

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观

稳固基础，波动改善

——2025 年一季度国内经济回顾及中期展望

2025 年 6 月 27 日

宏观研究/主题报告

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➤ 展望 2025 年，外部环境面临较大不确定性，我国全力巩固经济基本面，着力实现“四稳”目标，实际 GDP 增速有望维持在 5% 左右，经济或延续波动改善。5 月中美关税问题边际缓和，短期我国出口或仍保持韧性，不过未来仍存不确定性。国内政策更加积极，讲求针对性、有效性。在大力提振消费、促进房地产市场回稳的基础上，以市场化方式深化供给侧结构性改革，促进价格合理回升。节奏上，“两新”“两重”等政策加码，以及“抢出口”效应下，一季度经济增速已稳中有升，部分经济前瞻指标有所改善；二季度专项债和特别国债加快发行使用，降准降息落地，政策协调配合加强，外需压力可控，但内生动能不稳定，经济增速或微幅回落；三季度外部环境仍不确定，叠加财政、促消费政策效应进入到相对平稳的阶段，届时经济增速可能放缓较为明显；四季度政策大概率加力对冲，尤其是财政政策加码可能性更大，对消费和投资的推动效果更为直接。需求结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累继续减弱，出口在下半年仍存在较大不确定性。同时，政策进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需，总体价格水平有望继续筑底企稳。

➤ 第一，我国经济延续改善但价格偏弱，前瞻指标分化，经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。今年 4 月以来专项债、特别国债发行提速，财政支出有所加快；一季度社融同比、M1 同比也较去年 12 月回升；物价低位波动，实际利率水平反而有所回升；居民就业、收入、消费者信心预期指数等改善依然缓慢。

➤ 第二，出口短期韧性，中期仍存不确定性。今年以来美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍具有不确定性。5 月中美关税问题边际缓和，叠加我国通过积极的宏观政策对冲影响、进一步开拓国际市场、持续推动转型升级和高质量发展等应对外部挑战，短期我国出口或仍保持韧性。不过仍要关注关税政策反复、全球经济增速下滑、外需减弱对就业和价格的影响。

➤ 第三，政策更加积极，讲求针对性、有效性。2024 年 9 月以来，国内政策经历了转向积极到更加积极的演变，但又隐含定力。政策的积极性体现在，一是找准方向。着力提振消费，释放需求侧潜力。消费是终端需求，提振消费有利于带动整个国民经济循环，也有利于理顺价格。二是讲求力度，要求强化底线思维，加强超常规逆周期调节。三是要求“加紧实施”“用好用足”已出台政策，并根据形势变化及时推出增量储备政策。四是要进一步强化政策取向一致性。在注重政策的针对性和有效性方面则体现了政策的定



力。一是讲求时机，要求增量政策的推出要“根据形势变化”，政策仍具有托底思维。二是意图通过各项政策和改革举措的共同作用实现经济社会目标。当前总量型货币政策依然面临一定约束，且在经济结构转型背景下有效性减弱。结构性问题更需通过结构型政策来解决，以稳民生、促消费、支持科技创新、稳市场稳预期为导向，持续优化财政支出、创新结构型货币政策工具、完善就业优先政策等。

➤ **第四，政策着力点在提振消费，释放需求侧潜力。**政策提出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费；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；加大对科技创新的支持力度，积极探索科技金融的新路径；围绕“持续稳定和活跃资本市场”部署一系列举措；加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势等。

➤ **第五，用好用足更加积极的财政政策。**2025年，财政政策更加积极，赤字规模、专项债、特别国债规模均有扩大，3月财政支出已开始加速。往后看，一是，在已确定的政策和资金安排下，二、三季度财政支出节奏将进一步加快。二是，我国财政仍具有较大举债空间，将根据形势变化及时推出增量储备政策。具体政策上注重集成创新，综合运用政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等各类财税工具形成政策合力。三是，聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节，充分释放财政政策效能。

➤ **第六，继续实施适度宽松的货币政策。**2025年5月7日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上央行推出三大类共十项货币政策措施，包含降准、降息及结构型政策，其中结构型政策成为亮点。未来货币政策将继续贯彻适度宽松基调，以总量型货币政策稳市场稳预期、降低融资成本、配合政府债发行，以结构型政策工具支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域，推动经济高质量发展。预计年内降准空间仍存，降息仍需“择机”，结构性货币政策存在进一步优化和扩容空间。

➤ **第七，价格端面临较大不确定性，需进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。**2023年以来，无论是居民消费价格CPI还是工业生产者出厂价格PPI都在低位运行，主要原因是部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清，以及居民就业收入改善偏慢，服务价格低迷。物价是宏观调控中关注的重要变量，政策层面把推动物价温和回升作为重要目标之一，政策旨在改善供求关系，规范市场秩序。低基数效应下，今年物价预计仍筑底企稳。

➤ **风险提示：**政策风险、居民预期不稳的风险、全球贸易环境大幅变化风险。

目录

1. 国内经济延续改善，但价格偏弱.....	7
2. 经济前瞻指标走势仍分化.....	8
3. 政策更加积极，讲求针对性、有效性.....	9
4. 用好用足更加积极的财政政策.....	11
5. 继续实施适度宽松的货币政策.....	13
6. 大力提振消费、促进房地产回稳.....	15
6.1 服务消费、新消费具有较大空间.....	15
6.2 基建投资增速有望维持.....	17
6.3 政策驱动地产数据跌幅收窄.....	18
6.4 制造业投资增速或略有下滑.....	19
7. 出口短期韧性，中期仍存不确定性.....	21
8. 物价企稳仍是大方向.....	24
9. 中期展望：稳固基础，波动改善.....	26
10. 风险提示.....	28

图表目录

图 1: 实际 GDP 当季同比.....	7
图 2: 名义 GDP 当季同比.....	7
图 3: GDP 平减指数当季同比.....	8
图 4: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动.....	8
图 5: 社融增速和 M1 增速.....	8
图 6: M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速.....	8
图 7: 我国实际利率仍处高位.....	9
图 8: 消费者信心指数.....	9
图 9: 一般公共预算支出增速.....	11
图 10: 政府性基金支出增速.....	11
图 11: 普通国债发行进度.....	12
图 12: 新增专项债发行进度.....	12
图 13: 聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节, 加强财税政策支持和资金保障.....	12
图 14: 人民币即期汇率与美元指数走势.....	14
图 15: 我国商业银行净息差.....	14
图 16: 10 年及 30 年期国债收益率.....	14
图 17: 7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR.....	14
图 18: 全国居民人均消费支出增速.....	16
图 19: 服务零售和商品零售增速.....	16
图 20: 部分升级类商品零售额增速.....	17
图 21: 全国居民人均可支配收入收支增速及消费倾向.....	17

图 22: 广义基建及狭义基建投资增速.....	17
图 23: 主要基建领域投资增速.....	17
图 24: 商品房销售和资金来源增速.....	19
图 25: 房屋施工和地产开发投资增速.....	19
图 26: 住宅价格指数同比.....	19
图 27: 二手房价格及出售挂牌量同比.....	19
图 28: 制造业投资增速.....	20
图 29: 设备工器具购置、高技术投资增速.....	20
图 30: 产能利用率与制造业投资增速.....	20
图 31: 规上工业企业利润增速和制造业投资增速.....	20
图 32: 我国出口金额月度同比.....	22
图 33: 我国对美出口金额占比.....	22
图 34: 2025 年一季度我国对主要贸易国家出口增速.....	22
图 35: 欧美及全球制造业 PMI: MA3.....	22
图 36: 我国港口货物吞吐量增速.....	23
图 37: PMI 新出口订单.....	23
图 38: 我国出口占国际市场份额.....	23
图 39: IMF 对全球经济增长的预测.....	23
图 40: 服务项价格同比增速.....	25
图 41: 部分传统行业价格增速.....	25
图 42: 分行业产能利用率及历史分位.....	26
图 43: 分行业产成品库存增速及历史分位.....	26
图 44: 工业产销率.....	26

图 45: 工业产成品存货增速.....	26
----------------------	----

1. 国内经济延续改善，但价格偏弱

2025 年一季度我国经济延续改善，反映了去年四季度以来一揽子稳增长政策持续见效。一季度 GDP 增速为 5.4%，和去年四季度持平。结构上，消费和出口是拉动总需求的主力。一季度总体价格水平仍低位徘徊。经济内生动能仍需修复，叠加外贸环境和全球经济增速不确定，经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。

2024 年，我国 GDP 增速 5.0%，较 2023 年降低 0.4 个百分点，四个季度呈现“U 型”走势。一季度主要依靠外需和国内政策对基建、制造业投资的支撑；二、三季度消费明显放缓，居民收入、价格预期等内生动能不足是主要原因；四季度一揽子稳增长政策效应显现，经济增速创全年最高。从价上看，四个季度 GDP 平减指数增速均下跌，主要原因是需求偏弱，产能利用率较低。

2025 年一季度，我国实际 GDP 同比增速为 5.4%，持平于去年四季度。拉动需求的“三驾马车”中，最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动为 2.8%（前值 1.6%），拉动力最强，主要得益于消费品以旧换新政策的加力扩围；货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动为 2.1%（前值 2.5%），呈现了较强韧性，一方面得益于多元化市场格局正在形成，另一方面是 3 月的“抢出口”效应；拉动力较弱的是资本形成总额，对 GDP 当季同比的拉动为 0.5%（前值 1.3%）。

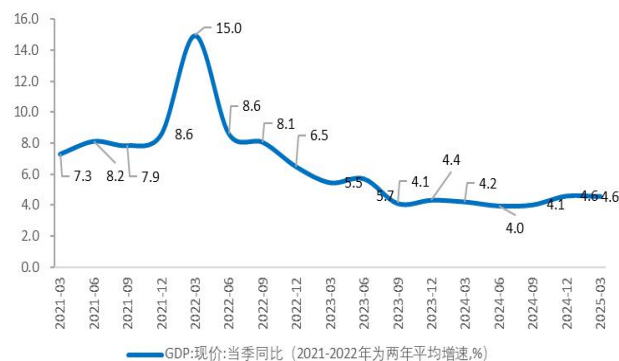
2025 年一季度名义 GDP 同比增长 4.6%，基本持平于去年四季度，GDP 平减指数增速为 -0.8%，跌幅较去年四季度略有扩大，同期核心 CPI 及 PPI 低位运行，显示国内总需求仍需提振，且需进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。

图 1：实际 GDP 当季同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：名义 GDP 当季同比



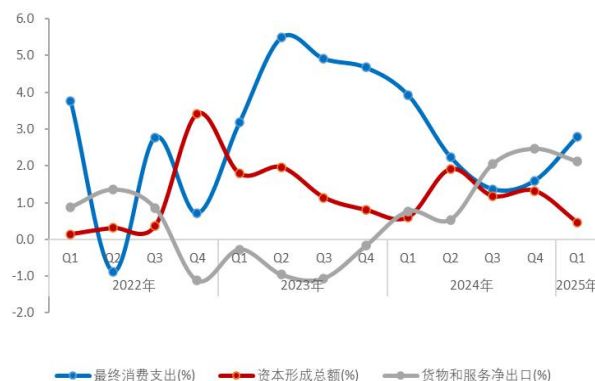
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：GDP 平减指数当季同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：三大支出对 GDP 当季同比的拉动



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

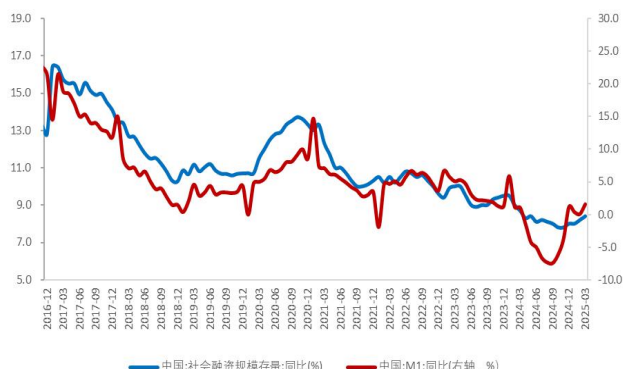
2. 经济前瞻指标走势仍分化

逻辑上看，逆周期政策下，广义财政支出加快、货币宽松和扩内需政策驱动需求回升，在供给端相对稳定或收缩的情况下，价格企稳回升，企业利润和现金流改善，居民收入回升，就业压力减轻，驱动融资意愿和支出信心进一步提升。价格、财富和预期回升将成为经济上行中后期的主要力量。

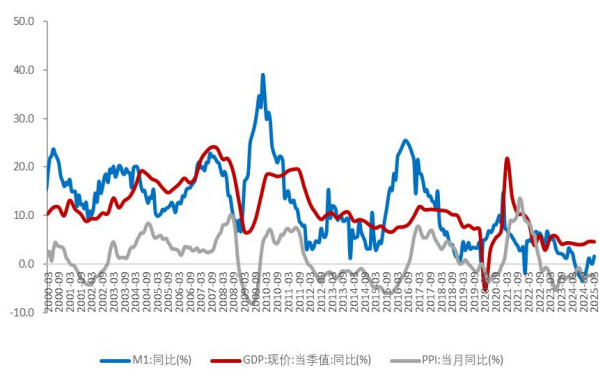
和 2024 年四季度相比，今年一季度经济前瞻指标改善增多，但仍存分化、幅度仍有待提升。今年 4 月以来专项债、特别国债发行提速，财政支出有所加快（参见本报告“5. 用好用足更加积极的财政政策”部分）；一季度社融同比、M1 同比也较去年 12 月回升；一季度物价低位波动，实际利率水平反而有所回升；企业居民存款增速差仍处低位；居民就业、收入、消费者信心预期指数等改善依然缓慢。

图 5：社融增速和 M1 增速

图 6：M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所



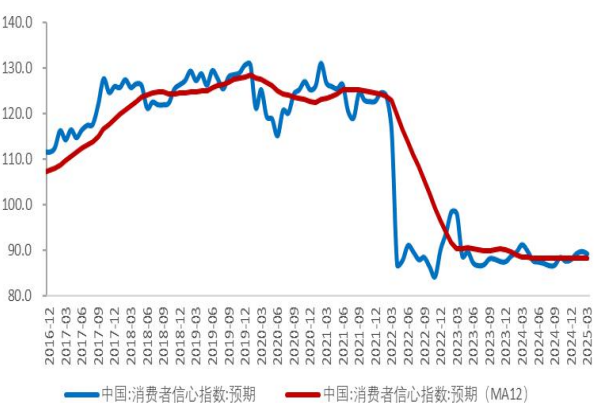
资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 7：我国实际利率仍处高位

图 8：消费者信心指数



资料来源：中债估值中心，国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

3. 政策更加积极，讲求针对性、有效性

2024 年 9 月以来，国内政策经历了转向积极到更加积极的演变，但又隐含定力。政策的积极性体现在，一是找准方向。着力提振消费，释放需求侧潜力。消费是终端需求，提振消费有利于带动整个国民经济循环，也有利于理顺价格。二是讲求力度，要求强化底线思维，加强超常规逆周期调节。三是要求“加紧实施”“用好用足”已出台政策，并根据形势变化及

时推出增量储备政策。四是要进一步强化政策取向一致性。在注重政策的针对性和有效性方面则体现了政策的定力。一是讲求时机，要求增量政策的推出要“根据形势变化”，政策仍具有托底思维。二是意图通过各项政策和改革举措的共同作用实现经济社会目标。当前总量型货币政策依然面临一定约束，且在经济结构转型背景下有效性减弱。结构性问题更需通过结构型政策来解决，以稳民生、促消费、支持科技创新、稳市场稳预期为导向，持续优化财政支出、创新结构型货币政策工具、完善就业优先政策等。

第一，国内政策基调从“转向”走向更加积极。2024年9月国内政策转向稳增长以来，今年两会提出实施更加积极有为的宏观政策，推动经济持续回升向好，并将GDP增速目标设定在5%。在外部冲击影响加大的情况下，今年4月中央政治局会议进一步提出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，充分备足预案，加强超常规逆周期调节，进一步强化政策取向一致性，全力巩固经济发展和社会稳定的基本盘。

第二，把握好增量政策出台的时机。今年《政府工作报告》提出，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性；4月政治局会议再次强调根据形势变化及时推出增量储备政策。这些要求同时体现了政策的积极性和定力。

第三，既积极又具有定力的政策还表现在用好用足已出台政策、加快推出结构性政策等方面。4月政治局会议对财政和货币政策的安排依然延续两会的部署，“加紧实施”“用好用足”等要求下政策节奏有望加快。在经济结构转型和汇率约束下，总量型货币政策短期内依然具有稳慎的特征。5月7日国新办新闻发布会上推出一揽子金融政策，全面降准降息落地，但降息10bp低于市场预期，结构型政策的完善和创设成为一大亮点。

第四，今年两会、4月政治局会议和5月7日新闻发布会上，针对“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”推出了一系列举措，着力点在提振消费，释放需求侧潜力。具体包括：（1）着力保民生保主体。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；推动资本市场、银行业保险业护航外贸发展。（2）要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费。（3）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。（4）加大对科技创新的支持力度，积极探索科技金融的新路径。（5）围绕“持续稳定和活跃资本市场”部署一系列举措。（6）加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。（7）创设新的结构型货币政策工具，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。

4. 用好用足更加积极的财政政策

2025 年，财政政策更加积极，赤字规模、专项债、特别国债规模均有扩大，3 月财政支出已开始加速。往后看，一是，在已确定的政策和资金安排下，二、三季度财政支出节奏将进一步加快。4 月政治局会议提出加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。二是，我国财政仍具有较大举债空间，将根据形势变化及时推出增量储备政策。具体政策上注重集成创新，综合运用政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等各类财税工具形成政策合力。三是，聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节，充分释放财政政策效能。

2025 年一季度，我国一般公共预算支出+政府性基金支出累计同比增长 5.6%（2020-2024 年同期均值为 2.7%）。其中，一般公共预算支出增长 4.2%，政府性基金支出增长 11.1%。同期一般公共预算收入+政府性基金收入累计同比下降 2.6%。一季度广义实际赤字为 2.3 万亿元。

在经济新旧动能转换背景下，财政政策更倾向于系统设计，综合考虑稳增长、调结构、惠民生、防风险等目标，以改革的思路谋划实施财政政策。财政支出方向更倾向于化债、稳定居民消费、推动房地产市场止跌回稳、支持新质生产力等方面，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。财政部党组书记、部长蓝佛安在求是网署名文章：《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》中指出：“这次财政增量政策设计与实践……是我国财政宏观调控史上的一次重大创新。”

图 9：一般公共预算支出增速



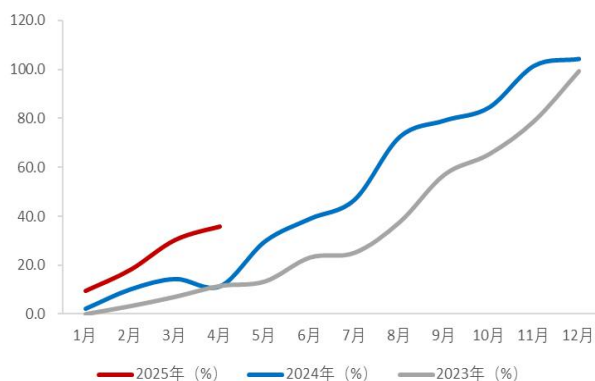
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 10：政府性基金支出增速



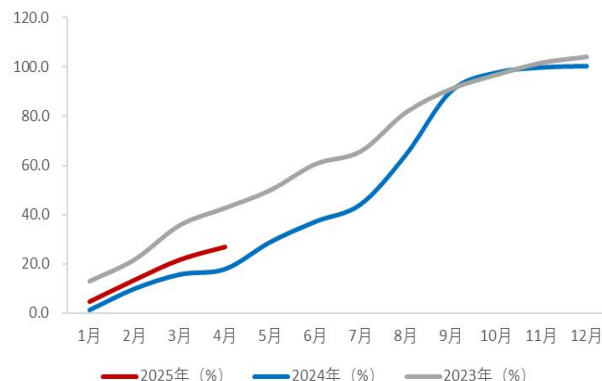
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 11：普通国债发行进度



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 12：新增专项债发行进度



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 13：聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节，加强财税政策支持和资金保障

大力提振消费	安排超长期特别国债资金3000亿元支持消费品以旧换新；适当提高养老金水平，提高城乡居民医保财政补助标准等；对重点领域个人消费贷款和消费领域相关经营主体贷款给予贴息；安排奖补资金，支持地方推广消费新业态新模式新场景，打造更多消费新热点。
积极扩大有效投资	发行超长期特别国债，支持“两重”“两新”；新增地方政府专项债务限额4.4万亿元，建立专项债券管理新机制。
加快培育发展新质生产力	中央财政进一步加大科技投入，全力支持关键核心技术攻关等重大任务；完善中央财政科技经费分配和管理使用机制；深入实施首台（套）、首批次保险补偿政策；统筹运用政府采购、投资基金等政策工具。
加强对企业的纾困支持	推进清理地方政府拖欠企业账款，推动政府性融资担保扩面增量；深入实施专精特新中小企业财政奖补政策；健全涉企收费监管长效机制，坚决防止和纠正乱收费、乱罚款、乱摊派等问题。
加大保障和改善民生力度	用足用好稳岗返还、税费减免、就业补贴等政策；逐步推行免费学前教育，支持高校“双一流”建设；继续提高基本公共卫生服务经费人均财政补助标准；支持增加普惠托育、普惠养老服务供给。
支持城乡区域融合发展	完善农业补贴、农业保险政策；保持中央财政衔接推进乡村振兴补助资金力度不减；增加奖励资金规模，引导常住地强化基本公共服务投入。
防范化解重点领域风险	督促指导地方做好隐性债务置换，早发力、早见效；积极支持国有大型商业银行补充核心一级资本；协同推进中小金融机构风险处置和转型发展；推进专项债券用于回收闲置存量土地和收购存量商品房用作保障性住房，助力房地产市场止跌回稳。

资料来源：财政部党组书记、部长蓝佛安署名文章：《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》，求是网

5. 继续实施适度宽松的货币政策

去年 12 月中共中央政治局会议提出实施适度宽松的货币政策以来，央行多次强调择机降准降息。2025 年 5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上央行推出三大类共十项货币政策措施，包含降准、降息及结构型政策，其中结构型政策成为亮点。未来货币政策将继续贯彻适度宽松基调，以总量型货币政策稳市场稳预期、降低融资成本、配合政府债发行，以结构型政策工具支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域，推动经济高质量发展。预计年内降准空间仍存，降息仍需“择机”，结构性货币政策存在进一步优化和扩容空间。

2025 年 5 月 7 日，在国新办“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上，央行公布了一揽子货币政策，降准降息落地。其中，（1）数量型政策包括：降准 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。（2）价格型政策包括：下调 7 天期逆回购利率 0.1 个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 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。（3）结构型政策包括：阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从 5% 调降为 0%；下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括支农支小再贷款、科技创新和技术改造再贷款、碳减排支持工具、股票回购增持再贷款、保障性住房再贷款、PSL 等；将科技创新和技术改造再贷款额度由 5000 亿元增加至 8000 亿元；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；将 5000 亿元证券基金保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款的额度合并使用；创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金。

此次政策出台的目的，一是配合财政，支持政府债券发行。二季度专项债、特别国债进入加快发行阶段。二是，4 月我国出口冲击开始显现，通过宽货币宽信用来刺激内需、稳主体的必要性提升。三是进一步稳市场稳预期。支持居民家庭刚性住房需求，促进房地产市场止跌企稳；两项支持资本市场的货币政策工具合并使用有利于校正资本市场超调、稳定市场预期；四是持续完善结构性货币政策工具，并创设新的政策工具，支持科技创新、扩大消费等，推动经济高质量发展。

未来，货币政策仍有加码的可能。一季度我国经济虽实现“开门红”，但复苏基础仍不牢固，且未来贸易局势和全球经济仍面临较大不确定性，金融市场平稳运行亦是重点任务。潘行长指出“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，持续做好货币政策调控，并加强与财

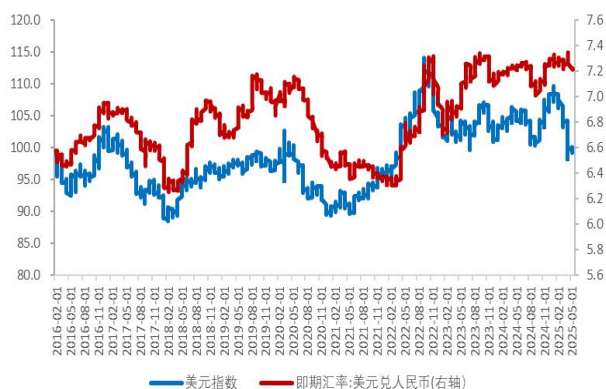
政政策的协同配合，推动经济高质量发展。”由此看，货币政策未来加码的概率依然较大。

但宽货币面临的约束未完全消除。此次普遍降息幅度 10bp 不及市场预期，主要仍受到净息差、汇率、风险三重约束。

此外，营造良好的货币金融环境虽一定程度有利于支持物价合理回升，但提振物价的关键在于扩大有效需求。央行在 2025 年第一季度《中国货币政策执行报告》中也指出，“物价与货币之间的关系很难在传统理论的基础上简单地线性外推；增加货币供给，在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，反而会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，实际上物价也难以回升。”

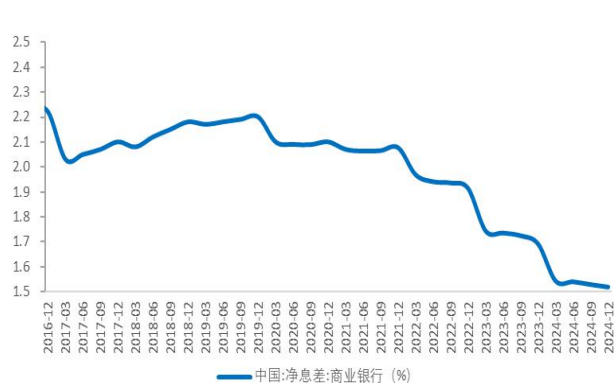
预计年内降准空间仍存，降息仍需“择机”，结构性货币政策存在进一步优化和扩容空间。

图 14：人民币即期汇率与美元指数走势



资料来源：中国货币网，Wind，山西证券研究所

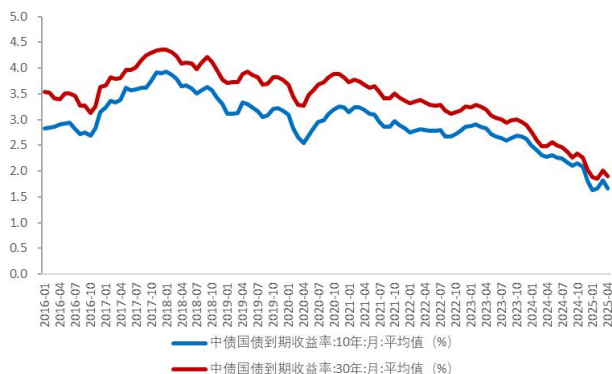
图 15：我国商业银行净息差



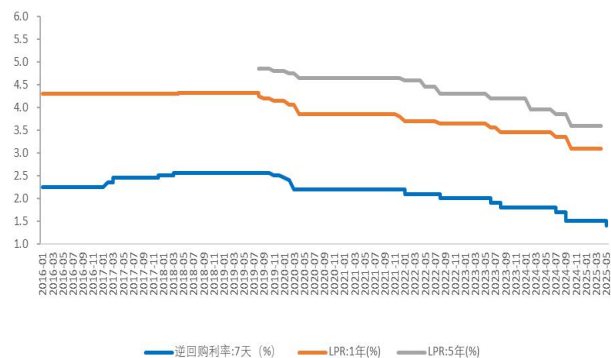
资料来源：国家金融监督管理局，Wind，山西证券研究所

图 16：10 年及 30 年期国债收益率

图 17：7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR



资料来源：中债估值中心，Wind，山西证券研究所



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

6. 大力提振消费、促进房地产回稳

6.1 服务消费、新消费具有较大空间

“全方位扩大总需求”是 2025 年各项重点任务之首，提振居民消费是扩大内需的核心抓手。受益于政策效应发挥，一季度我国社零增速稳步回升。从消费领域看，在“两新”“两重”政策支撑下，商品零售增长较快，未来预计仍有增长空间；服务消费、新消费具有较大成长性，有望获得政策的进一步倾斜。从促消费举措看，政策聚焦居民收入、消费环境、消费意愿等，促进房地产回稳和股市活跃也意在改善预期，提升市场活跃度。未来，消费将受益于政策的拉动、商品房销售改善带来的相关消费需求，不过当前资产价格、居民就业、收入等仍有待改善，消费倾向略下降，预计消费未来仍可能是波折修复的态势。

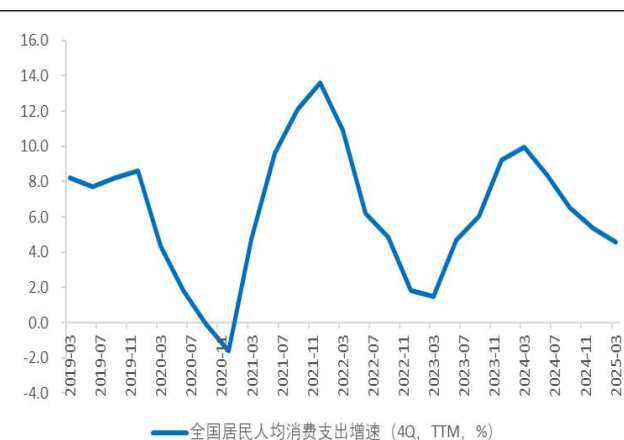
2025 年一季度消费延续回暖态势。2025 年一季度，最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动为 2.8%，高于去年四季度 1.2 个百分点；社零同比增长 4.6%，比去年全年加快 1.1 个百分点，且逐月回升。3 月社零同比增长 5.9%，是 2024 年以来的最高增速；我国居民人均消费支出增速为 5.2%，高于去年四季度 0.7 个百分点。

结构上，服务零售表现好于商品零售，以旧换新政策支持的商品零售实现较高增速。一季度，服务零售额同比增长 5.0%，比商品零售高 0.4 个百分点。与消费结构升级相关的服务消费增长更快，保持两位数增长。一季度，居民人均交通通信支出同比增长 10.3%，教育文化娱乐支出增长 13.9%。商品零售方面，消费品以旧换新政策效果明显。一季度，限额以上单位通讯器材类商品零售额同比增长 26.9%，文化办公用品类增长 21.7%，家用电器和音像器材类增长 19.3%，家具类增长 18.1%。

进一步增强消费对经济增长的拉动作用，加大力度支持服务消费、新型消费。2025年3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，主要涵盖城乡居民消费能力保障支持、服务消费提质惠民、大宗消费更新升级、消费品质提升等八大方向。4月16日国新办发布会指出“服务消费是我们未来支撑消费增长的一个非常重要的领域”。4月25日中央政治局会议提出“大力发展服务消费”。4月28日国新办新闻发布会进一步提出四方面举措，一是持续提升消费品以旧换新政策效能。二是推动汽车流通消费改革，组织开展汽车流通消费改革试点，支持有条件的地方在新车、二手车、报废车、汽车后市场等各环节，积极创新、先行先试。三是实施服务消费提质惠民行动，制定支持服务消费的一揽子政策措施，不断扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。四是部署各地聚焦首发经济，围绕精品购物、精致美食、精彩旅游、精美展演四大领域，举办“购在中国”系列活动。

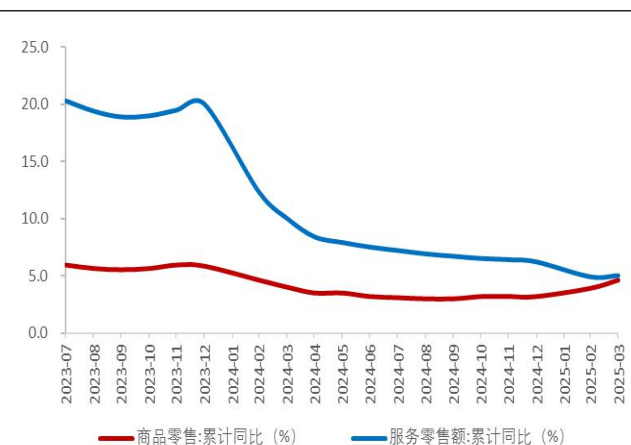
当前我国经济仍处于逆周期调节下的复苏期，收入改善相对缓慢，需积极稳就业、促增收。2025年一季度全国居民人均可支配收入同比增速为5.6%，基本持平于去年四季度。从四个季度移动平均看，2024年6月以来全国居民人均可支配收入增速是下滑的。同时，居民人均消费支出/人均可支配收入（4Q，TTM）也有所回落。4月中央政治局会议强调要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱。4月28日国新办新闻发布会指出，城镇调查失业率一季度均值是5.3%，低于预期控制目标。当前外部冲击影响加大，就业压力持续上升。下一步稳就业举措主要包括持续挖潜扩容就业空间、打好稳就业政策组合拳、突出保障重点群体就业、加大职业技能培训力度、加强就业公共服务等。

图 18：全国居民人均消费支出增速



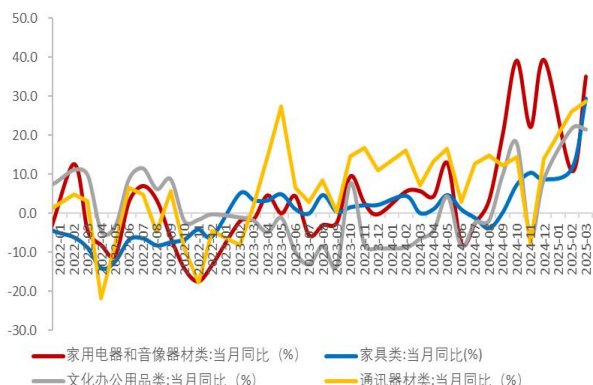
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 19：服务零售和商品零售增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 20：部分升级类商品零售额增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 21：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

6.2 基建投资增速有望维持

2025 年一季度基建投资增速加快，随着二季度专项债、特别国债发行使用提速，基建有望继续发挥支撑作用。

2025 年一季度，广义基建投资累计同比增长 11.5%，比去年全年加快 2.3 个百分点，狭义基建投资累计同比增长 5.8%，比去年全年加快 1.4 个百分点。边际上，3 月广义基建、狭义基建同比增速分别为 12.6%、5.9%，较 2 月加快 2.6、0.3 个百分点。结构上，电力热力燃气及水的生产和供应业、信息传输、软件和信息技术服务业、水利环境和公共设施管理业投资增速均较上年加快。

图 22：广义基建及狭义基建投资增速

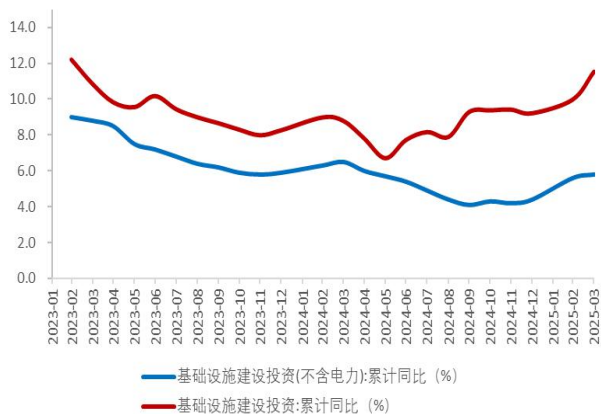
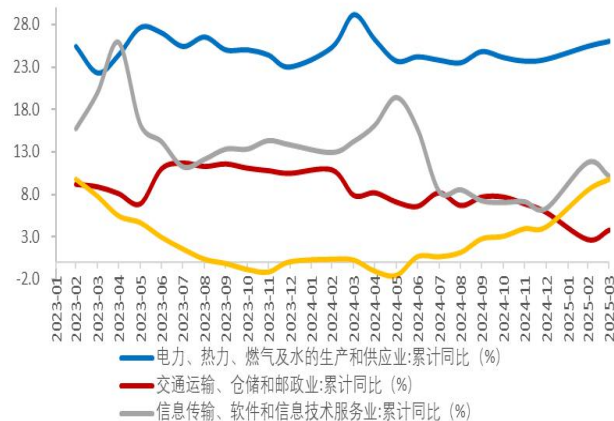


图 23：主要基建领域投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

6.3 政策驱动地产数据跌幅收窄

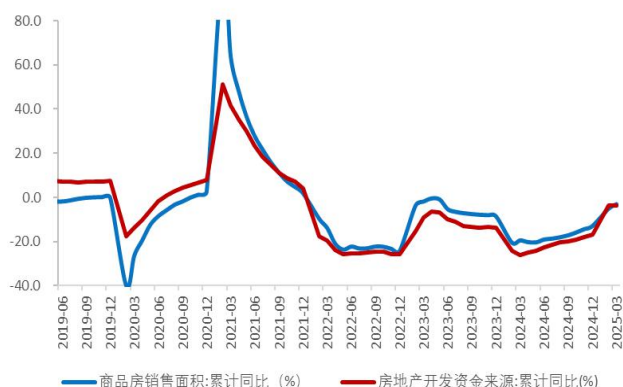
展望 2025 年，房地产稳预期、供需政策协同发力，发展新模式逐渐清晰。一季度地产销售跌幅明显放缓，房地产企业经营状况有所改善，施工和投资增速跌幅亦有所收窄，商品房库存高位回落，但居民收入改善程度对房价驱动仍有待改善，4 月商品房销售和土地成交增速边际再度回落。总体看，房地产市场还处在调整阶段，房地产需求还需要进一步释放，收购存量商品房方面有望继续推出支持性政策。

本轮稳地产政策主要围绕四个方面展开。一是，持续稳定房价预期。2024 年三季度以来地产政策持续优化。2024 年 9 月中央政治局会议对房地产市场定调明确，首次在中央层面提出“促进房地产市场止跌回稳”。2025 年《政府工作报告》提出，更大力度促进楼市健康发展。二是，进一步释放需求空间，支持居民刚性和改善性住房需求。包括因城施策调减限制性措施、加力实施城中村和危旧房改造等。三是，供给端政策持续优化。包括优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应；盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，这方面未来还会推出新的支持措施；完善标准规范，以适应人民群众高品质居住需要为目标，以“好房子”供给牵引地产需求。四是，拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。

政策效果在销售端显现，房地产企业经营状况有所改善，施工和投资增速跌幅亦有所收窄。2025 年一季度，全国新建商品房销售面积下降 3.0%，比去年全年收窄 9.9 个百分点，比 1-2 月份降幅收窄 2.1 个百分点；房地产开发资金来源同比下跌 3.7%，比去年全年收窄 13.3 个百分点，其中定金及预收款累计同比下跌 1.1%，比去年全年收窄 21.9 个百分点；房屋施工面积累计同比下跌 9.5%，比去年全年收窄 3.2 个百分点；房地产开发投资累计同比下跌 9.9%，比去年全年收窄 0.7 个百分点；房价跌幅趋缓。2025 年一季度 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下跌 5.0%，二手住宅价格指数同比下跌 7.3%，跌幅均持续收窄。

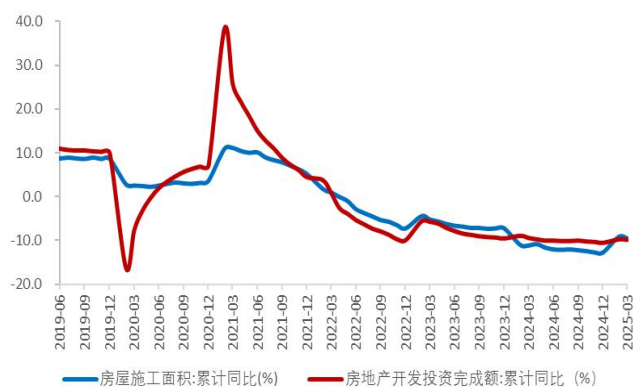
当前全国商品房库存高位回落，但二手房面临较大去化压力。截止 2025 年 3 月，新建住宅狭义库存为 4.2 亿平方米，库存和库销比均较 2 月回落，但较去年年末仍有所上升；2025 年 3 月二手房出售挂牌量指数同比增速（MA12）为 21.6%，较去年 12 月增加 3.2 个百分点。

图 24：商品房销售和资金来源增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 25：房屋施工和地产开发投资增速



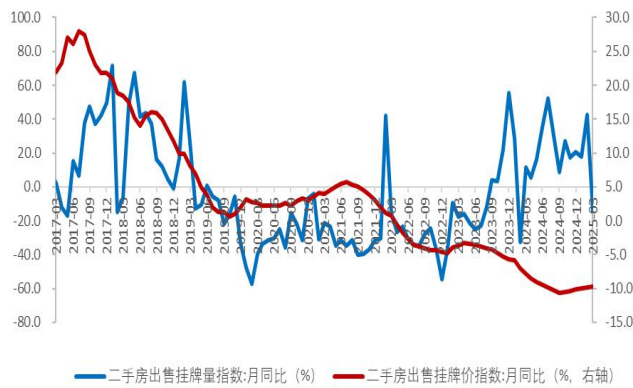
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 26：住宅价格指数同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 27：二手房价格及出售挂牌量同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

6.4 制造业投资增速或略有下滑

2025 年一季度制造业投资增速略有下滑，不过设备工器具购置投资保持高增长，高技术产业投资维持韧性。全年看，制造业总体投资增速或略有下滑，设备更新、高技术投资依然是亮点。一是，针对外需回落风险，国家出台一系列政策稳定企业预期，并将于今年 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。二是，2025 年一季度企业盈利增速由负转正、制造业产能利用率继续企稳，对制造业投资有一定支撑。三是，综合整治“内

卷式”竞争下，部分制造业供给扩张或受到约束。

2025 年 4 月中央政治局会议提出“打造一批新兴支柱产业”“大力推进重点产业提质升级”，设备更新、高技术投资依然是未来制造业投资的亮点。

2025 年一季度制造业投资增速为 9.1%，较去年全年略有下滑。结构上，大规模设备更新带动全国设备工器具购置投资同比增长 19.0%，比上年加快 3.3 个百分点；高技术产业投资保持韧性。2025 年一季度高技术产业投资同比增长 6.5%，其中信息服务业、航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、专业技术服务业投资分别增长 34.4%、30.3%、28.5%、26.1%。

2025 年一季度制造业产能利用率继续企稳。2025 年一季度制造业产能利用率 4 个季度移动平均值为 75.2%（前值 75.1%）。

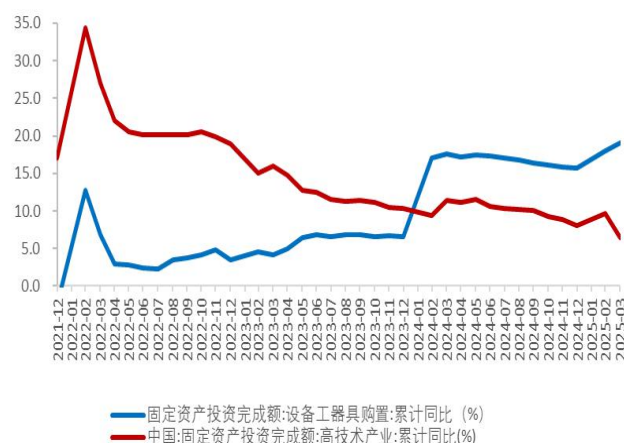
图 28：制造业投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

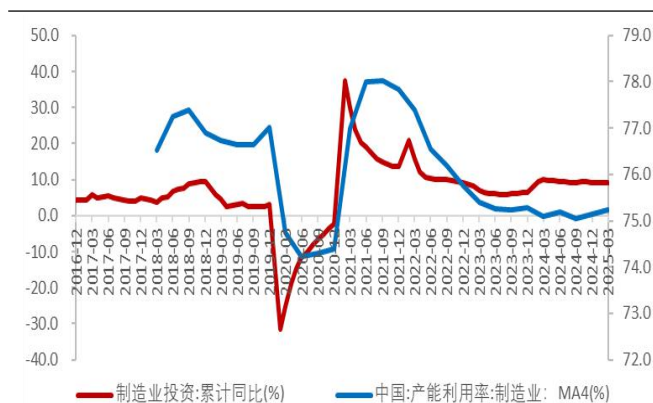
图 30：产能利用率与制造业投资增速

图 29：设备工器具购置、高技术投资增速

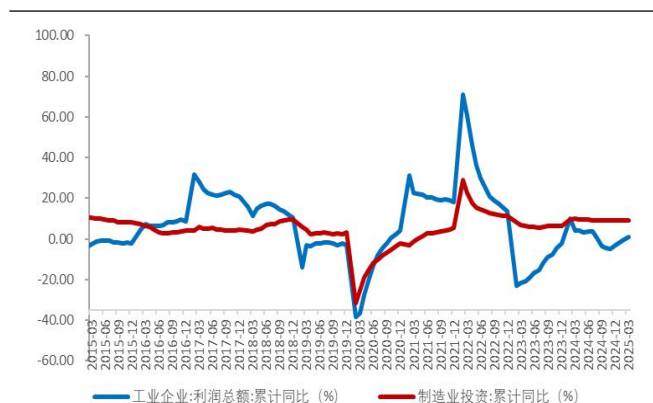


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 31：规上工业企业利润增速和制造业投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

7. 出口短期韧性，中期仍存不确定性

一季度我国出口呈现韧性，部分原因来自于“抢出口”效应。今年以来美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍具有不确定性。加征关税主要通过四条路径影响我国经济和出口。5月中美关税问题边际缓和，叠加我国通过积极的宏观政策对冲影响、进一步开拓国际市场、持续推动转型升级和高质量发展等应对外部挑战，短期我国出口或仍保持韧性。不过仍要关注关税政策反复、全球经济增速下滑、外需减弱对就业和价格的影响。

2025年一季度我国出口呈韧性。一季度我国出口同比为5.8%，尽管低于去年四季度的9.9%，但和去年全年增速基本一致，显示出口的韧性。我国出口基本稳定主要有三个原因。一是，多元化市场格局正在形成。今年一季度，我国对共建“一带一路”国家的出口同比增长7.2%，其中对东盟增长9.2%；对欧盟、美国、印度、非洲、拉美、中国香港的出口同比增速为4.9%、5.6%、15.0%、12.5%、10.7%、9.5%。对美出口看，2018年，我国对美国的出口额占出口总额的比重是19.3%，2023年、2024年已分别下降到14.8%和14.7%，2025年一季度进一步下降到13.5%。二是，“抢出口”效应。今年3月我国出口同比增长12.4%，为2023年以来各月同比的次高值。一季度我国出口环比为-10.8%，3月出口环比为46.0%，均高于2016-2024年同期平均增速。三是，全球经济处于扩张区间，带动我国外需。一季度，全球制造业PMI均值是50.1%，高于去年四季度，也高于去年同期。

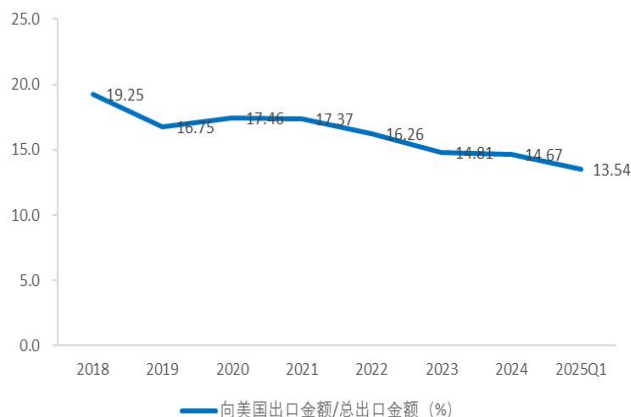
3月“抢出口”效应过后，4月我国外需和进口有所放缓，关税影响继续体现。4月我国制造业PMI：新出口订单已经大幅放缓。

图 32：我国出口金额月度同比



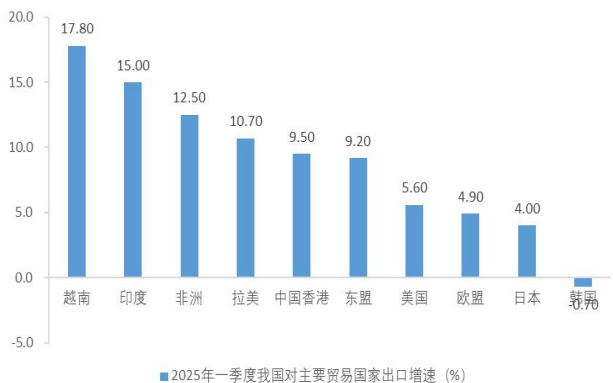
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 33：我国对美出口金额占比



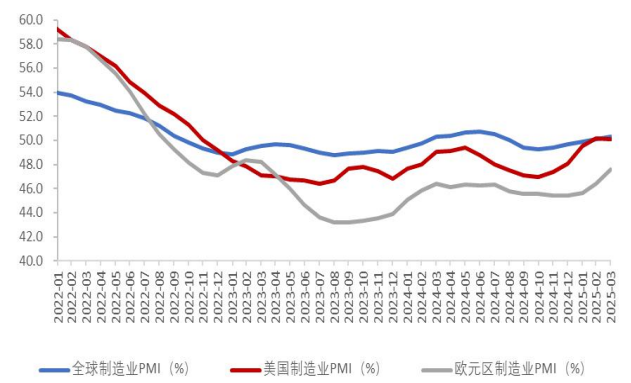
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 34：2025 年一季度我国对主要贸易国家出口增速



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 35：欧美及全球制造业 PMI：MA3



资料来源：Wind，山西证券研究所

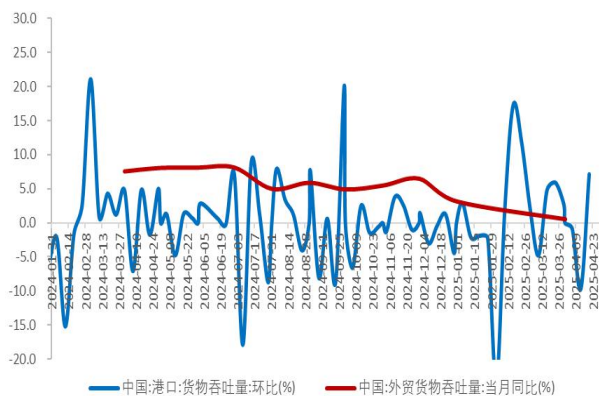
今年以来美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍具有不确定性。今年 4 月 2 日至 4 月 11 日美国对华加征关税政策持续升级，从 34%提升到 145%，而 4 月 9 日则宣布对不采取报复行动的国家实施 90 天的关税暂缓。4 月 21 日开始美国态度有所软化。23 日特朗普称对华关税将大幅下调、考虑分级方案，而我国辟谣“中美谈判”。5 月 7 日，中国商务部发布消息，鉴于美方近期通过多种渠道主动传递希望就关税问题进行沟通的信息，中方经认真评估，决定同意与美方进行接触。5 月 12 日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，中美各取消

91%关税，暂缓 24%关税。

美国加征关税可以通过四条路径影响我国经济。一是加征关税直接导致我国出口商品成本上升，外需下滑。二是若 90 天窗口期过后，美国关税加征范围依然广泛，幅度依然较大，将会对全球经济带来显著拖累，对已具有衰退迹象的美国经济而言，其“滞胀”后衰退概率将进一步提升。全球经济显著下滑将进一步降低我国出口增速。三是出口受阻可能阶段性影响我国就业、价格水平，从而影响我国扩内需的政策效果。四是面对出口困境，部分企业采取“出口转内销”策略，在当前我国内需不足和总体价格低位情况下，进一步延缓价格改善。

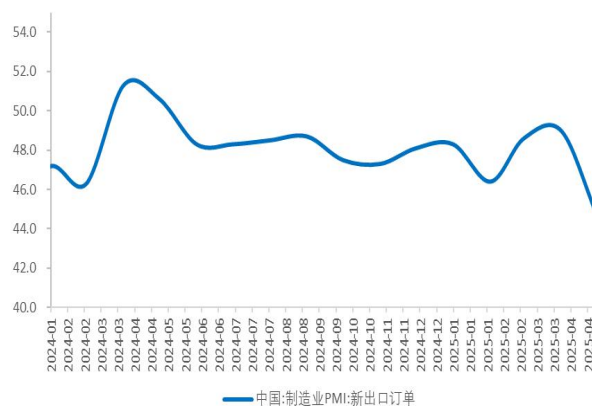
5 月中美关税问题边际缓和，叠加我国通过积极的宏观政策对冲影响、进一步开拓国际市场、持续推动转型升级和高质量发展等应对外部挑战，今年我国出口或仍保持韧性。不过仍要关注全球经济增速下滑带来的影响。中长期看，我国积极构建多元化市场、产品吸引力提升、贸易结构持续优化，近年来出口占国际份额不断提升，对美依赖度持续下降。IMF 在 4 月 22 日发布的最新一期《世界经济展望》中将今年全球经济增长率预期下调至 2.8%，低于 1 月预测的 3.3%。

图 36：我国港口货物吞吐量增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

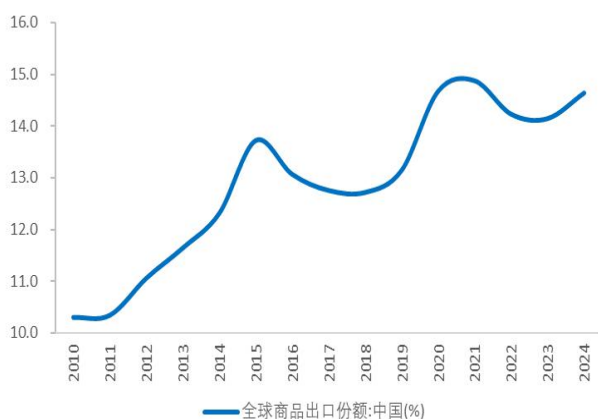
图 37：PMI 新出口订单



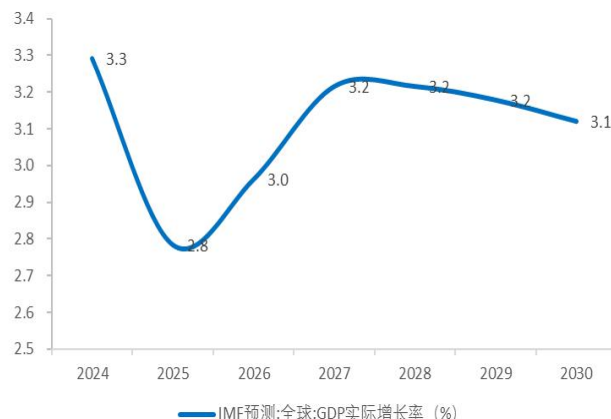
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 38：我国出口占国际市场份额

图 39：IMF 对全球经济增长的预测



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所



资料来源：国际货币基金组织，Wind，山西证券研究所

8. 物价企稳仍是大方向

2023 年以来，无论是居民消费价格 CPI 还是工业生产者出厂价格 PPI 都在低位运行，主要原因是部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清，以及居民就业收入改善偏慢，服务价格低迷。物价是宏观调控中关注的重要变量，政策层面把推动物价温和回升作为重要目标之一，政策旨在改善供求关系，规范市场秩序。低基数效应下，今年物价预计仍筑底企稳。

2025 年一季度，CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 2.3%。CPI 除受食品和国际原油价格波动的影响外，服务项价格同比增速亦处于低位。在消费政策驱动下，核心消费品如家用器具、衣着等强于季节性。PPI 中，煤炭、黑色金属价格一季度同比跌幅超过 10%，石油、煤炭及其他燃料加工业同比下降 6.5%、非金属矿物制品业同比下降 3.3%。

部分传统产业、传统动能在衰减，部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清。一季度工业产能利用率（MA4）虽温和回升，但工业产销率（MA12）略低于去年 12 月，同时产成品存货也在回升，剔除价格因素后，3 月工业产成品存货增速为 6.9%。结构上，截止今年 3 月，国内石油和天然气开采业、纺织业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业四个季度平均产能利用率偏高；煤炭开采和洗选业、纺织业、石油和天然气开采业、非金属采矿业、汽车制造业等行业产成品存货水平也较高。

今年政策层面把推动物价温和回升作为重要目标之一，政策旨在改善供求关系，规范市场

秩序。今年两会明确提出，要努力促进价格总水平保持在合理区间；央行在 2025 年一季度《货币政策执行报告》中再度强调促进经济供需平衡、物价合理回升。举措上，一是扩大内需，二是要统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。三是要规范市场秩序，改革市场价格运行机制，防止过度“内卷”。

在经济结构调整和中美博弈背景下，价格端面临较大不确定性，需进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。今年《政府工作报告》强调“促进产业有序发展和良性竞争”“综合整治‘内卷式’竞争”；4 月政治局会议进一步提出“规范竞争秩序”。

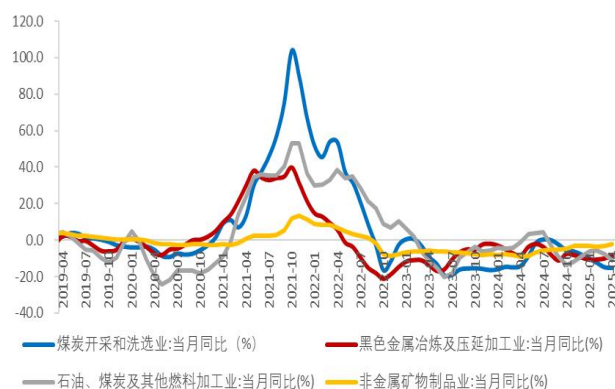
供给端减速带来两个方面影响，一方面有利于 PPI 的改善，另一方面也会带来就业压力，影响预期和需求。鉴于目前外部环境仍存不确定性，在“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”目标下，以市场化方式深化供给侧结构性改革成为必然选择。一是，一些传统产业、传统动能在衰减，部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清；二是在碳中和顶层设计下，在总量和行业层面对能耗、碳排放等细分指标进行量化约束，在产量调控、严格准入标准、加快节能降碳改造等举措实施过程中推动去产能。三是在“规范市场秩序”下，部分行业出台约束供给端扩张的产业规范，从而缓解产能过剩和部分行业的低效经营问题。

图 40：服务项价格同比增速



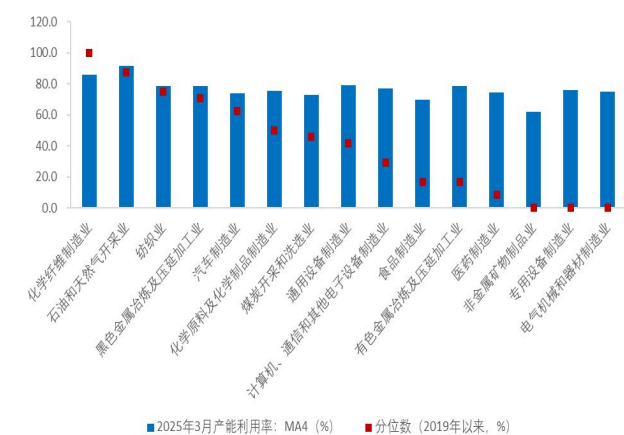
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 41：部分传统行业价格增速



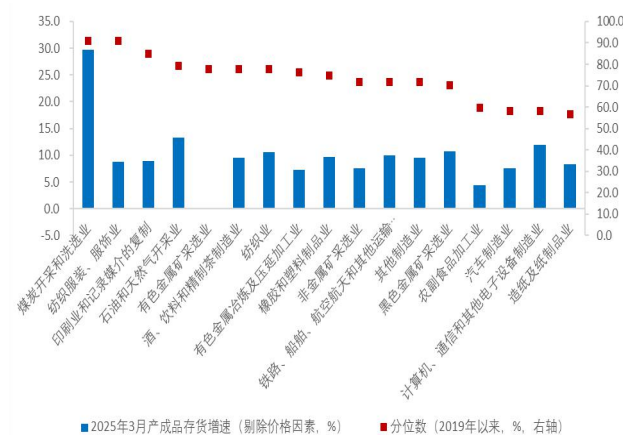
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 42：分行业产能利用率及历史分位



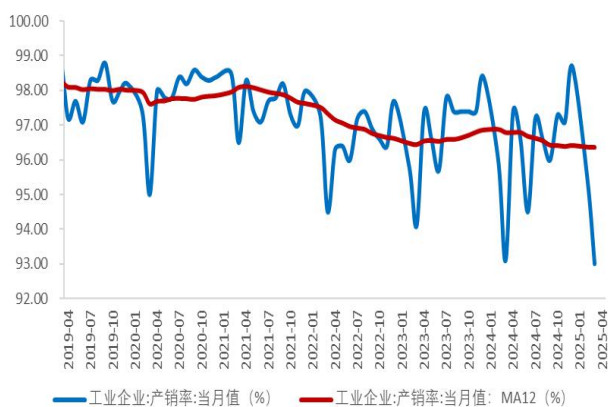
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 43：分行业产成品库存增速及历史分位



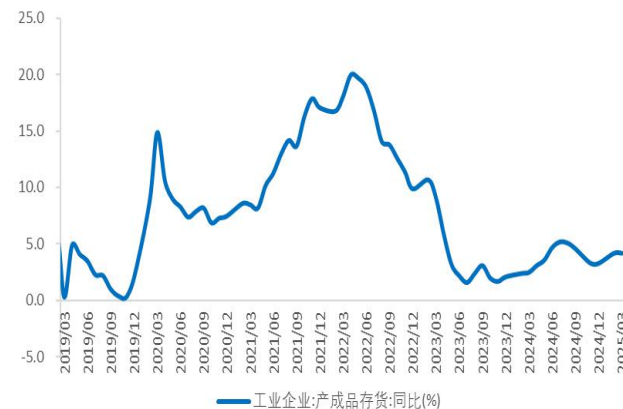
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 44: 工业产销率



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 45：工业产成品存货增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

9. 中期展望：稳固基础，波动改善

展望 2025 年，外部环境面临较大不确定性，我国全力巩固经济基本面，着力实现“四稳”目标，实际 GDP 增速有望维持在 5% 左右，经济或延续波动改善。5 月中美关税问题边际缓和，短期我国出口或仍保持韧性，不过未来仍存不确定性。国内政策更加积极，讲求针对性、有效性。在大力提振消费、促进房地产市场回稳的基础上，以市场化方式深化供给侧结构性

改革，促进价格合理回升。节奏上，“两新”“两重”等政策加码，以及“抢出口”效应下，一季度经济增速已稳中有升，部分经济前瞻指标有所改善；二季度专项债和特别国债加快发行使用，降准降息落地，政策协调配合加强，外需压力可控，但内生动能不稳定，经济增速或小幅回落；三季度外部环境仍不确定，叠加财政、促消费政策效应进入到相对平稳的阶段，届时经济增速可能放缓较为明显；四季度政策大概率加力对冲，尤其是财政政策加码可能性更大，对消费和投资的推动效果更为直接。需求结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累继续减弱，出口在下半年仍存在较大不确定性。同时，政策进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需，总体价格水平有望继续筑底企稳。

第一，我国经济延续改善但价格偏弱，前瞻指标分化，经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。今年4月以来专项债、特别国债发行提速，财政支出有所加快；一季度社融同比、M1同比也较去年12月回升；物价低位波动，实际利率水平反而有所回升；居民就业、收入、消费者信心预期指数等改善依然缓慢。

第二，出口短期韧性，中期仍存不确定性。今年以来美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍具有不确定性。5月中美关税问题边际缓和，叠加我国通过积极的宏观政策对冲影响、进一步开拓国际市场、持续推动转型升级和高质量发展等应对外部挑战，短期我国出口或仍保持韧性。不过仍要关注关税政策反复、全球经济增速下滑、外需减弱对就业和价格的影响。

第三，政策更加积极，讲求针对性、有效性。2024年9月以来，国内政策经历了转向积极到更加积极的演变，但又隐含定力。政策的积极性体现在，一是找准方向。着力提振消费，释放需求侧潜力。消费是终端需求，提振消费有利于带动整个国民经济循环，也有利于理顺价格。二是讲求力度，要求强化底线思维，加强超常规逆周期调节。三是要求“加紧实施”“用好用足”已出台政策，并根据形势变化及时推出增量储备政策。四是要进一步强化政策取向一致性。在注重政策的针对性和有效性方面则体现了政策的定力。一是讲求时机，要求增量政策的推出要“根据形势变化”，政策仍具有托底思维。二是意图通过各项政策和改革举措的共同作用实现经济社会目标。当前总量型货币政策依然面临一定约束，且在经济结构转型背景下有效性减弱。结构性问题更需通过结构型政策来解决，以稳民生、促消费、支持科技创新、稳市场稳预期为导向，持续优化财政支出、创新结构型货币政策工具、完善就业优先政策等。

第四，政策着力点在提振消费，释放需求侧潜力。政策提出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费；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；加大对科技创新的支持力度，积极探索科技金融的新路径；围绕“持续稳定和活跃资本市场”

部署一系列举措；加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势等。

第五，用好用足更加积极的财政政策。2025 年，财政政策更加积极，赤字规模、专项债、特别国债规模均有扩大，3 月财政支出已开始加速。往后看，一是，在已确定的政策和资金安排下，二、三季度财政支出节奏将进一步加快。二是，我国财政仍具有较大举债空间，将根据形势变化及时推出增量储备政策。具体政策上注重集成创新，综合运用政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等各类财税工具形成政策合力。三是，聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节，充分释放财政政策效能。

第六，继续实施适度宽松的货币政策。2025 年 5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上央行推出三大类共十项货币政策措施，包含降准、降息及结构型政策，其中结构型政策成为亮点。未来货币政策将继续贯彻适度宽松基调，以总量型货币政策稳市场稳预期、降低融资成本、配合政府债发行，以结构型政策工具支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域，推动经济高质量发展。预计年内降准空间仍存，降息仍需“择机”，结构性货币政策存在进一步优化和扩容空间。

第七，在经济结构调整和中美博弈背景下，价格端面临较大不确定性，需进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。2023 年以来，无论是居民消费价格 CPI 还是工业生产者出厂价格 PPI 都在低位运行，主要原因是部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清，以及居民就业收入改善偏慢，服务价格低迷。物价是宏观调控中关注的重要变量，政策层面把推动物价温和回升作为重要目标之一，政策旨在改善供求关系，规范市场秩序。低基数效应下，今年物价预计仍筑底企稳。

10. 风险提示

政策风险：当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化，政策实施兼顾短期和中长期。我国经济内生动能目前仍偏弱，且未来经济运行中可能面临新的情况和问题，届时增量政策的力度、方式和节奏将成为影响经济恢复持续性的重要因素。

居民预期不稳的风险：当前我国居民收入和企业盈利改善较为温和，房价企稳还需供需两端政策的传导，叠加地缘风险、外需扰动、国内新旧动能转换背景，居民预期改善过程或有反复。从消费者信心指数看，当前我国居民信心改善依然偏弱。

全球贸易环境大幅变化风险。美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍高度不确定。美国加征关税通过直接或间接路径影响我国经济。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

