本性转变”的战略思想。军队建设由数量规模型向质量效能型、由人力密集型向科技密集型转变 1997年9月，宣布在20世纪80年代裁减军队员额100万的基础上，在三年内再裁减军队员额50万，继续优化规模结构
2009年10月1日	新中国成立60周年阅兵	2009年1月，发布《2008年中国的国防》白皮书，指出中国军队信息化建设进入全面发展的起始阶段。始于20世纪70年代的指挥自动化建设已从分领域转为跨领域综合集成为主，军事斗争聚焦信息化建设
2015年9月3日	抗战胜利70周年阅兵，首次在非国庆日举行，首次邀请外国首脑和外军方队参加；铭记历史、捍卫和平	2015年，我国开始全面实施改革强军战略，坚定不移走中国特色强军之路，形成“军委管总、战区主战、军种主建”的格局
2019年10月1日	新中国成立70周年，中国特色社会主义进入新时代的首次国庆阅兵	2019年，陆军领导机构、战略支援部队和联勤保障部队成立，构建起“中央军委 - 军种 - 部队”的新型领导管理体系
2025年9月3日	纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年	——

目 录

◆ **经济应变求变：强韧性与增潜能下的路径选择**

◆ **增量政策仍待激发：宽财政与松货币的节奏**

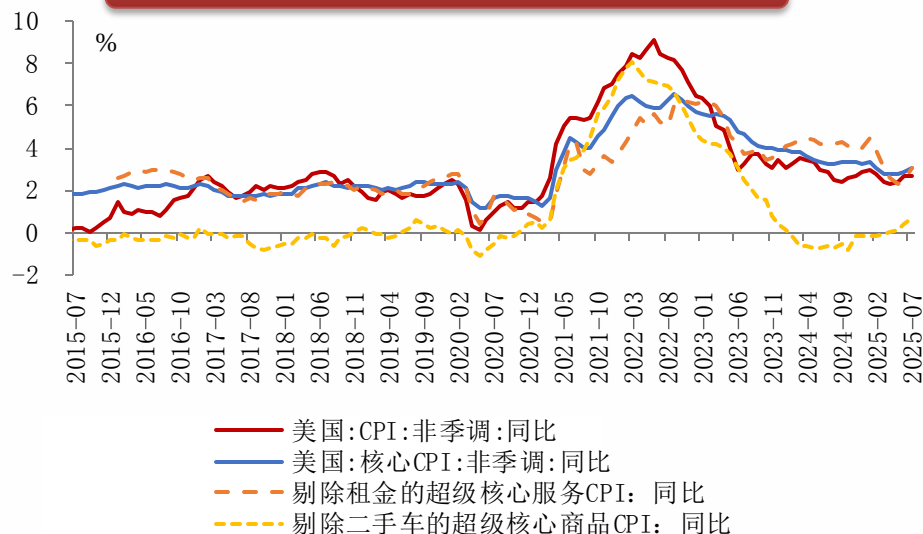
◆ **“十五五” 产业聚焦：资金投向与产业优化**

◆ **贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望**

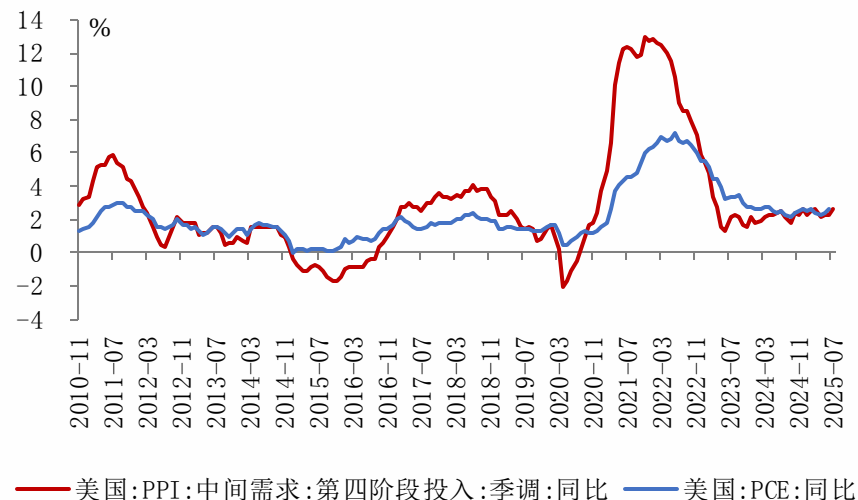
4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

- **7月美国CPI总体表现温和，超级核心服务CPI走高。** 2025年7月美国CPI同比上涨2.7%，低于预期2.8%，与6月份持平；环比上涨0.2%，符合市场预期，较6月份0.3%涨幅有所放缓。然而，核心CPI同比攀升至3.1%，高于预期3%，创下自2月以来新高，环比上涨0.3%。其中，剔除房租后的超级核心服务CPI环比从0.15%加速至0.49%，同比也由2.5%升至3.1%，交通运输服务价格是最主要的推动项，医疗服务和休闲服务价格环比增速也升高；剔除二手车价格的核心商品CPI环比增速由0.3%回落至0.2%，同比由0.4%升至0.7%。
- **7月美国PPI超预期，但对PCE影响或有限。** 7月美国PPI同比涨幅从6月的2.3%飙升至3.3%，为今年2月以来最高水平，并且远超预期，美国7月PPI环比0.9%，为2022年6月以来最大涨幅。扣除食品和能源价格后，7月核心PPI同比3.7%为2月以来最高水平，同样超过预期和前值，环比增长0.9%，为2022年4月以来最大涨幅。John O'Trakoun(2022)研究发现，当月PCE与PPI之间的相关性最强，约为0.46，PCE与七个月前的PPI之间的相关性也大于0.3，但并不能完美预测。

7月超级核心服务、商品CPI同比走高



中间需求PPI（第四阶段）与PCE有一定相关性



4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

□ 8月1日，特朗普宣布新一轮“对等关税”，税率从10%到41%不等，覆盖多个国家和地区。美国与部分国家已达成暂时协议，如中国、欧盟、日本、韩国、英国等，但与一些国家关税争执还在升级，如印度、加拿大、瑞士等。

今年以来美国对各国征收的关税税率及谈判进展

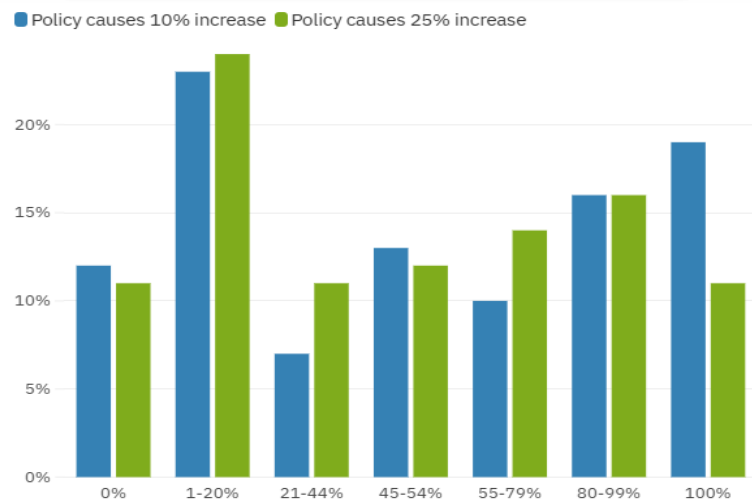
国家/地区	今年以来美国征收的关税税率（对等关税+芬太尼关税）	最近协议/谈判进展日期	相关贸易协议及谈判进展
中国	30%	2025-08-12	《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》双方同意自8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对双方商品加征的剩余10%的关税。
欧盟	15%	2025-08-21	美国与欧盟发布联合声明，美国将对汽车、药品、半导体和木材等大多数欧盟输美商品征收15%的关税。稀缺自然资源（如软木）、飞机及零部件、仿制药等得到豁免。 欧盟承诺取消对美国产工业品的关税，并为美国海产品和农产品提供优惠市场准入。计划到2028年前采购7500亿美元的美国液化天然气、石油和核能产品，另采购400亿美元的美国人工智能芯片，同时计划大幅增加对美军工和防务装备的采购。欧盟企业还将在美国战略性行业新增6000亿美元投资。
日本	15%	2025-07-22	美国与日本达成贸易协议，美对日关税税率由25%降至15%，日本承诺设立5500亿美元基金用于对美直接投资，在农业方面，日本将立即增加75%的美国大米进口配额，并购买价值80亿美元的美国农产品。在航空领域，日本承诺购买100架波音飞机等美国制造的民用飞机。
韩国	15%	2025-07-31	美国和韩国达成贸易协定，美国决定将对等关税和汽车产品关税从25%下调至15%，韩国将向美国造船业等投资3500亿美元，并购买价值1000亿美元的液化天然气和能源。
英国	10%	2025-05-08	美国保留对英国进口商品征收10%关税的条款，对英国的汽车进口关税从25%降至10%，英国同意将其关税从5.1%降至1.8%，并提供更多美国商品的准入，如美国牛肉和乙醇。英国也会获得美国化学品和机械设备的新市场准入。
印度	50%	2025-08-26	美国拟自8月27日零时起对印度商品加征50%关税。
加拿大	35%	2025-07-31	特朗普宣布自8月1日起，加拿大输美商品关税税率从25%上调至35%。
墨西哥	25%	2025-07-31	特朗普表示，与墨西哥达成协议的复杂性与其他国家达成协议有所不同，他们同意延长两国的协议90天，即墨西哥将继续支付25%的芬太尼关税、25%的汽车关税以及50%的钢铁、铝和铜关税。
瑞士	39%	2025-08-01	美国将从8月7日起对瑞士进口商品征收 39% 关税
南非	30%	2025-08-07	美国对南非加征30%“对等关税”生效
越南	20%	2025-07-03	特朗普宣布与越南达成关税协议，税率从原先的46%降至20%，并对经越南出口的其他国家商品征收40%的关税。
印度尼西亚	19%	2025-07-15	美国和印度尼西亚确定达成协议，美国总统特朗普将印尼商品的对等关税从原本的32%调低至19%。印尼将对美国工业、科技产品和农产品开放市场，取消99%的关税壁垒，并承诺购买价值150亿美元的美国能源产品、45亿美元的农产品以及50架波音飞机。
菲律宾	19%	2025-07-22	特朗普宣布美国与盟友菲律宾达成贸易协议，并将对菲律宾进口商品征收19%的关税。而菲律宾对美国商品实施零关税政策，还将在军事上开展合作。

资料来源：美国白宫、央视新闻等、西南证券整理

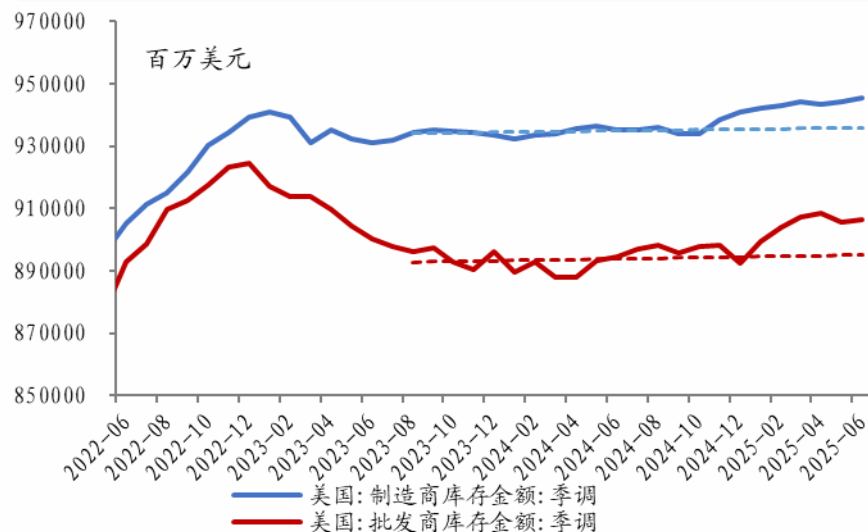
4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

- **美国当前关税对PCE价格的累计影响或在1个百分点以内。**据耶鲁预算实验室，截至8月6日，美国总体平均有效关税税率为18.6%。据亚特兰大联储研究，企业表示在不降低当前需求水平的情况下，平均预计能够转嫁10%成本增长的51.1%，以及25%成本增长的47.3%。根据旧金山联储测算，考虑到进口中间产品，美国PCE中支付给外国的比例约为11%。若按50%转嫁率测算，当前美国总体平均有效关税水平或将最多累计推升PCE价格1个百分点（ $11\% \times 18.6\% \times 50\%$ ），6月美国PCE同比较4月升高0.34个点，或已体现了约34%的关税传导。
- **由于前期进口商为避免关税加快囤积库存，关税对消费者价格的影响延迟显现。**除了运输时间会影响关税传导节奏外，企业库存囤积也会使得关税对美国消费价格的影响滞后。美国进口金额自2024年10月特朗普当选美国总统后便快速上升，将实际进口减去线性外推进口，去年11月至今年3月，美国进口商累计额外囤积了约1563亿美元货物，4月及之后进口水平陡降。按同样的计算方式测算，去年11月至今年6月美国制造商和批发商累计额外囤积约1204亿美元货物。库存消耗的节奏与消费需求变化有关。

不同成本转嫁比例公司的占比情况



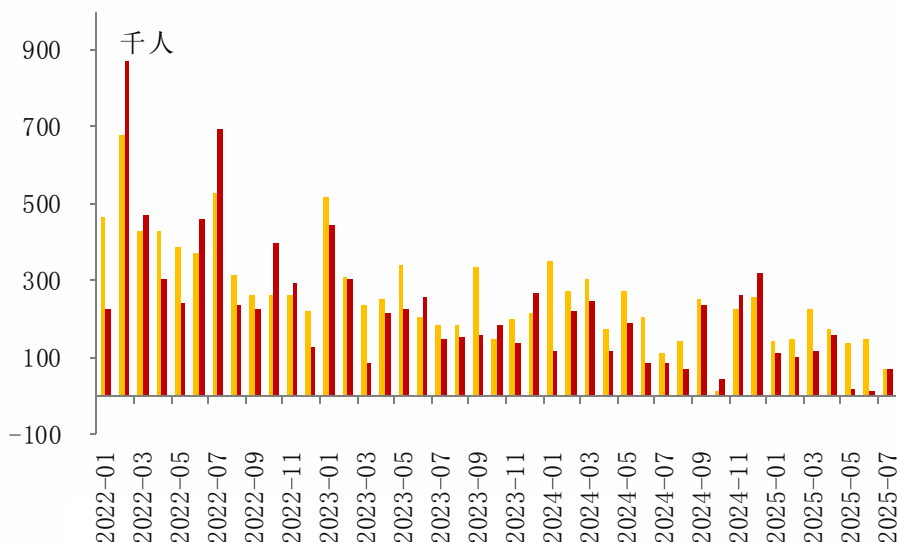
美国制造商、批发商囤积库存以应对关税不确定性



4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

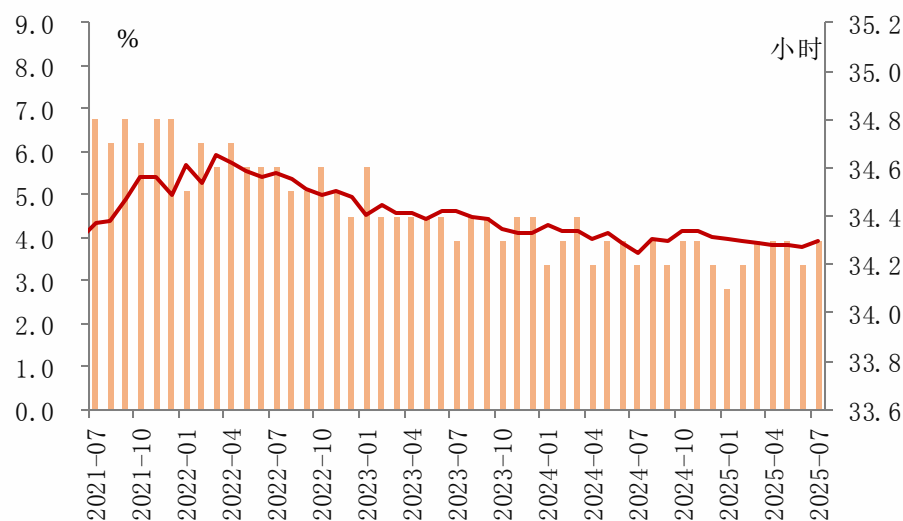
- ❑ **美国7月新增非农骤降，5、6月数据大幅下修。**美国7月非农新增就业人数骤降至7.3万人，创9个月来最低纪录，也不及预期的10.4万人。其中，教育和保健依然是非农就业的主要支撑。更令人意外的是，5月和6月数据被大幅下修。5月非农新增就业人数下修12.5万至1.9万，6月则下修13.3万至1.4万，合计减少了25.8万。BLS表示非农就业数据大幅下修是因为后续问卷回收效果不佳，以及季调因子的调整。
- ❑ **然而失业率仅温和上升，且薪资增速还有所升高。**美国7月失业率回升至4.2%，符合预期的4.2%，前值为4.1%；非农私营部门平均时薪同比增长3.91%，增速较6月的3.77%加快，环比增长0.33%，增速也较6月的0.25%升高。另外，平均每周工时也较6月升高了0.12小时。

5、6月新增非农就业人数大幅下修



■ 美国:新增非农就业人数:初值
■ 美国:新增非农就业人数:季调

7月非农私营部门平均时薪、每周工时有所上升

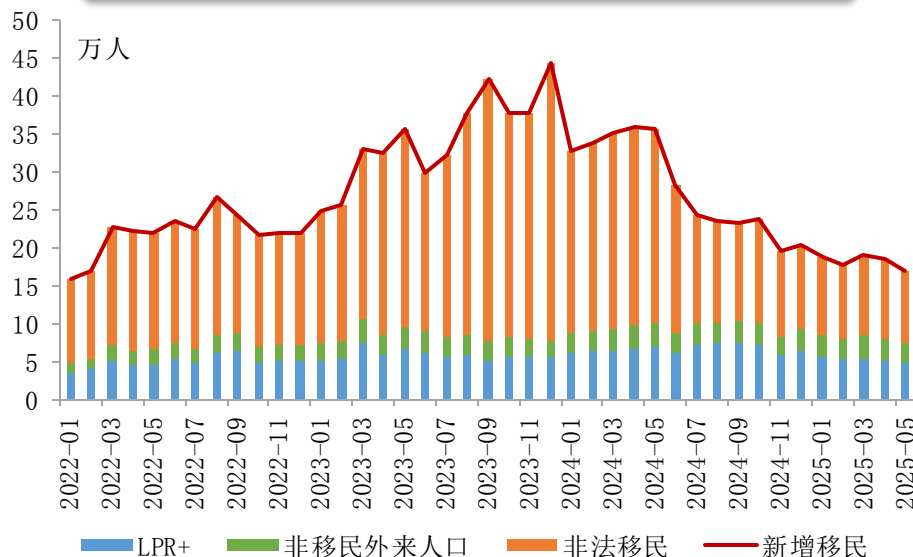


■ 美国:非农企业全部员工:平均每周工时:私营部门:季调(右轴)
■ 美国:非农企业全部员工:平均时薪:私营部门:季调:同比

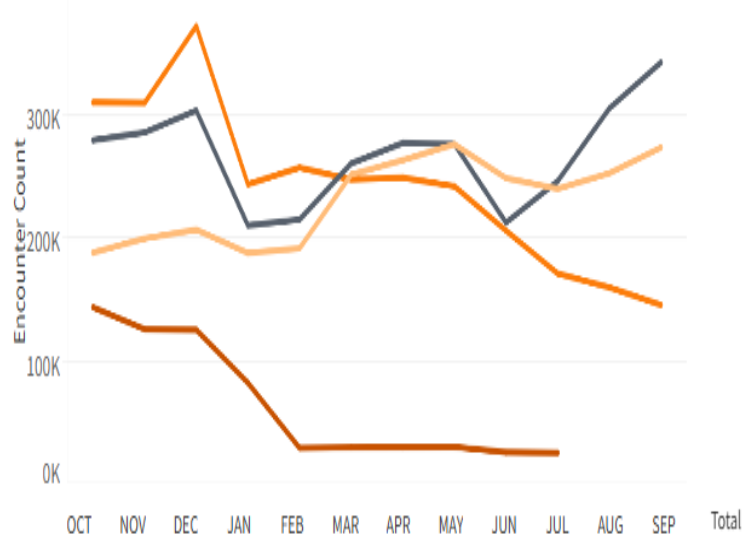
4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

- 鲍威尔在7月新闻发布会上表示“劳动力的需求和供应都在同时下降，这也解释了为什么失业率基本保持稳定”，他认为尽管新增就业岗位对劳动力需求的衡量指标在下降，但同时由于劳动力供给减少，就业市场“盈亏平衡”点也在同步下降。7月，美国劳动参与率进一步降至62.2%，连续三个月下行。
- **美国劳动力供给减少或与特朗普上台后采取的强硬移民政策有关。**2025年无证移民以及难民的流入量急剧下降，延续了自2024年6月开始的移民减少趋势。据测算2025年1月至5月美国净移民流入月均约为18万人，远低于2024年月均28万人，其中非法移民流入月均仅10万人不到。在劳动力供给下降背景下，美国就业增长“盈亏平衡”水平由2024年的19万人降至约15万人水平，目前新增非农就业已连续三个月低于该水平。

2025年1-5月美国非法移民流入快速下降



全国边境遭遇人数自2025年2月后降至低位



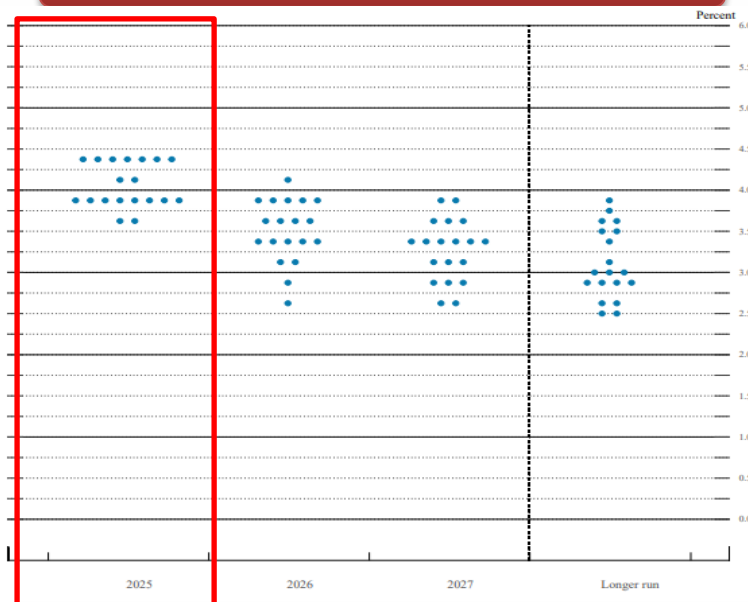
4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

- ❑ **美联储连续维持利率不变，9月降息或已确定。**当地时间7月31日，美国联邦公开市场委员会连续第五次会议维持利率在4.25%-4.50%区间不变，符合市场预期。值得注意的是，7月FOMC会议上两位理事鲍曼与沃勒投下反对票，联储内部对于通胀、就业数据的观点分化较大。**当地时间8月22日，鲍威尔在杰克逊霍尔会议演讲超预期转向鸽派，更加强调了“风险平衡似乎正在发生转变”，9月降息似乎已经板上钉钉。**
- ❑ **在“数据依赖”的路径下，美联储货币政策目前面临着十分矛盾的情况：通胀上行+就业下行。**通胀方面，鲍威尔认为目前关税对通胀的影响还在累积，但时间和幅度存在不确定性，后续还需要谨慎观察；就业方面，鲍威尔此次更加强调了“就业的下行风险正在上升”。此外，取消灵活平均通胀目标制（FAIT）意味着未来联储在控制通胀上行方面将更加严格。

截至8月22日市场对未来美联储利率路径的预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.3%	24.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	50.4%	12.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.4%	46.9%	22.4%	3.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	35.6%	36.6%	14.4%	1.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	24.3%	36.1%	24.8%	7.8%	0.9%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	12.1%	28.2%	32.4%	19.2%	5.5%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.2%	7.9%	21.4%	30.6%	24.8%	11.3%	2.7%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.4%	3.4%	12.3%	24.5%	28.7%	20.3%	8.4%	1.9%	0.2%
2026/9/16	0.2%	1.6%	7.0%	17.2%	26.2%	25.3%	15.5%	5.8%	1.2%	0.1%
2026/10/28	0.4%	2.6%	8.9%	18.9%	26.0%	23.5%	13.7%	4.9%	1.0%	0.1%
2026/12/9	0.6%	3.2%	9.9%	19.6%	25.8%	22.5%	12.8%	4.5%	0.9%	0.1%

6月美联储点阵图对未来利率的展望



4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

❑ 美联储人事风云不断，主席继任者尚未尘埃落定。2026年5月鲍威尔将结束四年主席任期（理事任期到2028年1月），近期特朗普以及海外媒体陆续提出美联储潜在候选人名单。

美联储潜在候选人名单

美联储主席候选人	当前职务	过往经历	Kalshi 胜率 (截至8月25日)	鸽派指数	特朗普指数
Christopher Waller	美联储理事	曾任圣路易斯联储研究主管、货币政策专家、特朗普1.0任命者。之前在2024年秋季主张对降息“更加谨慎”。	32%	★★★	★
Kevin Warsh	斯坦福大学胡佛研究所 谢泼德家族访问研究员	曾短暂在摩根士丹利担任投资银行家，后来在小布什政府的国家经济委员会任职，并在2006年被小布什提名为美联储理事。2017 年以微弱优势输给鲍威尔。	21%	★/★★★★	★★★★
Kevin Hassett	白宫国家经济委员会主任	曾在美联储研究部门和老布什政府及克林顿政府时期的财政部任职，之后又在美国企业研究所长期任职。	19%	★★★★★	★★★★★
Stephen Miran	白宫经济顾问委员会主席	曾在特朗普第一任总统任期内担任美国财政部经济政策高级顾问，之前在金融市场工作了十年。	10%	★★★★★	★★★★★
David Zervos	Jefferies 首席市场策略师	曾担任美联储经济学家，并在布勒文·霍华德等公司担任对冲基金经理。	9%	★★★★★	★★★★
James Bullard	普渡大学丹尼尔斯商学院 院长	曾在 2008 年至 2023 年期间担任圣路易斯联储主席，并且以精明、具有风向标作用的 FOMC 投票人而闻名。	5%	★★	★
Michelle Bowman	美联储理事，监管副主席	曾担任堪萨斯州Farmers & Drovers银行副总裁、堪萨斯州银行专员等职务。	3%	★★★★	★★
Rick Rieder	贝莱德高级董事总经理	-	2%	★★	★
Philip Jefferson	美联储理事，副主席	自1990年代起在美联储货币事务部门任职经济学家，由拜登提名为理事，一直投票支持鲍威尔的货币政策策略	<1%	★	★
Lorie Logan	达拉斯联储行长	曾担任纽约联储系统公开市场账户部门负责人，该部门负责处理央行的资产负债表和利率机制。	<1%	★	★
Larry Lindsey	林赛集团首席执行官	曾在1991年至1997年担任美联储理事时预见1990年代后期的股市泡沫，在里根和两任布什政府时期担任财政部长。	<1%	★★	★★
Marc Sumerlin	Evenflow Macro 创始合伙人	曾担任乔治·W·布什国家经济委员会副主任。	<1%	★★	★

4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

□ 特朗普还在不断攻击美联储理事，试图全面掌控美联储。今年以来，特朗普不断利用公开言论不断对鲍威尔施压。8月，美联储理事阿德里安娜·库格勒，已向特朗普递交辞呈，美联储理事Lisa Cook遭举报涉房贷欺诈，特朗普称将解雇Cook。美联储7位理事由总统提名并经参议院确认，12位联邦储备银行行长则由来自各自地区的银行家和商界领袖组成的地方委员会选出，12位行长必须在明年3月之前由理事重新任命。如果特朗普在明年3月之前在美联储理事会获得多数席位，他们可能会解雇部分意见相反的地区行长，并突破自1913年美联储成立以来保护其独立性的关键防火墙。

目前联邦公开市场委员会（FOMC）成员构成

2025年委员会成员	职位	是否2025年票委	鹰派/不确定/鸽派
Jerome H. Powell	理事，主席	√	
Philip N. Jefferson	理事，副主席	√	
Michelle W. Bowman	理事，监管副主席	√	
John C. Williams	纽约联储，FOMC副主席	√	
Michael S. Barr	理事	√	
Lisa D. Cook	理事	√	
Christopher J. Waller	理事	√	
Adriana Kugler*	理事（离职）	√	
Stephen Miran	理事（提名）		
Susan M. Collins	波士顿联储	√	
Austan D. Goolsbee	芝加哥联储	√	
Alberto G. Musalem	圣路易斯联储	√	
Jeffrey R. Schmid	堪萨斯联储	√	
候补成员	职位	是否2025年票委	鹰派/不确定/鸽派
Beth M. Hammack	克利夫兰行联储	×	
Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储	×	
Lorie K. Logan	达拉斯联储	×	
Anna Paulson	费城联储	×	
Sushmita Shukla	纽约联储，第一副行长	×	
其他	职位	是否2025年票委	鹰派/不确定/鸽派
Thomas I. Barkin	里奇蒙德联储	×	
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储	×	
Mary C. Daly	旧金山联储	×	

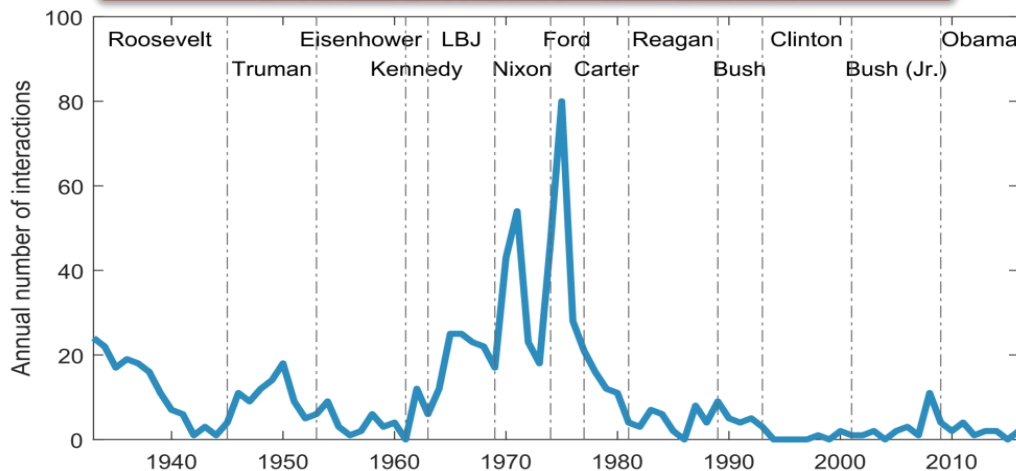
4 贸易博弈演绎下美联储的三重考量与应对展望

□ **美联储的独立性依据**：1951年《美联储-财政部协议》正式生效，奠定了美联储独立性的基础。美联储的行为和决策依据《联邦储备法案》及其后的改革法案，明文规定美联储制定货币政策时不需要通过总统或总统管辖的任何行政部门批准。1935年汉弗莱执行人案确立了**总统不得仅因政策分歧解雇独立机构官员，解职需要法定事由。这一标准通常被解读为失职或渎职。**

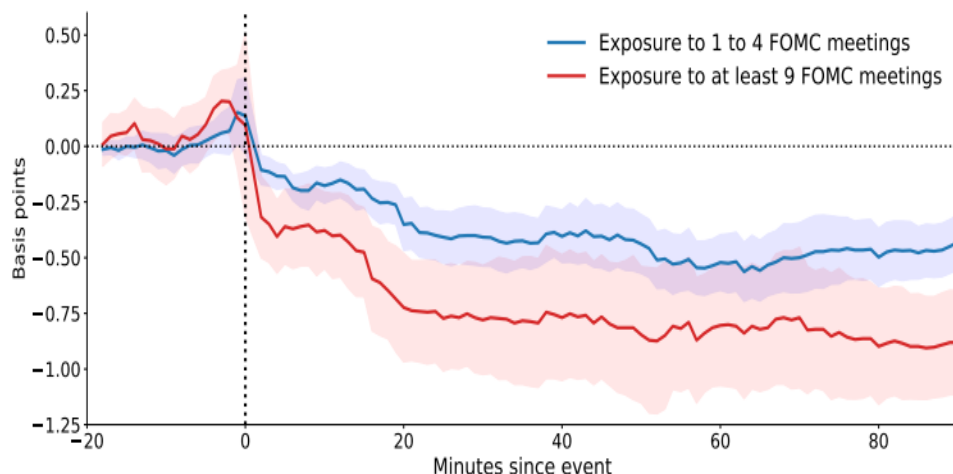
□ **美联储独立性受损的案例**：1970年代初期，美国总统尼克松对时任美联储主席伯恩斯不断施加压力，希望美联储降息、增发货币以刺激经济。在当时通胀率依然高企的情况下，美联储将联邦基金利率从1971年8月的5.8%下降至12月的3%。随着价格管制解除，美国CPI同比从1972年底的3.4%上升至1973年二季度的6%。美股1973-1974年大幅下挫。

□ **美联储独立性受损的潜在影响**：（1）直接导致利率下降；（2）对价格水平的影响是渐进式但持久的，推升中长期通胀预期；（3）对GDP的影响不显著，实际难以达成刺激经济的作用；（4）可能导致风险资产价格下跌，美债利率短端下降、长端上行。

每年美国总统与美联储互动的次数



特朗普关于美联储的推文对市场预期联邦基金利率的影响



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。



西南证券研究院

西南证券研究院

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	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn				