

破浪前行

2025年中期宏观经济及资产配置展望

证券分析师：刘思佳 执业证书编号：S0630516080002

联系人：邓尧天、李嘉豪

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

联系方式：liusj@longone.com.cn

2025年7月3日



CONTENTS

一、国内宏观经济回顾及展望

二、积极政策基调有望延续

三、海外不确定性仍存

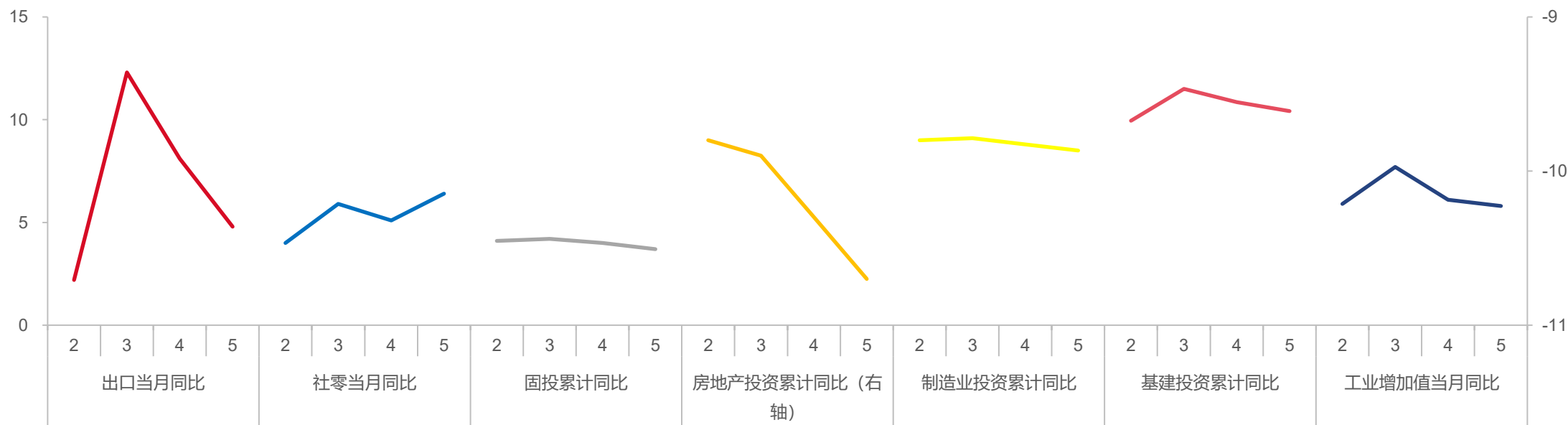
四、大类资产配置建议

五、风险提示

上半年国内经济回顾：“抢出口”与政策驱动

- “抢出口”带动工业生产韧性。
- 政策效果明显。两新政策在社零以及制造业投资上的支撑作用较好。
- 地产投资拖累仍然较大。

2025年1-5月国内主要经济数据，%

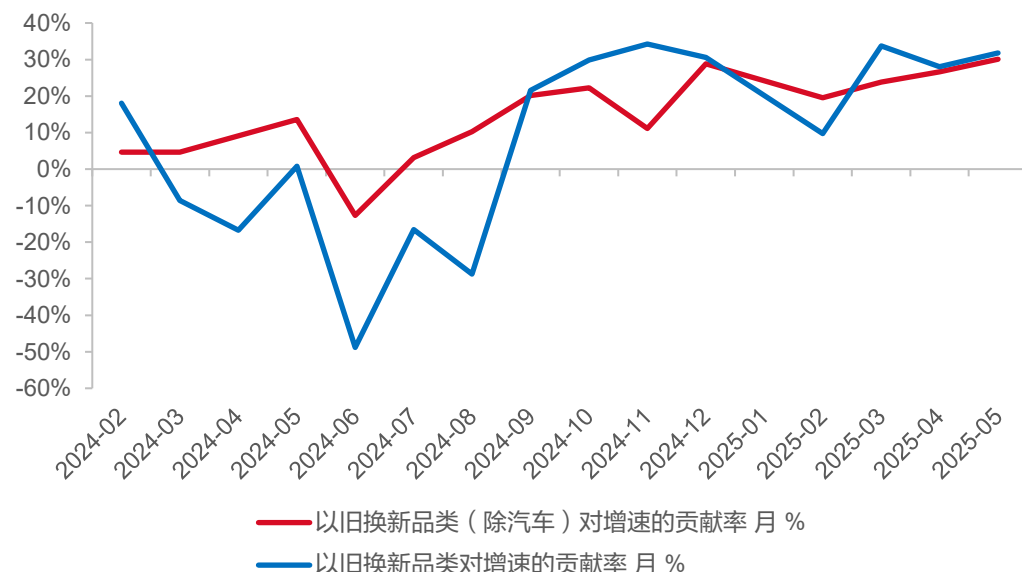


资料来源：国家统计局，海关总署，东海证券研究所

消费品以旧换新对社零的带动明显

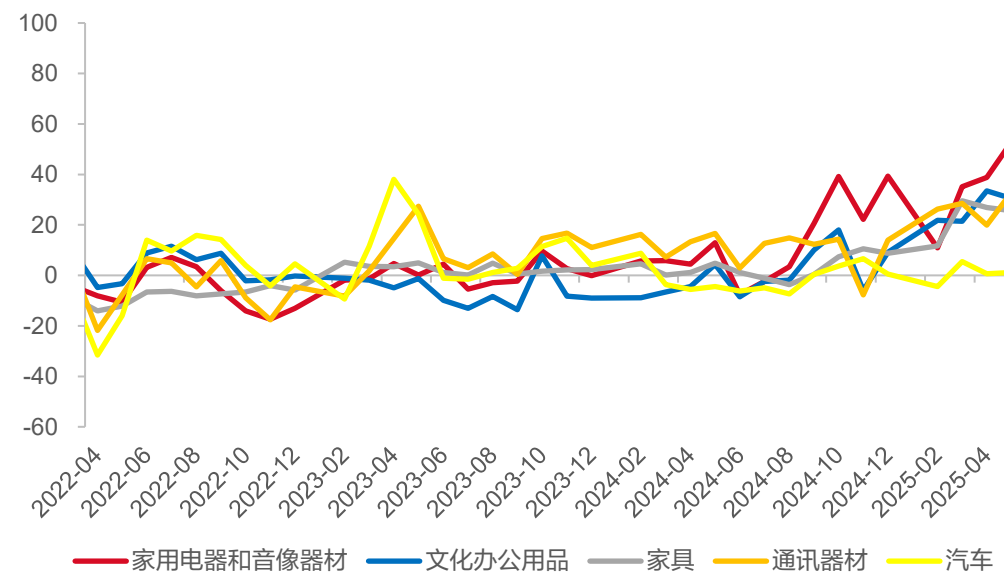
- 2025年消费品以旧换新的范围扩容，资金支持规模翻倍，对社零相关品类的零售增速带动明显。
- 累计来看，1-5月经测算的以旧换新品类对整体社零增速的贡献率为24.3%；当月来看，5月的贡献率为31.8%，近3个月均值为31.2%。
- 发改委表示7月将下达第三批消费品以旧换新资金。更加注重时序性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，有望熨平波动。

以旧换新品类对社零增速的贡献率，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

以旧换新品类零售当月增速，%

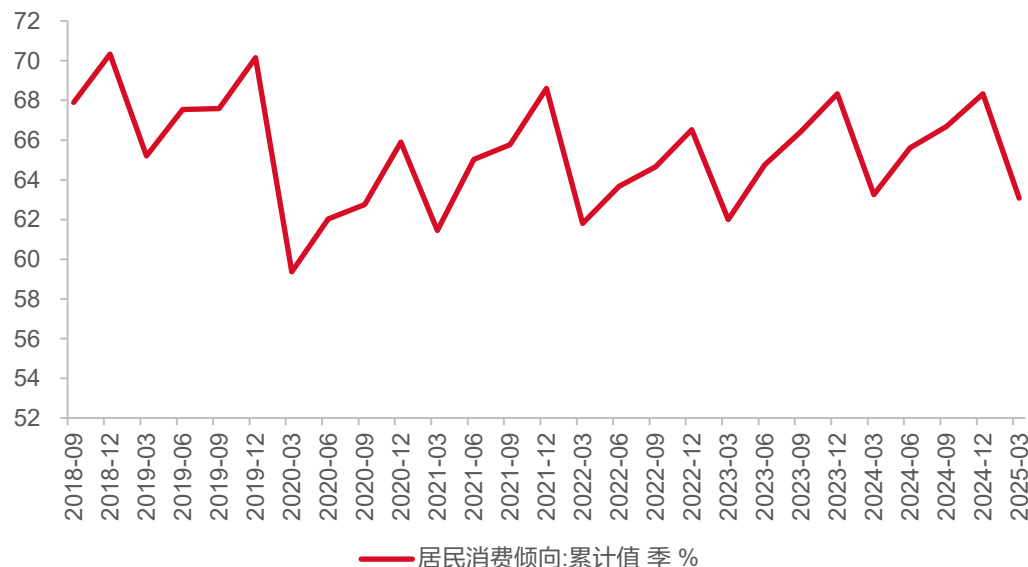


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

从供给侧发力推动服务消费高质量发展

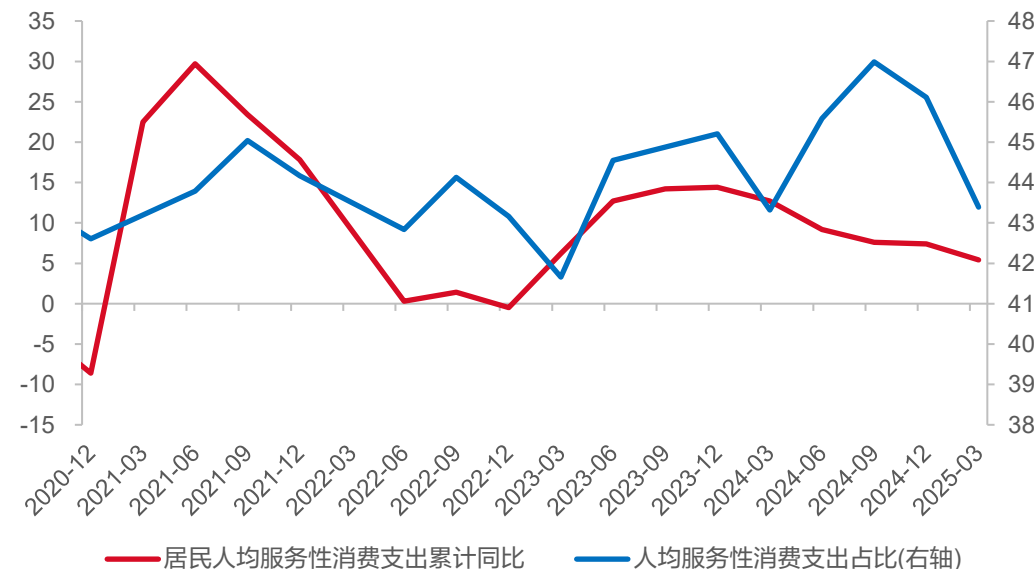
- 实物消费补贴政策可能有前置需求的影响，长期来看消费仍与居民收入增长和预期密切相关。2025一季度，居民消费倾向63.1%，仍低于疫情前同期水平。
- 两会记者会上，商务部部长王文涛曾提到，商品消费上需求端是主要矛盾，服务消费主要矛盾是优质供给不足。
- 展望下半年，《提振消费专项行动方案》、《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》已印发，社零增速有望保持平稳，服务消费增速或将提升。

居民消费倾向，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

居民人均服务性消费支出同比及占比，%，%

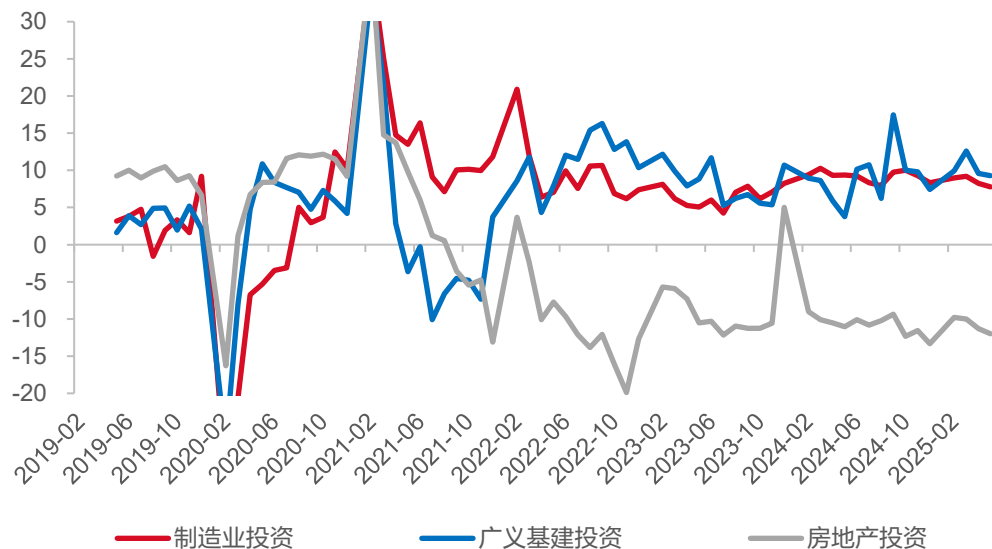


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

固投稳中回落，结构继续分化

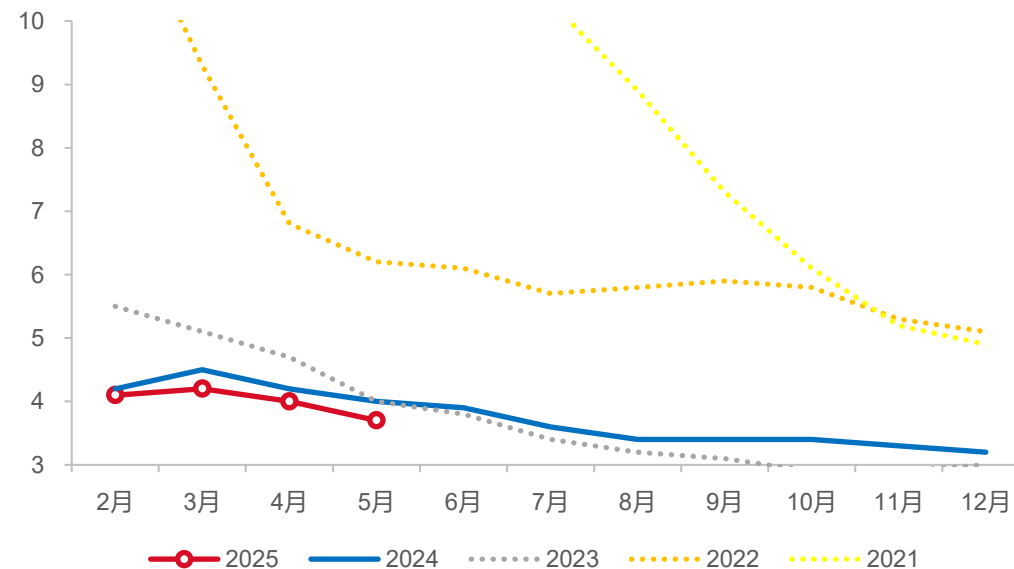
- 固定资产稳中回落。制造业投资以及基建投资相对平稳，房地产投资拖累依然较深。
- 1-5月，扣除房地产开发投资的固定资产投资完成额累计同比7.7%，明显高于整体3.7%的增速水平。

固定资产投资三大分项当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

固定资产投资增速小幅下行，%

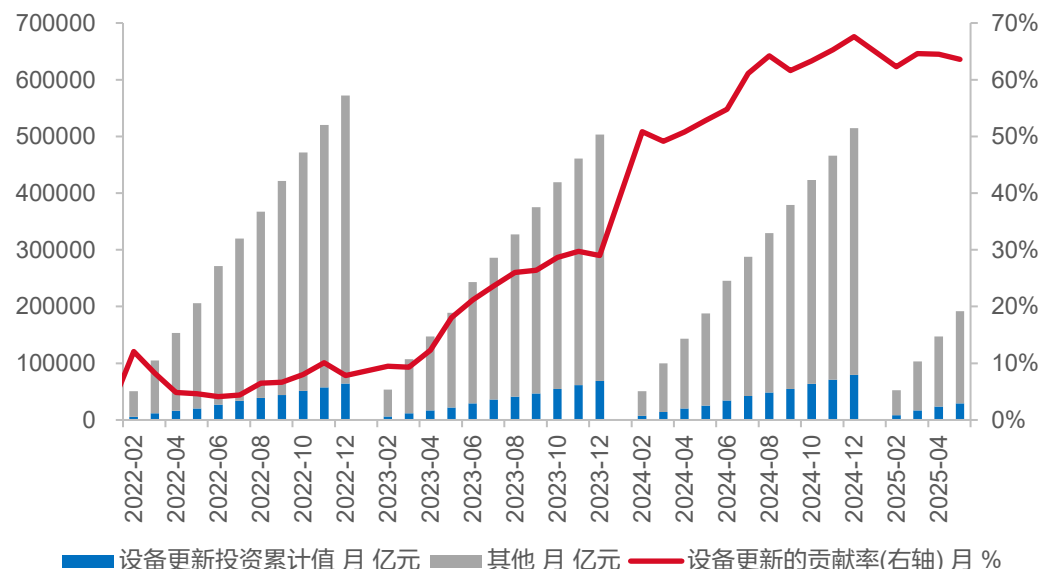


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

设备更新政策驱动制造业投资

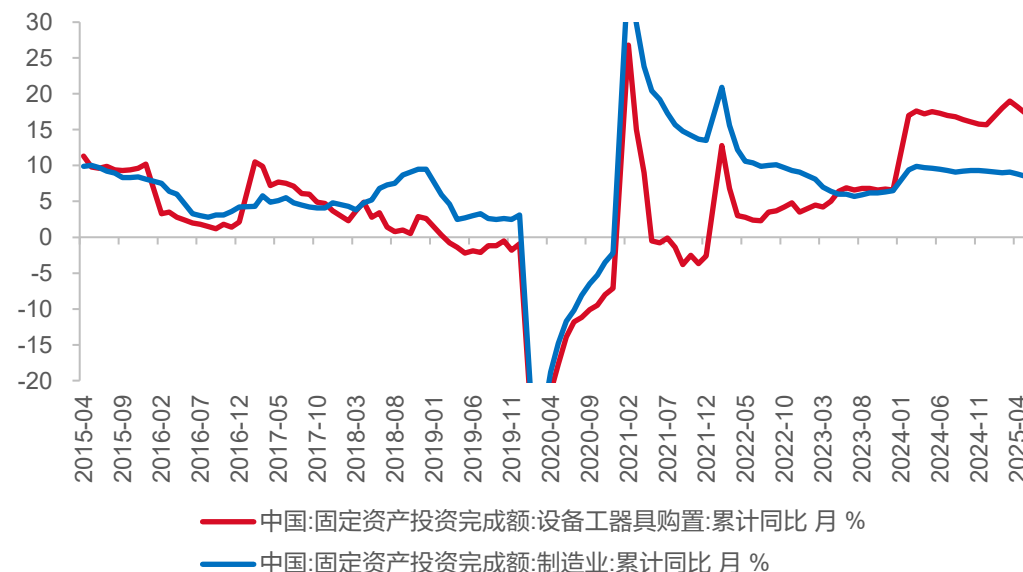
- 设备更新政策驱动投资，2024年以来对整体固定资产投资的贡献率明显上升，目前维持在60%以上。
- 1-5月，设备工器具购置累计同比17.3%，已连续15个月维持在15%以上。
- 2000亿元超长期特别国债支持设备更新，其中第一批约1730亿元资金已按照“地方审核、国家复核”原则安排到16个领域约7500个项目，第二批资金正在同步开展项目审核和筛选。

设备更新投资累计值及贡献率，亿元，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

制造业投资及设备更新投资累计同比，%

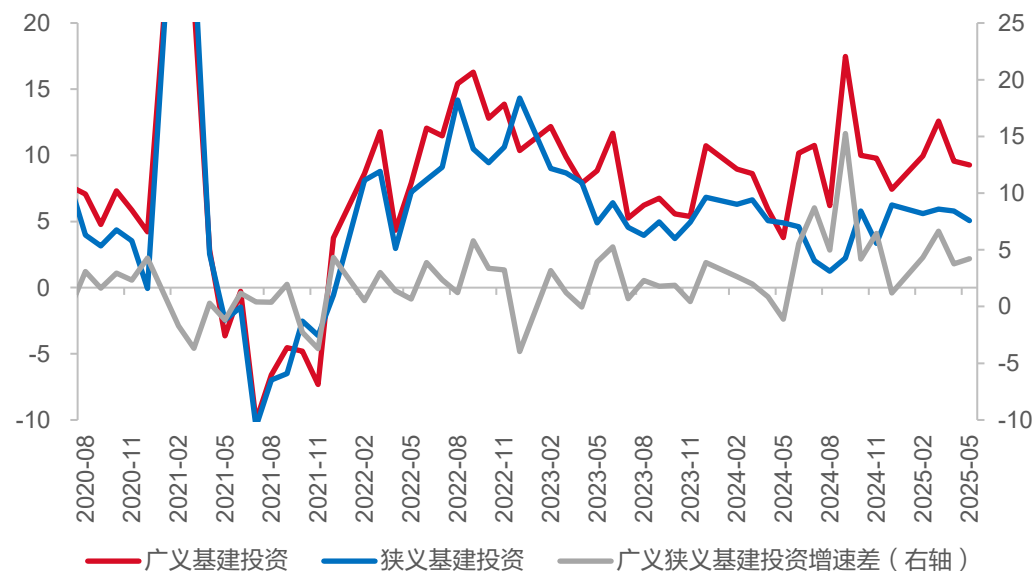


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

广义与狭义基建的分化：电力、热力投资高增

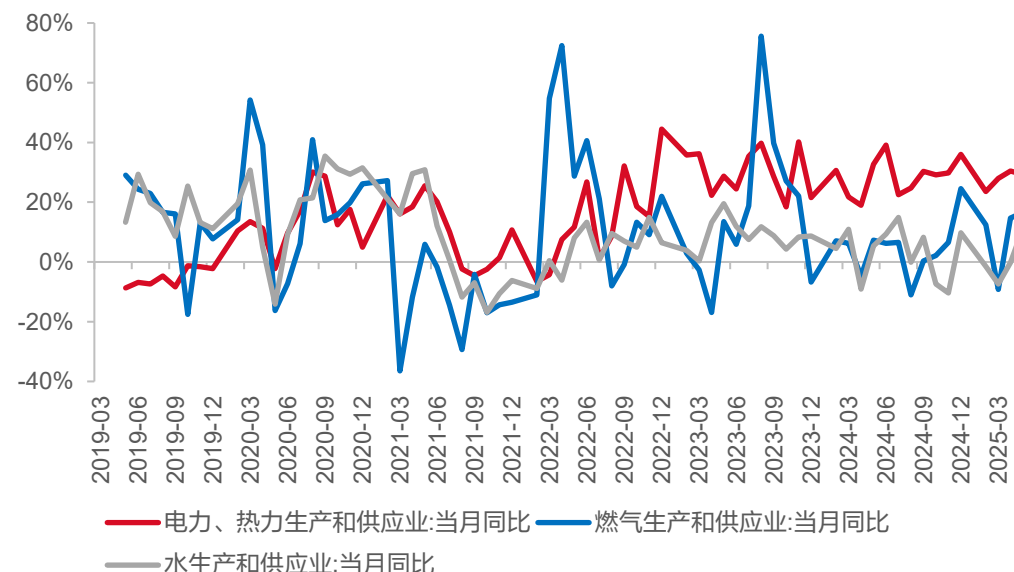
- 广义基建与狭义基建之间的增速差异，主要体现在公用事业相关投资增速的高增，此外也反应出地方政府投资约束仍存。
- 公用事业中电力、热力投资占比在70%以上，1-5月投资累计同比29.2%，对整体固定资产投资的贡献可能在34%左右。

广义基建及狭义基建投资增速，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

公用事业投资分项当月同比，%

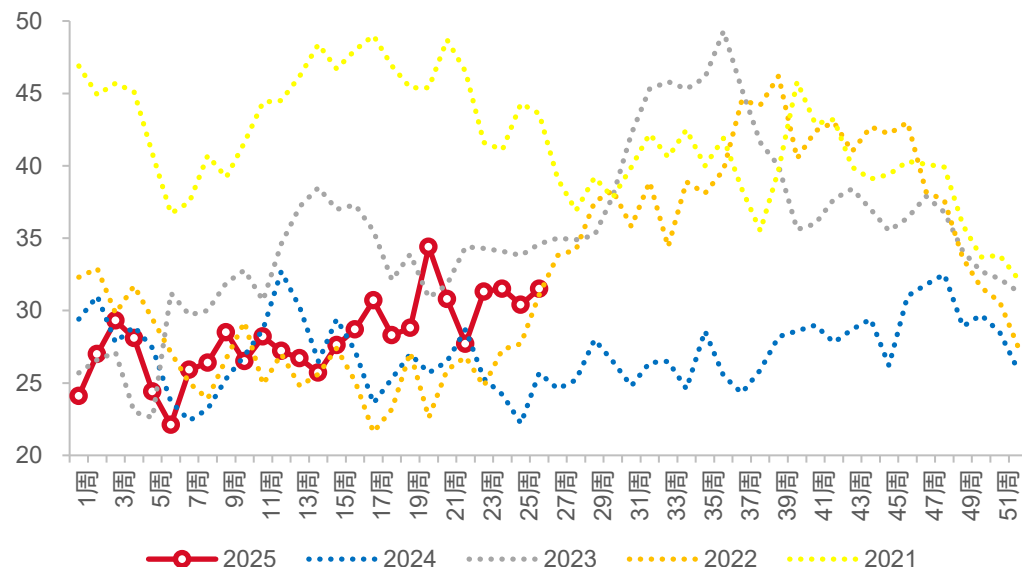


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

实物工作量形成提速，后续可能保持韧性

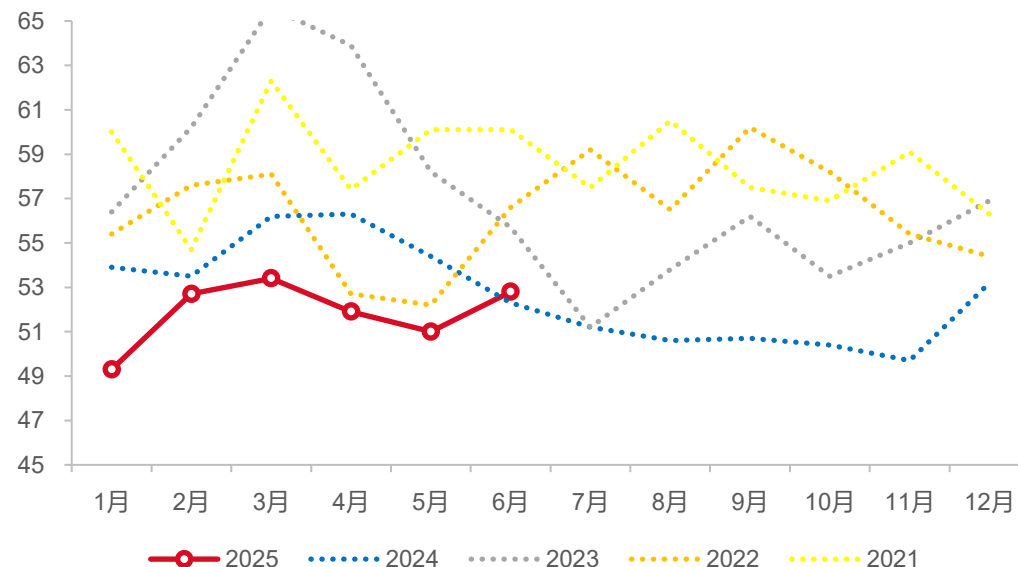
- 石油沥青开工率与狭义基建投资相关性较强，近期呈现出回升的趋势，4月中旬以来持续高于去年同期水平。
- 领先指数表现较好。建筑业PMI高于荣枯线，但可能受地产拖累，低于去年同期水平。分项中，土木工程建筑业商务活动指数4-6月分别为60.9%、62.3%、56.7%，景气度较高。

石油沥青装置开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

建筑业PMI，%

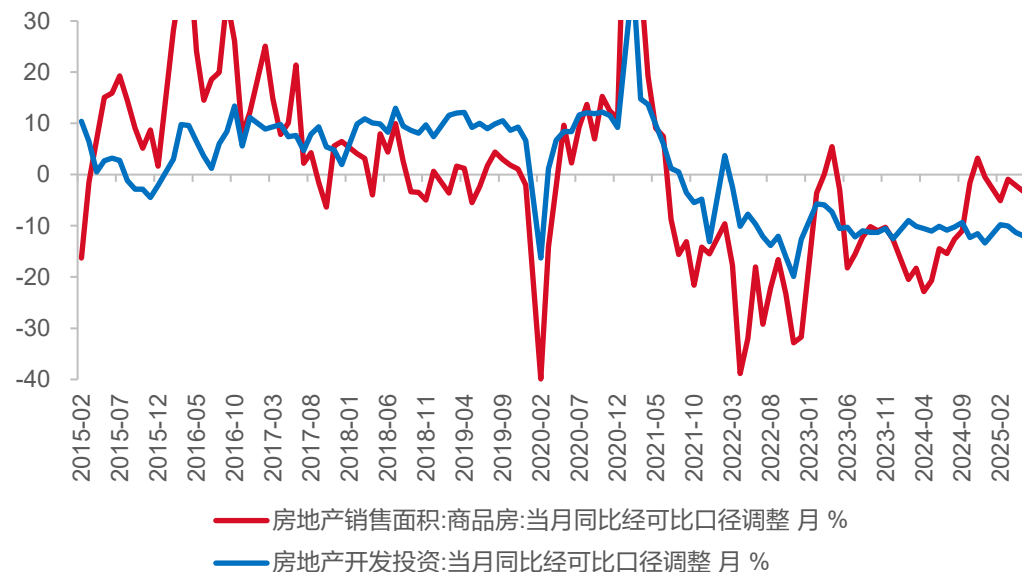


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

部分城市土拍有所好转，但整体仍然承压

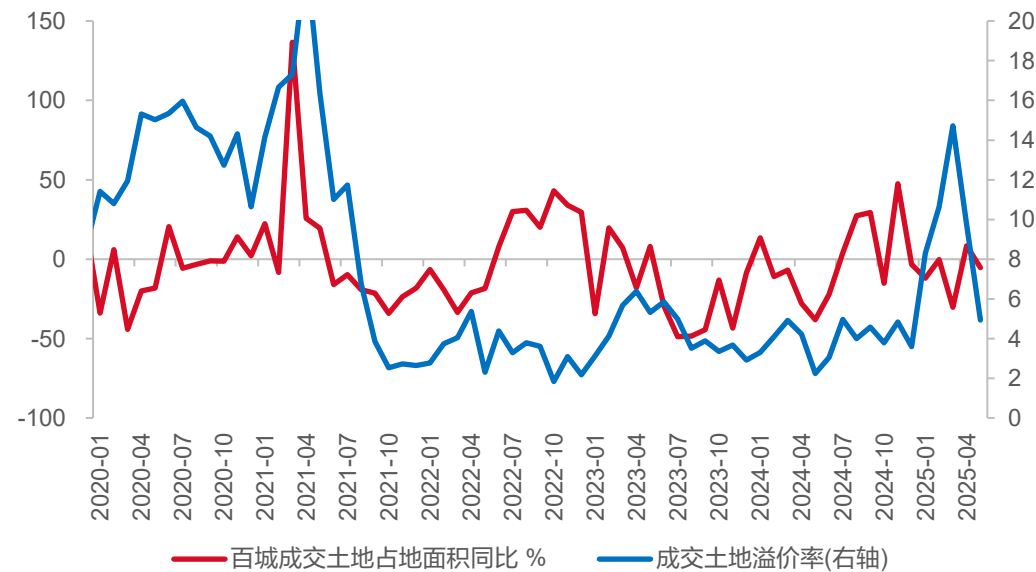
- 投资端土地成交面积仍然负增长。1-5月，百城成交土地占地面积2.46万平方米，同比-9.7%。
- 上半年部分核心城市核心板块土拍有所回升，溢价率也有所回升，但从全国整体来看仍较为平淡，作为领先指标，或预示地产投资仍有压力。

房地产投资及销售当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

百城土地成交面积同比及溢价率，%，%

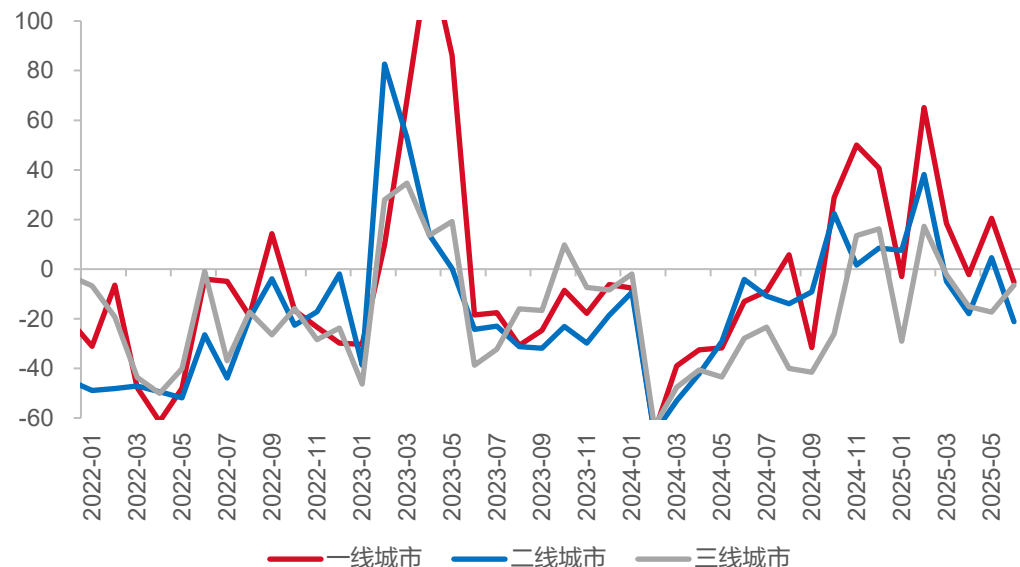


资料来源：Wind，东海证券研究所

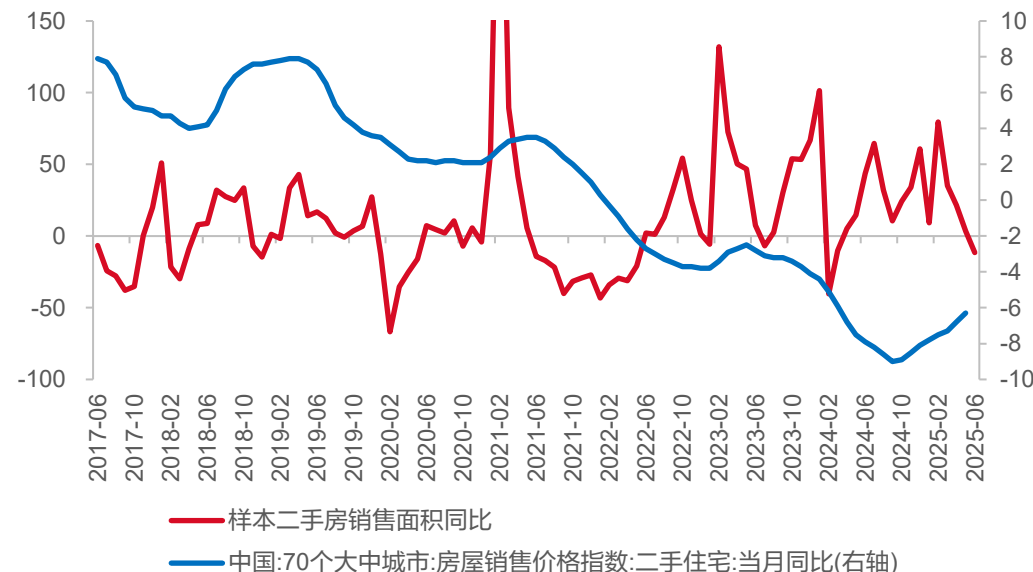
房地产销售：新房一线强，二手以价换量

- 一二三线城市新建商品房销售分化，一线强于二三线。
- 二手房仍存以价换量的现象，销售增速>价格增速。

一、二、三线城市商品房成交面积同比，%



二手房以价换量，%，%

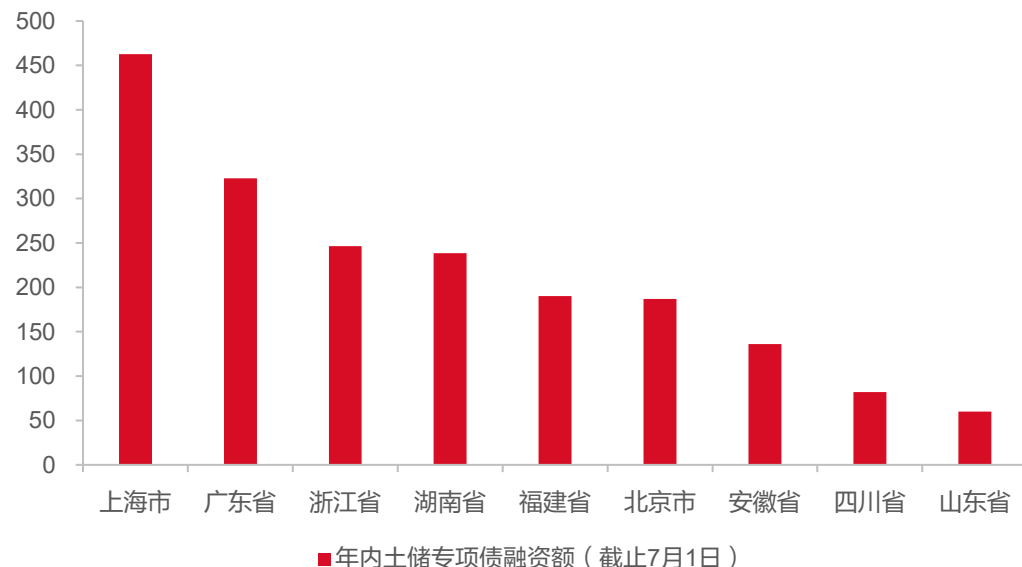


资料来源：Wind，东海证券研究所

地产销售及投资可能均有压力，关注专项债收储进展

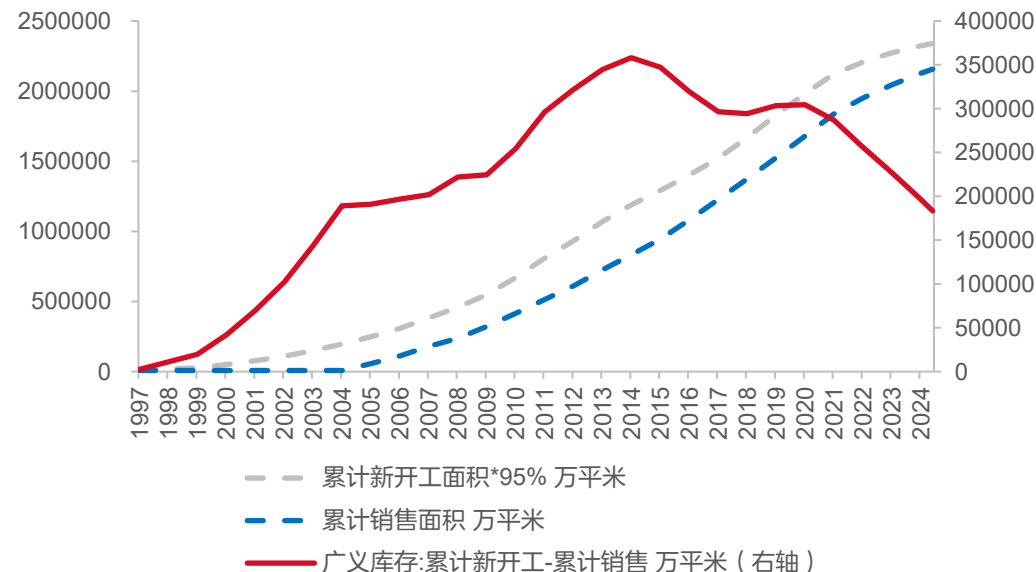
- 去年“924”以来，地产销售在新一轮政策的推动下有所回升。但目前政策效果边际弱化，商品房销售增速在2025年年初转正后再度回落。下半年叠加基数的走高，地产销售或将面临压力。
- 从建筑工程投资以及土地购置两端来看，预计下半年地产投资增速可能仍将维持在-10%左右。
- 政策端关注收储进展。截至7月1日，年内用于土储的专项债已发行近2000亿元。

土储专项债融资额，亿元



资料来源：企业预警通，东海证券研究所

住宅广义库存，万平方米，万平方米

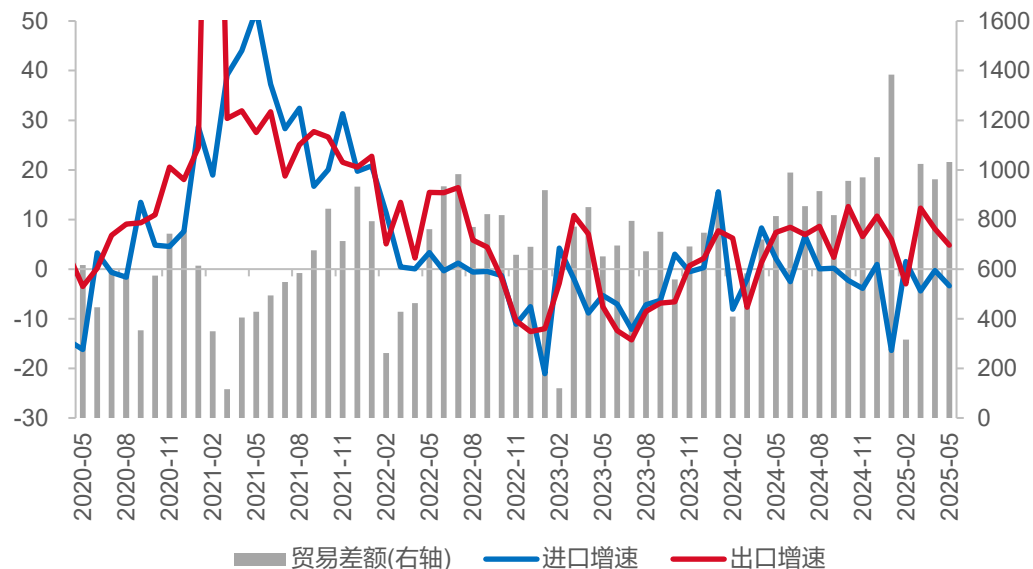


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

出口对经济的拉动较强

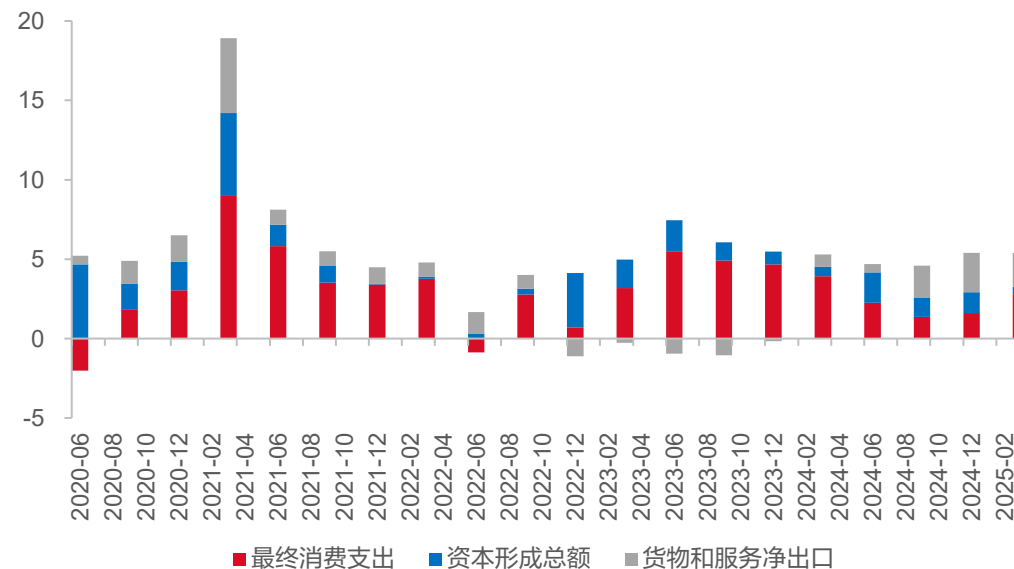
- 虽有贸易摩擦扰动，但受益于年初的“抢出口”，上半年出口整体表现仍强。1-5月，出口累计同比6.0%，累计顺差规模4719亿美元，仍为历年同期最高。Q1货物和服务净出口对GDP的拉动为2.13%，贡献率为39.5%，预期Q2仍将维持相对高位。

进出口增速及顺差规模，%，亿美元



资料来源：海关总署，东海证券研究所

支出法三大需求对GDP当季同比的拉动，%

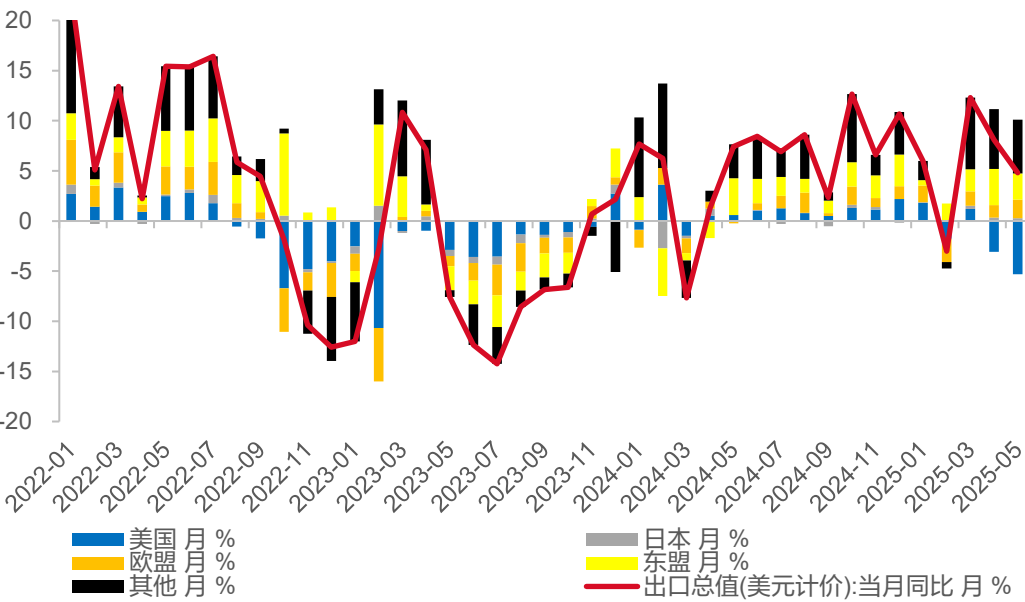


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

出口地区以及出口产品的结构变化

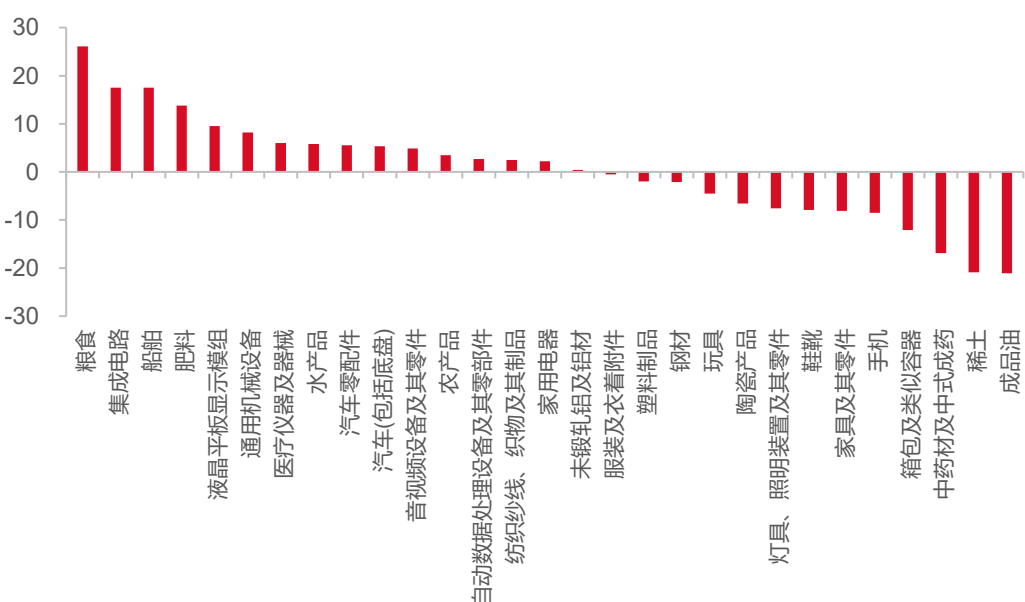
- 分地区对出口的拉动来看，东盟和其他地区是主要支撑项。对美国的出口拖累较大。
- 原因上：一是由于供应链优势下出口本身呈现多元化发展。二是贸易摩擦扰动下，存在“转出口”现象。三是由于美国贸易摩擦并非仅针对中国，由此引发了“抢转口”的现象。
- 从产品上来看，中游设备明显支撑，这一线索贯穿至相应行业的工业增加值以及工业企业利润增速。

主要地区对出口的拉动，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

1-5月各产品出口金额累计同比，%

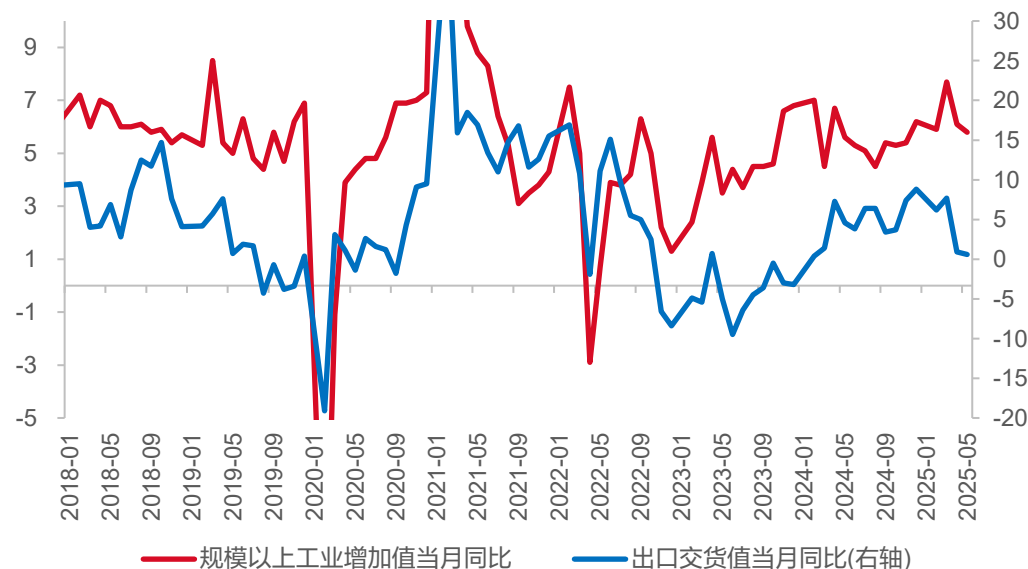


资料来源：海关总署，东海证券研究所

出口对工业生产也有带动作用

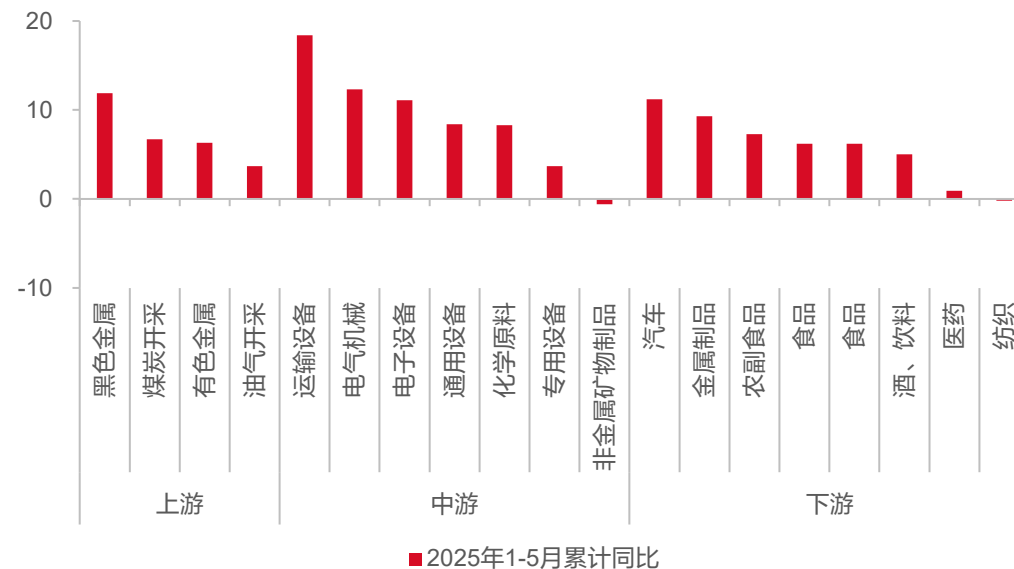
- 工业生产上半年保持稳定。1-5月当月同比均值为6.4%，高于去年全年中枢5.6%。
- 从行业来看，中游装备制造行业增速明显高于上游及下游。除了设备更新投资的支撑以外，出口也有一定的带动。

工业增加值与出口交货值当月同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

各行业工业增加值累计同比，%



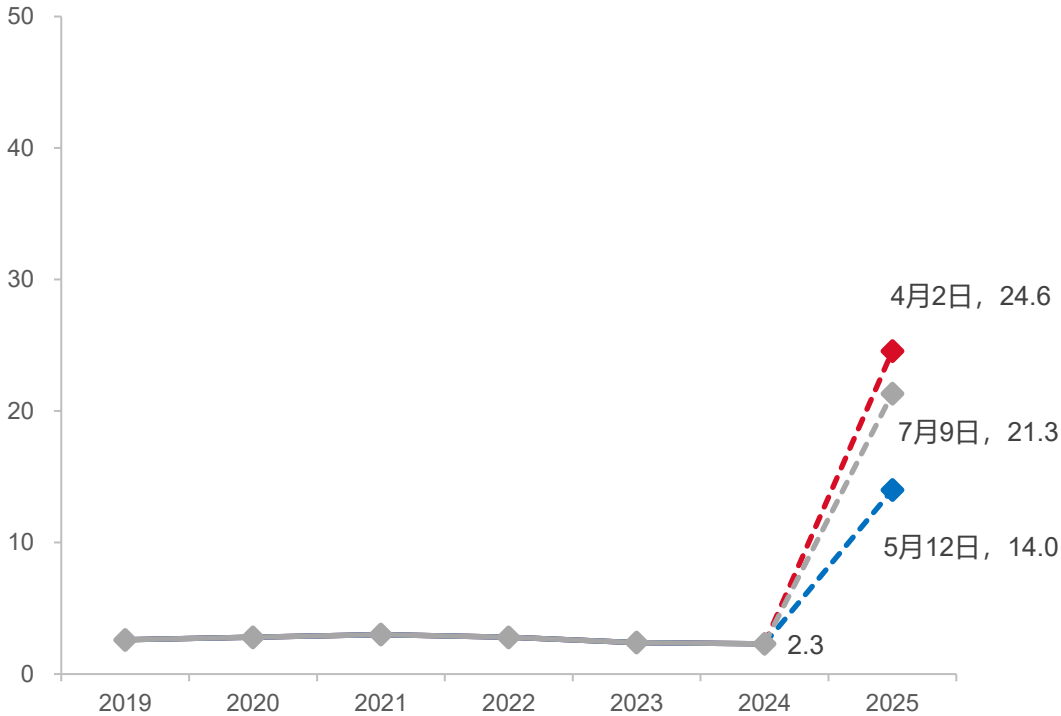
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

特朗普第二任期内对华关税政策汇总

美国2025年对华关税政策汇总

日期	关税项	依据条例	措施
2025年2月	芬太尼关税	《 IEEPA 》	对中国进口商品加征10%关税
	芬太尼关税	《 IEEPA 》	对中国进口商品加征关税从10%提高到20%
2025年3月	232关税	《 1962贸易扩展法 》 232条	恢复对钢铁进口的25%关税，并将铝产税率从10%提高到25%
2025年4月	对等关税	《 IEEPA 》	对中国进口商品加征34%关税
	232关税	《 1962贸易扩展法 》 232条	对汽车及零部件加征34%关税
	对等关税	《 IEEPA 》	对中国进口商品额外加征50%关税，由34%提高至84%
	对等关税	《 IEEPA 》	对中国进口商品关税由84%提升至125%，累计新增达145%
	对等关税	《 IEEPA 》	对消费电子、半导体设备等20类商品豁免对等关税，但保留20%芬太尼关税
	低值货物	《 1930关税法 》 321条	取消小额包裹免税政策
2025年5月	对等关税	《 中美日内瓦经贸会谈声明 》	取消中国进口商品的91%关税；暂停24%对华关税90天；保留10%基础对等关税和20%芬太尼关税；小额包裹税率由120%下降至54%
2025年6月	232关税	《 1962贸易扩展法 》 232条	进口钢铁和铝制品从25%提高到50%

美国关税谈判在7月9日如未取得进展，税率或回到21%水平



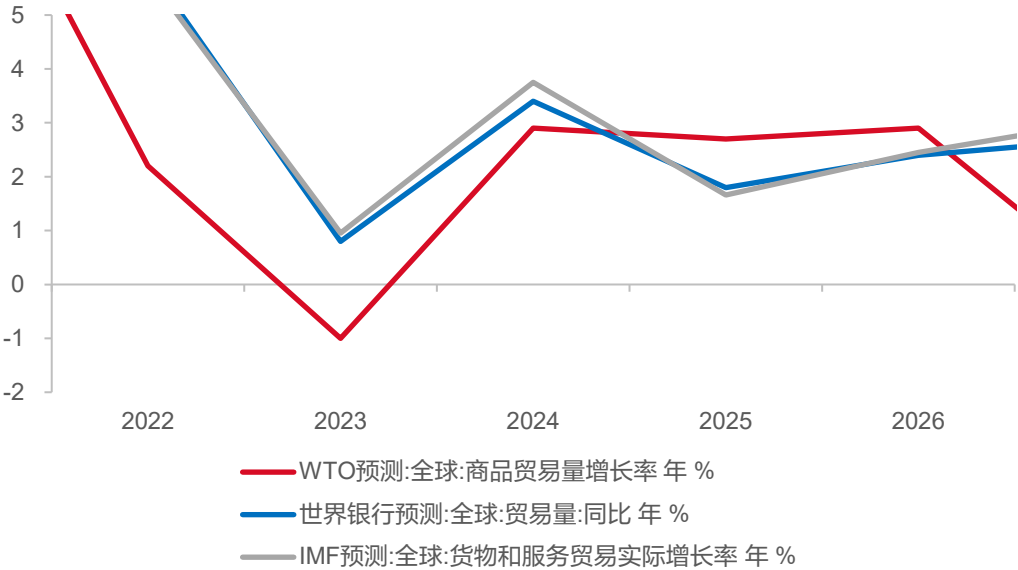
资料来源：中国贸促会，白宫，东海证券研究所

资料来源：Bloomberg，白宫，东海证券研究所

关税政策对全球贸易增长影响的不确定性，短期或难以消除

- 基于关税政策冲击的影响，WTO、世界银行、IMF均下调了2025年全球贸易增长率。
- 虽然国内供应链优势明显，但预计外需下半年总体有压力，出口增速中枢或将逐步回落。

WTO、世行、IMF对全球贸易增长预测，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

IMF2025年4月预测，%

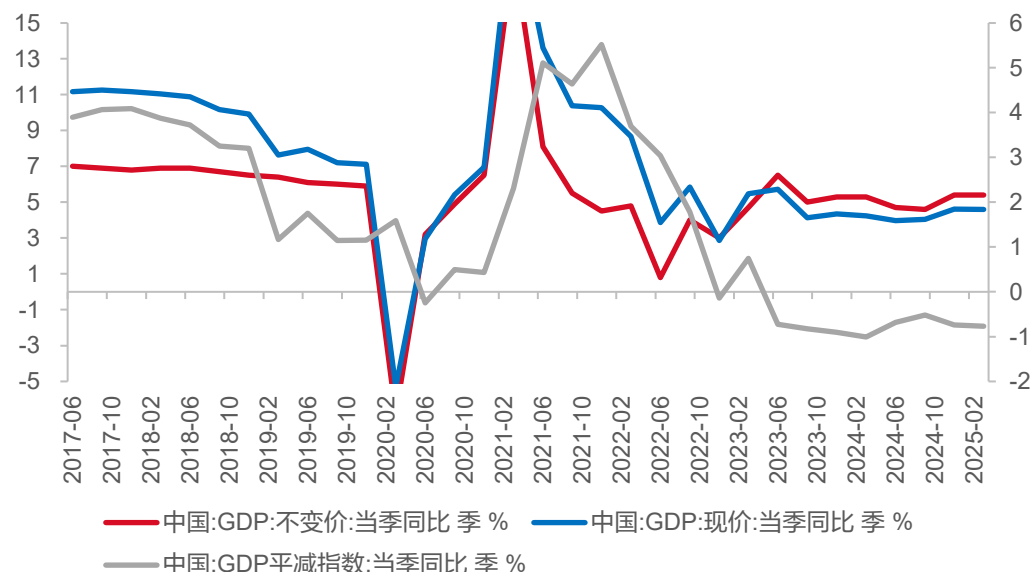
地区	实际值	2025年4月预测			较2025年1月调整		较2024年10月调整	
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
全球	3.3	2.8	3	-0.5	-0.3	-0.4	-0.3	
美国	2.8	1.8	1.7	-0.9	-0.4	-0.4	-0.3	
欧洲	0.9	0.8	1.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	
日本	0.1	0.6	0.6	-0.5	-0.2	-0.5	-0.2	
英国	1.1	1.1	1.4	-0.5	-0.1	-0.4	-0.1	
加拿大	1.5	1.4	1.6	-0.6	-0.4	-1	-0.4	
其他发达国家	2.2	1.8	2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	

资料来源：IMF，东海证券研究所

实际GDP有韧性，名义GDP有压力

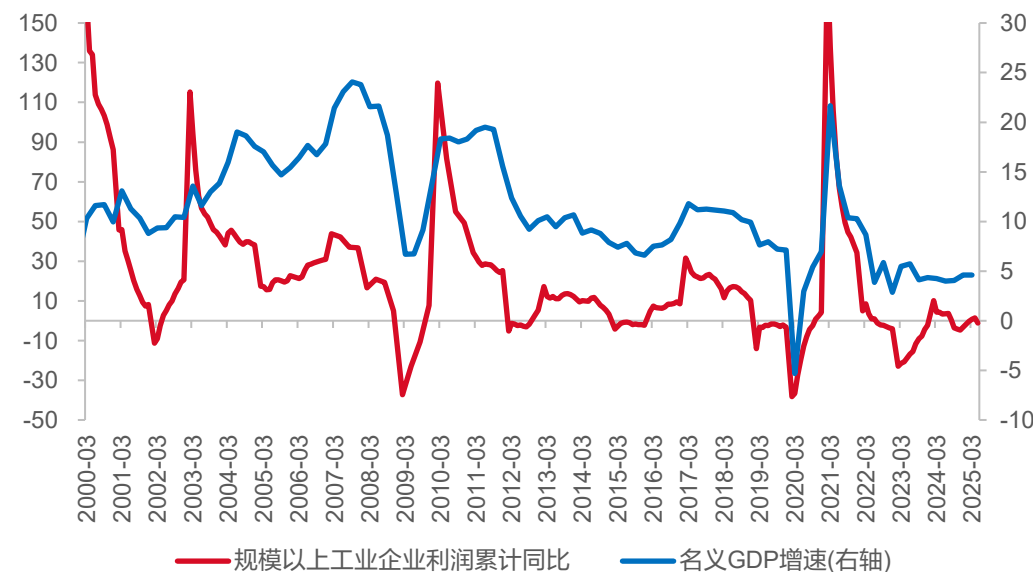
- 考虑到两新政策对内需的拉动，以及外需的韧性，预计Q2GDP不变价增速仍有望维持在5%以上，Q3、Q4逐季回落。
- 展望下半年，“抢出口”改变的是节奏，并非趋势。中美贸易摩擦是否能持续缓和可能是重要变量。
- 相对于实际GDP，名义GDP可能仍有压力，价格水平的回升仍需政策呵护。

实际GDP与名义GDP增速，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

名义GDP增速与工业企业利润增速，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所



CONTENTS

一、国内宏观经济回顾及展望

二、积极政策基调有望延续

三、海外不确定性仍存

四、大类资产配置建议

五、风险提示

政治局会议：强化底线思维，以内部的“确定性”应对外部的“不确定”

2025年4月和2024年12月中央政治局会议内容对比

	2025年4月	2024年12月
形势判断	各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时， 我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
政策基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局， 统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。 要 加紧 实施更加积极有为的宏观政策， 用好用足 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
货币及财政政策	要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
房地产及资本市场	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。	充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
产业政策	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。 尽快清理消费领域限制性措施， 设立服务消费与养老再贷款。 加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重建设”。 要多措并举帮扶困难企业。 加强融资支持。加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。 要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。 健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。	稳住楼市股市 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

金融一揽子政策稳市场稳预期

- 发布会再现了去年“924”的高规格。
- 双降中全面降息超市场预期。结构性工具聚焦消费、科技、民生、外贸。

5月7日 “一揽子金融政策支持稳市场稳预期” 政策

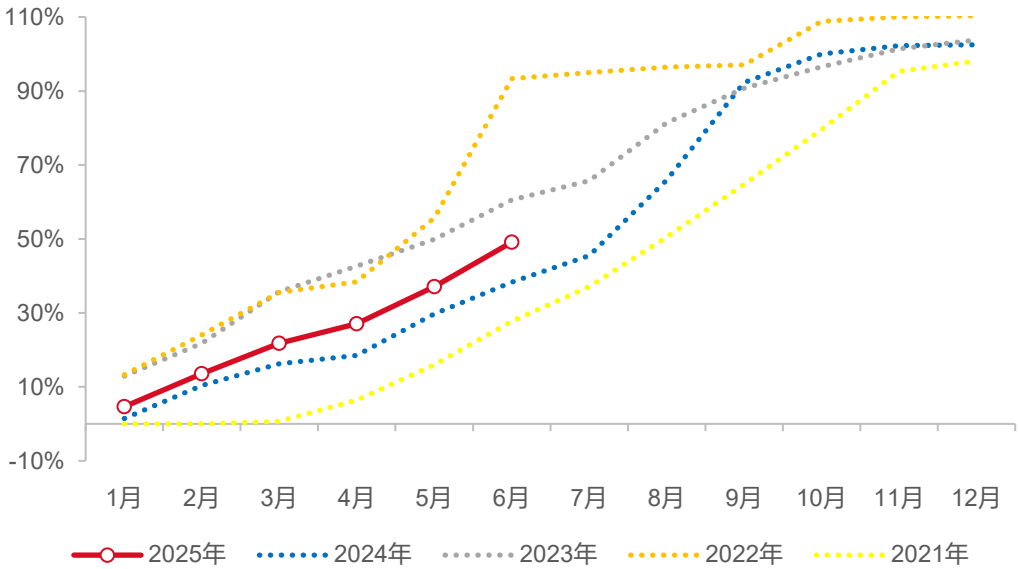
政策类别	发布部门	具体措施
流动性支持	中国人民银行	降准0.5个百分点
利率调整	中国人民银行	下调逆回购利率0.1%；结构性工具利率降0.25%；公积金贷款利率降0.25%
结构性工具	中国人民银行	科技创新再贷款增额3000亿元（总额8000亿元）；设立5000亿元服务消费与养老再贷款
资本市场支持	中国人民银行/证监会	合并证券、基金互换便利与股票回购再贷款额度（共8000亿元）；创设科创债券风险分担工具
险资入市	金融监管总局	扩大保险长期投资试点600亿元；调降股票投资风险因子10%
房地产融资	金融监管总局	加快适配新模式融资制度；优化“白名单”机制
小微/外贸企业支持	金融监管总局	推出小微企业融资一揽子政策；制定外贸企业关税冲击应对措施
资本市场改革	证监会	修订《重大资产重组管理办法》；推动公募基金长周期考核

资料来源：国新办，东海证券研究所

上半年财政发力节奏较快

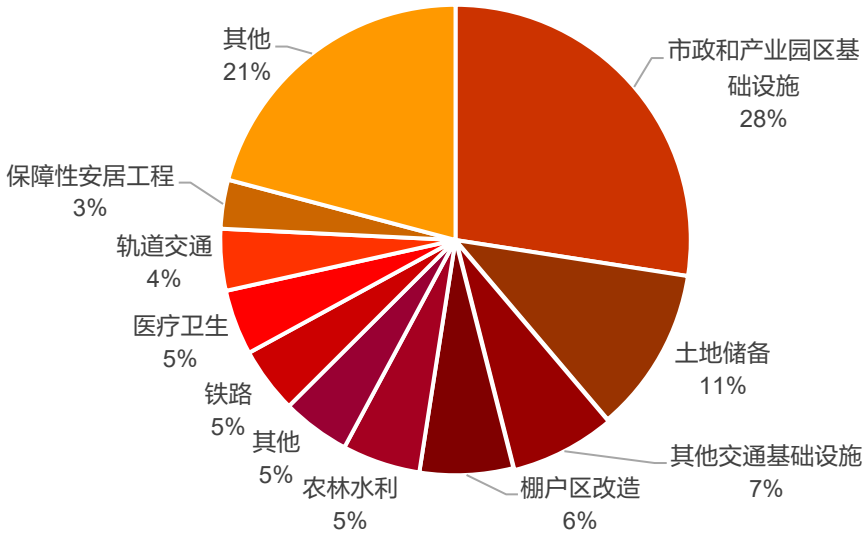
- 上半年新增专项债发行进度49.1%，快于去年同期（38.3%）。
- 年内用于化债的特殊再融资专项债已发行1.8万亿元。
- 专项债对于地产相关的支持比例提高，土地储备+棚户区改造+保障性安居工程合计占比21.1%，明显高于2024年的8.6%。

新增专项债发行进度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025年上半年新增专项债主要用途，%

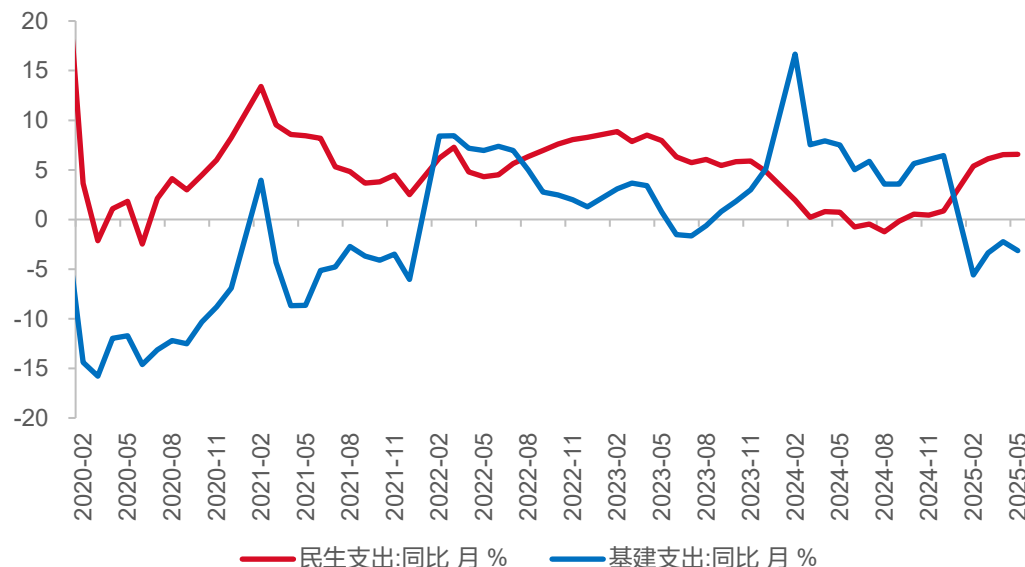


资料来源：企业预警通，东海证券研究所

财政节奏前置，民生相关支出投入加大

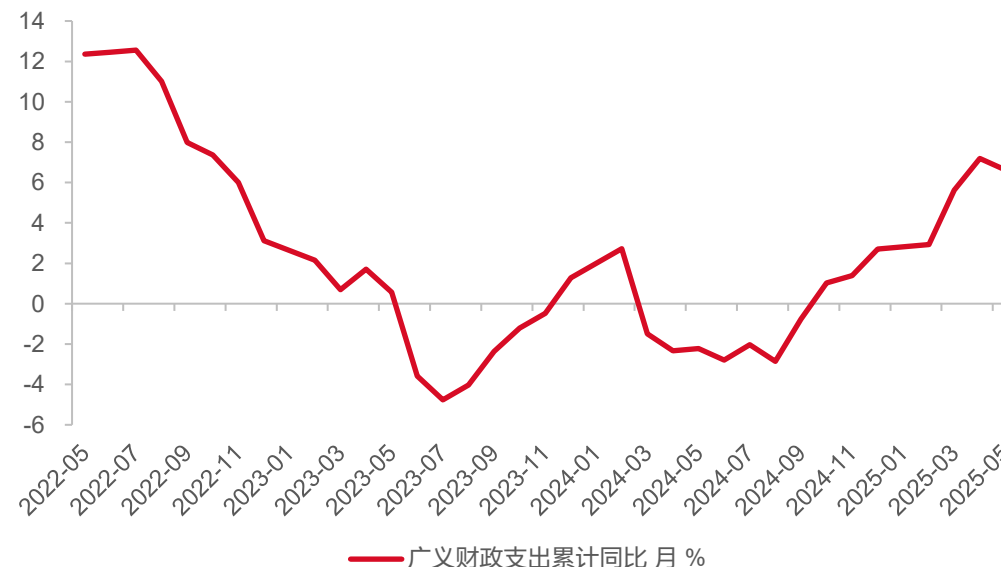
- 一般公共预算支出中，今年更侧重于民生方面的支出。
- 今年整体财政发力节奏前置，1-5月，广义财政支出累计同比6.6%，明显高于去年同期以及全年水平。
- 赤字率目标4%“左右”，预留空间，若外部环境显著恶化，四季度或提高赤字率，增发国债的可能。

一般公共预算支出民生、基建累计同比，%



资料来源：财政部，东海证券研究所

广义财政支出累计同比，%

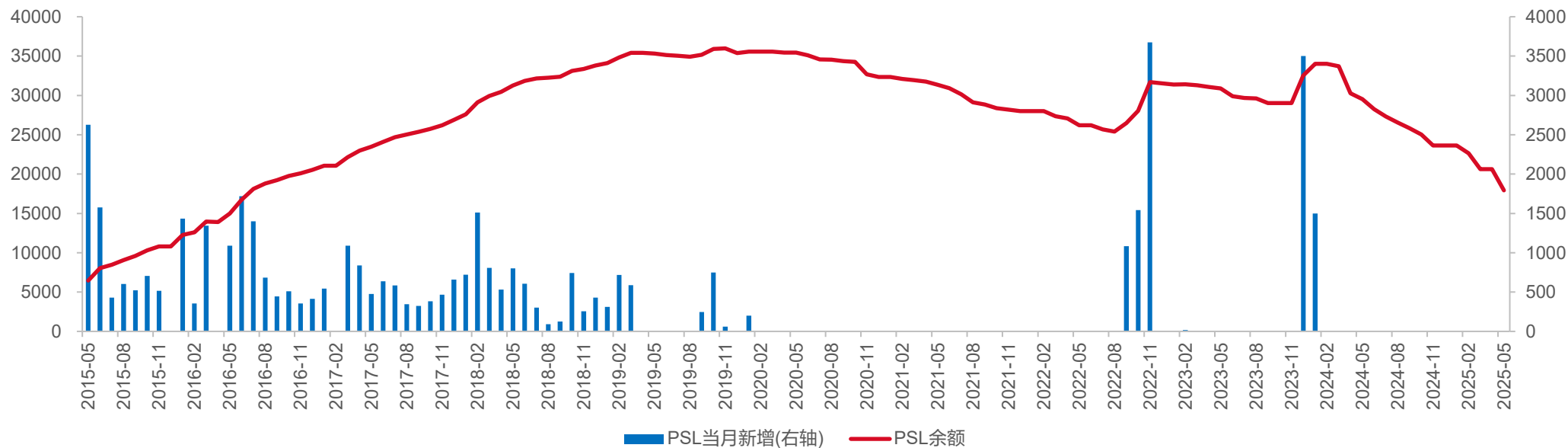


资料来源：财政部，东海证券研究所

新型政策性金融工具支持项目资本金，带动投资

- 7月2日，发改委表示已安排超3000亿元支持2025年第三批“两重”建设项目，至此8000亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。
- 4月政治局会议提出设立新型政策性金融工具。4月28日，国家发改委表示，力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题。预计工具近期将落地概率较大。
- 参考2022年7400亿元政策性金融工具支持项目资本金的经验来看，财政乘数理论上可能达8-10倍，5000亿元工具有望带动4-5万亿元投资。同时支持范围相对此前或将扩容，向“两重”项目倾斜。

PSL余额及当月新增，亿元，亿元



货币政策适度宽松，灵活把握政策实施的力度和节奏

2025Q1货币政策执行报告

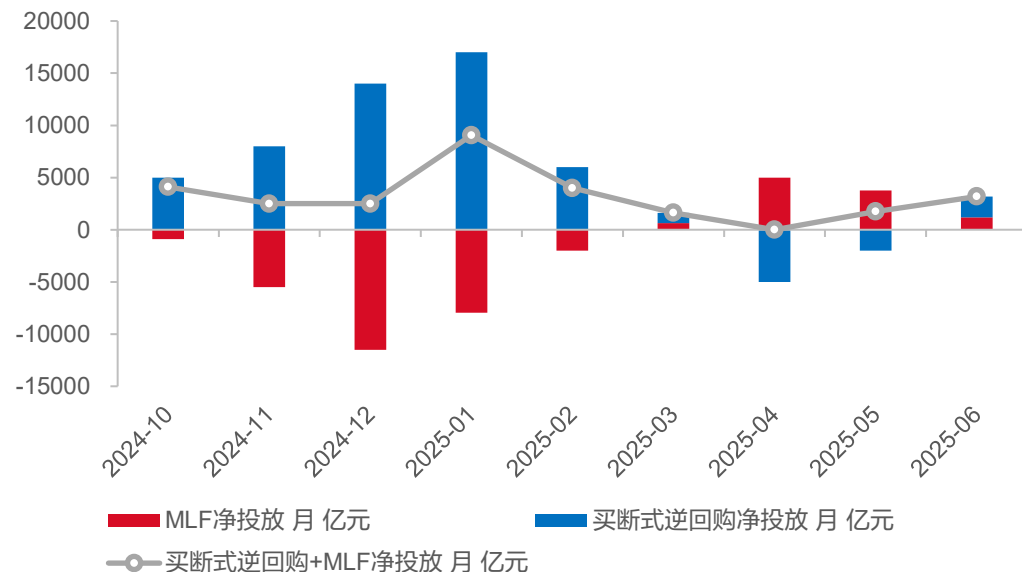
	2024年四季度报告	2025年一季度报告
经济形势判断	2025 年经济将保持稳定增长。一是支持经济回升向好的积极因素增多。二是国内需求具有较大改善潜力。三是宏观政策更加积极有为。 推动经济回升向好要把各方面积极因素转化为发展实绩。当前外部环境复杂多变，全球经济复苏充满挑战和变数，对我国经济产生外溢影响，同时，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。推动经济持续回升向好要正视困难、坚定信心，进一步发挥我国强大的创新能力、超大规模市场、完整的产业体系、完善的基础设施以及丰富且质量较高的人力资源等优势，坚定不移深化改革扩大开放，着力提振内需特别是居民消费需求，推动新旧动能平稳接续转换，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合。	实现今年经济社会发展预期目标有潜力、有支撑。一是新动能加快成长。二是市场需求稳步恢复。三是经济基础坚实，宏观调控有力。 以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在。国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力。对此，既要正视困难问题，更要坚定发展信心。我国具有显著的制度优势，有超大规模市场、完备产业体系、丰富人力资源等诸多优势条件，有需求升级、结构优化、动能转换的广阔增量空间，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，加力支持实体经济。
下一步货币政策基调	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。 把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。 畅通货币政策传导机制，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。 强化央行政策利率引导，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本（稳中）下降。 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，持续做好金融“五篇大文章”。 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	实施好适度宽松的货币政策。落实好中央政治局会议精神，积极落地5月推出的一揽子金融政策。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。 把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。 畅通货币政策传导机制，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，引导金融机构进一步优化信贷结构。 坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
信贷	保持融资和货币总量合理增长。强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕。在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	保持融资和货币总量合理增长。强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等货币政策工具，保持流动性充裕。（在防范资金沉淀空转的同时）引导银行加大信贷投放力度，保持信贷总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。
利率	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的利率传导关系。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动企业融资和居民信贷成本下行。	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成、调控和传导机制，发挥中央银行政策利率引导作用。强化利率政策执行，适时开展对金融机构定价能力的现场评估，促进金融机构提升利率定价能力，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，研究进一步扩大开展明示企业贷款综合融资成本工作的试点地区，推动社会综合融资成本下行。

资料来源：央行，东海证券研究所

货币政策呵护流动性稳定

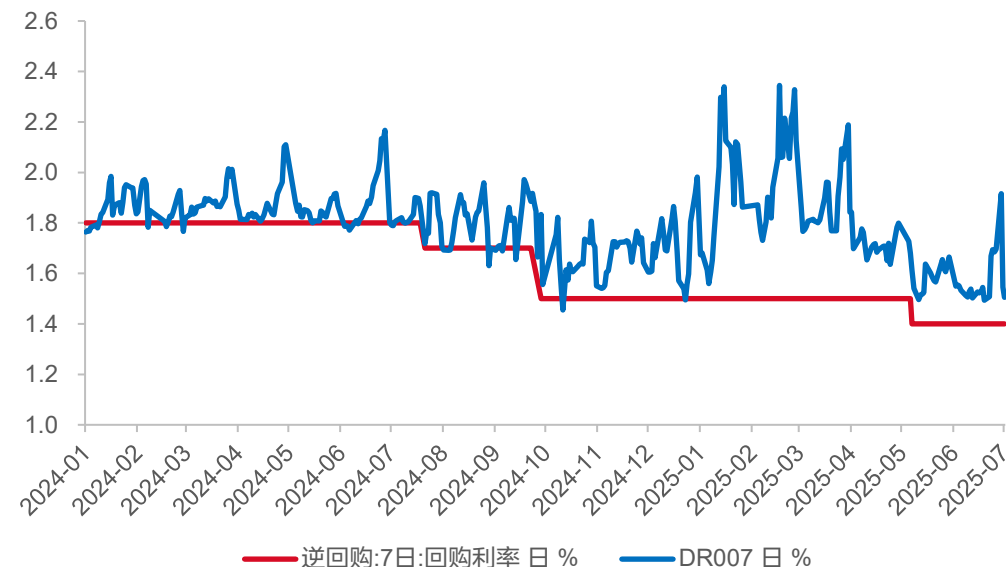
- 目前中长期流动性投放主要依靠降准（5月降准50bp，释放1万亿元）以及月度操作的买断式逆回、MLF（上半年合计净投放1.96万亿元）。
- 二季度以来除了短期因素叠加期间，资金面宽松程度要好于一季度。
- 关注央行下半年重启国债买卖操作。央行在一季度货币政策执行报告专栏中指出，视市场供求状况择机恢复操作。

买断式逆回购+MLF净投放操作，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

7天期OMO利率及DR007，%

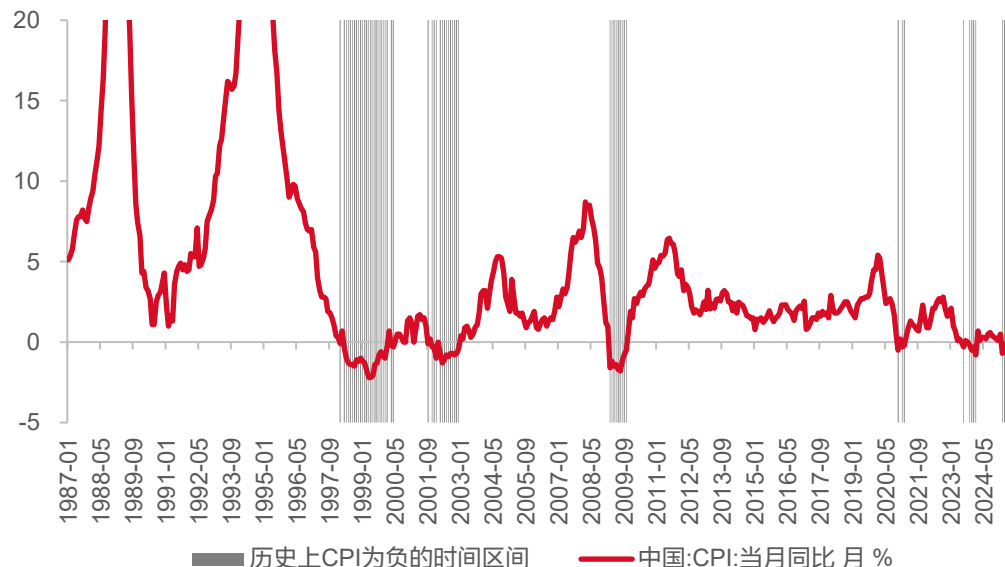


资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

CPI受消费品拖累较多，下半年或温和回升

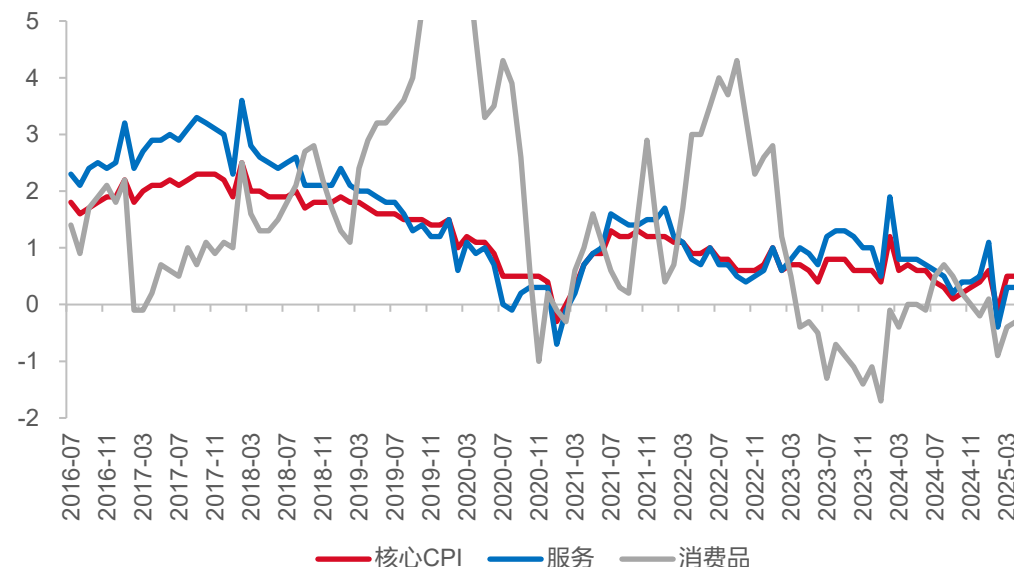
- 截至2025年5月，CPI同比连续4个月为负，此前几轮发生在亚洲金融危机、加入WTO初期、次贷危机、疫情等期间。
- 鲜菜鲜果的影响通常偏短期，猪价平稳震荡，相较此前周期对CPI的影响减弱。服务消费相对有韧性，拖累较多的是消费品。
- 政府工作报告下调CPI增长预期，3%的“上限”转为2%“目标”。年内2%虽难以达成，但呵护价格水平温和回升的政策基调不会改变。下半年CPI可能会温和回升。

CPI当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

核心、服务、消费品CPI当月同比，%

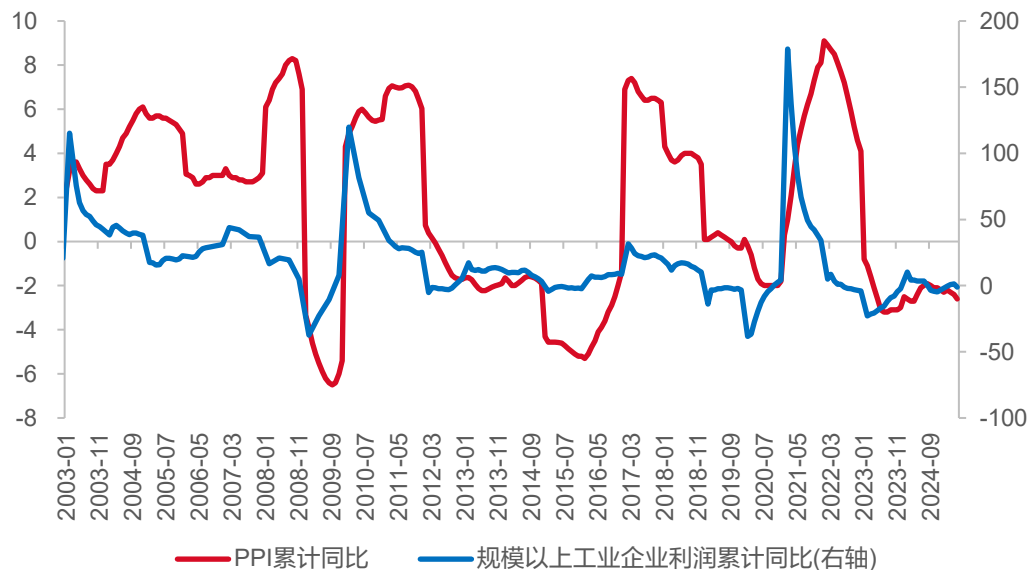


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

PPI降幅四季度或有所收窄

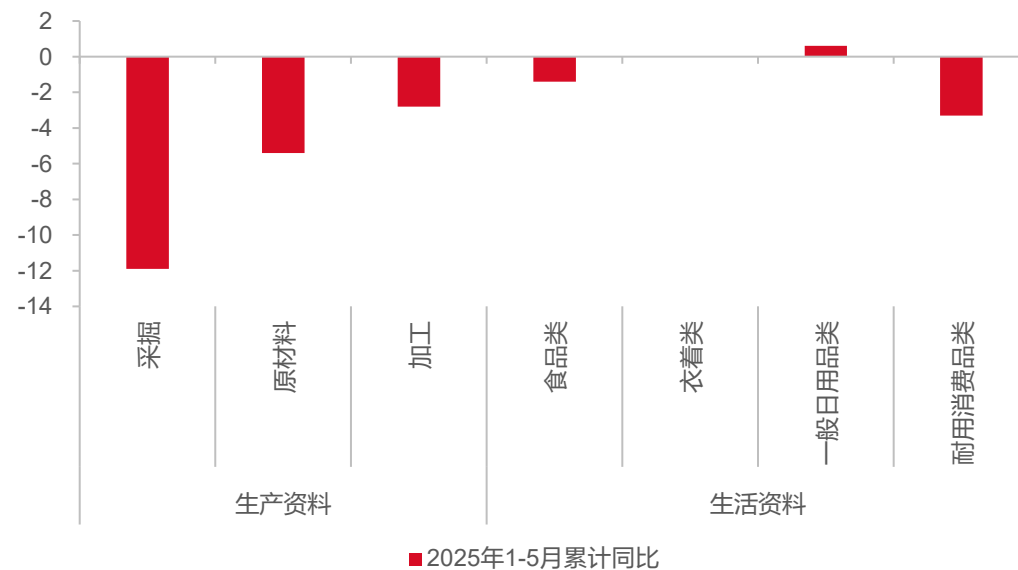
- 2025年5月以前，PPI曾连续17个月在-3%-0之间震荡。5月当月同比-3.3%。上游普遍价格更弱，主要仍受地产链拖累；下游拖累主要来自于耐用品消费，或与部分产业“内卷式”竞争有较大关系。价格结构上看，依然利好中游利润。
- 同比基数抬高的影响可能持续到8月，PPI四季度降幅或有所收窄。供给侧政策或在一定程度上缓解下行压力，持续性的回升仍有待总需求政策的加码。

PPI与工业企业利润累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

PPI主要分项1-5月累计同比，%

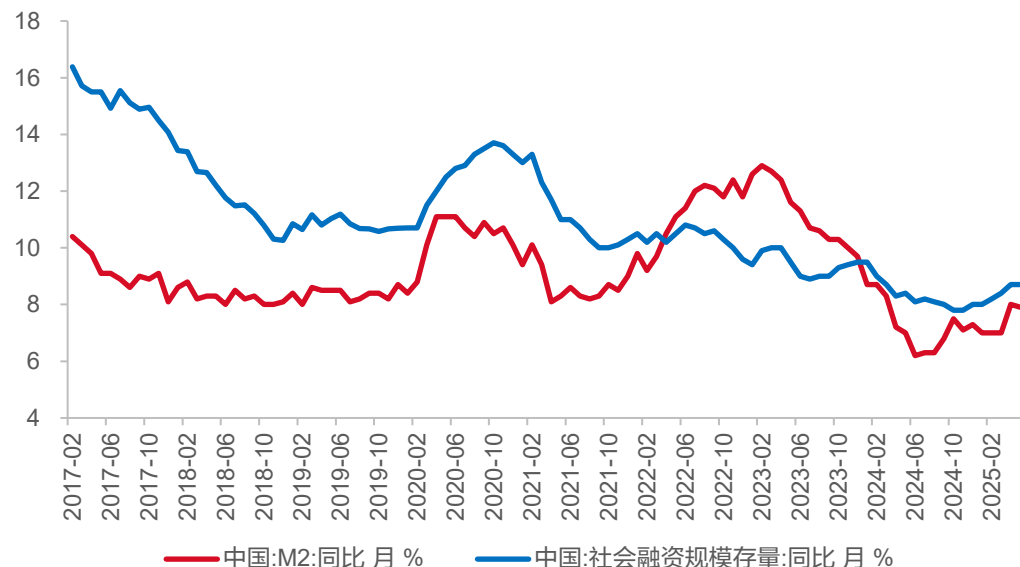


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

下半年仍有望降准降息

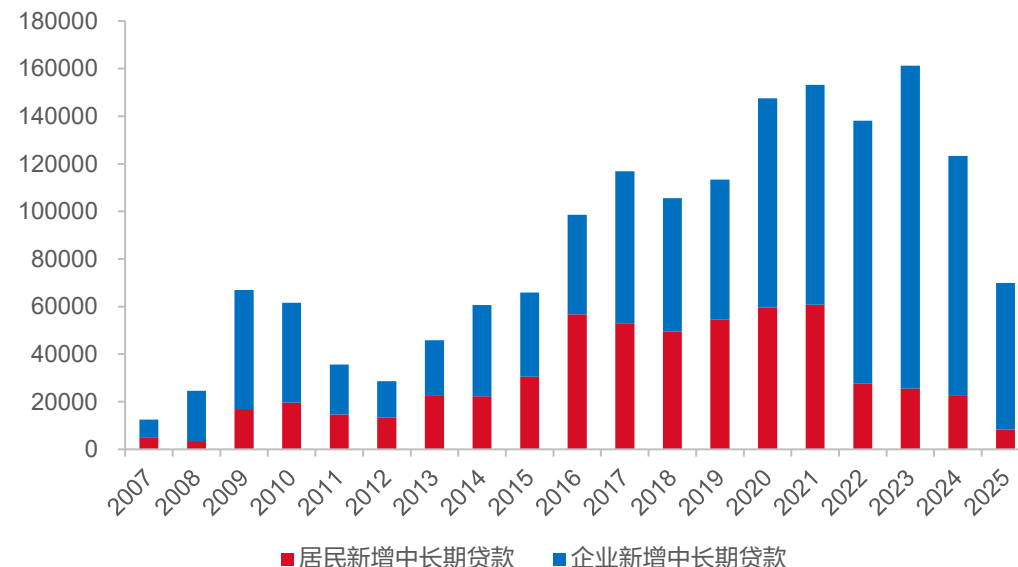
- 展望下半年，三季度政府债发行量仍然较大，预计央行将继续加大中长期流动性投放，维护资金面的稳定，不排除有降准的可能。
- 国内来看，5000亿元特别国债注资国有大行补充核心一级资本，有望在一定程度上缓解银行净息差压力。海外来看，美联储或于9月开启降息。当前国内低通胀水平下，实际利率仍处相对高位。二季度货币政策例会提到目前经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。我们认为下半年名义利率可能仍有下降空间。

M2、社融存量同比，%



资料来源：央行，东海证券研究所

金融机构新增中长期贷款，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所（2025年截至5月）



CONTENTS

一、国内宏观经济回顾及展望

二、积极政策基调有望延续

三、海外不确定性仍存

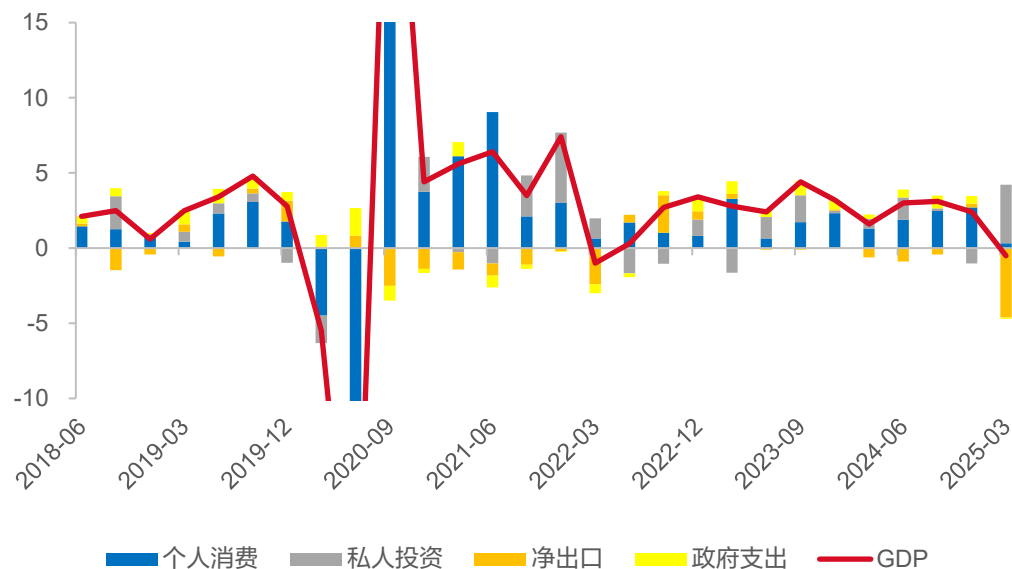
四、大类资产配置建议

五、风险提示

美国经济：从进口拖累到需求拖累

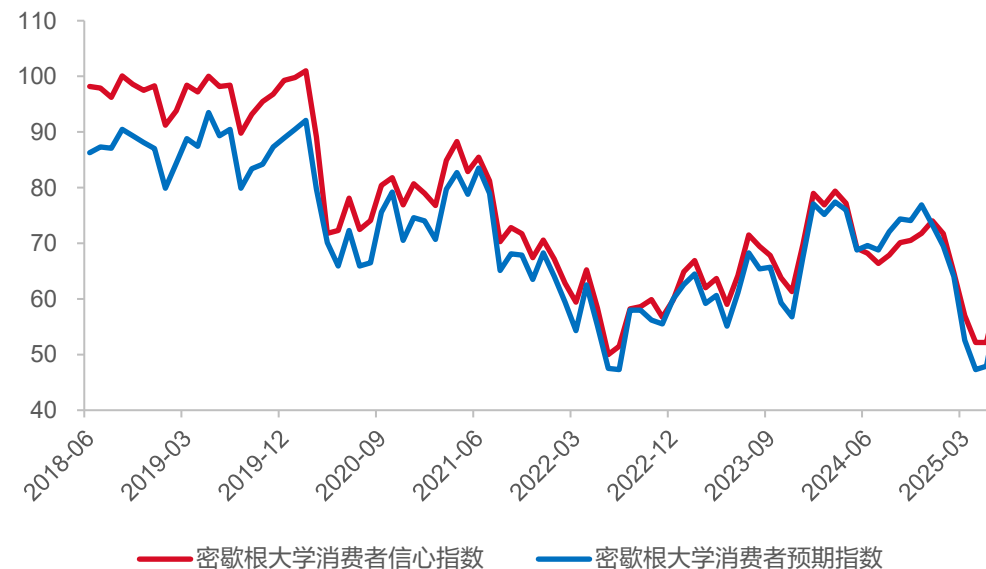
- 美国一季度受关税战引发的“抢进口”效应影响，实际GDP环比增速被拖累至负区间，同时个人消费受天气和悲观预期而减弱。
- 美国二季度末期居民信心指数虽受中美贸易关系缓和而略有回升，但美国“朝令夕改”的政策依然让需求端信心承压。

美国2025Q1GDP受到进口和消费增速下滑拖累，%



资料来源：BEA，东海证券研究所

美国2025Q2消费者信心指数处在历史低位

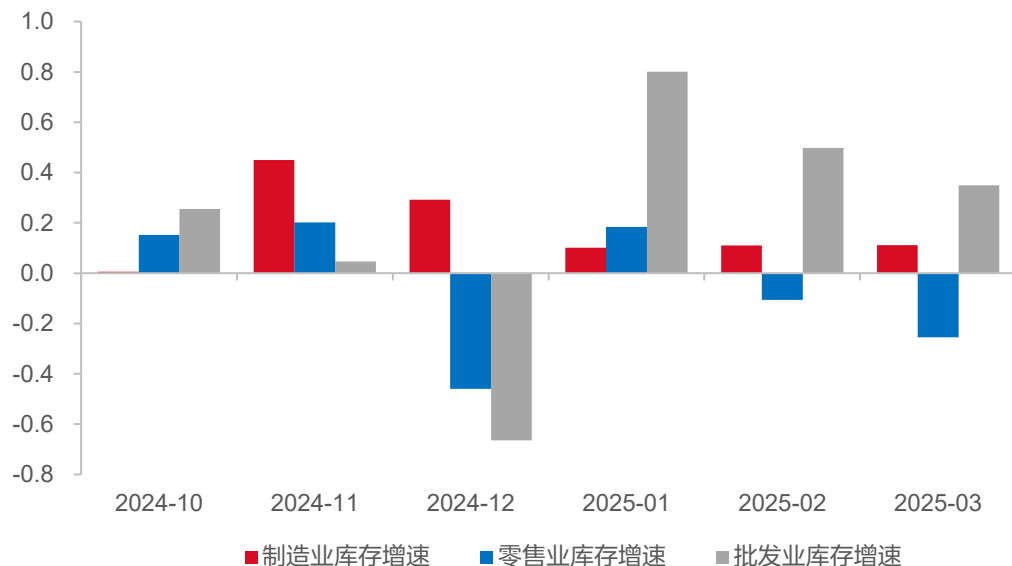


资料来源：密歇根大学，东海证券研究所

美国经济：上下游库存分化严重，上游企业后续或面临消化库存的压力

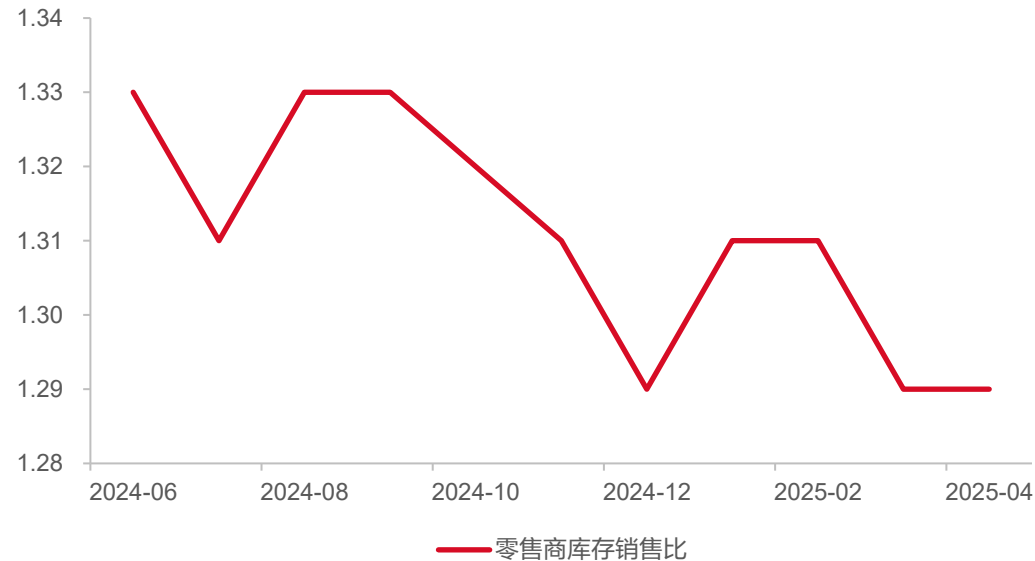
- 一季度美国主要是批发业以及制造业囤积库存，零售业库存增速反而呈现负增长趋势。
- 结合美国疲软的个人消费支出数据，或是零售端和需求端更加悲观的预期削弱了下游小微企业加库存的意愿。

美国制造业和批发业端或面临库存消化问题，%



资料来源：USCB，东海证券研究所

美国零售端补库存意愿并不强烈

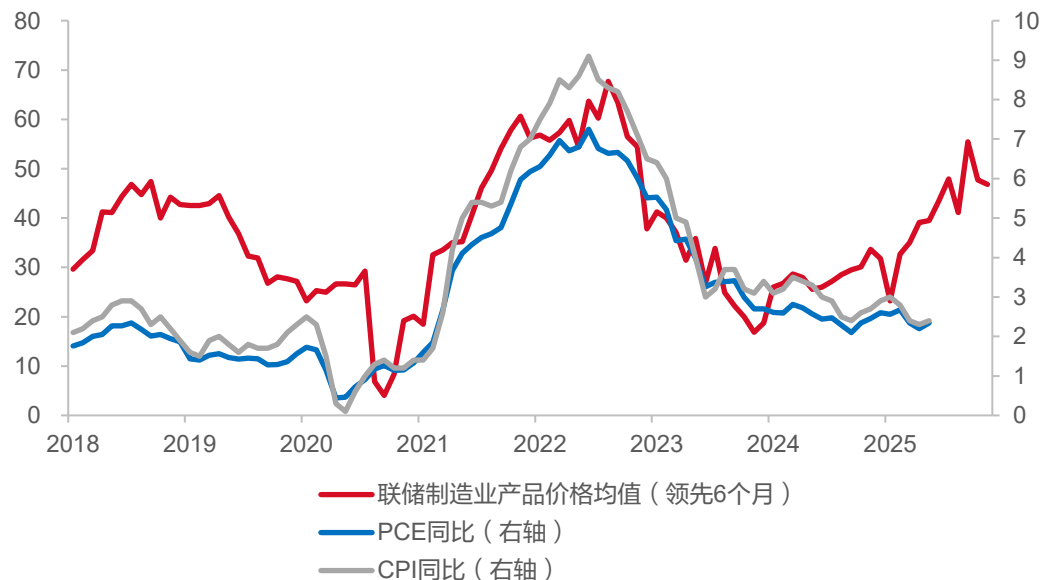


资料来源：USCB，东海证券研究所

美国通胀：关税传导后续或将显现

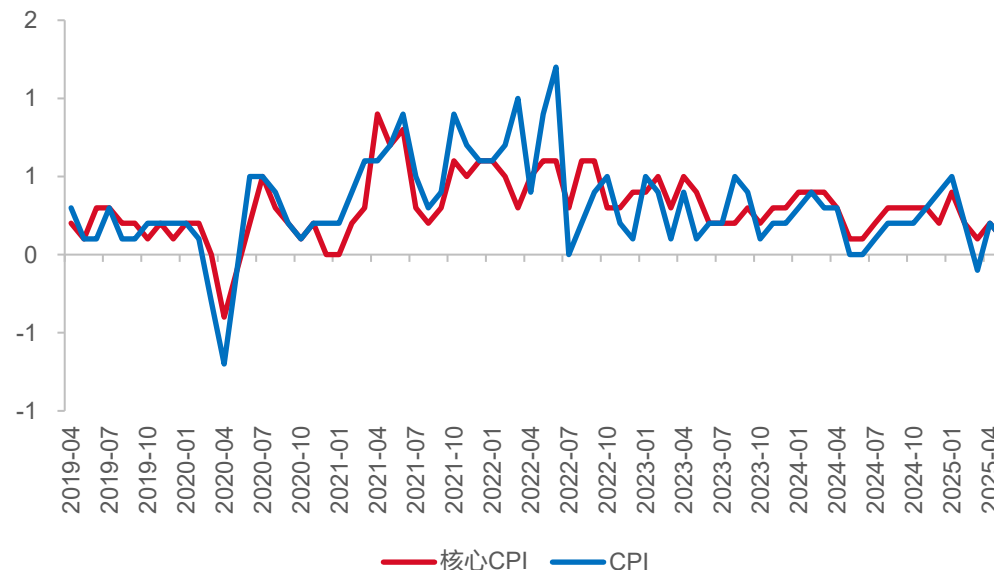
- 美国关税尚未带来物价上涨：主要原因其一是传导链上被出口商以及制造业上下游企业分摊；其二是需求减弱抑制物价上行。
- 采用各联储调研的制造业成品价格指数均值做前瞻性预测：显示美国通胀或在后续6个月逐步上行。

美国联储制造业产品价格指数显示后续通胀上行，%



资料来源：FED，BLS，东海证券研究所

美国2025上半年通胀环比增速较温和，%

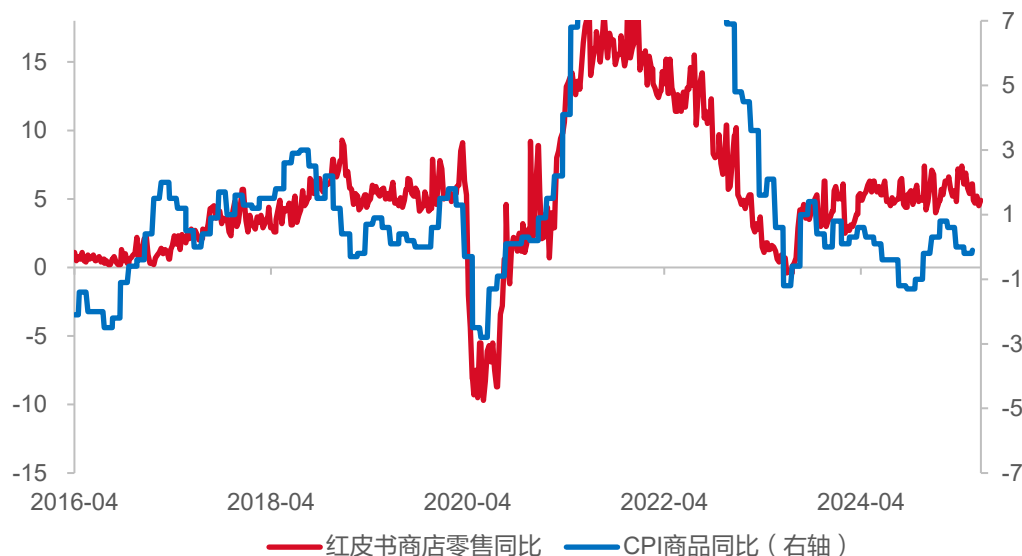


资料来源：BLS，东海证券研究所

美国通胀：能源价格外的通胀分项表现及预测

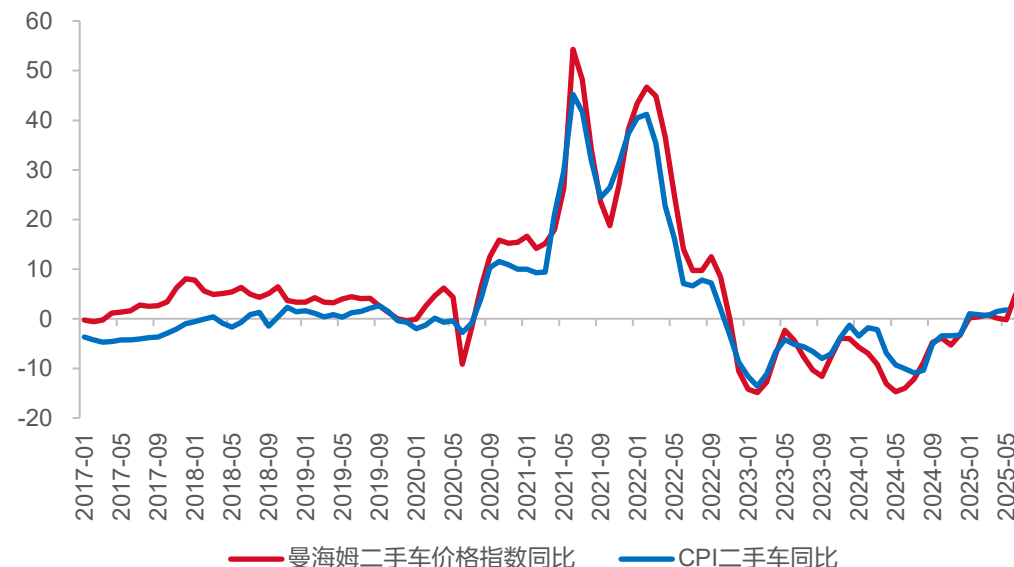
- 高频指标—红皮书商店零售显示：美国商品类通胀或受需求疲软影响，继续维持温和下行态势。
- 领先指标—曼海姆二手车价格指数显示：美国二手车市场或受夏季假期季节性影响，在后续两月升温。

美国红皮书商店零售数据显示商品类通胀持续降温，%，%



资料来源：iFind，BLS，东海证券研究所

美国曼海姆二手车价格领先CPI两个月，%

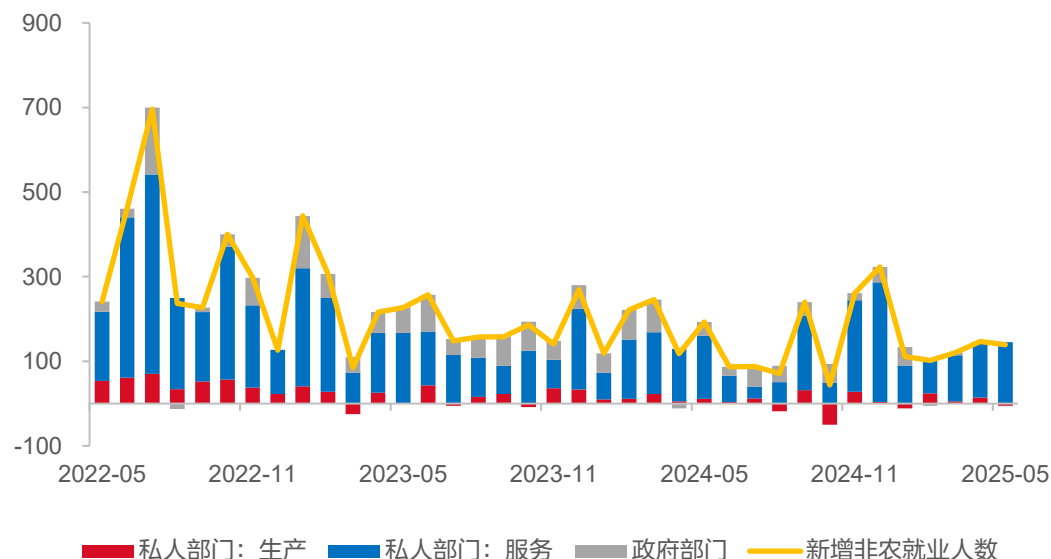


资料来源：BLS，曼海姆，东海证券研究所

美国就业市场：移民减少或在后续拖累新增就业

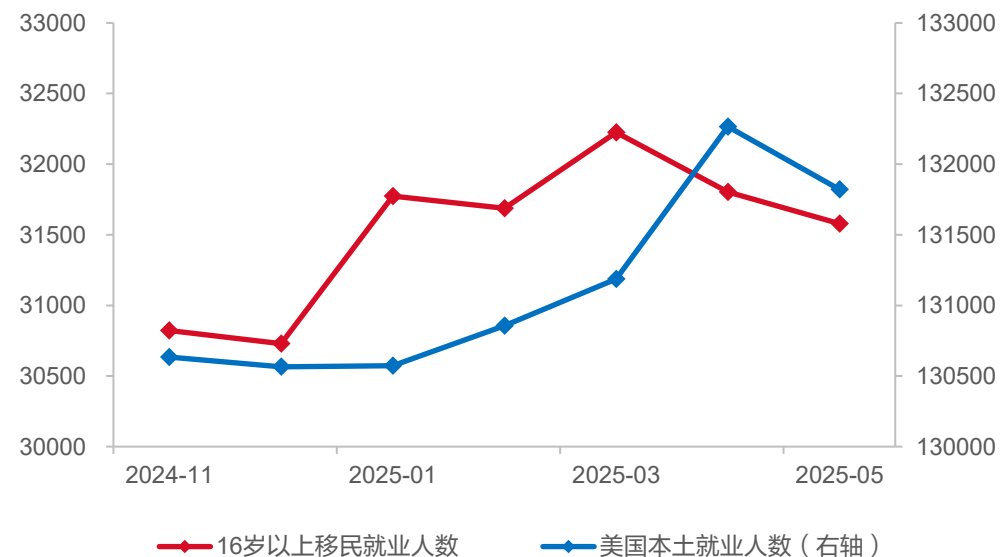
- 移民流失对就业影响可分为两个阶段：(1)前期为本土非自愿失业劳动力提高就业机会，此时由于劳动力分母端下降，就业新增被本土劳动力填补，失业率和非农新增均保持较好水平；(2)后续待本土劳动力均衡后，拖累新增就业以及失业率。

美国上半年非农就业市场呈现温和降温态势，千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

3月移民和本土就业呈交叉互补，5月开始同向减少，千人



资料来源：BLS，东海证券研究所

美国货币政策：上半年鲍威尔政策立场及其言论时间线

- 鲍威尔在上半年的政策立场基本维持在鹰派，强调经济保持韧性，需要更多时间和数据来观察是否具备降息条件。

美联储主席鲍威尔2025年上半年主要言论

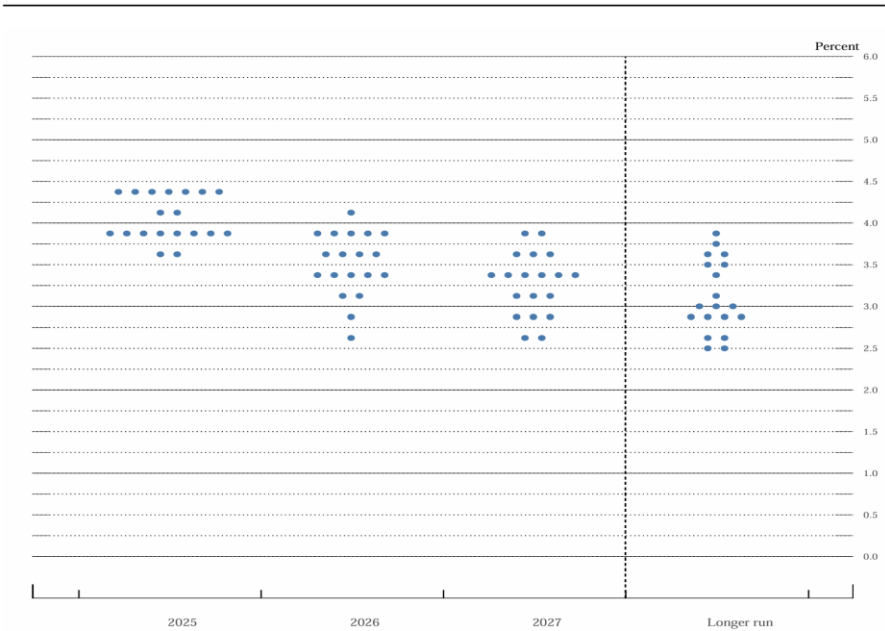
时间	核心事件	经济判断	政策基调	关键新增风险	立场
2025年2月	国会听证会	经济强劲，通胀接近目标水平	不急于降息，数据依赖	政策滞后效应	偏鹰
2025年3月	FOMC利率决议	经济韧性，但下调经济预测前景	“通胀暂时论”，但放缓缩表速度	通胀抗击进展延迟，经济不确定性增加	偏鹰
2025年3月	芝加哥大学演讲	经济良好，但不确定性上升	耐心等待数据信号	特朗普政策改革	中性
2025年4月	芝加哥经济俱乐部	通胀与经济增长双压加剧	观望为主，不急于救市（股债双杀）	长期实际利率走高，考虑将政策框架改回“灵活通胀目标制”	中性
2025年6月	FOMC利率决议	通胀回落，继续下调经济预测前景	反转“通胀暂时论”，关税可能长期影响通胀	关税传导问题	偏鹰
2025年6月	国会半年听证会	关税冲击超预期，劳动力市场弱于疫情前	观望为主，根据关税影响和谈判结果来决定降息	政治干预升级，联邦裁员导致数据可信度问题	偏鸽

资料来源：FED，Wind，金融时报，东海证券研究所

美国货币政策：降息仍需数据支持

- 美联储6月FOMC点阵图显示联储内部对降息路径的分歧加剧，支持年内不降息人数上升至7人。
- 鉴于就业数据仍有韧性，关税对通胀传导尚未显现，以及中东战场对能源价格带来的不确定性，美联储仍不会急于降息。

6月FOMC点阵图显示美联储内部对降息路径分歧加剧



资料来源：FED，东海证券研究所

6月FOMC会议后，市场押注9月降息概率增大

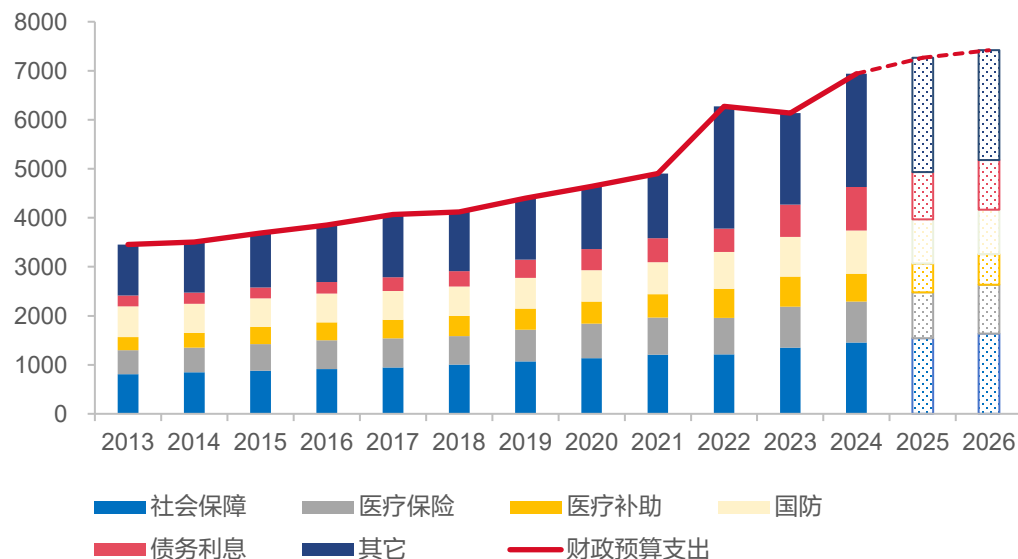
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	60.1%	33.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	34.0%	46.4%	16.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	24.0%	42.4%	26.1%	5.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.2%	30.7%	36.4%	18.5%	3.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.2%	19.9%	33.4%	28.0%	11.4%	1.8%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.2%	23.5%	31.9%	23.5%	8.8%	1.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.8%	5.2%	15.9%	27.5%	28.0%	16.6%	5.3%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.3%	8.7%	19.7%	27.6%	24.2%	12.9%	3.8%	0.5%
2026/9/16	0.1%	1.0%	4.4%	12.4%	22.3%	26.5%	20.5%	9.8%	2.7%	0.3%
2026/10/28	0.2%	1.3%	5.1%	13.3%	22.7%	26.0%	19.5%	9.2%	2.5%	0.3%
2026/12/9	0.6%	2.8%	8.5%	17.1%	24.0%	23.3%	15.3%	6.4%	1.6%	0.2%

资料来源：CME，东海证券研究所

美国财政政策：支出刚性助破债务上限

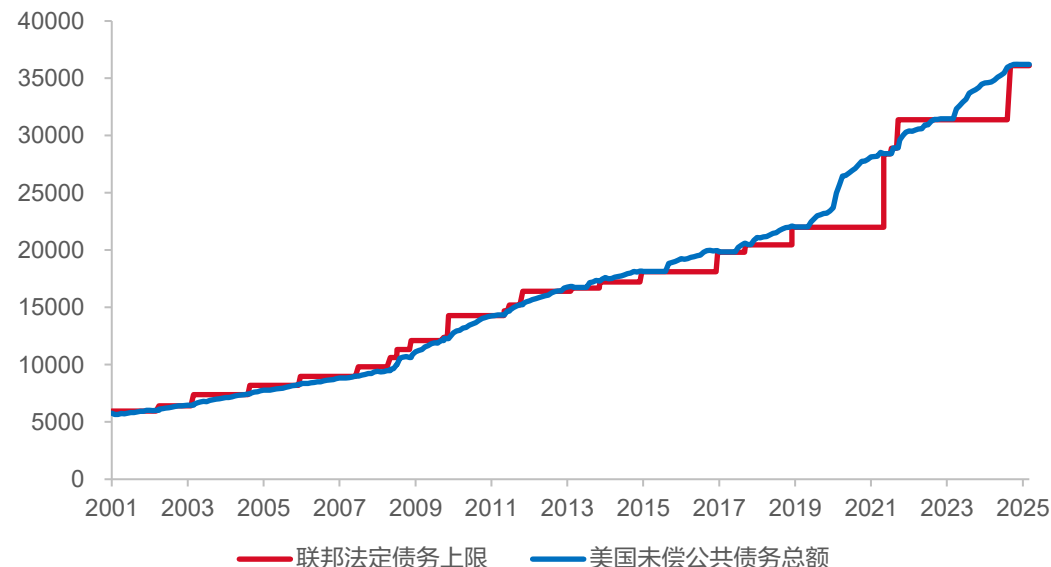
- 美国上半年以“关税”和“联邦裁员”为主线进行“开源节流”，下半年或将紧缩财政转向宽松财政，转而以“发债”和“减税”为主线。
- 美国2024年强制性财政支出加上债务利息约占总体支出73%，下半年随着财政政策转向宽松，或将突破法定债务上限。

社保、医疗、利息在预算支出中占比较大，十亿美元



资料来源：OMB，东海证券研究所

利息和强制性财政支出或使X-date提前到来，十亿美元



资料来源：Treasury，CBO，东海证券研究所

美国财政政策：美丽大法案进程面临国会休会期和“X-date”压力

- 《美丽大法案》参议院版本，债务上限一次性提高至5万亿美元，TCJA个人企业税减更多，相反让州地方政府税收抵扣承压。
- 后续法案将通过参议院表决→两院辩论审议→两院协调修改版本→总统签署法案，原定7月4日通过或路途艰难。

CBO最新测算《美丽大法案》对未来十年美国赤字影响

项目	内容 (FY2025-2034)
联邦债务	将联邦债务一次性提高到5万亿美元
赤字增加项目	十亿美元
条款对冲	+3
司法	+9
边境安全	+130
国防	+150
TCJA减税	+3466
赤字减少项目	
医疗、教育和劳工条款	-307
农业	-120
能源和自然资源	-27
商业、科学和运输	-44
环境和公共事业	-3
银行业	-1
初步赤字影响	+3255
债务利息	+690
总计赤字影响	+3945

资料来源：CRFB，CBO，东海证券研究所

《美丽大法案》后续通过进程

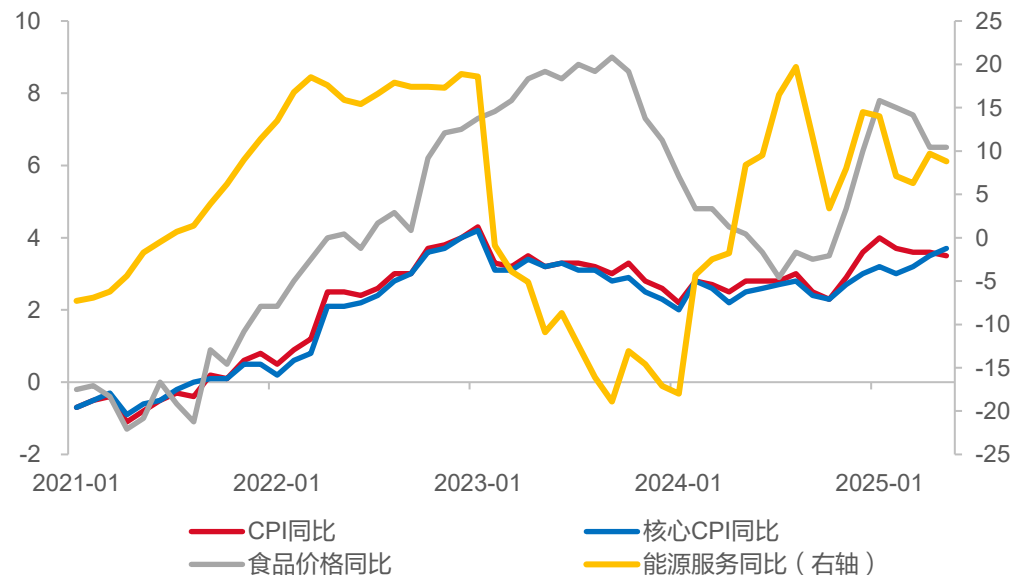
阶段	日期	主要进展内容
众议院审议	5月21日	将SALT扣除上限改至4万美元，以获得更多州议员支持
众议院表决	5月22日	通过
参议院动议	6月29日	TCJA个人企业减税增加；SALT改回1万美元；债务上限增加5万亿美元
两院辩论	待定	-
总统签署	7月4日 (目标)	-
国会休会期	7月底至8月底	-
债务上限“X-date”	8月 - 9月(预计)	财政部TGA账户将于8月耗尽
2025财年结束	9月30日	如未通过法案，则需以2026财年预算决议重新推进
TCJA条件到期	12月31日	-

资料来源：Forbes，白宫，东海证券研究所

日本通胀：受食品和服务业强劲影响，或仍然面临通胀压力

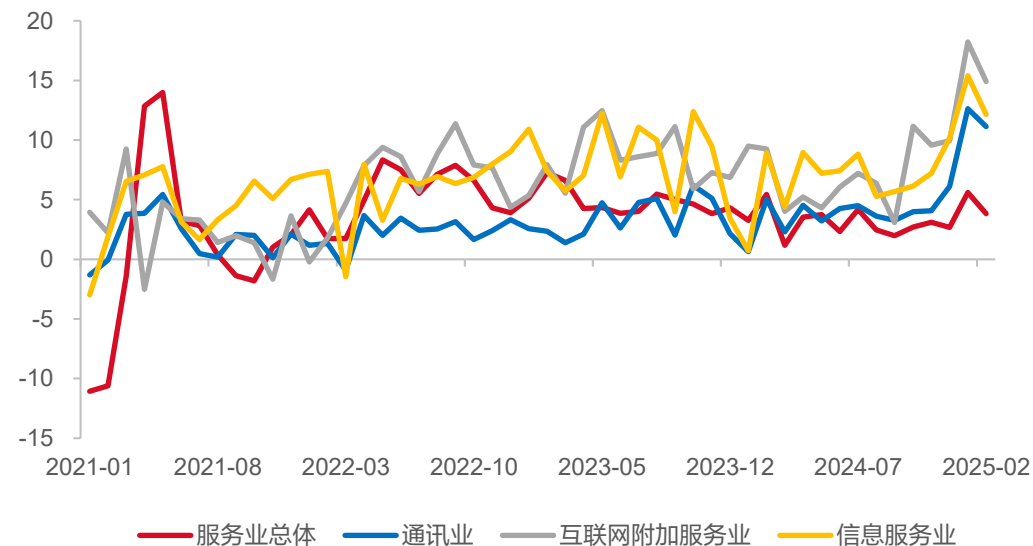
- 食品方面：受下半年高温影响，预计日本食品类通胀或继续保持高位增长，同时或使能源服务价格上涨。
- 服务业方面：强劲服务业支撑起核心通胀数据；以服务销售数据来看，互联网和信息服务等高新技术类为主要贡献项。

食品和能源价格支撑CPI保持在较高增速，%，%



资料来源：日本总务省，东海证券研究所

从服务销售额同比细分，互联网和信息服务业增速较快，%



资料来源：日本总务省，东海证券研究所

日本央行利率决议：长期来看加息空间依然较大

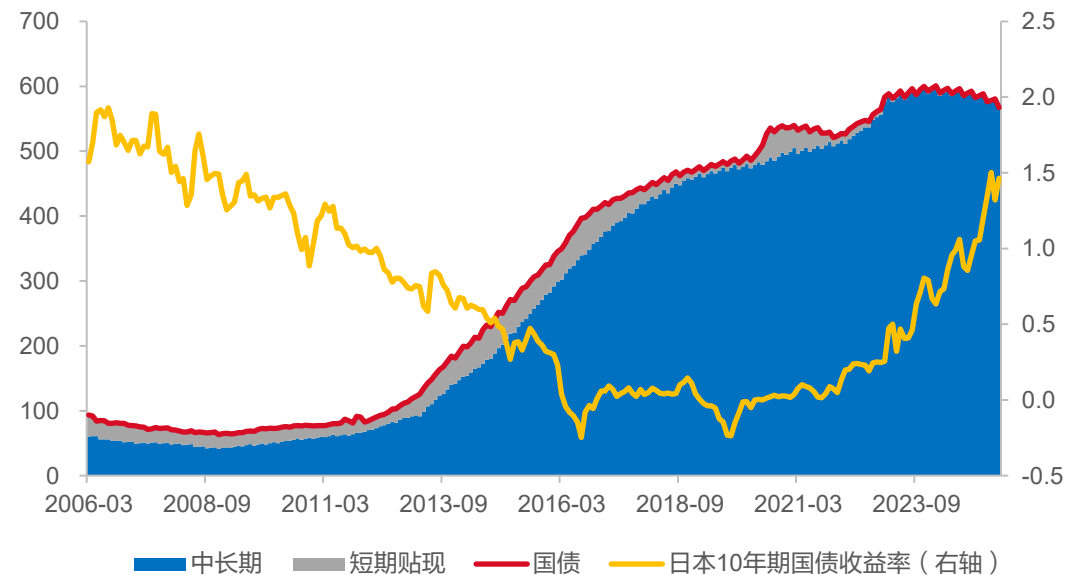
- 日本当前实际利率依然处在深负值区域，预计日本央行加息政策立场不会改变，结合经济通胀的韧性，加息空间较大。
- 6月日本央行决议放缓QT进程，每季度资产削减缩小至2000亿日元，结合财政部债券发行缩量，呵护日债短期流动性。

日本实际利率依然处在深负值区域，%



资料来源：日本央行，东海证券研究所

日本央行QT缓和，日债利率短期有望回落，万亿日元，%



资料来源：日本央行，东海证券研究所



CONTENTS

一、国内宏观经济回顾及展望

二、积极政策基调有望延续

三、海外不确定性仍存

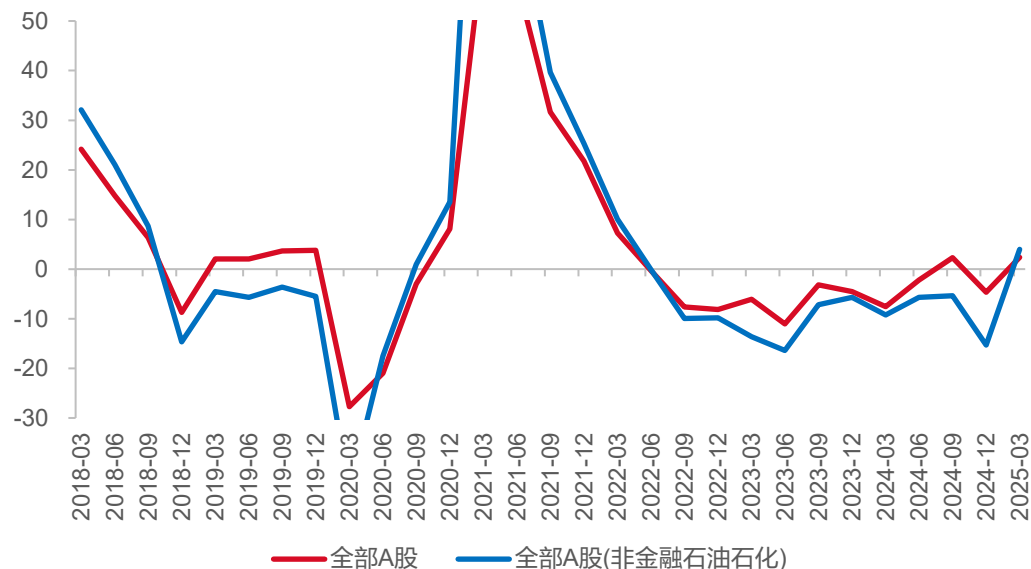
四、大类资产配置建议

五、风险提示

A股：盈利中枢回升，震荡向上的概率较大

- 2025一季度全A非金融非石油石化归母净利润增速升至4.0%，虽有低基数影响，但整体延续中枢回升的趋势。
- 稳住股市政策持续加码。《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》1月印发，年初以来，通过考核优化（ ≥ 3 年长周期考核）、险资私募基金试点、产品工具扩容（科创板ETF等）等政策推动增量中长期资金入市。在市场波动加大时，类平准基金机制增持ETF，熨平市场波动。

Wind全A归母净利润同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

沪深300指数及PETTM，点，倍

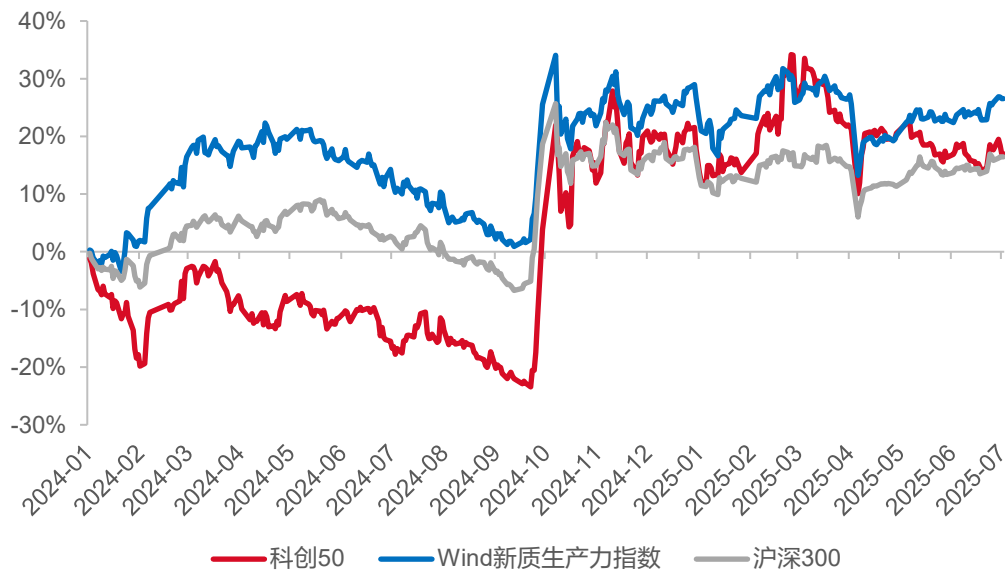


资料来源：Wind，东海证券研究所

A股：关注科技+消费主线，以及产能加速出清下具备高弹性的周期板块

- 1.科技：新质生产力作为国家战略锚定的长期增长极，在全球供应链强调安全的背景下，依然具有投资价值。关注人工智能、半导体国产替代、高端装备智能制造等板块。
- 2.消费：第三批以旧换新资金即将下达，实物消费关注政策受益的相关品类。5000亿元再贷款落地后，提高服务消费优质供给或是下半年的重点工作，关注新消费相关板块。
- 3.产能加速出清的相关周期板块，在未来需求可能回升的情况下具备更高的弹性，关注盈利拐点。

科创50、新质生产力指数涨跌幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

产能加速出清的板块

板块	2024年资本支出/折旧和摊销	十年平均	2024年/10年平均水平	2025Q1ROETTM是否改善
SW煤炭	1.94	1.30	150%	否
SW公用事业	2.35	1.71	138%	否
SW石油石化	1.52	1.38	111%	否
SW有色金属	1.78	1.65	108%	是
SW机械设备	1.68	1.79	94%	是
SW轻工制造	1.71	1.94	88%	否
SW钢铁	0.96	1.15	84%	是
SW汽车	1.43	1.78	81%	否
SW基础化工	1.78	2.23	80%	是
SW建筑装饰	2.60	3.40	77%	否
SW建筑材料	1.13	1.49	76%	是
SW家用电器	1.50	1.98	76%	否
SW电力设备	2.07	2.91	71%	否
SW环保	1.69	3.53	48%	否
SW农林牧渔	1.24	2.97	0.42	是

资料来源：Wind，东海证券研究所

利率债：10Y国债利率可能在震荡中趋于下行

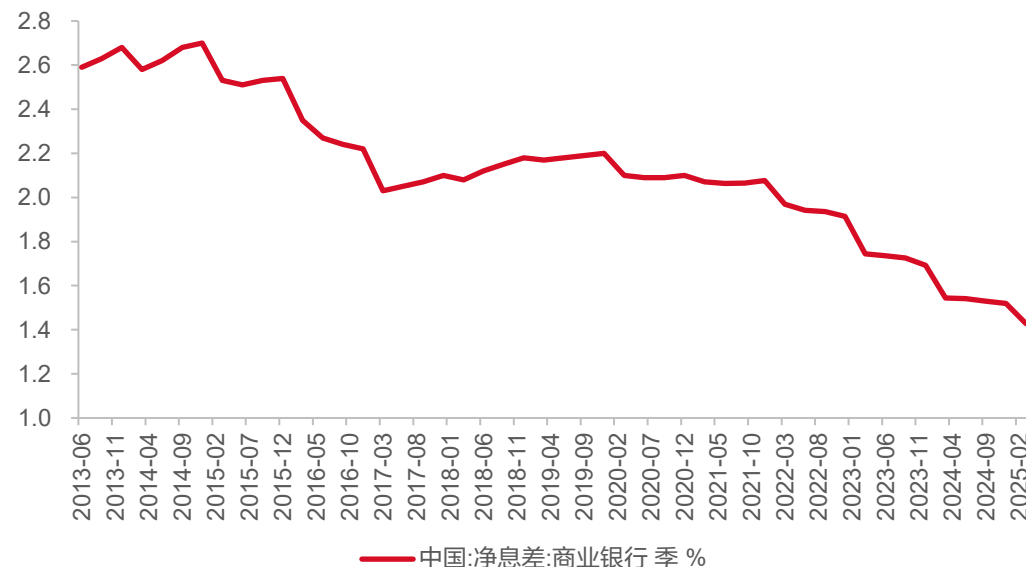
- 三季度来看，中美贸易关系阶段性缓和，出口增速回落的斜率可能平缓，短期增量政策进一步宽松的必要性不强，同时三季度政府债供给量依然偏大。四季度来看，美联储降息大概率落地，外部约束可能减轻，此外银行负债端成本可能迎来改善，净息差压力缓解，央行或将恢复购买国债，政策利率调整可能迎来窗口期。
- 总的来看，十年期国债收益率下半年可能在震荡中趋于下行。

十年期国债到期收益率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

商业银行净息差，%



资料来源：国家金融监督管理总局, 东海证券研究所

美元指数：受宽松流动性和美元资产错配调整而承压

● 预计美元指数在下半年继续承压，原因有二：

1. 美国财政由“开源节流”转向“财政支出”，预计下半年美元流动性将更加宽松，促使美元指数承压。
2. 在美元预期走弱、汇兑损失加剧的情况下，市场上大量未套保的美元资产会进行平仓或套保，促使美元进一步下行。

资本流入德债避险使得美德利差和美元指数偏离，%



资料来源：FED，东海证券研究所

CME期货市场多空持仓显示：美元或可能继续下跌

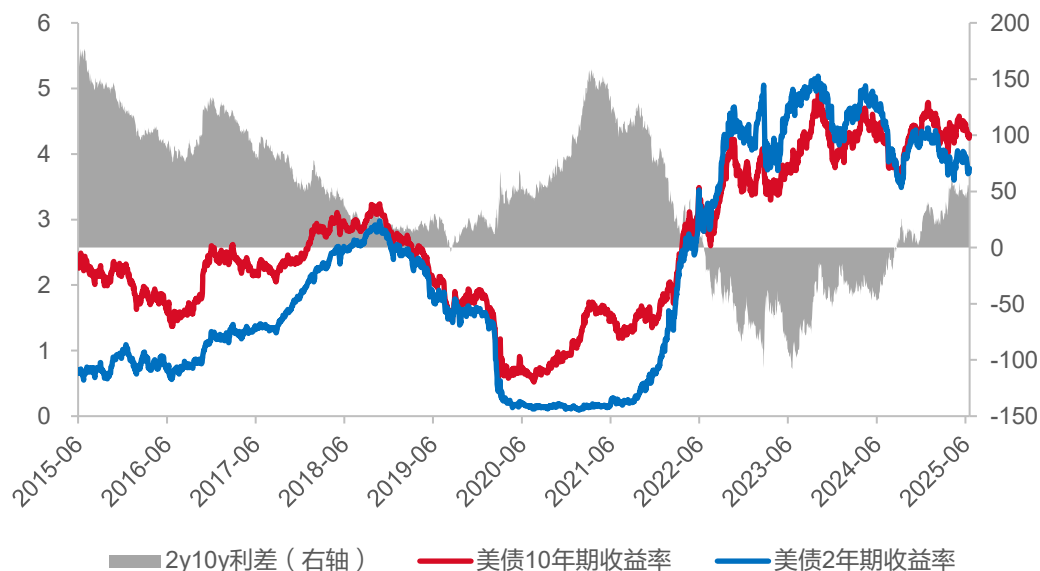


资料来源：CME，东海证券研究所

美债收益率：短期内受降息预期、稳定币发行和赤字法案而趋陡

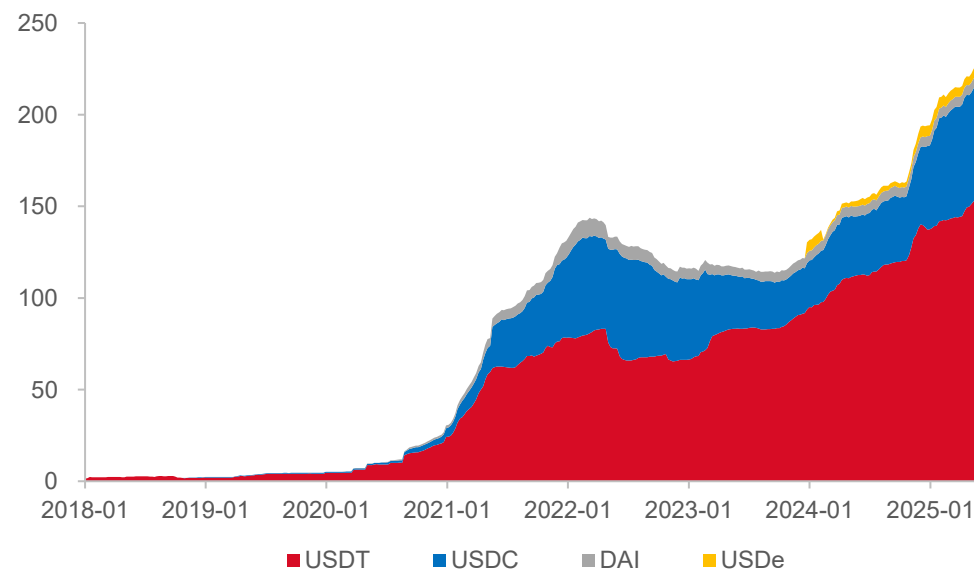
- 由于美联储降息路径并不明朗，市场短端利率并未完全计价降息预期；同时稳定币增量所需背书资产和赤字法案的推进，美债短端利率或迎来新的供求平衡而稳步下行，长端利率则继续由于“美元资产错配调整”而保持高位，由此下半年美债曲线或趋陡。

美债收益率或在下半年趋陡，%，bp



资料来源：FED，东海证券研究所

稳定币发行保持高增速，后续背书资产或支撑美债，十亿美元

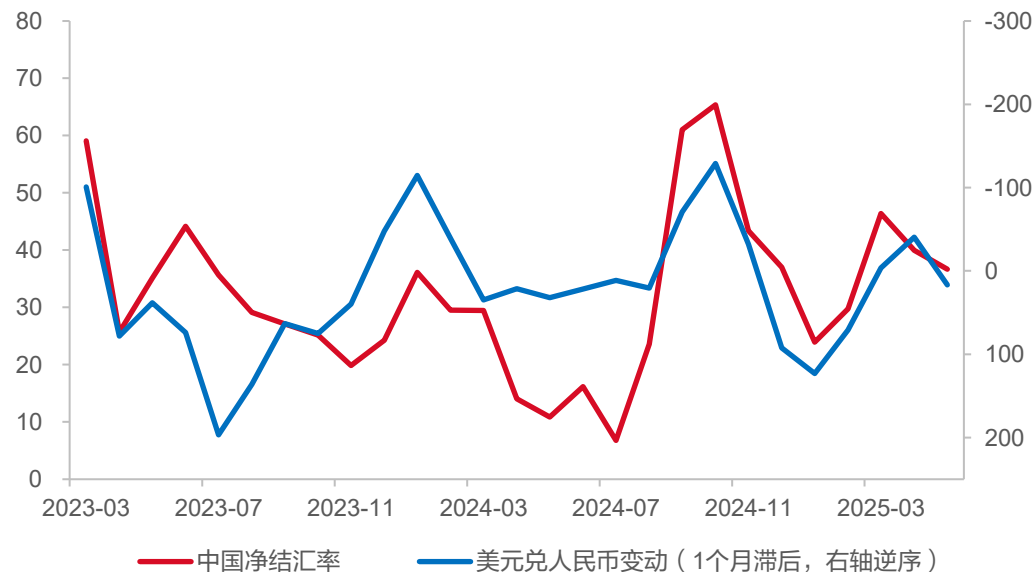


资料来源：Coinmarketcap, 东海证券研究所

人民币汇率：稳固基本面和结汇形成支撑

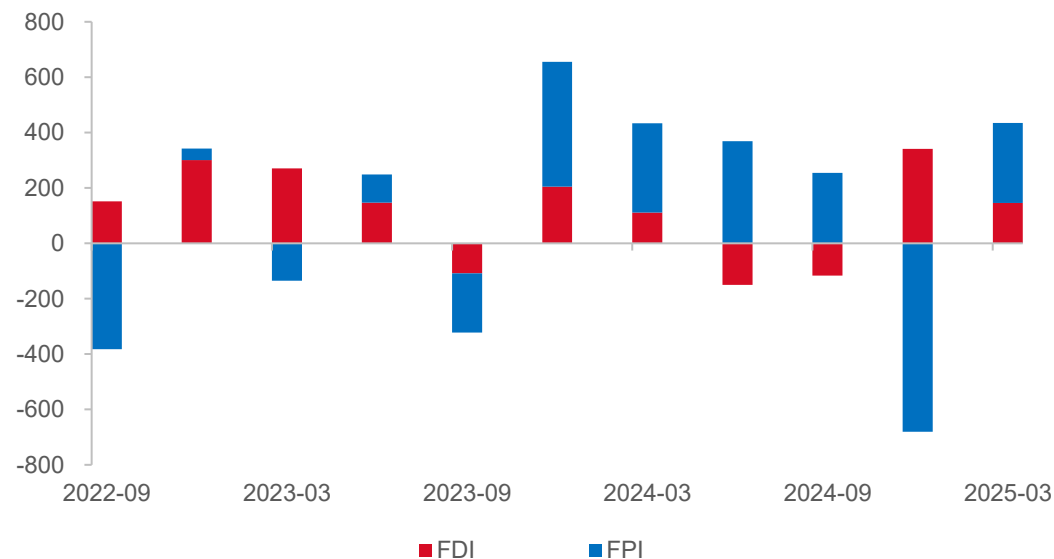
- 预计下半年受美元贬值预期影响，外币结汇率继续保持高位态势，进而使得人民币在7.15-7.20之间形成支撑。
- 由于国内经济转暖，2025年一季度外商证券投资 and 直接投资均转正，国际收支基本面的向好也进一步支持人民币汇率的稳定。

外币净结汇率上年呈现上升趋势，%， pips



资料来源：CCDC, SAFE, SHCH, 东海证券研究所

一季度外资在直接投资和证券投资上呈现净流入，亿美元

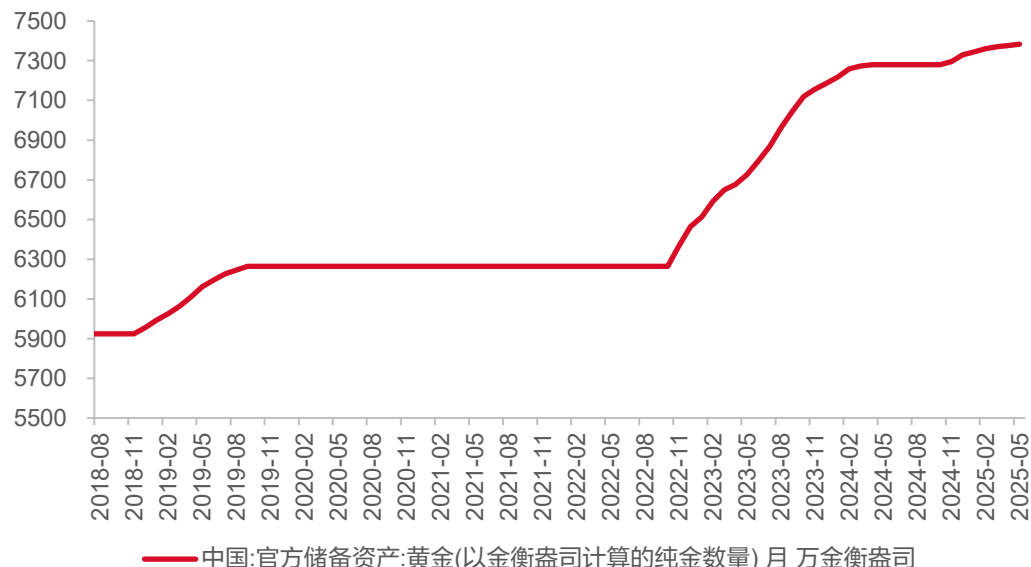


资料来源：SAFE, 东海证券研究所

黄金：长期趋势未变，短期趋于震荡

- 下半年美国《美丽大法案》大概率通过，长期来看财政赤字扩张的背景下，影响美元信用，这也是影响黄金价格与美债收益率相关性明显下降的主要原因之一，全球央行购金的需求可能延续。
- 关税政策虽然仍然存在不确定性，但因避险情绪对金价的影响趋于钝化。不过地缘政治局势的不确定性仍将不时扰动金价。
- 当前黄金价格已处历史高位，短期做多赔率收敛，或趋于震荡，但长期趋势仍可能向好。

中国央行黄金储备资产，万金衡盎司



资料来源：中国央行，东海证券研究所

COMEX黄金期货价格与10Y美债利率，美元/盎司，%



资料来源：国家外汇管理局，东海证券研究所



CONTENTS

一、国内宏观经济回顾及展望

二、积极政策基调有望延续

三、海外不确定性仍存

四、大类资产配置建议

五、风险提示

风险提示

- **美国关税政策超预期的风险。**当前阶段中美贸易关系出现阶段性缓和，但特朗普政府政策反复概率较高，若《美丽大法案》参议院版本获得通过，短期美国财政压力可能明显加大，进而寻求通过增加关税收入弥补赤字，可能导致美国与中国、欧洲、日本等地区的关税税率明显上升。
- **美国通胀风险。**虽然近期美国通胀出现回落，前期关税政策传导至终端价格上涨存在时滞，若后续通胀预期出现持续上升，可能导致市场修正美联储年内的降息预期。美联储年内若维持联邦基金目标利率不变，外部约束下可能会影响国内货币政策空间。
- **日本货币政策超预期紧缩的风险。**日本目前通胀压力较大，若与美国关税谈判结果不佳，可能进一步加剧通胀压力，进而导致日本央行快于市场预期进行加息。日元套利交易的隐患进而再一次爆发，引发全球流动性收缩。
- **国际地缘摩擦超预期。**中东局势目前仍然不明朗，若引发伊朗关闭霍尔木兹海峡，可能导致油价等大宗价格大幅上涨，引发全球通胀上行。
- **国内房地产投资下行风险。**房地产在中国GDP中的占比虽然逐年下降，但上下游产业链较长，若下行幅度超预期，可能加大内需压力。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究