

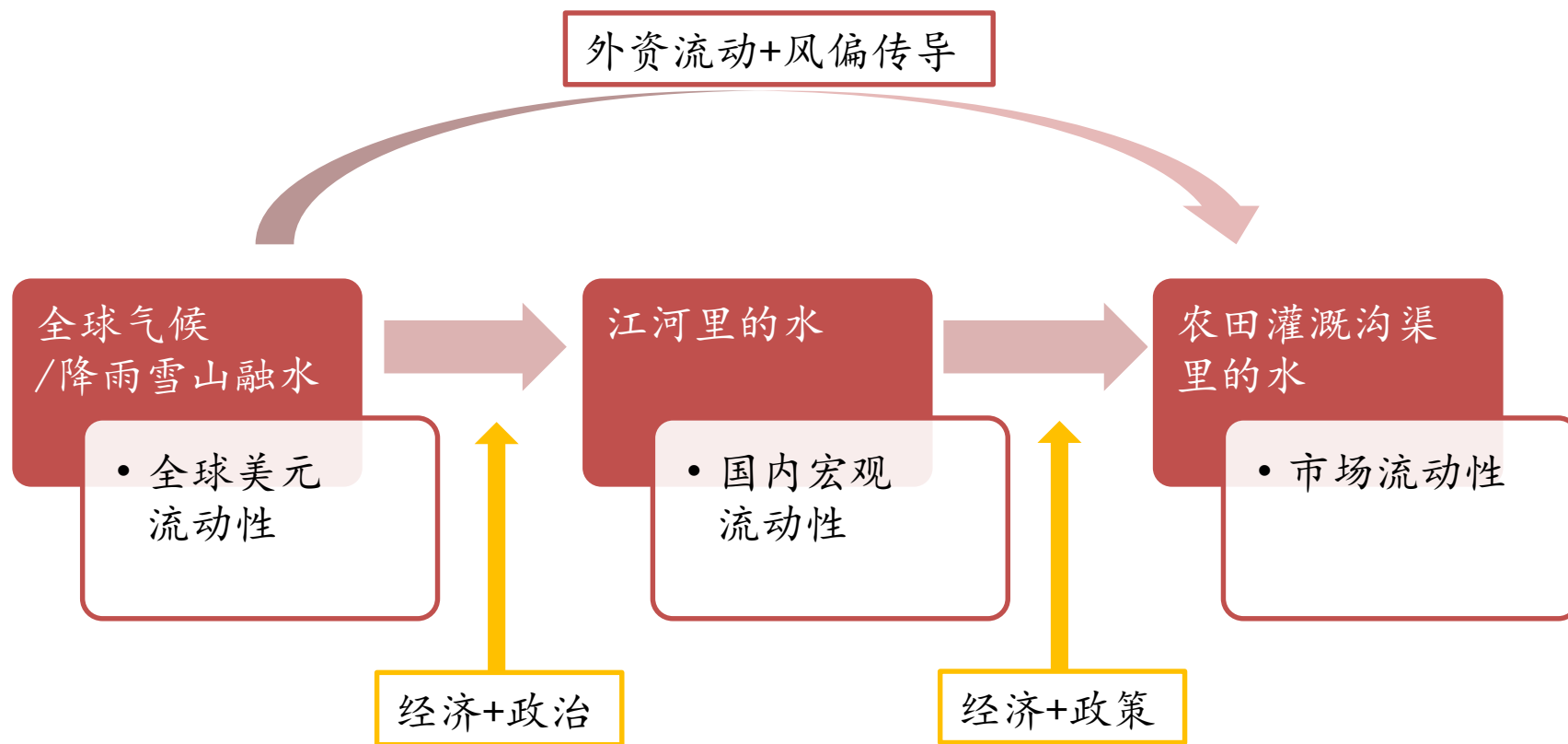
2025年中期策略展望

己日革之，待时而动

西南证券研究院
策略团队 程睿智
2025年7月

- ◆一、海外：财政风险暴露，指示潜在的全球流动性冲击
- ◆二、国内：通缩预期缓解，激活持续淤积的自由超额流动性
- ◆三、A股：狭窄区间内的快速轮动
- ◆四、行业配置思路

- ◆ 全球流动性
- ◆ 国内宏观流动性
- ◆ 市场流动性

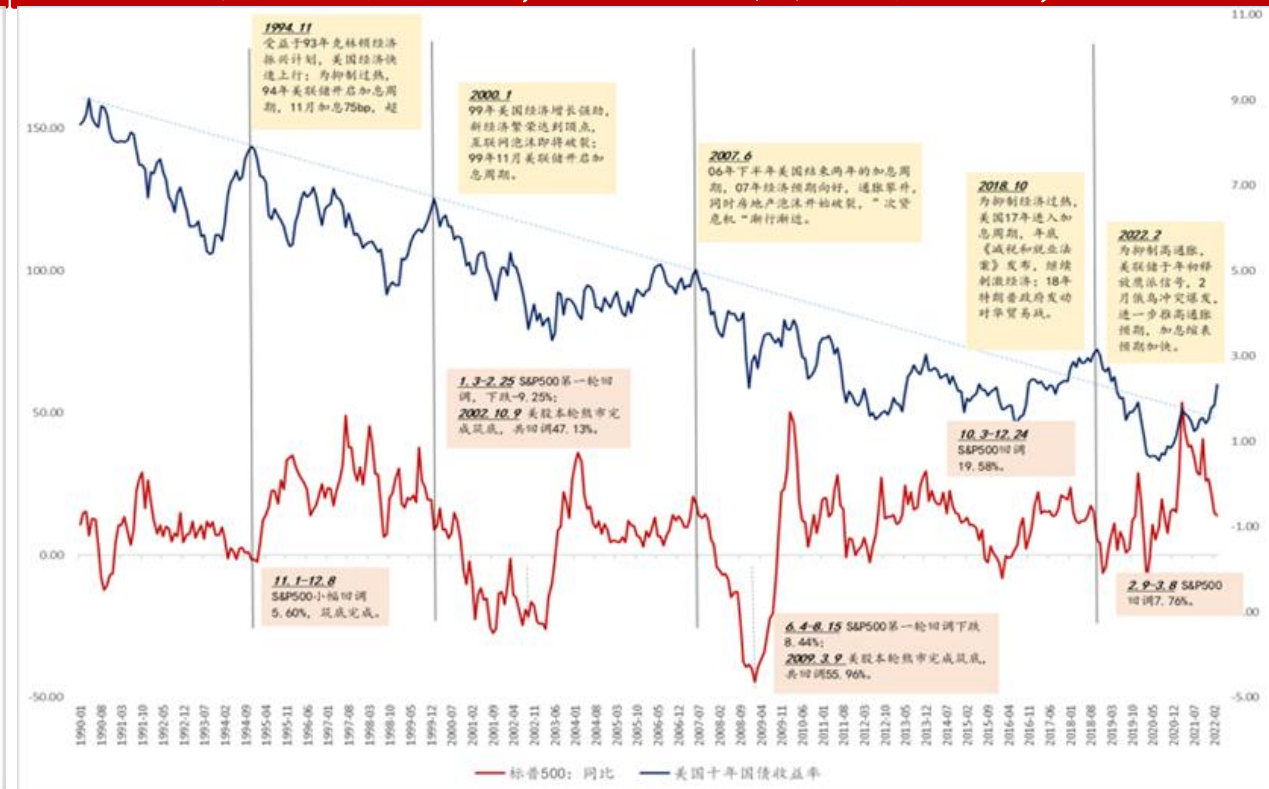


◆ 从债的视角，80年代以来到2022年之前，10年期美债利率有一条长期下行通道。过去每次利率触碰到下行通道上轨形成的美债拐点无不与联储宽松有关。然而这个通道已经在22年后被向上突破，世界从全球化走向对抗的同时，全球经济的平稳状态已经被打破。

10年期美债利率的长期下行通道 (%)



标普500走势 (左轴, %) 和10年期美债 (右轴, %)

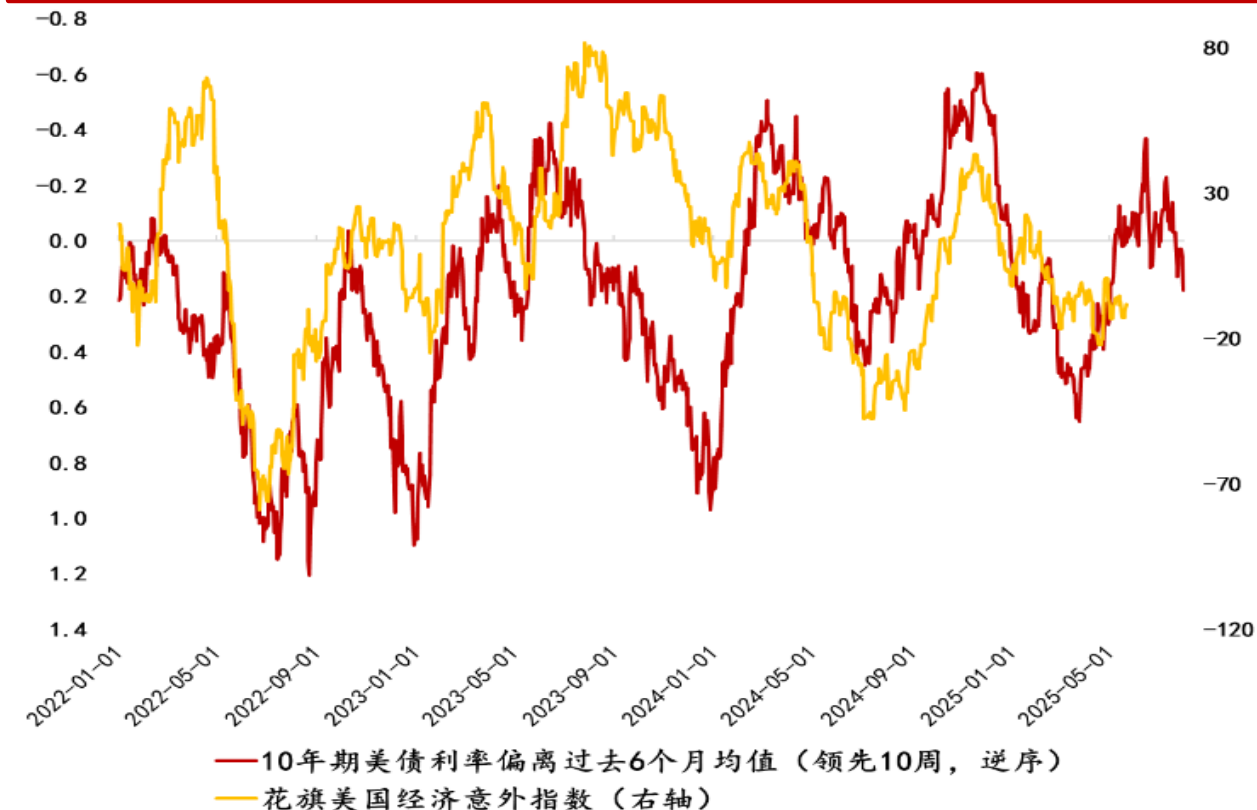


◆ 美元美债的背离：23年Q3的重演；美债上，美元下，反映的是财政风险的计价更加极致。

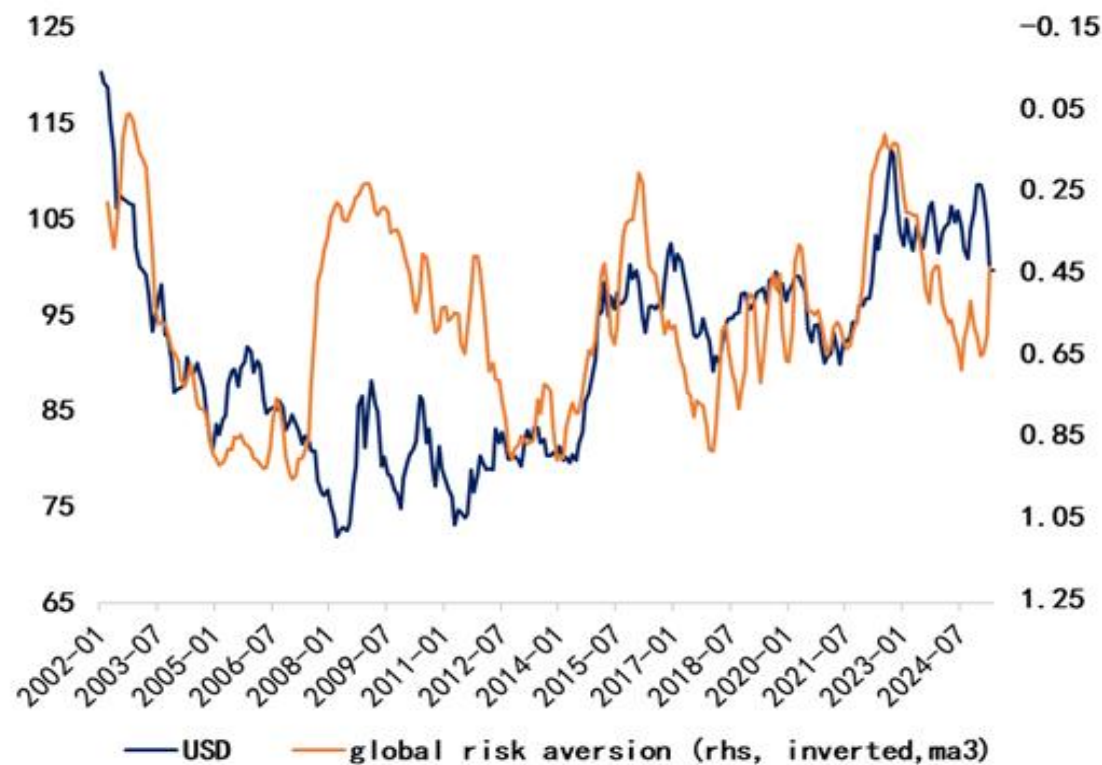


- ◆ 2005年，艾伦·格林斯潘曾用“难题”一词来形容美联储加息后美国长期债券收益率却异常地拒绝上涨的现象。现在我们又面临一种新的难题。经济数据大幅走弱，但10年期债券收益率却拒绝下跌，甚至还在走高。
- ◆ 全球避险倾向指标历来与美元指数同向，但这次却出现了背离。避险情绪抬升反而美元贬值，说明美国成为风暴的核心，就类似于次贷危机演绎前期。

美债利率和经济意外指数 (%)

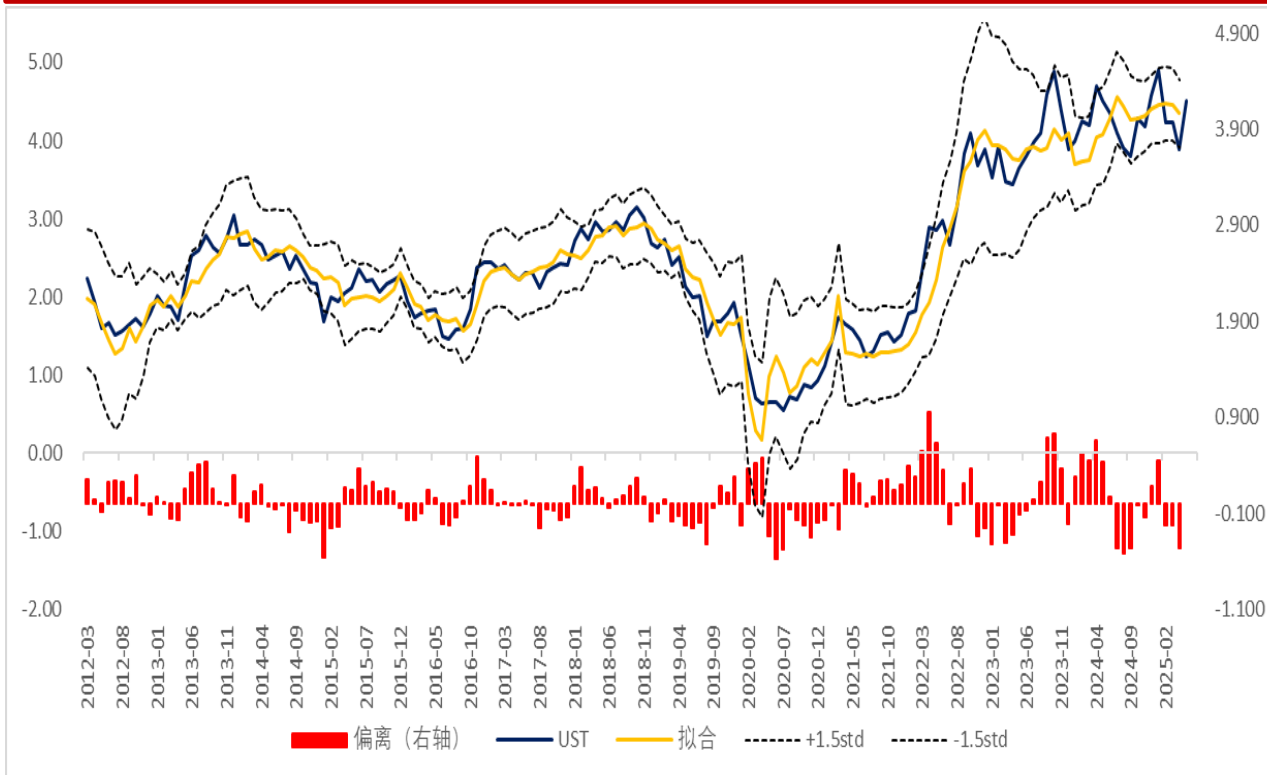


美元指数和全球避险倾向指数（右轴，标准化）

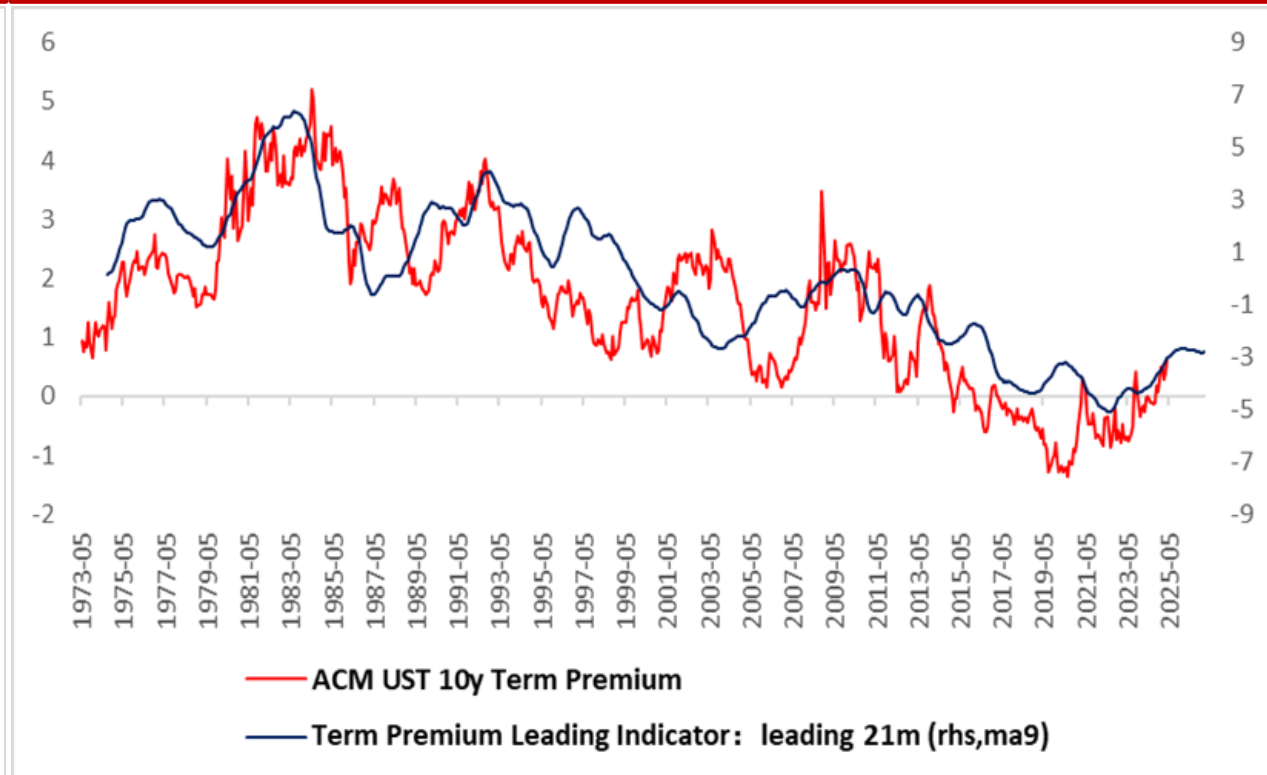


- ◆ 当美债利率增加一项风险溢价成为共识，所有风险资产定价公式的分母这一端必然会受到影响，估值会受到冲击。同时Fed put交易迎来终结，估值再不能向以往一样，受益于联储的宽松预期，除非估值基于自身因素回落至合意的区间。
- ◆ 基于全球平稳状态下的10y美债利率模型中包含增长、通胀、政策理论、中性利率四因子，动态滚动回归模型指示当前美债中枢为4.35%，中枢以上1.5倍标准差为利率的波动上轨，当前点位为4.72%，但如果美债定价模型中嵌入一个新的与财政风险相关的风险溢价，那么上限可能会突破4.72%的上轨。

十年期美债利率定价模型 (%)



美债期限溢价的领先指标——债汇偏离度 (%)



- ◆ 经历过2025年4月贸易战升级冲击后，美国在5月倾向于主动缓和贸易战，这也许意味着美国已经意识到，
像以往一样通过一次衰退压低利率不复存在了，“弃股保债”宣布失败。经济衰退-联储宽松-利率下行，
这条传导链条从第一环节就断了，在财政风险已经充分被市场认知，衰退初始状态会导致债务率快速攀升加速财政风险暴露，美债可能会被极致抛售，而联储又不会在经济没有明显变差的时候提前迅速降息，
所以fed put交易将迎来阻力。
- ◆ 正如贝森特访谈中所讲到的关于美债的看法，他表示自二战后以来，美国国债现在首次将主权信用风险定价。收益率不再只是通胀预期和美联储政策的函数，它们现在是对以下因素的影子定价：
 - 债务展期压力（9万多亿国债在未来12个月内到期）
 - 外国撤离（例如日本、中国抛售美国国债）、财政功能障碍（不断膨胀的赤字、政治僵局）
 - 货币信誉侵蚀（美联储资产负债表通过逆回购作为武器）
- ◆ 因此，他的核心论点是：利率抬高，主要是因为美国财政风险暴露给利率加了一项风险溢价。

◆ 债务率有可能被压制吗——基于FRB/US模型的测算

◆ 根据我们在25年5月发布的报告《论Fed put交易的终结：财政风险与逆全球化的双重压力》中所述：

◆ 当前，美国遇到的财政窘境我们有两点假设：

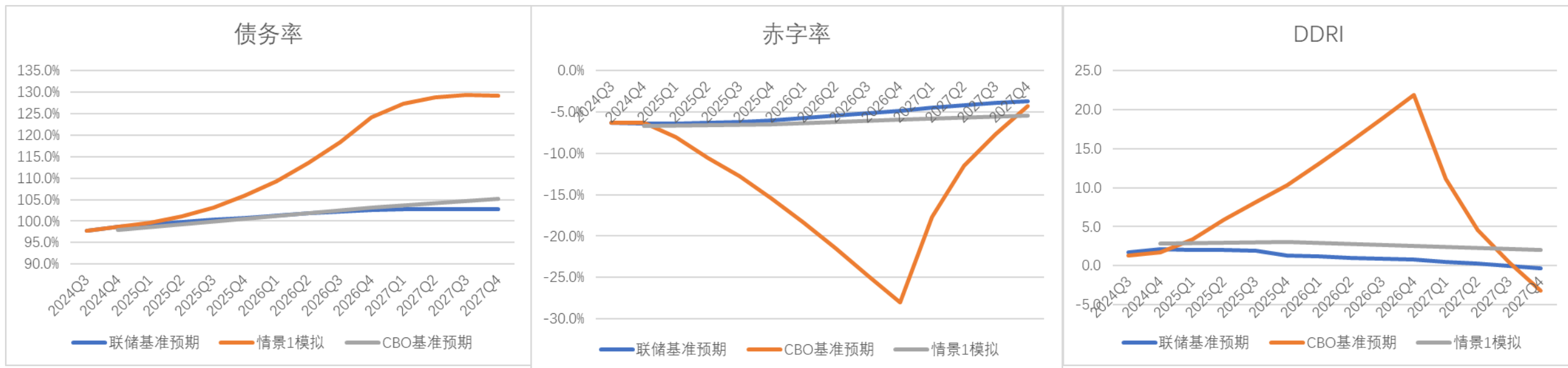
1) 如果实施财政整顿，以降息+QE做对冲，它的前提一定是名义增速的快速下行，同时短期无法解决问题因为货币宽松到经济修复传导路径过长；将难以压制债务率的上行；

2) 如果继续实施财政宽松的话，更难以降低债务率，信用问题爆发，利率难以下行；

◆ 那么从理论角度我们探讨几种情景之下，美国债务率的走向。我们使用美联储FRB/US模型做多次情景模拟，FRB/US是美国联邦储备委员会开发的大规模的美国经济估计一般均衡模型，自1996年以来一直用于经济预测和政策分析。

1、股票风险溢价冲击之后，降息+财政扩张

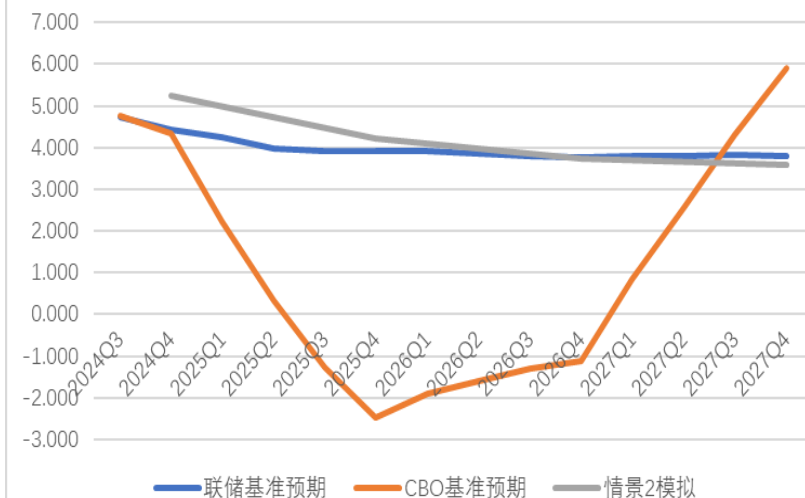
- ◆ 首先我们展示如果像原来一样，假设24Q4由衰退预期引发股票风险溢价一个单位的负向冲击后，做货币财政双宽松的逆周期调节对于债务率意味着什么：我们假设从24年Q3开始降息共175bp至25年Q3，同时25年Q1大选落定之后实施持续两年的财政扩张冲击，使得财政支出占GDP之比增加2%。
- ◆ 可以很明显的看出，在经济的负向冲击的前提下，即使是货币财政的适度宽松都将带来债务率相对于基准情形的快速大幅抬升，25年底债务率达到105.9%，相对于联储基准情形高了5%，并在27年接近130%；赤字率大幅扩张，随之而来的是债务发散指数（DDRI）在未来两年也将快速冲高，债务风险快速临近。



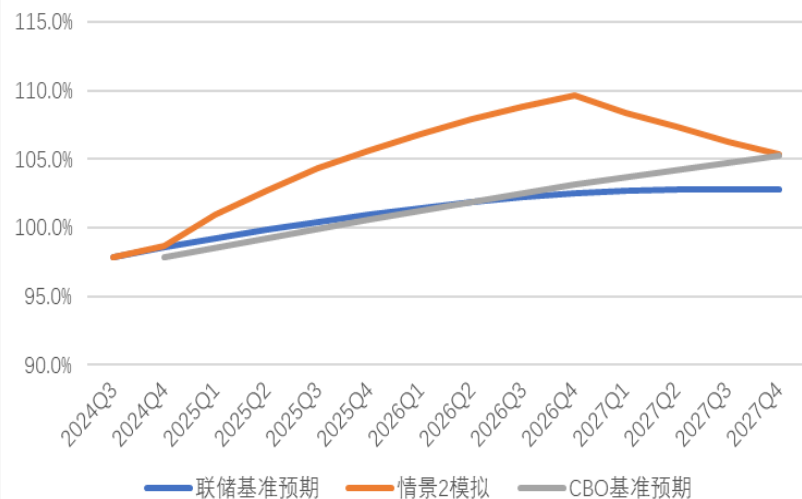
2、降息+财政整顿

- ◆ 如果在没有股票风险溢价负向冲击的前提下，大选后美国执政者意识到债务问题的严重性，实施债务率约束规则，同时采取财政整顿的同时使用更大幅度降息对冲负面影响。我们假设从24年Q3开始缓慢降息200bp至25年Q3，同时25年Q1大选落定之后实施财政收缩冲击，使得财政支出占GDP之比降低2%。
- ◆ 在没有经济衰退冲击的前提下，进行财政整顿的同时进行多次降息对冲，并不能对冲经济的下行，更无法将债务率的上行趋势压制。

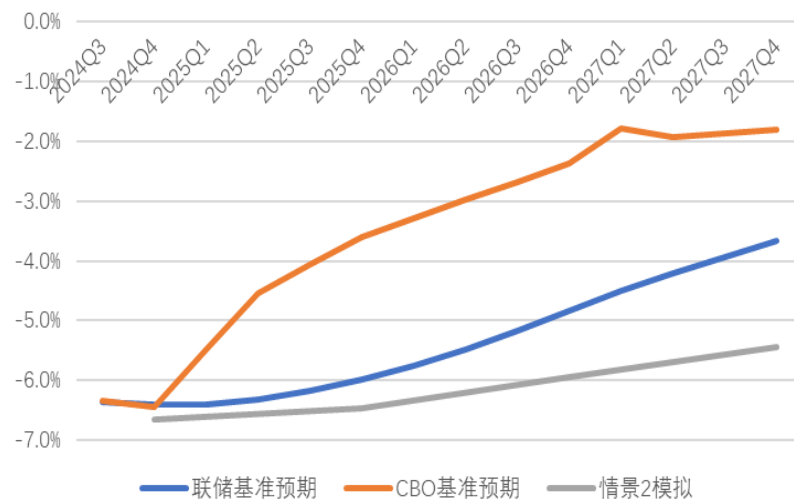
名义GDP增速



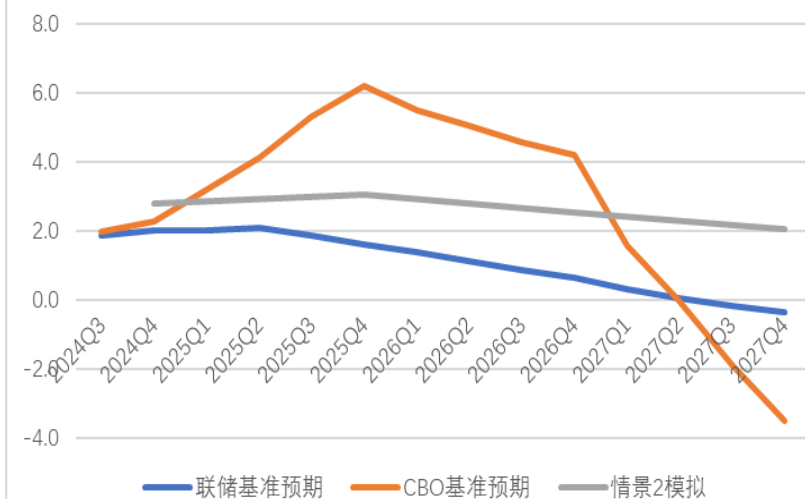
债务率



赤字率

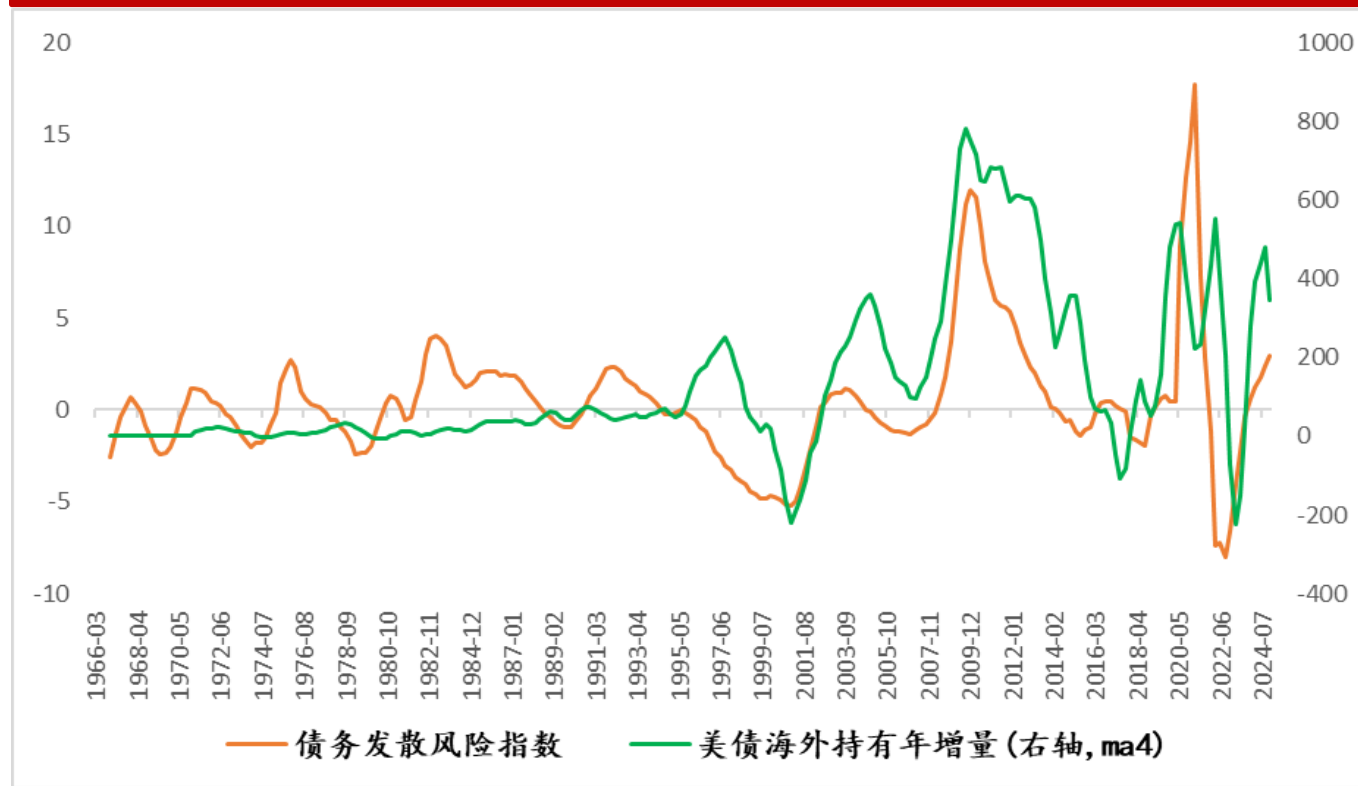


DDRI



- ◆ 一个新的变化在于，在全球化较深时期，以往严重衰退冲击时的联储无限宽松救市，其带来的潜在负面效应被全球共担；全球经济平稳状态时，联储宽松拐点往往与中国复苏预期共振发生，联储的宽松叠加全球供给的抬升，不会形成严重通胀，同时带来全球资产价格分子分母两端共振利好；而当逆全球化大行其道时，中国不去配合美国宽松，基于以内为主的政策思路采取相对克制的刺激政策，同时贸易战本身阻隔了商品的流通，那么联储无限宽松的负面效应将被美国自己承担，这也成为联储无限宽松的约束，所以对于fed put交易来讲或将迎来阻力。

债务发散风险指数 vs 海外持有美债年增量（右轴，十亿美元）

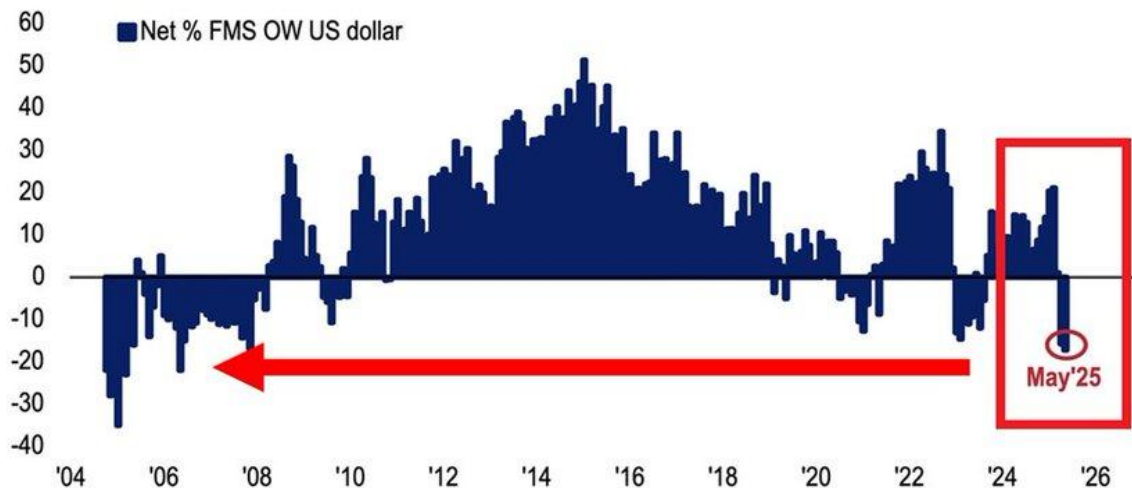


- ◆ 当以上风险出现时，我们考虑的不可局限于静态的风险演进图景，而是应该考虑到美国当局在这个状态下可能做出的挣扎。在贸易战的基本方向不变的情况下，需启用其他手段增加美债买盘。可能采取风险目标转移：如触发其他国家风险暴露。然而这一次，若像以前一样通过激进的收紧离岸美元流动性输出波动率，却又会直接打击到美债买盘，如何精准导流美债成为一个棘手的问题。未来密切关注非美经济体的风险点，尤其是潜在的债务风险，如欧债、日债等，警惕美元回马枪。

美元看空观点极度拥挤

Chart 13: Investors are the most UW US dollar since May'06

Net % OW US dollar



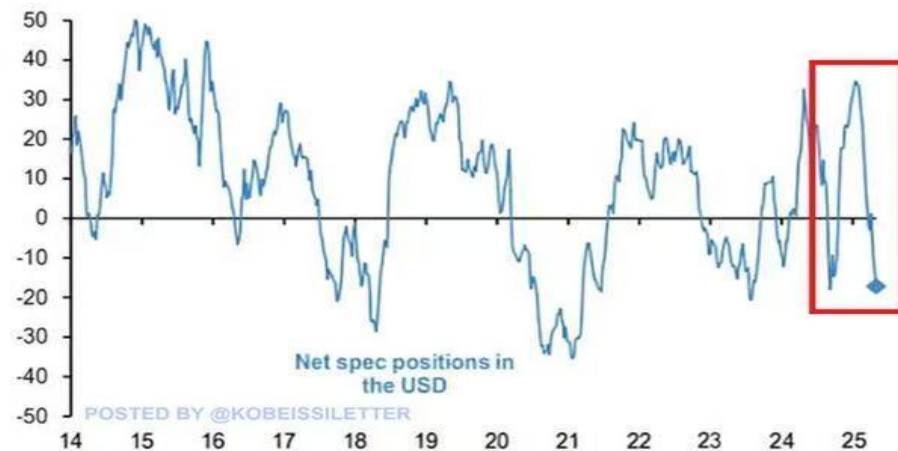
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

数据来源：bofa, j. p. morgan, 西南证券整理

CFTC美元净空仓极度拥挤（标准化）

Chart A23: USD exposure of currency hedge funds

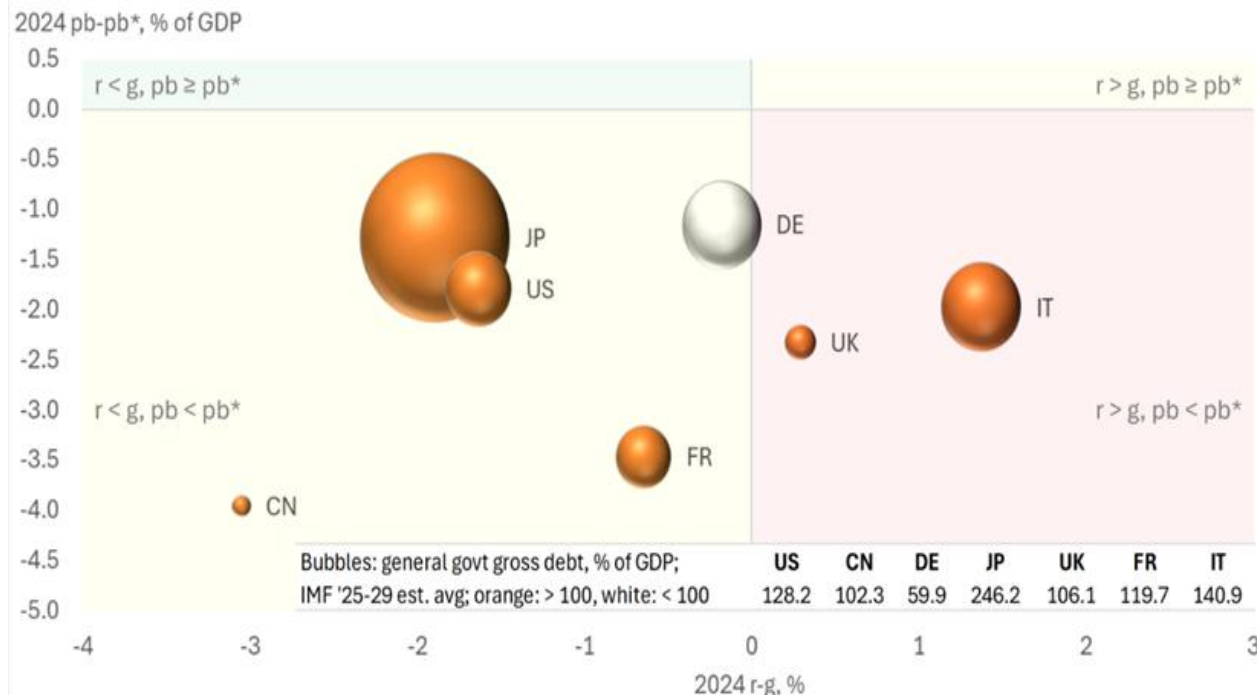
The net spec position in the USD as reported by the CFTC. Spec is the non-commercial category from the CFTC.



Source: CFTC, Barclay, Datastream, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

- ◆ 举例来讲，从静态的财政可持续性指标（考虑实际利率增长率差异 $r-g$ 和债务稳定基本财政盈余 pb ）来看，美国、德国、日本、法国和中国的财政可持续性尚可（下图第三象限 $r < g$, $pb < pb^*$ ），而英国和意大利则同时面临财政可持续风险较大（下图第四象限 $r > g$, $pb < pb^*$ ）。
- ◆ 然而从动态的视角来看，根据我们的债务发散动态微分方程 $\Delta d = d \cdot (r - g) - pb$ 测算，美国、日本、法国、英国均已经接近或超过其债务发散的阈值，财政不可持续风险加剧。

各国债务可持续性



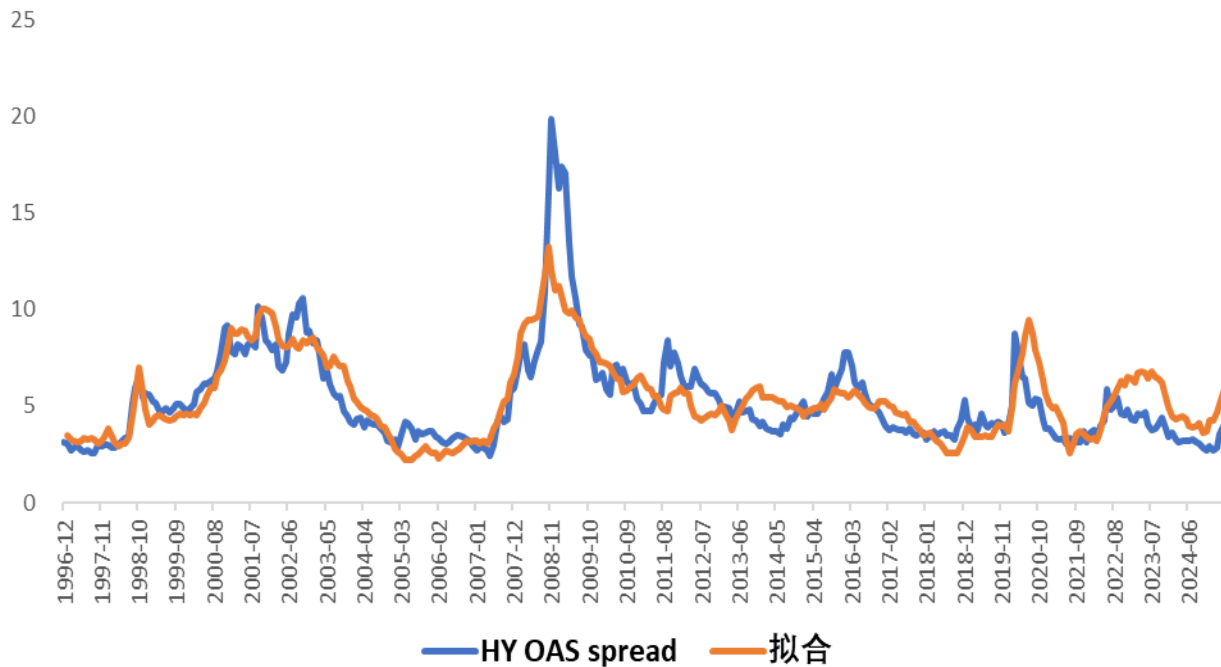
全球主要国家30y国债收益率近一个月变动

	Name	Ticker	Price	↓	1M Chg
☐	30 YEAR				
☐	• Japan 30Y	• JP30Y	3.070%		39.0bp
☐	• United States 30Y	• US30Y	5.041%		21.6bp
☐	• Australia 30Y	• AU30Y	5.160%		20.6bp
☐	• Germany 30Y	• DE30Y	3.102%		17.6bp
☐	• South Korea 30Y	• KR30Y	2.642%		15.5bp
☐	• United Kingdom 30Y	• GB30Y	5.464%		14.9bp
☐	• Portugal 30Y	• PT30Y	3.951%		14.7bp
☐	• India 30Y	• IN30Y	6.890%		14.0bp
☐	• France 30Y	• FR30Y	4.055%		12.0bp
☐	• Canada 30Y	• CA30Y	3.647%		8.7bp
☐	• Italy 30Y	• IT30Y	4.480%		4.3bp
☐	• China 30Y	• CN30Y	1.897%		0.7bp
☐	• Indonesia 30Y	• ID30Y	7.034%		-8.3bp
☐	• South Africa 30Y	• ZA30Y	11.648%		-11.2bp

高利率冲击

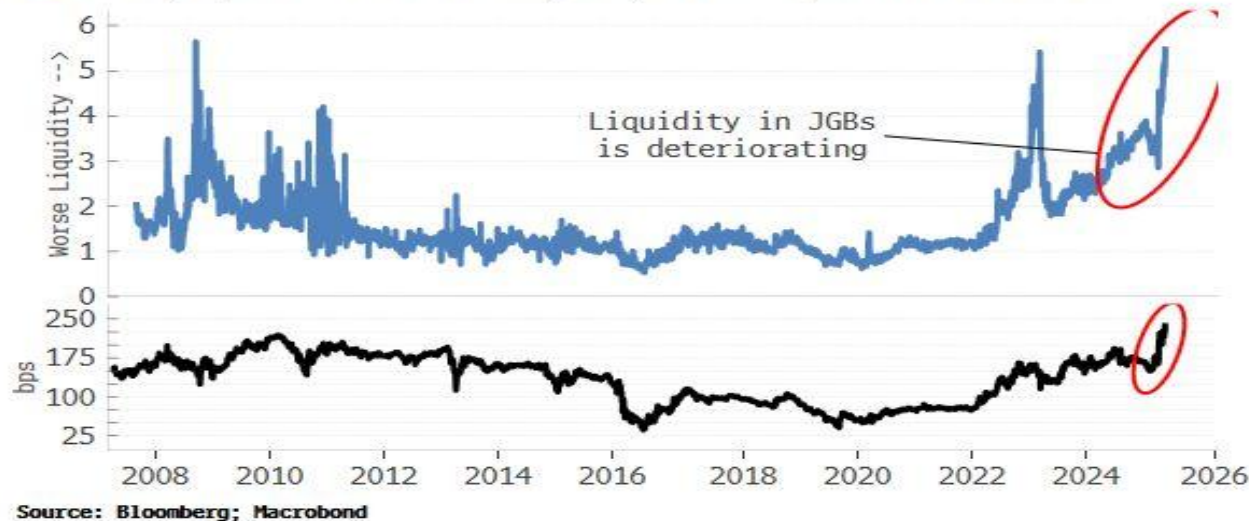
- ◆ 全球国债利率大幅上行，虽然利差扩大不明显，但无风险利率抬升带来全球私人部门真实融资成本增加：
- 高收益债信用利差模型：无风险利率越上，期限利差越大，信用利差越倾向于扩大，正在传导中；
- 利差指标失灵：基准大幅上行，利差虽低，融资成本依然高企（HY利差、意大利-德国利差）
- ◆ 养老金等金融机构大幅亏损引发国债抛售：日本

高收益债信用利差拟合模型 $R^2=68\%$ (单位, %)

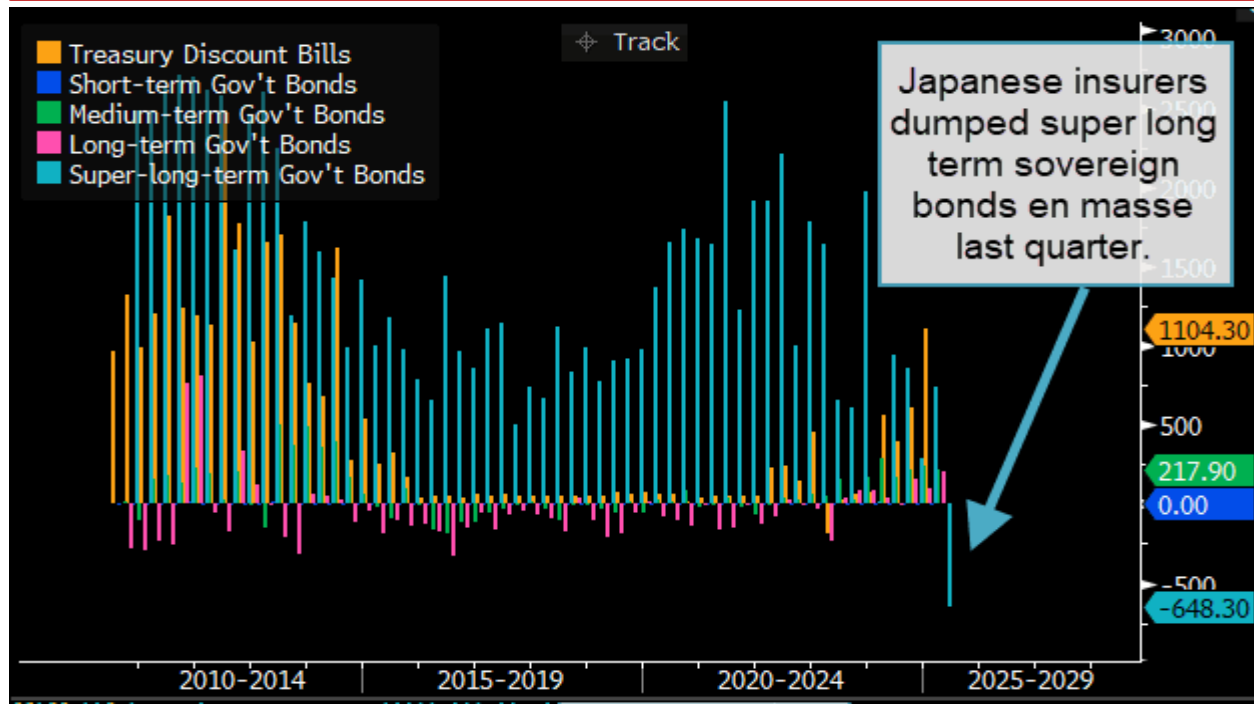


数据来源：wind, Bloomberg, 西南证券整理

日本国债市场流动性指标恶化至次贷危机水平



日本人寿抛售国债单季度最大 (十亿日元)



全球衰退交易：二三阶段的交叠

- ◆ 最大的风险不是经济衰退，所有人都有预期特朗普的反复和Fed put将有助于缓解衰退预期引发的崩盘；
- ◆ 最大的风险来自于国债被抛售，意味着债务发散风险加速暴露彻底挤压财政空间：
 - 边际卖盘：全球走向对抗，海外投资者抛售+巨额公允价值亏损流动性危机期间砸盘抛售
 - 边际买盘：QE + 放松银行管制(如SLR)
- ◆ 密切关注流动性危机的苗头以及全球国债利率。

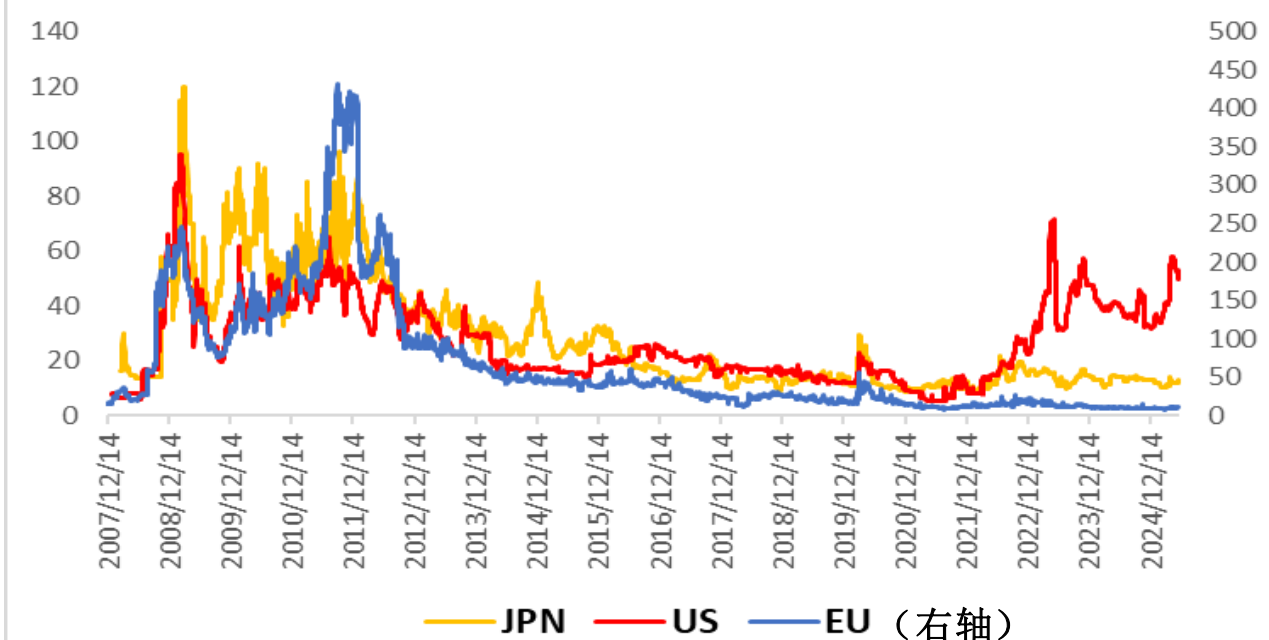
	N	Name (5Y CDS)	Spread	Change
Americas				
9)	N	United States	58.35	+2.21
10)	N	Brazil	169.55	+0.99
11)	N	Colombia	230.28	+0.21
12)	N	Mexico	123.38	+0.29
13)	N	Canada	23.80	+0.04
EMEA				
19)	N	United Kingdom	21.61	-0.33
20)	N	France	39.37	+0.10
21)	N	Germany	13.83	-0.12
22)	N	Italy	55.86	+0.38
23)	N	Spain	35.80	-0.19
24)	N	Portugal	27.98	+0.03
25)	N	Sweden	13.13	+0.04
26)	N	Netherlands	13.01	-0.03
27)	N	Switzerland	11.40	+0.00
28)	N	Greece	58.10	+0.01

美国：银行未实现损益



数据来源：wind, Bloomberg, 西南证券整理

美欧日CDS（单位，点）



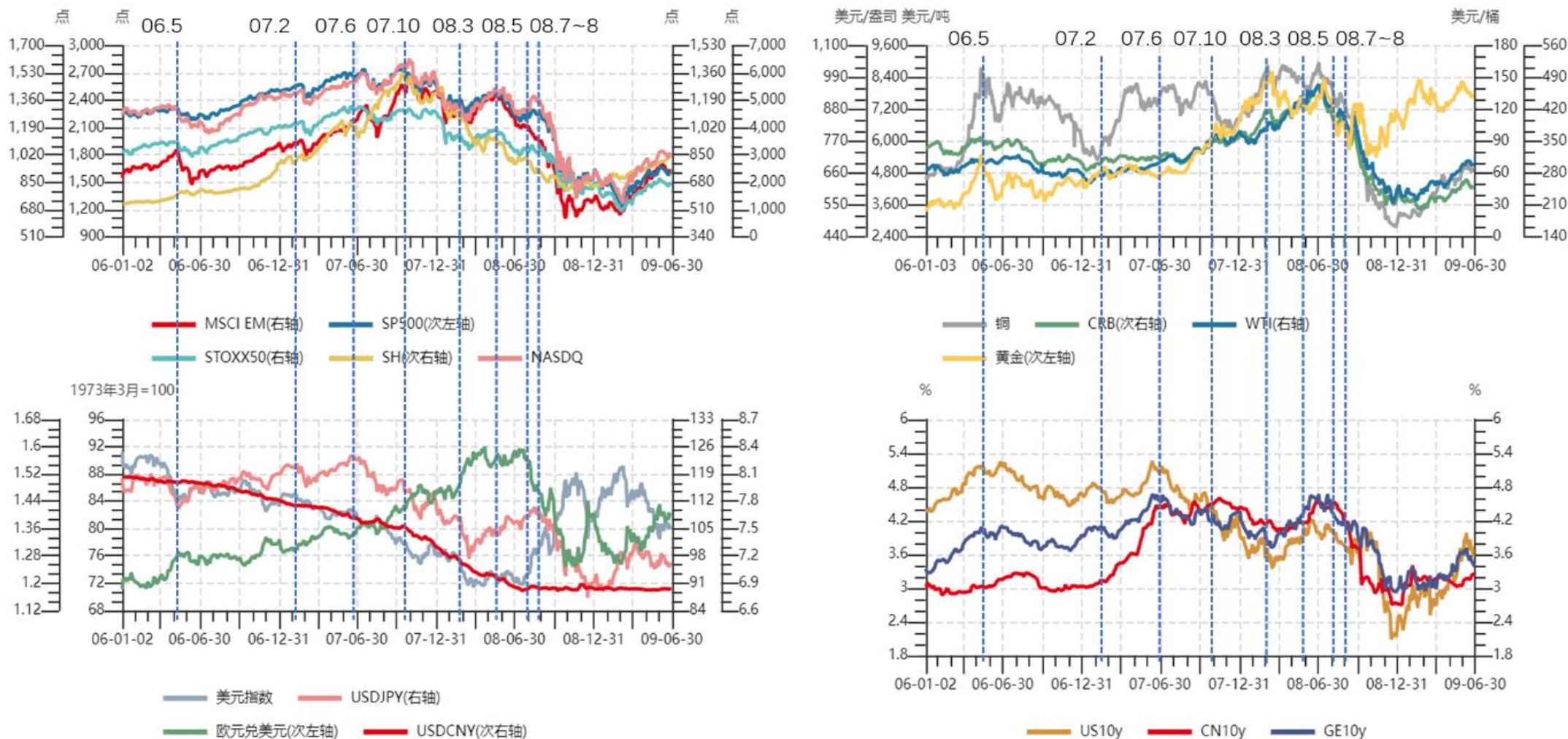
◆ 美股宏观拐点一：2024年7月 套息交易逆转：纳指 vs 墨西哥比索兑日元同步拐点



◆ 美股宏观拐点二：2025年2月 美国例外论破裂：纳指 vs 中国三十年期国债期货TL 同步拐点

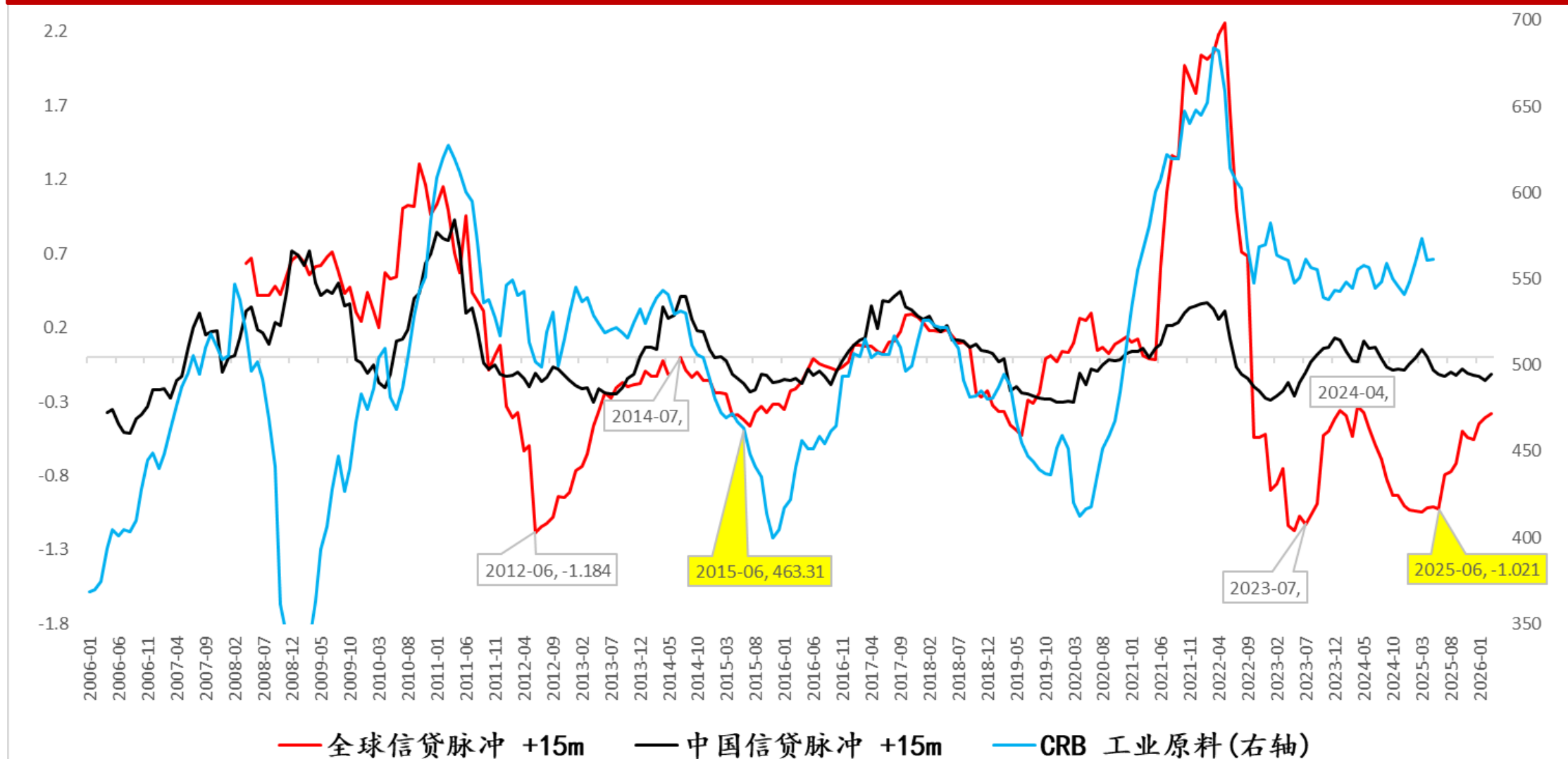


- ◆ 次贷危机美股宏观拐点一：2007年7月 套息交易逆转
- ◆ 次贷危机美股宏观拐点二：2007年10月 全球股指共振见顶
- ◆ 次贷危机美股宏观拐点三：2008年6月 全球真实衰退冲击



◆ 美股宏观拐点三：全球衰退冲击？

全球信贷脉冲（左轴，标准化；右轴，点）

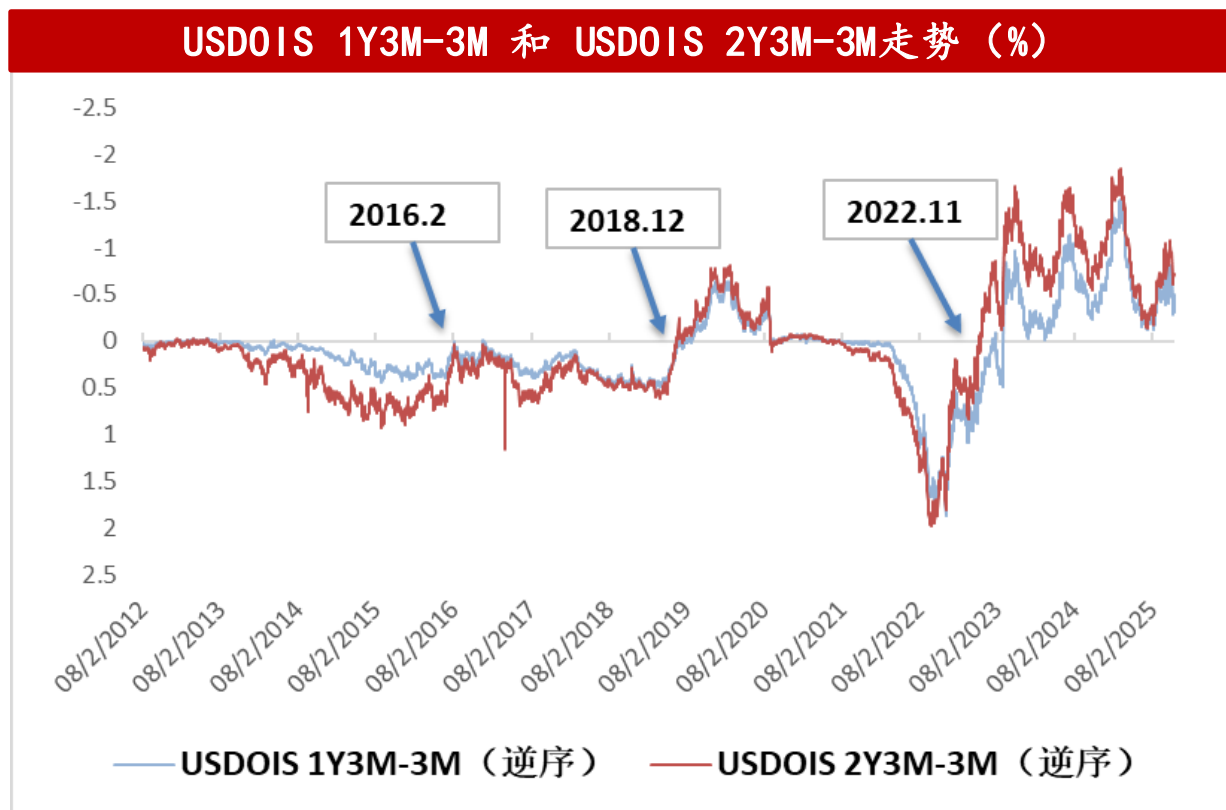


- ◆ 当下的对等关税延期仅仅是将全球需求前置，下半年可能面临订单需求不足的风险
- ◆ 25年5月，美国港口集装箱进口量同比录得-5%；美国零售商协会预期9月份、10月份港口集装箱进口量同比下滑至-20%一线，这在历史上对应较大回落幅度。



- ◆一、海外：财政风险暴露，指示潜在的全球流动性冲击
- ◆二、国内：通缩预期缓解，激活持续淤积的自由超额流动性
- ◆三、A股：狭窄区间内的快速轮动
- ◆四、行业配置思路

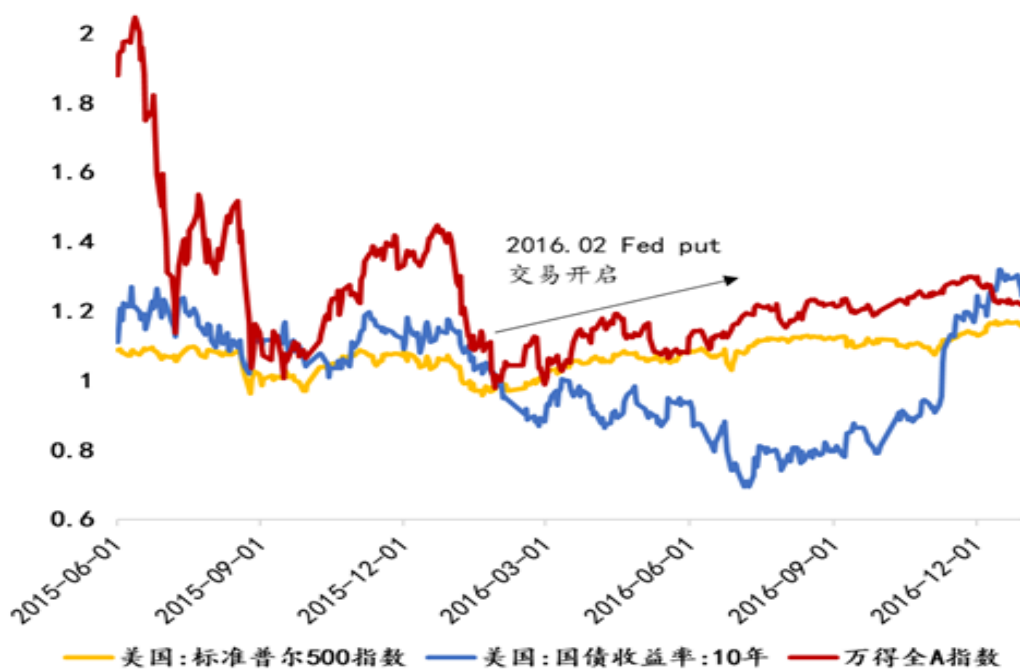
- ◆ 周期拐点2012、2016、2018、2022，以及2020外生冲击
- ◆ 次贷危机后，从资产价格的角度来看，宏观拐点看似均存在着一个共振：美国宽松预期+中国复苏预期。也就是说当Fed put交易开始之时，往往有中国复苏预期这个重要驱动因子共振，使得Fed put交易拐点不止局限于美国资产，转变为全球宏观拐点的重要信号。
- ◆ 首先如何定义Fed put交易的开始？如下图，**历次USD01S 2Y3M-3M从加息预期转变为降息预期的时点，往往是美国Fed put交易的起点。**



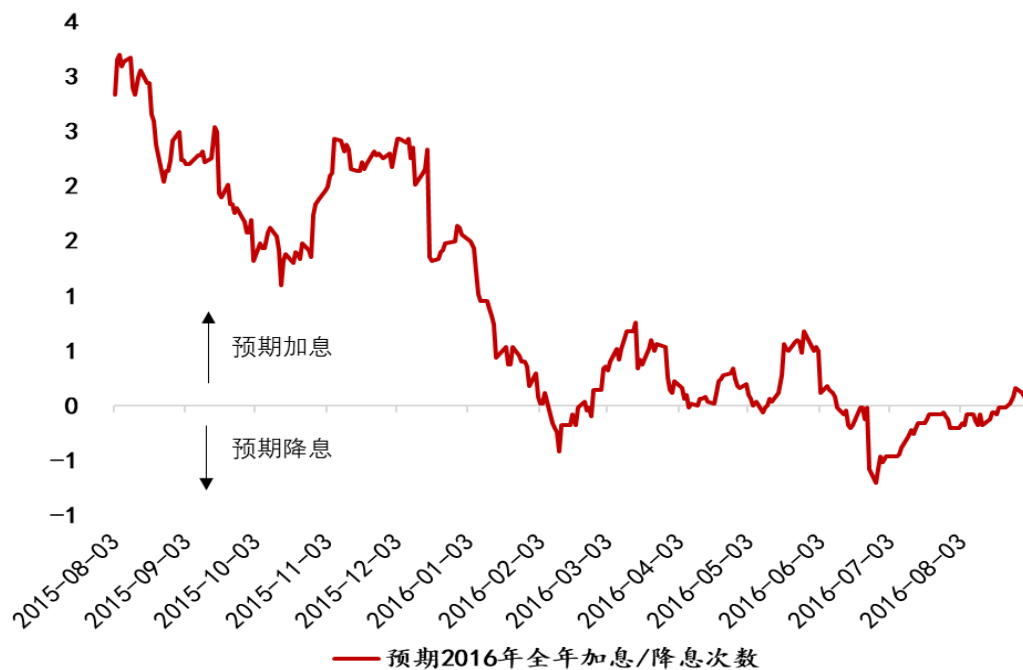
◆ 2016拐点：

- 2015年12月，联储结束了08年以来的量化宽松政策，正式步入加息进程，单次加息25bp。
- 2016年1月，美联储副主席费舍尔强烈暗示近期央行的货币政策将保持宽松，同时美联储加息将缓慢进行，理由是近期的市场动荡使得油价继续下跌，以及美元持续强势，这表明通胀将保持在低于美联储前期预计的水平。受Fed Put言论影响，16年2月初市场对全年加息次数预期一度清零，美股同时亦在2月中旬企稳，随后全年一路上行。
- 对于国内而言，16年1月经济短周期同步指标确立了底部信号，经济复苏预期开始逐步形成。事后看，供给侧改革增厚企业利润+棚改货币化催生实物需求，共同打开国内新一轮补库周期，A股同样在2月下旬逐步见底企稳。

2016 Fed put拐点（标准化=1）



2016年初，市场对全年加息预期快速走弱



◆ 2018拐点：

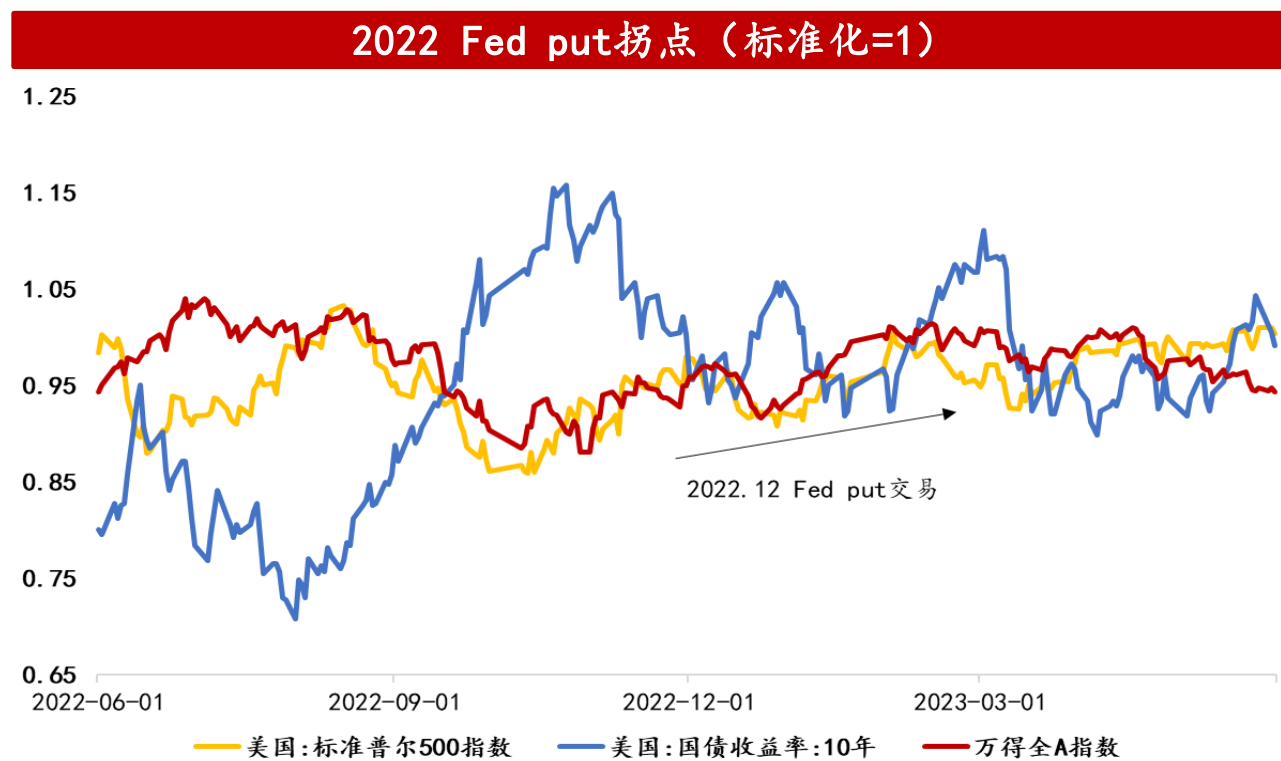
- 进入 2019 年 1 月上旬，鲍威尔也正式如同市场预期般改口，认为联储的货币政策操作并不会预设路径；如果货币政策真的成为经济发展的问題，联储将会保持极大的灵活性；2019 年 1 月 9 日公布的 FOMC 会议纪要里面更加确认了联储货币政策开始边际转向这一基调，由此市场运行的逻辑继续延续“坏消息就是好消息”这一方向。
- 对于国内而言，经过2018年全年去杠杆冲击后，18年年底的民营企业座谈会重新赋予市场信心，12月下旬市场走出双底形态；叠加19年1月信贷数据开门红，货币等前瞻领先指标快速走高，复苏预期进一步加深，A股从19年1月开始持续触底反弹。

2018 Fed put拐点（标准化=1）



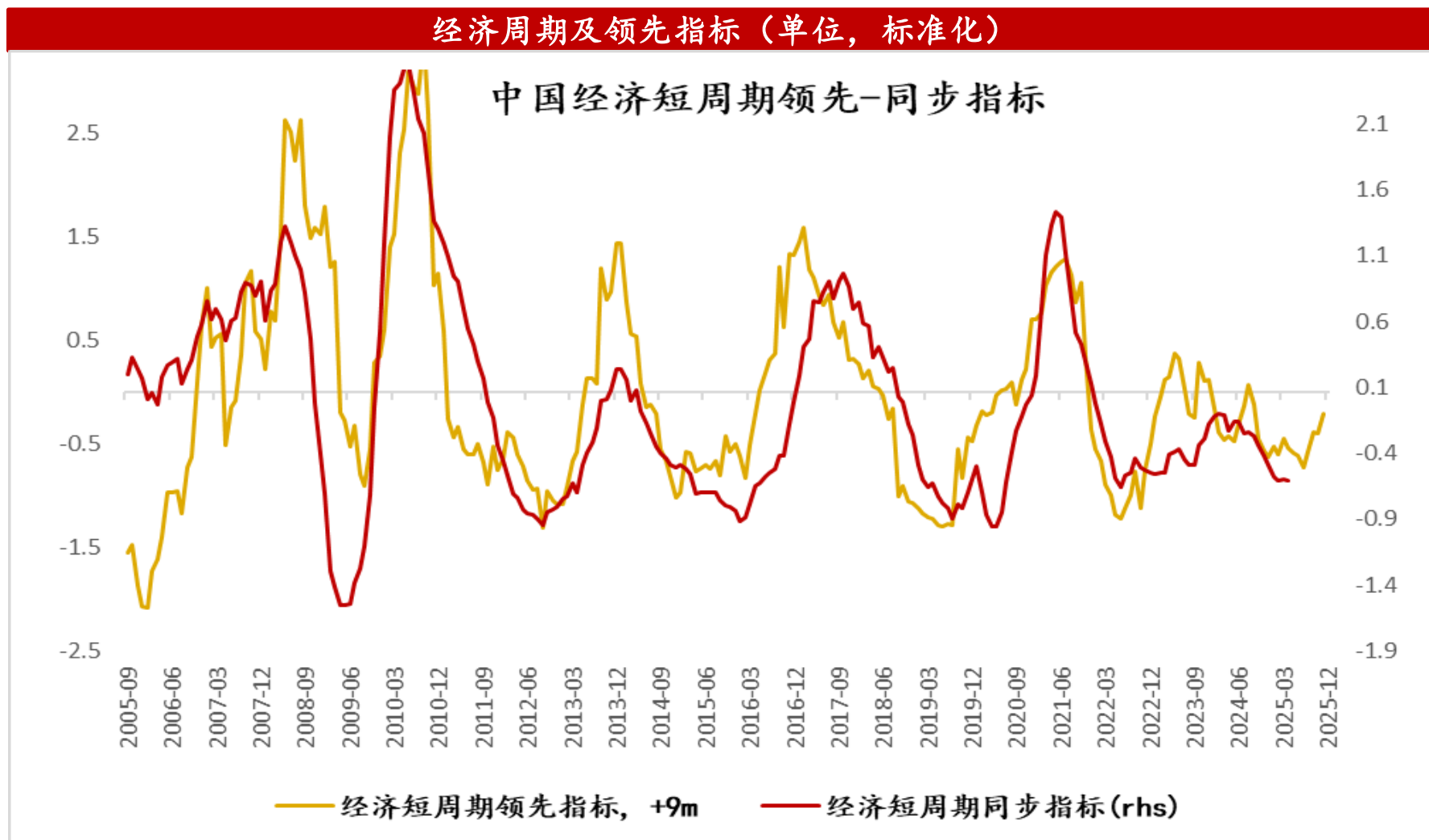
◆ 2022拐点：

- 22年俄乌冲突扰动+就业市场过热触发联储祭出连续4次75bp加息，是自1994年以来最大幅度的加息节奏，全球风险情绪自22Q2开始快速走弱。美国10月CPI增速超预期下行，通胀压力出现了曙光。10月，记者Nick Timiraos的一篇文章引发市场对联储转向的猜测，文章里暗示未来联储的75bp加息幅度可能会在年底的会议上下调，并逐步结束加息，Fed put交易开启。美股亦在10月中旬附近见底。11月FOMC会议表态上新增加了“联储后续在货币政策上会更多考虑经济情况”的表述，这被市场认为是鸽派信号，会议决议公布后风险资产继续上冲。
- 国内方面，11月防疫政策优化，国内经济复苏预期升温，A股开启季度层面反弹。

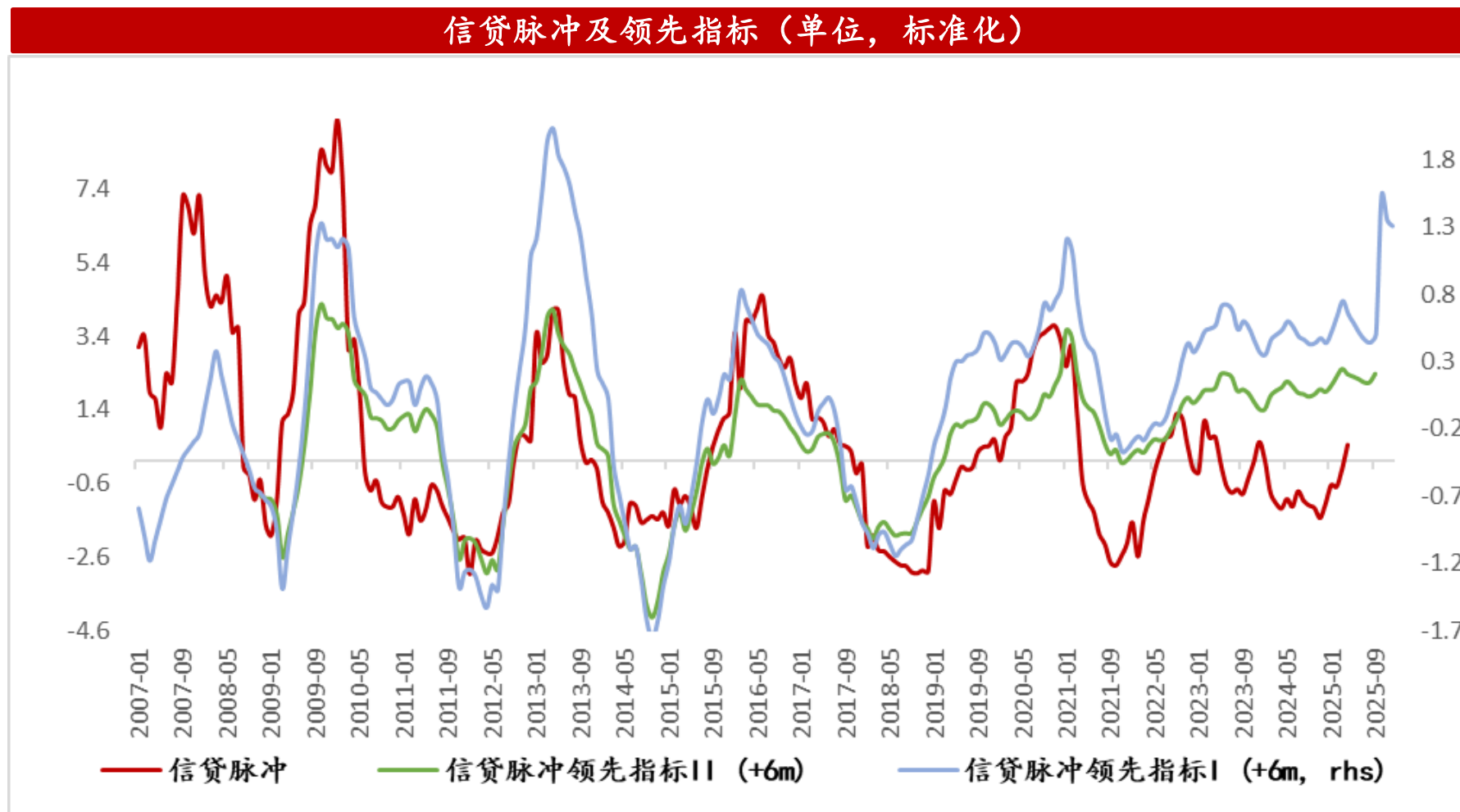


◆ 周期定位：周期底部的持续磨底

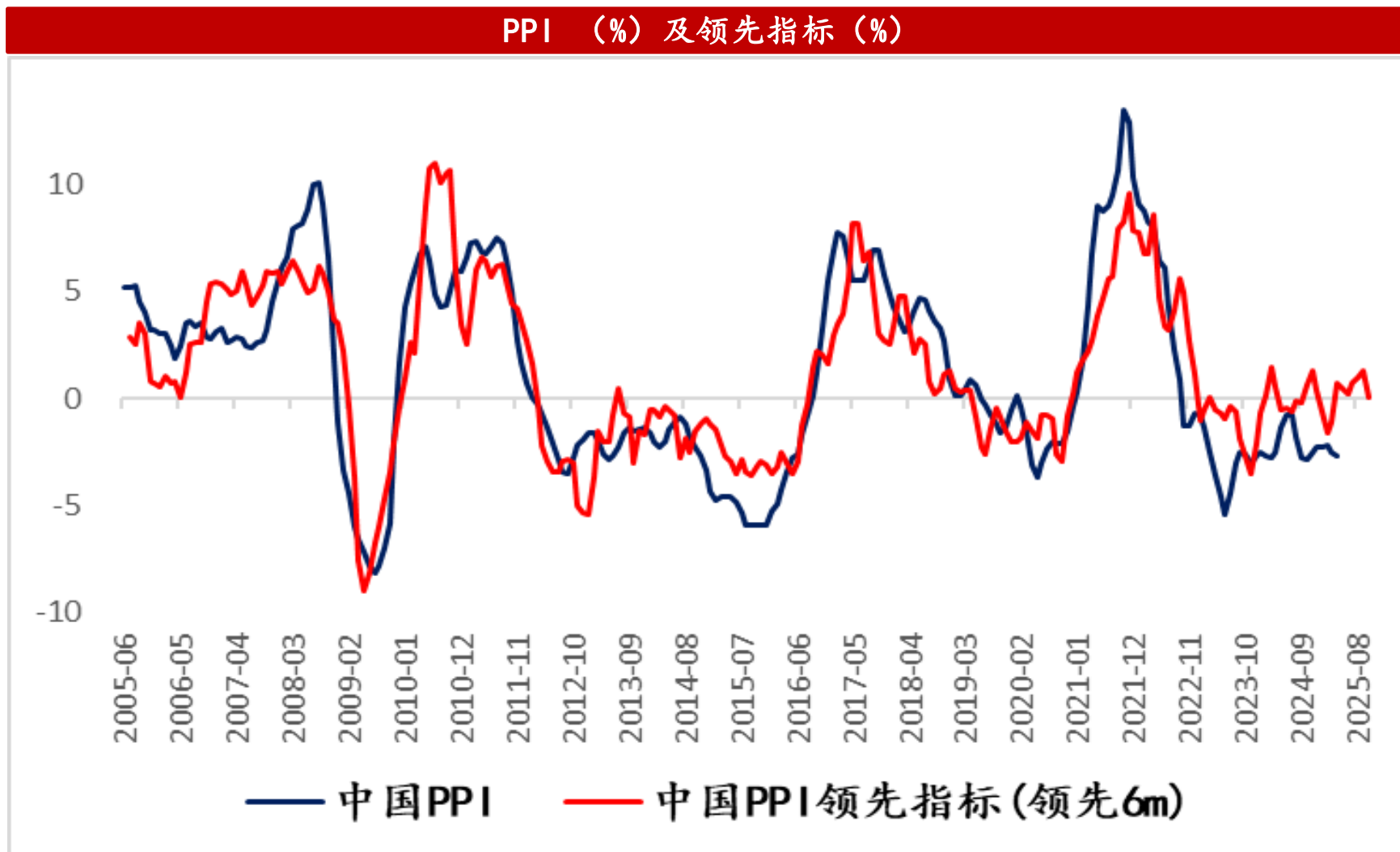
◆ 基于“货币-信贷-经济”周期传导链条，信贷脉冲25年初企稳，再传导至经济周期有一定时滞



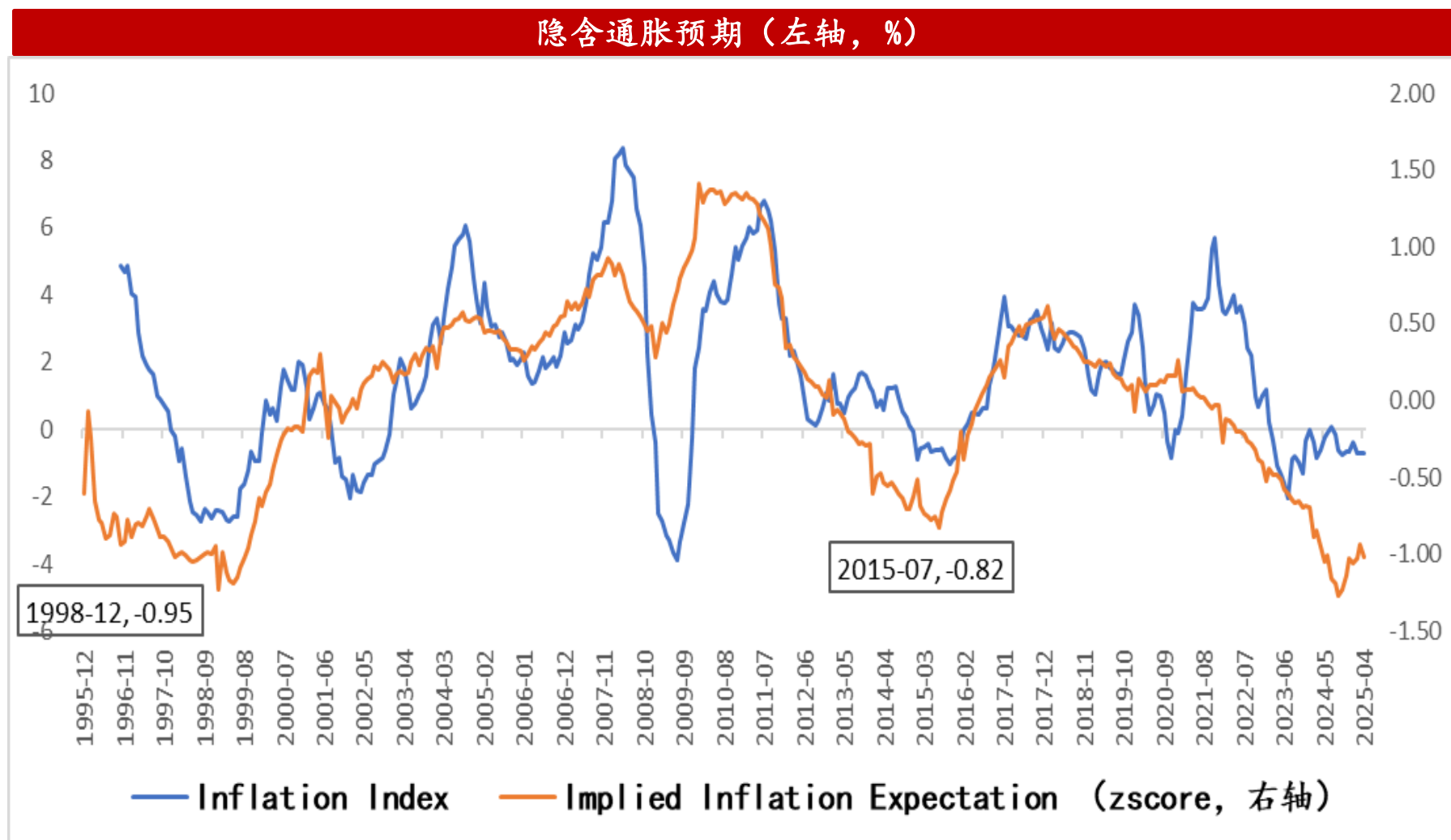
◆ 领先指标的领先指标：25年初具有抬头之势



◆ PPI的领先指标：低位震荡，二季度后有回升迹象



◆ 隐含通胀预期：24年9月后有止跌企稳迹象

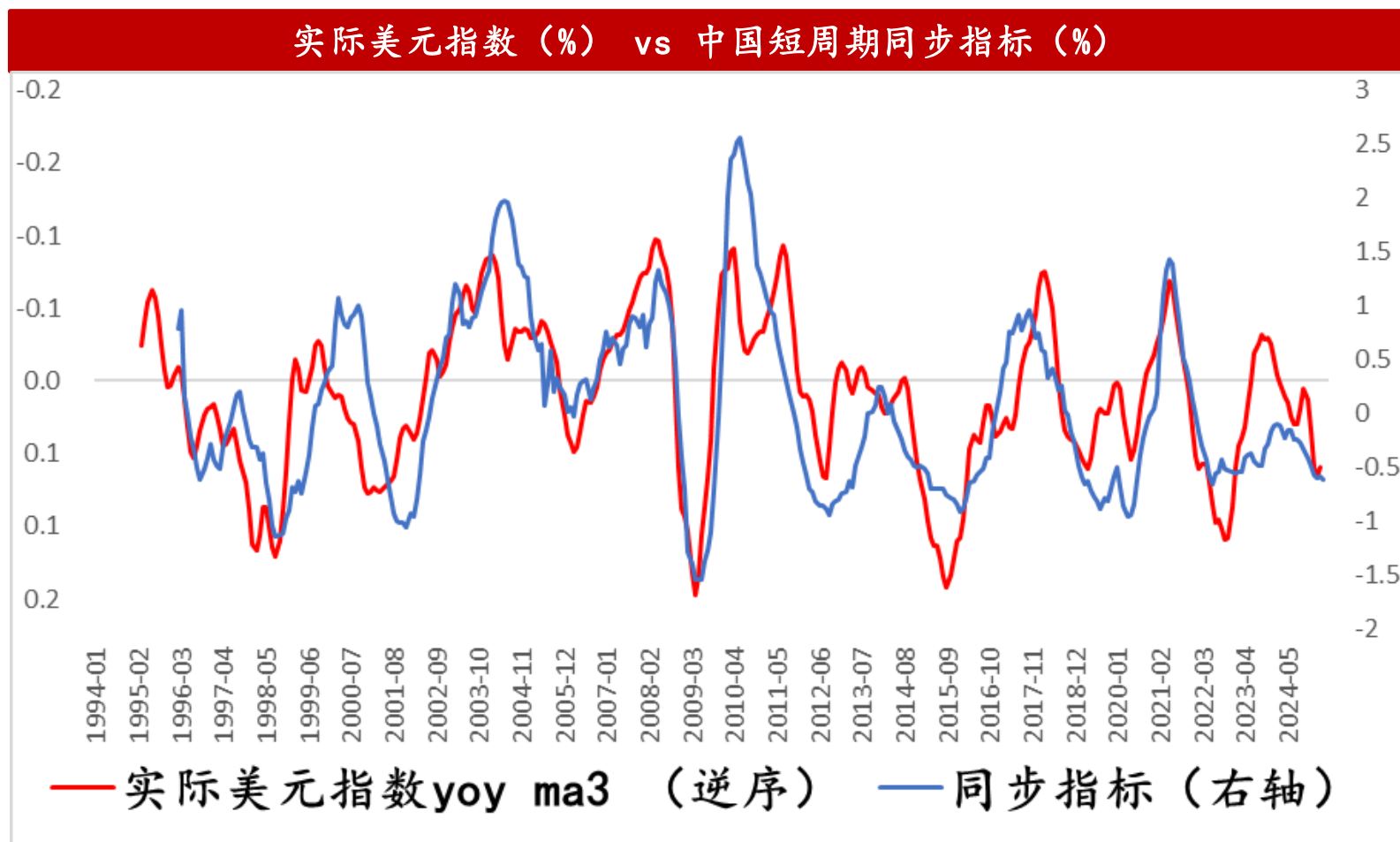


实际利率过高得到缓释

- ◆ 实际利率：名义利率-通胀预期：两者皆相对前期趋势有一定反转
- ◆ 当通缩预期边际反转，实际利率从高位下行，经济各部门实际融资成本得到缓释

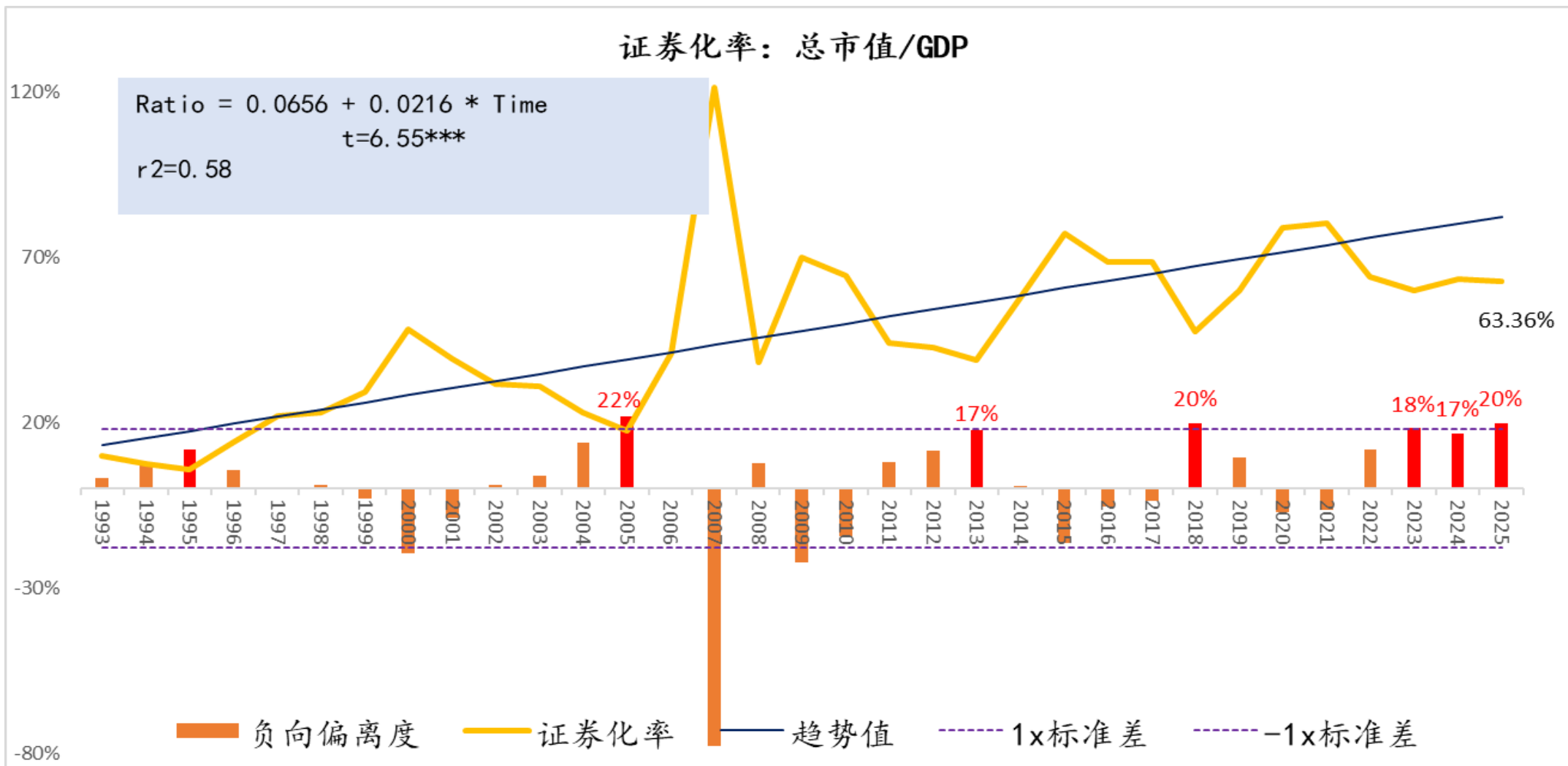


- ◆ 实际美元上冲阶段，外部环境对经济周期产生一定压力；
- ◆ 美元指数在构建中期顶部，未来也是外部环境的缓释。



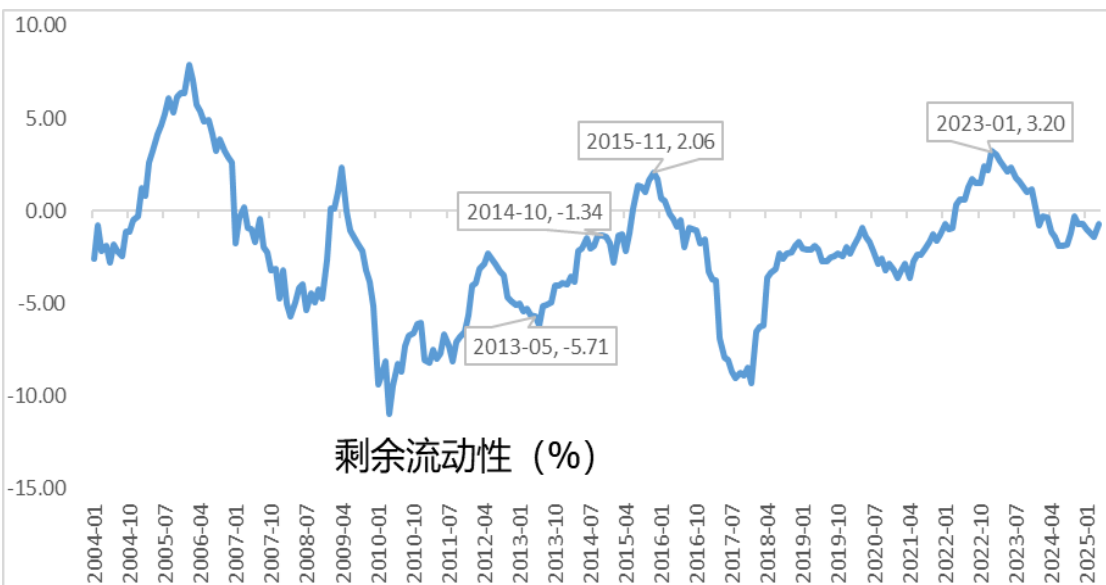
- ◆一、海外：财政风险暴露，指示潜在的全球流动性冲击
- ◆二、国内：通缩预期缓解，激活持续淤积的自由超额流动性
- ◆三、A股：狭窄区间内的快速轮动
- ◆四、行业配置思路

- ◆ 权益端：证券化率在24年9月反弹前向下偏离三十年趋势线28%，为历史上最极端负向偏离，具有向上收敛动力。截止25年6月末依然偏离20%。

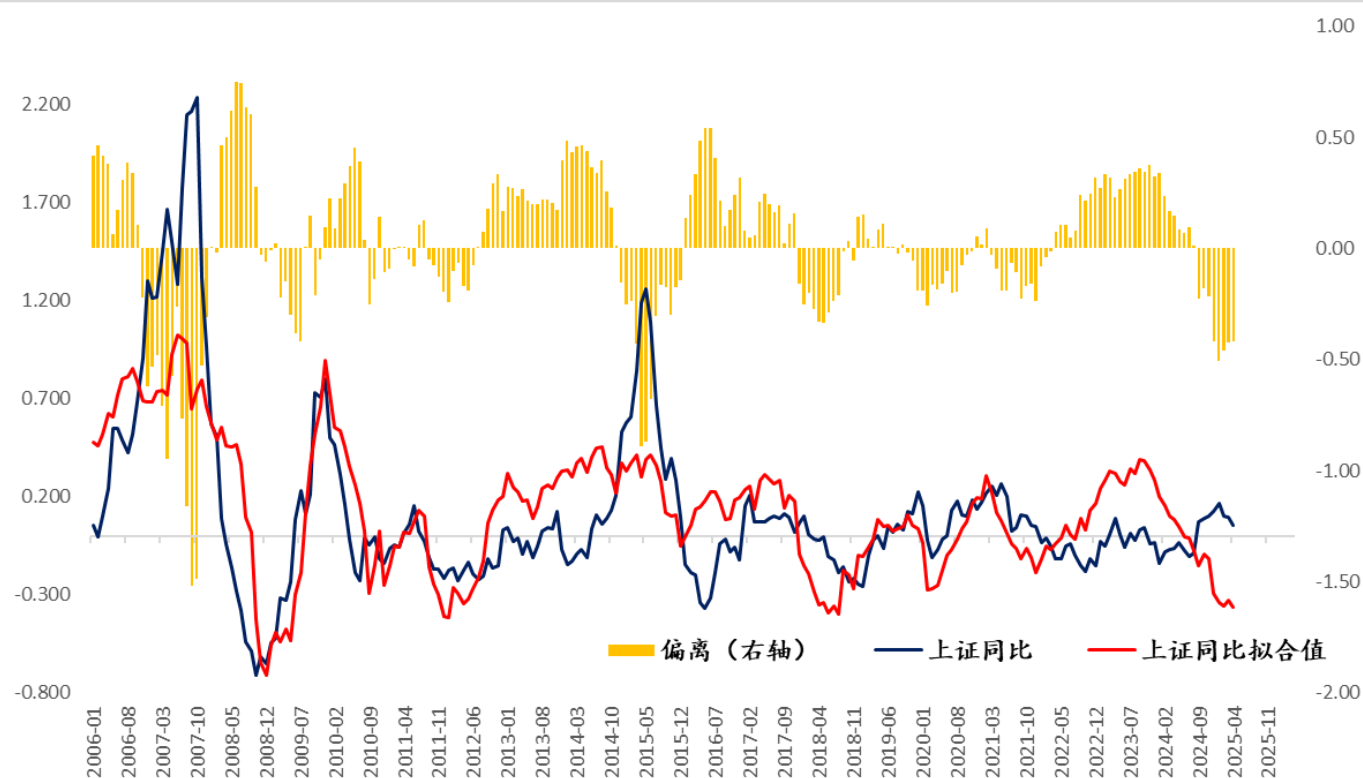


基本面五因子模型的偏离

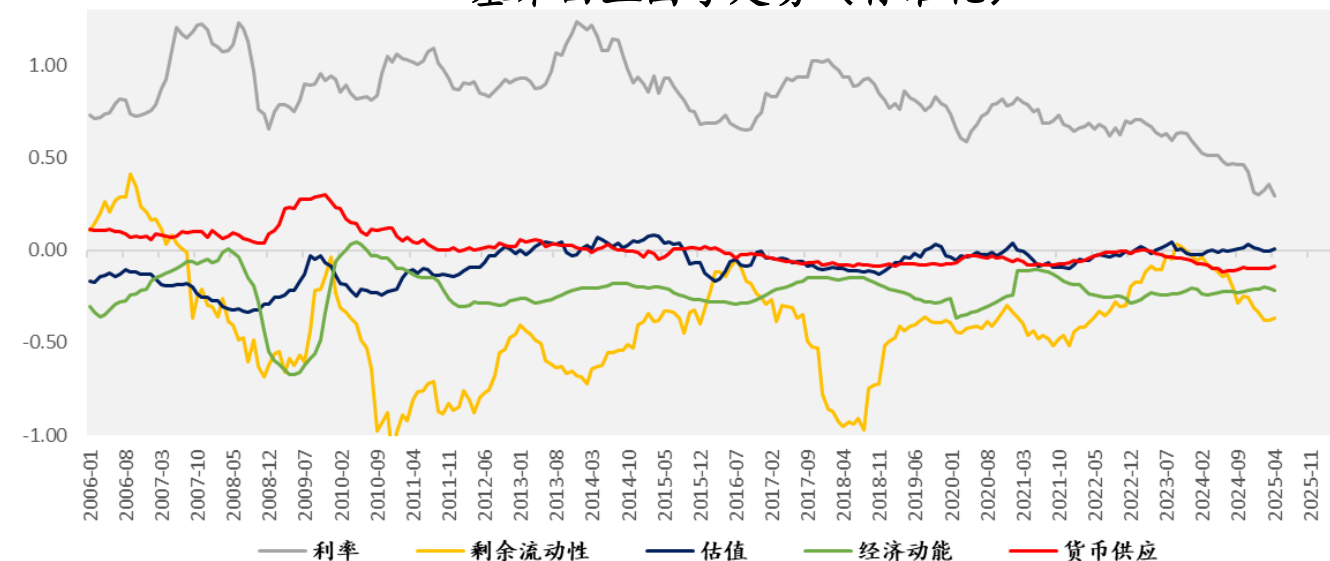
- ◆ 基本面五因子模型的偏离：市场长时间负向偏离后快速向上收敛为显著的正向偏离
- ◆ 当前市场并不是由经济预期改善推升，也不是剩余流动性贡献，主线在于关键技术突破带来的通缩预期的边际扭转。



数据来源：wind，西南证券整理

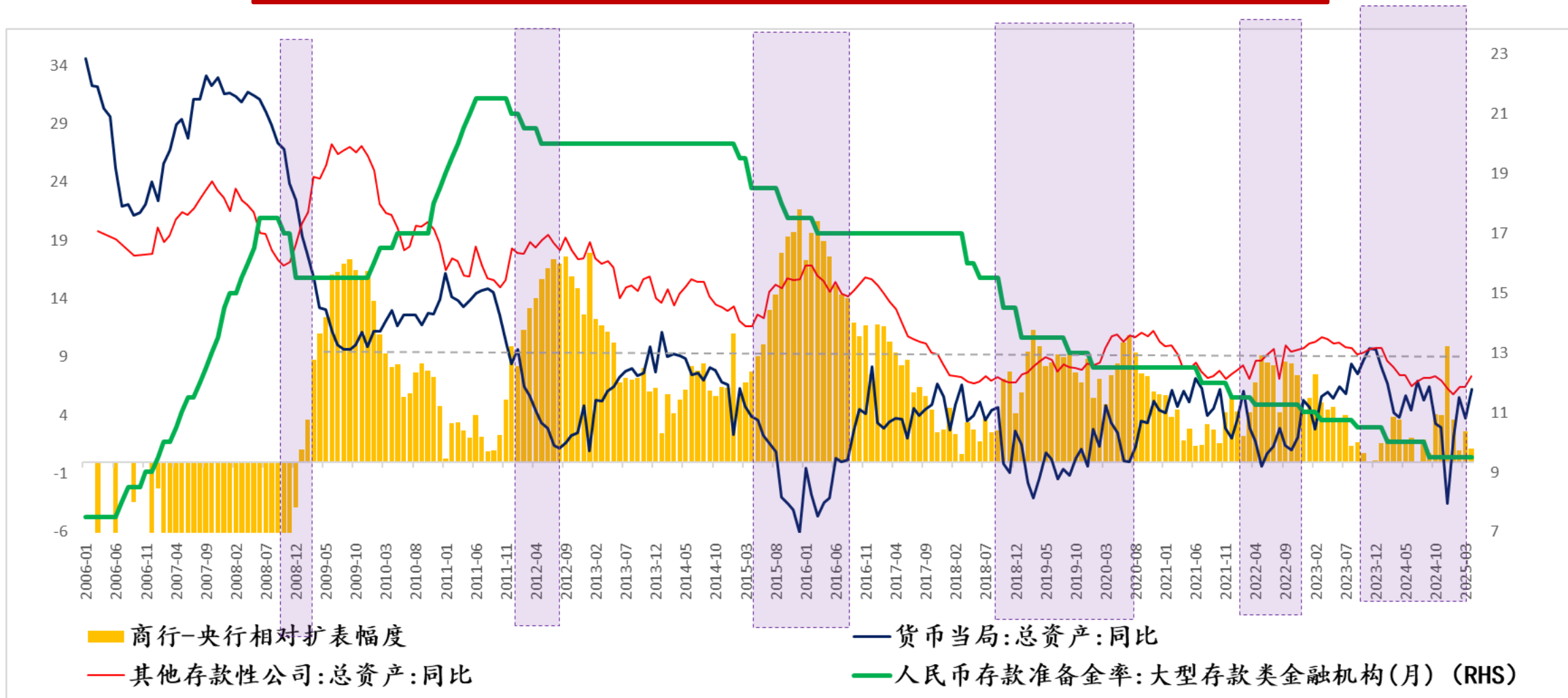


基本面五因子走势 (标准化)

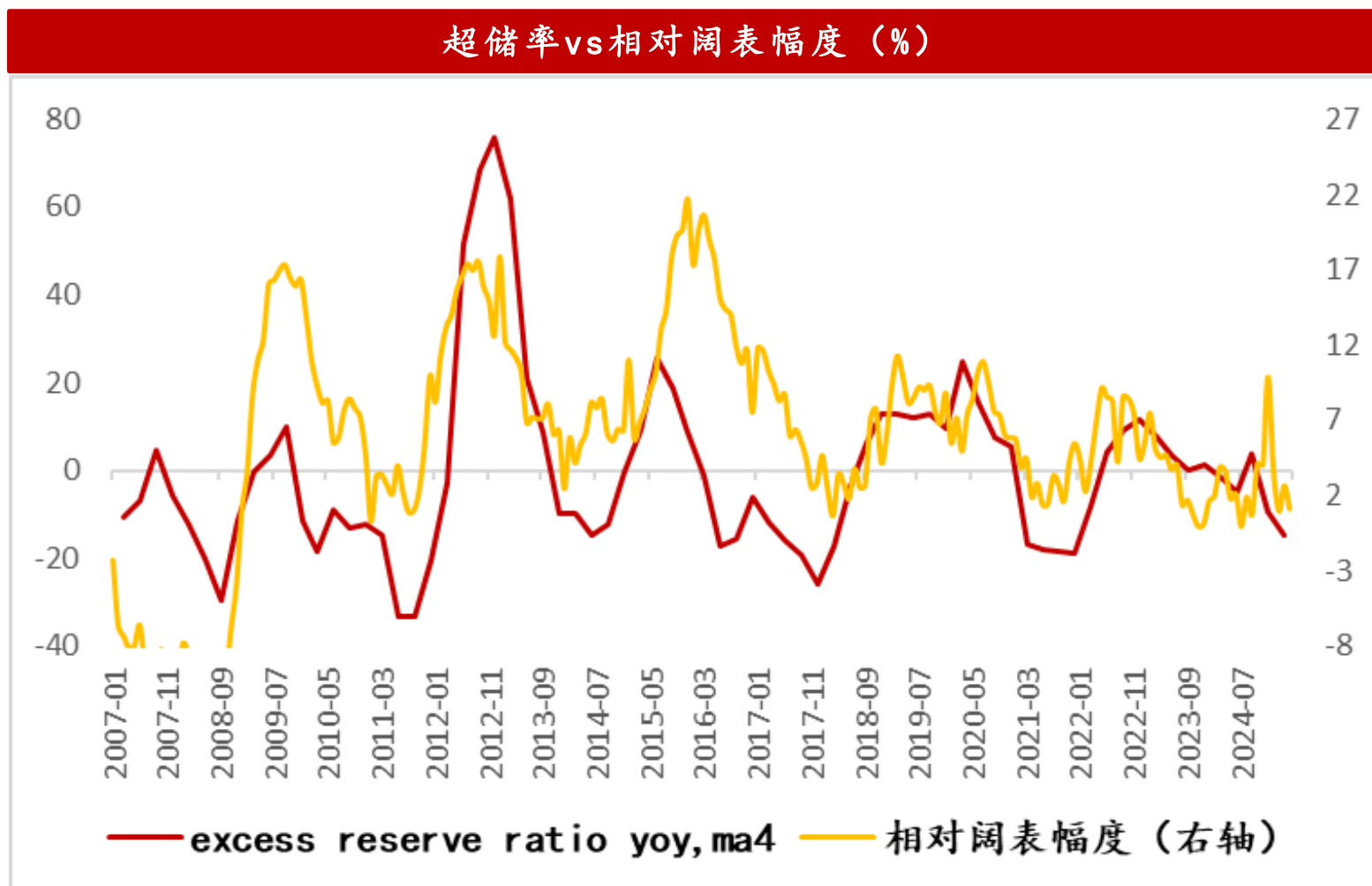


◆ 流动性陷阱：降准周期持续时间最长，但商业银行相对央行资产负债表增速持续萎靡

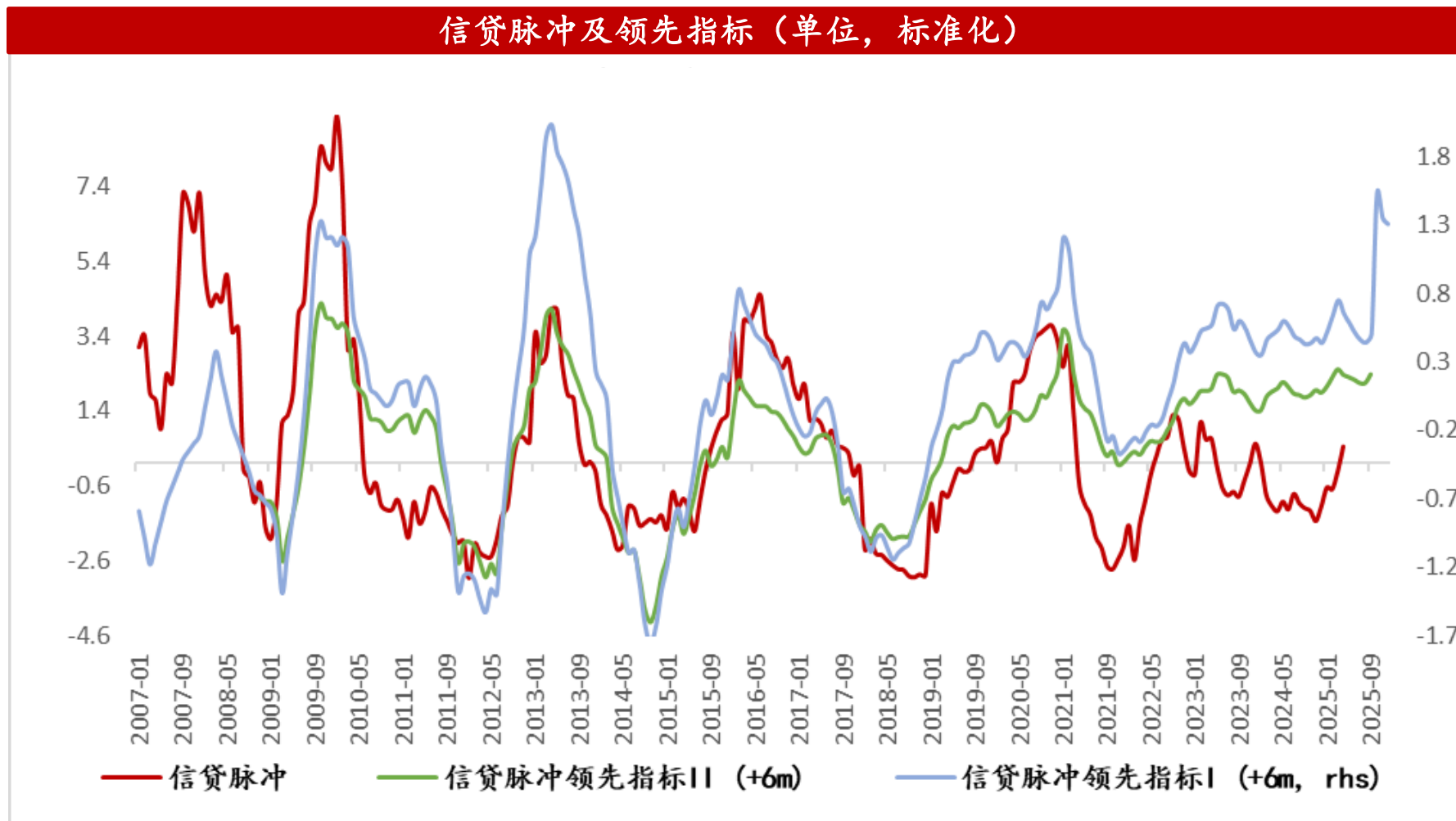
扩表幅度差异 (%)



- ◆ 流动性陷阱：降准周期持续时间最长，但商业银行相对央行资产负债表增速持续萎靡；
- ◆ 超储率vs相对阔表幅度：同步

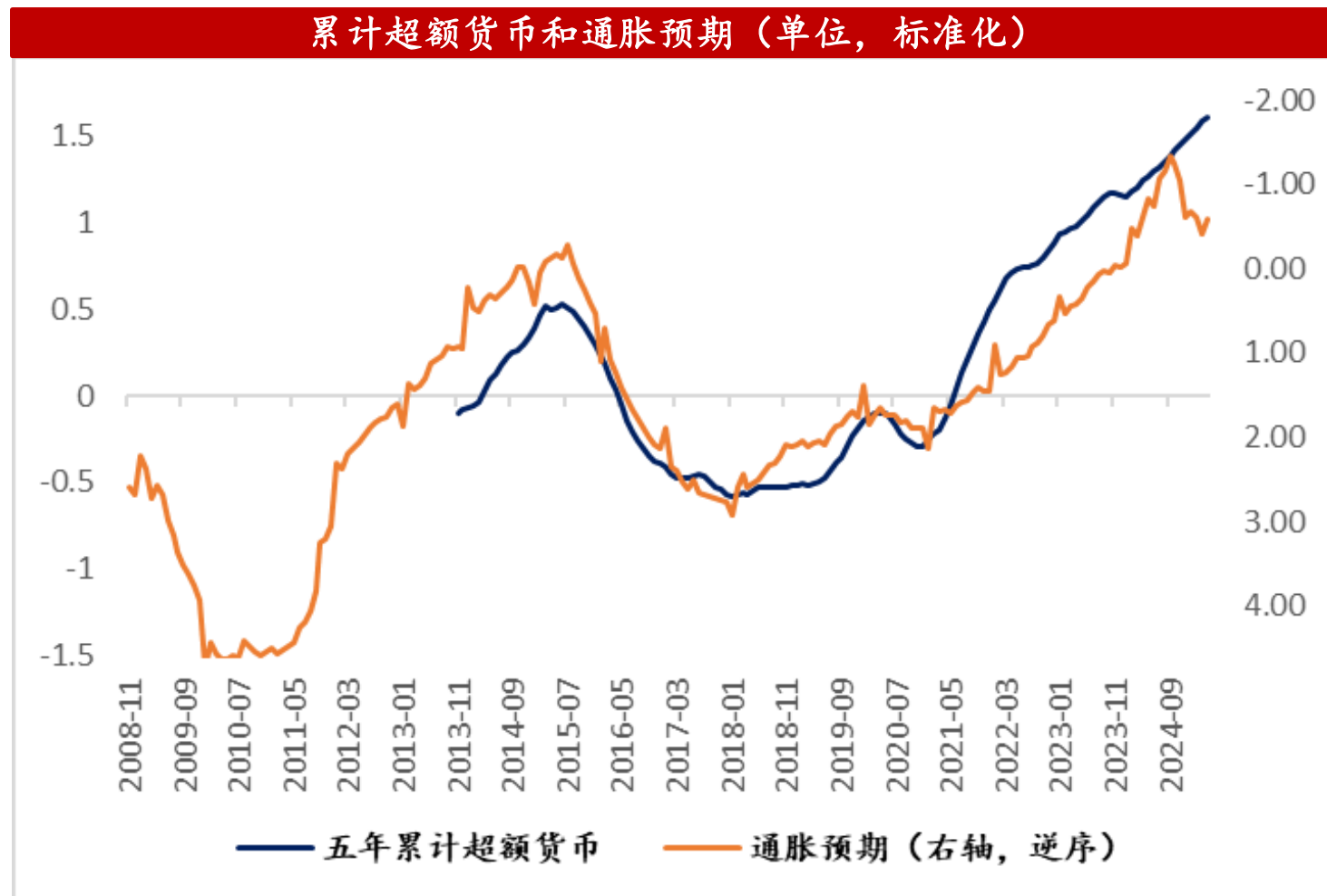


◆ 流动性陷阱：货币宽松指标与信贷脉冲指标之间的偏离幅度历史最大，持续时间最长



◆ 但这种超额流动性淤积有一部分被通缩预期吞噬：

◆ 924+deepseek带来的通缩预期边际扭转激活了一部分自由超额流动性



◆ 剔除通缩预期吞噬的流动性，剥离出自由超额流动性：

◆ 整体处于-0.3~0.3波动

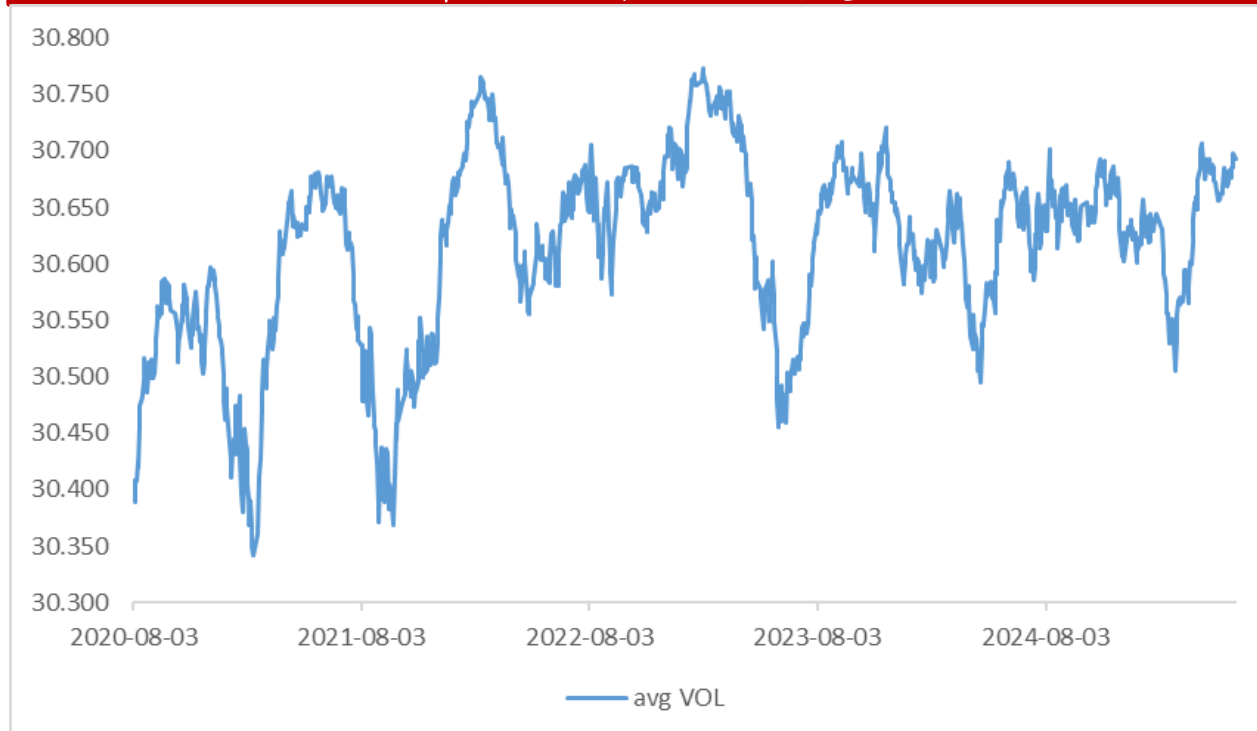


- ◆ 行业轮动速度：使用一段时间内行业排名的变动幅度作为行业轮动速度指标
- ◆ 行业轮动速度年后快速下探，3月后重新回到高位

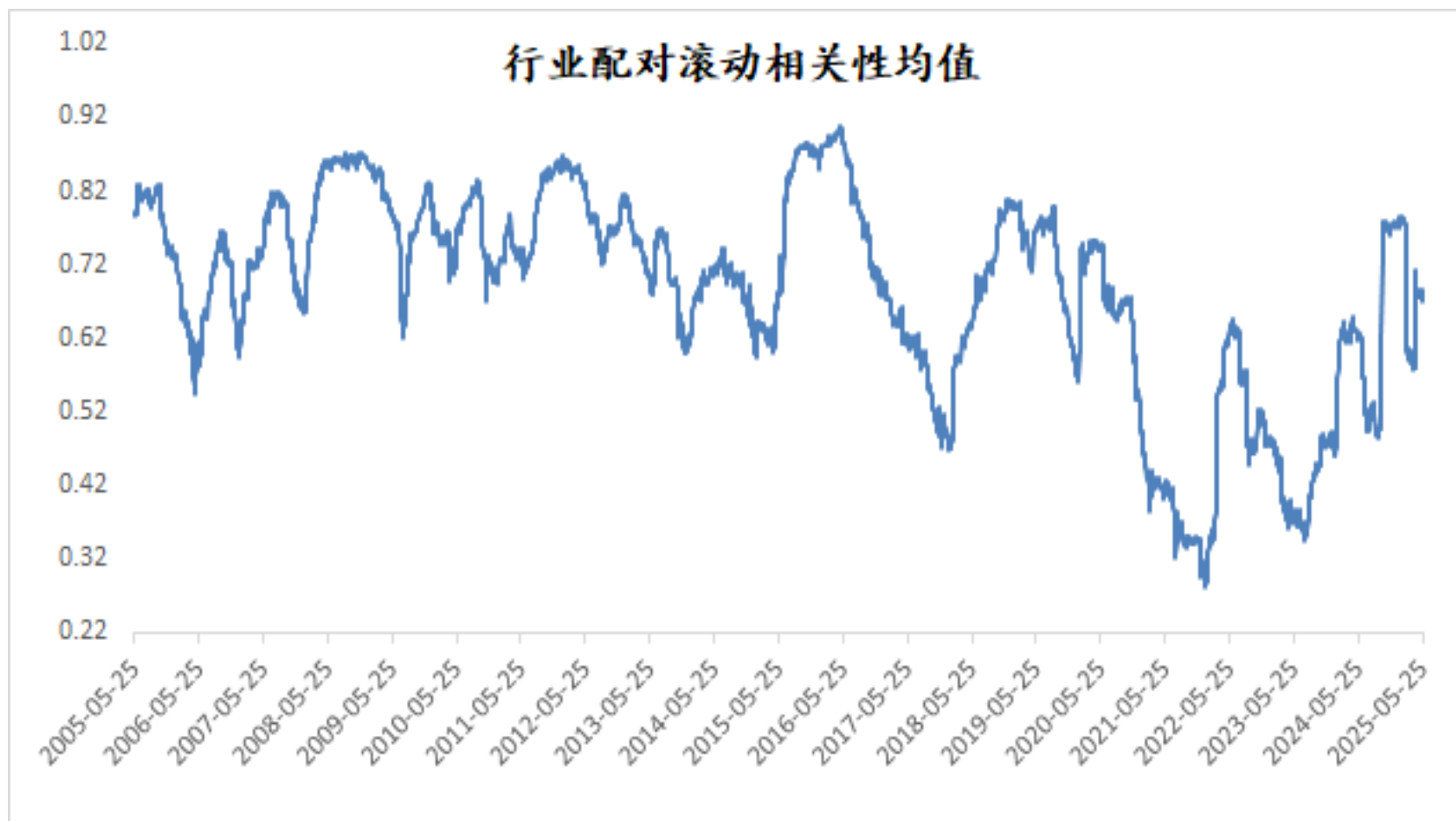
中信一级行业轮动速度



中信二级行业轮动速度

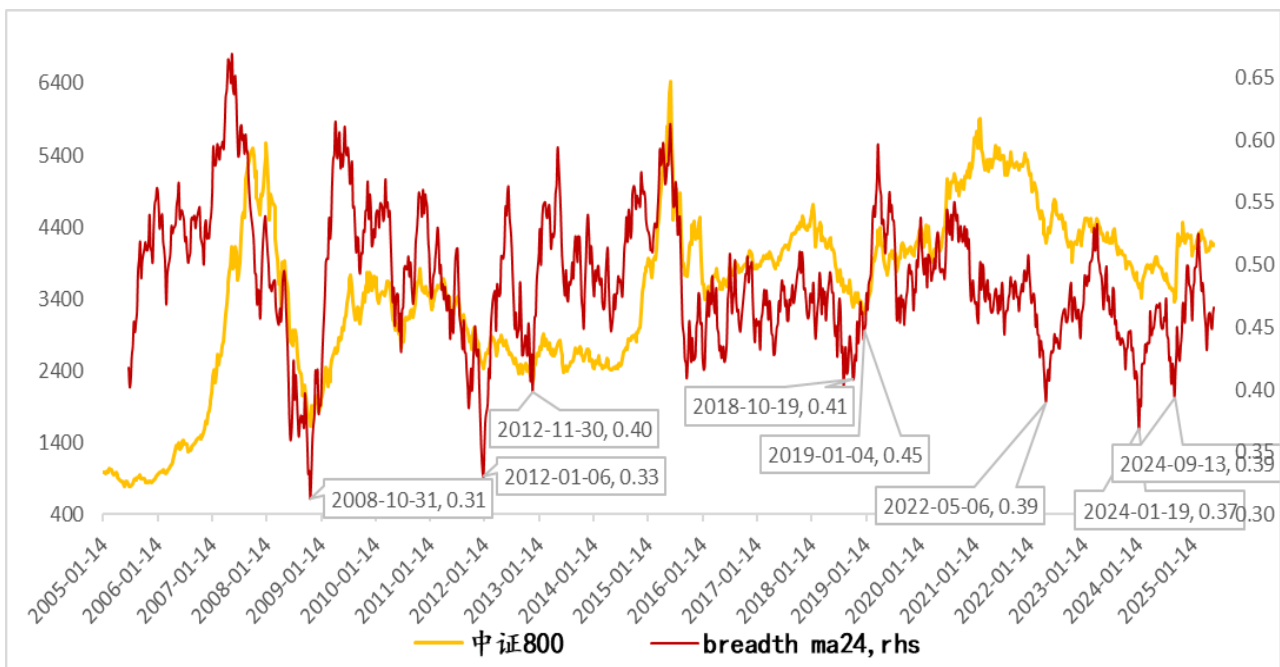


◆ 行业表现相关系数边际回落

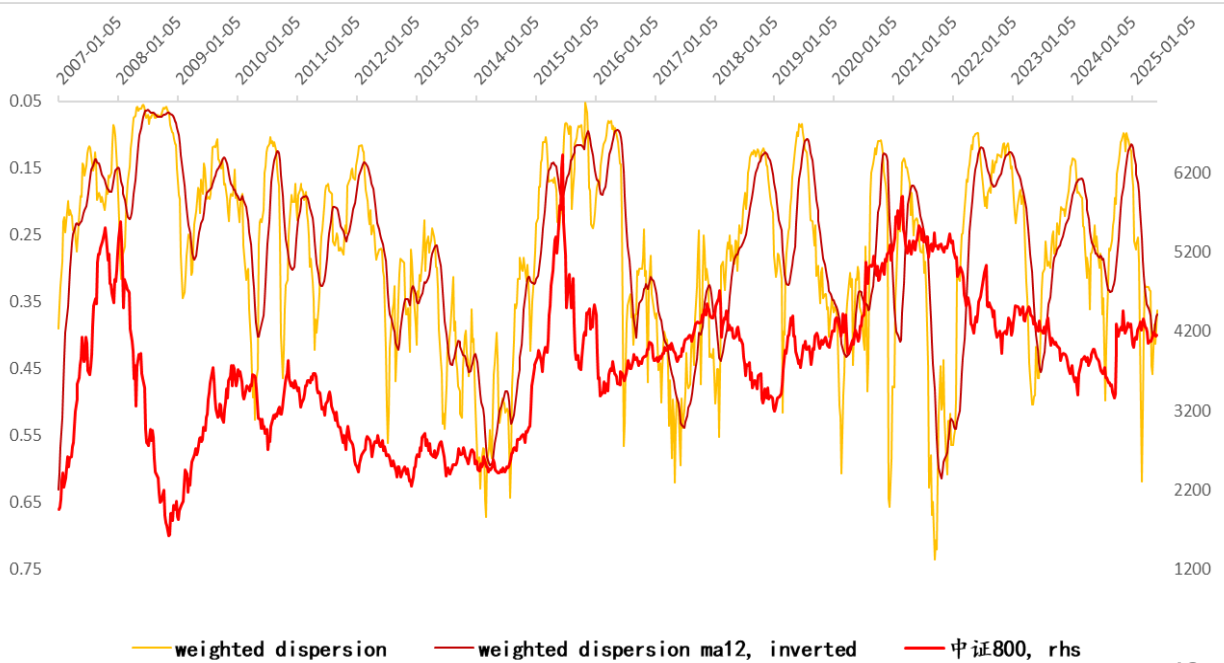
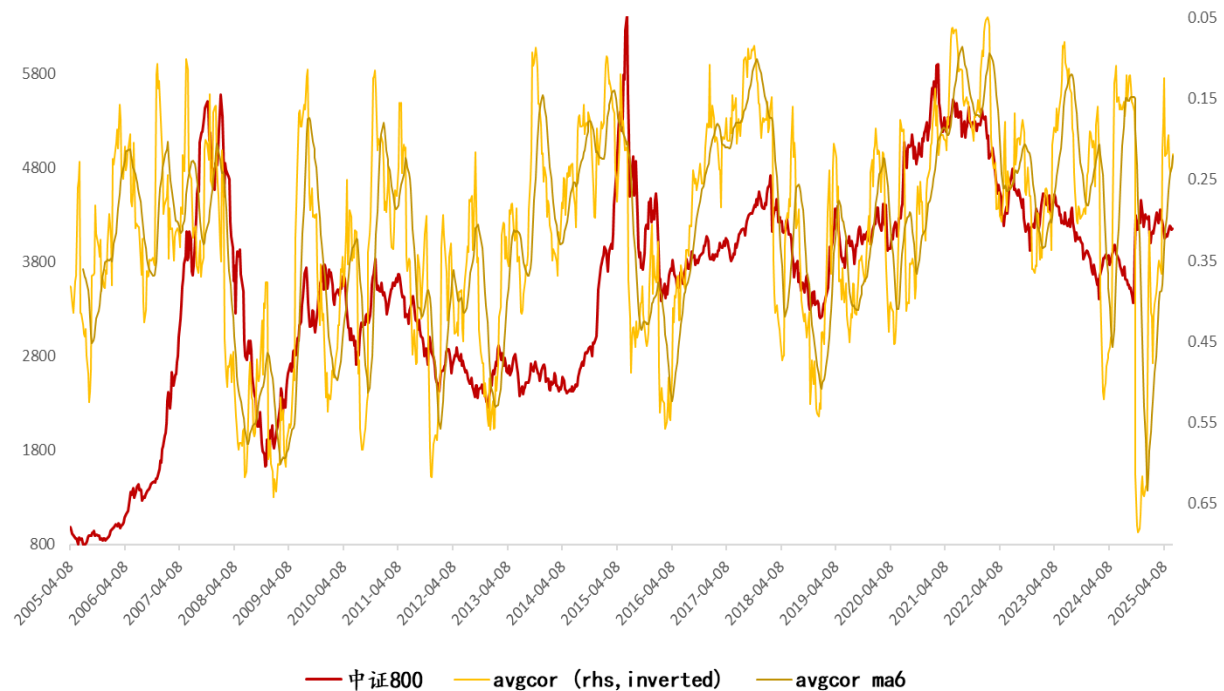


市场离散度——个股层面

- ◆ 个股配对滚动相关性均值新高后快速收敛；
- ◆ 市场宽度回落低位；
- ◆ 市场涨跌幅加权离散度抬升。



数据来源：wind，西南证券整理

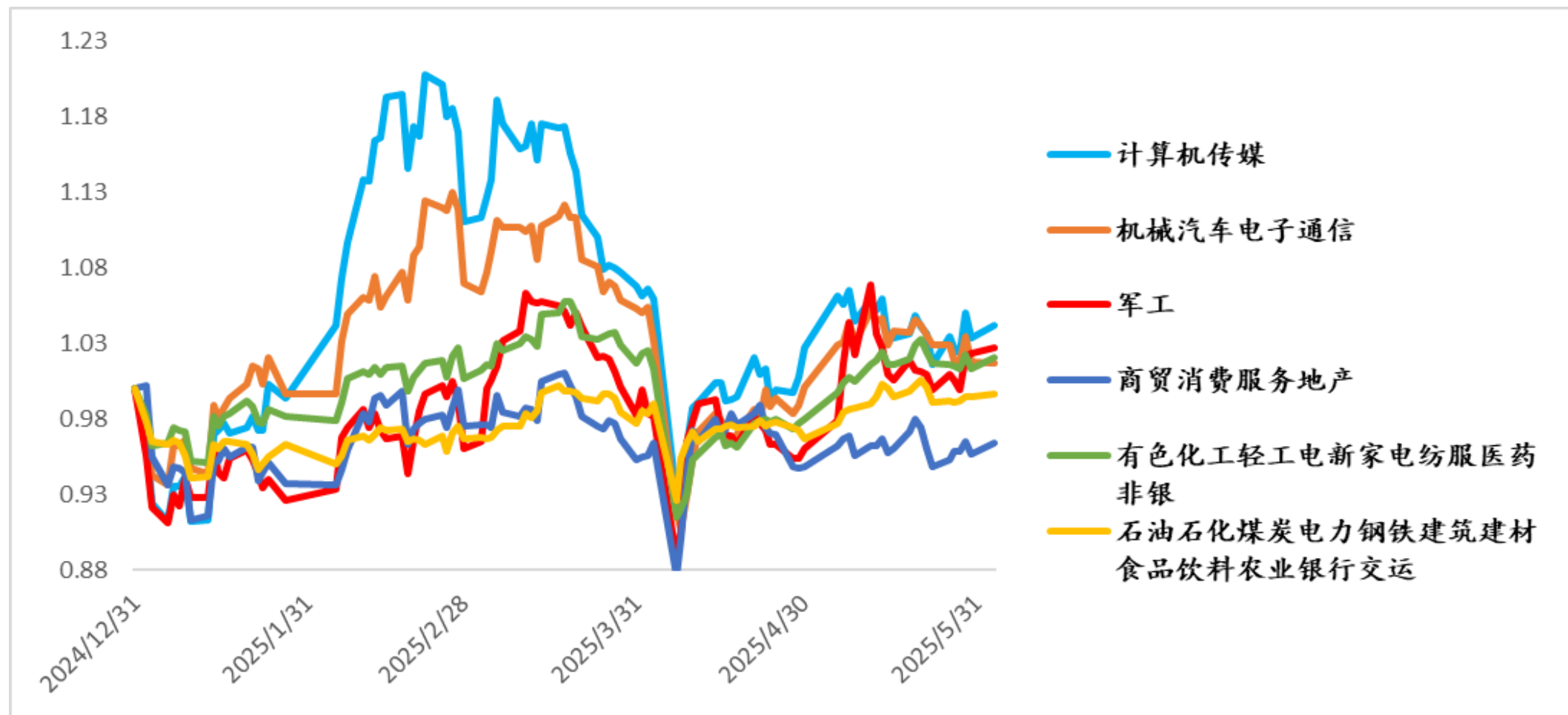


- ◆一、海外：财政风险暴露，指示潜在的全球流动性冲击
- ◆二、国内：通缩预期缓解，激活持续淤积的自由超额流动性
- ◆三、A股：狭窄区间内的快速轮动
- ◆四、行业配置思路

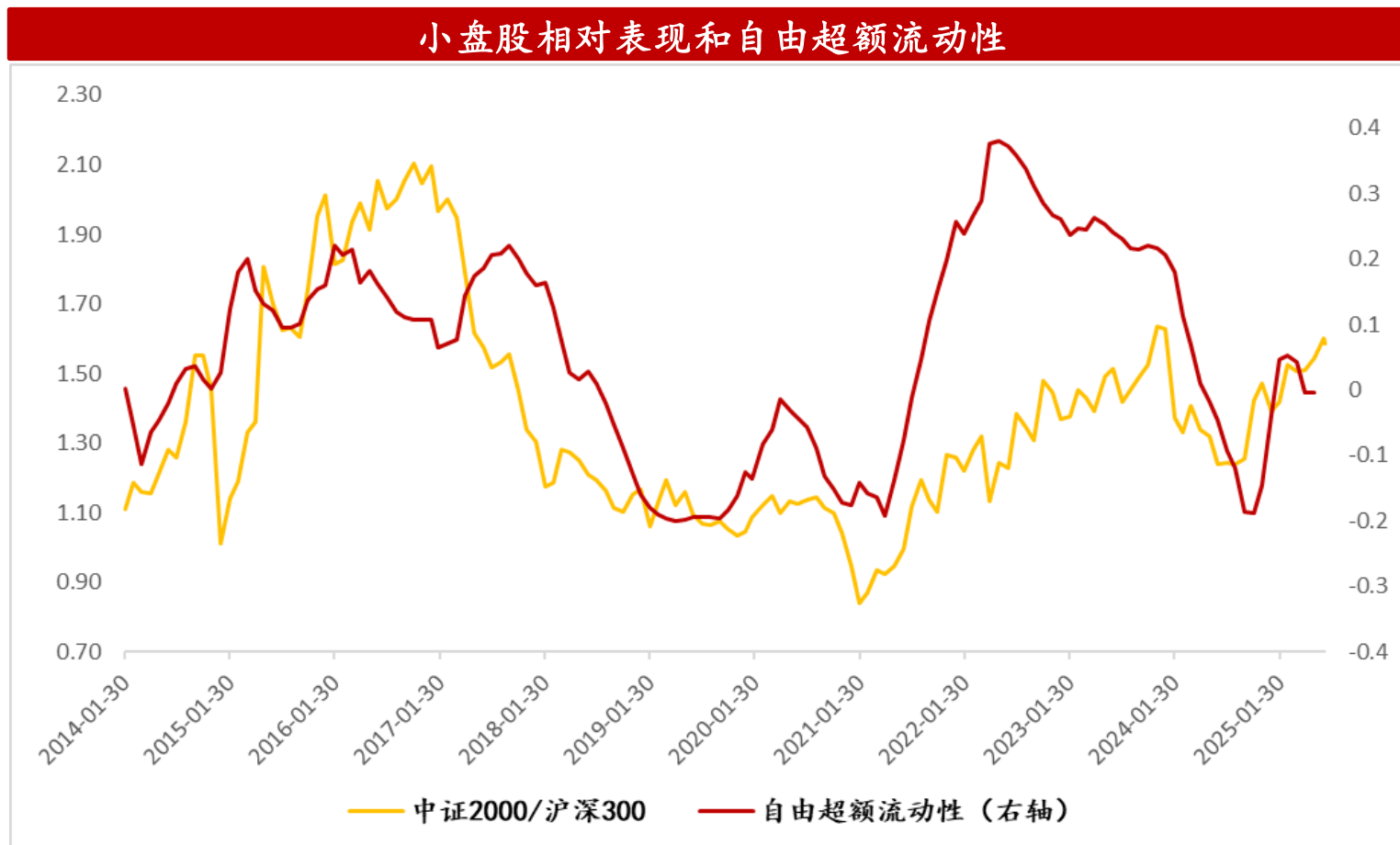
◆ 核心主线： AI+机器人+军工

◆ 4月2日贸易战消息冲击前后行业表现类似

◆ 内需相对落后

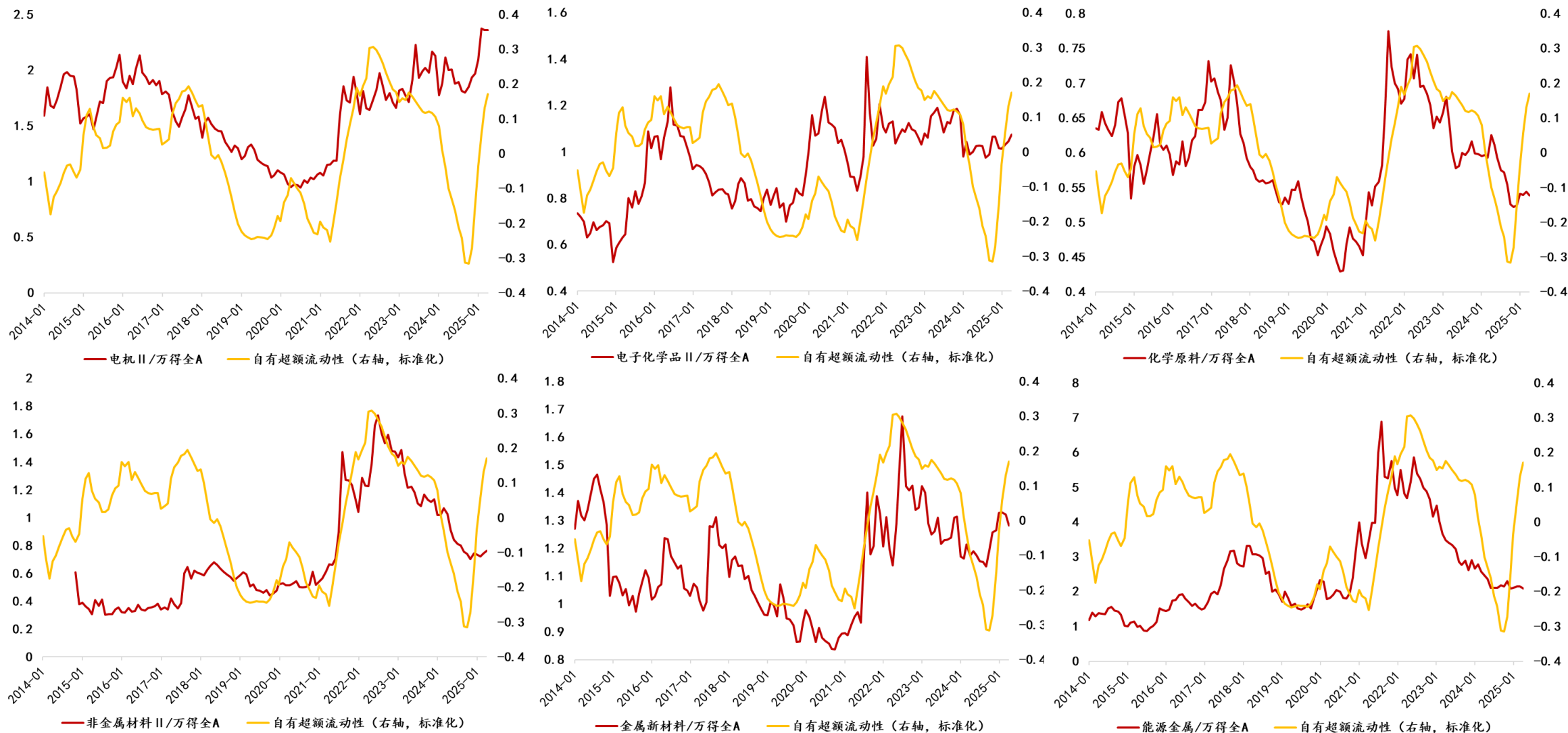


◆ 自由超额流动性924以来持续抬升，形成小盘股跑赢的有利氛围



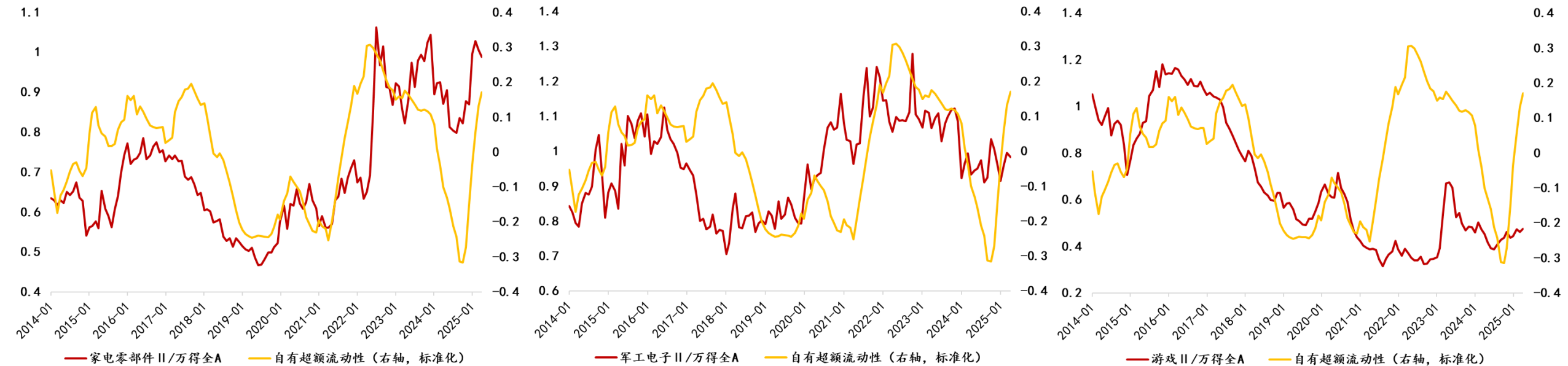
自由超额流动性对A股市场的指引

◆ 行业超额收益和自由超额流动性有相关性（申万二级行业视角）：电机、电子化学品、化学原料、非金属材料、金属材料、能源金属（时间区间：2014年1月至2025年5月）

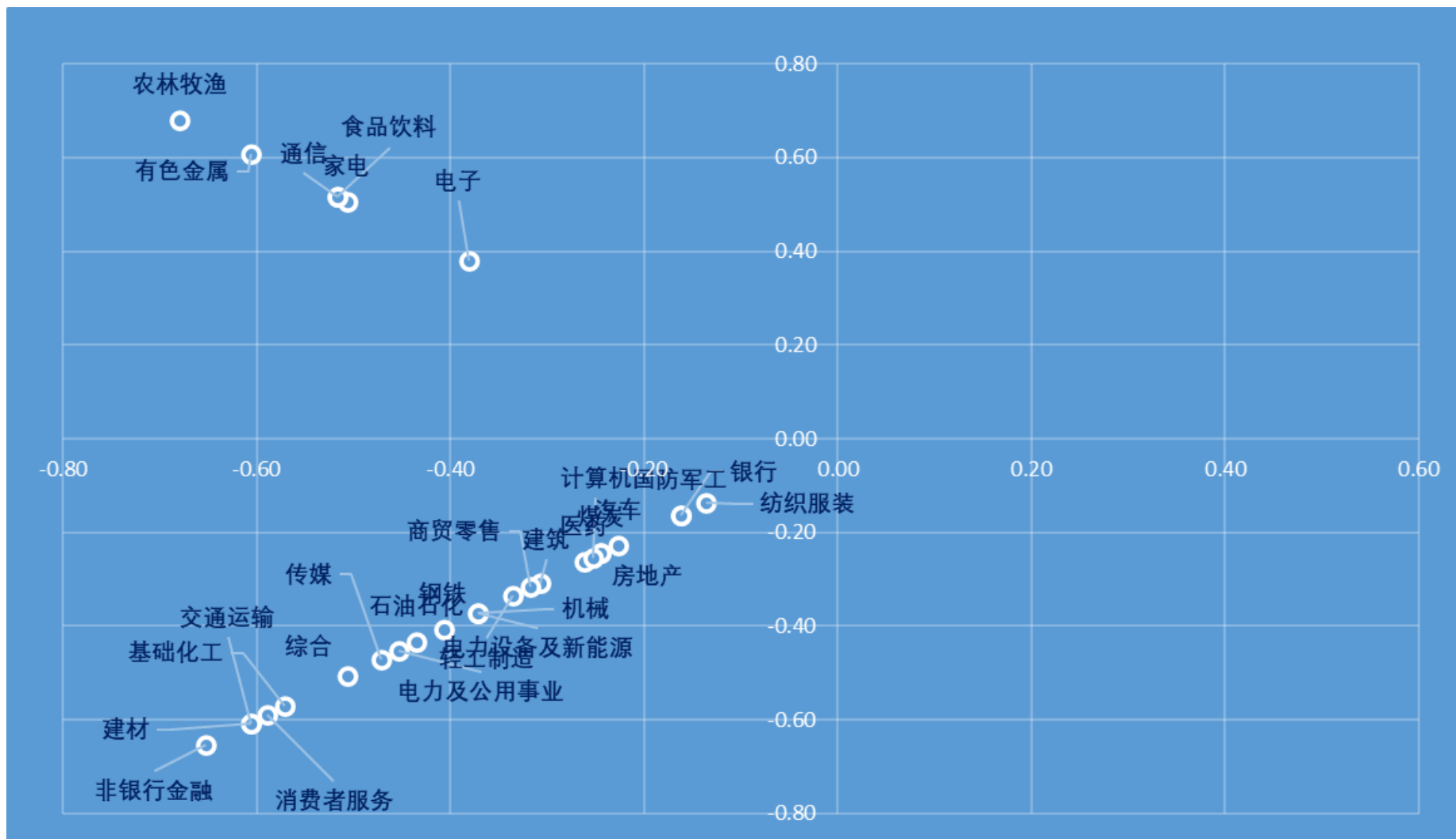


自由超额流动性对A股市场的指引

◆ 行业超额收益和自由超额流动性有相关性（申万二级行业视角）：家电零部件、军工电子、游戏（时间区间：2014年1月至2025年5月）



- ◆ 中心点马氏距离以及相对位置：建材、化工、交运、消费服务、传媒、电力、轻工、非银相对赔率较高
(数据时间：25年6月)



- ◆ 后续国内政策落地不及预期的风险；
- ◆ 运用历史数据拟合模型不稳健的风险；
- ◆ 海外需求超预期回落的风险。



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

电话：17512071816

邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：李历

执业证号：S1250524120003

电话：13246286636

邮箱：llyf@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

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

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	jjj@swsc.com.c
	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
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@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
	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	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				