

风禾尽起，逐光而行

——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择

西南证券研究院
宏观研究团队
2025年2月

概述

- **经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻。**目前我国处于第五轮经济周期，在各轮周期的上行期中消费增幅都快于GDP增幅，2025年消费对于经济回升的贡献度有望继续提升。前期政策效果已经显现，信心方面，2025年1月制造业景气度季节性走低，但企业预期较为乐观，2024年9月以来消费者信心和国房景气指数平稳回升，但仍处于历史低位。从趋势来看，2025年制造业投资有望迎来升级性投资，考虑到基数影响，预计一季度制造业投资增速或为7.8%左右，房地产投资增速可能回升至-9%~-10%区间，广义基建投资增速或达到8%左右，重点关注：工程机械、建筑设计、电力、热力等领域，一季度社会消费品零售总额增速为4.7%左右，同时考虑到居民可支配收入增速持续快于城镇居民可支配收入，建议重点关注下沉市场的消费潜力释放，一季度CPI同比增速回升至1%左右，PPI降幅有望收敛至-1.8%；海外经济韧性叠加“抢出口”，一季度出口增速或为年内较高位，有望达到5%左右。
- **“两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换。**2025年财政与货币政策仍将组合发力，财政政策或身位向前，开启新一轮逆周期调节加力。2025年财政赤字率将提升，有望拉动GDP增长约1%-1.9%，预计专项债新增限额将增加至4.3万亿元左右，以省份为单位，专项债券用作项目资本金的比例也从25%提高至30%。超长债规模或可达1.5万亿元左右。1月社融规模和新增信贷均创2002年以来历史新高，高于市场预期也好于季节性，货币政策将择机调整力度和节奏，稳汇率依然是阶段性重要任务，或对利率调整节奏有所影响，同时，考虑到近年来总量型货币政策运用较多，2025年结构性和创新型货币政策有望发挥更多的逆周期调节作用。
- **投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构。**从地方两会2025年发力重点产业涵盖科技、绿色、消费三大领域，对应到产业模式的调整，涵盖首发经济、AI+。首发经济在多元化消费场景、服务消费和文化旅游业中的落地，是消费潜力挖掘的重点方向；低成本模型的普及将催生AI应用需求爆发，AI+生物医药、AI+教育、AI+交通都是重要应用领域，预计2035年我国AI核心产业规模突破1.73万亿元，占全球30%以上。近期设立的政府投资基金也围绕人工智能、集成电路、生物医药、绿色能源等重点产业布局。从传统产业组织体系重构来看，2025年央企并购重组有望持续加快，科技、能源、农业、金融、物流等或是重点。
- **全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动。**2024年末以来，全球经济呈现弱复苏态势，美欧通胀黏性或使得降息减速，日本通胀再度回升，成为支持进一步加息的理由。特朗普就任总统一个月以来，外交军事和政府机构改革是其政策的重头戏，“对等关税”计划或将推迟至4月初落地，对华进一步加征关税空间不大，欧洲国家可能面临更大关税风险。大宗商品市场剧烈波动，国际油价近期波动加大，市场博弈俄乌和谈、OPEC+增产时点以及关税风险；COMEX黄金、铜库存激增折射关税政策博弈升温，短期或面临回调压力。

风险提示：经济回升持续性不及预期，提振内需政策落地效果低于预期，地缘政治风险。

目 录

◆ **经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻**

◆ **“两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换**

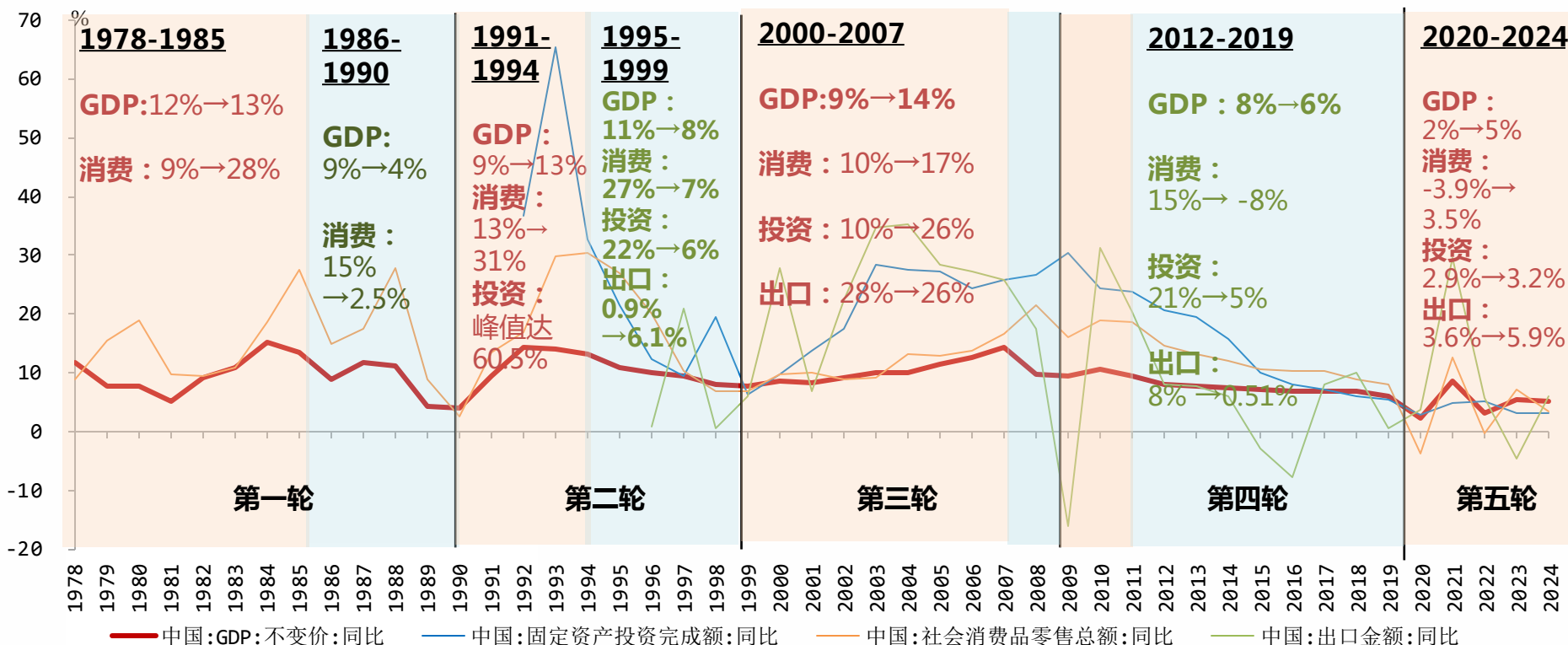
◆ **投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构**

◆ **海外：全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动**

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- 1978年以来，我国经济经历了四轮完整的周期，目前处于第五轮周期（疫情后的复苏期），在各轮周期的上行期中消费增幅都快于GDP增幅，投资增幅第四轮、第五轮周期低于GDP同期增幅，而出口增幅除第四轮外均低于同期GDP增速，这一方面意味着内需对于中国经济上行的拉动力始终较为稳定，另一方面，也体现出从第三轮周期后消费逐步取代投资成为我国经济向上的主要动力。2025年，我国依然处于第五轮周期的经济恢复期，消费对于经济回升的贡献度有望继续提升。

1978年以来的五轮经济周期及投资、消费和出口增速变动情况



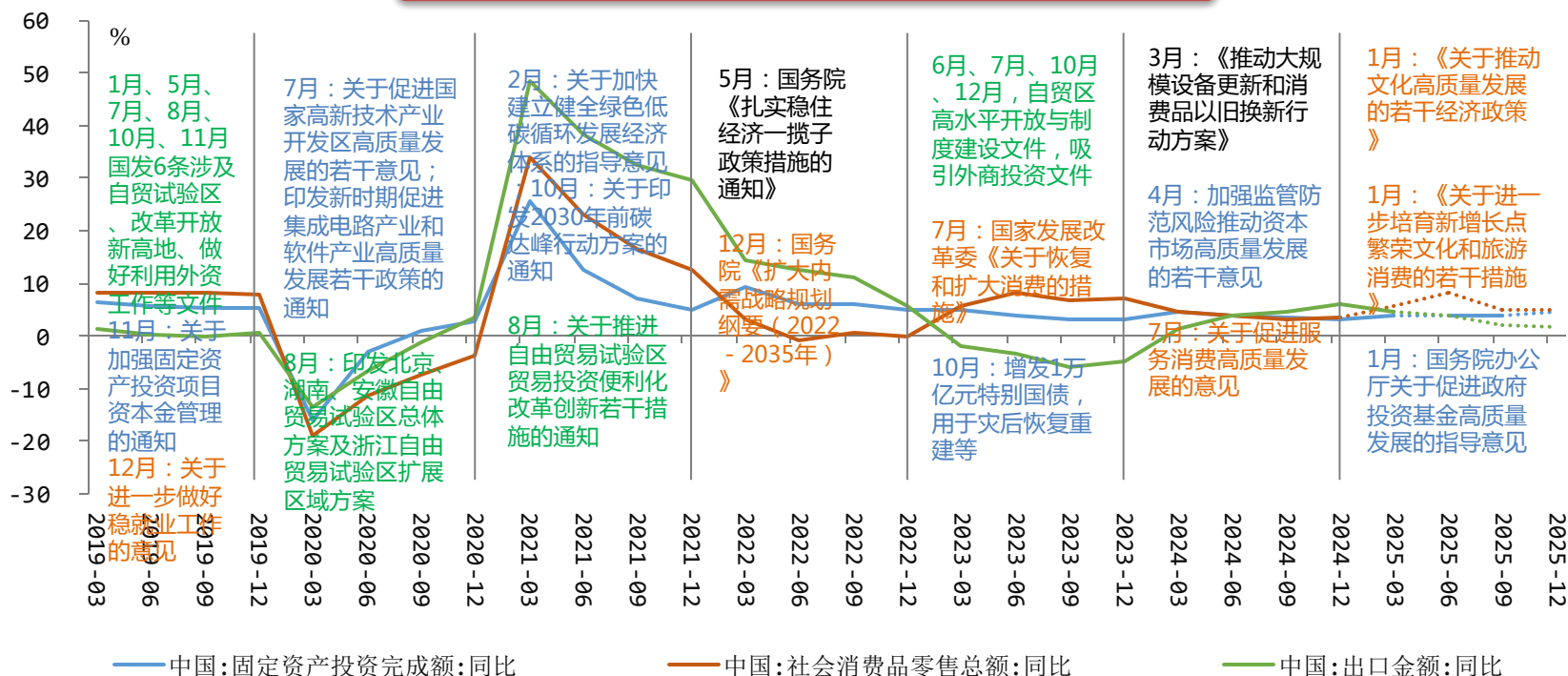
www.swsc.com.cn

数据来源：wind、国家统计局、海关总署，西南证券整理

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- 受中美贸易战冲击，2019年出口增速大幅走低，国家出台了大规模减税降费政策，并调整部分产品出口退税率，2019-2021年国务院的经济类政策主要聚焦贸易、开放和投资方向，2022年社消总额增速出现显著下探，扩内需及一揽子政策组合成为政策重点，**2024年末-2025年初，从政策发布来看，服务类消费、资本投资等政策密集度较高**，今年政策在继续加力“两新”的同时，对冲特朗普2.0的政策也将择机出台。

2019年以来国务院及主要部委重要政策出台情况



数据来源：wind、国家统计局、海关总署，西南证券整理，注：2025年数据皆为预测值，其中社消和出口增速预测采用季末当月同比

www.swsc.com.cn

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ 2025年，16个省份的经济目标增速高于2024年的实现增速，2个省份持平。东部地区中上海、浙江2025年目标增速与2024年实际增速持平，广东、海南目标增速快于2024年实际增速，其他东部省份都目标增速均低于2024年实现值。中部6省中4个省份2025年目标增速高于2024年实际增速；西部和东北地区则普遍设定了更高的增长目标。整体来看，2025年全国地方GDP增速目标的加权平均值约为5.34%，较2024年的5.61%有所下降，但5%依然是普遍设定的底线。

各省2024年实际经济增速与2025年目标经济增速

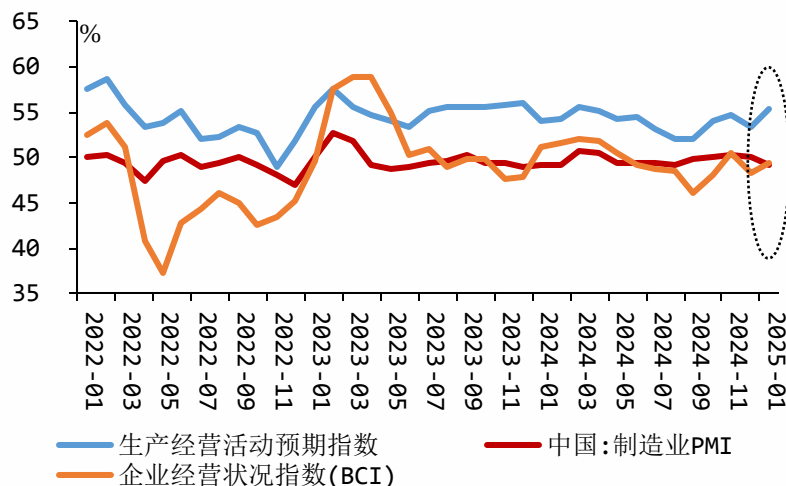
地区	省市	2024年GDP 同比增速	2025年目标 GDP 同比增速	2025年目标增速 vs 2024年实际 增速（个百分点）	地区	省市	2024年GDP 同比增速	2025年目标 GDP 同比增速	2024年实际增速 vs 2025年目标 增速（个百分点）
东部地区	北京	5.2%	5%左右	-0.20	西部地区	内蒙古	5.8%	6%左右	0.20
	天津	5.1%	5%左右	-0.10		广西	4.2%	5%左右	0.80
	河北	5.2%	5%以上	-0.20		重庆	5.7%	6%左右	0.30
	上海	5%	5%左右	0.00		四川	5.7%	5.5%以上	-0.20
	江苏	5.8%	5%以上	-0.80		贵州	5.3%	5.5%左右	0.20
	浙江	5.5%	5.5%左右	0.00		云南	3.3%	5%左右	1.70
	福建	5.5%	5.0%-5.5%	(-0.50, 0.00)		西藏	6.3%	7%以上	0.70
	山东	5.7%	5%以上	-0.70		陕西	5.3%	5%左右	-0.30
	广东	3.5%	5%左右	1.50		甘肃	5.8%	5.5%左右	-0.30
	海南	3.7%	6%以上	2.30		青海	2.7%	4.5%左右	1.80
中部地区	山西	2.3%	5%左右	1.70	东北地区	宁夏	5.4%	5.5%左右	0.10
	安徽	5.8%	5.5%以上	-0.30		新疆	6.1%	6%左右	-0.10
	江西	5.1%	5%左右	-0.10		辽宁	5.1%	5%以上	-0.10
	河南	5.1%	5.5%左右	0.40		吉林	4.3%	5.5%左右	1.20
	湖北	5.8%	6%左右	0.20		黑龙江	3.2%	5%左右	1.80
	湖南	4.8%	5.5%左右	0.70					

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

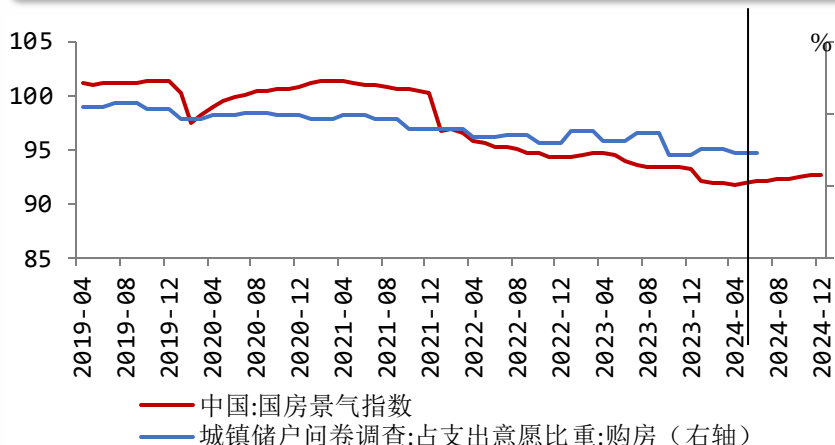
□ **制造业景气度季节性走低，但企业预期较为乐观。**2025年1月制造业PMI较12月回落1个百分点至49.1%，低于市场预期，较历史同期均值也偏低。2025年逆周期政策力度不减，企业对后市较为乐观，1月生产经营活动预期指数较上月回升2个百分点至55.3%，维持在高位景气区间，同时，BCI指数1月为49.39，较2024年12月回升1.09。预计春节过后各地企业复工复产，加之“两新”“两重”等政策效应持续释放，制造业景气度有望逐步回升，但关税问题可能会对国内制造业景气度恢复有所扰动。

□ **消费者信心和国房景气指数平稳回升，但仍处于历史低位。**2024年5月以来，国房景气指数由91.95回升至2024年12月的92.78，但仍处于不景气区间；消费者信心指数自2024年3月以来总体下滑，但随着“两新”落地，9月后呈现回升态势，由85.7回升至12月的86.4，同期收入信心指数也略有回升，2025年扩内需政策加力叠加居民收入预期改善，消费者信心有望继续修复。

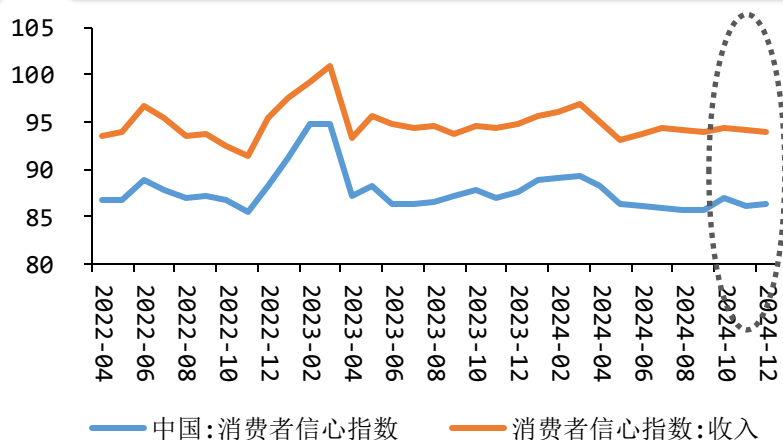
2025年1月生产经营活动预期 & BCI走高



2024年5月后国房景气指数回升，但仍处历史低位



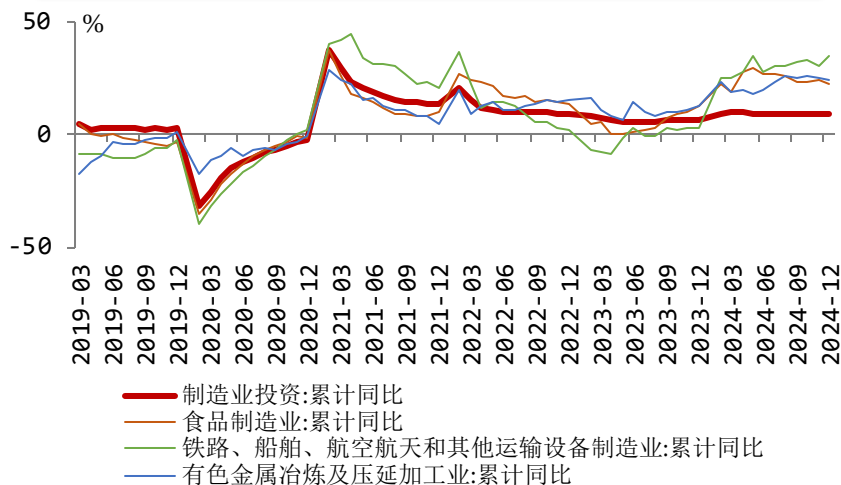
2024年9月后消费者信心和收入指数回升



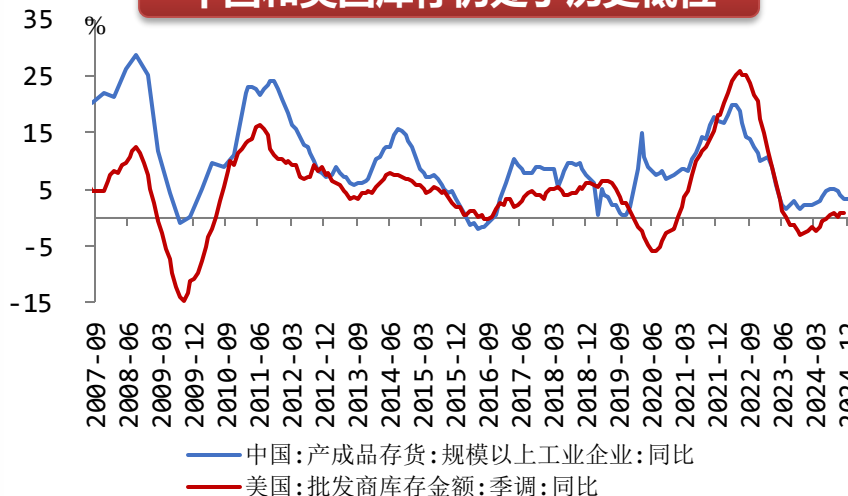
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ **2024年制造业投资增速平稳，2025年或迎来升级性投资。**2024年，我国制造业投资增速为9.2%，其中，铁路、船舶和航空制造业同比增速最高，为34.9%，其次为有色金属加工业和食品制造业，同比增速分别为24.2%和22.9%。**库存方面**，2024年12月份我国产成品存货同比增速为3.3%，与11月持平；美国制造业存货量2024年11月同比微涨0.42%，美国批发商库存金额同比增速为0.84%，中美库存仍处较低位，均有补库需求。**政策方面**，2024年12月，工信部提出2025年实施新一轮十大重点行业稳增长工作方案，**2025年在“两新”政策加力推进，新兴产业和未来产业不断壮大及“人工智能+制造”行动，制造业投资有望迎来升级性投资，考虑到基数影响，预计一季度制造业投资增速或为7.8%左右。**

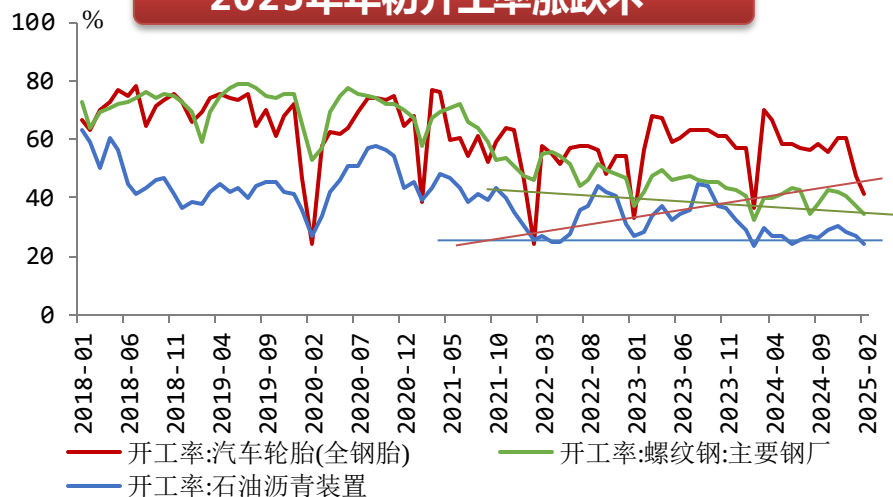
制造业投资增速平稳，部分细分领域增速较快



中国和美国库存仍处于历史低位



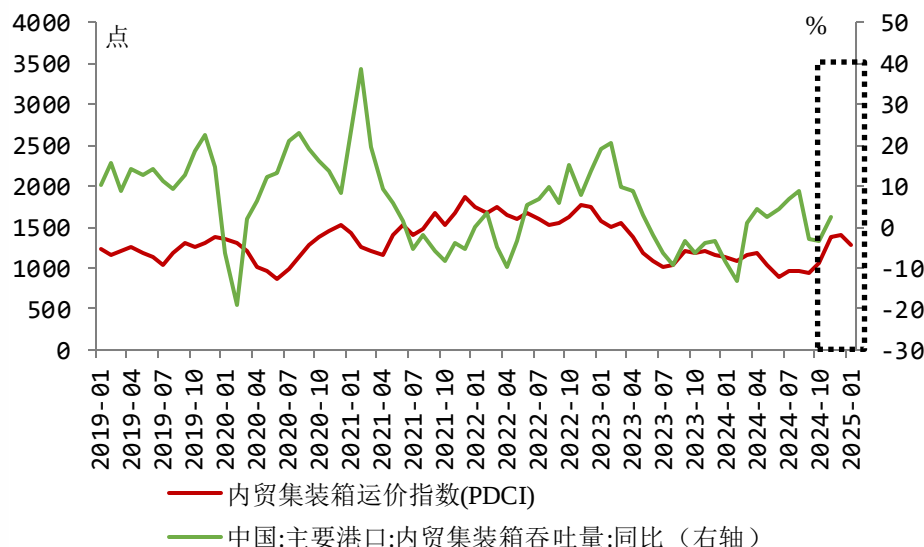
2025年年初开工率涨跌不一



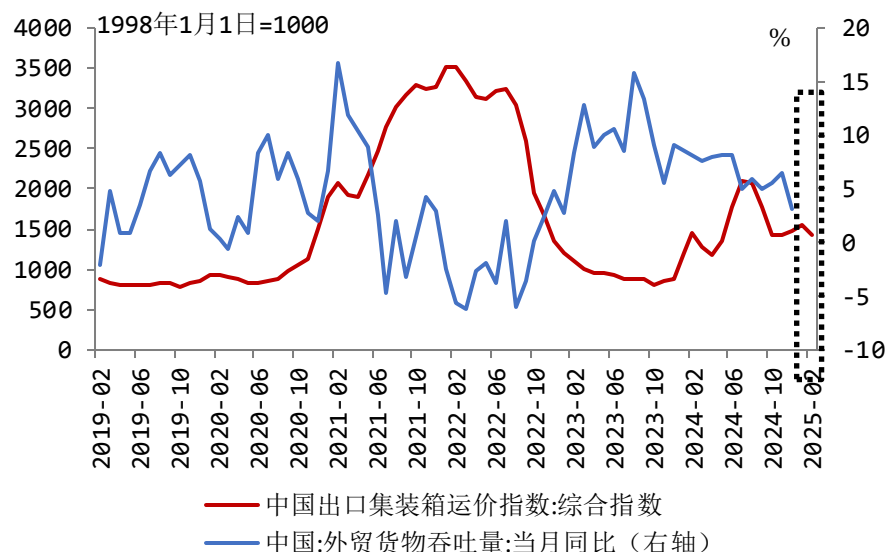
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ **2024年内贸航运相对外贸偏淡，外贸航运价格指数和吞吐量前升后降，但2025年有望逆转。**内贸运价指数在2024年前三季度持续呈下降态势，9.24后，内需改善，内贸集装箱运价指数攀升，达到2023年5月以来的高位，同期内贸集装箱吞吐量同比也在11月转正，但整体内贸吞吐量增速相对外贸而言仍然偏低。2024年受全球经济短暂复苏、外贸政策支持及航运运力调整等因素推动，2024年初至2024年中，按周度来看，中国出口集装箱运价指数从936.8最高升至7月的3733.8，而后由于海外经济再度走弱，运价指数逐步下跌至2025年2月初的1415.03，但仍处于2022年11月以来的相对高位。外贸货物吞吐量同比增速2024年上半年保持在7-8%的较快增速，7月后出现下滑，虽然11月有所回升，但12月出现较大幅度下降，除季节性因素外，可能与外部需求的波动有关。**2025年，扩内需政策有望持续发力，内贸航运有望价稳量升，外部特朗普加征关税对外贸带来较大不确定性，内外贸形势或发生逆转。**

2024年11月以来内贸集装箱量价回升



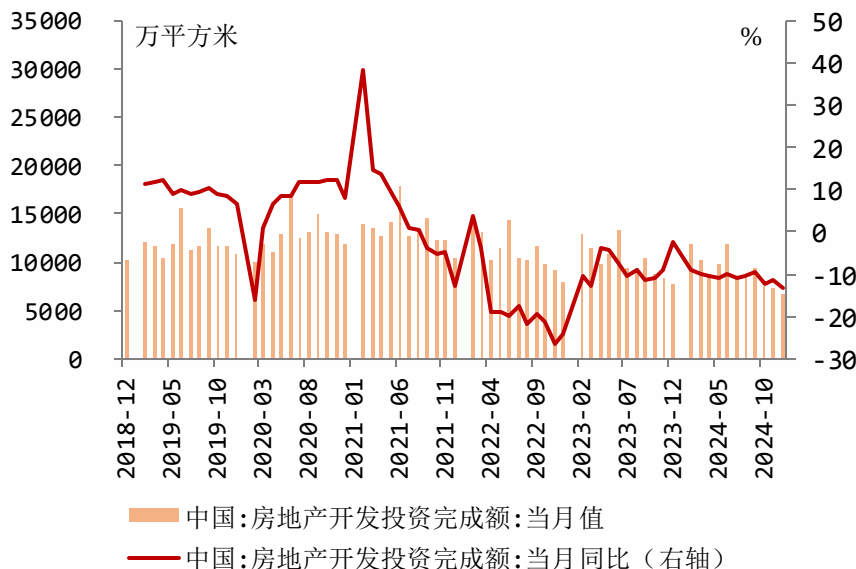
2025年2月出口集装箱价格指数回落



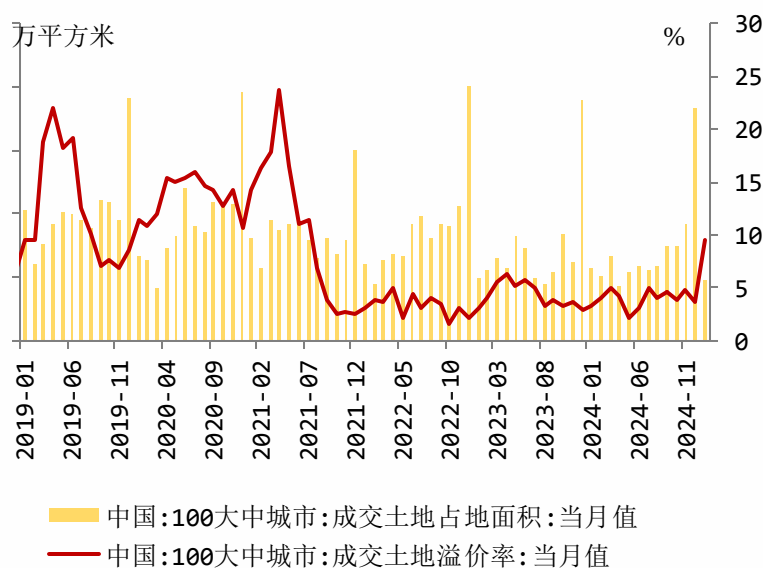
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- 2024年房地产投资同比下降10.6%，单月投资增速从6月的-10.1%扩大至12月的-13.3%，虽然地产销售在9.24新政之后边际改善，库存仍然偏高，使得目前房地产投资端整体仍处于下行调整期。**土地成交方面**，100大中城市土地成交面积从2024年6月的5961.22万平方米升至12月的18284.4万平方米，但较2023年同期水平低3.3%，2025年1月成交面积回落至4831.06万平方米。**土地溢价率近半年来也呈回升态势**，从2024年6月的3.05%温和上升至12月的3.59%，2025年1月土地溢价率较2024年12月明显升高5.9个百分点至9.52%，且高于2022-2024年同期水平。
- 2025年一季度，万得一致预期房地产投资增速-10.73%，我们认为考虑到近期土地成交面积与土地溢价率提升，同时保障房收储和城中村改造的加快，有望在一季度后半程带动房地产投资增速降幅收敛，实际增速可能回升至-9%~-10%区间。

2024年下半年以来地产投资加速下行



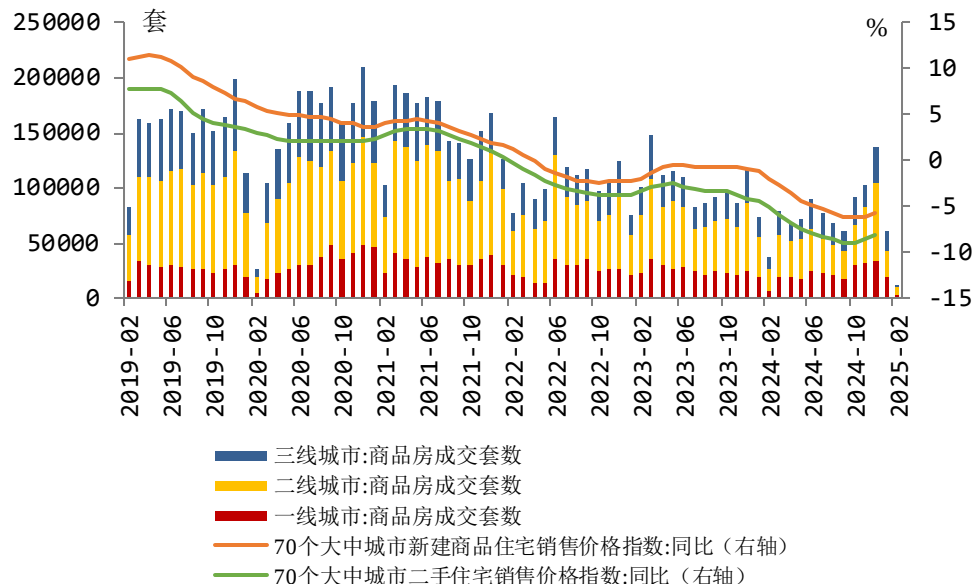
2025年1月土地溢价率快速升高



1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ **大中城市商品房量价走势初现分化，止跌回稳仍是政策重点。**2024年9月后，房地产市场迎来一轮量价回升，30大中城市商品房成交套数由2024年9月的72420套增至12月的154762套，70个大中城市新房、二手房价格指数同比降幅分别由9月的-6.1%、-9%，收敛至12月的-5.7%、-8.1%。但2025年1月以来，商品房成交套数出现显著回落，虽仍高于2024年同期水平，但较其他年份同期依然偏低，同时商品房现房库存去化周期也由2024年9月的16.9个月升至12月的20.18个月，为年内高点。近期中央会议和文件多次强调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，央行9月保障性住房再贷款有关要求再次优化后，该工具的使用进度有望加快。

房地产成交价年末降幅收敛，量能开年减弱

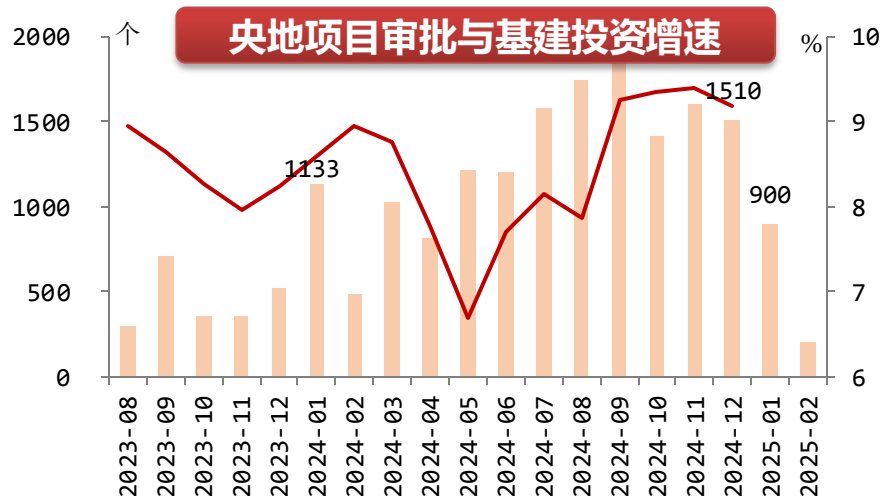


近期重要会议及文件关于房地产的表述

时间	政策会议	主要内容
2024年12月11日	中央经济工作会议	明确提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”“推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”
2024年12月24日	全国住房城乡建设工作会议	明确2025年住建工作的重点任务，包括持续用力推动房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式
2025年1月3日	国务院常务会议	研究推进城市更新工作，支持各地因地制宜进行创新探索，建立健全可持续的城市更新机制
2025年1月	各地地方两会政府工作报告	多省份提出优化房地产政策，如广东省因城施策优化房地产政策，福建省完善支持住房消费政策，山东省出台购房补贴奖励政策等
2025年2月13日	《2024年中国货币政策执行报告》	加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式

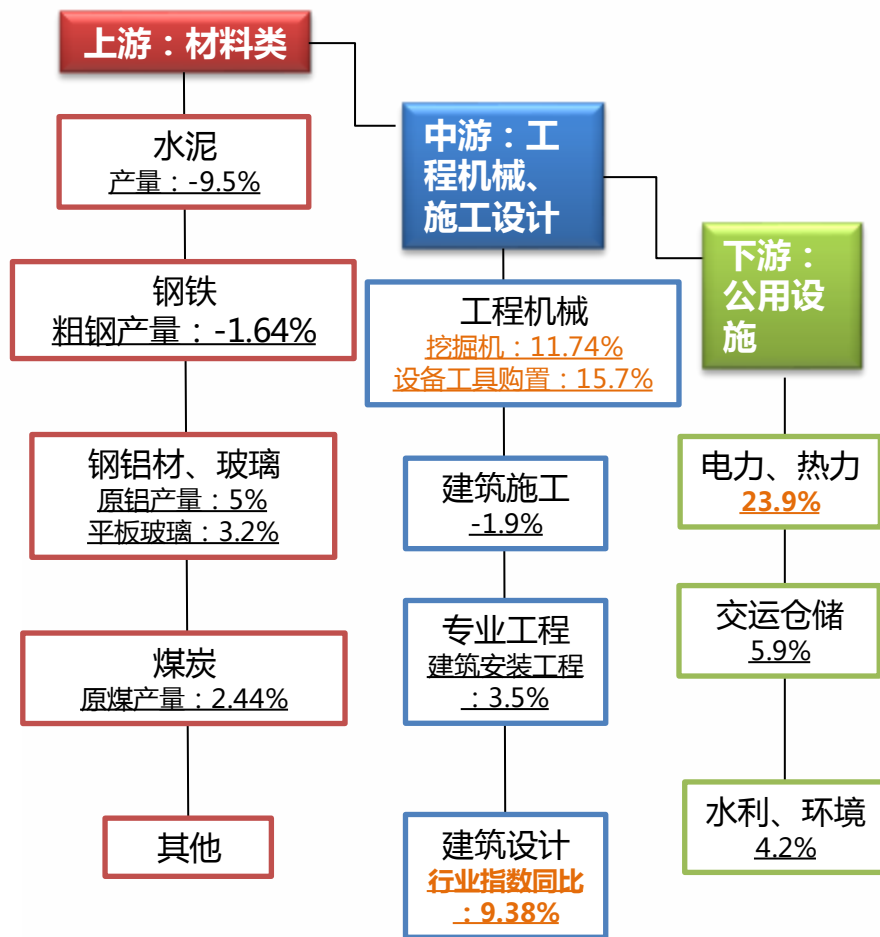
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ 广义基建投资仍有支撑，一季度增速或高于市场预期。2024年，广义基建投资同比增长9.19%，全年前低后高，2024年5月后央地项目审批数量显著上升，7月后每月数量均保持在1400个之上，基建投资增速也从6月份开始提速，但受假日效应影响，2025年1、2月央地项目审批数下降，低于2024年同期。目前，广义基建投资增速Wind一致预测为7.23%，我们认为考虑到2024年四季度项目审批数量大幅增加，对今年一季度的基建投资将形成支撑，最终广义基建投资增速或达到8%左右，高于预期值。从上周下游相关涉及行业来看，中游和下游的增速较高，可重点关注：工程机械、建筑设计、电力、热力等领域。



■ 央地项目审批通过数量 — 基础设施建设 (广义)：累计同比 (右轴)

传统基建相关的上中下游行业情况



注：以上为各行业2024年增速数据，未备注产量的是行业固定资产投资增速

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- **新一轮数字基础设施建设即将开启。**2025年1月，国家发改委、国家数据局、工信部三部门联合印发《国家数据基础设施建设指引》，提出到2029年，国家数据基础设施建设和运营体制机制基本建立，新一轮以数据为中心的数字基础设施布局即将拉开序幕。
- 目前我国数字基础设施建设规模正快速提升，2023年新增97个千兆城市，高速率互联网宽带接入用户占比持续扩大。根据梳理，**在发改委公布的央地项目审批中，数字基础设施相关项目占比在3-5%左右**，其中出现频次相对较高的类别有产业园、智能制造、智能物流、智慧停车场、人工智能、智慧城市等，2025年数字基础设施建设有望持续加快。

数字基础设施的推进路径

2024-2026年

- 围绕重要行业领域和典型应用场景，开展数据基础设施技术路线试点试验，制定统一目录标识、统一身份登记、统一接口要求的标准规范，完成国家数据基础设施建设顶层设计，明确国家数据基础设施建设的技术路线和实践路径

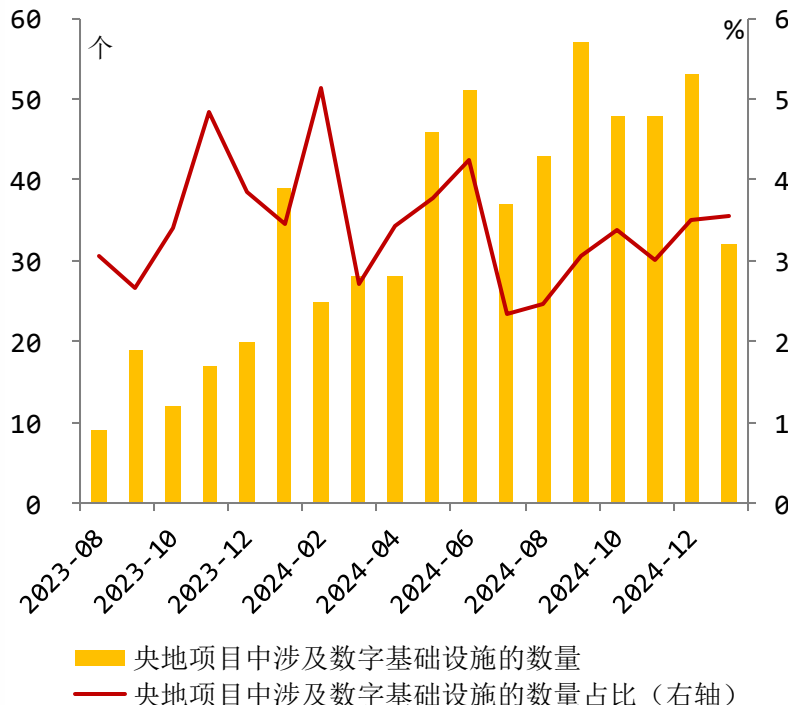
2027-2028年

- 建成支撑数据规模化流通、互联互通的数据基础设施，数网、数算相关设施充分融合，基本形成跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的规模化数据可信流通利用格局，实现全国大中型城市基本覆盖

到2029年

- 基本建成国家数据基础设施主体结构，初步形成横向联通、纵向贯通、协调有力的国家数据基础设施基本格局，构建协同联动、规模流通、高效利用、规范可信的数据流通利用体系，协同构筑数据基础设施技术和产业良好生态，国家数据基础设施建设和运营体制机制基本建立

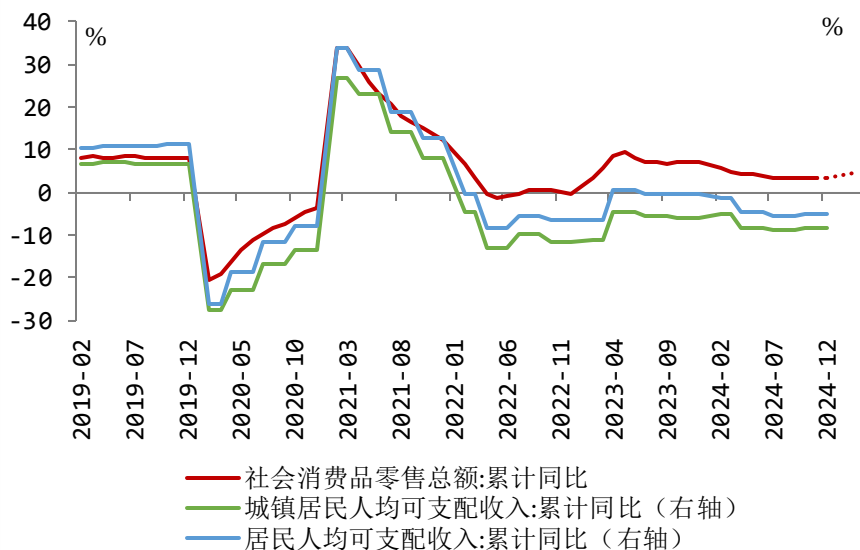
数字基础设施项目审批数量不断走高



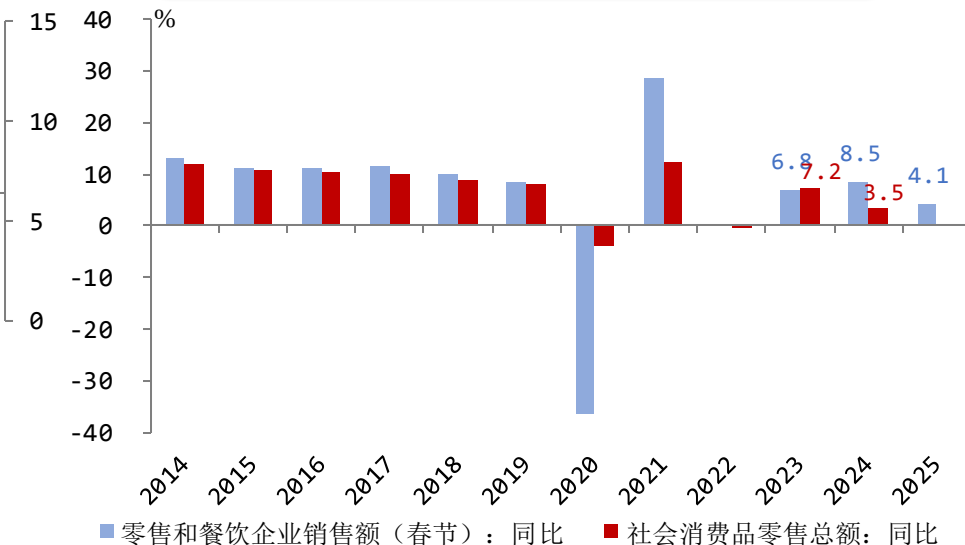
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- 2024年，社会消费品零售同比增长3.5%，较2023年放缓3.7个百分点，2024年四季度在以旧换新政策带动下，社消总额增速企稳回升，12月单月，社会消费品零售总额同比增长3.7%，高于市场预期，增速比11月上升0.7个百分点。对比2019年以来的社消总额增速与居民可支配收入增速具有显著的一致性趋势，2024年四季度居民人均可支配收入累计增速较三季度上升0.1个百分点，2025年“两新”政策进一步加量扩面，从而带动整体社会消费品零售总额持续回升，**我们预计2025年一季度社会消费品零售总额增速为4.7%左右，同时考虑到居民可支配收入增速持续快于城镇居民可支配收入，建议重点关注下沉市场的消费潜力释放。**
- 2014年以来，除受疫情扰动较大的2020、2023年，春节期间零售和餐饮销售增速通常小幅高于当年社消增速约0.3-1.3个百分点。**2025年春节期间，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长4.1%，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长10%以上，重点监测餐饮企业营业额同比增长6.2%。**2025年扩内需政策将持续发力，从而带动全年整体消费增速加快增长，预计2025年全年社会消费品零售总额增速或回升至5%左右。

消费增速与居民收入增速的一致性较强



春节消费与全年社消总额增速对比



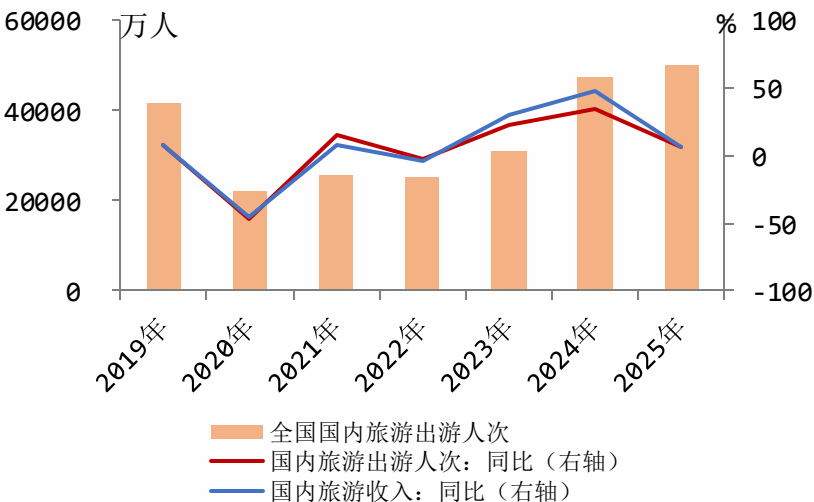
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

春节消费细分类别与全年消费增速对比

时间	春节期间细分服务/商品销售情况	全年增速
2019	安徽、云南重点监测企业家电销售额增长15%左右； 宁夏重点监测企业通讯器材销售额增长14.2%； 河北保定、湖北潜江重点监测企业绿色有机食品销售额同比分别增长40%和18.6% 北京重点监测餐饮企业销售额同比增长10%以上	家电：5.9% 通讯器材：8.5% 粮油食品：10.2% 餐饮收入：9.4%
2021	商务部重点监测零售企业同比增速： 珠宝首饰：160.8% 服装：107.1% 通讯器材：39.0% 家电数码：29.9%	金银珠宝：29.8% 服装：14.2% 通讯器材：14.6% 家电：10%
2023	商务部重点监测的零售企业同比增速： 粮油食品：9% 服装：6% 金银珠宝：4.4% 汽车销售：3.6%	粮油食品：6% 服装：15.4% 金银珠宝：13.3% 汽车：5.9%
2024	绿色有机食品、金银珠宝销售额同比增长20%左右 重点监测餐饮企业销售额同比增长17%	粮油食品：9.9% 金银珠宝：-3.1% 餐饮收入：5.3%

□ 假期出行回归常态化增长，旅游客单价小幅增长。出行方面，2025年综合运输春运工作专班数据显示：春节假期8天（1月28日至2月4日），全社会跨区域人员流动量约为23.07亿人次，相较于2024年假期（2月10日至17日）的22.93亿人，增长了约0.61%。正月初三起，全国客流迅速上升，每日客流均超3亿人次，省际出行占比约25%。出游方面，经文旅部数据中心测算，春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；假期国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%。经计算，人均出游花费约1351.3元，较2024年假期的1334.78元小幅提升1.2%。

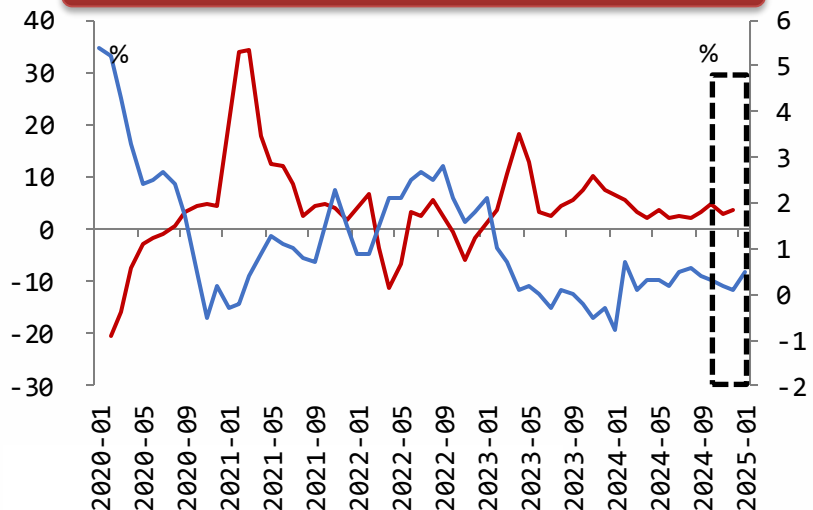
国内出游人次和收入回归常态化增长



1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

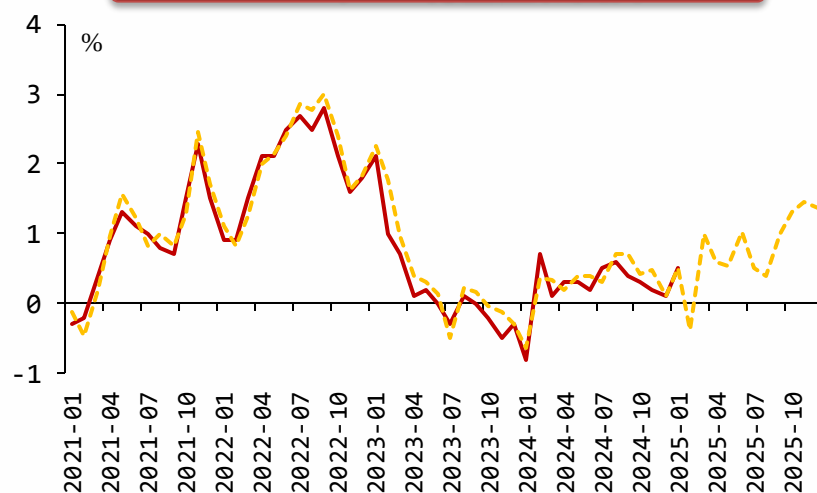
- **2024年末以来消费与物价均有改善，但2025年通胀目标有所下调。**2024年国内消费增速总体呈下行态势，国内CPI虽然下半年有所回升，但仍处于相对低位，2024年全年CPI录得0.2%，与2023年持平。近期消费和物价数据均有所改善，社会消费品零售总额同比增速从2024年11月的3%上升至12月的3.7%，CPI同比从2024年11月的0.2%下滑至12月的0.1%而后在2025年1月回升至0.5%。**2025年初地方两会上，多数省份将今年的通胀目标由此前的3%左右下调到2%左右，或保持合理水平，预计2025年CPI全年增速回升至1-1.5%。**
- **1月CPI超预期回升，一季度CPI有望温和上行。**2025年1月，春节错月效应推动CPI超预期上涨0.5%，其中非食品价格和核心CPI环比走势强于季节性。随着春节效应减弱，农产品需求减少，春节假期带来的出行需求也将放缓，2月CPI同比涨幅或有所收敛，后续在扩内需政策持续发力下，企业和居民预期逐步改善，CPI有望温和回升，预期2025年一季度CPI同比增速回升至1%左右。

近期消费与物价增速均边际回升



— 社会消费品零售总额：当月同比 — CPI：当月同比（右轴）

2025年CPI有望温和回升

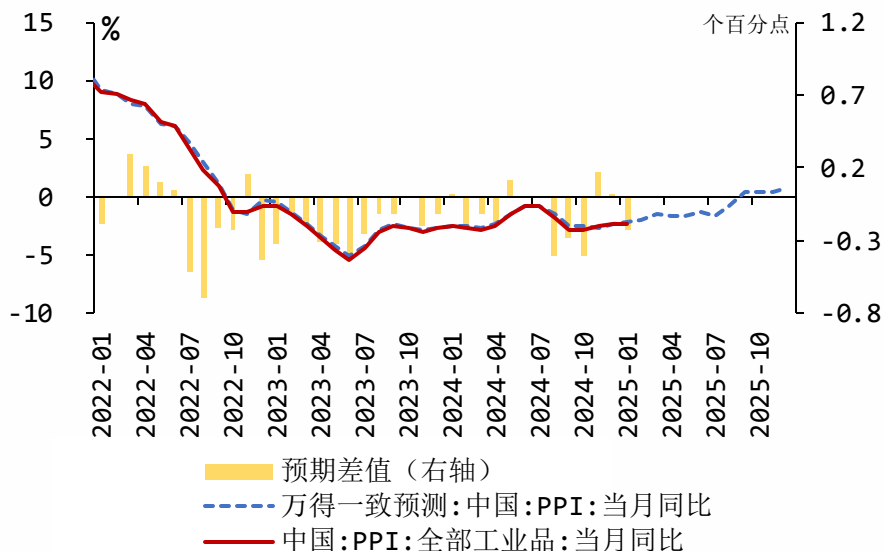


— 中国：CPI：当月同比
--- 万得一致预测：中国：CPI：当月同比

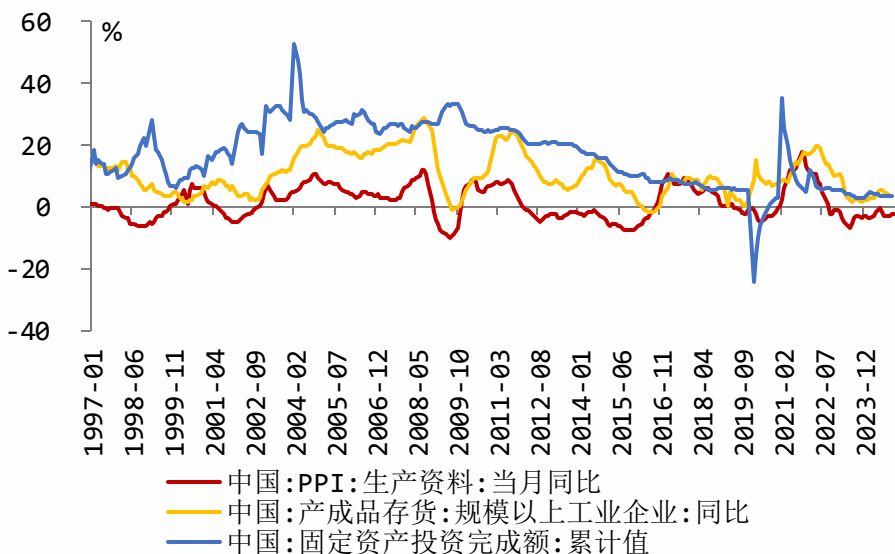
1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

- **PPI整体弱于市场预期，后续降幅有望持续收敛。**2024年全年及2025年初，PPI实际值平均低于Wind一致预期值0.11个百分点，PPI增速较市场预期偏低。2025年1月PPI同比与前值持平为-2.3%，低于市场预期，或受春节假日停工影响。海外关税风险上升，国际油价波动或加大；国内随着扩内需政策落地形成实物工作量，有望带动内需驱动的相关工业品价格回升，但回升的节奏或与节后复工复产进度相关。**预计2025年一季度PPI降幅有望收敛至-1.8%，全年或回升至0.5%左右。**
- **从长周期来看，我国PPI走势与固定资产投资相关，在投资增速下行时PPI表现通常偏弱，从短周期来看，PPI波动与库存周期更相关，PPI同比大约领先工业企业产成品存货同比增速3-6个月。**2024年我国固定资产投资增速持续走低，从2024年3月累计增速4.5%持续下降至12月的3.2%，或与地产投资疲软及地方财力受限有关。2023年下半年以来，库存和PPI均维持在低位，后续在国内扩内需政策推动下PPI有望回升，但由于短期内固定资产投资增速难有显著回升，PPI可能继续低位波动。

PPI整体弱于预期，2025年有望温和回升



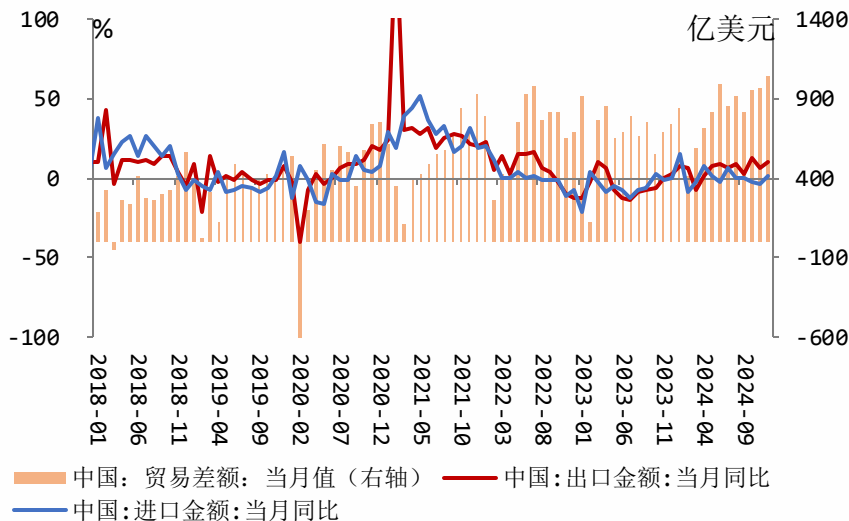
长周期下，投资增速下行期PPI表现通常偏弱



1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

□ 海外经济韧性叠加“抢出口”，一季度增速或为年内较高位。按美元计，2024年我国货物贸易进出口总额同比增长3.8%，其中出口同比增长5.9%，进口增长1.1%，贸易顺差扩大至9921.6亿美元，较2023年增加约1700.5亿美元。12月单月，我国出口同比涨幅扩大4.1个百分点至10.7%，进口同比由下降3.9%转为上涨1%。出口逆季节性走高，一方面或因今年欧美“黑五”购物节时点偏晚，另一方面或与关税风险导致的“抢出口”有关。政策方面，2024年11月后稳外贸政策密集出台，涉及促进跨境电商发展、优化跨境贸易结算等，目前美国对华加征关税影响可控，对中国小额包裹关税豁免延期，这或将使得一季度“抢出口”持续，我们预计一季度出口增速或达5%左右，全年增速前高后低或为3%左右。

2024年我国贸易顺差扩大



近期外贸相关重要会议和政策

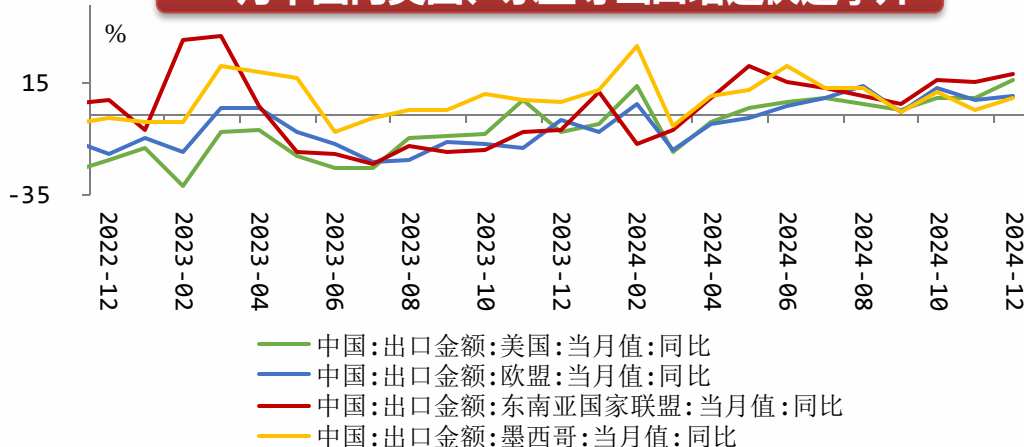
时间	政策会议	主要内容
2024年11月21日	《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》	该政策包括扩大出口信用保险承保规模和覆盖面、加大对外贸企业的融资支持力度、优化跨境贸易结算、促进跨境电商发展、扩大特色农产品等商品出口、 支持关键设备等产品进口等9条措施 。
2024年11月22日	国务院政策例行吹风会	促进能源资源等产品进口。海关将持续优化“先放后检”“检验结果采信”等便利措施，特别是近期推出深化真空包装等高新技术货物布控查验模式改革，指导企业用好各类税收优惠政策，更好地服务高新技术设备和能源资源等产品“引进来”。
2024年11月27日	海关总署优化跨境电商出口监管措施	取消跨境电商出口海外仓企业备案，简化出口单证申报手续 ，扩大出口拼箱货物“先查验后装运”试点推广跨境电商零售出口跨关区退货监管模式。
2025年2月7日	全国外贸工作会议	清醒认识外贸形势的复杂性严峻性，全力以赴稳定外贸增长。要狠抓政策落实，为企业排忧解难。 要拓展跨境电商等贸易新业态，推动贸易数字化绿色化发展 ，帮助企业开拓国际市场。

1 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

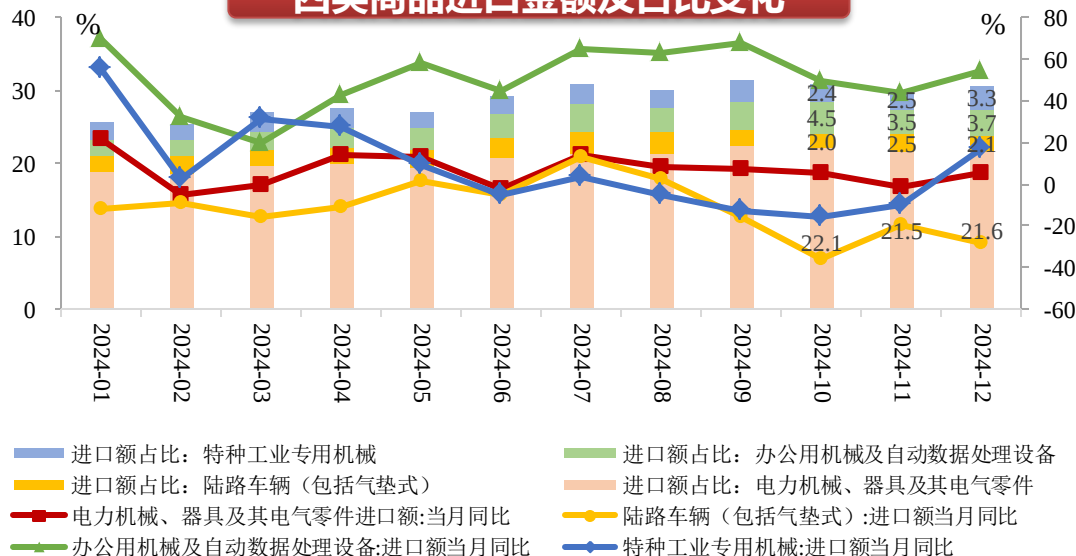
□ **中国向美国、东盟、墨西哥出口增速边际走高。**2024年12月，中国向美国出口488.3亿美元，同比增长15.6%，增速升至年内最高，较11月上升约7.6个百分点；中国向欧盟出口465.0亿美元，同比增长8.8%，增速较11月小幅上升1.5个百分点；中国向东南亚联盟出口597.1亿美元，同比增长18.9%，较11月升高4个百分点，10月以来我国向东南亚联盟的出口增速均在10%以上；中国向墨西哥出口增长8.2%，增速较11月升高5.3个百分点，也实现了较快增长。**东盟和墨西哥为我国向美国出口的主要转口贸易伙伴。**

□ **进出口重合前十大商品中，占比分化，增速总体走高。**2024年10月至12月，进出口前十大中重合的四类商品的进口占比走势分化，其中电力机械、设备及电气零件占比从10月的22.1%降至12月的21.6%，办公机械用及自动数据处理设备，占比从4.5%降至3.7%，而特种工业专用机械占比从2.4%上升至3.3%，陆路车辆进口占比略升。**从进口同比增速来看，特种工业专用机械、办公用机械及自动数据处理设备、电力机械、设备及电气零件进口增速走高。**

12月中国向美国、东盟等出口增速快速攀升



四类商品进口金额及占比变化



目 录

◆ 经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻

◆ “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

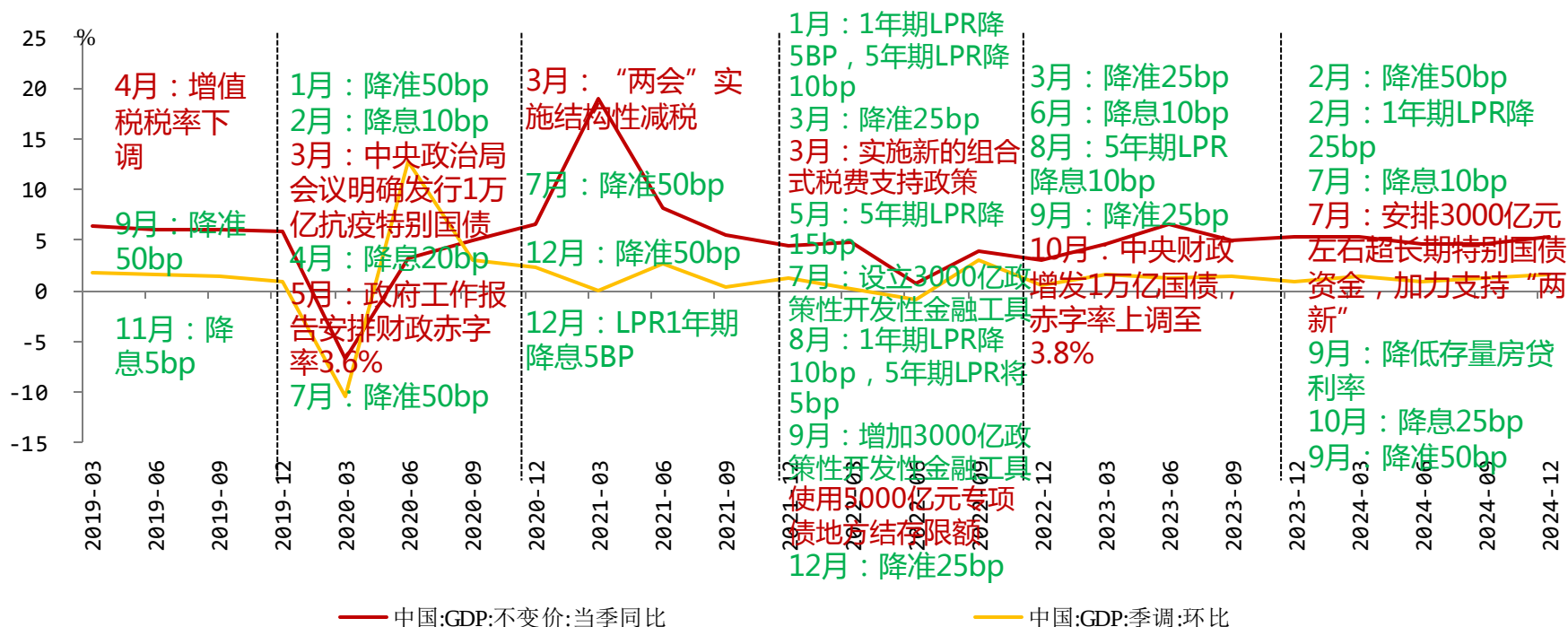
◆ 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

◆ 海外：全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

□ **经济下行期，财政与货币齐发力，疫情以来，货币政策调控更频繁。**2019年以来，财政与货币政策的节奏与GDP增速的逆周期调节密切相关，中美贸易摩擦导致2019年三季度经济放缓，9月央行降准降息；受疫情冲击，2020年一季度经济快速下行，我国实施大规模货币宽松（降准、降息）和财政刺激（扩大财政赤字、发行抗疫特别国债）；2021年三季度之后再度面临下行压力，央行于2021年12月降准、降息；2022年经济受疫情冲击严重，GDP单季下滑至0.8%，货币与财政齐发力，是近年来政策密度最高的年份；2023年三季度经济增速再度走低，除总量货币政策工具外，还在四季度增发国债；2024年二季度经济增速放缓，随后7月3000亿元超长期特别国债资金下达支持“两新”。2025年经济仍然面临下行压力，加之外部不确定性增加，财政与货币政策仍将组合发力，但考虑到近年来总量型货币政策运用较多，2025年结构性和创新型货币政策有望发挥更多的逆周期调节作用。

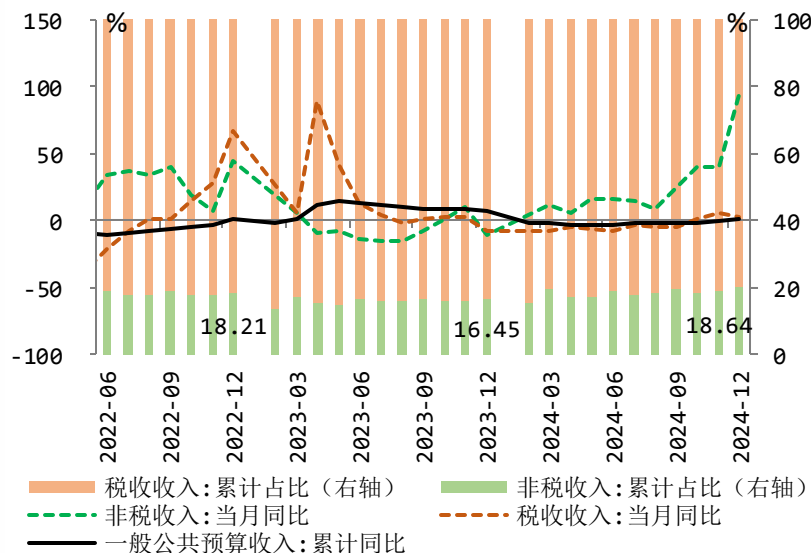
2019-2024年GDP增速与财政货币政策



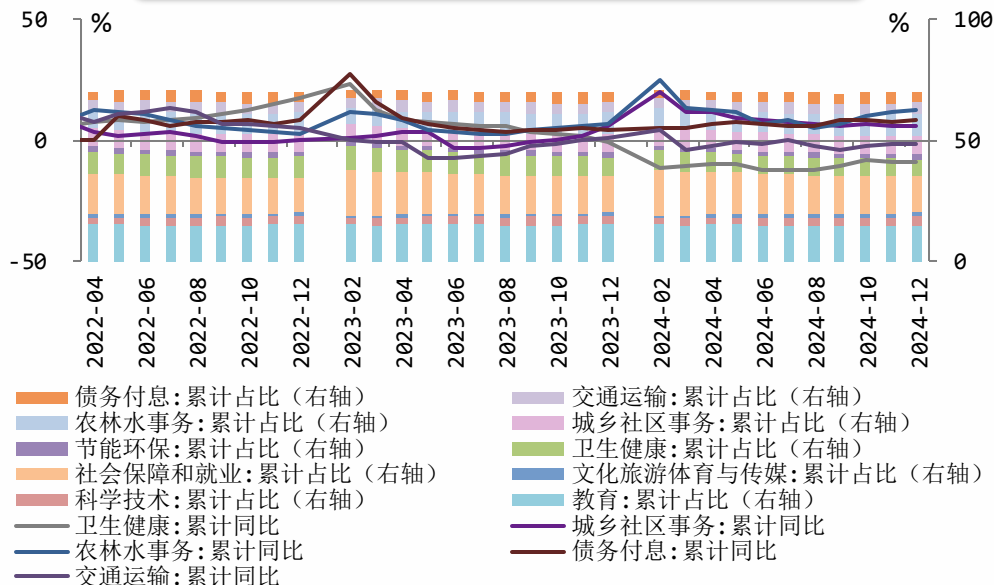
2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- **财政收入增速年末转正，有充足政策工具和资源确保收支平衡。**2024年，全国一般公共预算收入219702亿元，同比增长1.3%，2024年以来首次同比转正。其中，税收收入同比下降3.4%，非税收入同比增长25.4%，非税收入大幅增长可能与国有资产资源盘活有关，非税收入占比较2022、2023年提升约2.15和3.9个百分点至18.5%。2024年财政收入不及预期，但仍有充足的政策工具和资源，能够保障全国财政收支实现平衡，重点支出力度不减。
- **财政支出增速加快，主要支出项占比升降不一。**2024年，全国一般公共预算支出284612亿元，同比增长3.6%，增速较1-11月提升0.8个百分点，或主要因财政收入边际回升。其中，农林水、债务付息、城乡社区支出是增速较快的支出分项，全年分别增长12.4%、8.8%和5.9%，卫生健康、文旅传媒支出同比下降较多，分别下降9.1%、2.5%。从占比上看，农林水、社会保障和就业、城乡社区、债务付息支出占比较去年同期提升，卫生健康、交通运输、教育支出占比下滑较多。

2024年以来非税收入占比和增速提升



财政支出主要分项占比及增速变化



2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

从已公布财政预算数据的省份来看，所有省市预算收入目标均保持正增长，但除广东、陕西维持3%增长目标、新疆维持10%增长目标不变外，大部分省份的预算收入目标与2024年年初制定目标相比有所下降。其中，西藏、吉林、海南等预算收入目标较2024年下滑较多，而甘肃、北京、山东、安徽、河南、贵州、云南、辽宁等地增速目标下滑幅度均在1个百分点以内。

全国31个省/市/自治区2025年一般公共预算收入目标与2024年对比

省市	2024年 一般公共预算 收入目标	2025年 一般公共预算 收入目标	目标变化 (个百分点)	2024年 一般公共预算 收入目标	2024年 一般公共预算 收入目标	2025年 一般公共预算 收入目标	目标变化 (个百分点)
北京	5%	4%左右	-1.0	内蒙古	5.5%左右	4%以上	-1.5
天津	4.5%	3%左右	-1.5	广西	3%左右	-	-
河北	5%左右	2%左右	-3.0	重庆	6%	4.5%	-1.5
上海	5%左右	2%	-3.0	四川	4.5%	2%	-2.5
江苏	4%左右	2%左右	-2.0	贵州	3%左右	2%左右	-1.0
浙江	5%	2%	-3.0	云南	3%	2%	-1.0
福建	5.5%	3%	-2.5	西藏	21%	10%	-11.0
山东	4%	3%	-1.0	陕西	3%	3%	0.0
广东	3%	3%	0.0	甘肃	6%	5.5%左右	-0.5
海南	7%左右	3%左右	-4.0	青海	4%	2.5%	-1.5
山西	-	-	-	宁夏	5%左右	3%左右	-2.0
安徽	3%	2%左右	-1.0	新疆	10%左右	10%左右	0.0
江西	4%	1.1%	-2.9	辽宁	5%	4%	-1.0
河南	5%	4%左右	-1.0	吉林	10%左右	3%左右	-7.0
湖北	-	-	-	黑龙江	5%	5%	0.0
湖南	6%	2.5%	-3.5				

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

从已公布数据的省份来看，大部分省市2025年的地方公共预算支出目标较2024年增长，但海南、江西、西藏、陕西等省份2025年预算支出额度较2024年下降。从增速或者目标额度变化的情况来看，北京、天津、江苏、安徽、湖北、湖南2025年的支出增速/目标额度变化较2024年有所提高，广东、贵州2025年增速目标与2024年一致，其余省份支出增速/目标额度变化较2024年不同程度降低。

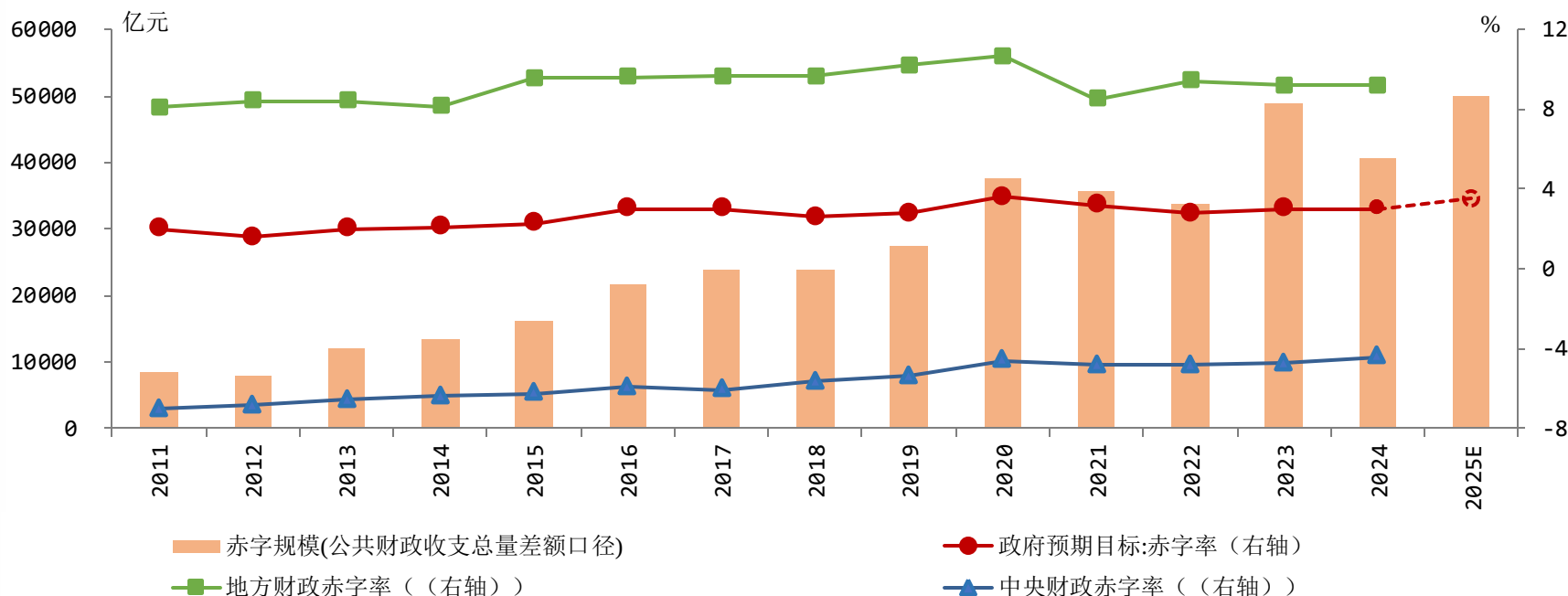
全国31个省市一般公共预算支出2024年与2025年目标对比

地区	省市	2024年一般 公共预算支出 目标（增速/目 标额度（亿元） 变化）	2025年一般 公共预算支出 目标（增速/目 标额度（亿元） 变化）	目标变化 （个百分点/ 亿元）	地区	省市	2024年一般 公共预算支出 目标（增速/目 标额度（亿元） 变化）	2025年一般 公共预算支出 目标（增速/目 标额度（亿元） 变化）	目标变化 （个百分点/ 亿元）
东部地区	北京	0.6%	4.8%	4.2	西部地区	内蒙古	800.00	50.00	-750.00
	天津	12.8%	9.1%	3.7		广西	3%	-	-
	河北	378.10	127.70	-250.40		重庆	11%	2.8%	-8.2
	上海	2.6%	0.3%	-2.3		四川	6.3%	1.9%	-4.4
	江苏	-100.00	1107.54	1207.54		贵州	3%	3%	0
	浙江	4.5%	1.5%	-3		云南	2%	1.5%	0.5
	福建	5.1%	3.3%	-1.8		西藏	150.50	-848.00	-998.50
	山东	3%	2%	-1		陕西	192.40	-183.20	-375.60
	广东	1%	1%	0		甘肃	395.00	130.00	-265.00
	海南	132.30	-109.10	-241.40		青海	1.8%	0.7%	-1.1
中部地区	山西	-	-	-	东北地区	宁夏	126.30	-0.50	-126.80
	安徽	270.90	457.40	186.50		新疆	6.9%	5%	-1.9
	江西	771.90	-156.60	-928.50		辽宁	2.6%	1.2%	-1.4
	河南	-3.4%	-	-		吉林	4.7%	2%	-2.7
	湖北	-461.00	507.50	968.50		黑龙江	6.9%	5%	-1.9
	湖南	-200.50	791.70	992.20					

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

□ **逆周期调节加码，财政赤字率或达3.5-4%，有望拉动GDP增长约1%-1.9%。**2025年1月10日，国新办举行新闻发布会，财政部副部长廖岷表示，根据宏观经济逆周期调控的需要，2025年将提高财政赤字率，加上我国GDP规模不断增加，赤字规模将有较大幅度增加。财政总支出会进一步扩大，逆周期调节力度也会加大，为经济持续回暖向好提供有力支撑。2025年在国内有效需求不足、海外特朗普潜在关税风险下，财政预算赤字率预计将有所提升。若提升至3.5-4%水平，有望增加约0.9-1.6万亿元的财政赤字规模，GDP或相应净增加1.4万亿-2.6万亿（假设财政乘数为1.6），对应或拉动GDP增长约1%-1.9%。

中央与地方财政赤字率与赤字规模



2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- 2024年新增地方政府专项债限额3.9万亿元，加上此前结转的1000亿元，下达各地2024年新增专项债券额度4万亿元，用于置换隐债的新增专项债券共计发行8798.76亿元。**2025年以来已新增发行3485亿元地方专项债，较去年同期发行进度相对更快。** 2024年中央经济工作会议提出“增加地方政府专项债券发行使用”，2025年新增专项债将继续增加，从2020-2024年的限额增长趋势来看，预计2025年专项债限额同比有望增加10个百分点左右，约4.3万亿元，其中8000亿元用于置换隐债。
- **2025年专项债券投向领域将实行“负面清单”管理**，将完全无收益的项目，楼堂馆所，形象工程和政绩工程，除保障性住房、土地储备以外的房地产开发，主题公园、仿古城等商业设施和一般竞争性产业项目纳入专项债券投向领域“负面清单”，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。**专项债券用作项目资本金范围也将扩大**，信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济等新兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施，高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改造，以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等纳入专项债券用作项目资本金范围。以省份为单位，**专项债券用作项目资本金的比例也从25%提高至30%。**

2025年专项债实行“负面清单”管理

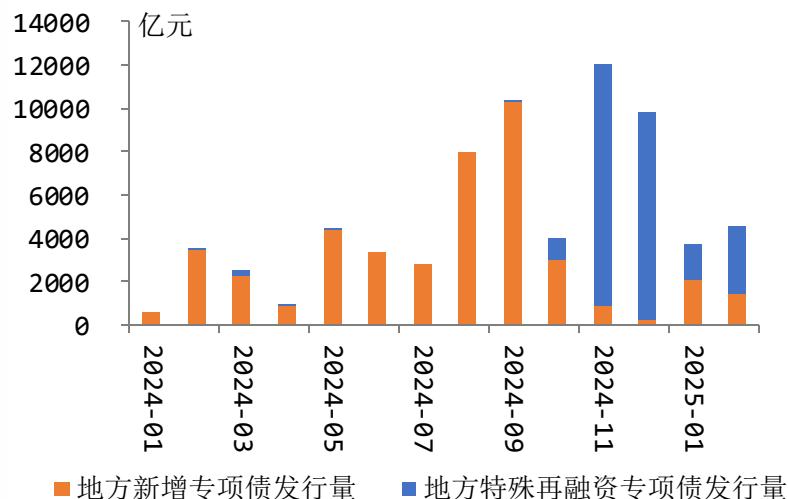
专项债禁止类项目

- 完全无收益项目
- 楼堂馆所
- 形象工程和政绩工程
- 土储以外的房地产开发
- 一般竞争性产业项目

可用作项目资本金行业

- 铁路
- 收费公路
- 干线和东部地区支线机场
- 内河航电枢纽和港口
- 货运综合枢纽
- 城市停车场
- 天然气官网和储气设施
- 煤炭储备设施
- 城乡电网
- 新能源
- 水利
- 城镇污水垃圾处理等
- 卫生健康
- 养老托育
- 供排水、供热、供气
- 国家级、省级产业园区基础设施
- 城市更新
- 保障性住房
- 新型基础设施
- 前瞻性、战略性新兴产业基础设施

2025年新增专项债发行进度相对较快



数据资料来源：wind、国务院办公厅，西南证券整理

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- 从中央层面来看，“两重”“两新”仍是超长期特别国债的支持重点，文旅领域也有望得到更多支持。2025年1月3日，国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，表示将增加发行超长期特别国债，更大力度支持“两重”建设。加力扩围实施“两新”工作。2025年超长债规模或可达1.5万亿元左右。2月11日，商务部等9单位印发《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》，其中提到在大规模设备更新项目申报工作中，将银发旅游列车作为文旅领域的支持重点，加大超长期特别国债的资金支持力度。
- 从地方来看，据不完全统计，截至2025年2月中旬，已有10个省级政府披露了超长期特别国债的相关信息，其余为县级政府，如山东东阿县、陕西紫阳县等。梳理下来，2025年地方申报超长期特别国债的项目重点将仍是“两重”“两新”，此外还包括服务业，如河南省表示将用好超长债和专项债加大对服务业领域项目投入等。

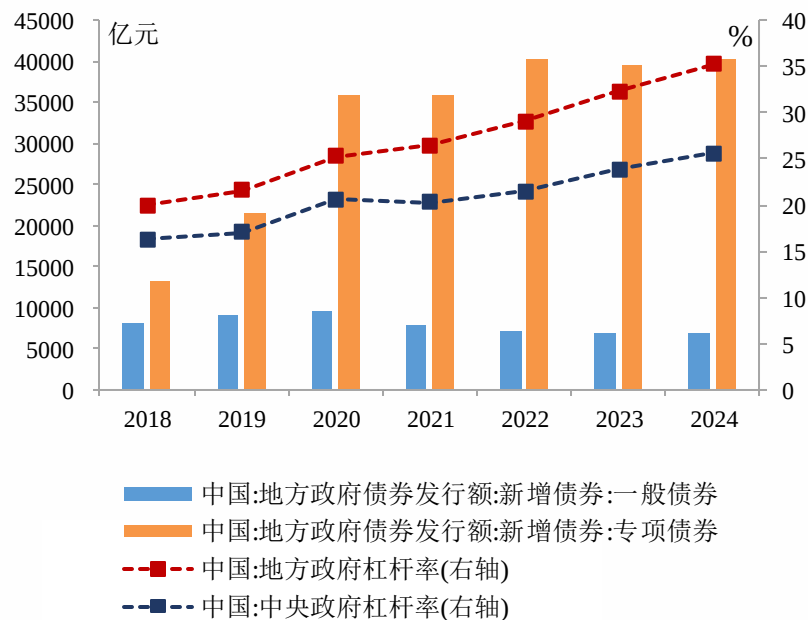
地方政府关于2025年超长期特别国债的表述

省份	时间	相关表述
山东东阿县	2024-11-07	“两重”方面，重点支持 续建基础设施、农业转移人口市民化 （涉及普通高中等教育领域、医院病房改造等医疗领域）、 高标准农田建设、地下城市管网建设、城市更新等 增量资金需求较大领域。“两新”方面，投向领域也将更加优化
河南	2024-12-30	用好超长期特别国债和地方政府专项债，发挥政府投资带动作用，引导各类资本加大 服务业领域 项目投入
四川	2025-01-27	积极争取超长期特别国债资金，支持重点领域 设备更新、设备更新贷款贴息、老旧营运船舶报废更新、资源回收循环利用等 领域符合条件的项目建设
河北	2025-01-13	加强“两重”“十五五”等重大项目前瞻谋划，最大限度争取中央预算内投资、超长期特别国债和政府专项债
陕西紫阳县	2024-10-16	全县2025年重点项目谋划暨地方政府专项债券和超长期特别国债项目储备申报工作推进会召开
江西	2025-01-27	超长期特别国债资金支持重点领域设备更新，在支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上， 新增支持电子信息、安全生产、设施农业等领域 ，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用，加快传统制造业转型升级
内蒙古	2024-10-21	重点支持全区 老旧运营货车报废更新、农业机械报废更新、新能源公交车及动力电池更新、汽车报废更新、家电产品以旧换新等 ，推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策落实
天津	2025-01-27	各市属企业要加大投资力度，聚焦主责主业，加快谋划实施产业类投资项目、战略性新兴产业和未来产业项目；要密切关注超长期特别国债等各产业领域政策， 组织所属企业主动对接属地和部门，争取属地政府和行业主管部门支持
吉林	2025-01-14	用好国家一揽子增量政策，争取更多中央预算内资金、超长期特别国债、专项债分配额度
宁夏	2025-01-07	用好中央继续发行超长期特别国债、增加新增地方政府专项债规模、增加中央预算内投资等政策，准确把握资金投向，提高资金使用效益，为稳增长、调结构提供更多支撑
江苏	2025-02-08	积极争取超长期特别国债资金，统筹相关财政专项资金，加大设备更新项目的投资补助支持力度。在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯设备更新基础上， 新增支持电子信息安全生产、设施农业等领域，重点推动高端化、智能化、绿色化设备应用
贵州	2025-2-11	统筹安排超长期特别国债资金和省级财政配套资金，聚焦重点领域全力推进 大宗消费品以旧换新 。到2025年底，实现乘用车报废（置换）更新20万辆、家电产品换新200万件、数码产品购新350万件、家居产品换新80万件、电动自行车换新8万辆、营运货车和城市公交车更新1850辆、农机更新3万台（套）

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- 地方化债“三箭齐发”，可覆盖70%隐债余额。2024年11月，全国人大常委会审议批准议案，通过了“6+4+2”万亿元的化债组合拳。2024年-2028年，用于置换隐债的再融资专项债和特殊新增专项债两项合计达到10万亿元，而2023年底全国隐债余额是14.3万亿元。在2024年年底地方债务置换工作的加速推进下，内蒙古、吉林省、江苏省的部分地区已在2025年政府工作报告中官宣了隐债清零。
- 在2024年2万亿元的化债额度中，江苏省分配最多，占比约13%，其次是湖南、山东（含青岛）、河南、贵州、四川等，获得化债额度均超1000亿元，湖北、安徽，云南、浙江（含宁波）等，均超800亿元。近期，地方政府置换债发行节奏显著加快，截至2025年2月13日，今年以来用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行约4848亿元，发行额居前的湖北省、浙江省、陕西省，发行额分别为699.82亿元、565亿元、564亿元。

地方政府债券发行量以及杠杆率



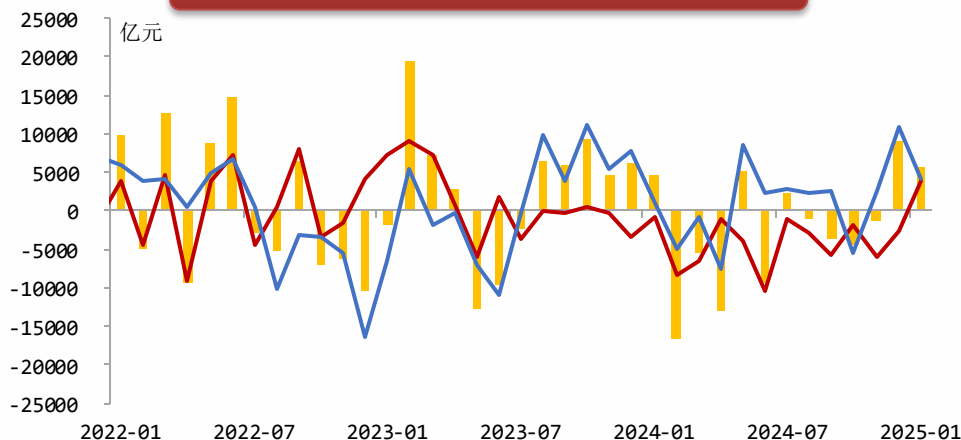
2025年部分省份政府工作报告中关于化债的表述

省份	相关表述
西藏	落实一揽子化债方案，防范化解各类风险。
湖南	积极争取国家增量化债政策，做好隐性债务置换工作，建立健全全口径地方债务监测监管体系。推进融资平台市场化转型和债务风险化解。
天津	稳妥有序做好债务化解，用好化债政策和各类债务融资工具，有效推动存量债务缓释化解及融资平台整合压降、市场化转型，建立全口径地方债务监测机制，严控新增隐性债务，全面完成年度任务。
内蒙古	用好置换债券政策，继续优化“四个一批”举措支持基层化债，压降地方政府融资平台数量，压实基层“三保”责任，保障基层财政平稳运行。
云南	维护财政金融安全。严格落实化债方案，用足用好增量政策，稳妥化解存量隐性债务，坚决遏制新增隐性债务。
贵州	有效防范化解债务金融风险。坚持在发展中化债、在化债中发展，用好国家一揽子化债政策，有序推进存量隐性债务置换，坚决守住不新增政府隐性债务的底线。加大力度化解融资平台债务风险。
青海	有效防范化解重点领域风险。用足用好国家支持政策，完善和落实一揽子化债方案，科学分类、精准置换存量隐性债务，加快融资平台市场化转型，全面完成年度地方债务化解任务，坚决遏制新增隐性债务。

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

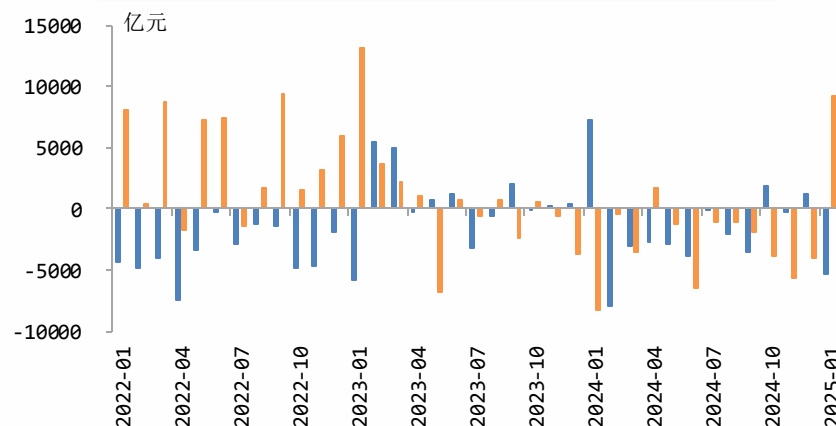
- **社融规模和新增信贷均创2002年以来历史新高，高于市场预期也好于季节性。**2025年1月社会融资规模增量为70600亿元，同比多增5833亿元，连续两个月同比多增。对实体经济发放的人民币贷款增加52200亿元，同比多增3793亿元，结束连续14个月的同比少增。支撑1月社融超预期增长的除新增信贷规模外，政府债券融资规模上升及委托贷款、企业债券和股票融资同比多增。后续我国货币政策有望延续适度宽松的基调，强化逆周期调节，政策助力下社融有望保持稳中有升态势。
- **企业信贷明显改善，居民信贷相对偏弱。**2025年1月，企（事）业单位贷款增加4.78万亿元，同比多增4300亿元，其中企业中长贷增加3.46万亿元，同比多增1500亿元，一方面或因地方政府在前期化债后拖累有所减轻，对企业信贷的配套融资有所改善，另一方面“两重”项目开工推进加快，推动企业中长贷改善；1月居民短贷同比多减4025亿元，可能与春节错位，消费需求提前及去年1月份基数较高有关；1月个人住房贷款新增2447亿元，同比多增1519亿元，这可能与商品房销售韧性仍在，加之存量房贷利率再度下调后，居民提前还贷减少有关。

1月新增人民币信贷同比转为多增



■ 社会融资规模：当月同比
■ 社会融资规模：新增人民币贷款：当月同比
■ 社会融资规模：直接融资：当月同比

企业新增贷款同比多增，居民信贷偏弱



■ 新增人民币贷款：居民户：当月同比
■ 新增人民币贷款：企（事）业单位：当月同比

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- 货币政策将择机调整力度和节奏，短期内进一步宽松紧迫性不强。2024年9月，央行对货币政策基调的描述仍是“加大调控力度”，降准、降息分别在9月末和10月中旬落地。随后在924一揽子政策出台后，经济企稳回升，央行对货币政策的定调转变为“适度宽松”，并且“适时降准降息”，货币政策宽松力度有所收敛。2025年2月13日，央行公布2024年第四季度货币政策执行报告，“适度宽松”的基调不变，对货币政策的描述改为“综合运用多种货币政策工具，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”，由于当前经济既面临国内有效需求不足问题，又面临着美国关税风险，货币政策节奏可能会择机调整。短期内由于信贷等数据表现较好，货币宽松紧迫性或不强，央行对外汇市场的顺周期行为纠偏及防范利率单边波动的风险或是近期政策重点。

2024年9月以来货币政策基调的变化

2024.9.25

中国人民银行2024年Q3例会

要加大货币政策调控力度，提高货币政策**调控精准性**。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。

2024.12.12

中中央经济工作会议

要实施**适度宽松的**货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，**适时降准降息**，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。

2025.1.4

中国人民银行工作会议

实施**适度宽松的**货币政策，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具，**根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息**，保持流动性充裕、金融总量稳定增长，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。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。

2024.11.8

央行2024年Q3中国货币政策执行报告

稳健的货币政策要**灵活适度、精准有效**。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

2024.12.27

中国人民银行2024年Q4例会

建议**加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性**，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，**择机降准降息**。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。

2025.2.13

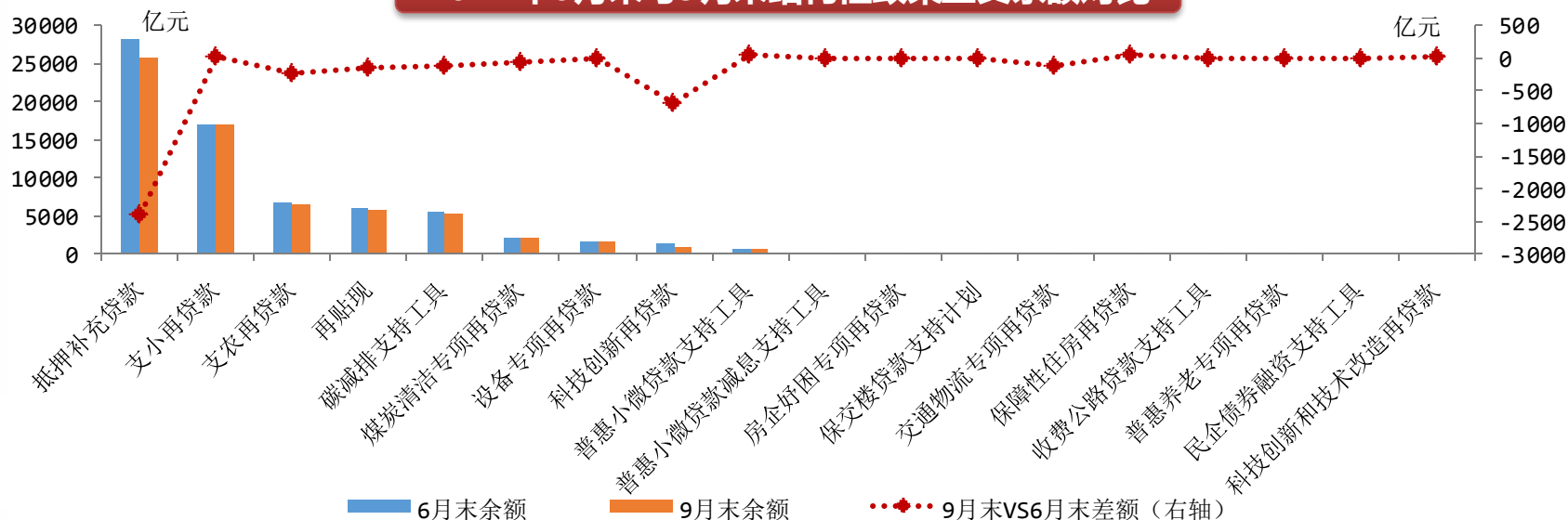
央行2024年Q4中国货币政策执行报告

实施好**适度宽松的**货币政策。**综合运用多种货币政策工具，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**，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。

2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- **2024年Q3央行首推创新型金融工具，Q4结构性货币政策工具余额下降。**2024年9月，央行首次推出两项创新货币政策工具，创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，首期额度分别为5000亿元和3000亿元，截至2025年1月末，互换便利共开展2次操作，金额合计1050亿元，支持证券公司自营股票投资规模明显增长。同月，央行将保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%，加快推动商品房的去库存进程。截至2024年末，结构性货币政策工具共存续10项，余额合计6.3万亿元，较2024年9月末减少约3591亿元。
- **结构性货币政策工具有望进一步丰富。**2024年10月，央行表示人民银行会同有关部门正在抓紧研究，允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购房企存量土地，人民银行提供必要的专项再贷款支持，土地收购相关再贷款工具有望逐步推出。此外，商务部等9部委在《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》（2025.2）提到，要发挥科技创新和技术改造再贷款政策工具激励作用，引导金融机构强化对旅游列车技术改造和设备更新的支持，科技创新和技术改造再贷款政策工具的使用范围有望进一步扩大。

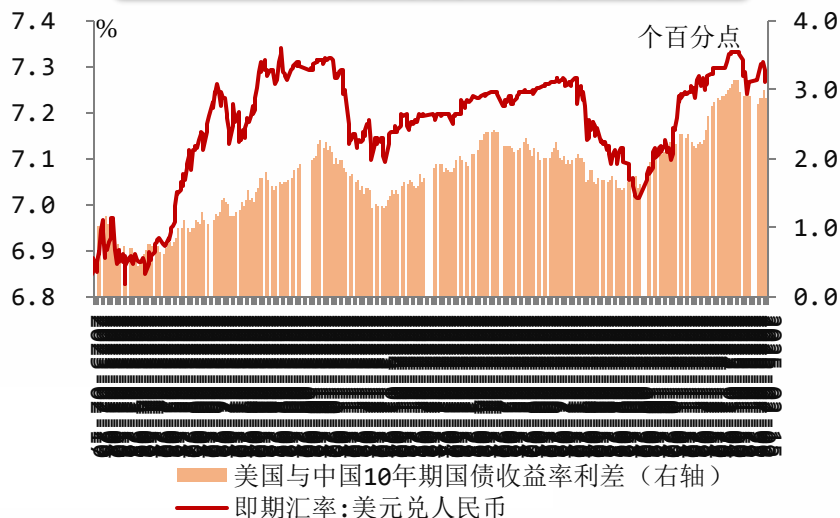
2024年6月末与9月末结构性政策工具余额对比



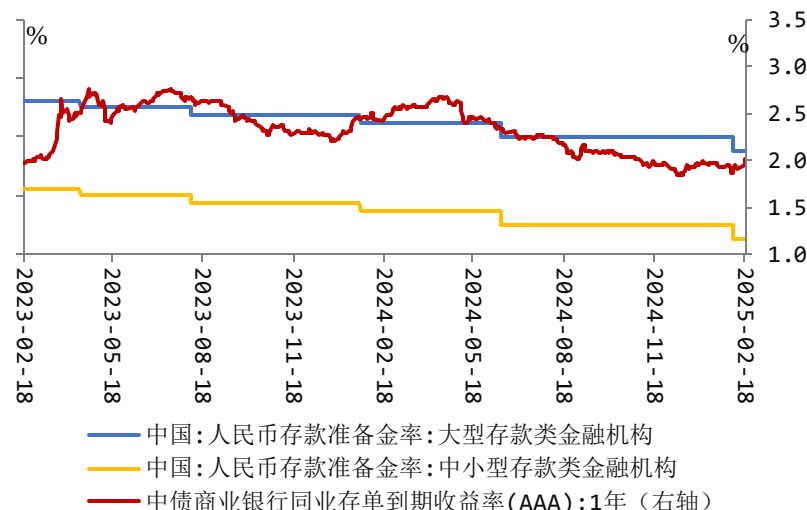
2 “两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换

- **稳汇率依然是阶段性重要任务，或对利率调整节奏有所影响。**2025年以来，人民币汇率经历了先贬后升的走势，在岸美元兑人民币从2024年末的7.30左右峰值最高为7.33，之后震荡向下，截至2月14日，美元兑人民币汇率升值至7.27左右。人民币汇率的波动主要受到美元、经济基本面和中美政策影响。近期美联储暂停降息和特朗普关税政策导致十年期美债收益率和美元指数先升后降。央行在2024年第四季度货币政策执行报告中提出了“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险”，短期央行稳汇率的诉求将有所提高，这对利率调整节奏或有所影响。
- **近期资金面持续紧张，存款准备金率逐步接近下限。**截至2025年2月，大型、中小型存款类金融机构存款准备金率分别为9.5%、6.5%，逐步接近5%的隐形“下限”。央行在2024年第四季度货币政策执行报告中还指出“进一步完善存款准备金制度，发挥好存款准备金工具的政策调控功能”，后续存款准备金制度可能迎来新一轮改革。1月以来资金面较为紧张，同业存单利率上行，中债商业银行同业存单到期收益率（AAA）从2025年1月6日的1.54%震荡走高约27个bp至2月14日的1.81%。由于资金面偏紧，同时货币政策适度宽松的基调未变，我们预计今年上半年仍有降准可能，幅度或在25bp左右。

2025年以来人民币汇率先贬后升



存款准备金率与同业存款利率



目 录

◆ **经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻**

◆ **“两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换**

◆ **投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构**

◆ **海外：全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动**

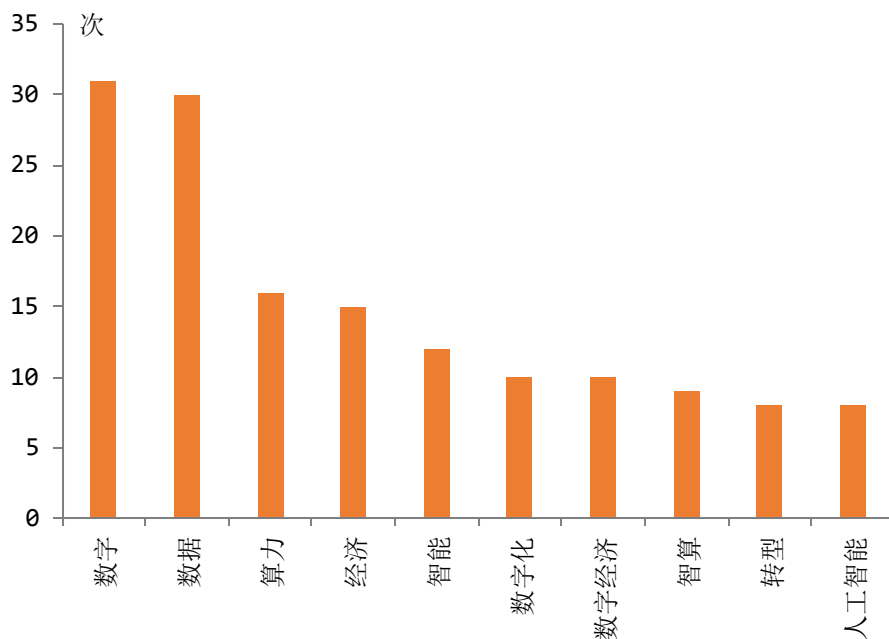
3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

□ 地方“两会”发力重点产业涵盖科技、绿色、消费三大领域：我们对各地政府工作报告中2025年的工作重点进行词频统计，结果显示：“创新”“科技”“现代化”等与科技创新有关词汇出现频次较高，具体来看包括“人工智能”、“智能网联”、“智能制造”、“低空经济”、AI+等，并且东西部省份侧重点也有不同，东部地区主要集中在工业互联网、人工智能、智慧工厂解决方案等领域，而西部地区的重点聚焦于新型数据中心、绿色算力中心和5G通信设备等。“绿色”“生态”等出现频率也较高，重点提及绿色消费、金融、农业、能源等，“碳汇”也在部分地方工作报告中出现；“消费”“旅游”“养老”等高频词体现出地方政策将在消费方面发力，尤其是文旅消费、银发经济、冰雪消费等。

各省市2025工作重点高频词-产业类



各省市2025工作重点高频词-数字经济



3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

□ 2024年12月中央经济工作会议提出“**创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济**”，此后商务部表示“将培育壮大新型消费，加快出台推进首发经济的政策文件”，**首发经济在多元化消费场景、服务消费和文化旅游业中的落地，是消费潜力挖掘的重点方向。**

□ 中央层面，2024年11月，商务部等7部门印发《零售业创新提升工程实施方案》，指出要创新时尚型商业，发展首发经济，引入全球知名品牌，支持首店、首展、首秀；地方层面，2024年5月，上海发布《关于进一步促进上海市首发经济高质量发展的若干措施》，用补贴或一次性奖励等方式吸引首店落地。2024年国内新增首店数量已形成以上海、北京、成都为第一梯队，重庆、深圳、南京为第二梯队，杭州、苏州、广州等为第三梯队的发展格局。

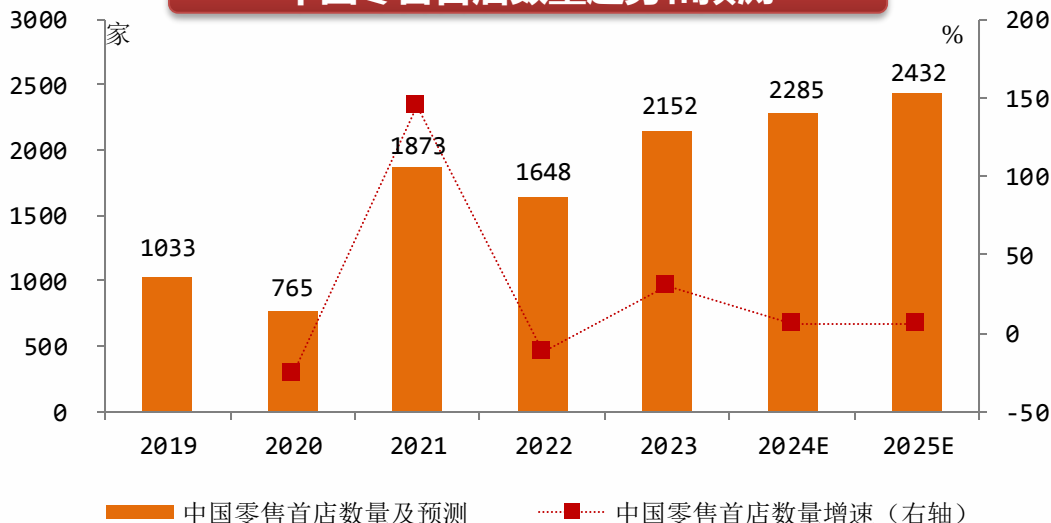
首发经济

特点一，首次亮相：强调“首次”，包括新产品、新技术、新服务、新业态、新模式的首次发布和展示

特点二，链式发展：包括新品研发、发布、展示、推广和销售的完整体系

特点三，引领性和潮流性：具有时尚、品质、新潮的特征，符合消费升级趋势和高质量发展要求，是地区商业活力和创新能力的重要体现

中国零售首店数量趋势和预测



3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- 首发经济应用场景广泛，涵盖了从消费品到服务业多个领域，涉及零售餐饮、数字科技、文体娱乐、时尚、旅游等，是一个多元化的生态系统。

中国首发经济多元化应用领域

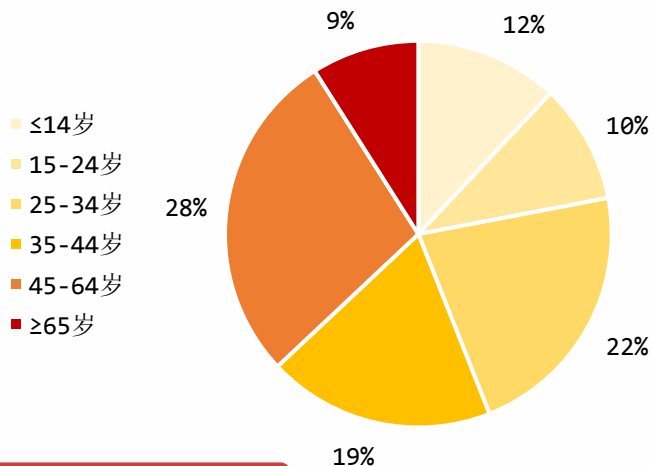


3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

□ 截至2024年末，全国60周岁及以上老年人口达31031万人，占总人口比重达22%，我国老龄人口数量不断增加。据中研普华产业研究院预测，我国2025年的养老产业市场规模将达到16.1万亿元。

□ 中老年群体是国内旅游市场的第一大客源，银发旅游消费有望迎来新增长点。2024年全年国内出游人次56.15亿，同比增长14.8%，出游总花费5.75万亿元，同比增长17.1%。据灼识咨询，2022年中老年群体（45岁以上）占全国旅游者约37%的份额，全国老龄委调查显示，2021年中国老年人文旅消费超7000亿元。2025年2月，商务部等九部门联合印发《关于增开银发旅游列车，促进服务消费发展的行动计划》，银发旅游经济有望迎来新的增长点。

国内旅游者年龄分布（2022年）



中国养老生态产业链的运行机制与覆盖领域

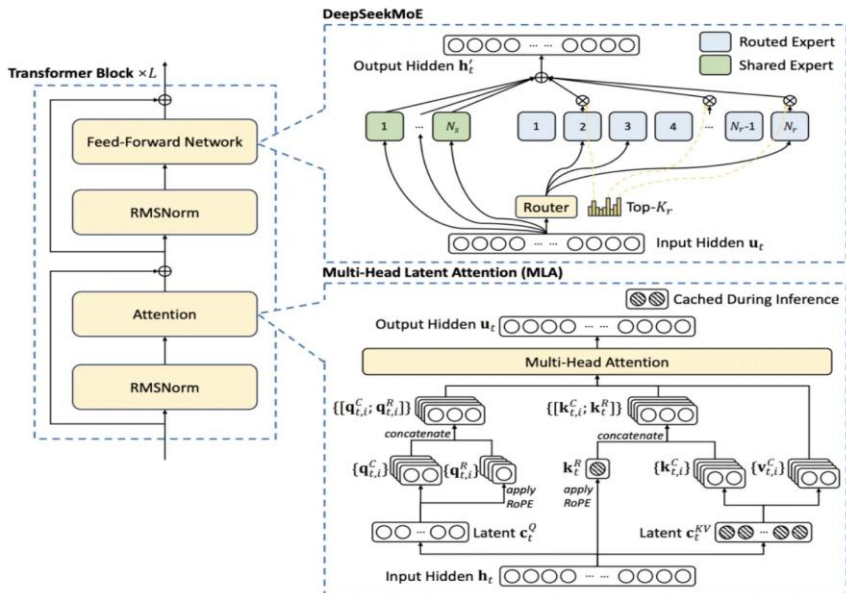
2024年我国60岁及以上人口3.1亿人，占全国人口的22.0%，其中65岁及以上人口2.2亿人，占全国人口的15.6%。我国已进入中度老龄化，预计2050年左右，我国60岁以上的老年人口将达到4.8亿人。银发经济是向老年人提供产品或服务，以及为老龄阶段做准备等一系列经济活动的总和。《银发经济蓝皮书：中国银发经济发展报告(2024)》显示：目前我国银发经济规模7万亿元左右，预计2035年，银发经济规模有望达到30万亿元。



3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- ❑ **DeepSeek引发全球热议，海外市场波动加大。** DeepSeek由幻方量化于2023年7月创立，通过混合专家架构（MoE）与优化训练方法，大幅降低AI模型训练和推理成本，减少了对昂贵芯片和算力的依赖。这一突破引发市场对算力需求放缓的担忧，导致英伟达股价单日暴跌近17%，市值蒸发5900亿美元，创美股历史最大单日市值损失纪录。
- ❑ **我国AI及上下游产业有望加快发展，从“跟跑”向“领跑”转变。** 低成本模型的普及将催生AI应用需求爆发，一方面加速下游智能化转型，如语言终端、智能汽车、机器人、智能制造等，另一方面有望推动上游算力、芯片行业扩张，并加快国产化替代，提升我国全社会资本开支。2023年底，中国AI核心产业规模达5784亿元，同比增长13.9%，赛迪顾问预测2035年我国人工智能核心产业规模突破1.73万亿元，占全球30%以上。DeepSeek的成功进一步推动中国AI国际化进程，为全球产业发展提供新思路，中国AI行业有望在全球竞争中实现从“跟跑”到“领跑”的转变。

DeepSeek基本架构图



2017年以来我国AI产业相关政策文件

时间	政策文件	主要内容
2017年7月	《新一代人工智能发展规划》	明确提出到2030年将中国打造为全球人工智能创新中心的目標
2020年7月	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	到2023年，初步建立人工智能标准体系，重点研制数据算法系统、服务等重点急需标准，并率先在制造、交通、金融、安防、家居、养老、环保、教育、医疗健康、司法等重点行业和领域进行推进。建设人工智能标准试验验证平台，提供公共服务能力。
2022年7月	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	意见强调，以促进人工智能与实体经济深度融合为主线，以推动场景资源开放、提升场景创新能力为方向，加速人工智能技术攻关、产品开发和产业培育，探索人工智能发展新模式新路径，以人工智能高水平应用促进经济高质量发展。
2024年6月	《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2024版）》	到2026年，我国人工智能产业标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准50项以上，引领人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。
2024年9月	《人工智能安全治理框架》1.0版发布	框架以鼓励人工智能创新发展为第一要务，以有效防范化解人工智能安全风险为出发点和落脚点，提出了包容审慎、确保安全，风险导向、敏捷治理，技管结合、协同应对，开放合作、共治共享等人工智能安全治理的原则。

3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- **AI医疗发展前景广阔，将进一步提高医疗智慧化水平。** AI医疗行业作为AI产业的重要分支，近年来也实现了快速发展。根据甲子光年智库，2023年中国AI医疗行业规模达到973亿元，并预期在2028年达到1598亿元，2022-2028年间的年复合增长率为10.5%。AI在药物及疫苗研发、基因组学、医学影像、智能医院和医疗仪器等领域的应用前景广阔，其中AI生物医药、AI诊疗有望进入发展快车道。
- **AI+生物医药：**AI技术可以通过分析海量生物数据加速药物发现，优化临床试验和生产工艺，实现老药新用，显著降低研发成本与时间，助力新药高效开发；**AI+诊疗：**AI助力医学影像快速诊断，整合患者多维度信息提供个性化治疗方案，支持临床决策，优化医疗资源配置，并通过实时数据分析实现疾病预测与预防，提升医疗服务效率与精准度。

AI+医药 应用场景

AI赋能生物医
药制药效率
加快

AI技术可以处理基因组学、蛋白组学、代谢组学等多维度海量复杂数据，利用数据挖掘和模式识别技术挖掘潜在靶点，推进开发高价值首创新药，探索解决药物创制的新靶点枯竭，靶点同质化竞争困局

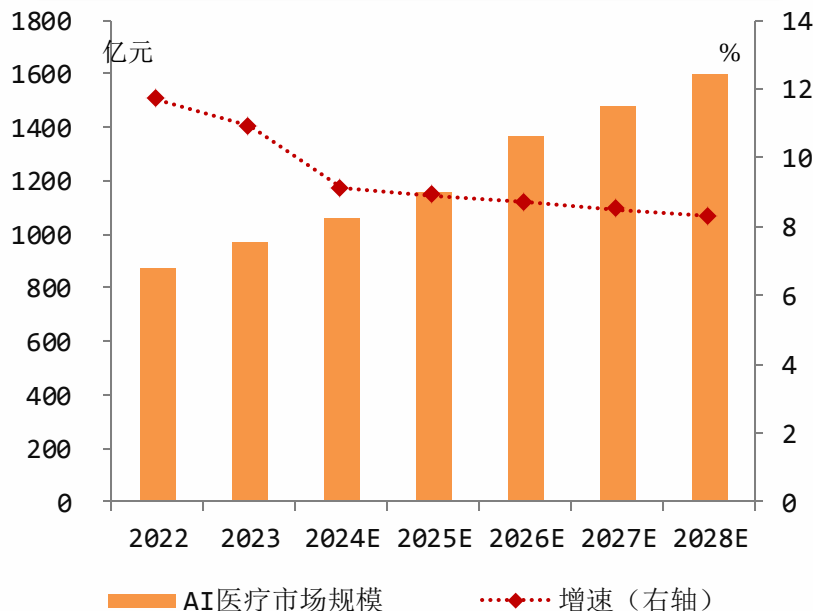
AI赋能精准医
疗与个性化
治疗

AI可以整合患者的基因信息、疾病类型、身体状况等多维度数据，为患者量身定制治疗方案。通过个性化治疗不仅可以提高治疗效果，还可避免不必要的副作用

AI赋能医疗器
械孕育产业
新爆点

AI技术不仅能够分析和处理复杂的医学影像，还能自动识别并标记手术过程中重要结构的位置，将大幅提升手术的安全性和准确率

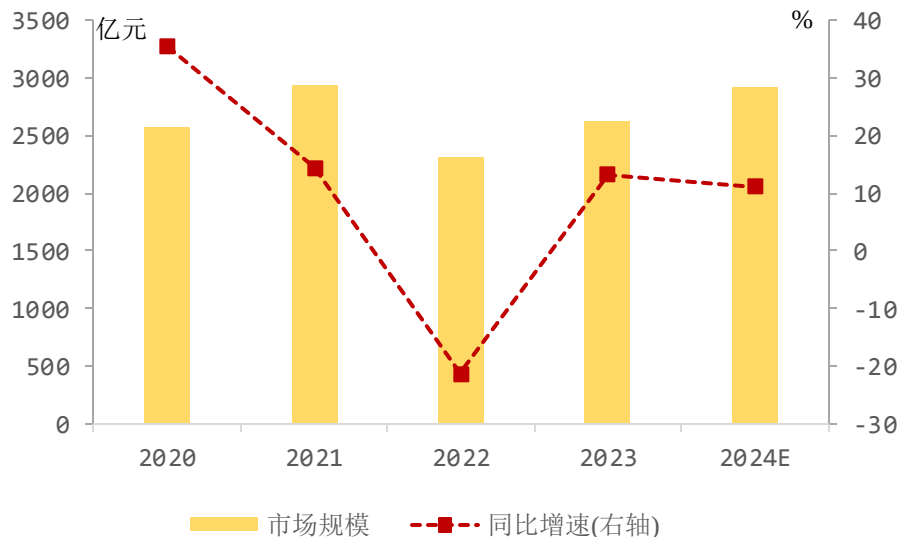
2022-2028年中国AI医疗市场规模及增速



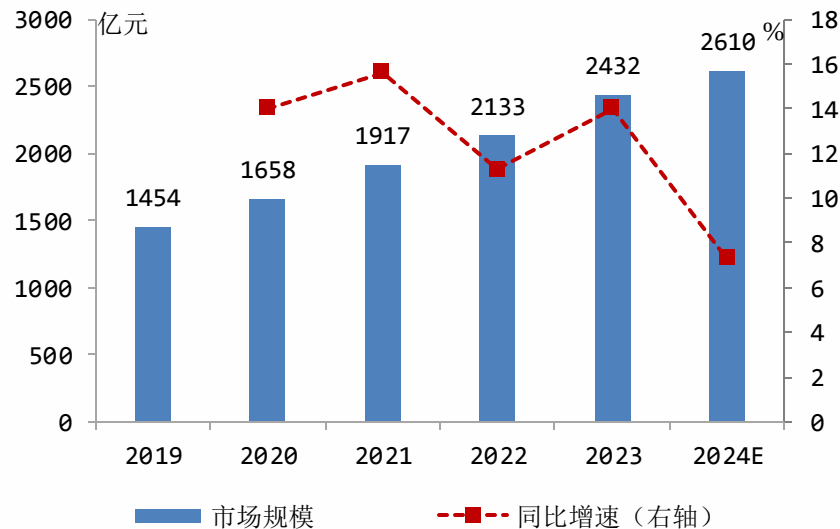
3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- **AI+教育**：AI在教育领域的应用涵盖校内和校外场景，包括自动评阅、听说考试、理化生实验、精准教学等校内应用等。据艾瑞咨询和研究院数据，2023年B端AI+教育市场规模约为213亿元，未来三年的增长预计保持超过20%的复合增长率，预计2027年将达到476亿元。C端市场方面，2023年教育智能硬件市场规模约为512亿元，AI贡献率约为11%；在线教育市场规模2628亿元，AI贡献率约为7%，预计到2027年，AI在在线教育市场贡献率将攀升至16%左右。
- **AI+交通**：AI+交通涵盖了自动驾驶、车路云一体化、智慧交通等多个领域。根据灼识咨询与中商产业研究院，中国AI+交通解决方案市场规模在2023年达到2384亿元，预计到2028年将增长至5182亿元，年复合增长率为16.8%；智慧交通市场规模在2023年达到2432亿元，预计到2026年将突破4000亿元。**智能交通产业链中，上游包括传感器、芯片、通信设备等制造商，中游为系统解决方案提供商，下游为交通运输企业和政府管理部门。**

中国在线教育市场规模及增速



中国智慧交通市场规模及增速



3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- 2025年1月，国务院办公厅发布《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，涵盖基金设立、募资、运行、退出全流程，提出了25条具体措施，要求明确基金定位，优化产业投资类基金功能，鼓励发展创业投资类基金，发展壮大长期资本、耐心资本。**地方政府也在不断完善投资容错免责机制**，例如湖北省国资委出台《湖北省国有企业容错免责事项清单（2024年版）》，安徽省也出台了《关于在国有资本投资科创企业审计中建立容错机制的实施意见（试行）》。
- 近年来各地政府积极设立政府投资基金，**主要围绕人工智能、集成电路、生物医药、绿色能源等重点产业布局**。清科研究中心统计，截至2024年上半年，我国累计设立政府引导基金2126只，已认缴规模约7.40万亿元；剔除PPP基金后，产业类和创投类引导基金有1,975只，已认缴规模约6.15万亿元。2023年至2024年间，新备案的政府投资基金主要集中在浙江、江苏、重庆、四川、安徽等省市。

2024年以来发布的部分省市政府投资基金

	省市	基金名称	发布时间	总规模(亿元)	重点投资产业领域
政府产业直投基金	北京	北京市人工智能产业投资基金(海淀)	2024.1	100	重点投向人工智能芯片、训练数据及相关软件等底层技术领域，大模型算法创新、可信AI等关键领域，以及大模型等人工智能技术产品开发和垂直行业创新应用等相关领域。
	北京	北京绿色能源和低碳产业投资基金	2024..6	100	绿色能源和低碳产业
	北京	海淀区政府投资基金扩容（中关村科学城科技成长三期基金）	2025.2	100	科技企业全成长周期、全产业链体系的基金谱系，服务产业发展和企业成长，培育战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力
政府引导基金	湖南	湖南省政府引导基金	2024.5	3000	“4X4”现代化产业体系的16大重点产业，新能源、空天海洋、数字产业、新材料、文化科技等领域。
	上海	上海三大先导产业母基金	2024.7	1000	集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业
	四川	四川省政府产业投资引导基金	2024.8	200	重点围绕先进制造、成果转化、乡村振兴等设立综合基金，并由这些综合基金根据产业细分领域进一步设立子基金。
	深圳	深圳市半导体与集成电路产业投资基金	2024.10	1000	通过市引导基金出资、撬动社会资本模式设立集成电路相关基金38只、总规模超1000亿元，加快设立百亿级深圳市半导体与集成电路产业投资

3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

□ **2024年国企改革深入推进，兼并重组活跃。**2024年，国有企业改革兼并重组取得显著成效，呈现出市场化、专业化、区域化特点。央企成为市场并购的主力军，多地国资委也通过资本运作推进企业整合，行业重组步伐加快。2024年以来我国央企并购重组领域主要集中在能源、矿产、装备制造、医药、金融、物流和汽车等领域。2025年2月，国资委党委指出，持续提升中央企业控股上市公司质量，不断改进和加强市值管理。2025年随着国企改革进入深水区，改革的力度和深度将进一步加大，相关领域央企并购重组有望持续加快。

2024年以来央国企主要并购重组案例涉及六大重点领域



3 投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构

- **国企改革冲刺收官，科技、能源、物流等或是重点并购重组领域。** 2025年是国有企业改革深化提升行动的冲刺之年、收官之年。2025年2月，国资委表示将深入推进战略性重组和专业化整合，进一步提高国有资本配置和运行效率，加快国有资本向国家安全、国计民生和新兴产业集中。地方层面，近期上海、广东、浙江、重庆等地政府工作报告也提到国企改革深化，推动国企并购重组、布局战略性新兴产业也是各地深化国企改革的关键要点，其中，科技、能源、农业、金融、物流等领域可能是2025年地方国有企业并购重组的重点。

中央和地方国有企业2025年重点并购重组领域及相关标的

“三个集中”：

国家安全：中国石油、中国核电、中粮集团

国计民生：国家电网、中国建筑、中国邮政

新兴产业：华润微、中国中车、中国移动

港口、航运：

广州港、盐田港、珠海港、珠江船务、蓝海豚

科技和产业创新：

华工科技、华灿光电、微创光电、兴福电子

文化、金融：

西安旅游、西安饮食、ST广网、曲江文旅、陕国投A、西部证券、西安银行

北大荒、森工、龙煤：

北大荒（央企）、森工集团（未上市）、龙煤集团（未上市）

央企

江苏

能源、矿产、种业：

江苏国信、苏能股份、江苏新能、苏垦农发

广东

海南

自贸港：

海峡股份、海南高速、海南机场、海汽集团

湖北

山西

资源、储备粮：

北方铜业、蓝焰控股、山西焦煤、兰花科创、华阳股份、山煤国际、山西焦化、晋控煤业

陕西

重庆

建筑、房地产、酒店、类金融：

渝开发、国际复材、重庆建工

黑龙江

吉林

能源、交运：

吉能集团、交投集团、一汽吉林

目 录

◆ **经济周期与政策成效跟踪：信心与趋势前瞻**

◆ **“两会”的政策共振：财政与货币的节奏变换**

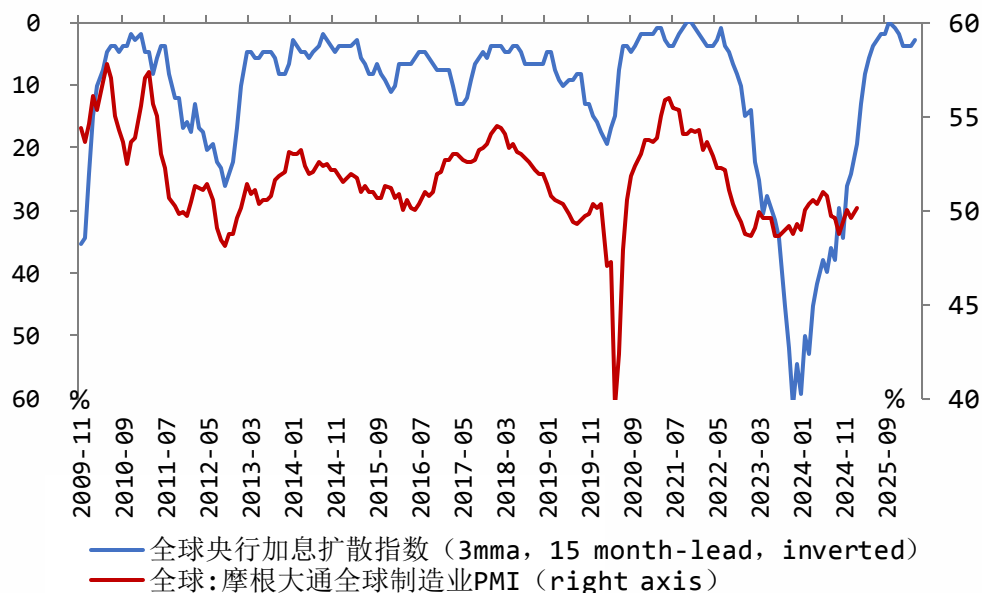
◆ **投资聚焦：科技热潮下的产业模式调整与生态重构**

◆ **海外：全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动**

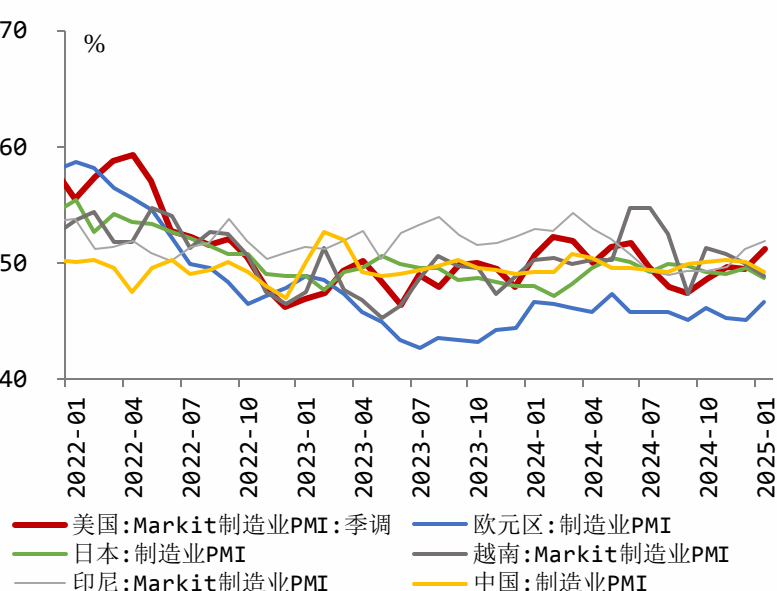
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- **在全球央行进入降息周期后，全球经济开始逐步筑底，全球PMI指数出现回升迹象。** 2025年1月份，全球主要国家制造业PMI为50%，较上月上升0.5个百分点，连续3个月小幅上升。我们通过36个国家货币政策利率走势构建了全球央行加息扩散指数，发现该指数通常领先全球PMI走势15个月左右，即当全球央行开始放缓加息时，全球经济将在未来一段时间内倾向于回升。2024年以来全球央行逐步暂停加息并进入降息周期，金融条件放松，使得全球经济在2025年初自底部修复。若没有其他如关税、地缘等干扰因素，未来1-2个季度左右全球经济或延续弱复苏态势。
- **分国别来看，欧、美制造业景气度回升相对明显。** 2025年1月份，亚洲制造业PMI有所回调，但仍连续13个月运行在50%以上；美洲制造业PMI升至50%以上，结束连续9个月50%以下运行态势；欧洲制造业PMI和非洲制造业PMI较上月一升一降，均在50%以下。

全球央行加息扩散指数或预示全球制造业PMI回升



欧、美制造业PMI近期回升



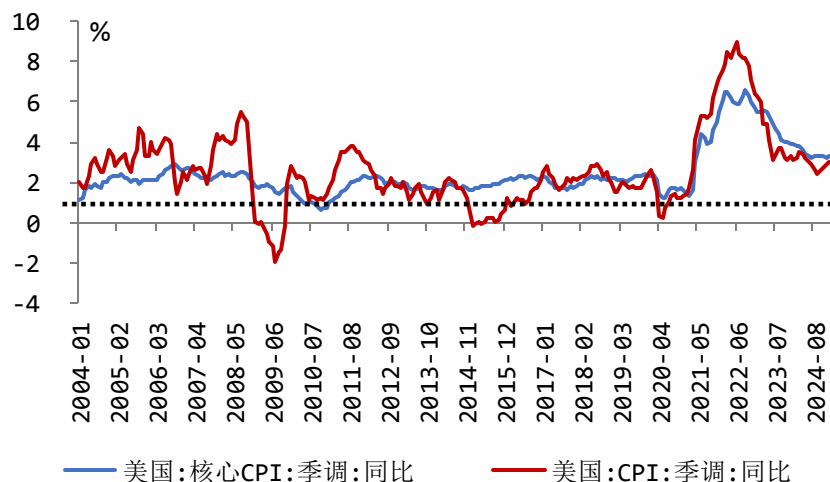
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- ❑ **美联储降息暂缓，下一次降息需看到通胀进展。**美联储在2025年1月货币政策会议上宣布暂停降息，将联邦基金利率维持在4.25%-4.5%区间。此次决议虽符合市场预期，但声明中删除“通胀朝着2%目标迈进”的表述引发鹰派解读。之后鲍威尔在讲话中也提到，需要看到通胀有实质性进展或劳动力市场疲软才会考虑降息。
- ❑ **就业方面**，劳动力市场呈现韧性，新增非农就业14.3万人低于前值，但失业率降至4%，时薪环比增长0.5%且同比增速达4.1%，显示薪资压力仍在；**通胀方面**，1月CPI同比上涨3%，核心CPI同比3.3%，核心通胀距离2%目标仍有显著差距。未来美联储可能需要看到通胀有进一步进展，降息才有可能重启。与此同时，特朗普政府加征关税政策可能推升进口成本，加剧通胀不确定性。目前我们预计美联储下一次降息可能推迟至二季度左右。

市场预期美联储下次或在9月份降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	96.5%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.0%	85.6%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.1%	38.5%	56.3%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.9%	41.1%	48.2%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	21.5%	43.7%	30.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.4%	24.3%	42.0%	26.4%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.3%	2.3%	11.2%	29.1%	37.8%	19.3%	0.0%	0.0%

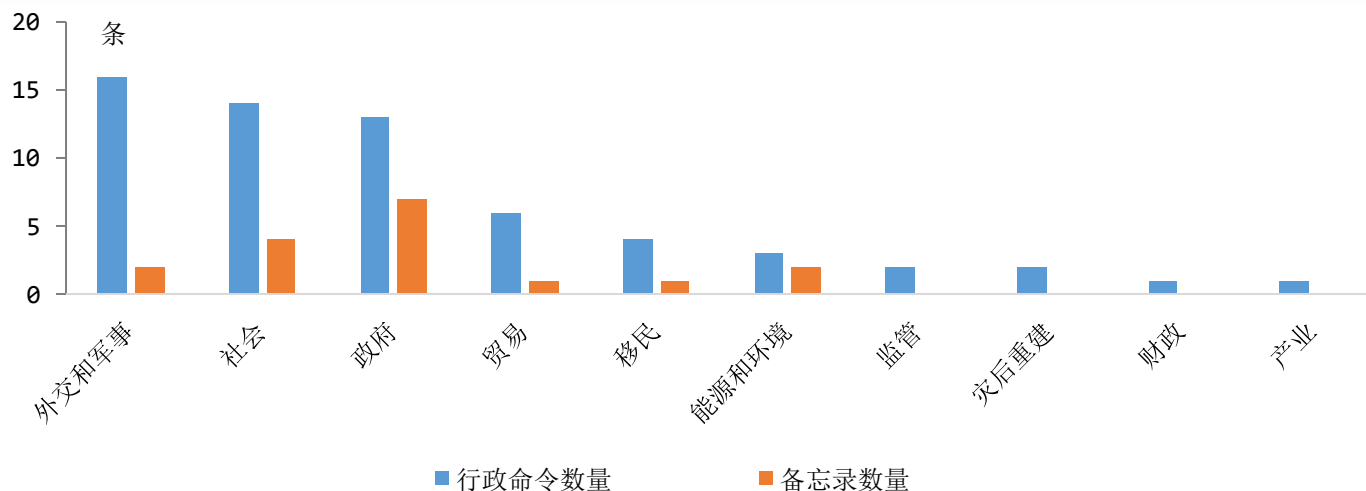
美国核心CPI下降速率放缓



4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- 截至2月18日，特朗普自1月20日上任总统以来发布的62条行政命令主要集中在外交和军事、社会、政府这三大领域，分别为16条、14条和13条，而备受关注的贸易领域仅有6条新的行政命令，移民领域、能源和环境领域分别为4条和2条。涉及政府的备忘录数量最多，为7条，其次为社会、外交和军事、能源和环境方面，各有4条、2条和2条。
- 其中，**外交和军事方面**主要包括美国退出世界组织和协定，暂停美国军队对外援助计划，中东局势军事部署；**社会方面**主要包括恢复死刑，删除性别意识形态宣传，恢复非歧视性择优招聘，成立白宫信仰办公室，让美国再次健康委员会；**政府方面**主要包括禁止央行数字货币，撤销前政府命令和备忘录，取消联邦行政研究所，成立政府教育部委员会、科学和技术咨询委员会、国家能源主导委员会，恢复部分职位问责制；**贸易方面**主要包括对中墨加三国加征关税，暂停对墨、加实施从价关税，对钢铁、铝进口全面加征关税；**能源和环境方面**主要包括宣布全国进行能源紧急状态，废除前政府的环境保护政策，严查环保机构活动，加大资源开采活动，暂停风能项目。

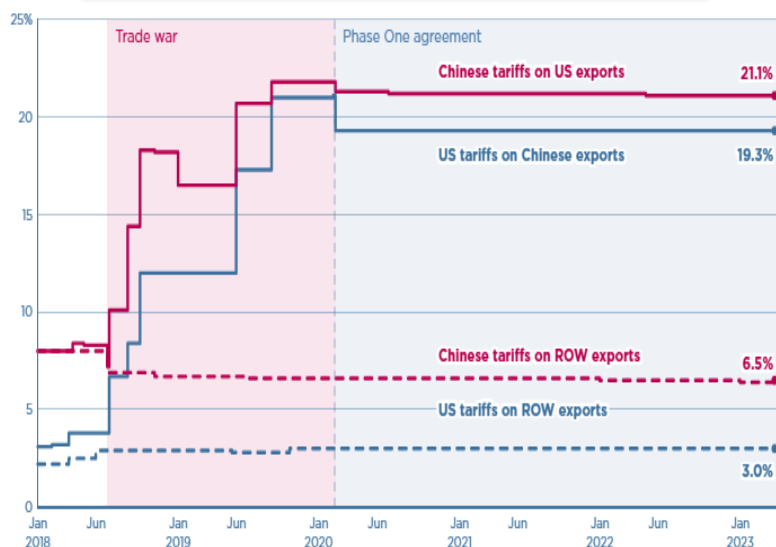
按类别分，特朗普就任总统以来出台的行政命令和备忘录数量



4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- 当地时间2月13日，特朗普签署关于“对等关税”的备忘录，并让商务部、贸易代表调查任何贸易伙伴采用的任何非互惠贸易对美国造成的损害，并制定反制计划。其中，**审查的重点事项包括五个**：（一）外国对美国产品征收的关税；（二）外国对美国企业、工人和消费者征收的不公平、歧视性或域外税，尤其提到了增值税；（三）非关税壁垒或措施以及不公平或有害的行为、政策或做法（包括补贴、不公平监管等）；（四）竞争性汇率贬值、压低工资等；（五）对市场准入施加的任何不公平限制。商务部长提名人卢特尼克表示，预计调查将在4月1日之前完成。
- 依据审查重点事项（一）和（二）而言，美国进一步对中国额外加征关税的空间不大。根据PIIE数据显示，截至2023年4月，美国对中国出口商品征收的关税税率为19.3%，中国对美国出口商品征收的关税税率为21.1%，仅1.8个点的差距；中国对大部分进口商品征收13%的增值税，美国各州消费税税率在4%-9.5%，其中可能有4-9个百分点的加征关税空间，但2月份特朗普已经对中国额外加征了10%的关税，因此后续进一步加征的概率不大。相比之下，欧洲国家是世界上增值税税率最高的，更有可能成为这次关税战的目标。

中美平均关税税率对比



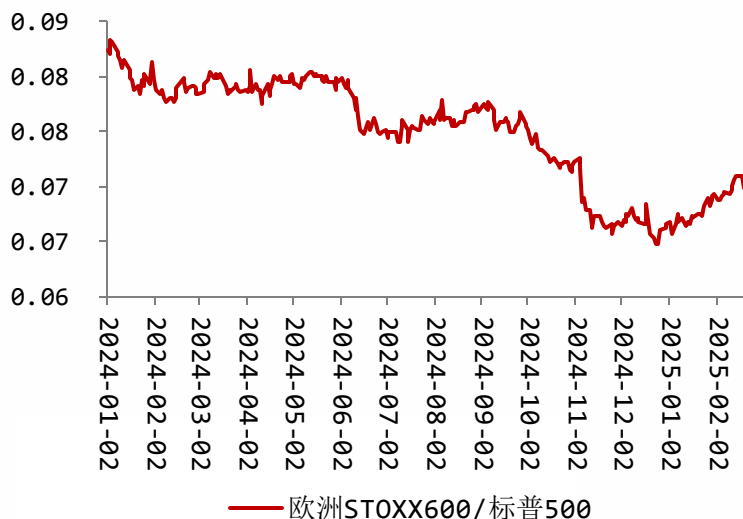
美国主要进口国家的增值税税率

国别	增值税（消费税）类别	税率
加拿大	联邦+省级层面的商品及服务税（HST）税率	5%-15%
墨西哥	增值税	16%
中国	根据商品和服务类别划分	13%、9%、6%
日本	消费税	10%
韩国	增值税	10%
德国	增值税	19%
英国	增值税	20%
荷兰	增值税	21%
巴西	联邦增值税（PIS/COFINS）	3.65%（累计）、9.25%（非累计）
印度	商品及服务税	5% -28%，大多为18%
中国台湾	一般营业税	大多为5%
新加坡	商品及服务税	9%
比利时	增值税	21%
法国	周转税	20%
越南	增值税	10%

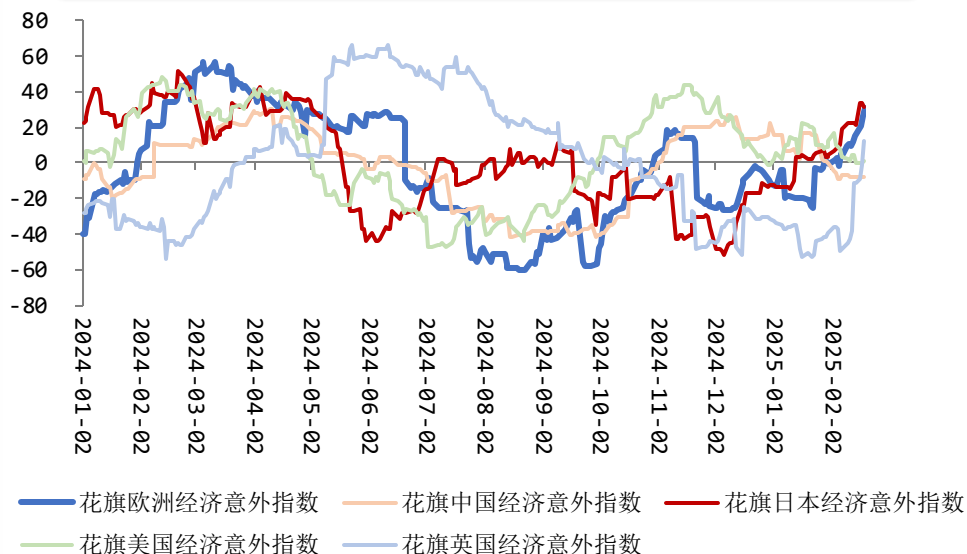
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- ❑ **欧洲央行延续降息，未来不确定性较大。**2025年1月，欧洲央行宣布将三大关键利率再次下调25个基点，存款机制利率降至2.75%，这是自2024年6月以来的第五次降息。2月拉加德表示，今年欧洲消费者价格增幅有望实现2%的目标，但是全球贸易摩擦加剧将使欧元区通胀前景更加不确定。1月，欧元区调和CPI同比上涨2.5%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，1月份核心CPI同比增速保持在2.7%，高于预期。预计欧洲央行在3月份仍可能继续降息，但未来降息节奏可能受到关税风险、通胀走势扰动。
- ❑ **今年以来欧洲主要股市均呈现显著上涨趋势**，其中欧洲STOXX50和欧洲证券交易所100的表现尤为突出，涨幅分别为9.97%和9.63%，大幅领先美股。欧股上涨的原因一方面因为欧洲经济基本面出现改善迹象，欧洲经济意外指数自2025年1月下旬左右持续走高，2月19日录得30.8，为2024年4月份以来的新高。另一方面，俄乌谈判在即也使得市场对欧股盈利修复预期抬升。但同时特朗普关税大棒也可能会对部分欧股表现带来威胁。

2025年1月以来欧股相对美股具有超额收益



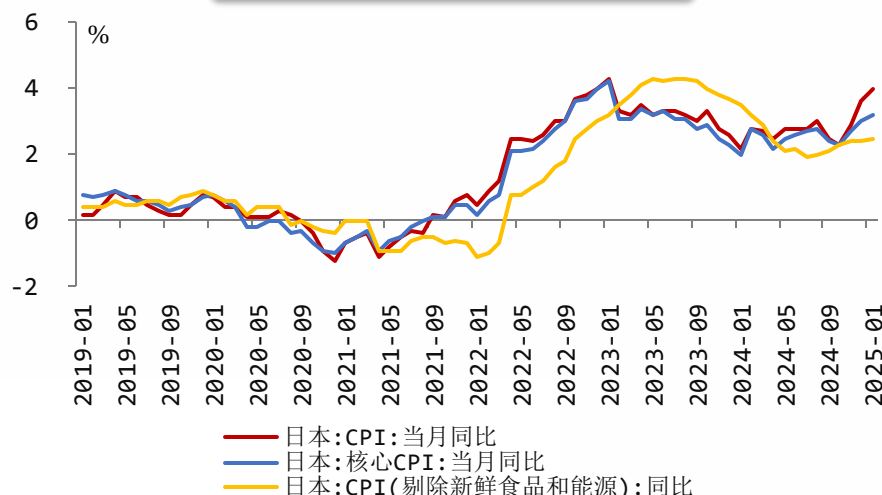
2025年以来欧洲、英国和日本经济意外指数抬升



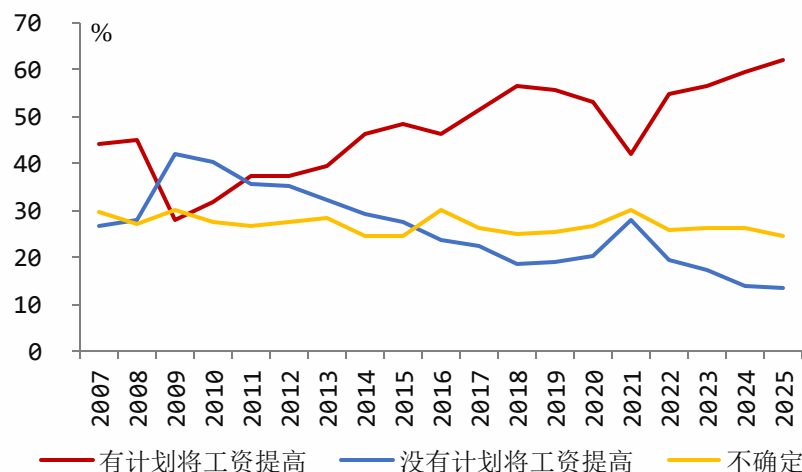
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- **植田和男表态给予日本国债收益率进一步走高的空间。**日本央行曾在1月24日宣布加息25个基点，将短期利率上调至0.5%。当地时间2月20日，日本央行行长植田和男表示，他在与日本首相石破茂的会晤中没有讨论收益率上升的问题。日本央行委员高田创也表示，继续考虑逐步加息很重要，同时还指出，日本债券收益率的走势与市场对经济的看法一致。该表态为日本国债收益率和日元进一步上涨留下了空间，当日美元/日元跌近1%至149.95。
- **日本最近的数据也支持了日本央行加息的理由。**经济方面，2024年第四季度日本经济同比增长2.8%，大幅高于市场预期和前值，此外2月21日公布的日本2月制造业PMI初值为48.9，较1月有所回升，但仍处于萎缩阶段；通胀方面，日本1月CPI同比上涨4%，涨幅创下两年新高；核心CPI（除生鲜食品）同比加速上涨至3.2%，高于预期且为2023年6月以来的最高水平；工资方面，日本12月工人名义现金收入同比增长4.8%，高于前值3.9%和普遍预期，创下自1997年以来的最大增幅。另外，日本市场研究公司Teikoku Databank对1.1万家企业的调查结果显示，约有61.9%的受访企业计划在新财年提高员工工资，约56%的受访企业表示计划提高基本工资。

日本通胀再度回升



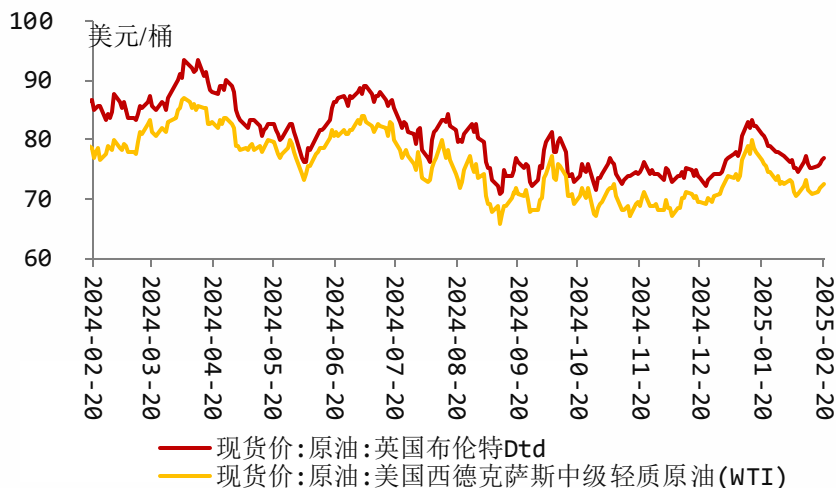
大部分公司计划在2025年进一步提高工资



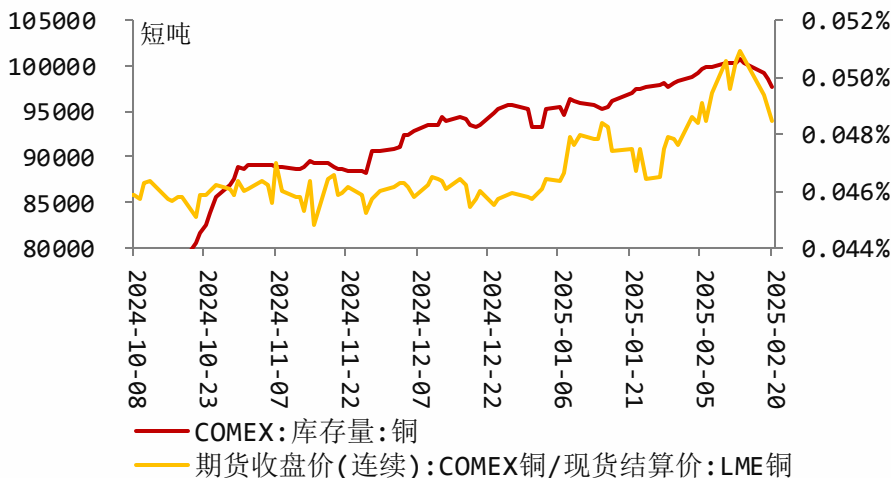
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

- **2025年初国际油价波动加大，短期内市场博弈的三因素。**1月10日，美国政府宣布对俄罗斯实施新一轮制裁，受此消息影响，原油价格连续多日上涨，1月15日上涨至峰值83.2美元/桶。然而，1月20日，特朗普回归白宫，表示将降低油气价格并加大出口，要求OPEC降低石油成本并增加产量，导致原油价格回落。进入2月，布伦特原油价格稳定在75美元附近震荡。短期来看，国际油价走势的不确定性因素较多：一是OPEC增产计划落地时间的不确定性。近期消息称OPEC+可能再度推迟定于4月开始的增加供应计划；二是俄乌和平谈判是否顺利推进，并解除俄罗斯原油出口制裁；三是特朗普关税计划的实施对全球贸易环境以及航运的影响。
- **近期铜价快速上行或源于市场对关税的担忧，中期或延续上行。**2025年以来国际铜价快速走高，然而在2月中旬左右出现向下拐点。铜价上涨的同时COMEX铜价和LME铜价之间出现高位价差，其主要原因在于市场对美国对进口铜加征关税的担忧。然而在美国“对等关税”计划推迟实施后，COMEX铜价涨幅有所放缓，COMEX铜和LME铜价差有所收敛，短期或继续调整。从基本面角度来看，铜价仍然跟随全球制造业周期，预计未来一个季度左右仍将延续上行。

2025年初国际油价先升后降



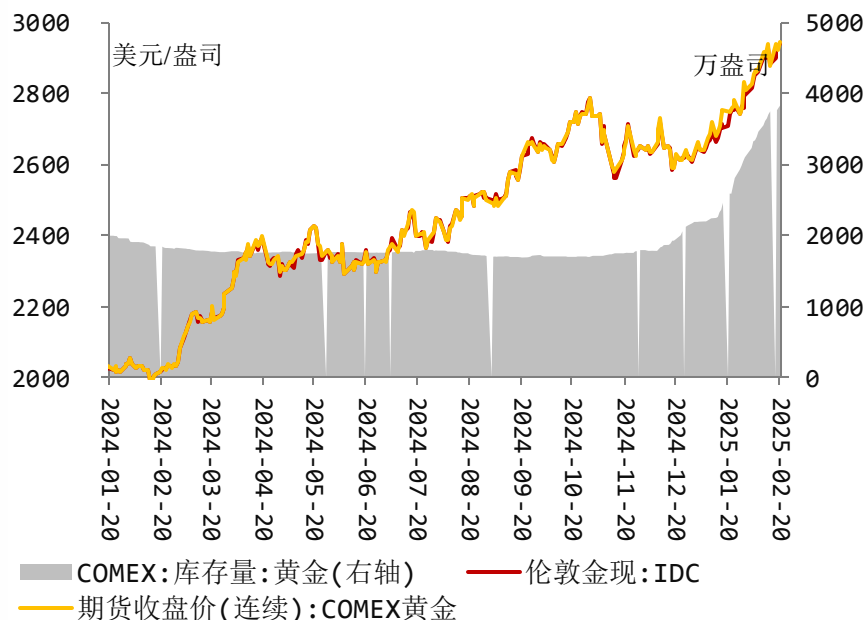
COMEX铜和LME铜价差近期收敛



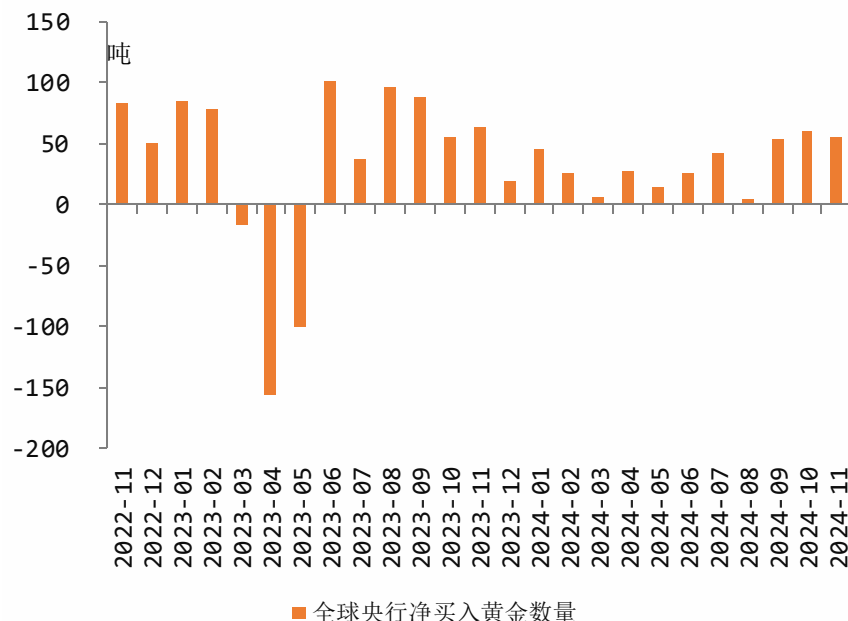
4 全球经济弱复苏延续，政策博弈暗流涌动

□ **黄金价格继续创历史新高，短期政策担忧导致累库。**2025年以来黄金价格持续走高，伦敦现货黄金价格于2月20日一度达到2955美元/盎司，创下历史新高。短期来看，市场担忧美国可能会对贵金属进口加征关税，交易商为规避潜在成本上升风险，提前将黄金从伦敦等市场转移至纽约COMEX仓库，COMEX黄金库存也从2024年11月初的1713盎司激增至2025年2月20日的3831吨。中长期来看，美国债务风险、关税风险、央行购金需求、实际利率下降等因素对金价的支撑仍在。此外，2025年2月，中国金融监管总局印发《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，中国保险资金或给全球及中国黄金市场注入新的活力。

2025年初黄金价格和COMEX库存持续走高



2024年Q4以来全球央行继续增加黄金储备



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	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	姚航	资深销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn