



变中求进，定中谋新

——2025年宏观经济的“变”与“定”

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

姓名 陈策（分析师）

证书编号：S0790524020002

邮箱：chence@kysec.cn

姓名 潘纬桢（分析师）

证书编号：S0790524040006

邮箱：panweizhen@kysec.cn

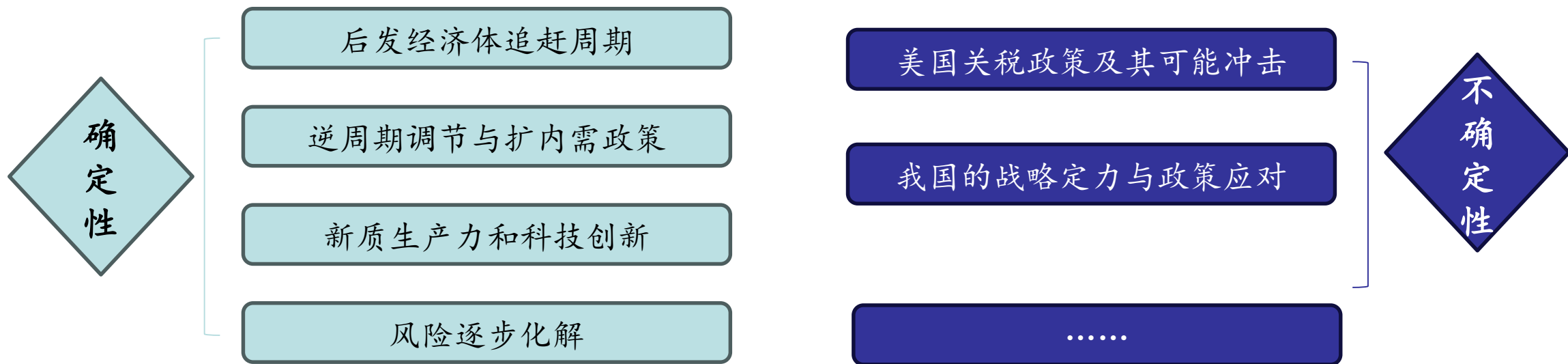
2025年2月13日

引言：变中求进，定中谋新

➤ 以我为主，应对变化，把握确定性，捕捉超预期

- 中国：消费筑基 | 科技突围 | 超预期政策空间
- 美国：关税波动 | 货币政策

应对策略：根据形势变化调整政策和投资策略，应对挑战，实现目标。投资方面，既有避险应对，也有超预期机会。



投资策略：变中求进下的机遇与布局

核心观点

➤ 一、全球宏观环境：分化与变化的世界格局

- 1、全球经济复苏分化。不同收入水平国家间的经济增速分化；主要发达经济体复苏不均，美国明显占优。
- 2、美国经济韧性回落，美联储降息可能先慢后快。美国劳动力市场保持强劲，经济实现软着陆可能性较大。降息或先慢后快，总体1-2次。
- 3、欧洲复苏前景惨淡，欧央行预计持续降息。欧元区经济增长疲软，德国甚至负增长，欧央行2025年或将进一步降息2-3次。
- 4、日本经济持续修复，日央行或稳步加息。居民薪资增速稳步上升，日本核心CPI超过2%，日央行或将在2025年稳步加息。

➤ 二、中国宏观经济：以我为主，韧性犹存

- 1、后发经济体存在追赶周期：阶段二经济收敛速度较快，阶段三逐渐回落到和发达国家相仿的水平，日本、韩国、中国香港、中国台湾、新加坡均符合这一规律。我国目前处于高速追赶平台期后半段靠近第三阶段的位置，需警惕落入中等收入陷阱的风险。
- 2、我国潜在增速仍高，要避免产出缺口为负——对应逆周期调节、扩大内需是确定性。
(1)我国目前潜在增速小幅高于5%，需避免产出缺口为负，有待实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节。
(2)中央经济工作会议提“适时降准降息”、“提高赤字率”，指向2025年将宽货币、宽财政：降准降息或适时落地；财政有望扩张，包含一般赤字、专项债、超长期特别国债、特别国债的广义赤字率或将突破8%；测算四类消费政策有望拉动社零1.4个百分点，GDP0.5个百分点。
- 3、大力发展新质生产力，推动技术创新——对应科技是确定性。2023年我国TFP已回升至约0.8%，全要素生产率或迎来新一轮上行。
- 4、地产、化债等风险有所缓解。地产量价数据有所改善，化债资金有序下达。

➤ 三、中美经贸关系：中美博弈，变中求进

- 1、关税政策的“蛇影”：
(1)特朗普上一任期，对华关税共进行四轮加征，平均关税约上升16.2个百分点。美国统计口径下，关税拖累美国对华进口增速8.7个百分点；我国统计口径下，拖累我国对美出口4.7个百分点。
(2)关税是手段而不是最终目的，主要服务于减少贸易逆差、促进美国制造业回流，还可以作为特朗普实现其它政治目的的有效谈判手段。
(3)美对华继续加征10%关税，美国统计口径和中国统计口径下，对我国GDP总体拖累分别约为0.23和0.12个百分点，影响相对可控。
- 2、中国的应对之道：
(1)客观看，世界离不开中国，中国制造业占比远超其他经济体，且不断增大制造业研发投入。
(2)对外可扩大贸易对象对冲美国关税冲击。中国将深化同欧盟、东盟等第三世界国家合作，分散风险。
(3)对内可进行超常规逆周期调节，包括更大力度的财政和货币政策，以及大力提振消费；推动核心技术突破，构建自主可控的产业链。
(4)博弈背后的长期趋势：逆全球化背景下，各国将更重视区域化、本土化。中国未来经济发展将逐渐从外需驱动转向内需驱动。

➤ 四、投资策略：变中求进下的机遇与布局

- 1、把握确定性方向。消费：以旧换新利好领域、大众消费品等。科技：人工智能、数字经济、低空经济、具身智能、半导体、新能源等。
- 2、捕捉波动性机会。超常规逆周期调节：大幅降准降息利好小票；财政扩张利好周期、消费；应对波动性的黄金、红利、主题投资机会等。

➤ **风险提示**：国内政策不及预期，美国经济超预期衰退。

目 录

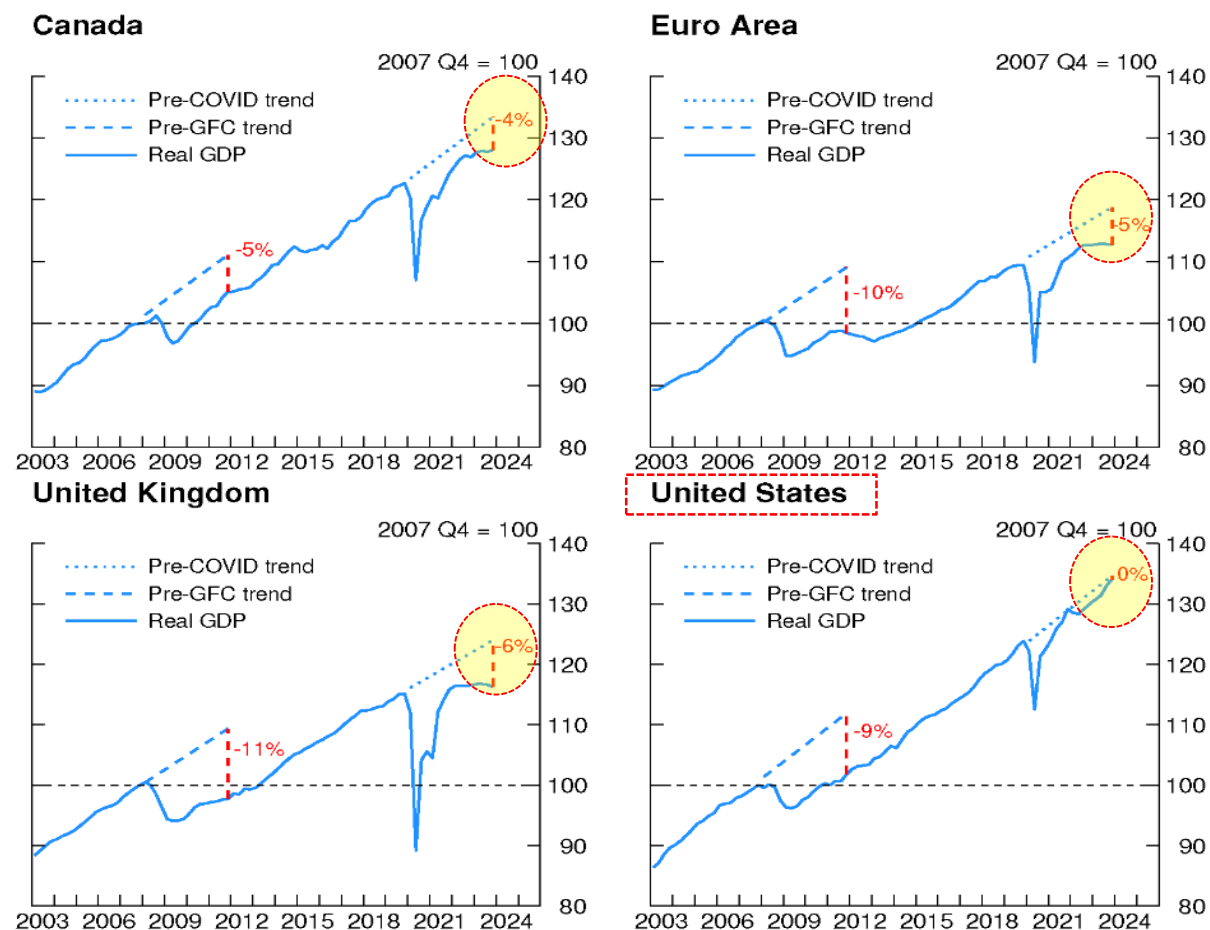
CONTENTS

- 《1》 全球宏观环境：分化与变化的世界格局
- 《2》 中国宏观经济：以我为主，韧性犹存
- 《3》 中美经贸关系：中美博弈，变中求进
- 《4》 投资策略：变中求进下的机遇与布局
- 《5》 风险提示

1.1 全球经济复苏分化

- 海外国家经济复苏分化明显，与2008年金融危机后普遍遭遇负面冲击不同，疫情后的全球经济复苏出现明显分化。
- 一方面不同收入水平国家间的经济增速分化。根据世界银行最新《全球经济展望》数据，发达经济体在2022年-2024年GDP同比增速分别为2.8%、1.7%、1.7%，整体趋缓；但新兴市场和发展中经济体GDP同比增速分别为3.7%、4.2%、4.1%，不仅当前经济增速较高，且预期在2025-2026年能够保持相对稳定。
- 另一方面主要发达经济体间的经济复苏冷热不均，美国明显占优。根据美联储的研究，在2008年金融危机后，美欧英加等发达国家均未恢复至危机前增长趋势水平。但疫情后，美国经济增长已基本回到了疫情前的趋势水平，而其他发达国家距离疫情前经济增长趋势仍有4%-6%的缺口，其中欧洲国家产出缺口相对较大，经济增长可能面临一些长期性问题。

图1：相较于其他发达国家，美国经济基本恢复至疫情前趋势性水平



1.2 美国经济韧性回落，美联储降息可能先慢后快

- 美国4季度经济增速放缓，消费的拉动力进一步显现。美国4季度实际GDP环比折年增长2.3%，较3季度下降0.8个百分点，分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动4季度GDP环比增长**2.82**、**-1.03**、**0.04**、**0.42**个百分点。
- 个人消费环比增速持续上升，私人投资环比增速转负。4季度美国个人消费环比增长4.2%，较3季度上升0.5个百分点，对GDP的环比拉动上升0.34个百分点，对经济增长的重要性持续提升。但私人投资4季度环比下降5.6%，较3季度下降6.4个百分点，对GDP的环比拉动下降1.19个百分点，其中库存拖累较大，结合库存数据看，3季度美国或存在一定的抢进口补库，后续或仍拖累经济增长。

图2：美国4季度经济增长略有下降

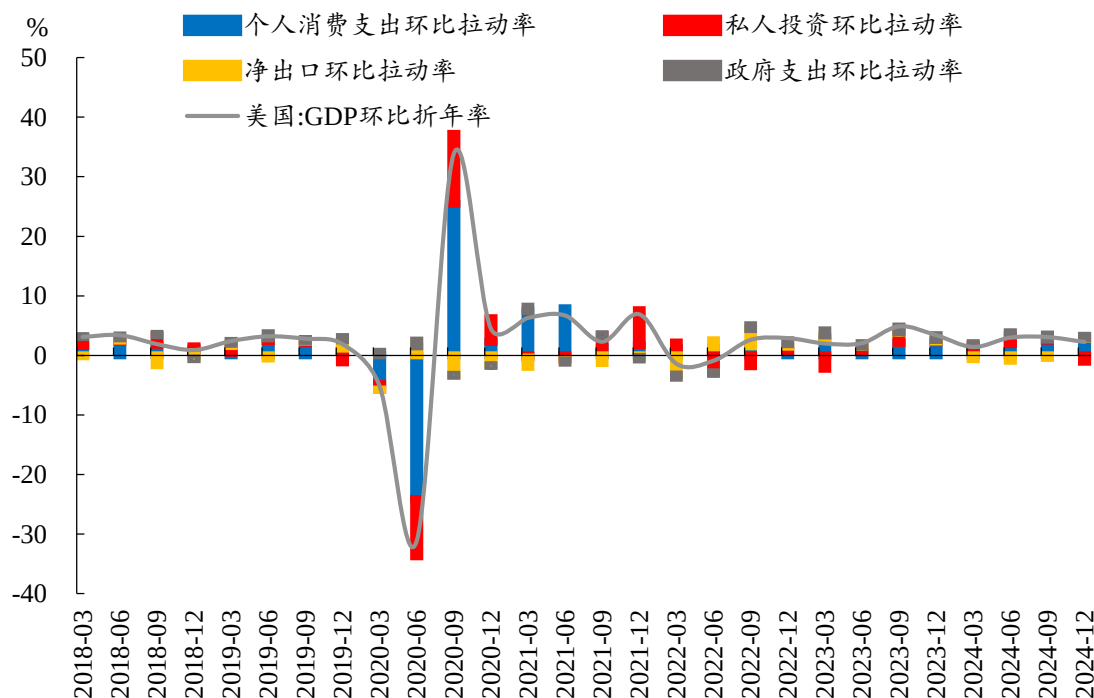
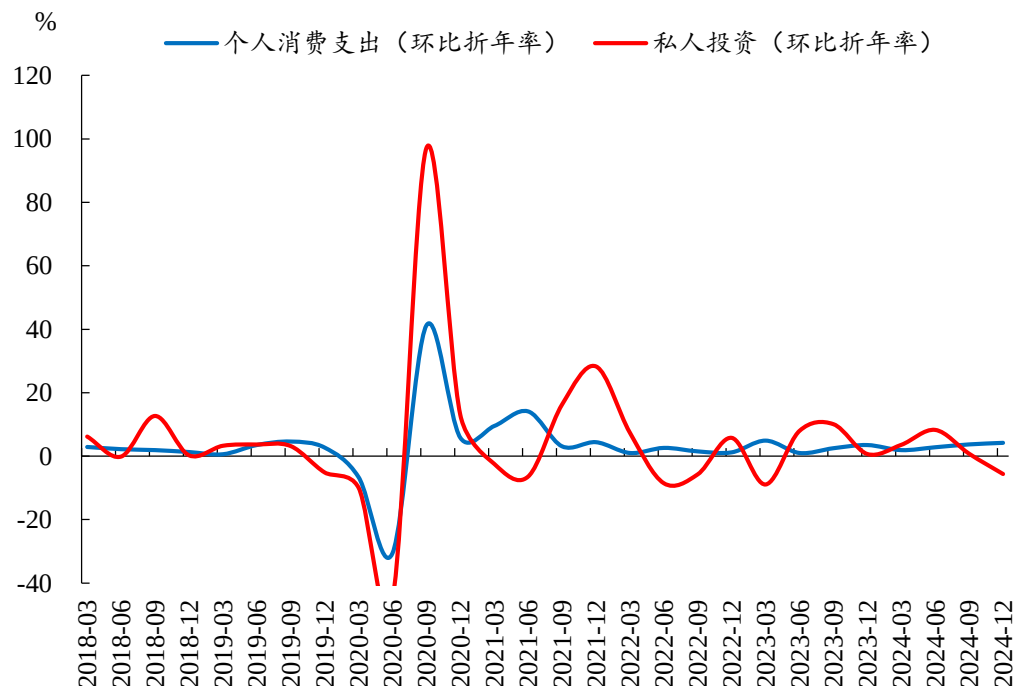


图3：私人投资4季度环比增速下降较多



1.2 美国经济韧性回落，美联储降息可能先慢后快

- 2025年美国软着陆仍是基准情形，但随着特朗普各项经济政策的逐渐实施，美国经济表现可能面临一定挑战。
- 一则美国劳动力市场相对强劲，美国居民的可支配收入持续增长，因此消费较为强劲，为美国经济增长提供了坚实的支撑。4季度美国最终私人购买环比增速为3.0%，较3季度微降0.1个百分点，高于2015-2019年环比增速均值2.8%，整体保持相对坚挺。
- 二则特朗普政府的关税、驱逐非法移民等政策可能提升美国通胀，从而导致美联储降息进一步推后，叠加库存对经济增长的拖累可能持续存在，届时若居民消费持续受到高通胀、高利率的压制，美国经济增长可能会面临一定的挑战。

图4：美国居民可支配收入仍在增长

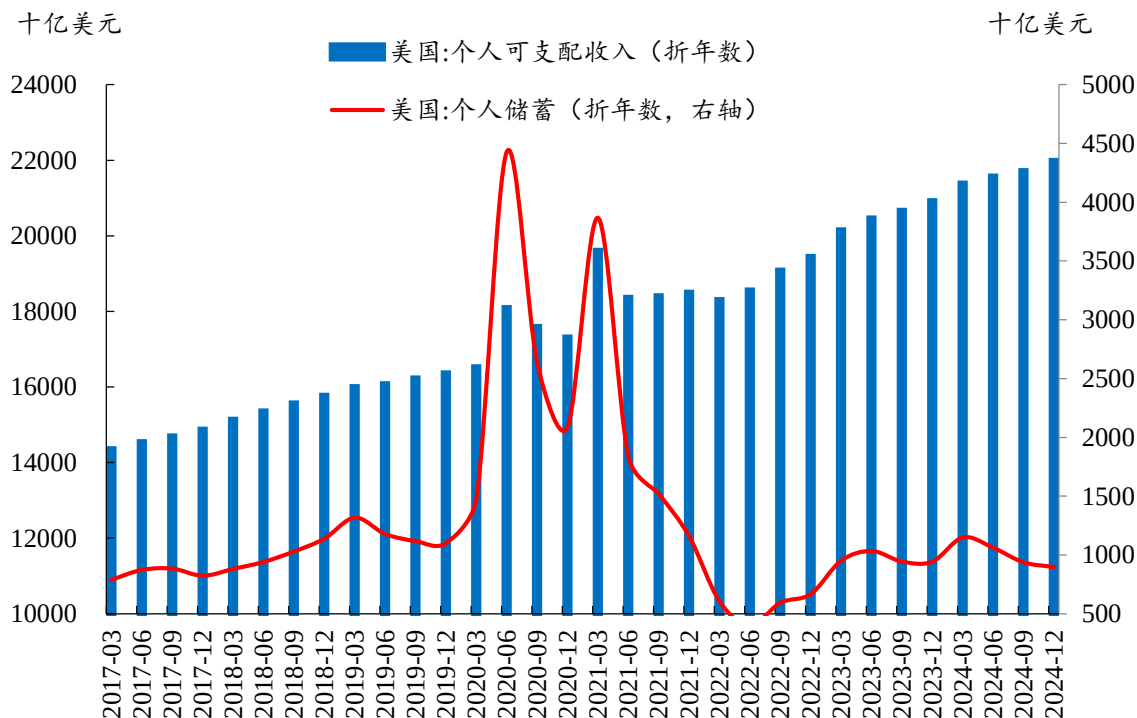
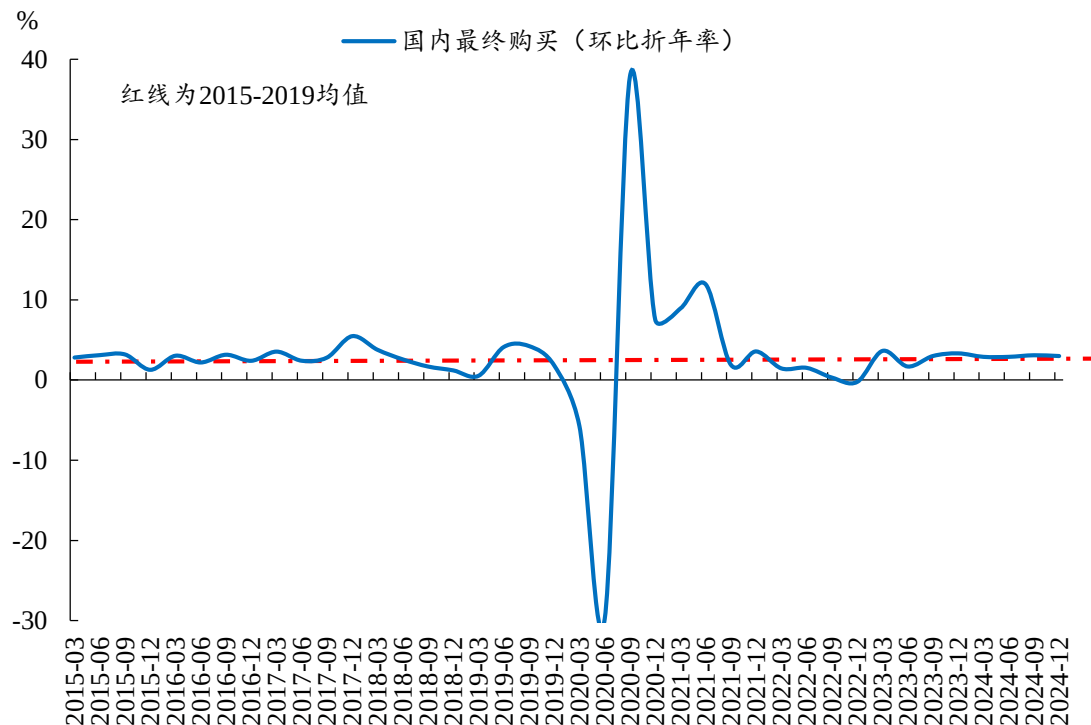


图5：美国最终私人购买环比增速保持坚挺



1.2 美国经济韧性回落，美联储降息可能先慢后快

- 美联储1月FOMC暂停降息，并删除对通胀回落至2%的表述，但鲍威尔整体表态中性略偏鸽。美联储1月声明删去了通胀率朝着委员会2%的目标迈进的表述，且保留了通胀略有上升，显示美联储对于当前通胀持续回落至目标区间的信心减弱。但发布会上美联储主席鲍威尔虽表示不急于继续降息，但并未否定后续降息的可能性，整体表态中性略偏鸽。
- 美联储降息周期或并未结束。在经历了100bp的降息后，美国经济韧性明显，居民通胀预期亦有上调，但通胀趋势尚未出现连续反弹，因此我们认为美联储暂停降息并不意味着降息周期结束。基准情形下，美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，可能不及预期，需关注特朗普各项政策的实施顺序、力度与影响。

图6：美国居民通胀预期略有上升

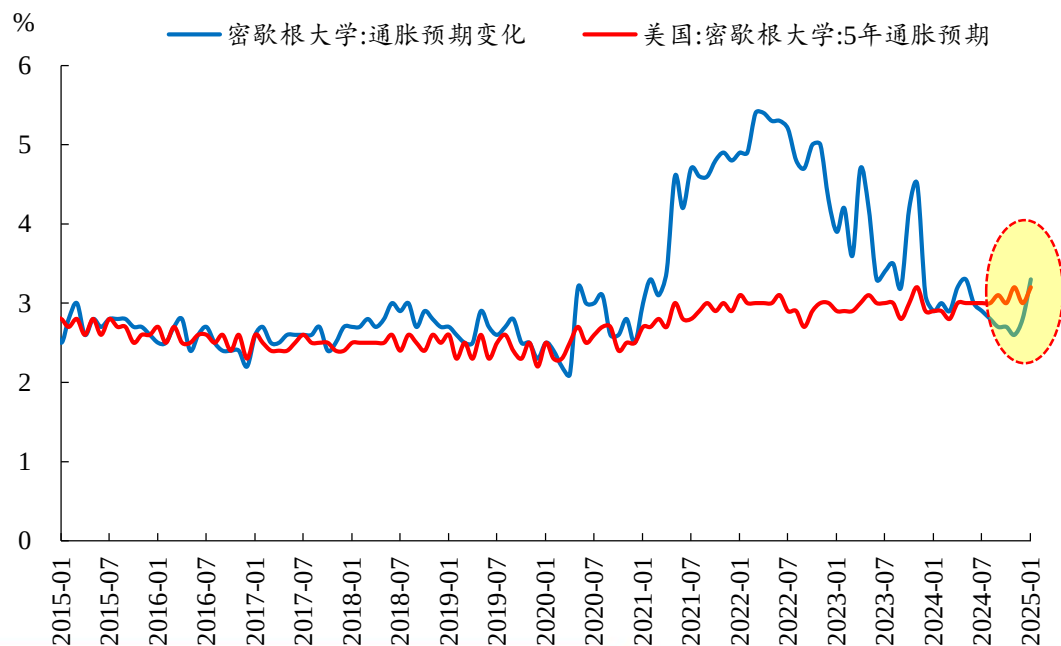
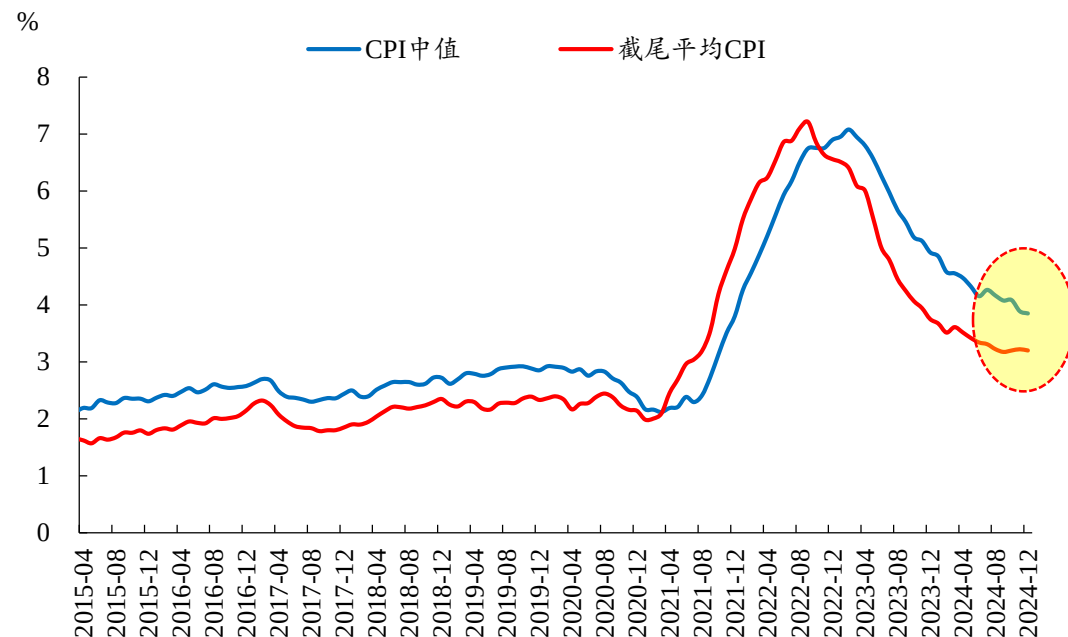


图7：美国通胀趋势仍在下行



1.3 欧洲复苏前景惨淡，欧央行预计持续降息

- 欧元区的经济增长则略显疲软。2024年4季度欧元区GDP同比增速为0.9%，环比增速为0，分别较3季度持平、下降0.4个百分点。实际上，由于遭受能源危机冲击，以及欧央行在2022年中开启大幅加息，自2022年4季度以来，欧元区GDP同比增速均未突破2%，整体经济增长相对疲软。
- 德国经济陷入负增长，制造业PMI近期处于荣枯线以下。作为欧元区核心国家，德法经济增长均呈现出较为明显的回落迹象。其中德国2024年4季度GDP同比录得负增，制造业PMI也低于50%荣枯线。

图8：欧元区经济增长相对疲软

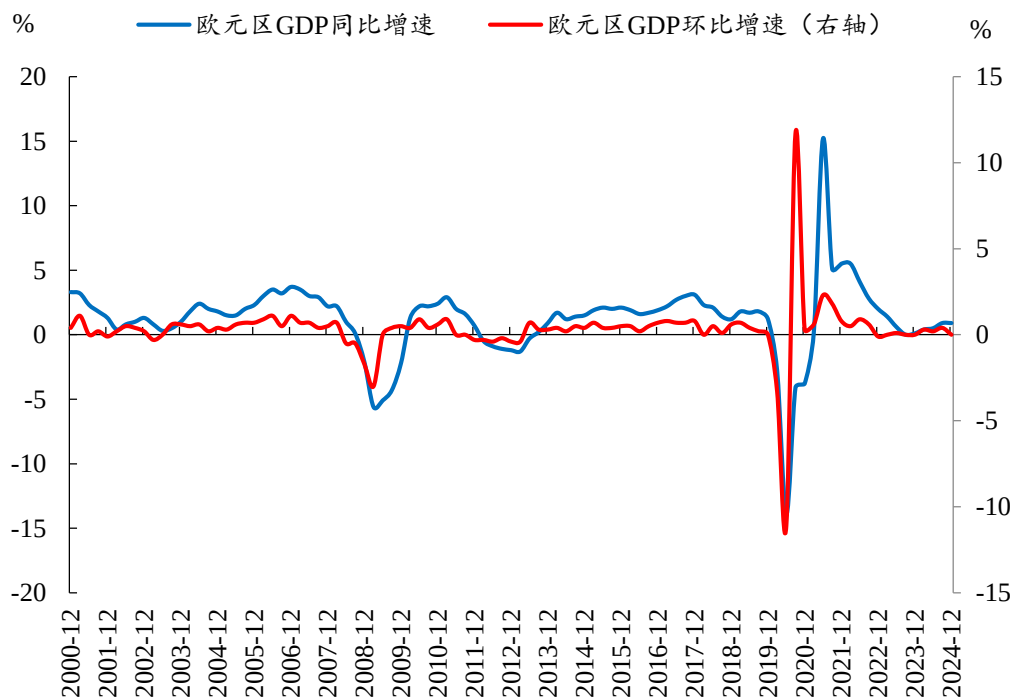
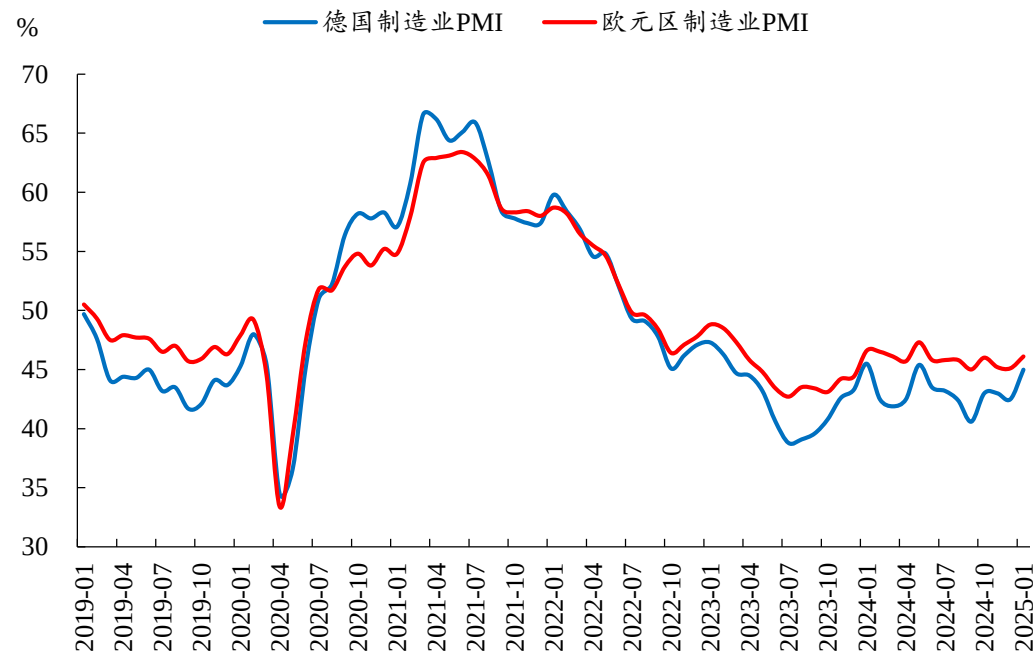


图9：德国制造业PMI近期处于荣枯线以下



1.3 欧洲复苏前景惨淡，欧央行预计持续降息

- 欧央行自2024年6月已连续降息5次。随着通胀持续下行，欧央行自2024年6月开始降息。1月30日欧央行再次降息25bp，使得三大主要利率（主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款便利利率）分别降至2.9%、2.75%、3.15%。
- 声明中，欧央行表示去通胀进程总体顺利，同时融资条件仍然紧张，当前货币政策仍然具有限制性，而欧元区经济目前或仍面临逆风，但随着降息的进行，或将支持需求的回升，后续将会采取数据依赖的方法来逐次确定是否降息。
- 我们认为，基准情形下欧央行在2025年或将进一步降息2-3次，以支撑欧元区经济增长，并应对可能的美欧贸易摩擦。

图10：欧央行连续降息

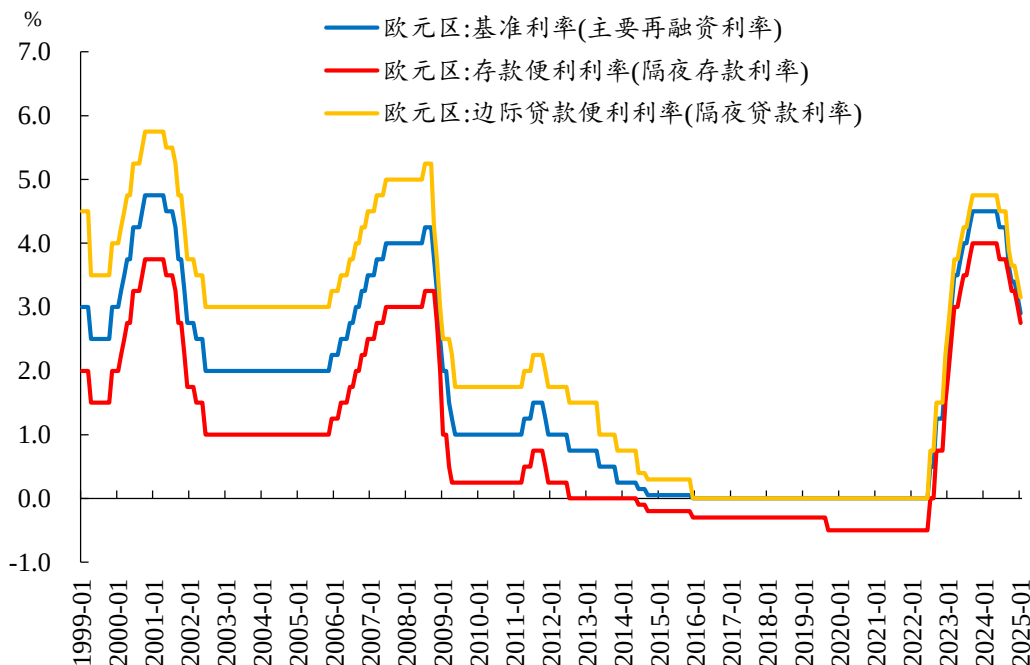
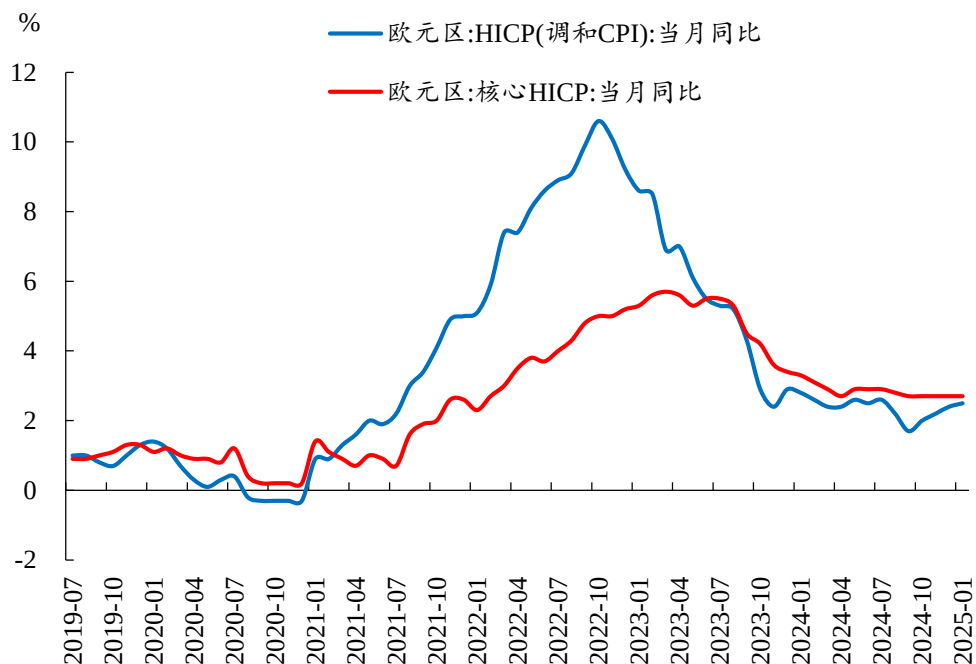


图11：欧元区去通胀进程总体顺利



1.4 日本经济持续修复，日央行或稳步加息

- 日本经济出现修复迹象，通胀持续上升，日央行首次加息25bp。2024年以来，随着日本经济持续修复，通胀持续上行。1月24日，日本央行决定加息25bp至0.5%，为2007年以来首次加息25bp，货币政策逐渐迈向正常化。
- 日本居民薪资不断上升，或支撑日央行在2025年稳步加息。随着日本居民薪资增速的稳步上升，日本核心CPI在2024年均超过2%，结合日本央行的预测来看，日本有望走出长期以来的通缩。因此若全球没有大的经济金融风险，日本央行或将在2025年稳步加息。

图12：日本CPI在2024Q4上升较多

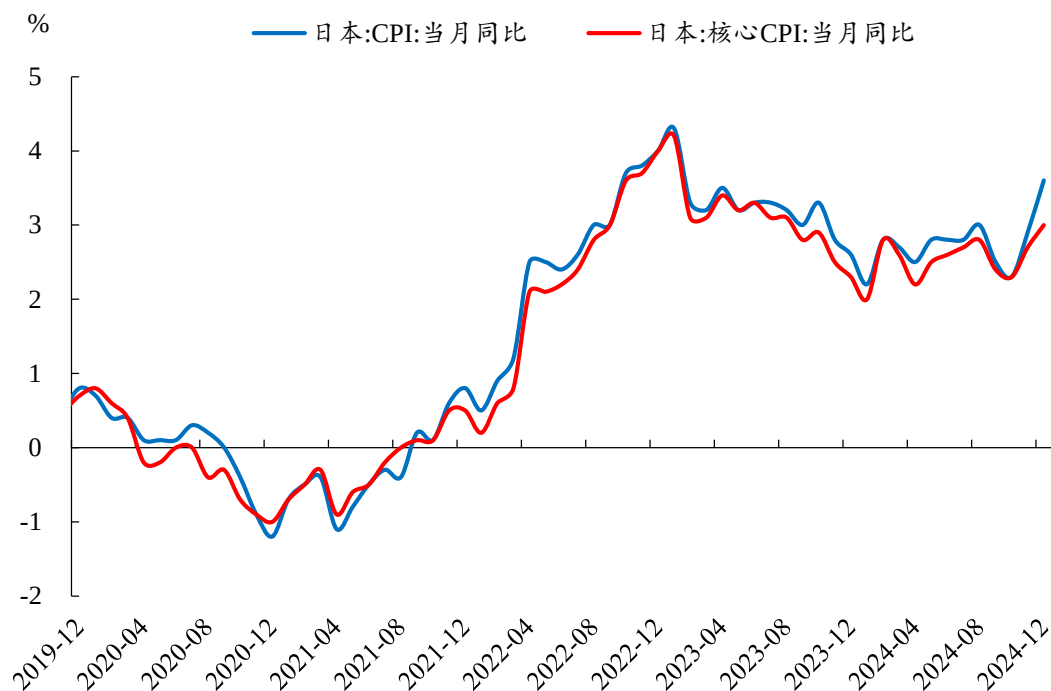
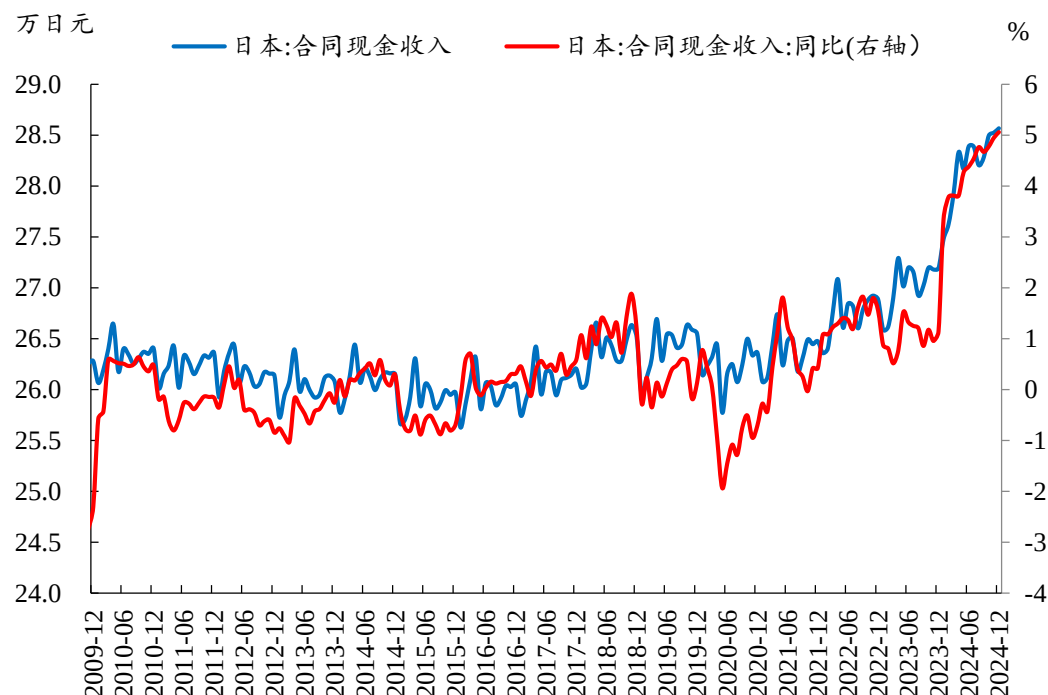


图13：日本薪资增速近期不断上升



目 录

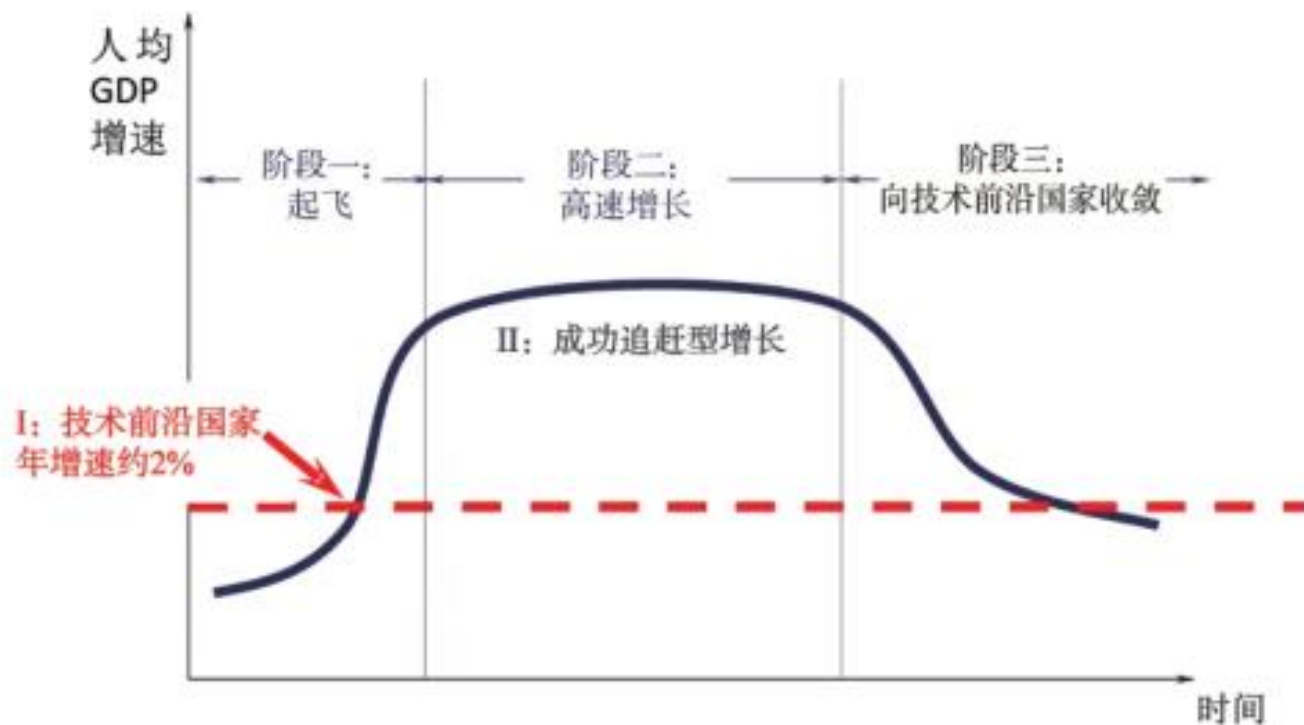
CONTENTS

- 《1》 全球宏观环境：分化与变化的世界格局
- 《2》 中国宏观经济：以我为主，韧性犹存
- 《3》 中美经贸关系：中美博弈，变中求进
- 《4》 投资策略：变中求进下的机遇与布局
- 《5》 风险提示

2.1 后发经济体：存在追赶周期规律

- 后发经济体存在追赶周期。日本、韩国、新加坡、中国台湾、中国香港等成功实现了经济追赶，大幅缩小了与发达国家的收入差距，刘培林指出其共同特征在于经历了追赶周期：经济增长速度随时间推移呈倒 U 形轨迹，即人均收入增速依次经历低水平均衡状态下的低速度→起飞→高速追赶（阶段二）→增速降落→中速/中低速平稳增长（阶段三）的完整过程。
- 后发追赶型经济体，在阶段二保持了 20-30 年的高速追赶平台期且未呈现明显递减趋势。根本原因或在于，其可通过技术模仿、技术跨代、管理模式商业周期软模仿等方式，抵消了资本边际报酬递减的效应，从而实现高速追赶平台期结束、增速向技术前沿国家收敛的第三阶段。

图14：成功追赶的经济体，具有一定追赶周期



- 我们重点考察了三类经济体，本国相对美国人均GDP比值与该国未来人均GDP增速的关系。东亚实现后发成功追赶的经济体，在阶段二经济收敛速度较快，在阶段三逐渐回落到和发达国家相仿的水平，进一步证明了追赶周期规律。
- 我国目前处于高速追赶平台期后半段靠近第三阶段的位置，需要警惕在高速追赶平台期尚未结束时、经济增速出现明显下滑，即落入中等收入陷阱的风险（即左图的部分拉美国家）。应坚持以进促稳，先立后破，既要重视经济增长，又要重视结构转型。

图15：东亚后发经济体，普遍符合追赶周期

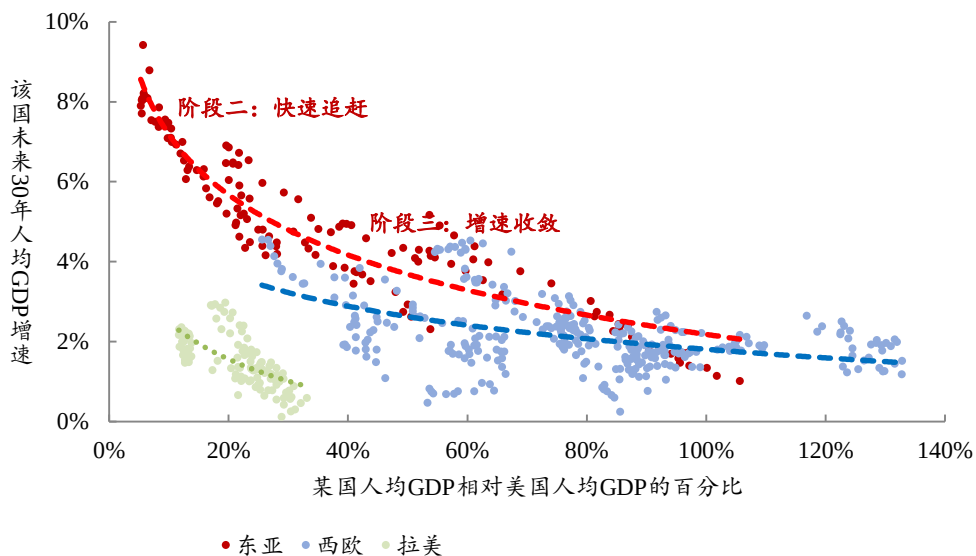
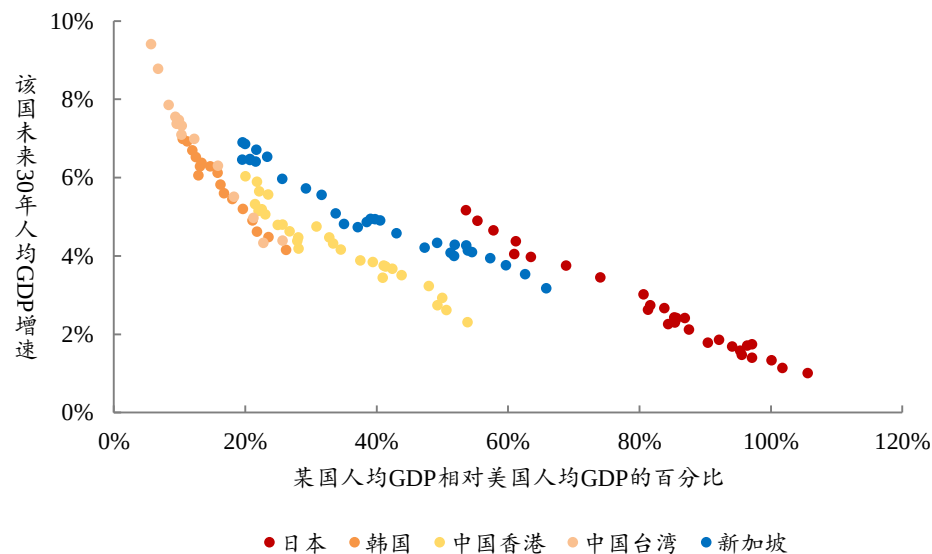


图16：东亚后发经济体，阶段二收敛速度较快



2.2 潜在增速仍高，需要避免产出缺口为负

- 我国潜在增速仍高，需要避免产出缺口为负——对应逆周期调节、扩大内需是确定性的。
- 诸多机构和学者研究了中国中长期潜在经济增长率，其中社科院金融研究所和央行调查统计司分别测算2025年约为5.16%、5.1%，则目前产出缺口仍小幅为负。此外，我们基于HP滤波 ($\lambda=25$) 测算，一揽子政策加码后、2024年我国产出缺口已改善至接近0，仍有待实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节，推动产出缺口明显回正。

图17：机构和学者测算中国潜在经济增速仍高

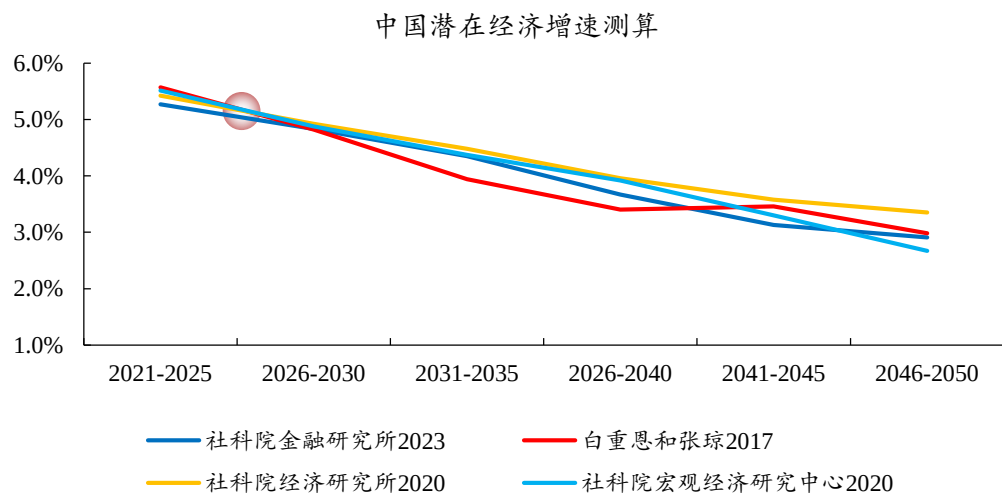
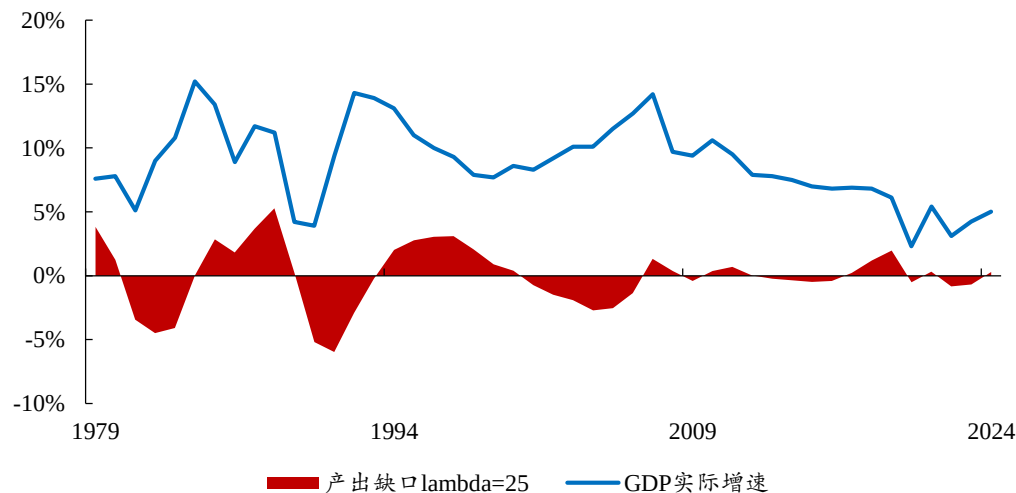


图18：HP滤波显示2024年我国产出缺口小幅收窄



2.2 中央经济工作会议的确定性：适度宽松的货币政策

- 中央经济工作会议提出“实施适度宽松的货币政策”，首提“适时降准降息”，暗示降准降息落地确定性大。历史上重要会议直接提“降准降息”较为罕见，多表述为“降低融资成本”，或指向2025年金融对实体经济支持加力的确定性。且与降至历史低位的名义利率相比，我国实际利率仍处在偏高位置，政策利率和准备金率皆有下降空间。
- 我们判断2025年降准幅度或不少于100bps，OMO可能降息50bp，5年期LPR也可能将继续下降。

图19：重要会议明确提出货币宽松表述后降息落地概率增加

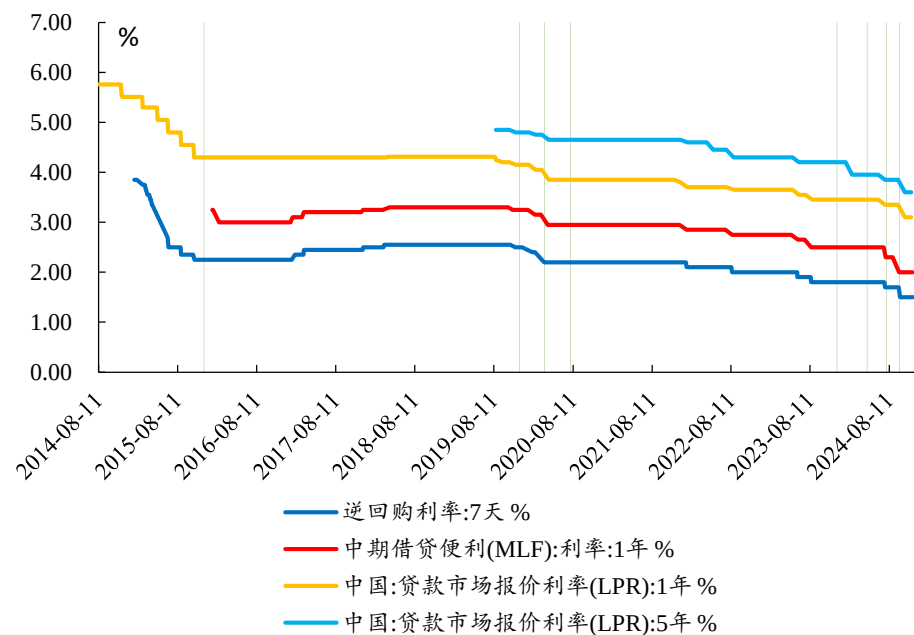
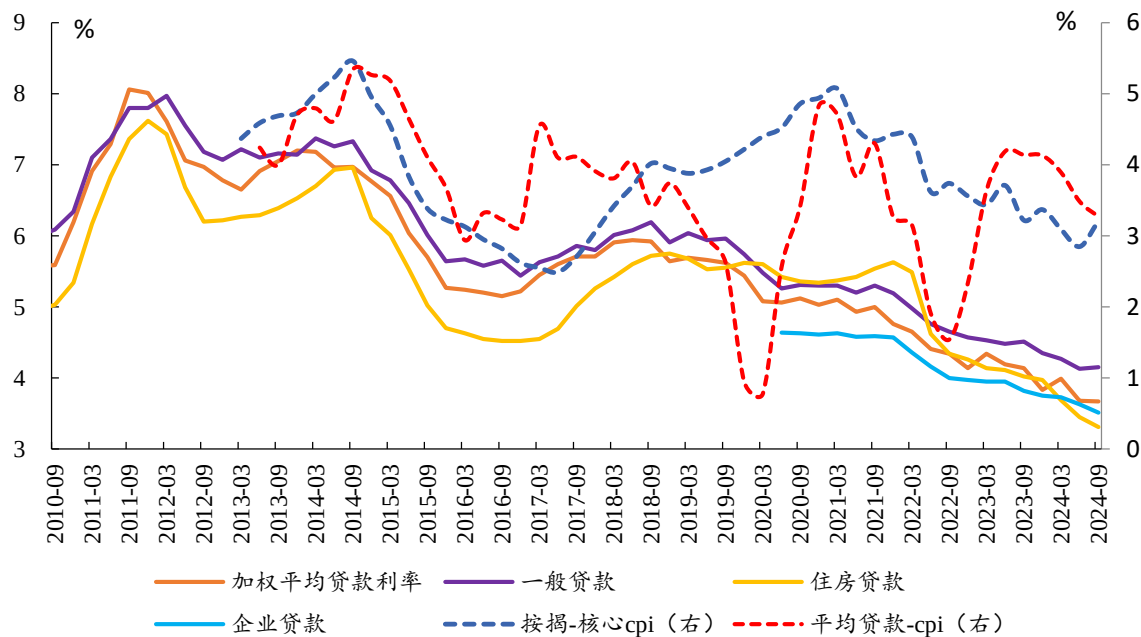


图20：与名义利率不同，实际利率并未降至历史低点



2.2 中央经济工作会议的确定性：适度宽松的货币政策

- 货币政策仍受多重目标制影响，汇率、防资金空转等曾成为货币政策阶段性目标。因此，宽松的节奏和力度或因势而变，取决于内部和外部环境变化。
- 2019年以来，降息的直接触发因素为基本面承压。具体表现为地产销售下行、CPI/核心CPI走低、实体融资需求不振等。而在部分情况下，稳汇率目标优先时降息的必要性阶段性减弱。2025年初，稳汇率的重要性有所增加，降息节奏或因此后延，但全年宽松，降准降息的基调不变。

图21：降息节奏与地产基本面波动有一定相关性

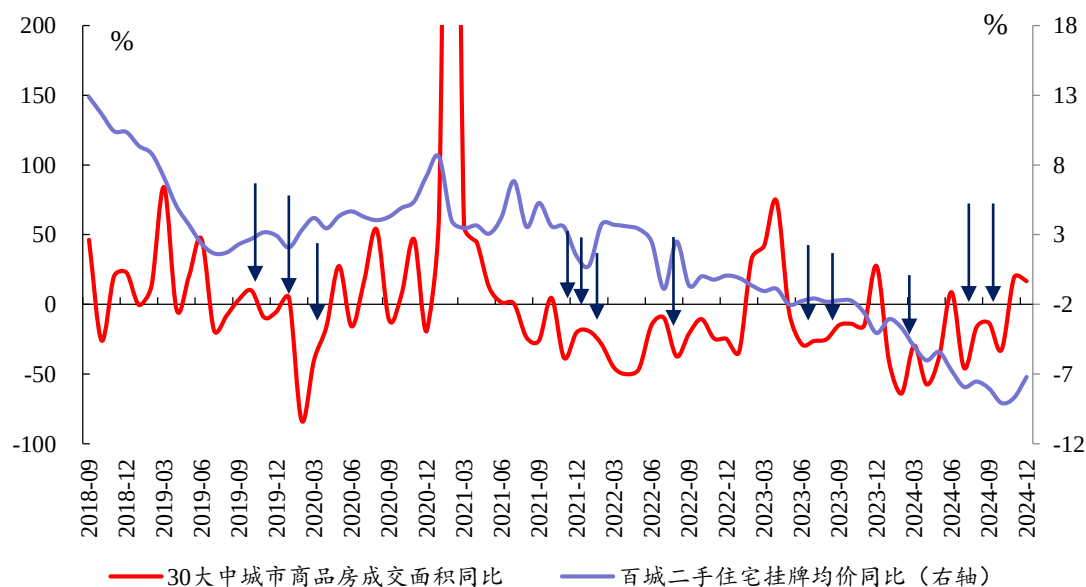
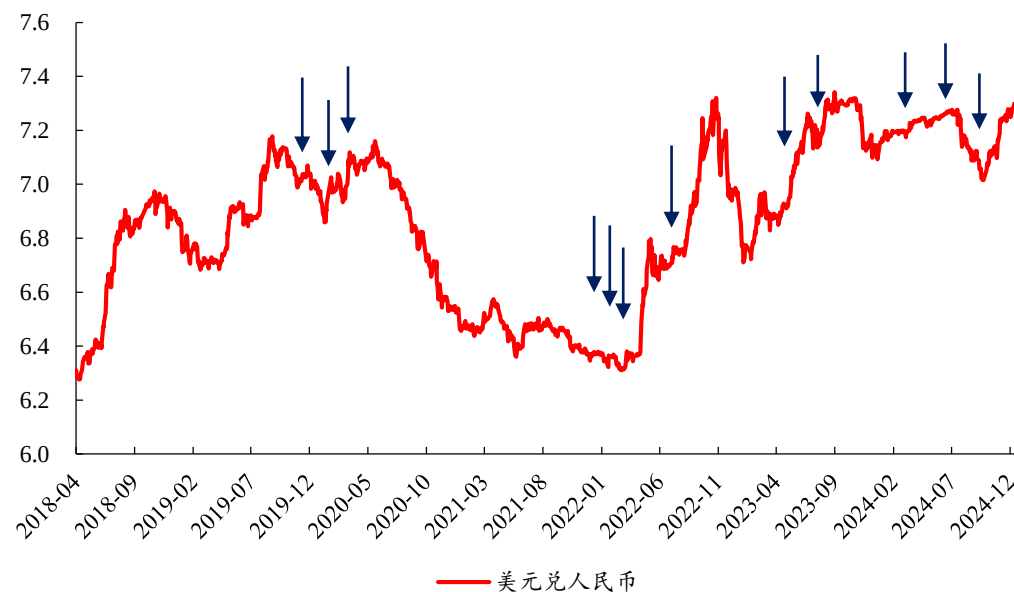


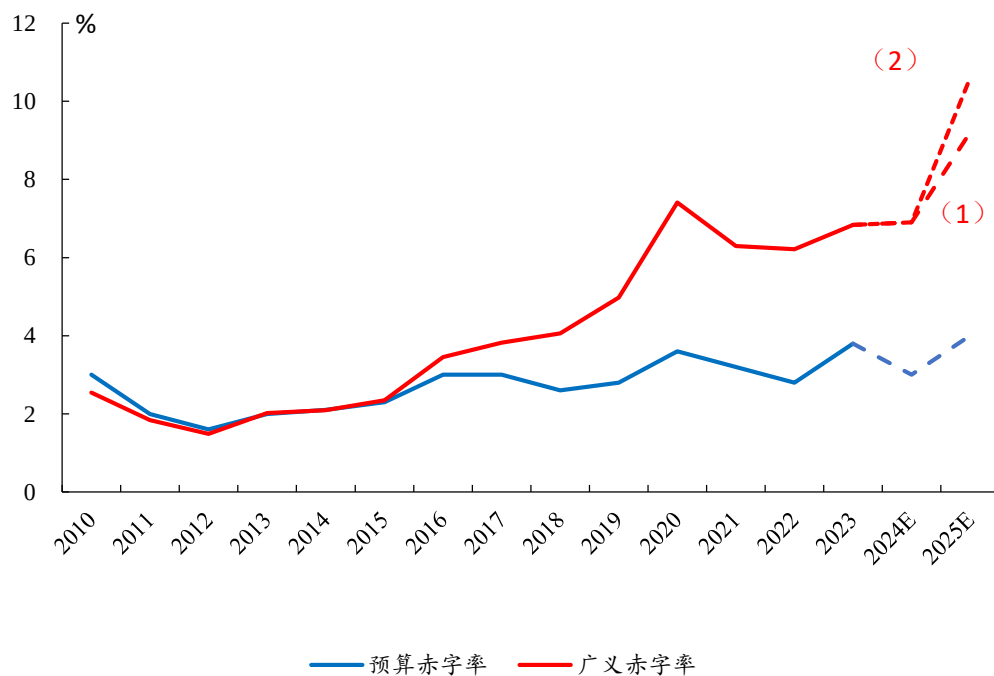
图22：降息时点倾向于避开人民币汇率短期承压时期



2.2 中央经济工作会议的确定性：扩张的财政政策

- **更积极的财政政策发力方向明确。**除延续“更加积极的财政政策”基调，会议还具体明确“提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用”。上一次中央经济工作会议出现“提高赤字率”的表述在2015年，2016年赤字率由2.3%提升至3%。预计2025年赤字率可能由3%提升至4%左右。2025年广义财政赤字率有望提高，给定广义财政赤字的组合为一般赤字+专项债+超长期特别国债+特别国债，2025年有望增加3万亿，广义赤字率有望增至9%以上。

图23：2025年赤字率可能显著提升



(1)：包含特别国债、超长期特别国债、专项债，不含2万亿化债政府债券；

(2)：包含特别国债、超长期特别国债、专项债、化债政府债券

2.2 中央经济工作会议的确定性：扩张的财政政策

- 2024年最显著的财政收入特征是非税收入占比显著高于往年。财政部曾透露，前三季度各级政府多渠道盘活国有资源资产，带动国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入增加，共拉高非税收入增幅10.8个百分点。四季度仍偏高的非税收入或主要来源于地方政府大力处置闲置资产，加大资源、资产盘活力度等，也作为财政收入的重要补充。
- 2024年财政总体后置，年末卖地收入企稳预示地产改善趋势较为积极。2025年专项债若扩容，可能在上半年保有一定发行强度，此外超长期特别国债也将按节奏发行。我们推测2025年财政将更为前置。

图24：2024年下半年非税收入高于季节性

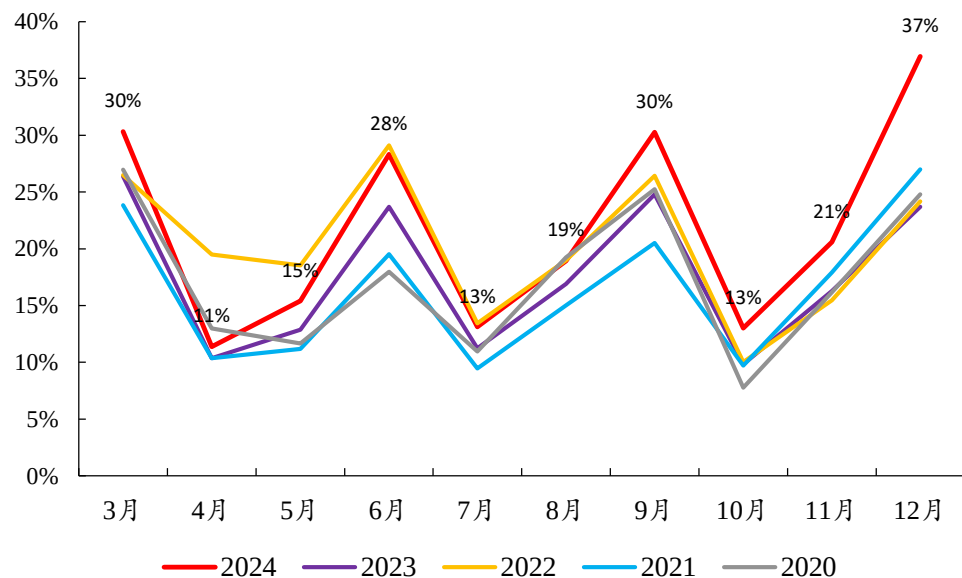
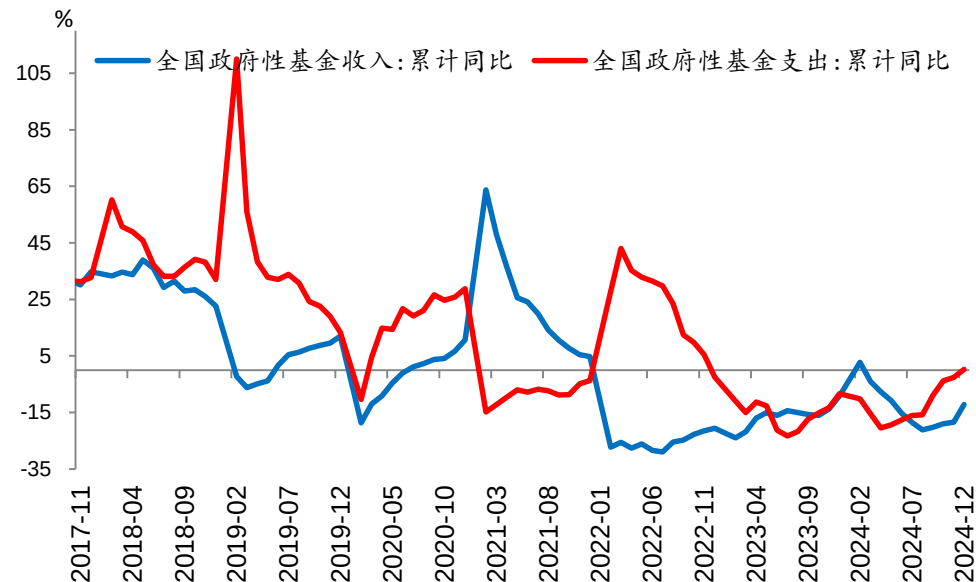


图25：去年底广义财政收支增速改善



2.2 四类消费政策或拉动2025年社零1.4个百分点

- 在年度策略《中国扩大内需的路径选择》中，我们基于地产企稳、股票财富效应、完善社会保障、消费补贴加码、新型城镇化等角度，长期看好消费。展望2025年，除了已落地的加力扩围实施“两新”政策，我们认为消费政策可能形式更加多样，例如养老补贴、部分群体涨薪、生育补贴等收入性政策均有一定可能。
- 基准假设下，**老龄补贴2000亿元左右，生育补贴2000亿元左右，公务员月薪上涨约500元，以旧换新加力扩容至3000亿左右，测算四类政策合计资金7480亿元、提振消费6721亿元，有望拉动2025年社零增速1.4个百分点，拉动GDP增速 0.5个百分点。**

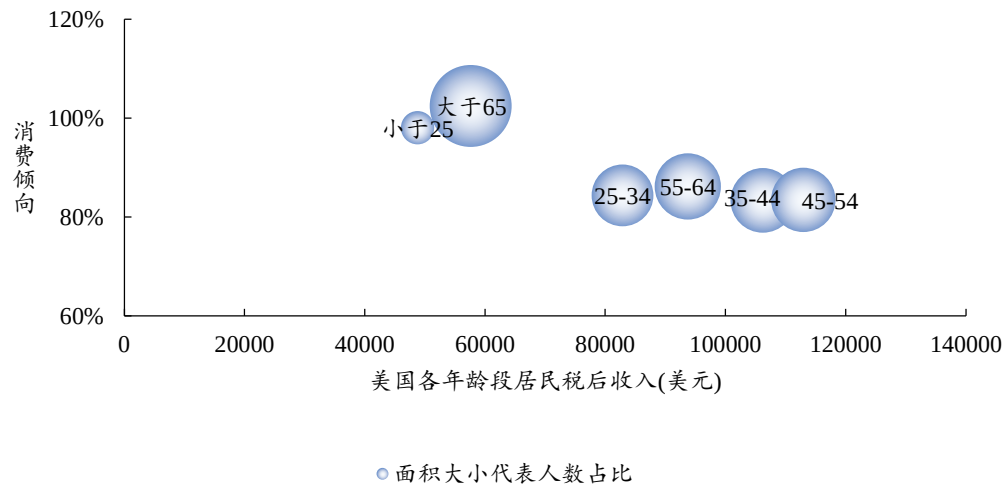
表1：四类消费政策或拉动2025年社零1.4个百分点

	2000亿 老龄补贴	2000亿生育补贴		公务员涨薪	3000亿消费品 以旧换新	合计支出 7480亿元
		直接拉动	提高生育			
拉动社零(亿元)	1500	1260	195	336	3430	6721
拉动社零增速	0.31%	0.26%	0.04%	0.07%	0.70%	1.38%
拉动GDP增速	0.12%	0.10%	0.02%	0.03%	0.27%	0.52%

2.2 养老补贴和生育补贴或拉动社零约3000亿元

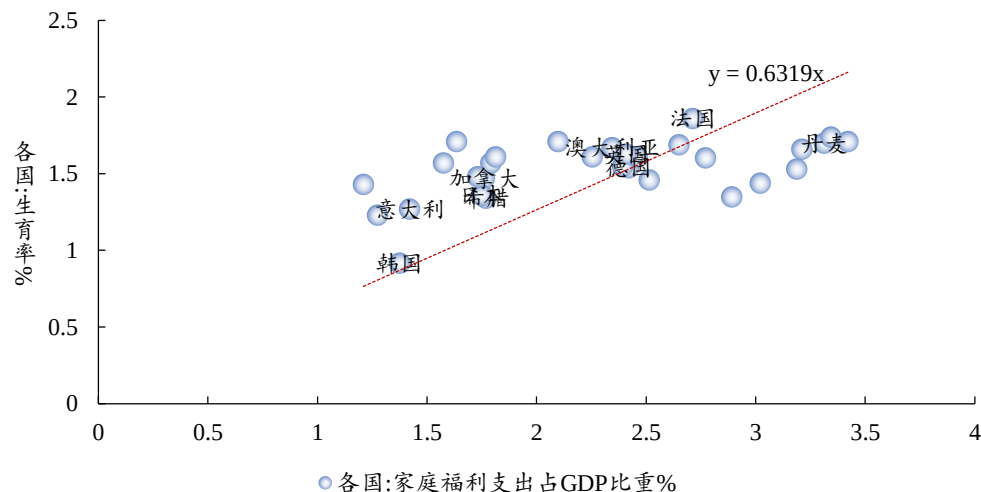
- (1)养老补贴&生育补贴：BLS数据显示美国居民分年龄的消费倾向呈现U型，25岁以下、25-34、35-44、45-54、55-64、65岁以上的消费倾向为98%、84%、83%、83%、86%、102%。老龄群体收入低但消费倾向高。按美国情形推算我国老龄群体消费倾向约75%，生育群体（25-44岁）消费倾向约63%。**两项补贴对消费的直接拉动约为 $75\%*2000+63\%*2000=2760$ 亿元。**
- (2)生育补贴额外提高生育意愿，释放小孩抚养需求以及未来住房消费。OECD数据显示，各国家庭福利支出占GDP比重与生育率呈正相关关系， $Y=0.63*X$ ，2000亿生育津贴约占我国GDP 0.15%，2000亿生育津贴有望每年增加生育65万人口（6.89亿女性*0.15%*0.63=65万人口），**根据《中国生育成本报告2024版》全国家庭0-17岁孩子的养育成本平均为53.8万元，则每年拉动养育支出约为 $65万人*53.8万元/18年=195$ 亿元。**

图27：老龄群体收入低但消费倾向较高



数据来源：BLS、开源证券研究所

图28：各国家庭福利支出占GDP比重与生育率呈正相关关系



数据来源：OECD、开源证券研究所

2.2 DID模型测算消费品以旧换新的边际拉动约2.3倍

- **DID模型**：主要用于评估政策干预或其他外生冲击对某个结果变量的因果影响，例如北大沈俏蔚教授基于该模型测算2020年数轮小额消费券对新增消费的拉动（MPC）在3.4-5.8倍之间。我们将政策未支持和支持品类以变量treat标记为0和1，政策实施前后以变量after标记为0和1，交互项treat*after的系数即消费政策拉动效果，treat*time的系数为各月拉动效果。

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * treat_i + \beta_2 * after_i + \beta_3 * treat_i * after_i + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * treat_i + \beta_2 * time_i + \beta_3 * treat_i * time_i + \epsilon_{it}$$

- **模型结果**：R方为0.784，各期交互项treat*after的p值均显著，**即9至12月的消费政策拉动效应分别为601、922、995、912亿元，合计为3430亿元，则边际拉动倍数为3430/1500=2.3倍。**

图29：政策实施后各期对消费的边际拉动效应有差异

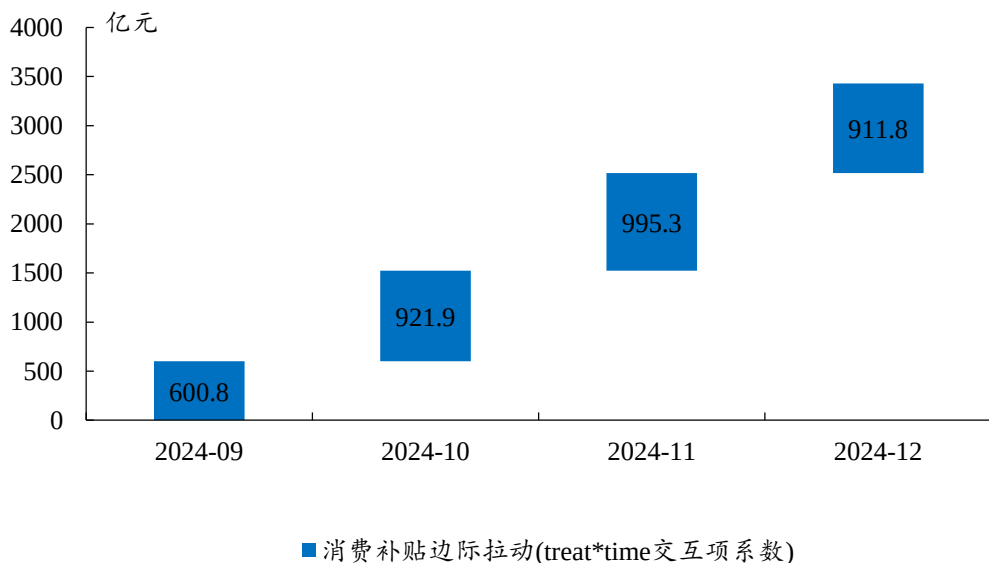


图30：模型R方为0.784，各期treat*time交互项均显著

OLS Regression Results							
=====							
Dep. Variable:	totalretail	R-squared:	0.784				
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.749				
Method:	Least Squares	F-statistic:	22.86				
Date:	Fri, 17 Jan 2025	Prob (F-statistic):	3.58e-31				
Time:	11:09:58	Log-Likelihood:	-769.85				
No. Observations:	140	AIC:	1580.				
Df Residuals:	120	BIC:	1639.				
Df Model:	19						
Covariance Type:	nonrobust						
=====							
	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]	
Intercept	16.6538	17.719	0.940	0.349	-18.428	51.736	
time[T.Timestamp('2024-04-30 00:00:00')]	14.6923	25.058	0.586	0.559	-34.921	64.305	
time[T.Timestamp('2024-05-31 00:00:00')]	40.2923	25.058	1.608	0.110	-9.321	89.905	
time[T.Timestamp('2024-06-30 00:00:00')]	17.4000	25.058	0.694	0.489	-32.213	67.013	
time[T.Timestamp('2024-07-31 00:00:00')]	18.3231	25.058	0.731	0.466	-31.290	67.936	
time[T.Timestamp('2024-08-31 00:00:00')]	19.0154	25.058	0.759	0.449	-30.598	68.629	
time[T.Timestamp('2024-09-30 00:00:00')]	22.2154	25.058	0.887	0.377	-27.398	71.829	
time[T.Timestamp('2024-10-31 00:00:00')]	43.3231	25.058	1.729	0.086	-6.290	92.936	
time[T.Timestamp('2024-11-30 00:00:00')]	-16.2769	25.058	-0.650	0.517	-65.890	33.336	
time[T.Timestamp('2024-12-31 00:00:00')]	32.5321	25.058	1.298	0.197	-17.081	82.145	
treat	-254.3538	66.297	-3.837	0.000	-385.618	-123.090	
treat:time[T.Timestamp('2024-04-30 00:00:00')]	139.6077	93.759	1.489	0.139	-46.028	325.243	
treat:time[T.Timestamp('2024-05-31 00:00:00')]	280.4077	93.759	2.991	0.003	94.772	466.043	
treat:time[T.Timestamp('2024-06-30 00:00:00')]	-36.9000	93.759	-0.394	0.695	-222.535	148.735	
treat:time[T.Timestamp('2024-07-31 00:00:00')]	184.4769	93.759	1.968	0.051	-1.158	370.112	
treat:time[T.Timestamp('2024-08-31 00:00:00')]	103.8846	93.759	1.108	0.270	-81.751	289.520	
treat:time[T.Timestamp('2024-09-30 00:00:00')]	600.7846	93.759	6.408	0.000	415.149	786.420	
treat:time[T.Timestamp('2024-10-31 00:00:00')]	921.8769	93.759	9.832	0.000	736.242	1107.512	
treat:time[T.Timestamp('2024-11-30 00:00:00')]	995.2769	93.759	10.615	0.000	809.642	1180.912	
treat:time[T.Timestamp('2024-12-31 00:00:00')]	911.7679	93.759	9.725	0.000	726.133	1097.403	

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 中性情形下：2025年消费品以旧换新拉动社零0.7个百分点

- 2025年1月8日，发改委、财政部印发2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，将符合条件的国四排放标准燃油车纳入报废更新补贴范围。家电产品新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲，将每位消费者购买空调产品最多补贴1件增加到3件。实施手机等数码产品购新补贴15%、每件不超过500元。
- 资金总规模比去年有大幅增加，具体数额将在今年全国两会时公布。假设悲观、中性、乐观情形下，2025年消费品以旧换新扩容至2000、3000、4000亿元，则较2024年的增量资金分别为500、1500、2500亿元，预计分别拉动2025年社零约0.23%、0.70%、1.17%，拉动2025年GDP增速0.08%、0.25%、0.42%。

表2：三种情形测算2025年消费品以旧换新对社零和经济的边际拉动

2025年消费品以旧换新增量补贴资金(亿元)	500	1500	2500
拉动2025年社零(亿元)	1143	3430	5716
拉动2025年社零增速	0.23%	0.70%	1.17%
拉动2025年GDP增速	0.08%	0.25%	0.42%

E

2.3 大力发展新质生产力，推动技术创新

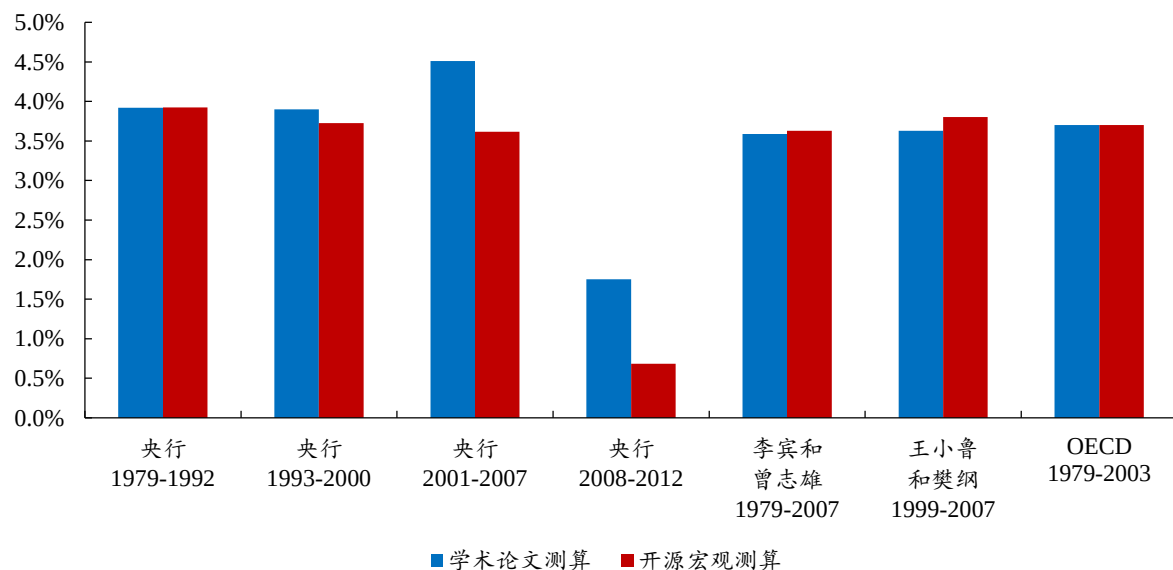
- 后发追赶型经济体在起飞阶段和高速追赶平台期，产业结构变化的典型特征是“创造性创造”，即一大批产业同时生发并成长壮大。一则后发追赶型经济体的资源要素就业不充分；二则后发追赶型经济体可以同时快速地模仿众多产业技术，而这些技术在技术前沿国家则是在较长时间内相继出现的；三则后发追赶型经济体同步发展的大量产业相互之间有投资互补性，不同产业之间互相提供市场需求，也就意味着互相提供投资空间。
- 伴随追赶进程的推进和发展阶段的提升，所对应的最佳产业和空间结构需相应升级。比如一些该退出的产业没有退出，而新产业没有成长起来，经济结构就将处于非最优状态。这种情况下靠扩张性刺激政策虽然可以提高经济总量和增速，但实际却属于一种“结构代偿”，导致了过剩产能和大量库存，从而造成无谓的浪费。通过消除产业层面和空间层面的“结构代偿”，将储蓄和投资转化为有效的资本积累，才能为高质量发展和新质生产力“质”的提升提供前提和筑牢基础。

2.3 宏观全要素生产率或迎来新一轮上行

►在《新质生产力有望驱动新一轮TFP上行》专题中，我们基于“可变弹性生产函数”构建状态空间模型，测算了中国全要素生产率的时间序列，通过显著性检验且与多篇学术测算结果相近。1978年以来我国TFP主要有3个明显的上升阶段，即1981-1985、1991-1994、2002-2007年，分别对应改革开放、南方谈话推动建立社会主义市场经济体制、商品房改革加速城镇化进程+加入WTO。

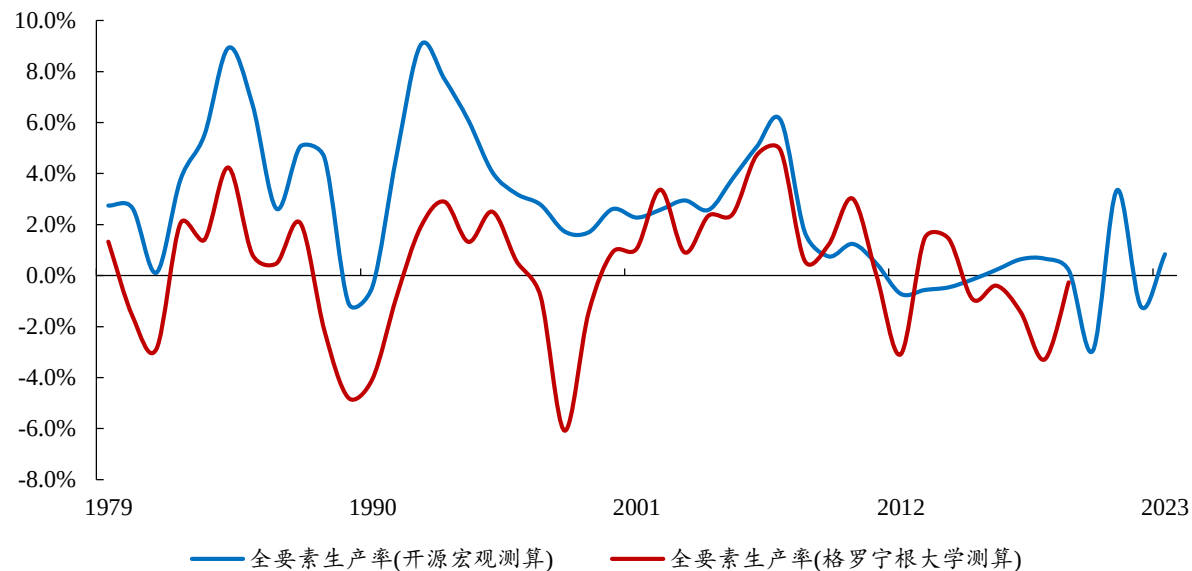
►测算结果显示：**2023年TFP已回升至约0.8%，全要素生产率或迎来新一轮上行。**

图31：TFP测算结果与学术论文相近



数据来源：《中国人民银行工作论文》、开源证券研究所

图32：2023年全要素生产率回升，测算约为0.8%

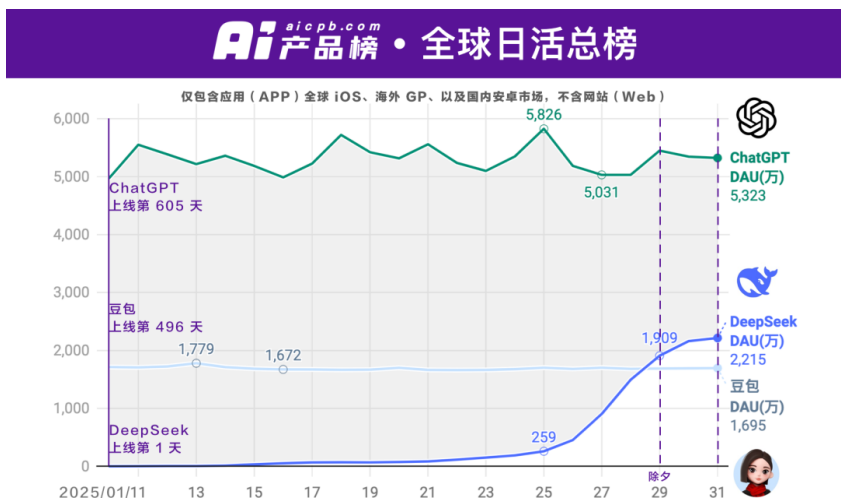


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 大力发展新质生产力，推动技术创新

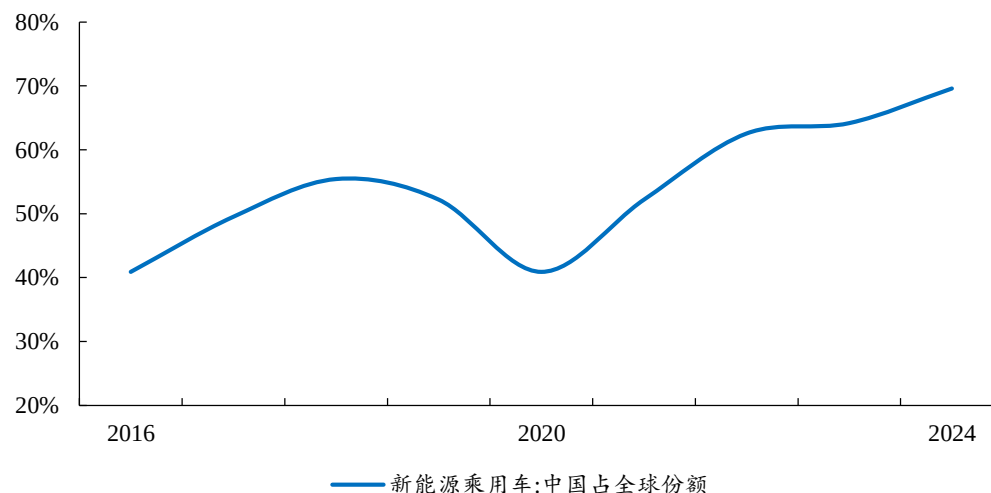
- **AI大模型**：DeepSeek R1依靠更低的训练成本实现了不逊于OpenAI的模型性能表现，上线 20 天全球日活 DAU 突破 2000 万，成为全球增速最快的 AI 应用。通过技术突围和开源战略，打破了美国主导的AI产业链叙事和商业逻辑，标志着我国从“技术追随者”向“创新引领者”的转变。
- **新能源车**：依托创新“智”造、绿色转型，我国新能源汽车加速领跑全球。2021至2023年，我国新能源乘用车占全球份额分别为 52%、63%、64%，2024年1-11月加快提升至70%。
- **机器人**：根据IFR《世界机器人报告》，2023年我国工业机器人安装量位居全球第一，且中国制造商在国内市场的份额大幅上升至47%，加快推动机器人产业链自主可控。此外，四足机器人技术已跻身世界领先地位。

图33：DeepSeek为全球增速最快的AI应用



资料来源：aicpb.com

图34：2024年1-11月中国占世界新能源乘用车份额70%



数据来源：乘联会、开源证券研究所；注：2024年为1-11月数据

2.4 风险逐步化解：房地产风险、地方债务压力逐渐缓解

供需两端综合施策，弱化地产风险

- 2024年底中央经济工作会议指出“稳住楼市股市”，“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，指向稳楼市决心很强。需求端“加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”；供给端“合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作”，2025年地产将在降息和收储方面持续加码。
- 近期中央进一步明确地方政府专项债券可用于回收闲置的存量土地、新增土地收储和收购存量商品房，将有效加快房地产市场去库存进程。

图35：一线城市商品房交易市场2024年底现暖意

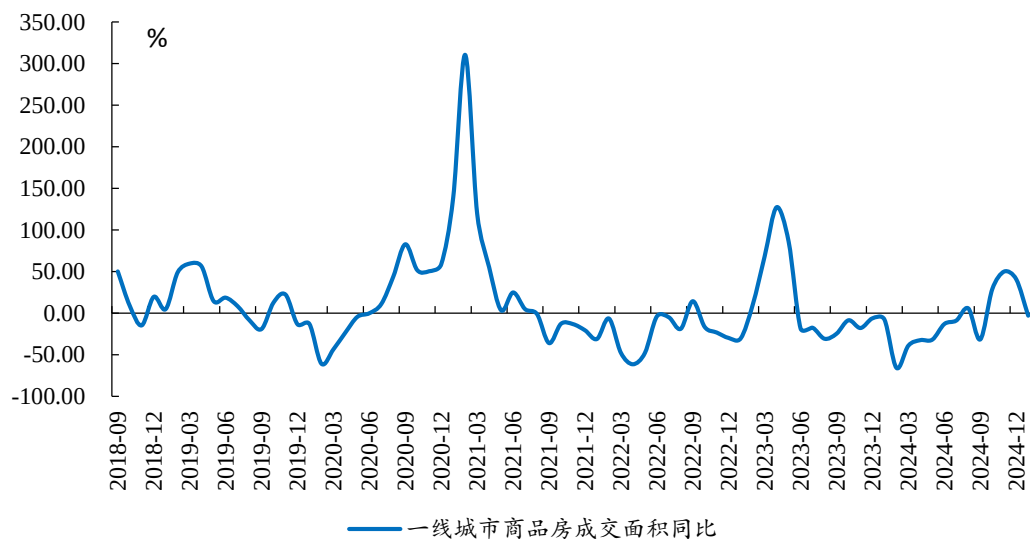
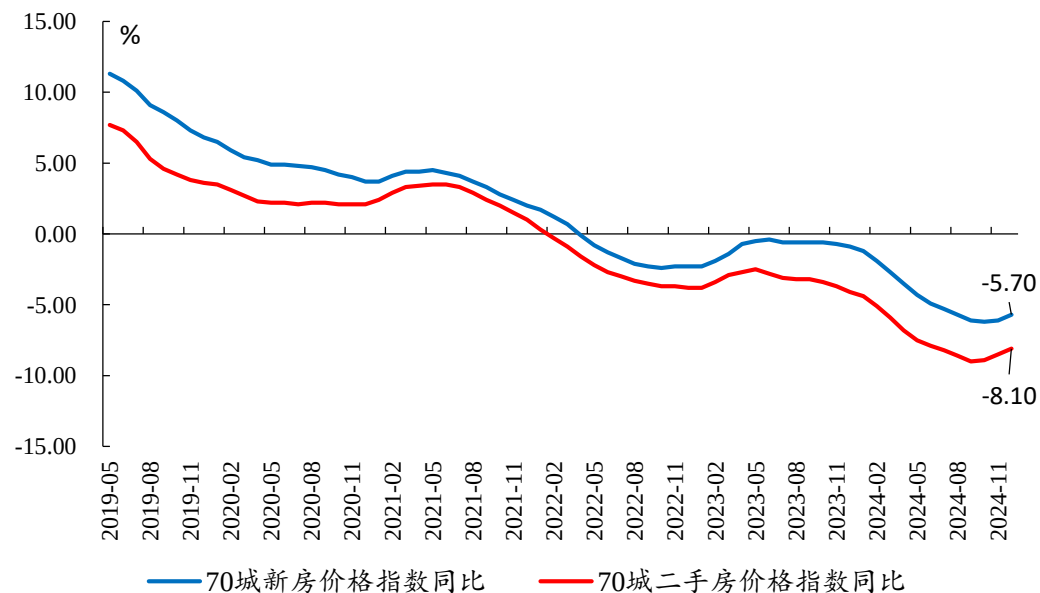


图36：70大中城市价格同比企稳回升



2.4 风险逐步化解：房地产风险、地方债务压力逐渐缓解

2.8万亿化债资金将有序落实

- 2024年共落地3.38万亿元化债资金，包括用于偿还存量债务的“特殊”再融资债券5018亿元，用于化债的“特殊”新增专项债券8778亿元，用于置换存量隐性债务的再融资专项债券2万亿元。
- 2025年，2.8万亿化债资金将继续落地，目前地方特殊再融资债发行工作正有序进行，截至2月7日，全国共发行3643亿元。地方财政的工作重点将持续放在加强全口径债务监测和常态化风险预警，坚决遏制新增隐性债务。

图37：2024年11-12月特殊再融资债集中发行

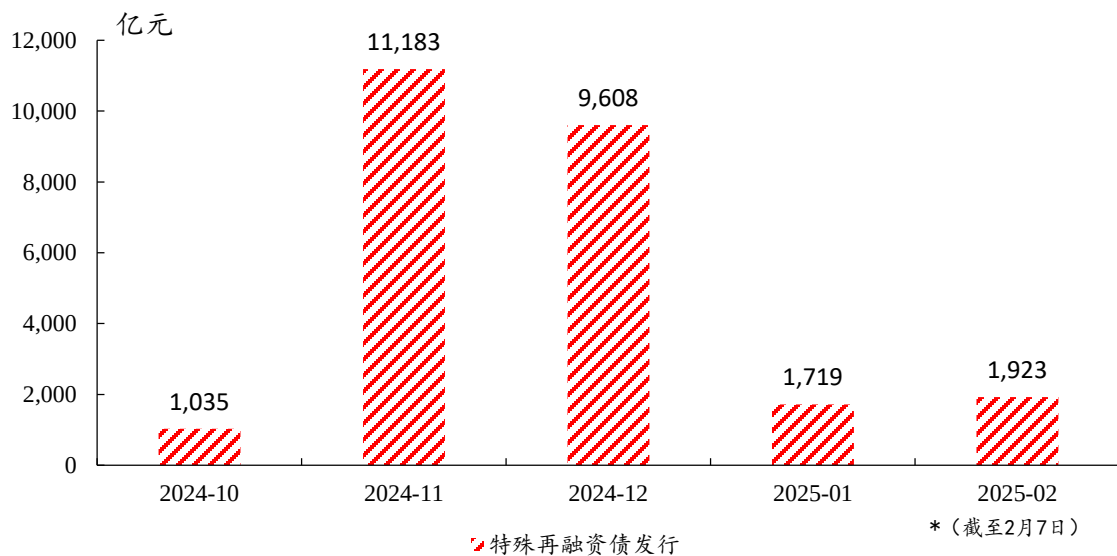
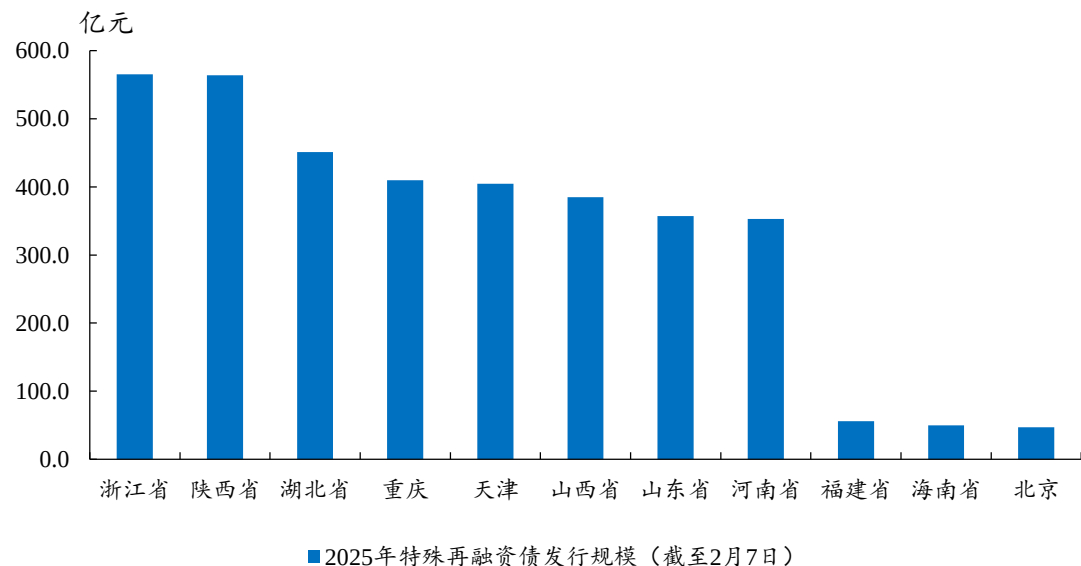


图38：2025年前两月各地方有序发行特殊再融资专项债



目 录

CONTENTS

- 《1》 全球宏观环境：分化与变化的世界格局
- 《2》 中国宏观经济：以我为主，韧性犹存
- 《3》 **中美经贸关系：中美博弈，变中求进**
- 《4》 投资策略：变中求进下的机遇与布局
- 《5》 风险提示

3.1.1 关税政策的影响：特朗普上一任期，对华关税共进行四轮加征

- 特朗普上任后，对进口中国关税共进行了四轮加征：对价值约340亿美元、160亿美元、2000亿美元、3000亿美元的商品分别加征了25%、25%、25%、10%的关税。

表3：特朗普2018-2019年对华关税政策

时间	事件	主要内容
2018/1/23	对进口商品进行调查	发布9693号公告和9694号公告，对中国太阳能电池板和洗衣机加征关税。
2018/3/1-2018/4/3	对威胁国家安全的进口商品进行限制	出于国家安全考虑，总统于3月1日宣布，美国将对外国制造的钢铁和铝征收关税。美国政府对加拿大等国予以豁免。
2018/7/6	第一轮关税	正式开始对340亿美元的中国产品加征25%的关税。
2018/08/08-2018/8/23	第二轮关税	公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单
2018/9/18	第三轮关税	宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%
2019/5/5	第三轮关税(贸易谈判后)	贸易谈判破裂，美国宣布对从中国进口的价值约2000亿美元的商品征收关税提高至25%。
2019/8/15	第四轮关税	对余下价值3000亿美元的中国进口商品征收10%的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。

3.1.1 关税政策的影响：特朗普对华关税的影响

- 美国统计口径下，关税拖累美国对华8.7%进口增速：根据加征关税前后美国进口中国与进口世界的增速差(因关税自2018年开始上升，至2020年基本稳定，因此2018-2019年属于关税上升的不稳定时期，进行排除)，我们估计在美国统计口径下，加征关税平均拖累美国对华8.7%的进口增速。
- 在我国统计口径下，拖累降为4.7%：按照相同方式计算，加征关税平均拖累我国对美4.7%的出口增速。

图39：美国统计口径下，加征关税平均拖累美国对华8.7%进口增速

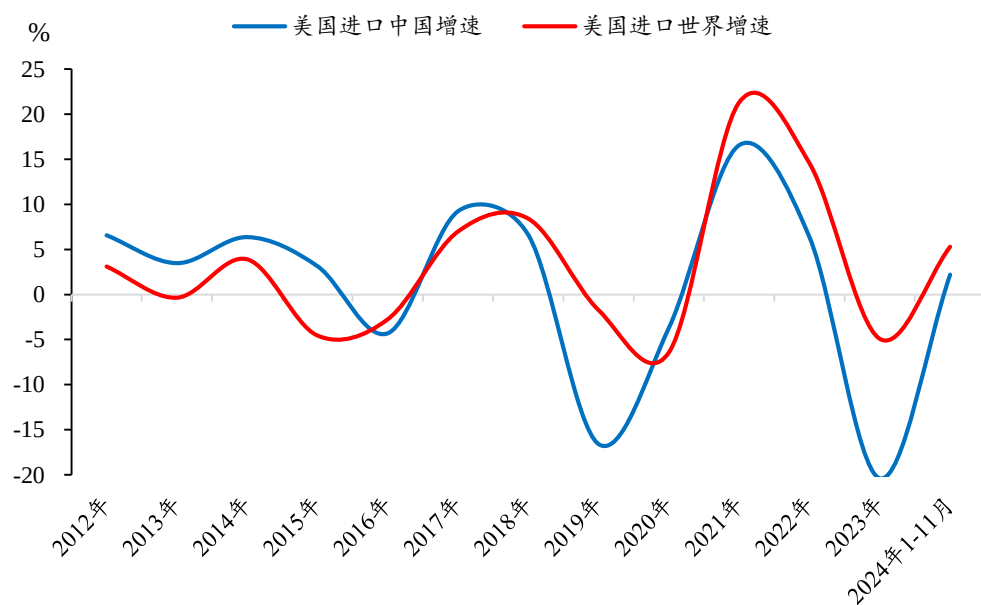
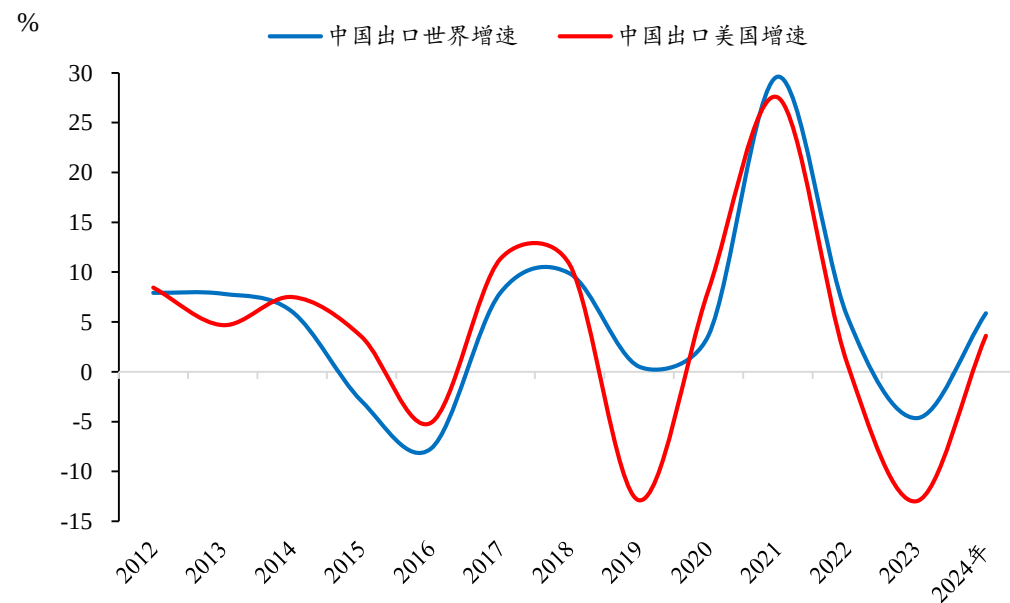


图40：我国统计口径下，加征关税平均拖累我国对美4.7%出口增速



3.1.2 特朗普加征关税的战略意图：减少贸易逆差、促进美国制造业回流

- 关税是特朗普的重要政策主张，但关税是手段而不是最终目的。主要目的或有两点：
- 一是贸易保护，减少美国贸易逆差。自1980年起，美国的贸易逆差规模持续高增，其中商品贸易逆差金额更高，2024年约1.2万亿美元。这反应了全球化带来的产业分工，但也削弱了美国本土企业特别是制造业的优势，特朗普希望通过关税进行保护。
- 二是促进制造业产业回流，从而增加美国本地制造业就业。如前所述，特朗普或希望使用关税迫使制造业企业回流美国，在美国本土形成就业。截至2024年9月，美国制造业增加值占GDP比重仅有10%，制造业就业占总就业比重仅有8.14%。

图41：美国商品贸易逆差持续高增

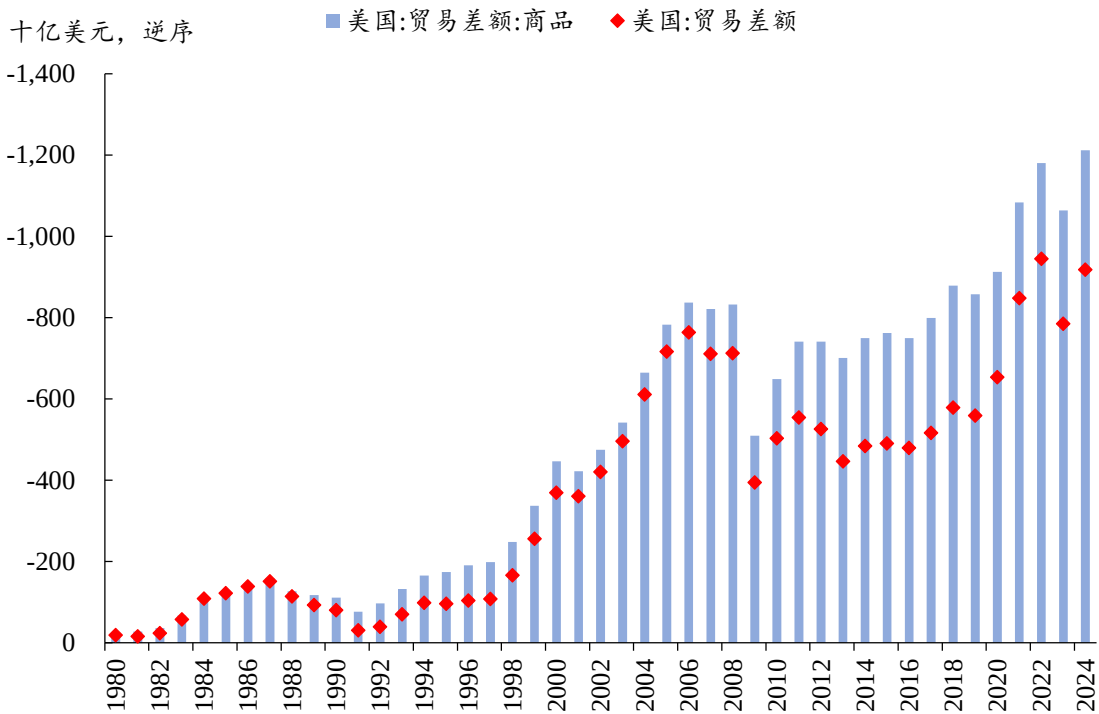
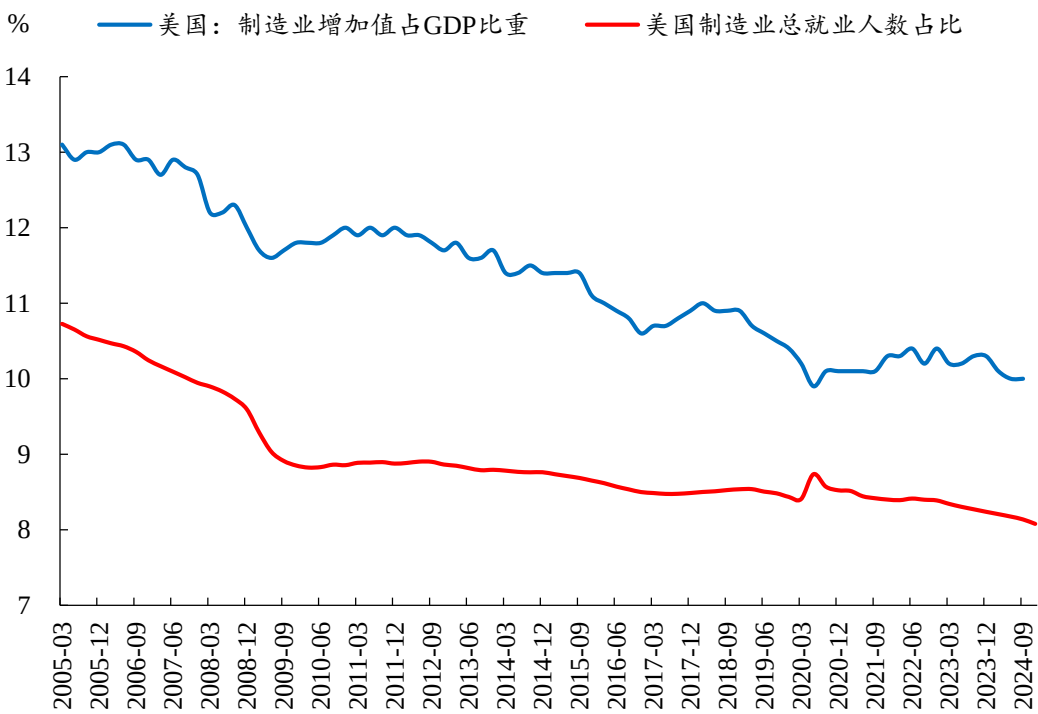


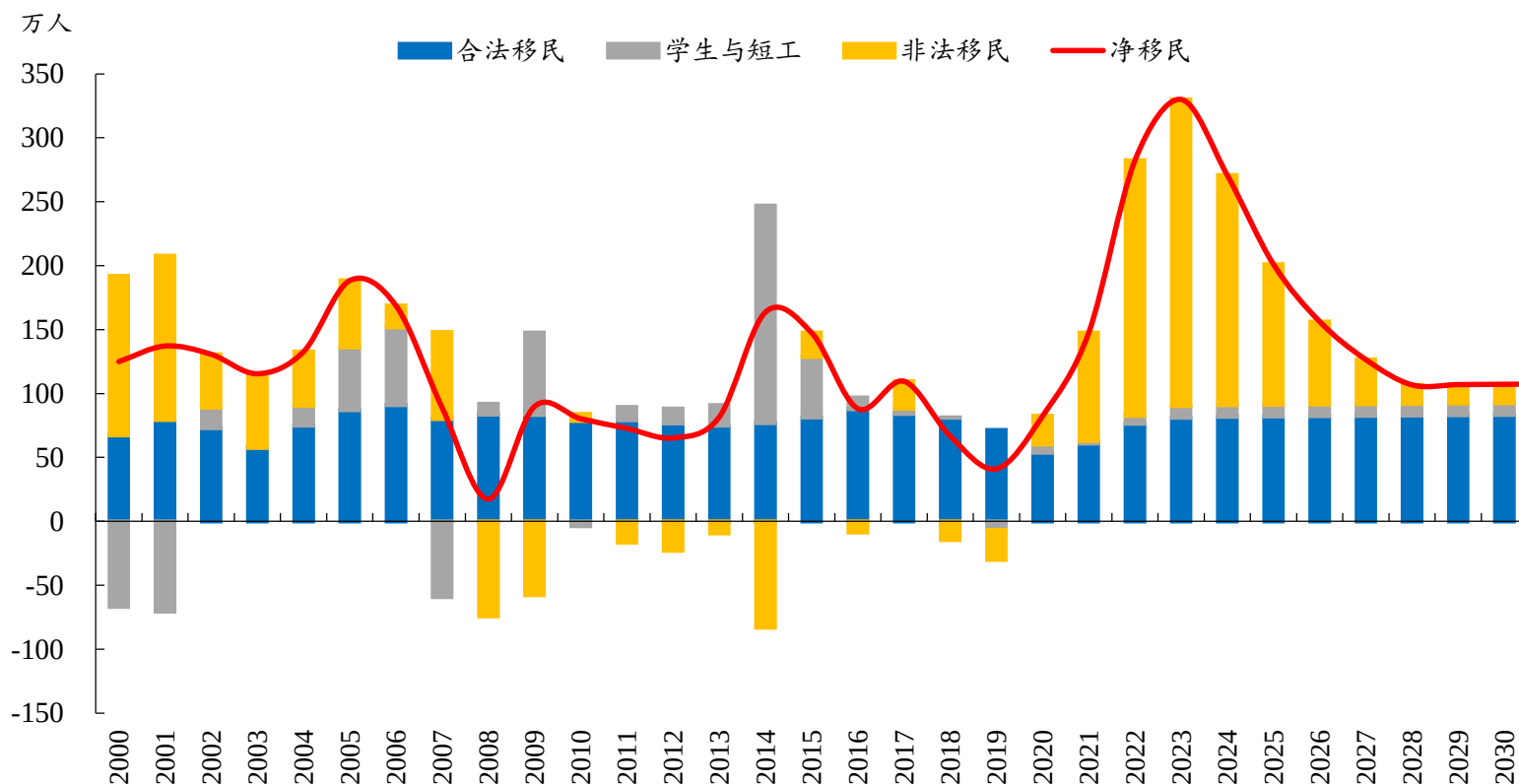
图42：美国制造业在经济中占比较低



3.1.2 关税还可以用作其它政治问题的有效谈判手段

- 关税还可以作为特朗普其它政治目的的有效谈判手段，如非法移民、芬太尼问题等。
- 根据CBO估计，2021-2024年间，美国可能有705万非法移民入境，驱逐非法移民亦是特朗普的重要政策。在2月1日宣布对墨西哥和加拿大征收25%关税后，特朗普随后与加拿大、墨西哥领导人通话。在墨西哥和加拿大同意加强与美国的边境管理，以阻止芬太尼和非法移民进入美国后，特朗普宣布暂缓一个月对墨西哥和加拿大征收关税，可见关税是特朗普的重要谈判工具和手段。

图43：CBO估计美国2021-2024年涌入约705万非法移民



3.1.3 关税政策的影响：加征10%关税预计对中国GDP冲击0.2个百分点以内

- 美国统计口径下，加征10%关税对我国GDP总体拖累约为0.23个百分点以内：2018年以来，据PIIE测算，美国对华平均关税约上升16.2%，若按线性推测，美国对我国继续加征10%的关税，美国统计口径下，总出口增速或将下降0.8%左右，直接拖累GDP约0.15个百分点，若考虑到国内投资、消费受出口的联动影响，对我国GDP总体拖累约为0.23个百分点以内；中国统计口径下，总出口增速下降0.4%左右，直接拖累GDP约0.08个百分点，对我国GDP总体拖累约为0.12个百分点以内，影响相对可控。

图44：据PIIE测算，2018年以来，美国对华平均关税约上升16.2%

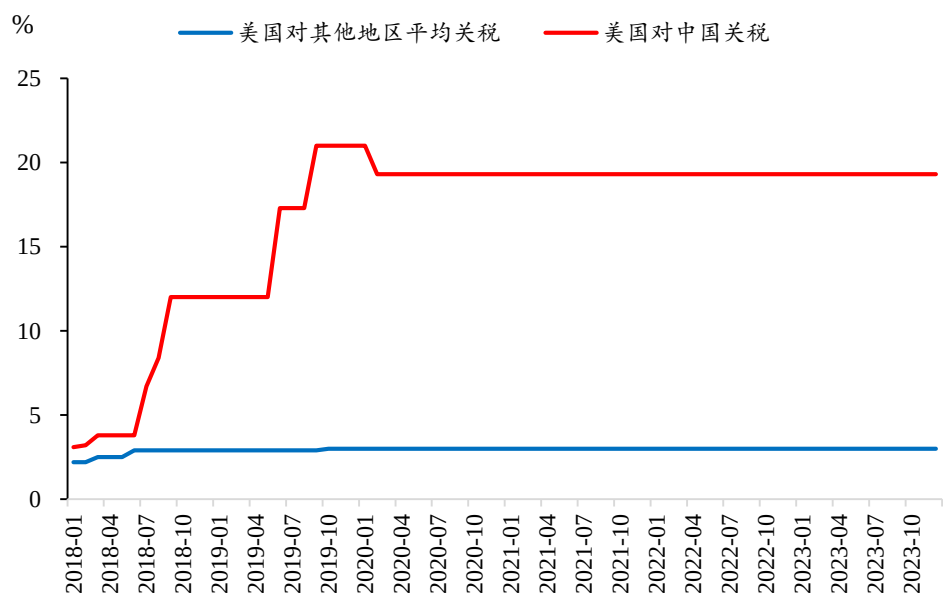


表4：美国统计口径下，加征10%关税对我国GDP总体拖累约为0.23个百分点以内

加征关税幅度	项目	美国统计口径下(%)	中国统计口径下(%)
加征10%关税	对出口美国拖累	8.7	4.7
	对出口总额拖累	0.8	0.4
	对GDP拖累	0.2	0.1
加征20%关税	对出口美国拖累	17.4	9.5
	对出口总额拖累	1.6	0.9
	对GDP拖累	0.5	0.2
加征30%关税	对出口美国拖累	26.1	14.2
	对出口总额拖累	2.4	1.3
	对GDP拖累	0.7	0.4
加征40%关税	对出口美国拖累	34.8	18.9
	对出口总额拖累	3.1	1.7
	对GDP拖累	0.9	0.5

- 我们需要提示的是，美国对华关税对出口价格、企业利润的影响难以体现在GDP中，因微观出口企业会通过“以价换量”方式保证出口交货金额与份额的相对稳定，在宏观统计层面GDP可能并未体现出企业利润的损失：自2023年5月以来，尽管出口金额同比显现韧性，但出口价格同比连续20个月为负，是自1993年有数据记载以来的最高值，规上企业利润总额同比平均值亦处于历史低位。

图45：自2023年5月以来，出口价格同比连续20个月为负

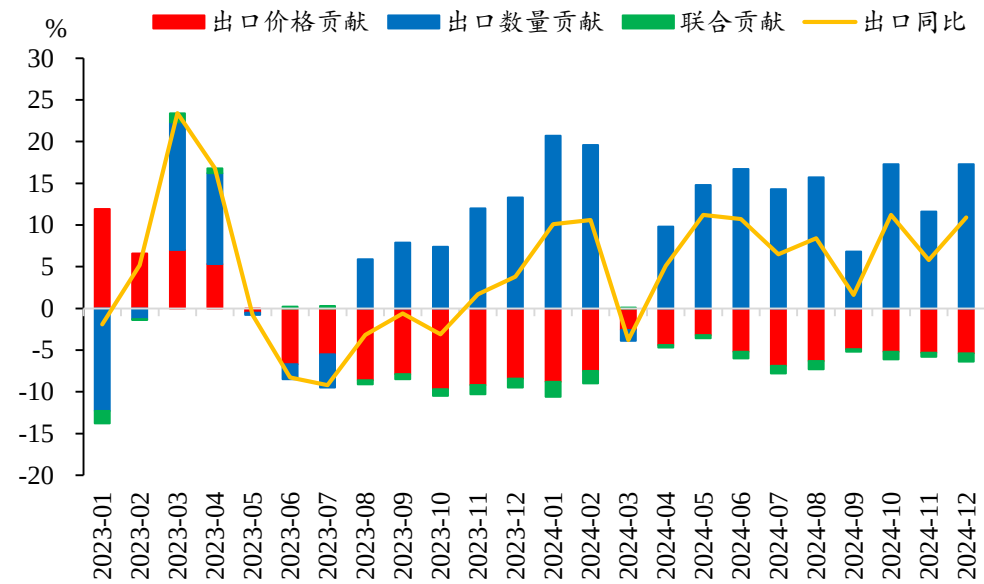
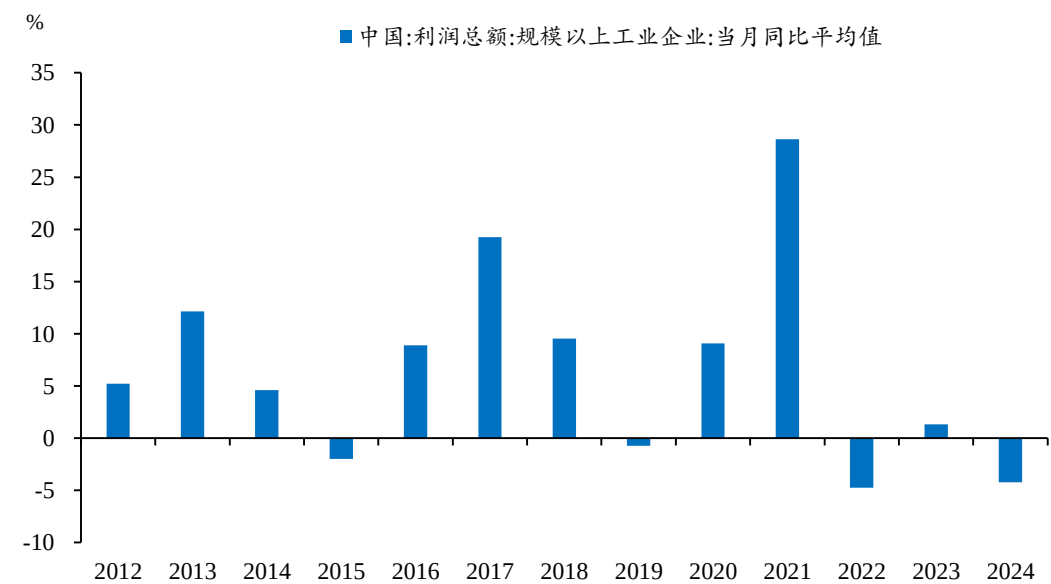


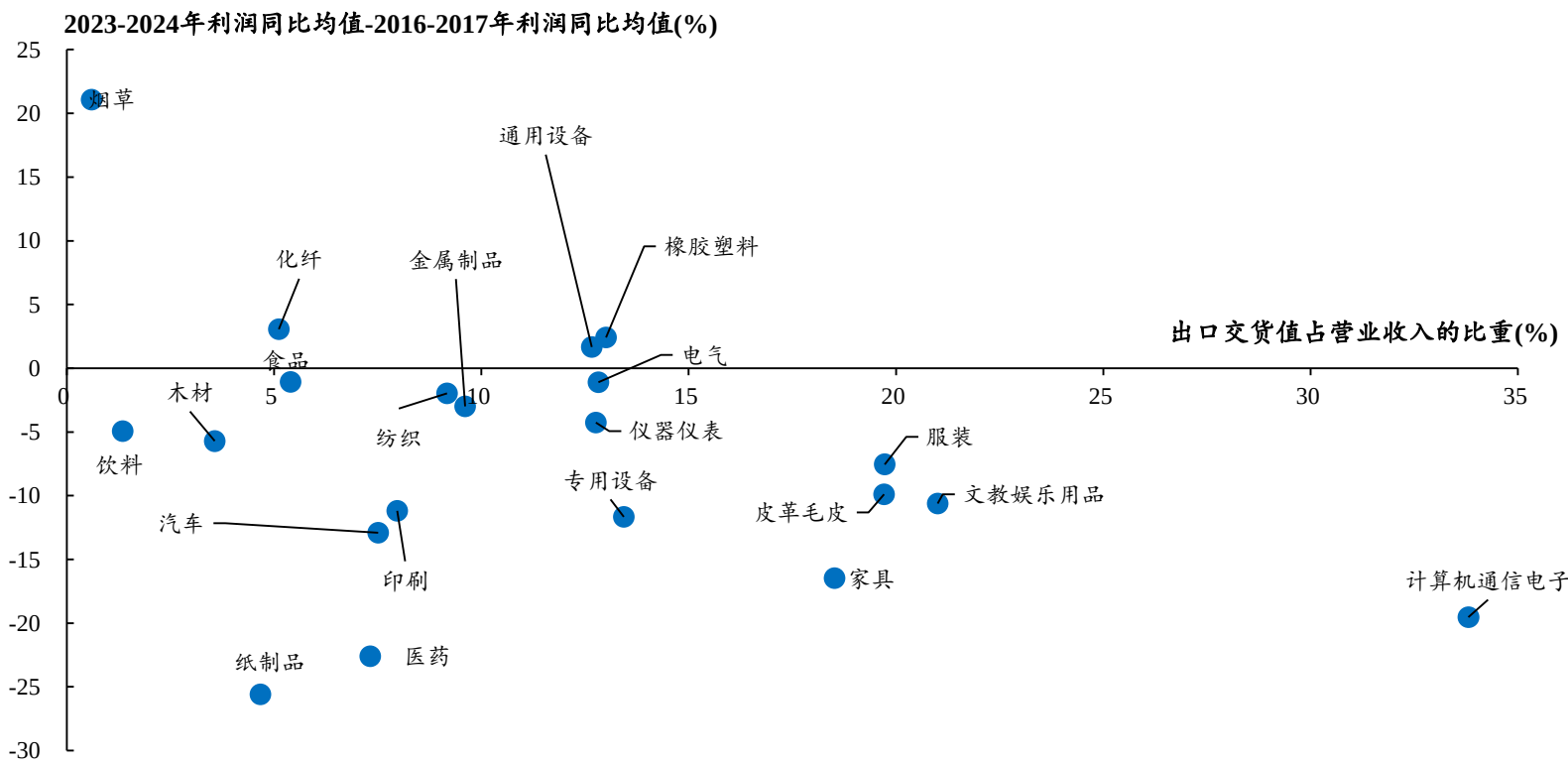
图46：2023年以来，规上企业利润总额同比平均值处于历史低位



3.1.3 关税政策的影响：加征关税主要影响出口导向型行业利润

- 部分出口导向型行业利润下降明显：在具体行业中，除利润受大宗商品价格影响较大的原材料外，出口交货值占营收比重靠前的计算机通信电子、文教娱乐用品、服装、皮革毛皮、家具、专用设备等产品近些年利润增速较施加关税前明显下滑。

图47：出口交货值占营收比重靠前的计算机通信电子、文教娱乐用品、服装等行业产品近些年利润增速较施加关税前明显下滑



3.1.3 关税虽是手段，但可能随时升级

- 结合特朗普第一任期中美贸易摩擦与新就职以来关税政策看，关税虽然不是最终目的，但作为手段（税率）可能随时升级。
- 目前特朗普宣布了对中国额外10%的关税，且我国予以一定反制，但双方目前尚未像美墨、美加一样达成部分协议。参考中美上一轮贸易摩擦的过程，双方后续大概率将进入谈判程序。考虑到特朗普将关税作为重要的谈判手段，且中美有过上一轮的谈判基础，我们认为中美双方或首先回顾第一阶段贸易协定的完成情况。
- 此外，特朗普在本轮加征关税过程中援引了IEEPA（《国际紧急经济权力法》），由于该法案赋予总统广泛的权力，以便在宣布国家紧急状态后监管各种经济交易，因此谈判过程中的不确定性相较于上一轮可能会提升，期间关税税率很有可能出现升级，从而对市场会形成冲击，需要我们保持密切观察。乐观情况下，参考第一阶段贸易协定，可能2025年底-2026年初达成第二阶段贸易协定。
- 最后，我们需要注意可能的最惠贸易国待遇取消。从1月20日发布的美国贸易优先政策备忘录来看，特朗普要求仔细审核与中国的经济和贸易关系，除考虑必要时进行潜在额外关税调整外，还要求评估与中国的永久正常贸易关系（PNTR）。如果美国参众两院成功立法取消中国的最惠贸易国待遇，则中国出口到美国的商品税率将上升约35%，其中战略产品关税税率将上升约100%（分5年分别实施），或将会造成较为严重的伤害。

3.2.1 中国的应对：世界离不开中国

- 中国制造业占比远超其他经济体，不断增大制造业研发投入：从客观上看，世界无法离开中国。截至2023年，中国制造业增加值占全球比重29%，且为提升价值链，中国不断加大制造业研发投入，推动创新。2013-2022年，中国制造业研发支出增加接近两倍，正由“世界工厂”向“全球创新中心”转变。

图48：中国制造业增加值占全球比重由2004年的9%以下上升至2023年的29%

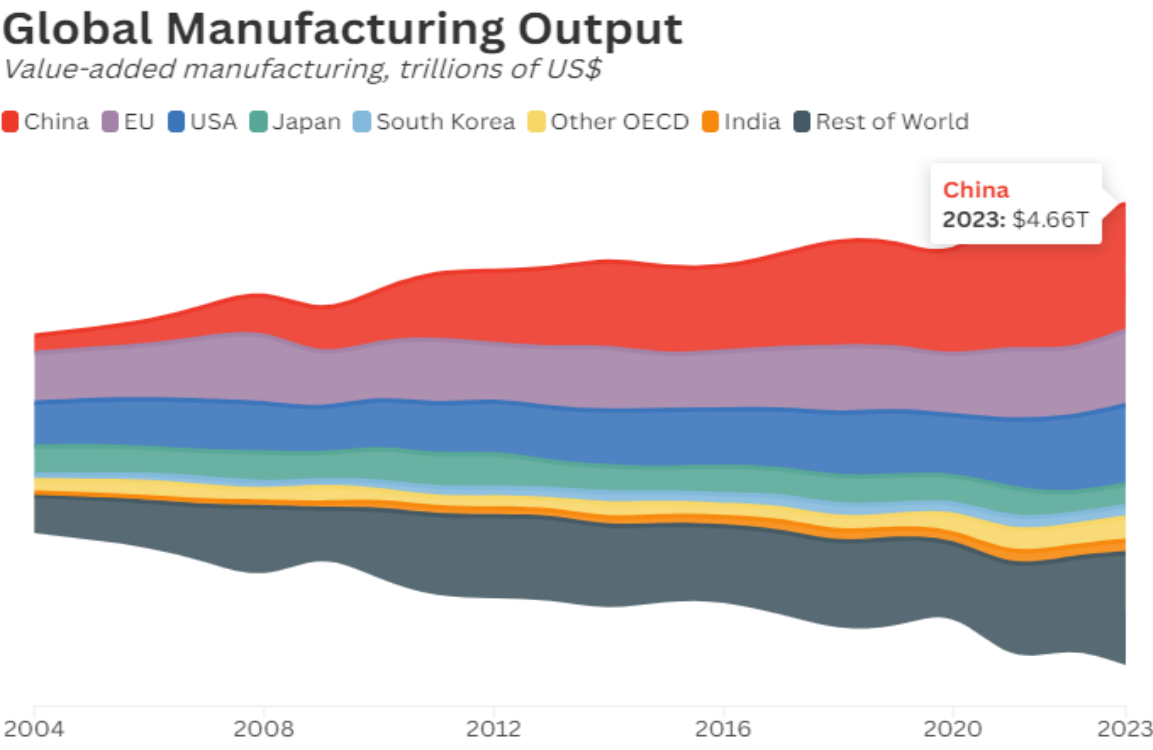
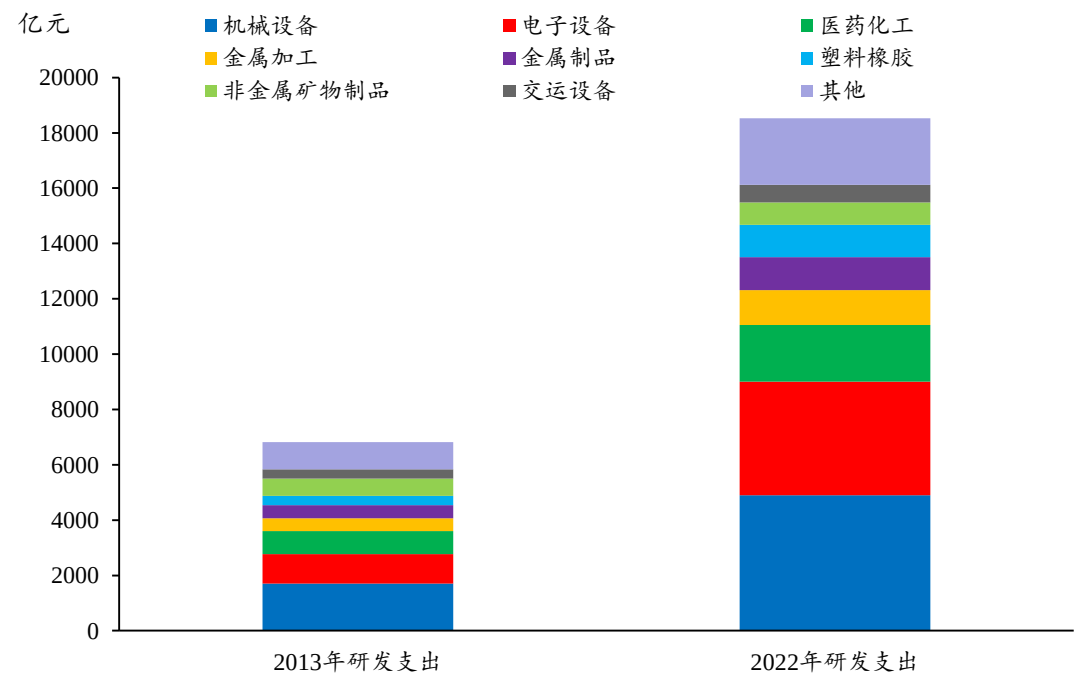


图49：2013-2022年，中国制造业研发支出增加接近两倍



3.2.2 中国的应对：扩大贸易对象对冲美国关税冲击

- 从外部环境看，可扩大贸易对象对冲美国关税冲击：中国将深化同欧盟、东盟等第三世界国家合作，分散风险；利用“一带一路”、RCEP等多边机制对冲美国关税压力。2023年，东盟已成为我国最大贸易合作伙伴；2024年，出口至东盟的商品金额占我国出口总体份额已经上升至16.4%，未来这一趋势或将大概率延续。

图50：2018年以来，对东盟出口增速多数时间高于对美国出口与总体出口增速

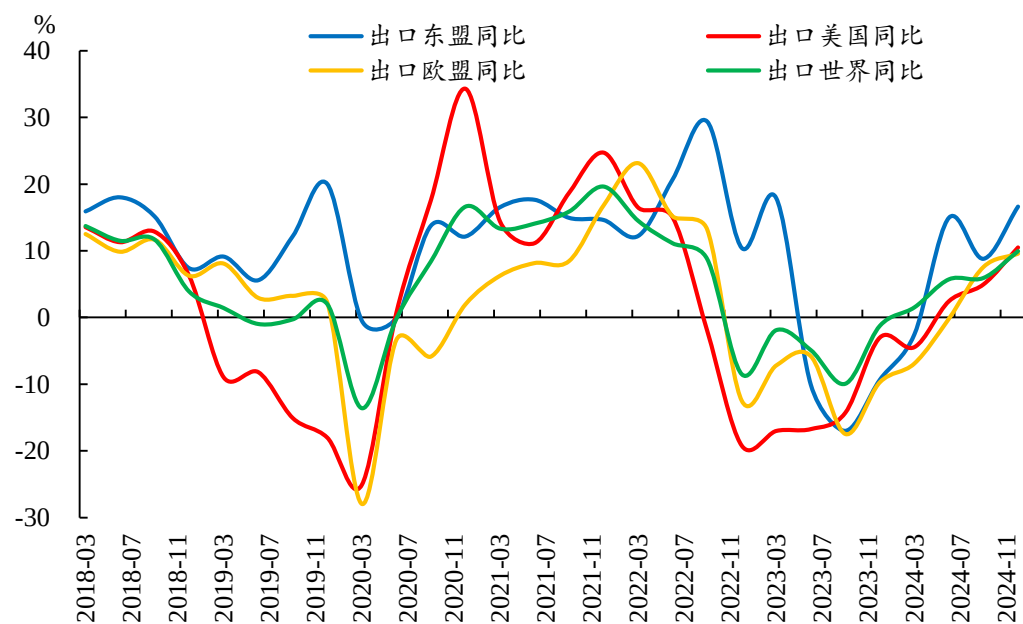
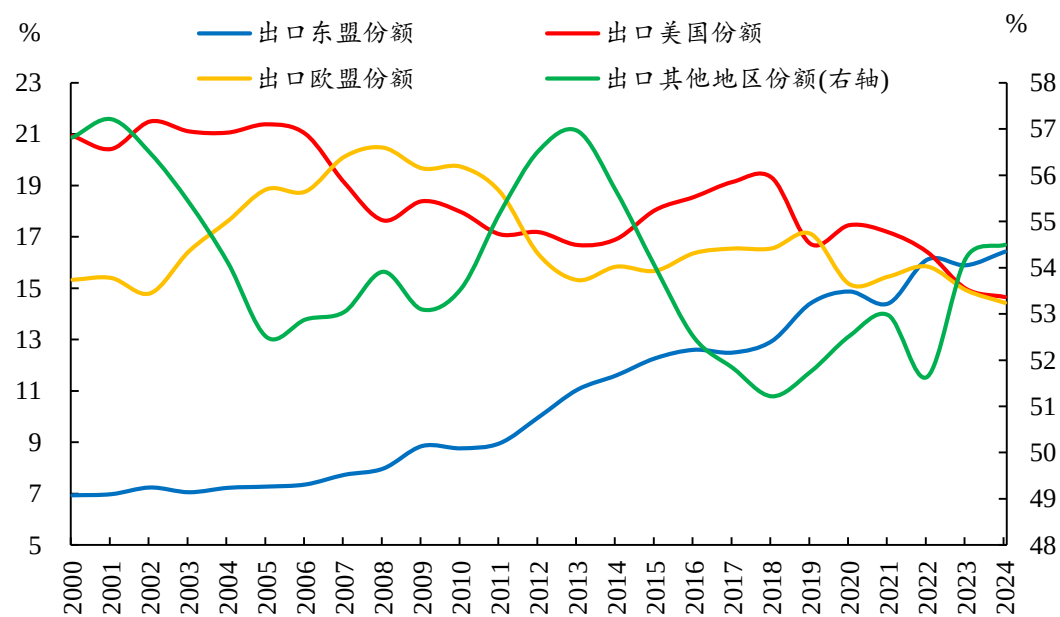


图51：东盟已成为中国最大贸易合作伙伴



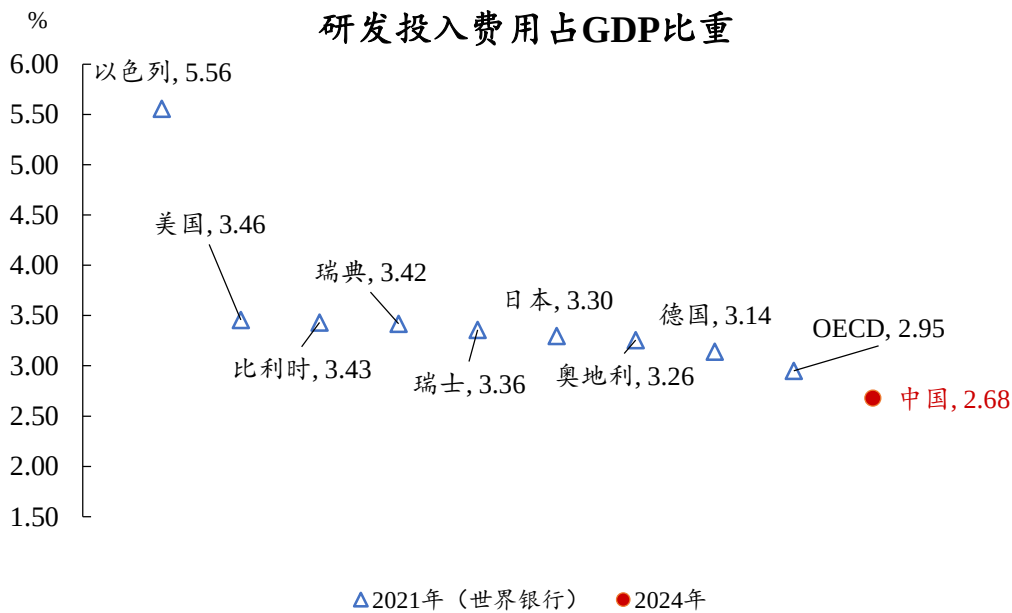
3.2.3 中国的应对：超常规逆周期调节及产业政策新突破

- 一是宏观政策方面，扩大内需，进行超常规逆周期调节，实施更大力度的财政和货币政策，特别是提振消费。例如若有2.5万亿美元的广义财政增量资金（假设超长期特别国债增加0.5万亿+一般赤字增加1.5万亿+地方专项债增加0.5万亿），约额外拉动GDP2%左右，能够一定程度上对冲关税负面影响；若为应对局势变化，逆周期调节也可能触发“超常规”的力度、手段。
- 二是产业政策方面，突破核心技术，构建自主可控的产业链。美国对华关税的核心目标之一是遏制中国高技术产业发展。中国需以半导体、新能源、人工智能等战略性新兴产业为突破口，通过政策引导、技术攻坚、产业链协同和市场化应用，打破“卡脖子”环节。

表5：财政增量资金将额外拉动GDP增长

财政科目类别	具体形式	用途	估算规模 (亿元)
一般财政	普通国债、一般债	常规用途	55000
广义财政	特别国债	补充国有银行核心一级资本	5000
	超长期特别国债	支持“两重”、“两新”	15000
	专项债	1. 收储	5000
		2. 收益项目建设	32000
		3. 化债	8000
	置换债（专项债券）	置换地方政府隐性债务	20000

图52：我国研发投入占比还有一定提升空间



注：中国数据来自国家统计局，与世界银行或有统计口径细微差别

3.2.4 博弈背后的长期趋势：全球产业链重构，中国转向内需驱动

- 全球产业链重构，中国由外需驱动向内需驱动转型：长期来看，美国加征关税已形成趋势，在逆全球化背景下，各国将更重视区域化、本土化。从中国GDP贡献率来看，2003年以来，消费对我国GDP的贡献中枢逐渐上移，而净出口中枢逐渐下移，预计未来经济发展将逐渐从外需驱动转向内需驱动。

图53：美国进口份额由中国大陆向东南亚、印度、墨西哥、欧洲转移

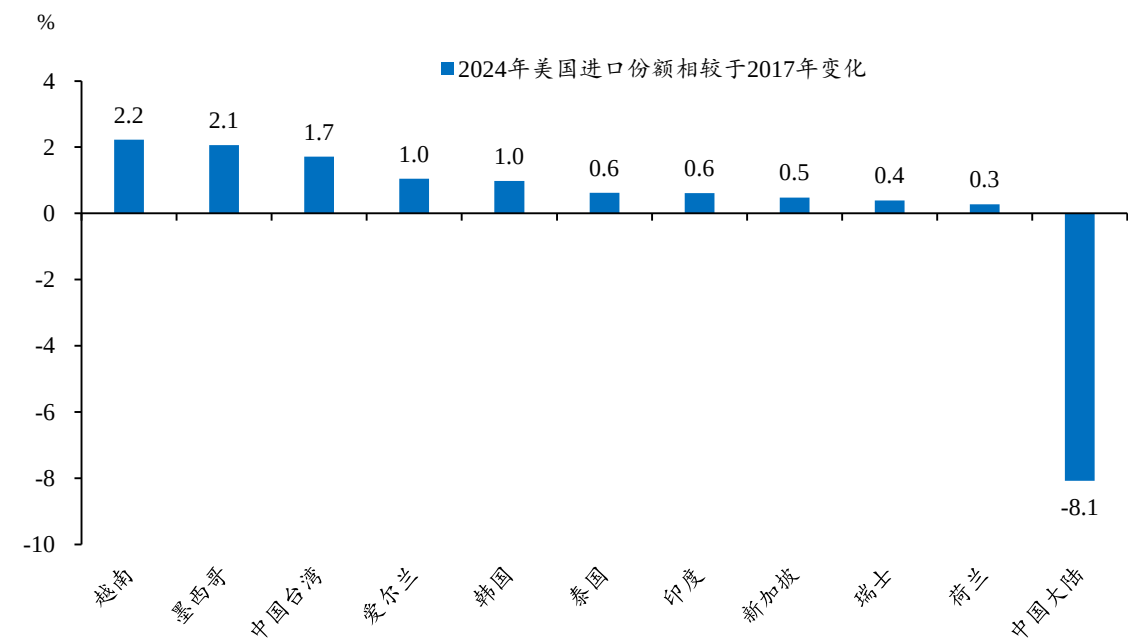
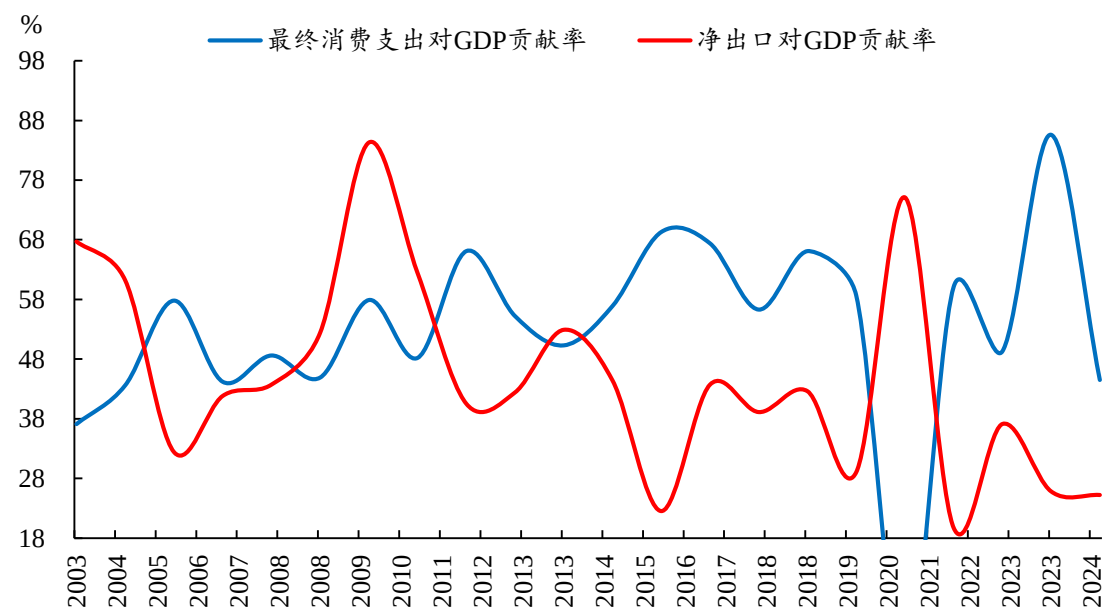


图54：从趋势上看，消费对GDP贡献中枢上移，净出口对GDP贡献中枢下移



目 录

CONTENTS

- 《1》 全球宏观环境：分化与变化的世界格局
- 《2》 中国宏观经济：以我为主，韧性犹存
- 《3》 中美经贸关系：中美博弈，变中求进
- 《4》 投资策略：变中求进下的机遇与布局
- 《5》 风险提示

4.1 投资策略：变中求进下的机遇与布局

➤ 1、把握确定性方向

消费：以旧换新利好领域、大众消费品等。

科技：人工智能、数字经济、低空经济、具身智能、半导体、新能源等。

➤ 2、捕捉波动性机会

超预期逆周期政策：大幅降准降息利好全行业，特别是小票成长；财政扩张利好周期、消费；

应对波动性：黄金、红利等避险资产，主题投资等。

4.3 2025年经济数据预测

➤ 2025年财政扩张确定性较强，预计仍能保持5.0%的GDP增速，且通胀水平或进一步回升、推动名义GDP增速改善至4.9%。

表6：2025年经济数据预测%

	2025Q1(E)	2025Q2(E)	2025Q3(E)	2025Q4(E)	2025全年(E)
GDP实际	5.0	5.1	5.1	4.9	5.0
GDP名义	4.7	4.8	5.0	5.1	4.9
固定资产投资*	3.7	4.2	4.6	4.8	4.8
制造业*	7.6	8.0	8.2	8.0	8.0
地产*	-6.0	-5.1	-4.5	-5.0	-5.0
基建*	8.50	9.50	11.00	10.00	10.00
社零*	4.7	3.7	3.3	4.0	4.0
出口	2.0	0.8	2.2	-3.6	0.3
进口	1.7	-2.8	4.1	0.1	2.2
CPI	0.2	0.4	0.1	0.8	0.4
PPI	-1.8	-1.4	-0.5	1.5	-0.6
汇率	7.2-7.35	7.2-7.5	7.2-7.5	7.1-7.3	7.1-7.5
信贷	7.9	8.2	8.4	8.2	8.2
社融	8.3	9.1	9.1	9.3	9.3
M2	6.8	8.3	8.3	8.5	8.5

目 录

CONTENTS

- 《1》 全球宏观环境：分化与变化的世界格局
- 《2》 中国宏观经济：以我为主，韧性犹存
- 《3》 中美经贸关系：中美博弈，变中求进
- 《4》 投资策略：变中求进下的机遇与布局
- 《5》 风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券