

2023年宏观经济展望

再出发，正当时

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2022年11月

概述

- **低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡**：2023年经济增速前高后稳，二季度有望迎来高增长，全年增速预计在5%-5.5%区间。生产端，一二三产占比将继续调整，伴随产业结构的调整，制造升、基建稳、地产新模式发力将带动固定资产投资增速加快。需求端，精准防控助力内需改善，进而带动进口增速低位企稳，但出口仍面临较大下行压力。2023年通胀压力整体可控，重点关注年初政策调整与周期共振下的通胀抬升。
- **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**：2022年以来宽松的财政货币组合在2023年基调不变，政策实施中或将呈现出“阶段性宽货币”+宽信用+宽财政组合。2023年财政收入或迎来恢复性增长，预算内支出和专项债有望进一步加力，新一阶段的税制改革有望开启。2023年经济复苏仍需宽货币呵护，定向降准和降息的可能性上半年依然存在，存款利率市场化改革进一步推进，降低企业融资成本仍有空间。
- **“以内促外”转型期下的产业布局与改革推进**：我们对“二十大”提出的新发展格局相关解读进行梳理后，认为攻关卡脖子领域、制造业提质增效、优化产业布局，增强渠道保障是新格局中实体发展的重要方向。三年国改顺利收官，金控集团规范发展、养老金融密集推进、国企价值重估开启等将带动资本市场在2023迎来新的布局期。
- **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**：美国中期选举后形成分裂国会，能源政策、联邦支出及对外政策等或将产生较大变化，2023年加息节奏放缓需注意终端需求及经济变化；欧洲经济面临下行风险，主要国家表现转弱，且通胀持续升高，需继续关注欧元区明年的能源问题影响；日本经济萎缩，汇率贬值和内需疲软是主要问题，日元汇率大幅贬值的趋势性不强，但日本经济复苏前路困难；新兴市场国家主权债务违约风险增加。
- **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**：2023年国内权益市场将继续交易疫后放开和补链强链主题，建议关注高端制造、军工安全、基建、大消费等板块及共同富裕、科技创新等热点；利率债或延续震荡行情，地产债或有修复机会，关注金融债机会，警惕部分城投债风险；大宗商品半年内或出现拐点，全球需求走弱或带动部分大宗商品价格震荡走低；2023年人民币汇率预期改善，美元在美联储加息放缓下或高位偏弱。
- **风险提示**：疫情影响超预期，地缘政治风险，经济复苏不及预期。

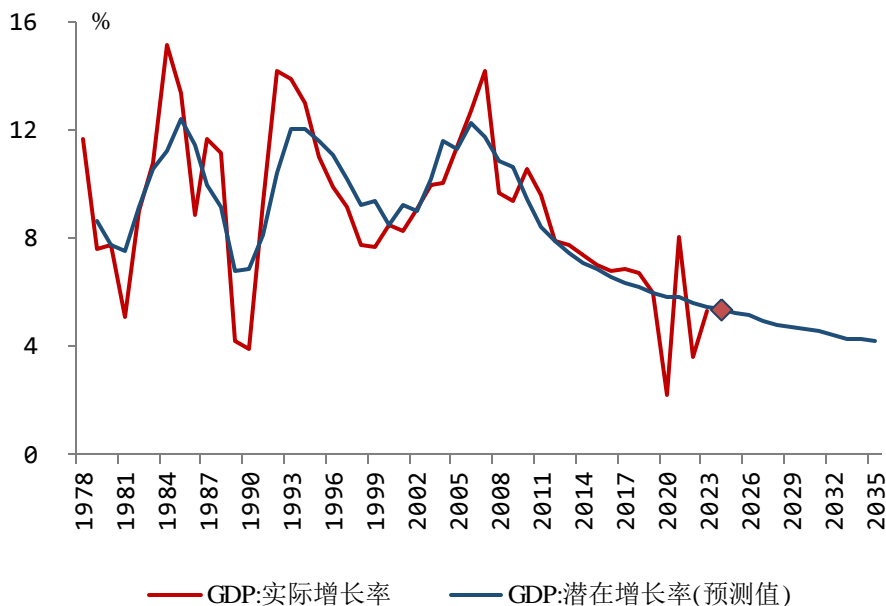
目 录

- ◆ **低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡**
- ◆ **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**
- ◆ **“以内促外”转型期下的产业布局与改革推进**
- ◆ **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**
- ◆ **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**

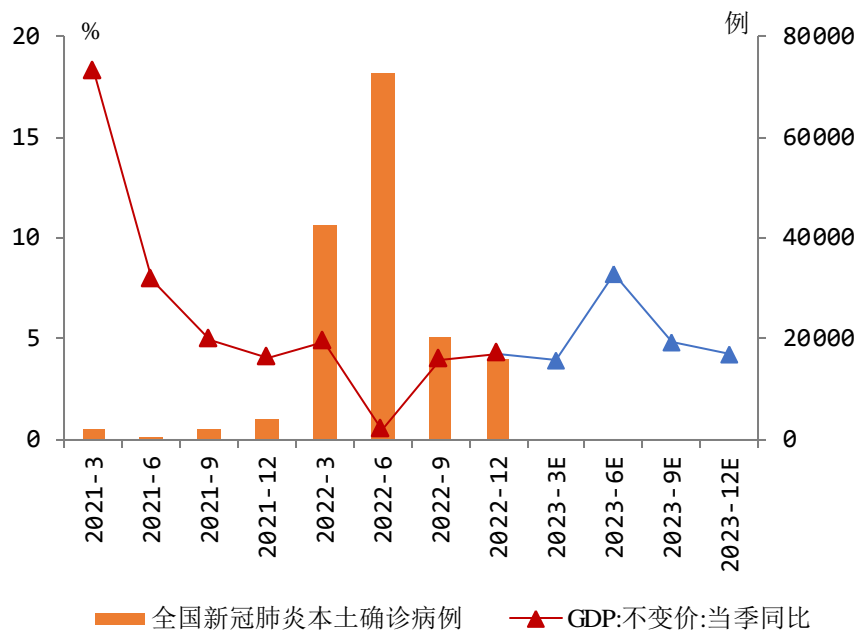
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- 2023年经济增速将向潜在增长率回归，实际运行中有望达到5%-5.5%区间。2022年前三季度经济实际同比增速3%，受疫情冲击，二季度单季低至2.5%，三季度回升至3.9%，四季度精准防控加快推进，经济增速有望回升至4.5%之上。2023年预计在疫情冲击缓解、防控更加精准直至全面放开的预期之下，经济将延续复苏之势，全年增速有望向“十四五”期间的经济潜在经济增长率（5.5%）回归，分季度来看或将呈现前高后稳的走势，低基数及政策效应之下，明年二季度有望迎来高增长，此后将保持在4%以上区间，乐观估计全年增速或可达到5%-5.5%。

2023年实际经济增速向潜在增长率回归



2023年季度经济增速前高后稳



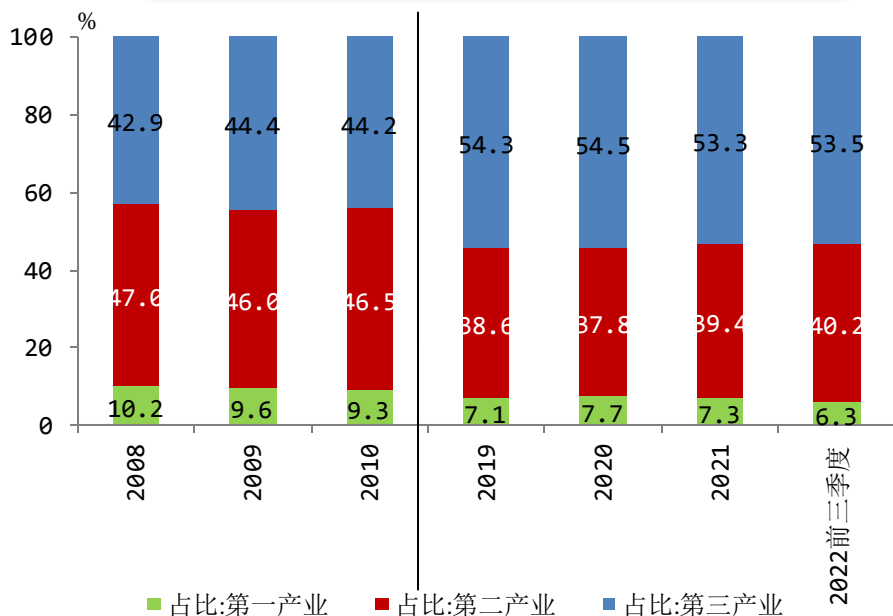
数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

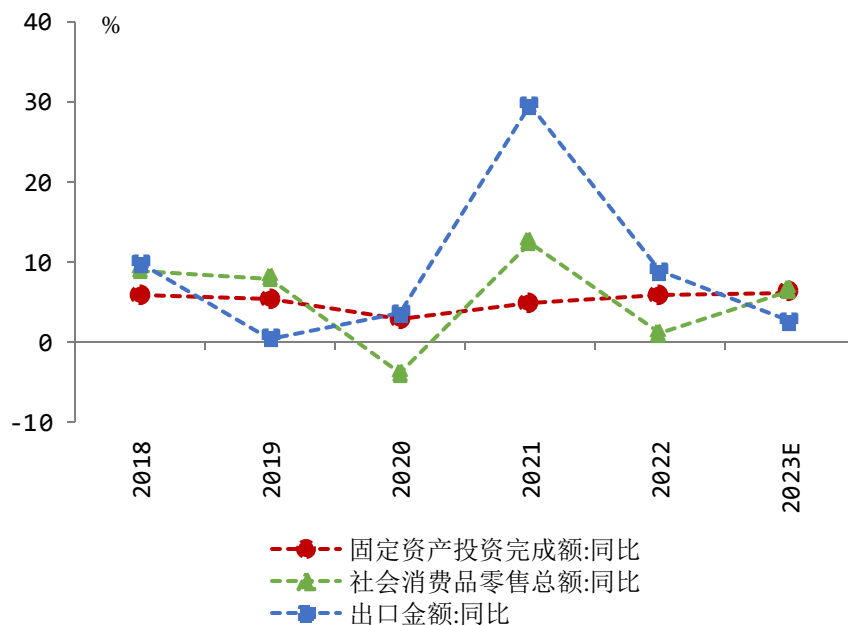
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- 2008年金融危机后的两年，第三产业占比上升，第二产业先降后升，第一产业逐年下降；2020年新冠疫情后，第三产业占比下降，第二产业占比上升显著，第一产业持续下滑。从目前的政策导向和疫情冲击看，预计2023年第二产业的上升及第三产业的下降趋势或仍将延续，但第一产业或将迎来占比回升。
- 2023年在经济整体呈现复苏态势之下，三架马车将呈现出一定分化，以内循环为主，双循环促进的格局中，内需对经济的贡献度提升，固定资产投资和社会消费品零售总额同比增速将加快，预计全年增速分别为6.3%、6.4%，出口在高基数之下将呈现回落态势，预计增速为2.6%。

2008与2020年前后三次产业占比变化



2023年三架马车增速两升一降



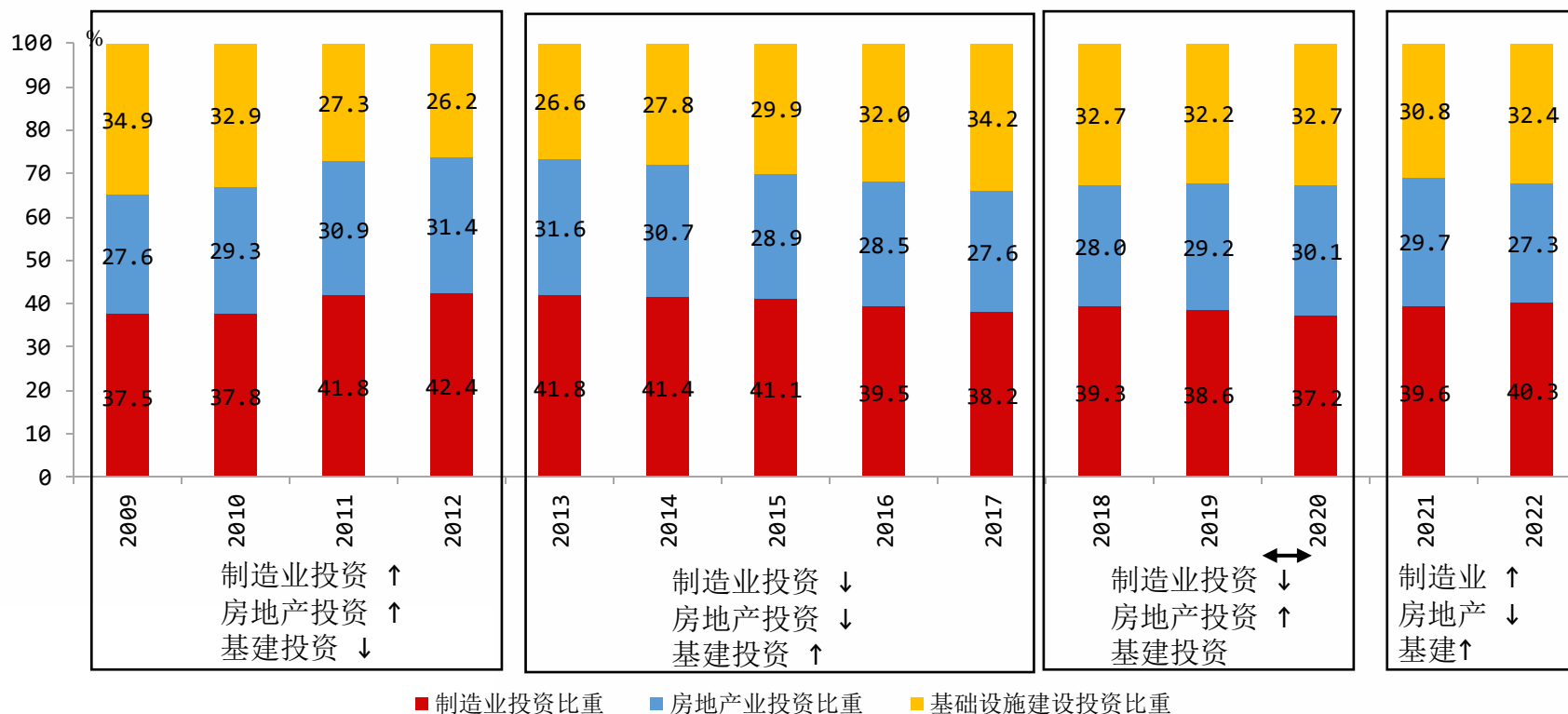
数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 2009-2012年反危机刺激下制造业投资比重逐步走高，地产投资比重也同样上升，而基建投资比重有所下滑；2013-2017年制造业投资比重高位回落，其中2016-2017年供给侧改革下制造业投资比重回落明显，而基建投资比重进入回升区间，部分冲抵地产和制造业的下滑；2018-2020年制造业和地产投资比重升高，基建投资退坡；2021年开始房地产市场形势低迷，制造业投资比重再次进入上升通道，基建投资逐渐加力。

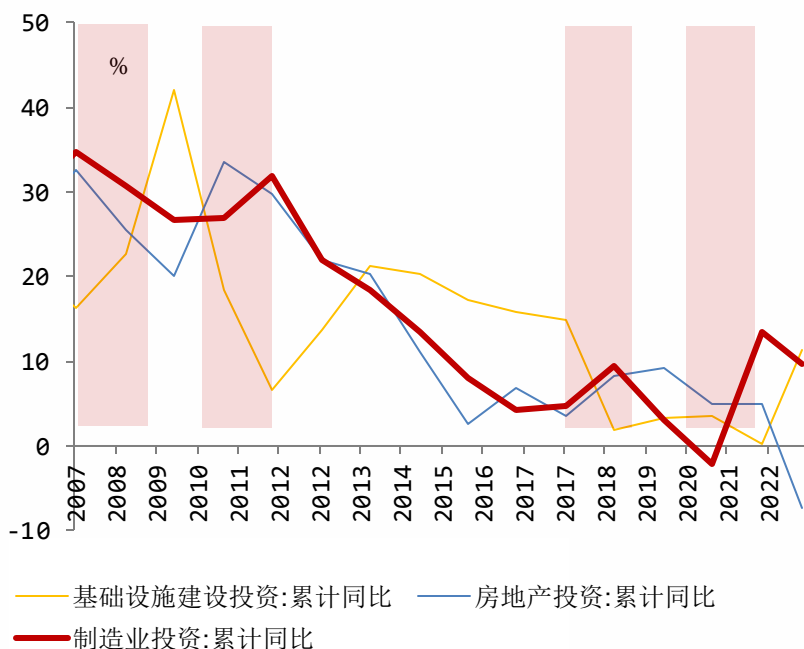
制造业、房地产和基建投资比重变化



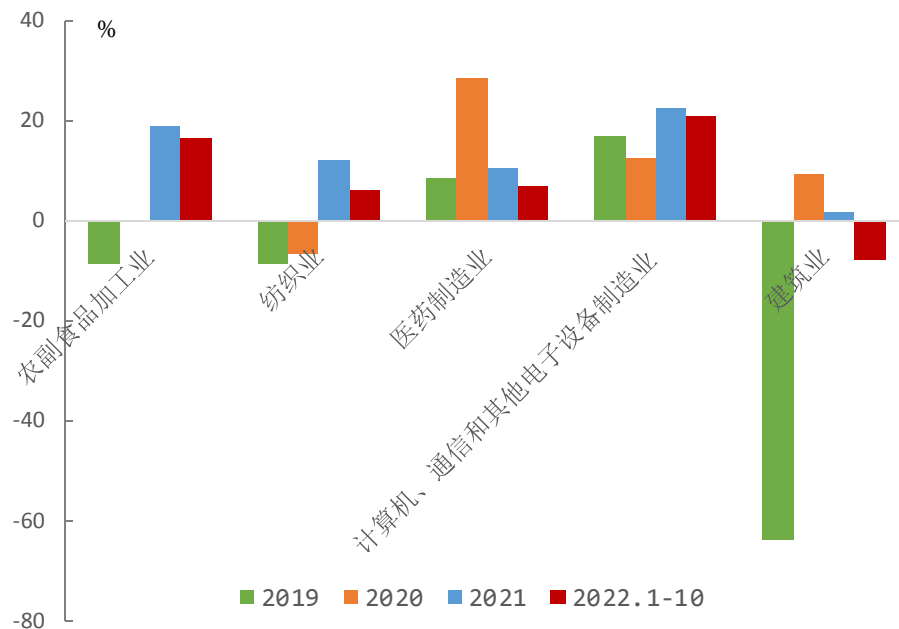
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 2022留抵退税支持制造业较高增速，2023制造业或将迎来快速升级期。2022年实施了大规模留抵退税，1-10月制造业投资210958.8亿元左右，同比增长9.7%，高于固定资产投资增速3.9个百分点，高技术制造业同比增长23.6%，2021年以来累计同比持续保持20%以上的高增长。2022年1-10月，制造业技改投资同比增长10.4%，占全部制造业投资的比重为40.9%，比上年同期提高0.2个百分点。2023年，在绿色制造、智能制造等领域的带动下，制造业将迎来新一轮转型升级期，加之企业信心在后疫情时代的恢复，伴随整体大环境的复苏和政策对制造业领域尤其是高端制造的大力支持，我们预计全年增速可升至两位数增长。

三大主要投资增速变化趋势



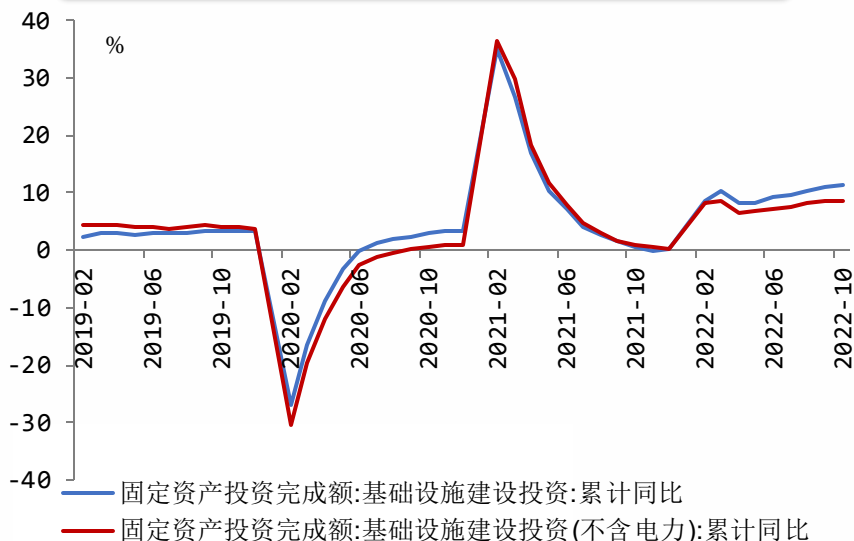
疫情前后制造业细分行业增速变化



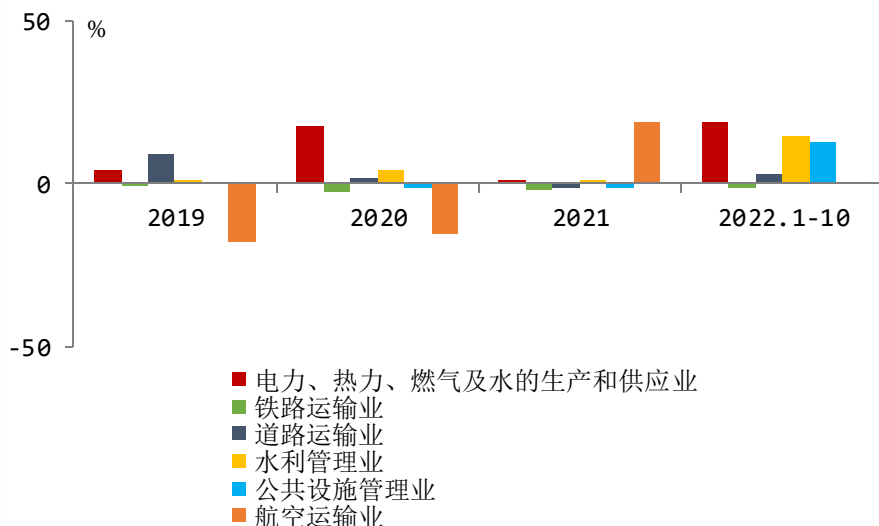
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- **政策齐发促今年基建投资高增长，2023年增速延续平稳增长。**2022年基建投资增速开局高增，但4月份疫情使得投资增速下滑，随着下半年专项债、政策性开发性金融工具等加力政策出台，1-10月，广义、狭义基建投资分别同比增长11.4%、8.7%，较1-9月继续攀升。2023年出口或继续承压，疫情和地产低迷的影响短期仍在，基建稳经济政策或有所延续，但由于地方债务压力较大，社会资本参与仍在恢复期，预计2023年狭义基建投资增速平稳较快，全年增速或在9%左右，并呈前高后低走势。
- **电燃热水、水利、公共设施等投资增速较高，新基建潜力较大。**从结构上看，广义基建投资中电力、热力、燃气及水的生产和供应业、水利管理业以及公共设施管理业的投资增速相对较高，而传统的道路、铁路及航空运输业投资增速偏慢。未来新基建仍是国家重点规划发展方向，发改委将新基建划分为信息、融合、创新三类，包括5G基建、特高压、城际高铁和轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、AI、工业互联网等领域有望快速增长。

广义和狭义基础设施建设投资增速均上行



疫情后各基建分项增速变化



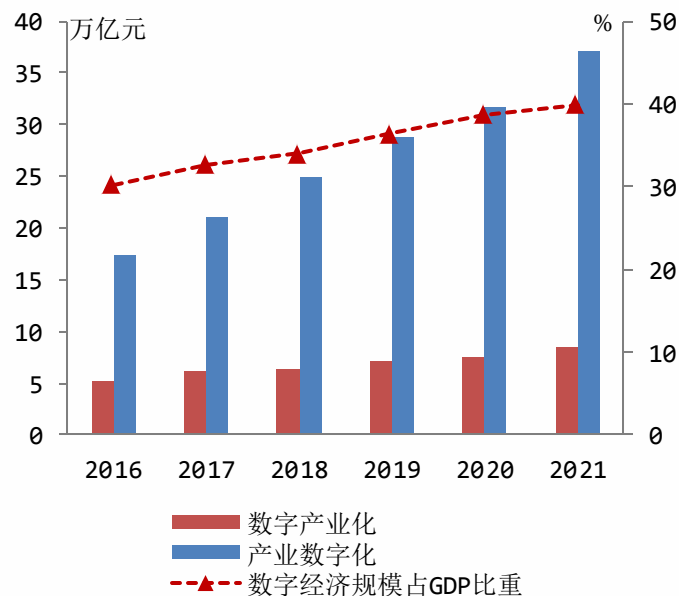
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- 2021年9月，国常会审议通过《“十四五”新型基础设施建设规划》，不断完善新基建的顶层设计。同时中央和地方投资也逐渐向新基建倾斜，“十四五”央企预计在新基建领域规划投资超过10万亿元，2022年6月底，第三批地方专项债项目申报范围拓展后涵盖新基建。2022年9月，发改委提出将从四方面支持新基建发展，传统基础设施的“数字+”“智能+”升级、5G、物联网、工业互联网、AI等将进入发展快车道。
- 数字经济与产业融合是未来发展趋势。数字经济包括“数字产业化”（AI、大数据、区块链等）和“产业数字化”（数字化农业、制造业、服务业等）。数字经济占GDP的比重，自2016年来逐年增加，从30.28%上升至39.87%，《“十四五”数字经济发展规划》指出，数字经济核心产业增加值占GDP比重将从2020年的7.8%提升至2025年的10%，未来数字经济将加快与实体经济融合，持续赋能经济高质量发展。

新基建相关领域发展情况

一级分类	二级分类	三级分类	规模预测及增速
信息基础设施	通信网络基础设施	5G	2030年5G基站数量预计达到1500万个，2021-2030年CAGR接近30%
		物联网	2026年市场规模超过6万亿元，2020-2026年CAGR约23.4%
		工业互联网	2025年市场规模有望达到12339.4亿元，2020-2025年CAGR或达13.1%
		卫星互联网	2025年市场规模可达446.9亿元，2021-2025年CAGR或达11.2%
	新技术基础设施	人工智能	市场规模或在2025年超过184.3亿美元，2020-2025年CAGR约为24.4%
		云计算	2024年整体云市场规模或达1000亿美元以上，2019-2024年CAGR或达24.9%
	算力基础设施	区块链	2026年的市场规模或达163.68亿美元，2021-2026年CAGR达73%左右
融合基础设施	智能交通基础设施	数据+智能计算中心	2023年传统IDC市场规模预计达到1612.6亿元，2020-2023年CAGR或达17.5%
		城际高铁	2030年高速铁路规模预计达4.5万公里左右，2021-2030年CAGR约为1.3%
	轨道交通	到2026年，中国地铁和轻轨运营里程有望突破12300公里，城轨交通运营线路2020-2026年CAGR可达7.5%	
	车联网	车联网市场规模有望在2026年达到8千亿元，2020-2026年CAGR或可达30.3%	
智慧能源基础设施	特高压	2025年特高压产业与其带动产业整体投资规模预计可达5870亿元，2020-2025年CAGR约为14.4%	
	新能源汽车充电桩	2026年中国电动汽车充电桩需求量或超1116万个，2020-2026年CAGR可达37.1%	
创新基础设施	重大科技基础设施	我国布局建设的77个国家重大科技基础设施中32个已建成运行	
	科教基础设施	-	
	产业技术创新基础设施	-	

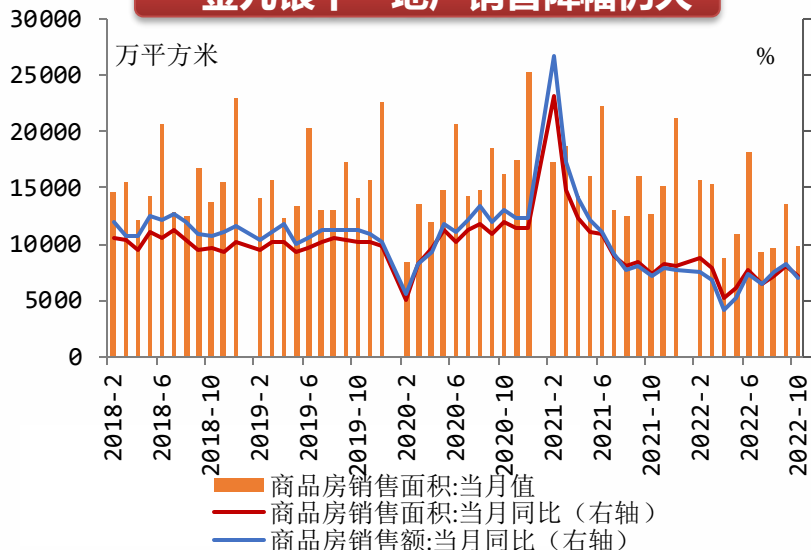
数字经济GDP占比不断提升



1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- **稳地产政策密集出台，市场表现仍较低迷。** 2022年三季度以来，保交楼专项借款推出，930地产新政出台，各地方因城施策继续放松“四限”和调整公积金贷款等。但政策效果仍待进一步显现，1-10月全国房地产开发投资同比下降8.8%，降幅扩大0.8个百分点，地产投资仍待回暖。从需求端看，地产“银十”销售持续低迷，1-10月商品房销售面积同比下降22.3%，单月降幅连续4个月超过10%，居民购房意愿仍不强。随着杭州调整认房又认贷政策，后续高能级城市四限政策放松仍可期，有望推动需求企稳回升。
- **房企融资环境有望逐步改善，2023年房地产投资增速或回升至0.8%左右。** 从供给端看，中指研究院数据显示，1-10月全国300城成交规划建面同比下降13.31%，地块流拍率为18.05%，房企拿地意愿仍有限，且央国企的拿地力度也有所减弱。但值得注意的是，随着保交楼专项借款推出，房地产竣工面积降幅持续收敛。11月，民营房企债权融资“第二支箭”发出，央行银保监会发布16条措施支持房地产市场，有助于改善房企融资环境，缓解居民对于房企交付担忧，促进房地产市场逐步企稳。预计2023年随着疫情负面影响逐步减弱，供需两端政策持续托举，房地产投资增速有望回升至0.8%左右，并呈前低后高走势。

“金九银十”地产销售降幅仍大



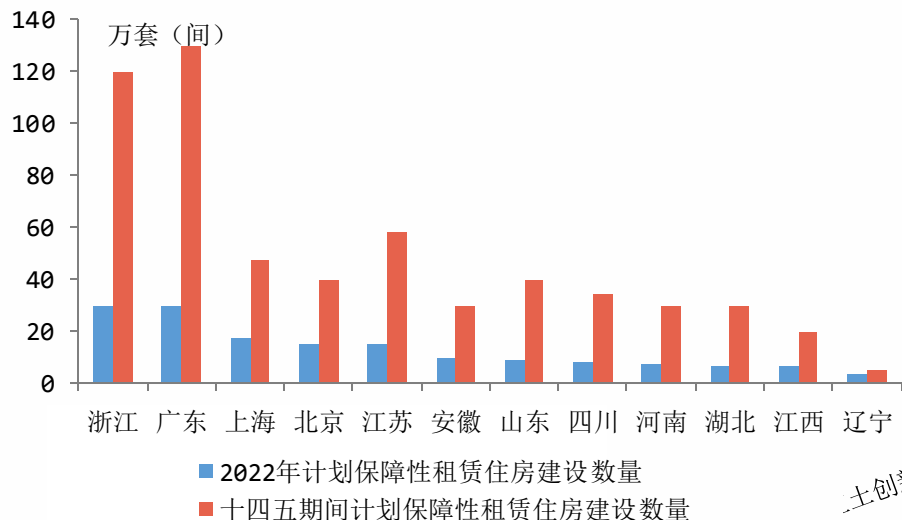
土地市场年末低位企稳



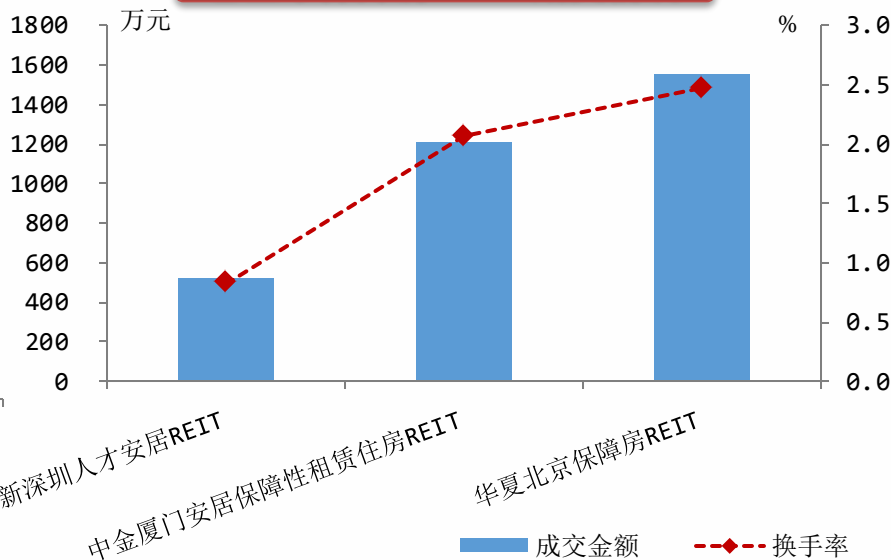
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 2023年“租购并举”新发展模式有望加快。**“十四五”规划指出，全国40个重点城市将建设保障性租赁住房650万套。据ICCRA统计，自2021年以来，截至2022年三季度末，全国已开业房间规模中约有10.7%纳入当地保障性租赁住房（环比上升3.8个百分点），规模合计为100450套（间）。“二十大”报告明确指出未来将“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，近两年政策也持续从土地、财税、金融等方面加大对保障房的支持力度，若2023年地产危机逐步得以化解，房地产行业或将加快进入到“租购并举”的新发展模式，保障性租赁住房有望进入快车道。
- 从保障房模式来看，**2021年11月和2022年2月住建部发布了两批保障性租赁住房可复制可推广的地方经验清单，在土地利用方面，支持利用好集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、非居住存量土地和房屋等。同时，需要坚持小户型、低租金的模式，合理确定准入条件，逐渐建立健全管理服务平台，支持专业化规模化住房租赁企业建设和运营保障性租赁住房等。此外，保障房REITs也得到政策大力支持，2022年8月首批上市三只保障房REITs规模总计37.97亿元，第四只也已获得发行批文，后续有望进一步扩容。

部分省市保障房计划建设情况



已上市保障房REITs成交情况



www.swsc.com.cn

数据来源：wind、各省市政府工作报告、“十四五”规划、各省市住建部，西南证券整理

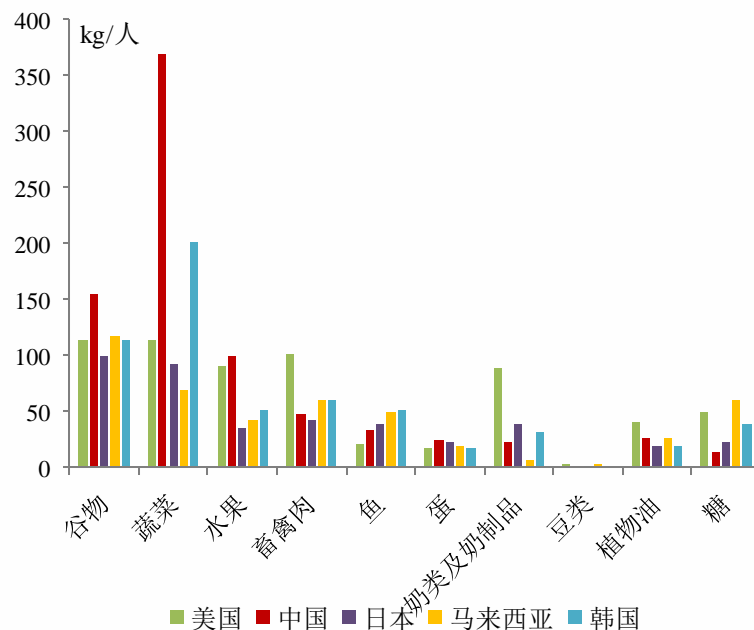
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 中国居民膳食结构：谷薯类>水果类>蔬菜类>动物性食物类>奶类、大豆及坚果>油盐。对比2007、2016及2022年中国居民平衡膳食宝塔，奶类及奶制品和鱼虾类的推荐摄入量有较明显提升，盐、大豆及坚果、水果类有所回落，全谷物和杂豆、薯类的重要性提升。
- 与发达国家美国相比，我国居民的畜禽肉、鱼、蛋奶、豆类、植物油及糖的人均消费量均低于美国，而谷物、蔬菜、水果的消费量高于美国；与发展中国家相比(马来西亚)，我国畜禽类、鱼、豆类及糖的人均居民消费量低于马来西亚居民，其余品类的消费量均较高。随着我国居民收入及收入水平不断提高，未来我国居民对于蛋白质类食物、糖等的消费有望继续提升。

近年来中国居民膳食指南及平衡膳食宝塔

食物品类	2007	2016	2022
油	25-30g	25-30g	25-30g
盐	6g	<6g	<5g
奶类及奶制品	300g	300g	300-500g
大豆类及坚果	30-50g	25-35g	25-35g
畜禽肉类	50-75g	40-75g	120-200g 每周至少2次水产品
鱼虾类	75-100g	40-75g	
蛋类	25-50g	40-50g	每天一个鸡蛋
蔬菜类	300-500g	300-500g	300-500g
水果类	200-400g	200-350g	200-350g
谷物及杂豆、薯类	250-400g	谷薯类 250-400g	谷类 200-300g
		全谷物和杂豆 50-150g	全谷物和杂豆 50-150g
		薯类 50-100g	薯类 50-100g
水	1200ml	1500-1700ml	1500-1700ml

我国人均食物消费量国际对比

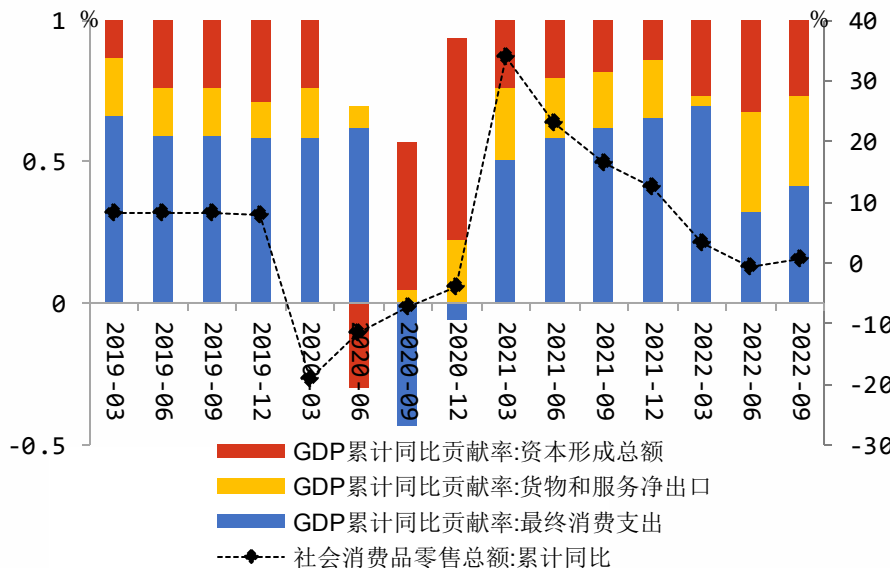


数据来源：中国居民膳食指南、右图蔬菜、水果及豆类数据来自日本农林水产业，时间为2018年，此外均为2020年数据，来自OECD。注：谷物包括小麦、玉米、水稻和其他粗粮；畜禽肉包括牛、猪、禽和羊肉；奶及奶制品包括新鲜乳制品、黄油、奶酪等；糖包括糖和高果糖玉米糖浆

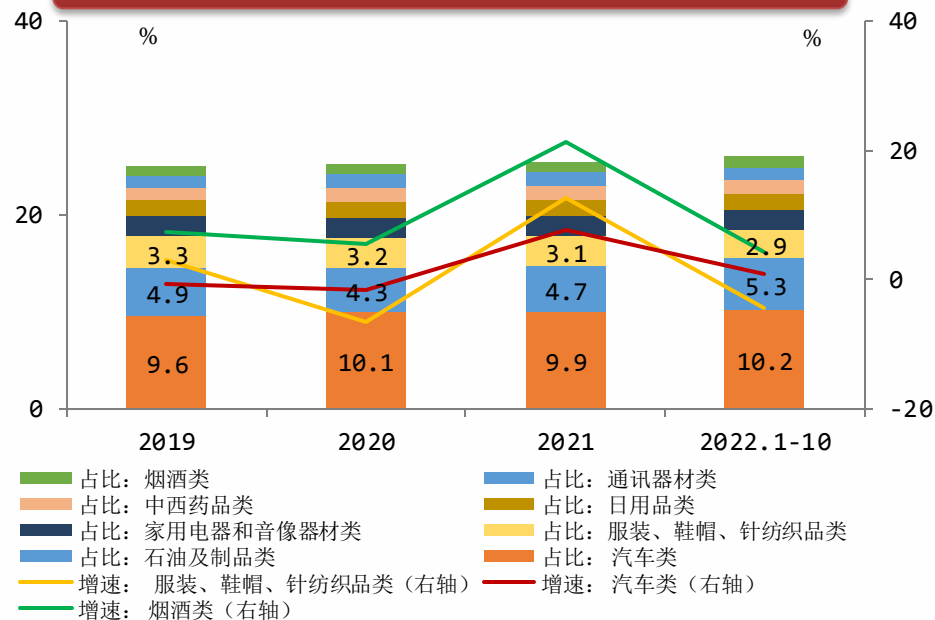
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 疫情多次冲击国内消费，预计2023年消费增速可达6.5%。** 受到疫情多次脉冲影响，2022年1-10月我国社会消费品零售总额同比增长0.6%，增速较1-9月回落0.1个百分点。前三季度最终消费支出对GDP的贡献率41.3%，高于资本形成和净出口的贡献率，该比重较上半年提升了9.2个百分点，但较2021年大幅回落24.1个百分点。随着疫情防控进一步优化，内需消费有望持续性恢复，但受居民收入预期和储蓄意愿影响，对消费增速仍有一定冲击，预期2023年社会消费品零售同比或可达6.5%。
- 2023疫情影响减弱，可选消费或迎来反弹，地产企稳有望带动相关消费回暖。** 2022年1-10月，受国际大宗商品价格上涨影响，石油及制品的消费增速高于其他品类，中西药品、粮油食品、饮料消费增长也较快，而化妆品、服装鞋帽针纺织品等可选消费负增长，家具、建筑及装潢材料类低迷。2023年可选消费或将迎来系统性回暖，服装鞋帽、地产链相关、石油及制品类有望在消费正常化回归中出现较为显著的表现。

三季度消费对GDP贡献率提升



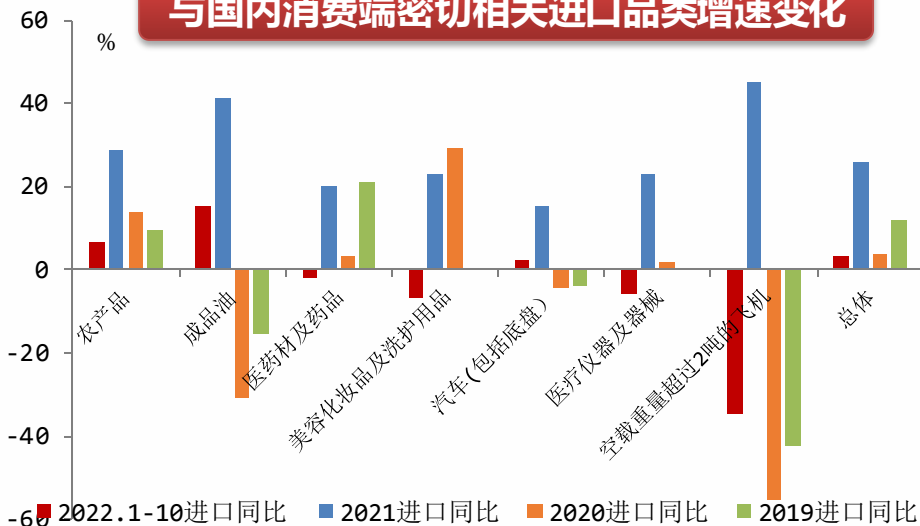
2019年以来重点可选消费品占比与增速变化



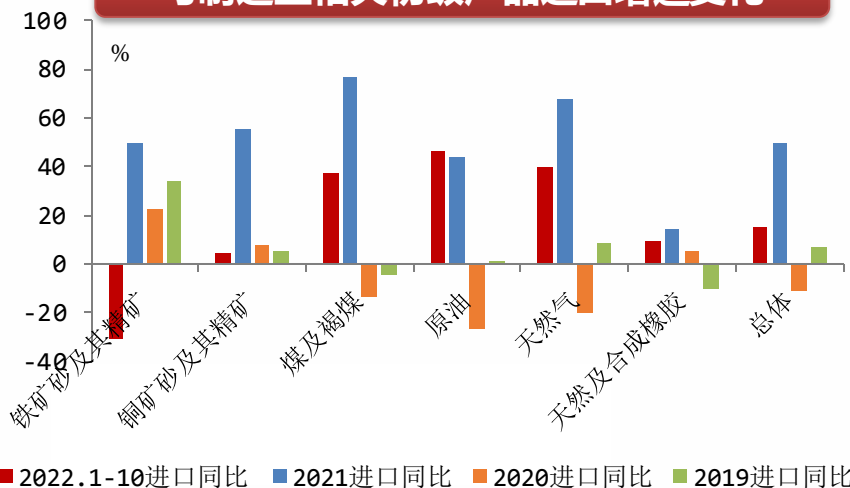
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- 受高基数、内需走弱及人民币贬值等因素影响，2022年我国进口同比增速呈逐步下滑态势，1-10月我国进口累计22645.5亿美元，增长3.5%，增速继续较前值回落0.6个百分点。
- 从结构上看，与国内消费高度相关分项包括农产品、成品油、医药、化妆洗护、汽车、医疗器械等，合计占比约14.2%，总体增速较去年大幅回落。其中农产品、成品油、汽车进口金额在1-10月实现同比正增长，其余均为负增长。从生产端的需求来看，制造业相关初级产品和工业产品的进口增速也均较2021年下滑，其中煤炭、原油、天然气等能源进口维持高增长。

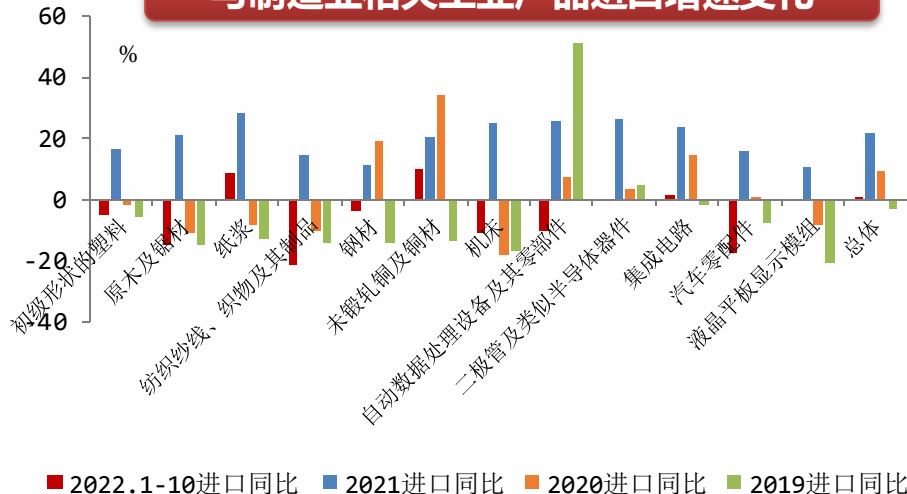
与国内消费端密切相关进口品类增速变化



与制造业相关初级产品进口增速变化



与制造业相关工业产品进口增速变化



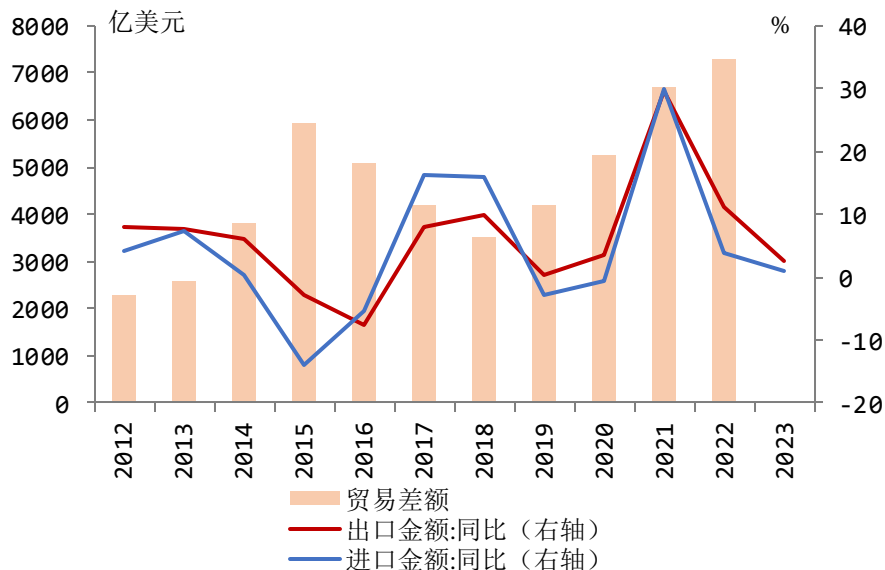
www.swsc.com.cn

数据来源：海关总署，西南证券整理

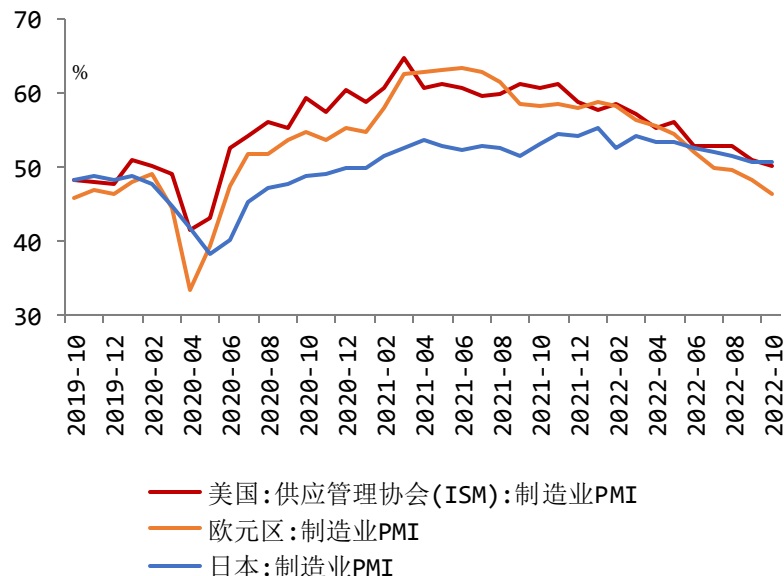
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

□ 2022年进出口增速均呈下滑态势，2023年增速下滑压力仍大。以美元计，2022年1-10月我国进出口金额同比增长7.7%，增速较前三季度回落1.0个百分点，1-10月出口金额同比增长11.1%，较1-9月下降1.4个百分点，单月增速在8月出现拐点。进口方面目前仍受内需疲软、人民币贬值影响，1-10月进口金额同比增长3.5%，下降0.6个百分点。出口增速高于进口增速，10月贸易顺差851.5亿美元，较9月仍略有扩大。目前，海外加息潮仍在持续、欧洲地缘政治风波未平，通胀仍在高位，主要发达国家PMI指标持续走低，10月美国制造业PMI录得50.2%，欧元区制造业PMI跌至46.4%，日本制造业PMI也下滑至50.7%。在此背景下，预计2023年出口增速继续走低至2.6%，但地缘冲突、国内物流畅通或对出口形成一定支撑。随着国内防疫更加精准，内需改善或带动进口增速低位企稳，预计2023年进口增速3.2%。

进、出口增速有望低位企稳



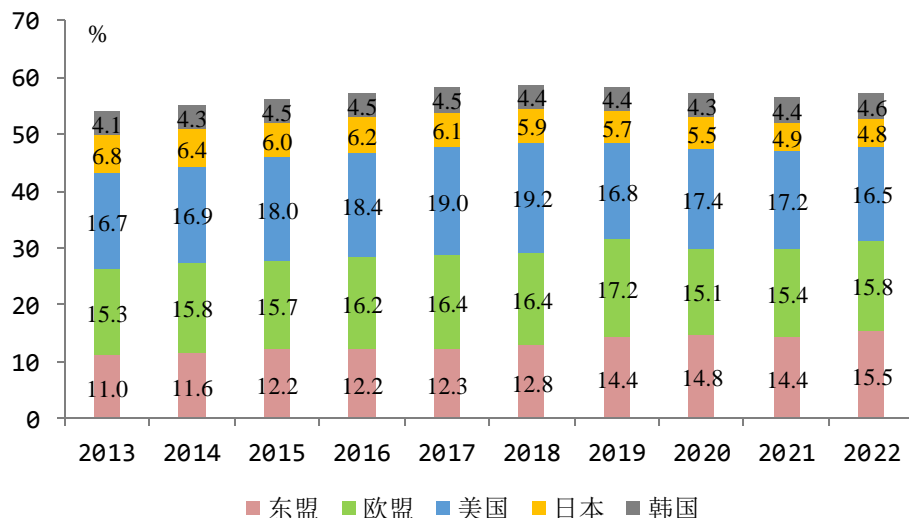
美欧日制造业景气度继续下滑



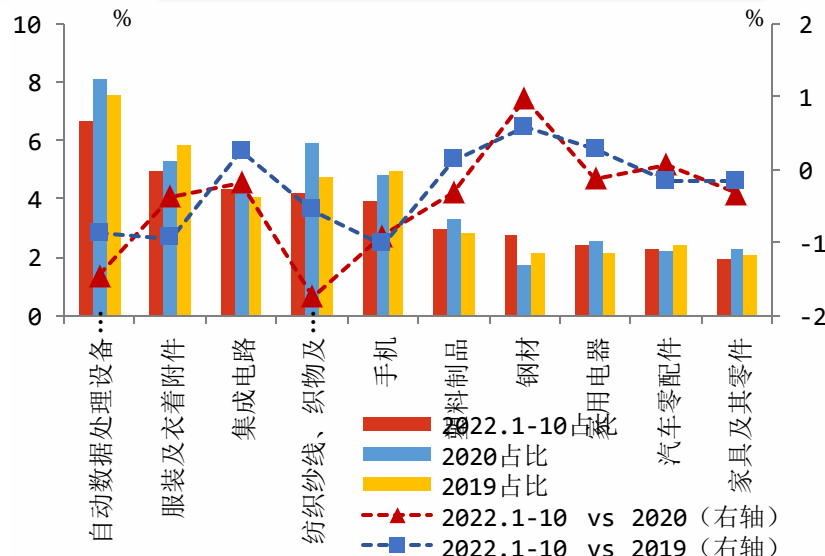
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- 分区域看，美国在我国对外出口中占比仍是最高，对东盟出口增长持续性较好。**近十年来，除2019年外，美国始终是我国最大的出口国，在2019年大幅下滑后，2020-2021年呈回升态势。对欧盟出口2020年下滑明显，虽然2021、2022年缓慢回升，但目前仍低于疫情前水平较多。2013年以来，我国对东盟出口占比总体保持上升，2022年1-10月对东盟出口占比15.5%，较去年上升1.1个百分点，对我国出口贡献率上升。疫情后我国对日本出口比重总体走低，对韩国出口占比略有上升。疫情和地缘政治对出口格局的冲击目前仍在持续，预计2023年我国对于东盟和欧盟的出口占比有望进一步上升。
- 分品类看，钢材、家电等出口比重较疫情前提升明显，手机、服装等下滑较多。**2022年1-10月出口前十的品类中，钢材、家电、集成电路、塑料制品等占比超过2019年水平，其他品类占比较疫情前均出现下降。其中，手机、自动数据处理设备及其零部件、服装及衣着附件，占比与疫情前相比，分别下降1.0、0.9、0.9个百分点。

2013年以来我国对主要贸易伙伴出口占比变化



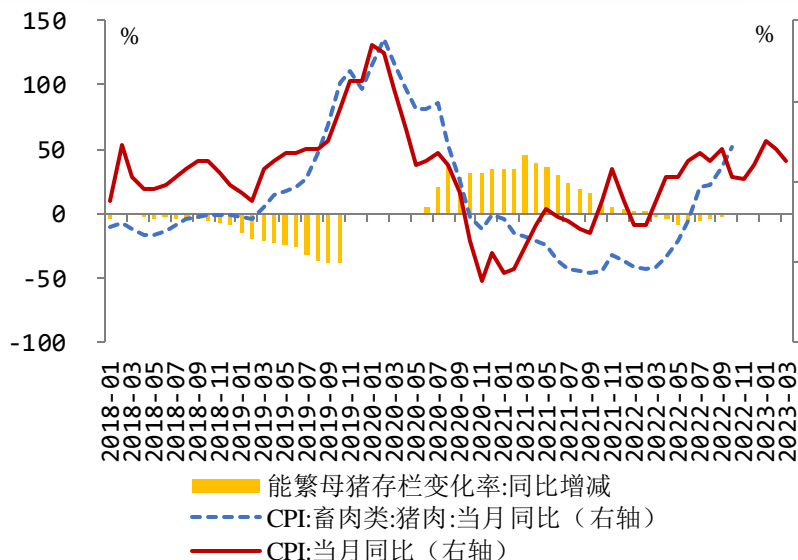
我国出口品类占比变化情况



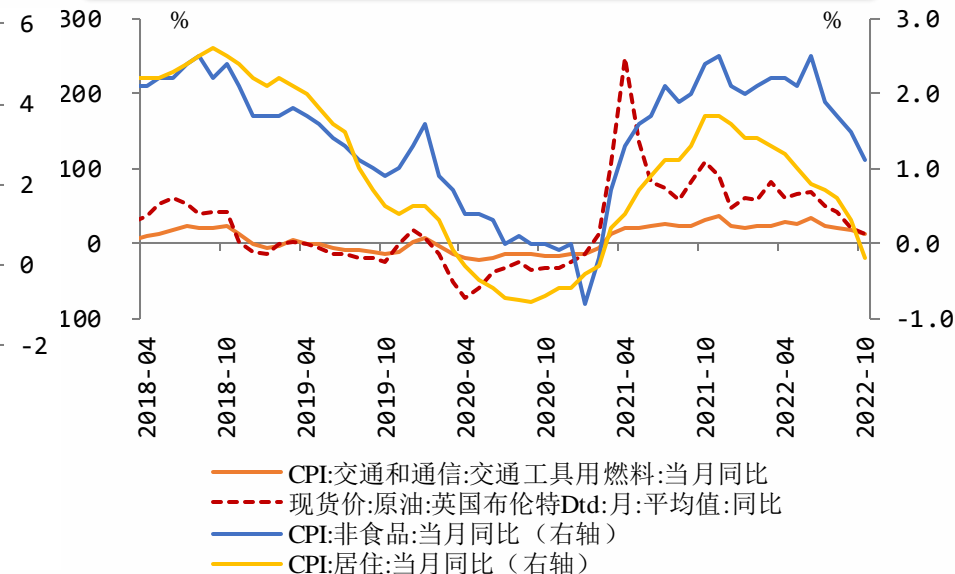
1 低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡

- **猪价或逐步见顶，预计食品CPI上行空间相对有限。**10月CPI同比下滑0.7个百分点至2.1%，主要由于基数和季节性供应回升。国内粮价明年或仍面临一定压力，但我国保粮食产量政策发力，粮价大幅上涨可能性较小；2022年4月新一轮猪周期开启，历史上看每轮猪周期大约持续4年，2023年猪肉价格或维持涨势，但生猪养殖利润随着猪价上涨而好转，5月份能繁母猪生猪存栏量进入上升通道，由此2023年Q1起猪肉产能或有所回升，届时猪价或见顶。
- **若疫情影响减弱，非食品CPI具有上升动力，预计2023年CPI或在2.2%左右。**2022年非食品CPI呈前高后低走势，上半年主要受到国际油价上涨的支撑，下半年国际油价回落带动非食品价格逐步走低，同时国内疫情导致核心CPI走势低迷。若国内疫情对经济活动影响减弱，需求端逐渐好转，非食品价格具有上涨动力，并带动核心CPI回升。国际油价或震荡下行，给非食品价格带来一定下行压力，但地缘政治不确定性仍较强。整体来看，预计CPI在2023年或在2.2%左右。

2023年CPI年初或趋升



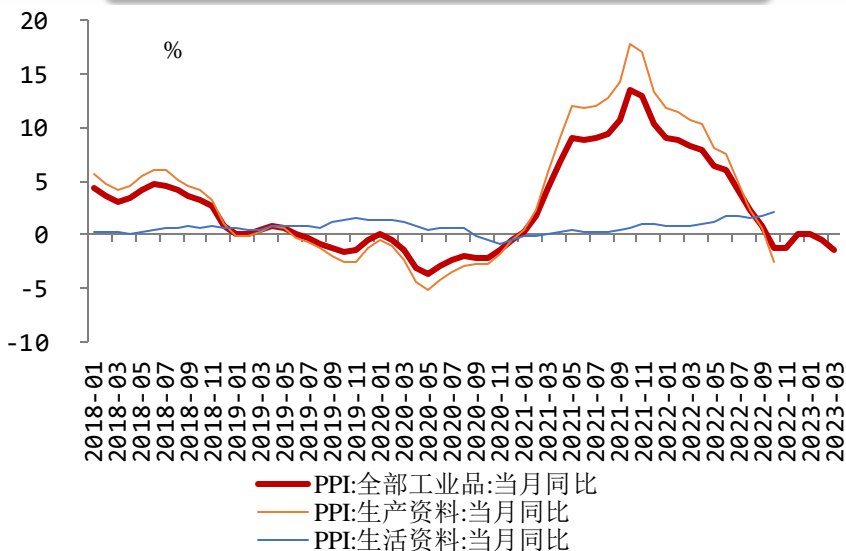
2022年下半年油价和疫情导致非食品CPI回落



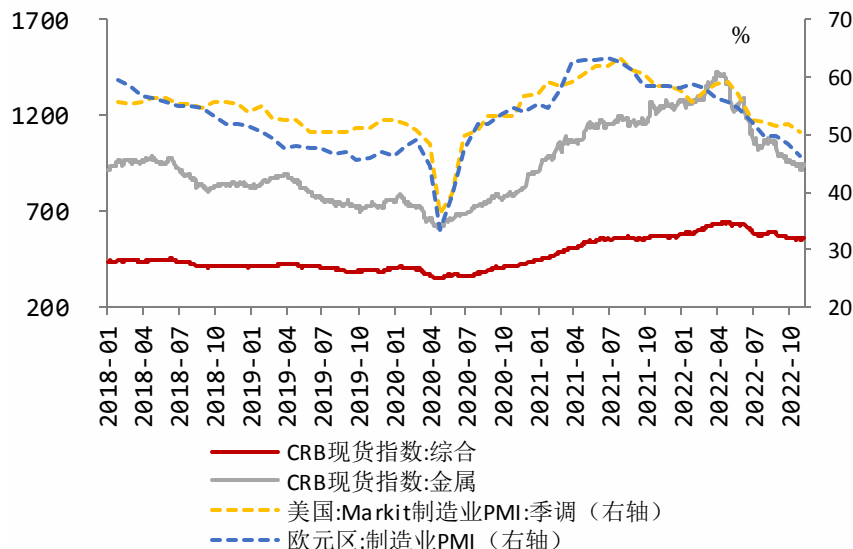
1 低基数之下5%再出发，供需两端的新平衡

- **国际大宗商品震荡走低，国内保供稳价政策落地，PPI进入下行通道。**2022年10月，PPI同比由上涨转为下降1.3%，两年来首度转负，但月环比由下降转为上涨0.2%。生产资料价格同比逐步走低，而生活资料价格则维持上升态势。其中，国际油价震荡下行，石油相关行业价格指数回落；保供稳价政策下，煤炭相关行业价格走低；但稳增长政策落地生效，带动非金属、金属等相关行业环比回升。
- **预计2023年上半年PPI延续走低态势，之后或逐步企稳回升，全年PPI或在0.4%左右。**国际大宗商品价格或在全球经济下行的影响下延续震荡走低态势，但地缘政治影响的不确定性较大。原油价格短期或在OPEC+减产、G7对俄油限价等的影响下震荡，后续或受需求减弱影响震荡下行。国内随着经济逐步企稳回升，或拉动部分行业需求，对价格有所支撑。若疫情影响减弱，消费需求回暖，或带动生活资料价格继续走高，但对总体PPI影响较小。2023年PPI或在上半年延续走低态势，考虑到基数逐渐走低，下半年PPI或逐步企稳回升，全年PPI预计在0.4%左右。

生产资料、生活资料走势分化



全球经济下行或带动国际大宗商品价格走低

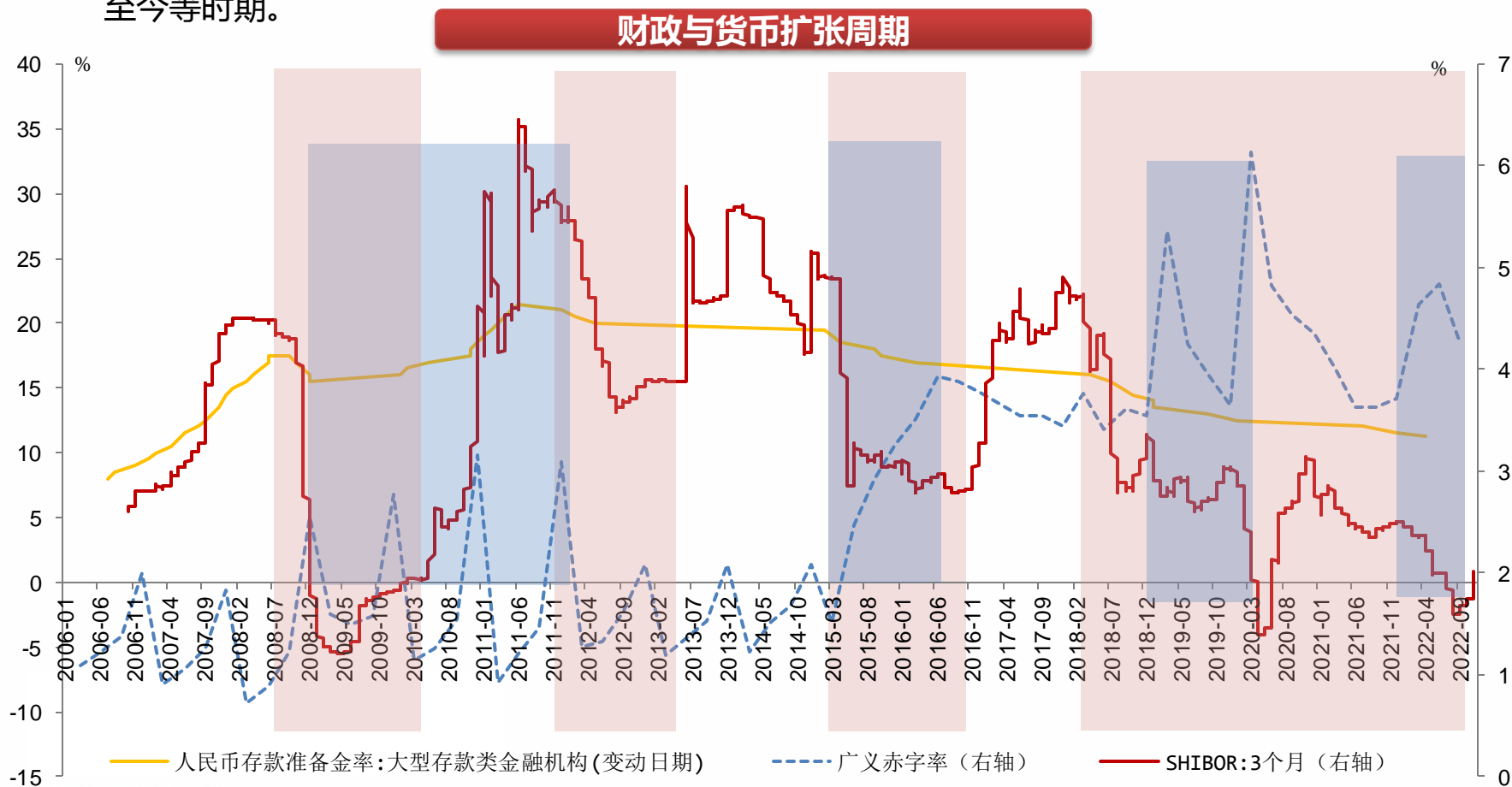


目 录

- ◆ **低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡**
- ◆ **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**
- ◆ **“以内促外”转型期下的产业布局与改革推进**
- ◆ **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**
- ◆ **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**

2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 2006年以来，我国货币和财政政策均大致经历了4轮宽松周期。2020年疫情爆发之前，货币政策每一轮宽松周期持续约5-7个季度。财政政策方面，2009-2011年、2015-2017年、2019-2020年、2022-至今是扩张周期，每一轮持续时间约8-12季度，长于货币政策周期。综合来看，货币、财政宽松重叠的时期包括2008.Q4-2010.Q1、2015.Q1-2016.Q4，2019.Q1-2020.Q1，2022.Q1至今等时期。



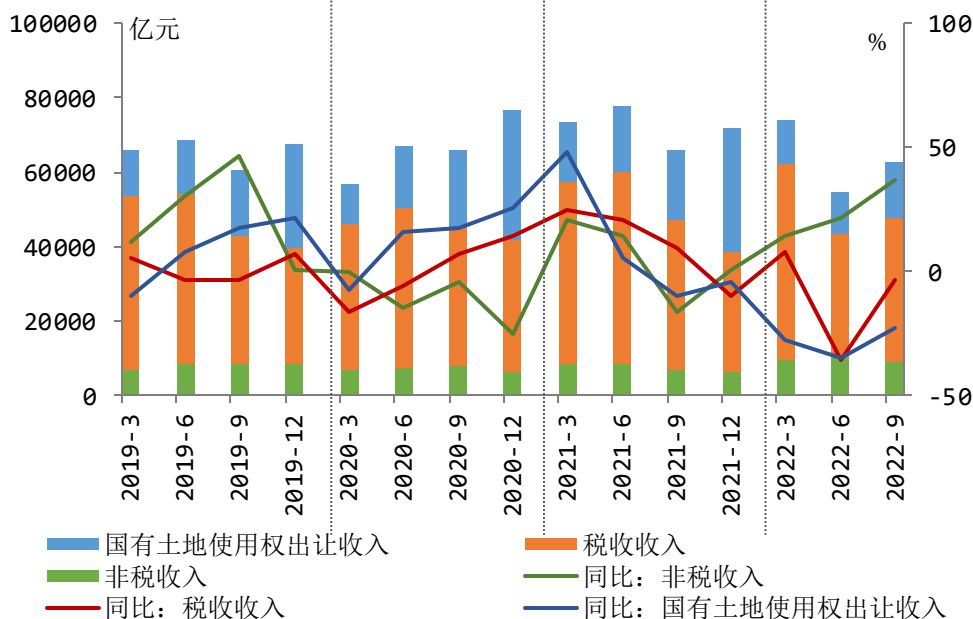
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理。注：广义财政赤字率=（公共财政赤字+政府性基金赤字+地方政府债+PSL+抗疫特别国债）/名义GDP；蓝底色为财政扩张，红底色为货币宽松

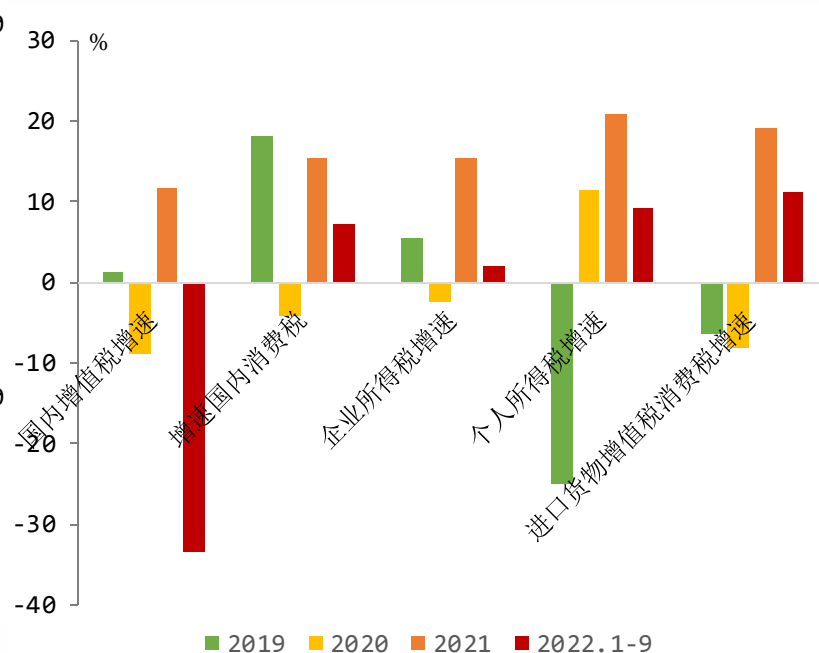
2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 1-9月累计，全国一般公共预算收入153151亿元，扣除留抵退税因素后增长4.1%，按自然口径计算下降6.6%。全国税收收入124365亿元，扣除留抵退税因素后增长1%，按自然口径计算下降11.6%；非税收入28786亿元，比上年同期增长23.5%。
- 主要税种中，1-9月，从总量看，企业所得税、国内增值税和进口货物增值税消费税位列前三，在税收收入中占比分别为29.3%、26.8%和12.3%；从增速看，1-9月，资源税、土地和房地产相关税收（契税、耕地占用税）、出口退税、个人所得税等增长较快。

疫情后广义财政收入总量与增速变化



2019年以来主要税种增速变化



数据来源：财政部、wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 从美国、日本、新加坡等海外发达国家看，个税、消费税和企业税是税收的主要来源，税率方面，相比较来看，目前国内的个税、消费税的税率较高。后续提高直接税比重，合理扩大综合征税范围，逐步纳入财产性和资本所得，稳妥推进房地产税的试点；优化间接税并降低间接税比重，对增值税进行结构性减税，并优化留抵退税等制度，提高消费税的针对性和累进性，加大对奢侈品等的消费税征收力度，并逐步从对生产环节征收转变为对批发零售环节征收，将成为深化税制改革的方向。同时，税收征管也将加强。

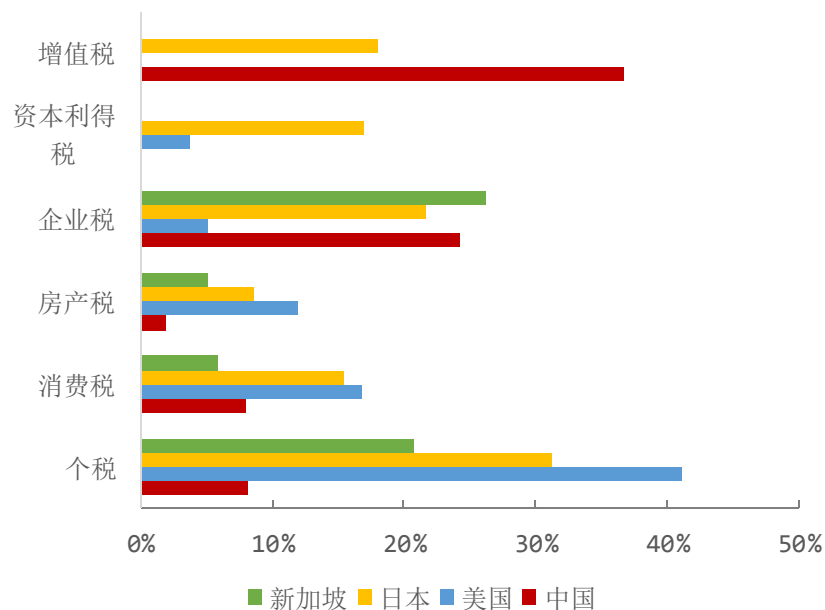
我国与发达经济体主要税种税率对比

税种 \ 国别	中国	美国	日本	德国	新加坡
个人所得税	3%-45%	10%-37%	5%-40%	15%-42%	0%-22%
企业税	25%	15%-35%	30.62%	15.83%	17%
资本利得税	—	10%-37% (联邦短期) 0-20% (联邦长期)	20%	25.00%	0%
房产税	0.4%-0.6% (试点城市从价)	1%-3%	1.40%	3.50%	0%-20%
消费税	3%-56%	8%-10%	10%	19%	7%
增值税	6%-13%	—	10%	19%	—

数据来源：国家税务总局、国际货币基金组织，西南证券整理

www.swsc.com.cn

各税种占税收收入的比重

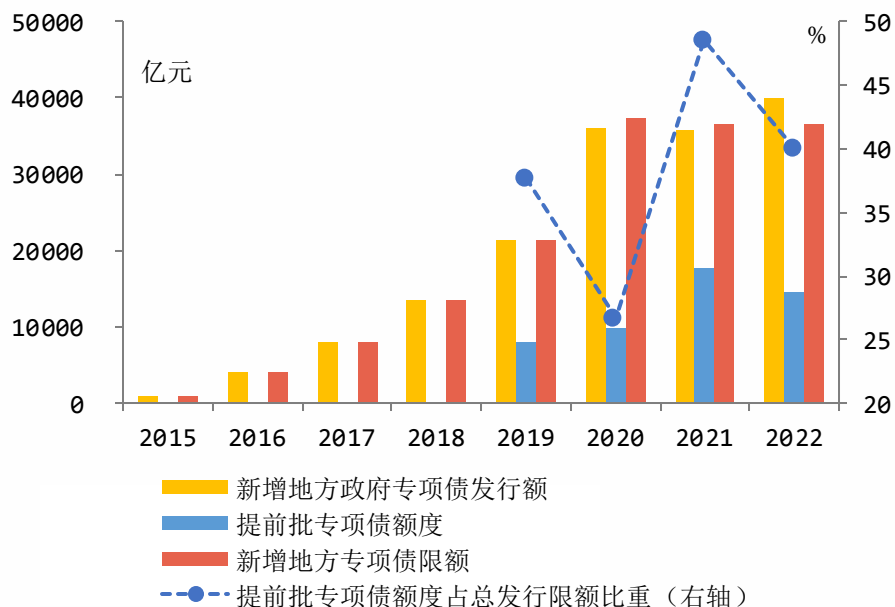


注：日本的增值税是指消费类税，消费税是在购买商品时对商品货值缴纳的一个税种与中国增值税类似

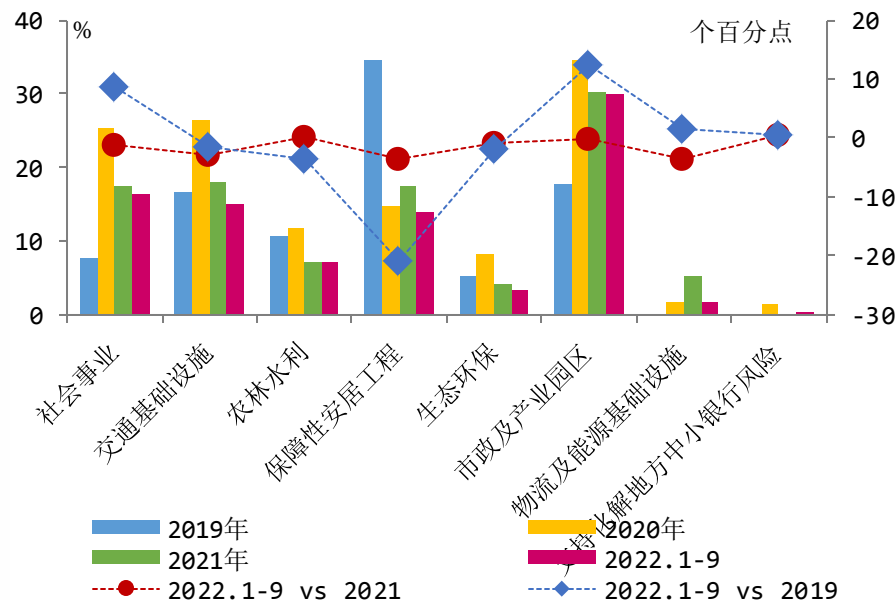
2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 2022年9月份专项债蓄力扩投资，2023年有望达到3.7万亿元。**随着10月份5000多亿元专项债结存限额陆续发行，截至11月16日，2022年地方政府新增专项债累计发行40036.44万亿元，已超过年初下达的3.65万亿元限额，超出部分约占下达的结存限额的70.7%。11月份，福建等财政厅表示财政部已提前下达该省2023年新增政府债务限额，下达额度比上年增长33.9%。2022年提前批专项债额度为1.46万亿元，2023年提前批下达额度有望超过这一规模，达到1.8万亿左右，2023年新增专项债总额或可达3.7万亿元。
- 从专项债投向领域来看，2022年1-9月地方政府专项债券主要投向市政建设及产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施等领域。**与2021年相比，2022年前三季度专项债投向农林水利、支持化解地方中小银行风险的占比有所提升，而投向保障性安居工程、物流及能源基础设施等领域的占比回落较多。

历年地方政府专项债发行情况



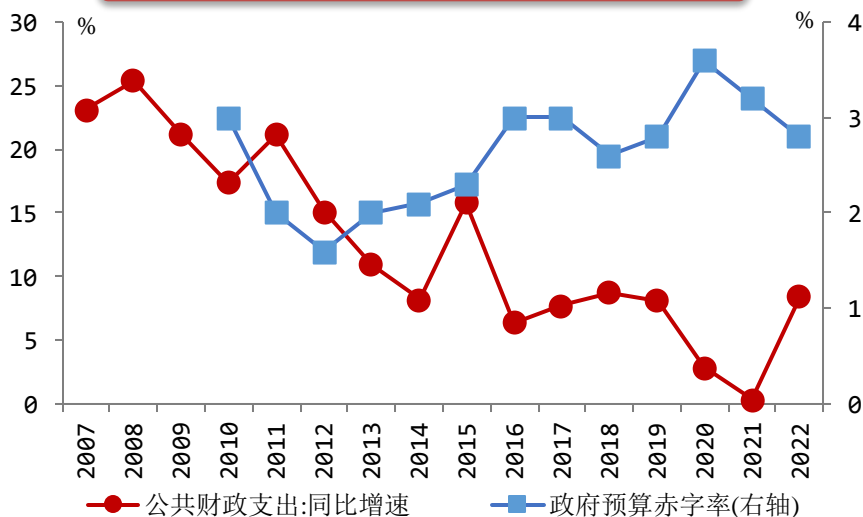
地方政府专项债投向领域



2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 2022年前三季度，全国一般公共预算支出190389亿元，比上年同期增长6.2%。主要支出项目中，社会保障和就业、教育、卫生健康、农林水占比最高，总计46.79%，同比增速位列前三的是：科学技术支出、卫生健康支出、债务付息支出，体现出疫情特殊期财政支出的特点，也显示出对于科技和教育的倾斜。与疫情前相比，城乡社区、农林水、节能环保等支出占比下滑较大，2023年在疫后正常化之下将有所恢复，此外，文旅体育、科学技术、交通运输等支出也有望实现不同程度的增长。
- 2022年预算赤字率2.8%，2023年财政仍将保持较为宽松的基调，赤字率或将继续保持在3%之下，在财政收入恢复性增长的背景之下，预算内支出和专项债进一步加力。

2023年财政支出增速有望持续回升

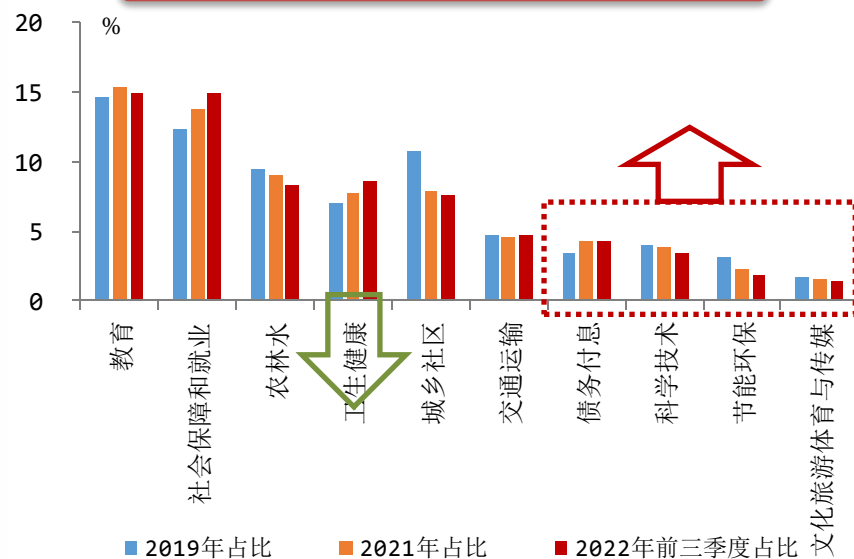


注：2022年的公共财政支出增速为预算值

数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2023年财政支出结构将有所改变

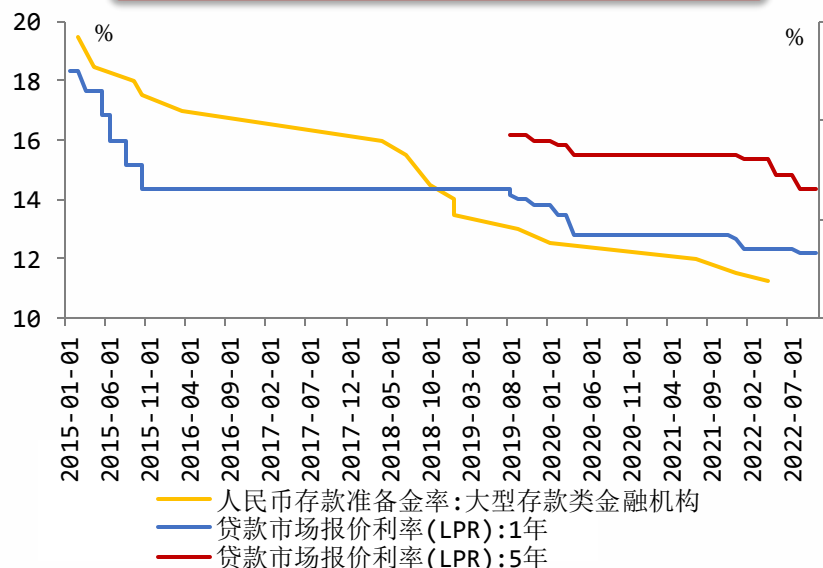


2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

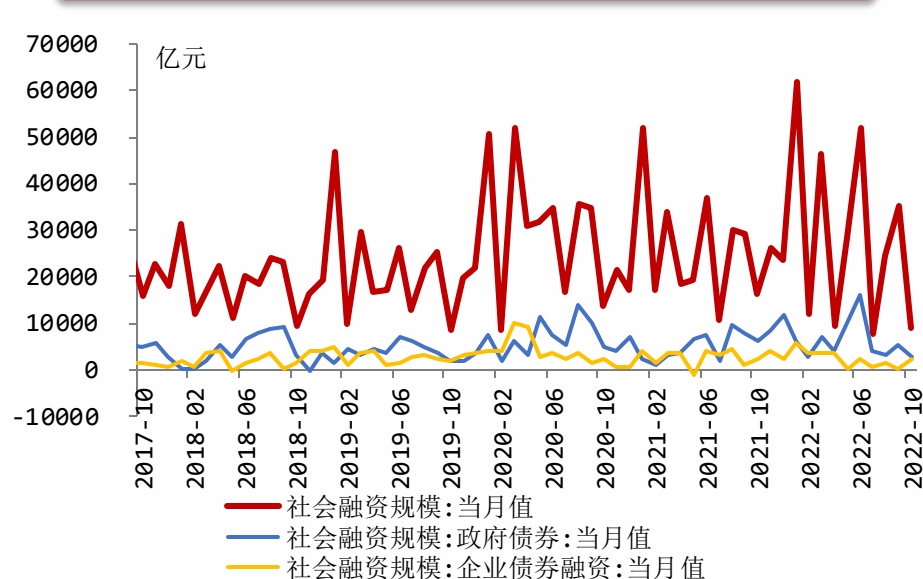
□ **2022年受疫情、地产等影响，货币政策保持稳中偏松的基调。**2022年以来货币政策采用降准降息、政策性开发性金融工具、结构性再贷款工具等稳增长举措，对经济形成支撑。但由于地产销售持续疲软、疫情负面影响持续，10月新增社会融资规模9079亿元，同比少增7097亿元，人民币贷款增加4431亿元，同比少增3321亿元。其中，在结构性政策工具支持下，政府债和企业债仍是直接融资的主要贡献项，企业短期贷款减少，中长期贷款同比多增，而住户贷款表现仍然偏弱。

□ **2023年呵护之意仍将持续，结构性政策有望持续发力。**2022年4月央行降准25bp，与2021年7月和12月分别降准50bp相比，降准幅度有所收敛；2022年，1年期和5年期LPR分别累计下调15bp和35bp，与2021年仅下调5bp1年期LPR而言，2022年降息幅度大幅增加。2023年经济复苏仍需宽货币呵护，不排除上半年定向降准和定向降息的可能性，存款利率市场化改革有望进一步推进，降低企业融资成本打开空间。结构型货币政策将继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围。

2022年小幅降准，结构性大幅降息



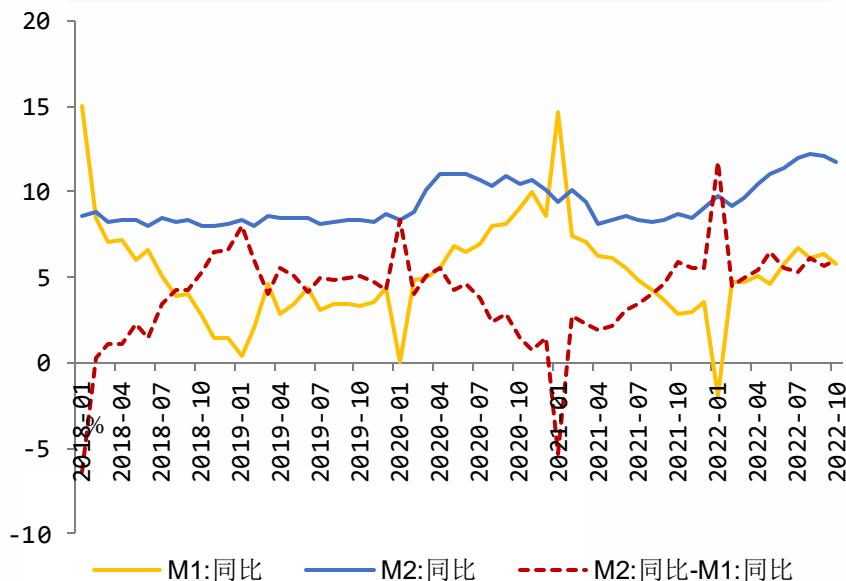
政府和企业债券仍是直接融资主要贡献项



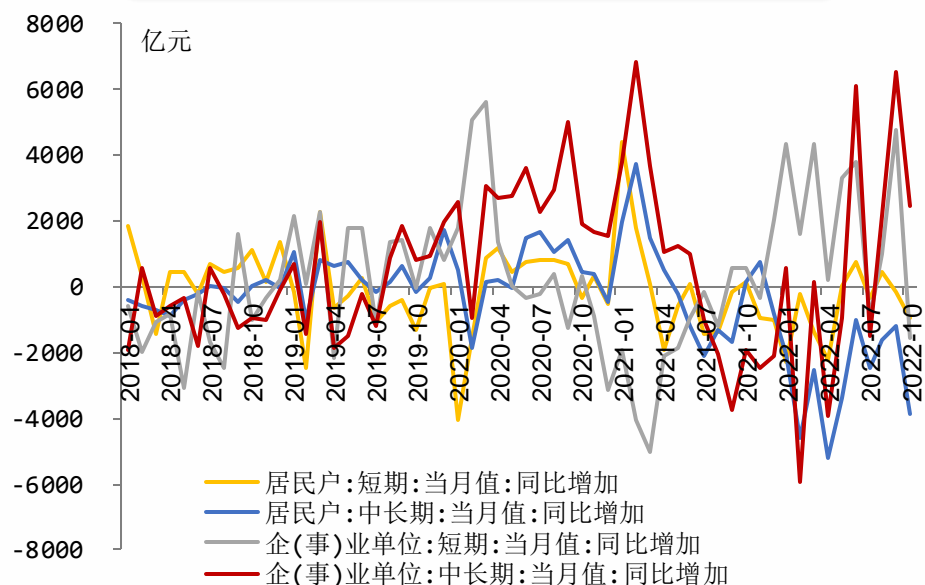
2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- **总体信贷需求依然较为疲软，市场信心仍需进一步提振。**10月，新增人民币贷款6152.0亿元，同比少增2110.0亿元，信贷融资需求仍然偏弱。M1、M2分别同比增长5.8%和11.8%，剪刀差继续扩大0.3个百分点，市场信心仍有待提振。新增人民币存款减少1844.0亿元，同比多减9493.0亿元，主要受企业信贷投资扩张、大幅缴税的影响，但居民仍持谨慎态度，存款同比继续少减。
- **居民信贷仍受疫情和地产因素掣肘，政策支持下企业中长期信贷改善明显。**从信贷结构上看，10月，住户贷款同比多减4827亿元，疫情影响持续，居民短期贷款减少512亿元，同比多减938亿元，房地产市场表现仍不及预期，居民中长期贷款仅增加332亿元，同比少增3889亿元；企业贷款同比多增1525亿元，短期贷款同比减少1555亿元，中长期贷款同比多增2433亿元，在一系列扩内需政策支持下，企业中长期信贷需求改善明显。

M2增速维持高位，而剪刀差仍在扩大



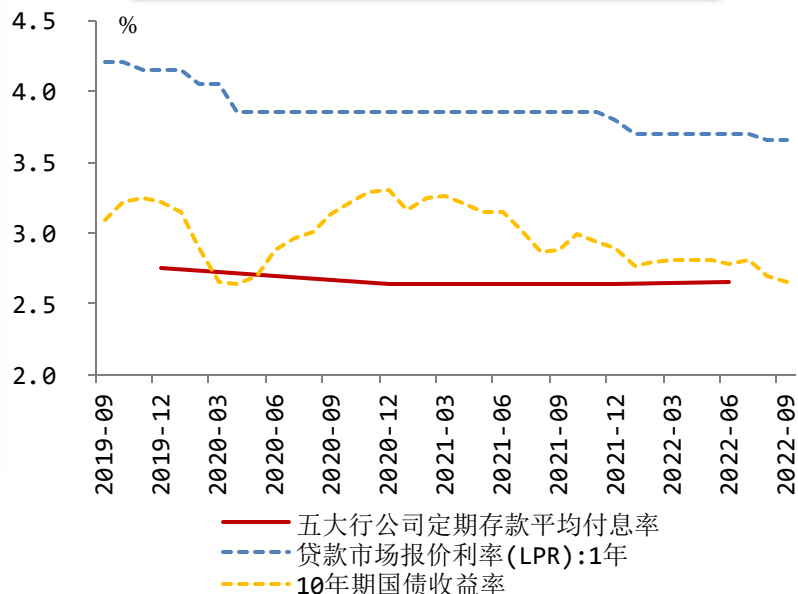
企业中长期贷款改善明显



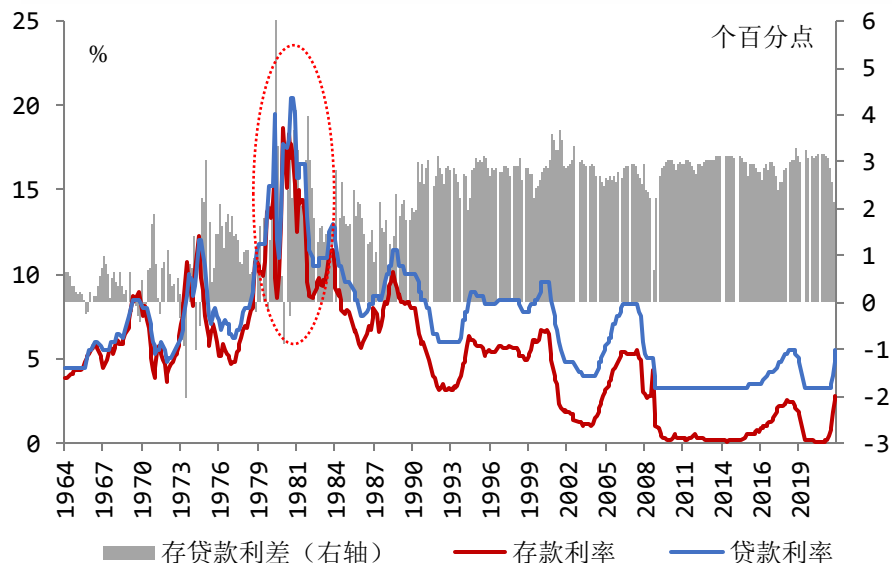
2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 上世纪90年代我国利率市场化改革正式开启，按照“货币—债券—外币—贷款—存款”逐步推进，目前，我国市场化利率体系主要由央行政策利率、市场基准利率和市场利率构成，政策利率向市场利率的传导路径较为明晰，基本实现了货币和债券市场的利率市场化，贷款利率市场化不断深入，但存款利率仍存在一定刚性。
- 从美国利率市场化影响来看，主要有：一，短期存款利率快速上升，利差收窄，中长期利差趋于稳定；二，从银行资产负债结构来看，存款利率市场化遏制住了金融脱媒的现象，有利于商业银行吸收存款，同时在资产端存贷利差收窄使银行更倾向于收益更高的证券等资产；三，储贷危机在利率市场化后爆发，“借短贷长”模式在存款利率市场化后资金成本快速上升、市场竞争加剧、银行收益下降，再加上当时金融监管宽松，对银行资本的要求下降，储贷机构的经营范围不断扩大，金融风险迅速攀升。

银行负债成本仍有一定隐性下限



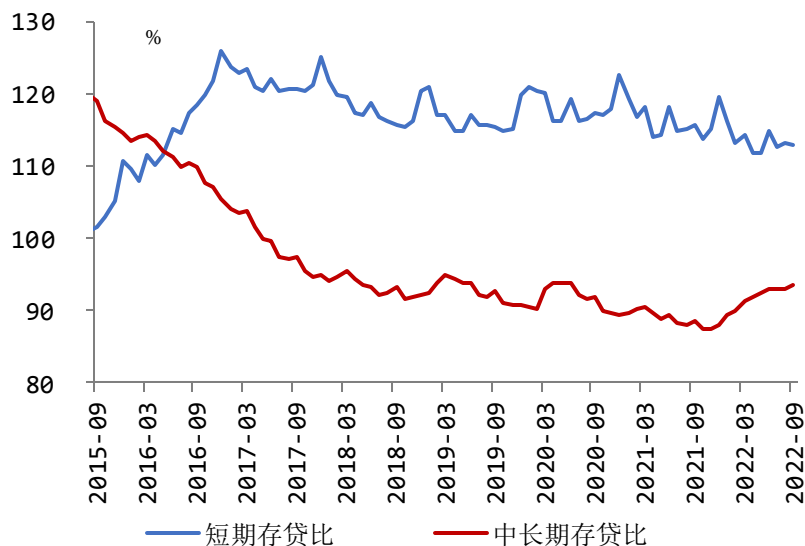
利率市场化后，美国存贷利差短期上升，长期趋稳



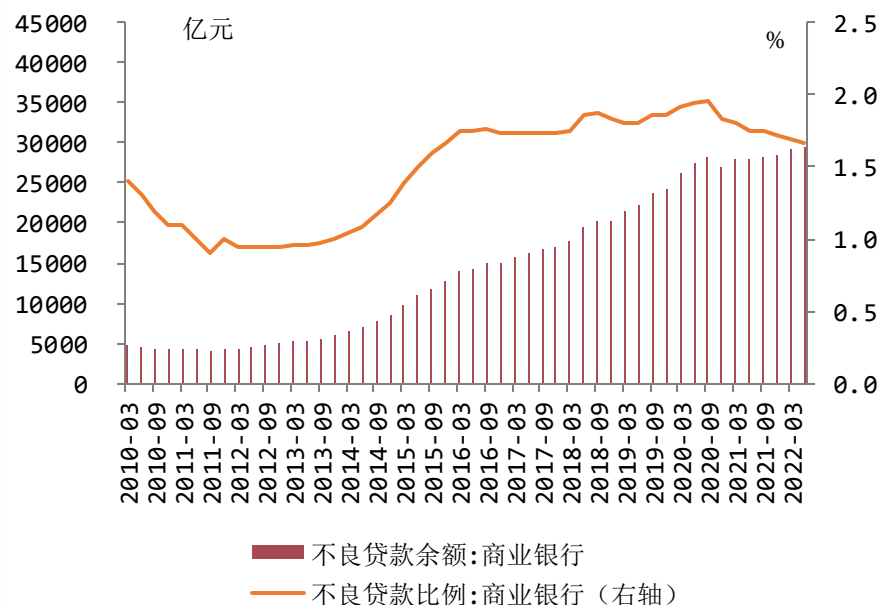
2 周期切换下的财政与货币：延续性与转换性

- 目前，我国利率体系的“硬约束”已基本放开，但利率市场化进程中面临的主要问题在于“软约束”，结合近期政策动向，我们认为2023年利率市场化改革可能在以下三方面的加快推进：继续推动银行负债端成本下行，促进金融资源优化配置；完善LPR机制，发挥LPR改革的作用，推动实体经济融资成本继续下降；健全市场化利率形成和传导机制，加快培育市场基准利率。
- 利率风险主要有重新定价风险、基差风险、收益率曲线风险和期权风险四类，为避免出现系统性风险，随着改革的深入金融监管也将有所增强。首先，或将强调商业银行的风险管理，其次，未来仍将加强对资本的有效监管，平台经济将在适应监管和规范后，依据监管层的“绿灯”指引有序开展业务，第三，将进一步强化互联网贷款业务的监管，提升金融监管数字化、智能化水平。

存贷款结构或存在期限错配



2015年后我国商业银行不良贷款比例升高



数据来源：wind、西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

- ◆ **低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡**
- ◆ **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**
- ◆ **“以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进**
- ◆ **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**
- ◆ **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**

3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- “二十大” 报告关于新发展格局的阐述：坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。



习近平总书记在党的二十大报告中强调

高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务。没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。

国家经济实力、科技实力、综合国力和国际影响力

2013年以来，我国经济实现了年均6.6%的中高速增长，人均国内生产总值提升至12556美元，单位国内生产总值能耗强度累计下降26.2%；全球创新指数排名由2012年的第34位上升至2022年的第11位；我国已成为140多个国家和地区的主要贸易伙伴；建成世界上最大的社会保障网；实现谷物基本自给、口粮绝对安全，能源供给保障能力持续提升

新时代10年推动高质量发展实践中积累的经验

必须坚持党对经济工作的全面领导，坚持“两个毫不动摇”，完善产权保护、市场准入、公平竞争等市场经济基础制度，坚持以人民为中心，坚持完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持问题导向和目标导向，坚持向改革开放创新要动力，坚持统筹好发展和安全

对未来5年“全面建设社会主义现代化国家”战略部署的贯彻落实

着力构建新发展格局，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来；着力提高全要素生产率，加强基础研究、应用研究和科技成果转化，适度超前布局国家重大科技基础设施；着力提升产业链供应链韧性和安全水平；着力推进城乡融合发展和区域协调发展；着力构建高水平社会主义市场经济体制；着力推进高水平对外开放，坚持真正的多边主义，促进扩大世界开放合作共识，推动共建“一带一路”高质量发展；着力推动绿色低碳发展；着力提高人民生活品质

3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 2017年以来，上海市营商环境、民生、住房、城市更新、科技创新、国资国企改革、服务业、数字化、乡村振兴、人才、生态、对外开放、区域政策等多方面有了新的部署。2021年上海市GDP实现43214.85亿元，较2017年提升了43.4%。

2018-2022年上海经济及社会治理的政策及成效

2019年

发挥上海大市场、大流通优势

深化国资国企改革，事关上海长远发展

养老服务将成为释放消费潜力、培育发展动能的重要增长点

在发展新兴服务业、高端服务业、精细服务业、特色服务业上下更大功夫

2021年

旧区改造事关千家万户，是民生工程、民心工程

实施民心工程是践行人民城市重要理念的实际行动，是全面提升城市软实力的重要抓手

加快发展保障性租赁住房是坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，从供给端发力促进房地产市场平稳健康发展的重要举措

要充分发挥国资国企在全市改革发展中的重要作用，紧紧依靠国资国企这支重要力量

2017年-2018

营商环境是重要软实力，也是核心竞争力，在“放管服”改革上下更大功夫

《上海市全面推开“证照分离”改革工作方案》（2018.12）

2018年至2020年共系统实施了300多项营商环境改革任务，2019年2月至11月吸引外商投资项目比上年同期增长近三分之一，截至2019年底新设企业367620户，同比增长约8%。

2020年

在线新经济是当前防控疫情的支撑点、推动经济转型升级的着力点，也是构筑未来发展优势的发力点

把长三角生态绿色一体化发展示范区建设作为推进长三角一体化发展的先手棋，积极探索从区域项目协同走向区域一体化制度创新……为全国区域协调发展探索可复制可推广的制度模式

要打造一批国家科技创新战略性平台、要启动一批大科学计划和重大科学工程、要攻克一批关键核心技术

围绕治理数字化、生活数字化、经济数字化等，打造一批具有引领性的应用场景，以重要领域的率先突破带动城市数字化转型的整体提升。

2022年

加快旧区改造、城中村改造和旧住房更新改造是民生问题、发展问题、治理问题，是“防疫情、稳经济、保安全”的重要发力点（2022.6）

上海市城市更新领导小组成立（2022.8）

2022年7月底，上海中心城区成片二级旧里以下房屋改造全面收官，据上海市旧改办统计，30年来，上海共完成二级旧里以下房屋改造超过3000万平方米，受益居民约130万户

3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

□ 坚持和完善党领导经济社会发展的体制机制
(学习贯彻党的十九届五中全会精神)

□ 为全面推进中华民族伟大复兴而团结奋斗
(认真学习宣传贯彻党的二十大精神)

充分认识加强党对经济社会发展领导的重大意义

- 任何一个马克思主义政党取得政权后, 都应当着眼于巩固执政地位、夯实执政基础, 领导好经济社会发展。
- 我们党在领导武装斗争的同时, 十分重视在根据地和解放区“进行各项必要和可能的经济建设事业”, 为赢得革命战争胜利创造了物质条件

从体制机制上保证党对经济社会发展的集中统一领导

- 在经济社会发展各领域各方面切实贯彻“两个维护”的要求, 从体制机制上保证党在领导经济社会发展中把方向、谋大局、定政策、促改革, 坚持和完善党中央关于经济社会发展重大决策部署贯彻落实的具体制度, 注重激发地方和基层抓经济社会发展的创造精神

切实提高各级领导干部推动经济社会发展的能力

- 提高认识和把握经济社会发展形势的能力, 提高从整体上推进经济社会发展和社会发展的能力, 提高改革创新经济社会发展思路举措的能力, 提高综合运用经济手段、行政手段、法治手段推动经济社会发展的能力, 提高统筹发展和安全的能力, 提高营造经济社会发展良好环境的能力

团结奋斗是中国共产党和中国人民的显著精神标识

- 中国共产党继承和发扬中华民族团结奋斗的优良传统, 始终把团结奋斗鲜明写在自己的历史答卷上, 不断结合形势任务发展变化提出团结奋斗的新要求, 开创团结奋斗的新局面

全面推进中华民族伟大复兴必须持续团结奋斗

- 目标的宏伟性要求我们持续团结奋斗
 - 目标的宏伟性要求我们持续团结奋斗
 - 形势的复杂性要求我们持续团结奋斗
- 只有凝聚全党全国各族人民的智慧和力量, 准确识变、科学应变、主动求变, 用团结奋斗筑起防范化解各种风险挑战的铜墙铁壁, 才能打赢各类遭遇战、攻坚战、持久战。

团结奋斗根本在于用习近平新时代中国特色社会主义思想统一意志和行动

巩固和加强各方面团结, 形成全党全社会心往一处想、劲往一处使的生动局面

在敢于斗争、善于斗争中激发团结奋斗的磅礴力量



3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 目前我国面临着产业链供应链外迁，发达国家制造业回流及部分领域“卡脖子”问题。据中国工程院2019年评估，**我国60%制造业产业安全可控，另外40%对国外依赖度较大**。通过国际比较，中国制造业细分行业中在世界处于领先地位的有5个，处于先进地位的有6个，与世界先进水平差距大的有10个，与世界先进水平差距巨大的有5个。**未来，保障我国产业链供应链安全需要通过攻关卡脖子领域、制造业提质增效以及加强国际合作等方式来实现。**
- 保障粮食安全也是政策重心之一。我国小麦、稻谷2021年进口依存度远低于10%，自给率较高，玉米的进口依存度接近10%，而大豆、油料等的进口依存度较高，需加快补齐短板。此外，还需要建立起更完善的粮食供应链体系。2021年，中央一号文件明确提出深化供销合作社综合改革，开展生产、供销、信用“三位一体”综合合作试点。**供销社改革有望成为我国在推进乡村振兴、保障粮食安全的重要抓手之一。**

中国制造业国际比较

世界领先的产业

通信设备
先进轨道交通装备
输变电装备
纺织
家电

与世界差距大的产业

飞机
航空机载设备及系统
高档数控机床与基础制造装备
机器人
高技术船舶与海洋工程装备
节能汽车
高性能医疗器械
新材料
生物医药
食品

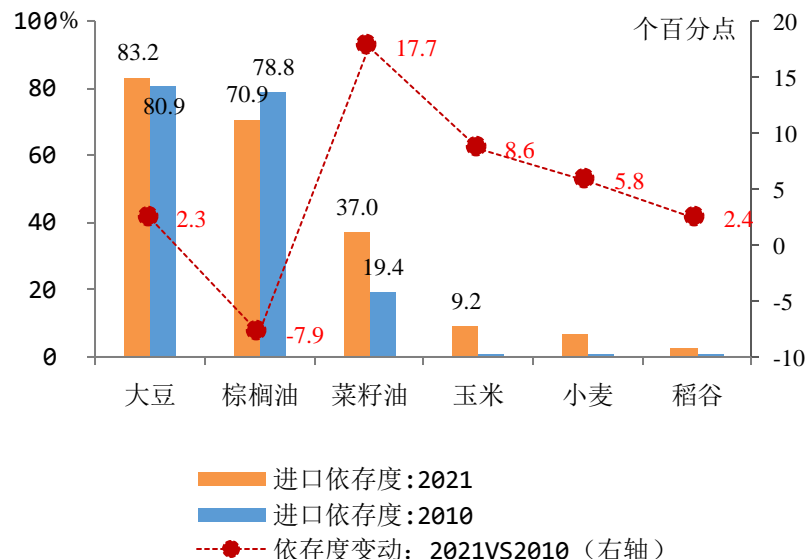
世界先进产业

航天装备
新能源汽车
发电装备
钢铁
石化
建材

与世界差距巨大的产业

集成电路及专用设备
操作系统与工业软件
智能制造核心信息设备
航空发动机
农业装备

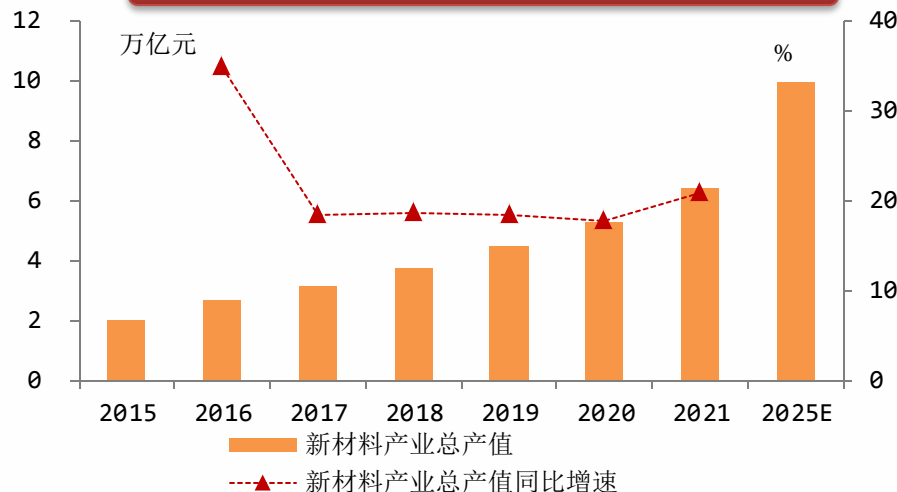
我国主要农作物对外依存情况



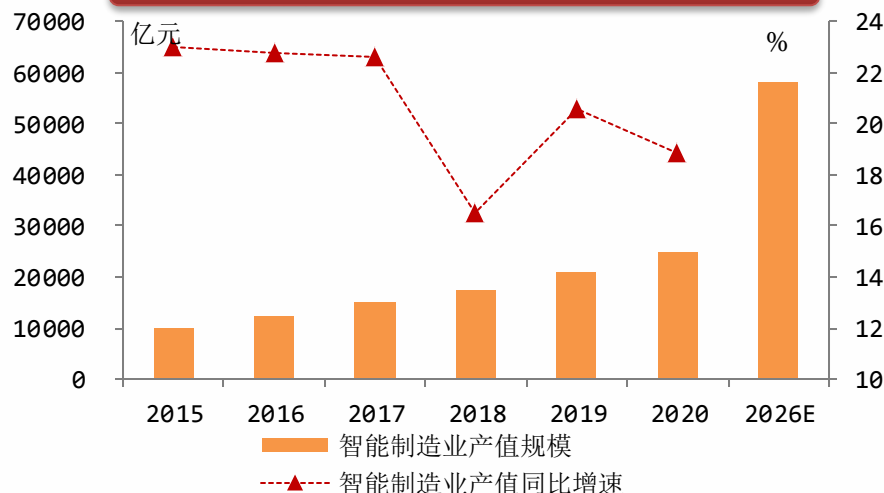
3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- “十四五”规划纲要指明提升制造业核心竞争力的八大方向：**高端新材料、重大技术装备、智能制造与机器人技术、航空发动机及燃气轮机、北斗产业化应用、新能源汽车和智能（网联）汽车、高端医疗装备和创新药、农业机械装备。**
- **高端新材料**包括先进金属和无机非金属材料、高性能纤维及其复合材料等，2021年新材料产业产值达6.4万亿元，五年CAGR达18.9%，预计在2025年产值将达到10万亿元。
- **重大技术装备**包括高速度等级动车、高端机床装备、先进工程机械、核电机组关键部件等，其中机床则是制造业的基石，2020年我国数控机床市场规模为3473亿元，三年CAGR约4.7%，预计到2026年市场规模将达到5148亿元。
- **智能制造**主要包括工业机器人、工业视觉、工业互联网、数字化工厂等领域，2020年市场规模约2.5万亿元，五年CAGR为20.3%，预计到2026年市场规模将达5.8万亿元。

中国新材料产业产值规模及增速



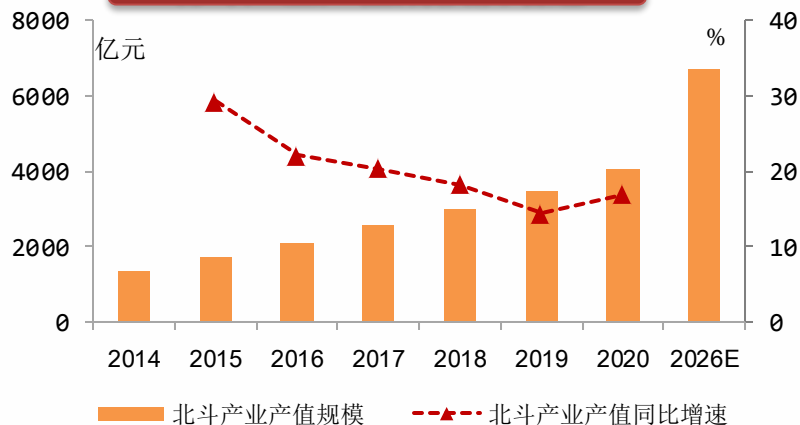
中国智能制造业产值规模及增速



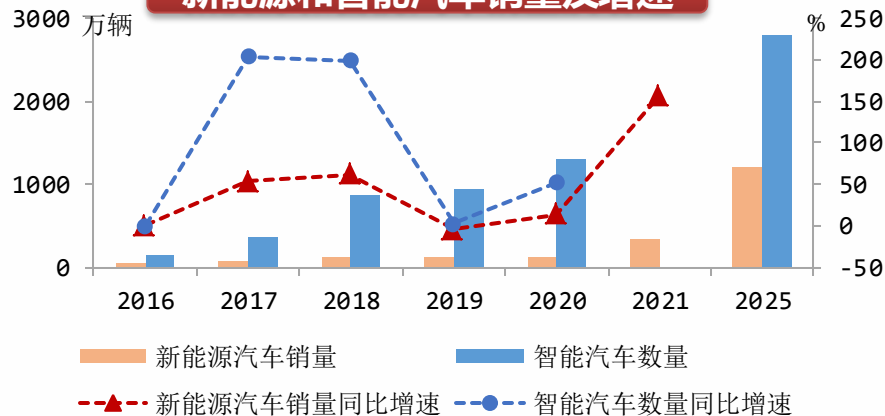
3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

□ 发展北斗产业是实现国家安全和战略的需要；航空发动机和燃气轮机需突破进口垄断；新能源和智能汽车继续突破电池、电机、软硬件系统等方面技术；高端医疗装备包括手术机器人、高端影像、介入器械等，创新药包括疫苗、肿瘤药、特效药等；农业机械装备是保障我国粮食安全的关键，未来方向是集约化、信息化、大型化、智能化。

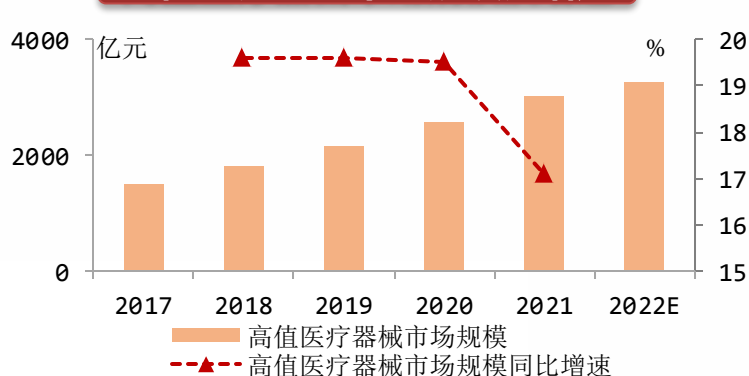
北斗产业产值规模及增速



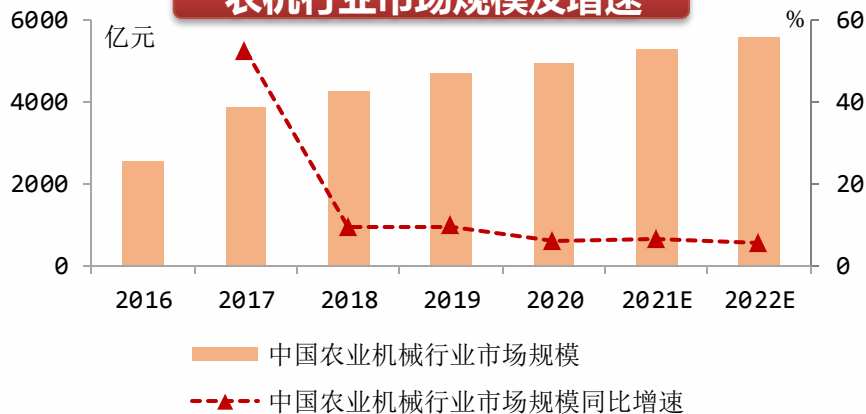
新能源和智能汽车销量及增速



高值医疗器械市场规模及增速



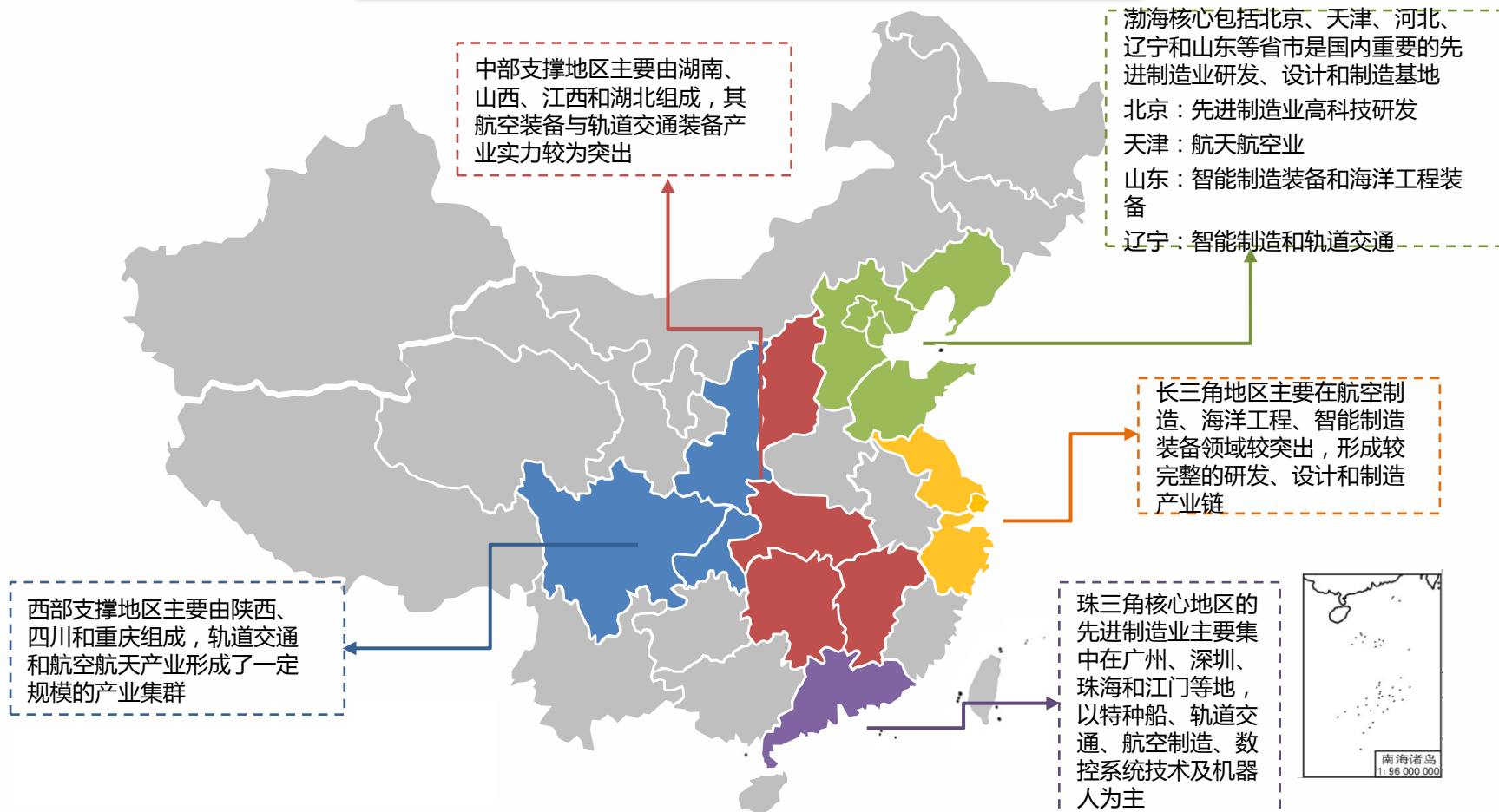
农机行业市场规模及增速



3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 现阶段，我国先进制造业集群主要呈现出东强西弱、一带三核两支撑的特点，一带是沿海经济带，三核是指环渤海核心、长三角核心和珠三角核心，两支撑为西部支撑和中部支撑。

国内先进制造业区域分布情况



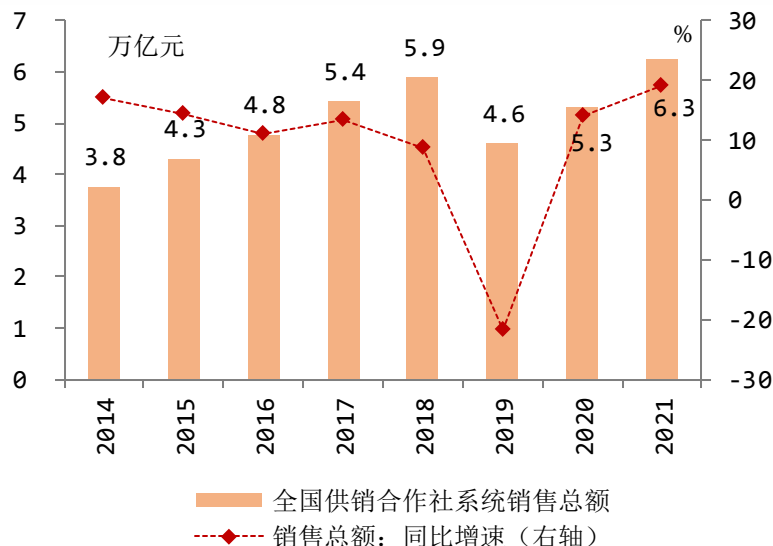
3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 供销社是打通农产品上行、日用品下行双向通道的关键。中国供销集团重点业务围绕**农业生产端、城乡居民消费端、再生资源回收加工、电子商务、金融服务五大领域发力**。2021年全国供销合作社系统共销售6.26万亿元，同比增长18.9%，较2014年增长了66.5%，其中农产品和日用品分别实现2.76万亿元和1.49万亿元的销售额，同比增长24.3%和17.1%。除2019年外，近五年供销社销售额均实现了较快增长。
- 供销合作社流通服务网络建设三大重点方向：**加强县域流通服务网络建设**，建立完善以流通骨干企业为支撑、县城为枢纽、乡镇为节点、村级为终端的三级县域流通服务网络，促进农村消费提质扩容；**促进现代冷链物流发展**，构建以“三网一平台”为主的公共型农产品冷链物流服务网络，建设县域产地和城市销地的农产品冷链物流中心、冷链物流枢纽基地等；**推进区域电商发展**，将电商等互联网技术融入农业生产、加工、流通及消费等环节，构建智慧物流配送网络，中央厨房、生鲜电商等新业态有望快速发展。

中国供销集团农业全产业链服务体系



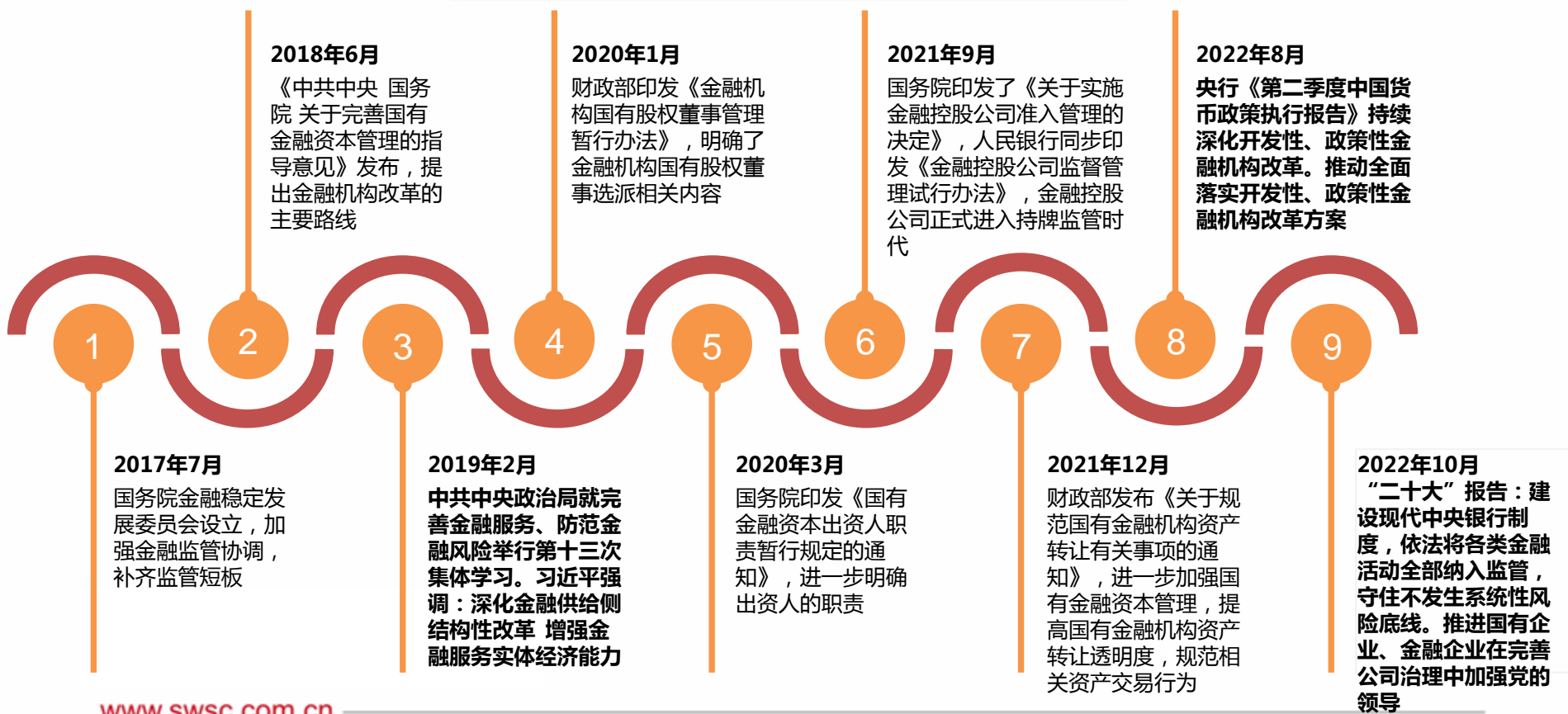
全国供销合作社系统销售情况



3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 截至2021年年底我国国有企业公司制改革基本完成，2022年国企三年改革行动收官，二十大报告提出要“深化国资国企改革”，“深化金融体制改革，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系”，目前国有金融资本管理的顶层制度不断完善，后续金融体制改革将继续拓展，金融国企改革有望向纵深推进。

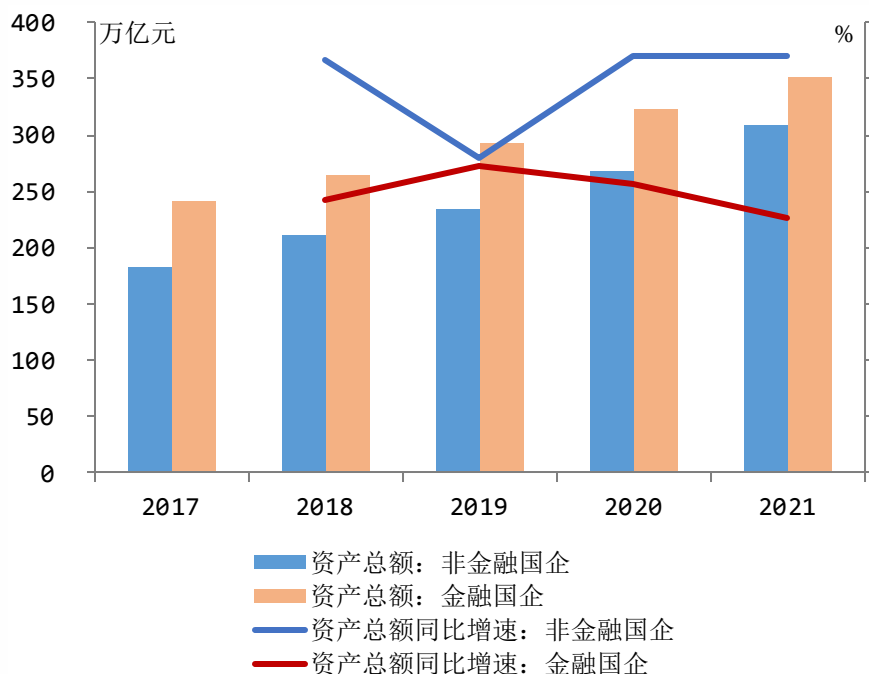
近年我国国有资本管理顶层设计不断完善



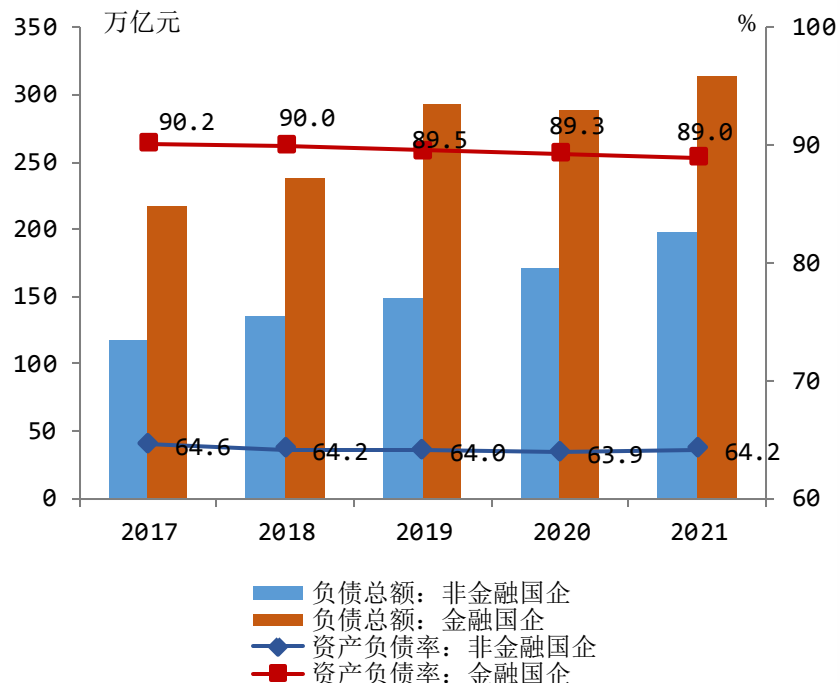
3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 2021年全国国有非金融企业资产、负债及国有资本权益分别较2019年提升31.8%、32.1%和33.9%，而全国国有金融企业资产、负债和净资产分别较2019年增长20.2%、19.5%和25.9%，增速低于国有非金融企业。
- 2021年以来，金融国企与非金融国企的资产负债率整体走低，行业差异之下，基本都保持在较为合理的水平，2017-2021年地方非金融国企的资产负债率均低于65%，且低于中央非金融国企，更加接近于40%-60%的区间。

国有非金融和金融企业资产总额及增速对比



国有非金融和金融企业资产负债率



3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 国有资产证券化是后续金融国改的重点之一，通过金融控股大平台实现国有资产整体上市。2018年后我国金控公司逐步进入到规范化阶段。2022年3月，人民银行批准了中国中信金融控股有限公司（筹）和北京金融控股集团有限公司的金控公司设立许可；9月，批准深圳市招融投资控股有限公司的金控公司设立许可；光大集团以及万向控股的金控牌照正在受理之中。从已获批的三家来看，央企和国资更具优势，且各家采用了差异化的模式。下一步，央行将稳妥有序推动其他符合条件的企业申设金融控股公司，未来金控行业或根据自身特点进行差异化、专业化发展，增强其核心竞争力。

已获批三家金控公司模式及股权结构



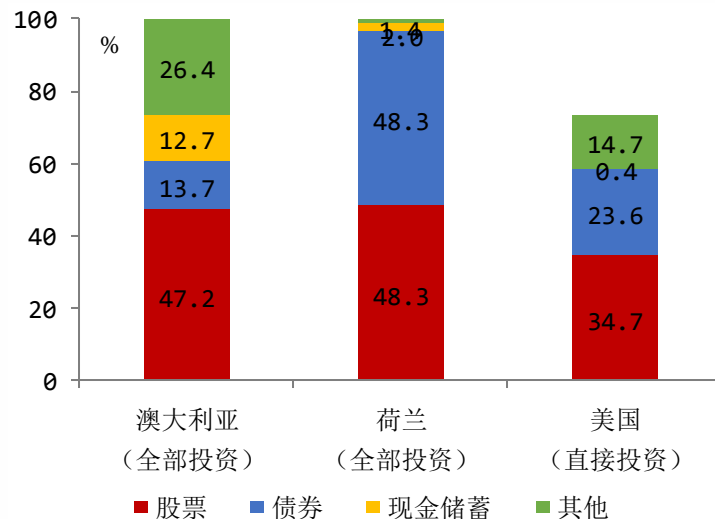
3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

- 养老金缺口与三大支柱调整**：2021年，我国65岁以上人口占比14.2%，已达到中度老龄化，根据联合国预测，我国老龄人口比例将在2050年达到26.1%，2014年以来，企业职工基本养老保险费收入与基本养老金支出缺口持续存在，2021年缺口为3704.18亿元，目前，我国养老金体系由基本养老保险基金（政府主导）、企业补充养老金，个人储蓄型养老保险三大支柱组成，第一支柱独大，在人口老龄化加速和财政收入降速的背景下，第三支柱发展潜力巨大。
- 养老金金融服务**：2021年4月，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，境内参加城镇职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者，每年缴纳个人养老金的上限为12000元；个人养老金账户中资金可购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，对缴费者按每年12000元的限额予以税前扣除。11月个人养老金相关配套政策密集出台，多家银行、基金参与个人养老金系统测试，根据测算，我国2035年个人养老金规模或将达到12万亿。

个人养老金相关配套政策

文件名称	核心内容
《个人养老金投资公募基金证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会，2022.6）	明确了公募基金参与个人养老金的制度安排，要求开展个人养老金基金销售相关业务的基金销售机构，需要与“个人养老金基金行业平台”完成联网测试
《个人养老金实施办法》（人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会，2022.11）	对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定
《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（财政部、国家税务总局，2022.11）	个人向个人养老金资金账户缴费，按照12000元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照3%的税率计算缴纳个人所得税，2022年1月1日起实施
《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》（银保监会，2022.11）	明确了个人养老金业务范围等，对个人养老金资金账户、个人养老金产品等提出具体要求；规定了个人养老金理财产品类型，以及理财公司等参与机构应满足的要求
《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》（银保监会，2022.11）	明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求；保险公司可向个人养老金制度参加人提供符合要求的年金保险和两全保险等；规范个人养老金业务的资金、合同、销售管理以及客户服务等；明确对保险公司业务经营的监管要求；对银保信公司建设维护银保行业信息平台等提出要求

海外发达国家二、三支柱投资分布

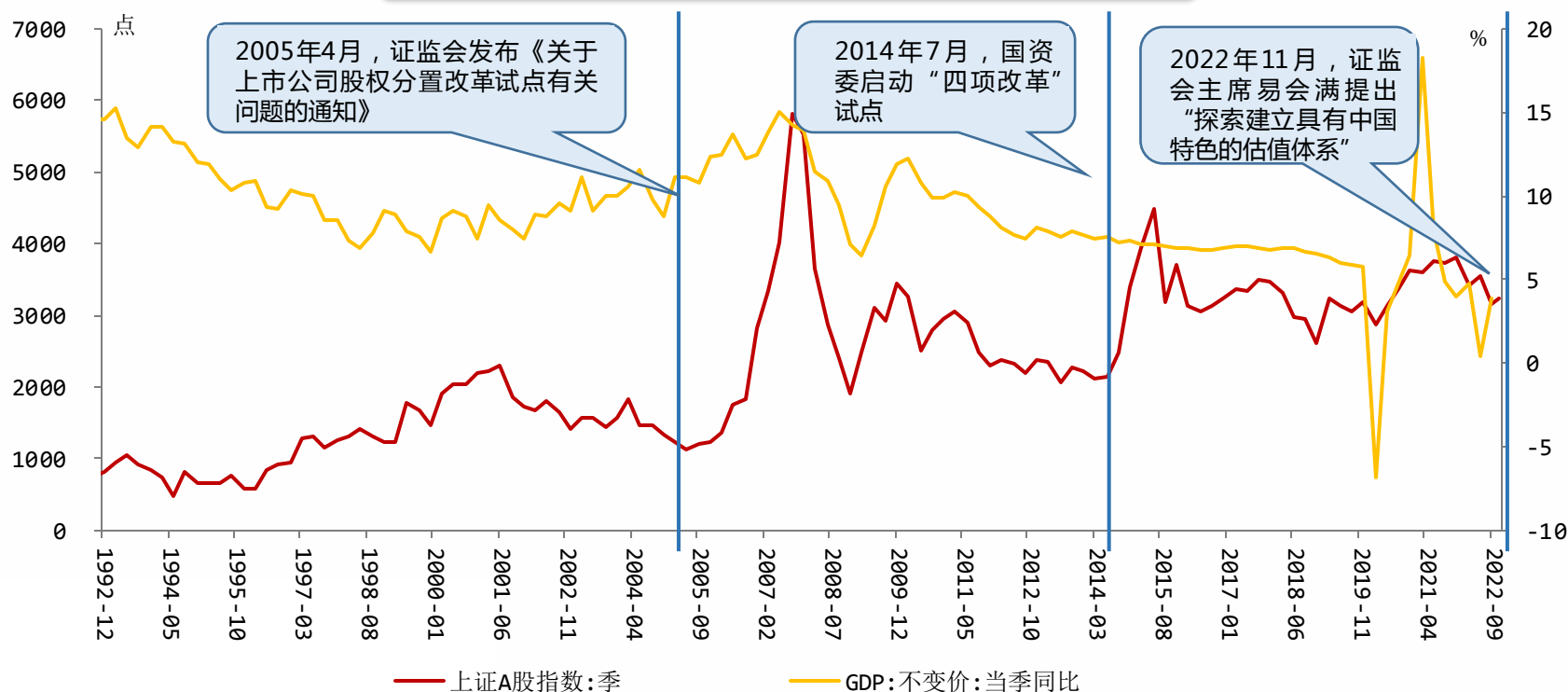


数据资料来源：人社部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会、OECD等，西南证券整理。注：海外发达国家养老金投资分布数据截至到2021年末

3 “以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进

□ **国企三年改革收官，探索建立具有中国特色的估值体系。** 国企改革2020-2022收官，截至2021年底，国有控股上市公司共1317家，总市值33.54万亿元，占境内及港股上市公司的28.26%。2022年前三季度A股上市央企实现营业收入约22.6万亿元，同比增长10.6%，高于全部A股营收增速8.6%左右。11月，证监会主席易会满表示要把握好不同类型上市公司的估值逻辑。目前我国国有上市企业估值偏低，截至11月22日，全部A股上市民营企业市盈率PE（TTM）整体测算为16.4倍左右，国有企业则仅约7.4倍。**未来将继续深化国有企业改革，加快专业化整合，低估值央企有望迎来价值重估。**

国企改革曾开启中国A股市场的两轮上涨



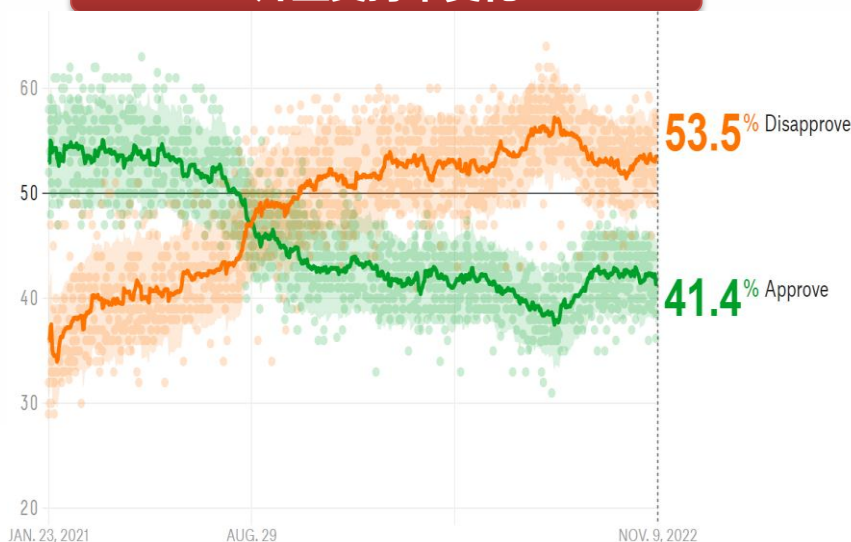
目 录

- ◆ **低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡**
- ◆ **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**
- ◆ **“以内促外” 转型期下的产业布局与改革推进**
- ◆ **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**
- ◆ **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**

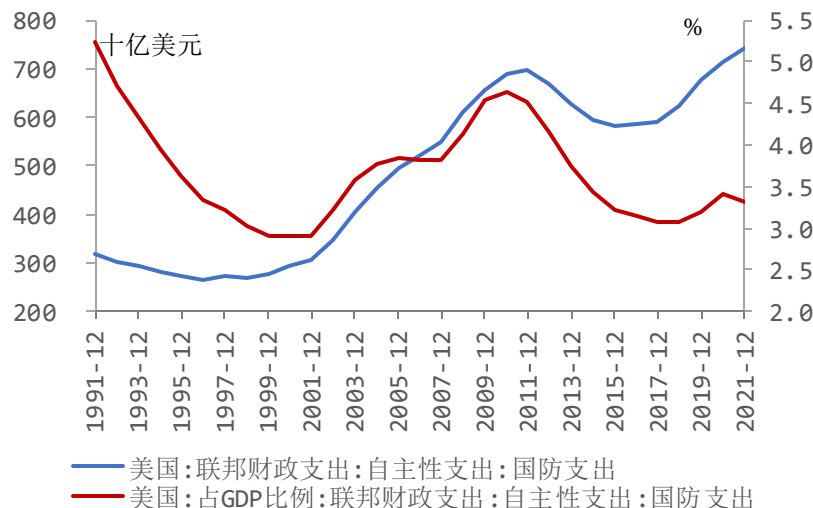
4 多重扰动下的全球经济：美国政治局势

- **美国中期选举尚未落幕，但结果基本出炉。**截至2022年11月末，本次中期选举后形成“分裂国会”，即共和党控制众议院、民主党控制参议院。民主党在参众议院的结果都要好于前期的选情统计，对共和党而言明显低于预期，尽管此次共和党重新赢回了众议院，但因为优势不显著也难以形成绝对主导。
- **在分裂政府下，预计将在经济尤其是能源政策、联邦支出及对外政策三方面产生较大变化，并影响资本市场走势。**从两年执政情况看，拜登在疫情防控、经济复苏、气候问题、移民及安全、医疗改革等方面都有重要的政策发布，使其支持率下降的主要原因在于通胀及安全方面的政策。后续经济政策方面，关注与能源、控通胀相关的政策变化；分裂的国会对美联储政策的影响会更小，但联邦基金利率的峰值或略低于民主党占多数席位；财政政策方面，共和党提倡削减财政开支，税收政策也可能有变化；总统在国内政策推行或受限的背景下，或将更多精力放在国家安全及海外政策上。

拜登支持率变化

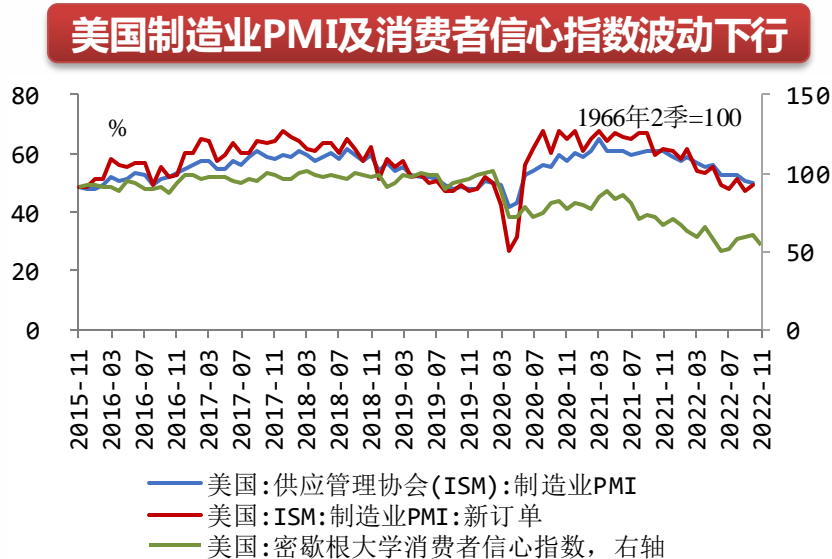
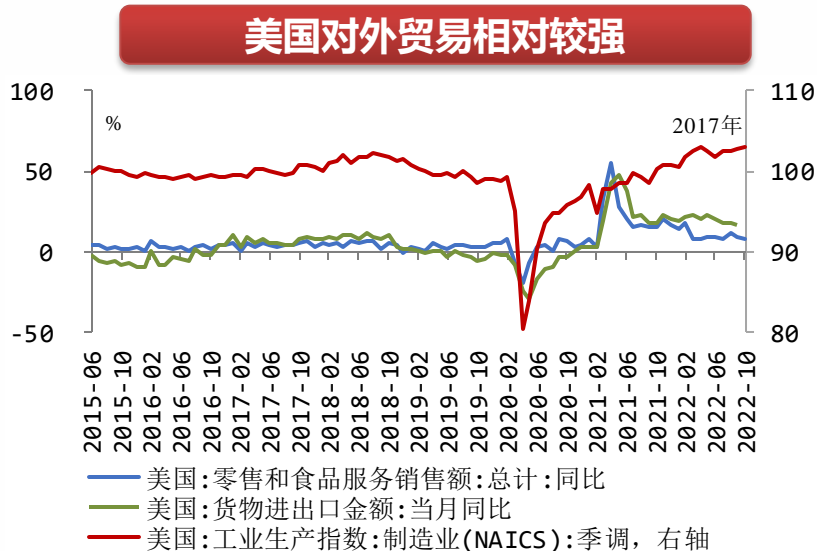
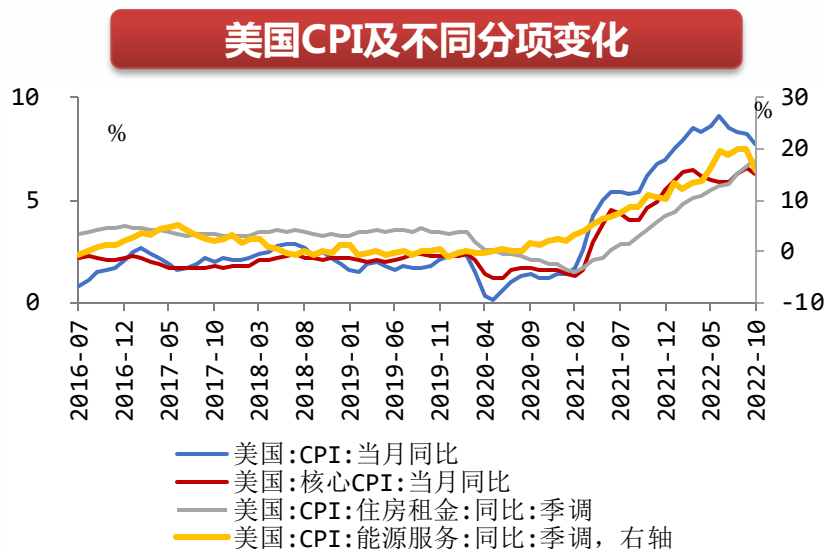


美国国防支出持续上升



4 多重扰动下的全球经济：美国经济数据

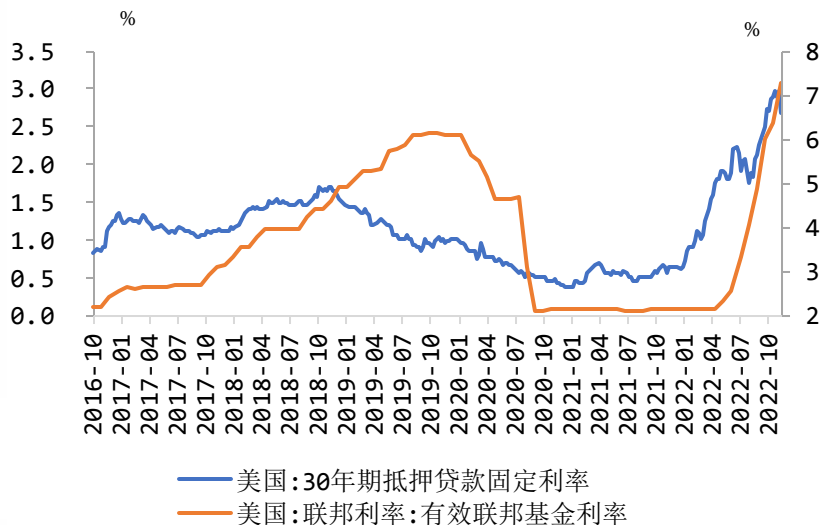
- 从经济数据看，进出口贸易相对较强，消费仍有韧性。**10月美国零售销售环比增长1.3%，超出预期1.0%；工业产出率3.28%，低于前值4.96%，美国10月工业产出环比回落0.1%，低于预期，产能利用率回落；9月美国出口同比增长16.76%，虽小于前值但仍在较高位置。
- 通胀方面，CPI同比回落，但速度较缓。**美国10月CPI同比增长7.7%，低于前值0.5个百分点，核心CPI同比增长6.3%，从分项看，二手车、家具家电，以及服务中的医疗保险增速回落较多。核心商品价格普遍下跌，但房租仍然坚挺。未来美国通胀将延续回落态势，但预计下降速度将较慢。



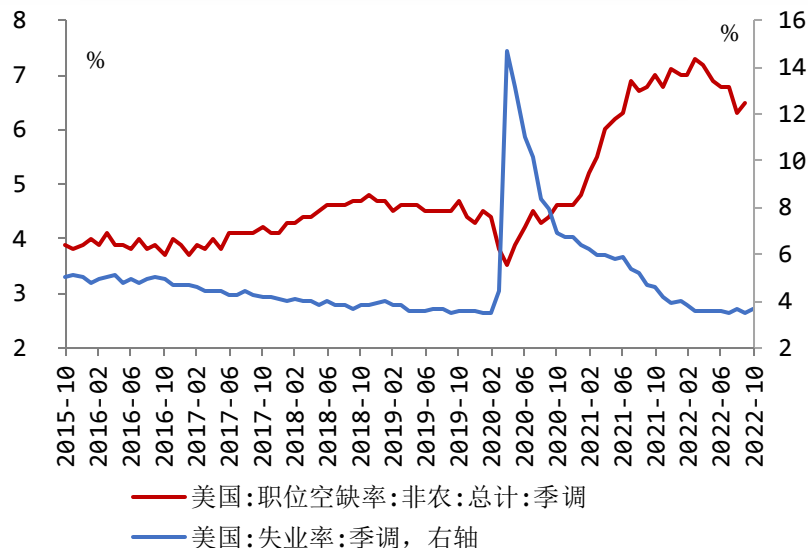
4 多重扰动下的全球经济：美国货币政策

- **美国货币政策方面，后续加息节奏放缓需注意终端需求及经济变化情况。**当地时间11月2日，美联储宣布加息75个基点，上调联邦基金利率目标区间至3.75%-4%。美联储年内已连续6次加息，其中，在6月、7月、9月及11月连续4次大幅加息75个基点，已累计加息375个基点。会后鲍威尔表示，要放缓加息步伐仍需时日，最快在12月将会放慢，现在考虑暂停加息还为时过早，利率峰值可能会高于9月时美联储的预期。就业方面，美国劳动力市场极度紧张，薪资增速仍然偏高，职位空缺率9月较8月回升0.2个百分点至6.5%。
- **10月通胀放缓，美国抵押贷款利率回落，但仍在高位。**30年期抵押贷款利率自11月中旬达7.1%以来，近期已经开始下降，11月18日公布的最新数据显示30年期固定利率抵押贷款的平均利率为6.61%，为近两个月来最低水平。但整体看，美国抵押贷款利率仍在高位，预计将持续给美国房地产市场带来压力。

美联储加息伴随抵押贷款利率上升



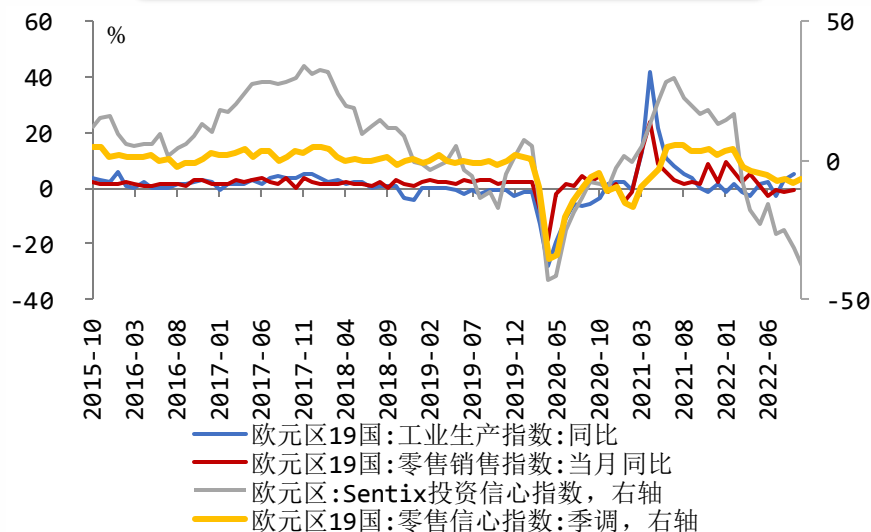
美国失业率及职位空缺率变化



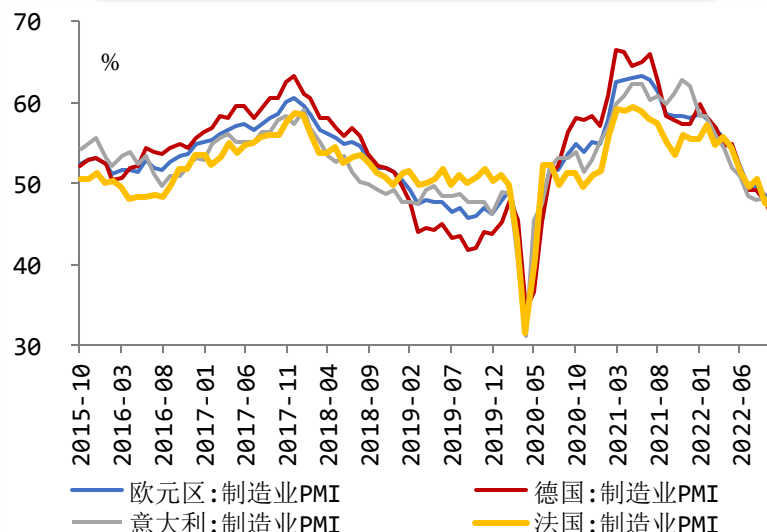
4 多重扰动下的全球经济：欧洲经济数据

- **经济数据方面，欧元区经济前景面临下行风险。**欧元区第三季度GDP初值同比增长2.1%，符合市场预期，但较前值4.1%大幅回落2.0个百分点。其中，除拉脱维亚（-0.4%）之外，所有成员国均呈现同比正增长。欧元区10月制造业PMI终值较初值46.6%下修至46.4%，较9月的48.4%下滑2个百分点，连续四个月低于荣枯线，刷新自2020年5月以来的29个月新低。
- **分国别看，主要国家表现转弱。**除了爱尔兰的制造业PMI在10月有所改善外，其余欧元区国家的制造业PMI都大幅度下降，且下滑速度创下了自2020年上半年疫情爆发以来的最快纪录，其中表现最差的是西班牙和德国。德国10月制造业PMI终值较初值45.7%下修至45.1%，低于上月2.7个百分点；法国10月制造业PMI终值较初值47.4%下修至47.2%，较上月回落0.5个百分点；意大利制造业PMI终值也较初值46.9%下修至46.5%。在通胀高企、流动性紧缩加快、地缘冲突持续影响下，欧元区经济衰退可能性仍在加大。

欧洲投资信心指数持续下行



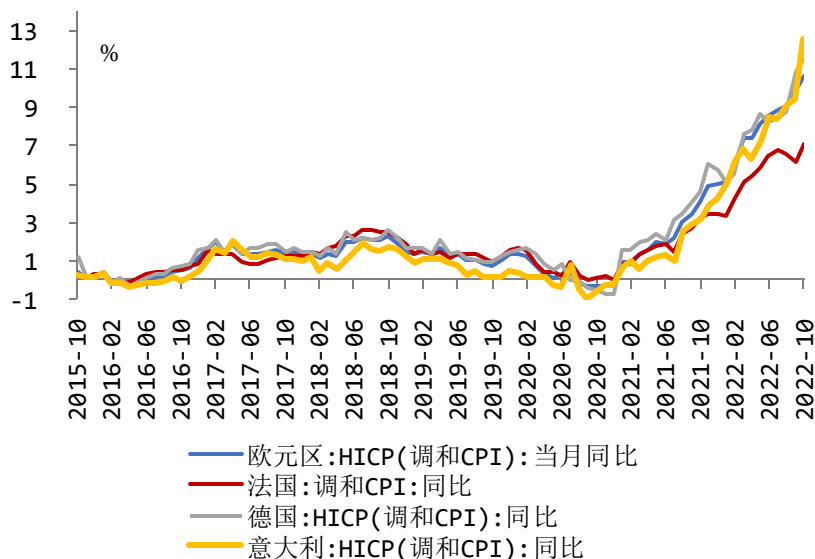
欧洲主要国家制造业PMI走低



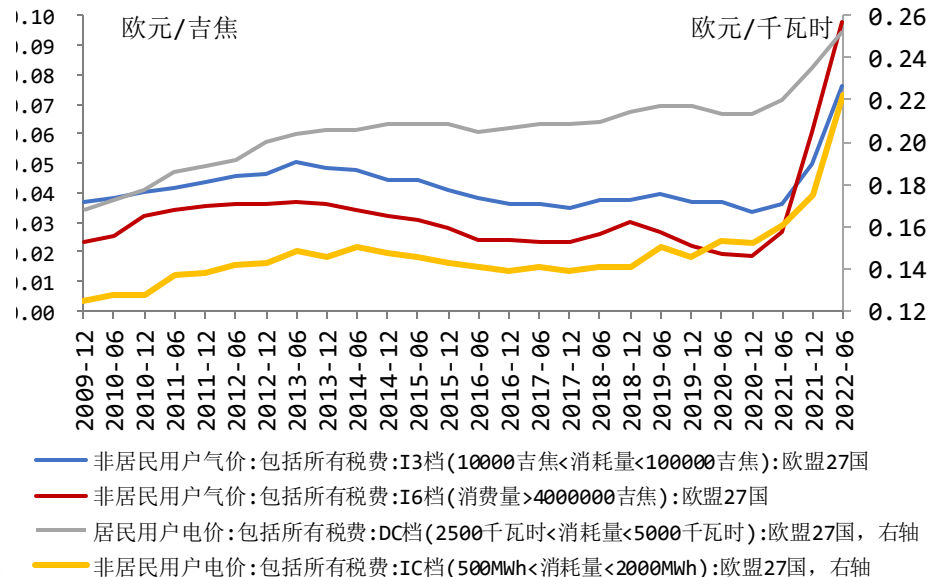
4 多重扰动下的全球经济：欧洲通胀与能源

- **欧元区通胀持续升高，主因在能源价格。**欧元区10月CPI同比终值录得10.6%，预期10.7%，前值9.9%，再次创历史新高，其中能源与食品价格大幅上涨，仍然是推升当月通胀水平的主要因素。另外，10月英国CPI同比增速升至11.1%，高于预期和前值，创1981年以来新高；其中能源价格上涨为主要贡献，环比上涨14.6%，其中电力、天然气和其他燃料的费用环比抬升25.5%。11月，欧央行发布的《金融稳定评估》报告称，在能源价格飙升、通货膨胀率上升和经济低迷的情况下，欧元区金融稳定风险有所增加。
- **近期欧元区采取系列措施，但需警惕欧元区明年的能源风险。**为应对能源供应短缺和价格飙升，欧洲多国已采取一系列措施应对。一方面大力寻求他国天然气进口，努力填充天然气储气设施；另一方面通过财政政策向民众及企业提供补贴，以期降低他们的能源消费和使用成本。但据IEA估计，到2023年夏季，欧洲的天然气缺口可能高达300亿立方米天然气。

欧元区与主要国家通胀持续攀高



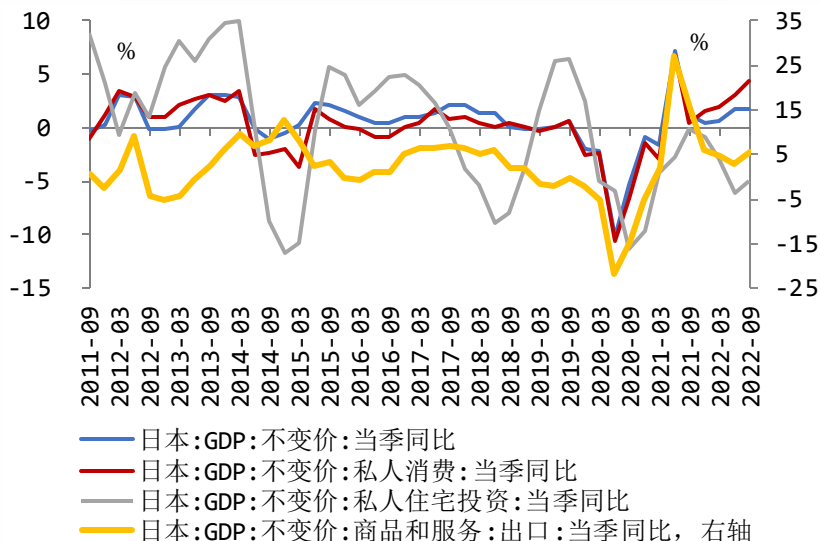
欧元区电价及天然气价格升高



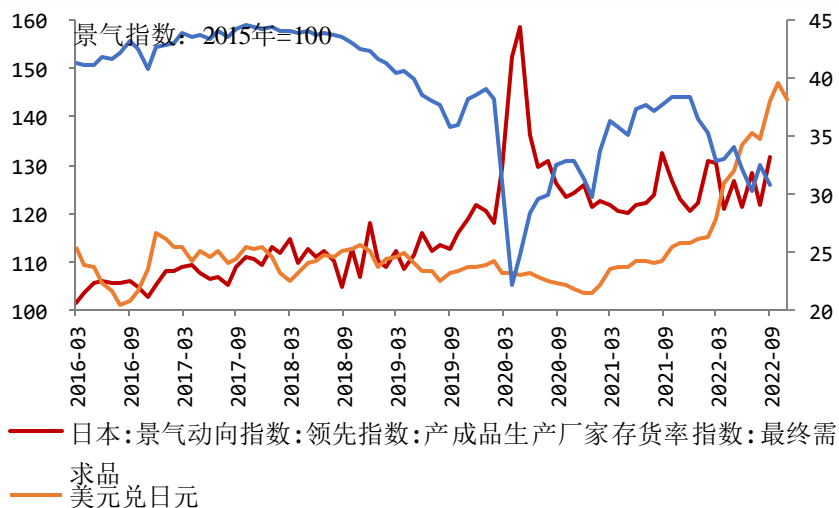
4 多重扰动下的全球经济：日本经济情况

- **日本经济萎缩，汇率贬值和内需疲软是主要问题。**日本第三季度实际 GDP 折年率下降1.2%，此前预期为上升1.2%，环比下降0.3%，自去年三季度以来首次出现负增长，主要原因在于日元走软推高了日本的进口支出，个人消费也增长乏力。2022年9月，日央行通过抛售美债，增购日元等行动挽救汇率，但效果并不理想。日本个人消费第三季度环比仅增长0.3%，其中交通和住宿相关领域增长乏力，耐用消费品则环比下降0.5%；同时，企业支出增长也有所放缓。9月，除去增税的影响，日本的通胀率30多年来首次超过3%，但实际工资从4月份开始连续6个月呈下降趋势。
- **日元汇率大幅贬值趋势持续性不强，但日本经济复苏前路困难。**11月随着美联储CPI数据出炉，日元汇率短期升值明显，后续美联储加息节奏放缓对日元汇率构成的压力也将减弱，但基于目前日本居民和企业端压力，内需放缓明显，能源价格也对日本家庭和企业形成打击，再加上贸易拉动减弱，未来日本经济复苏的困难较大。

日本GDP及主要分项变化



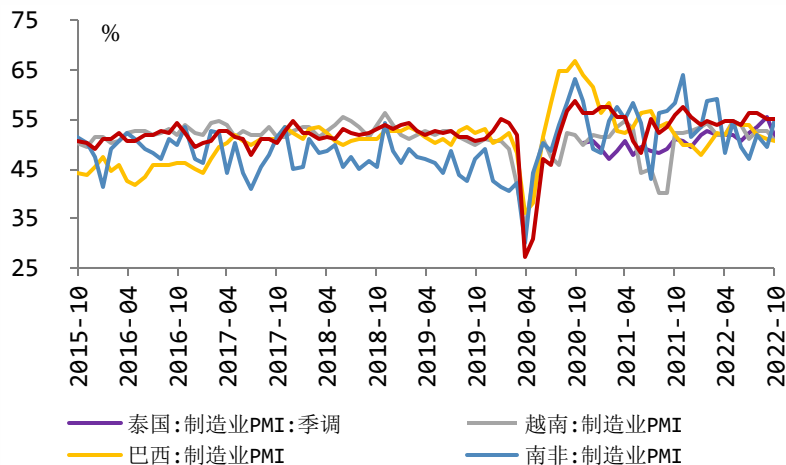
日元贬值伴随景气指数下行



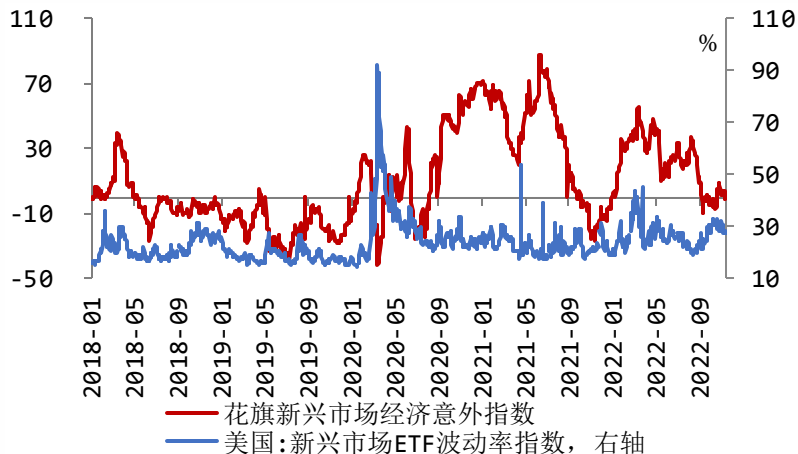
4 多重扰动下的全球经济：新兴市场经济情况

□ **新兴市场主权债务违约风险增加。**从经济表现看，印度和南非相对其他主要新兴市场国家较好。但需注意的是，基于维护本币价值、抑制域内通胀的目的，新兴市场国家跟随美联储频繁加息，其中墨西哥、阿根廷等国一年之内超10次加息，哥伦比亚、巴西等国的升息尺度为过去20年以来最大。根据IMF的统计，2022年约有90个国家开启加息，超过一半国家一次性加息75个基点，新兴市场国家利率的平均涨幅约为发达经济体的两倍；2022年新兴市场国家中央银行共动用约3800亿美元的外汇储备干预市场，后续新兴市场主权债务违约风险可能增加。

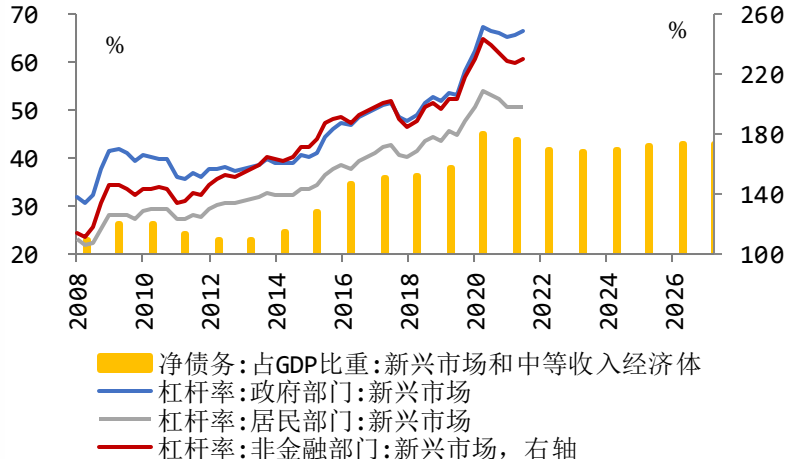
新兴市场主要国家制造业PMI情况



花旗新兴市场经济意外指数走低



新兴市场杠杆率和债务升高



目 录

- ◆ **低基数之下5%再出发，产需两端的新平衡**
- ◆ **周期切换下的财政与货币：延续性与转换性**
- ◆ **“以内促外”转型期下的产业布局与改革推进**
- ◆ **多重扰动下的全球经济：波动、衰退与缓释**
- ◆ **大类资产配置“攻、守、防”与布局建议**

5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

基于基本面、政策面及情绪面

- **国内股市**受益于疫情后经济复苏逻辑，中外货币政策差距缩窄等，且财政力度明年仍大，有望阶段性呈现出受政策利好的结构性机会，建议关注高端制造、军工安全、基建、大消费等板块，及共同富裕、科技创新等主题

基于基本面、资金面及情绪面

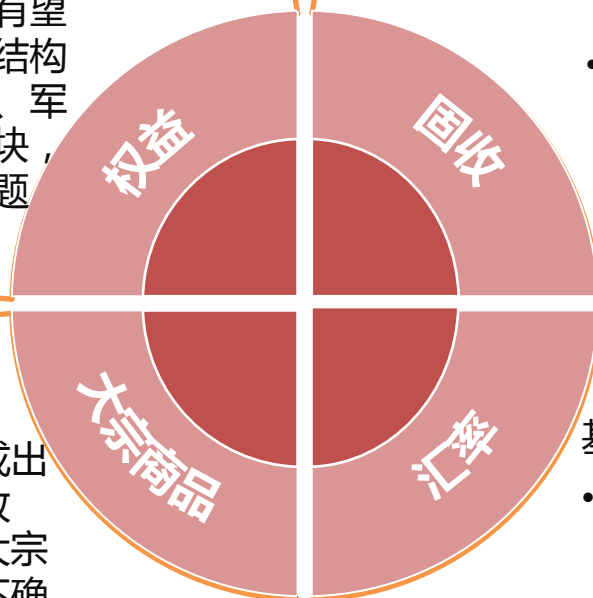
- **利率债**方面，经济复苏变奏叠加货币政策边际收紧，利率债或延续震荡行情
- **信用债**方面，后续地产政策仍有加码空间，地产债或有修复机会，关注金融债机会，警惕部分城投债风险

基于供需、库存、供应链

- **大宗商品**表现分化，半年内或出现拐点。一季度美联储加息放缓、美元或高位回落，利于大宗商品表现；短期俄乌冲突的不确定性仍是主要的上行风险，2023年如果全球经济增长乏力将对商品市场产生一定的下行压力

基于相对复苏进程、货币政策节奏

- 明年**人民币汇率**预期改善，在国内外货币政策差缩窄、国内复苏下，人民币2023年或将升值。
- 美元在美联储加息放缓下或高位偏弱，但欧元区加息预期在不确定性因素下仍较强。



资料来源：西南证券整理

www.swsc.com.cn

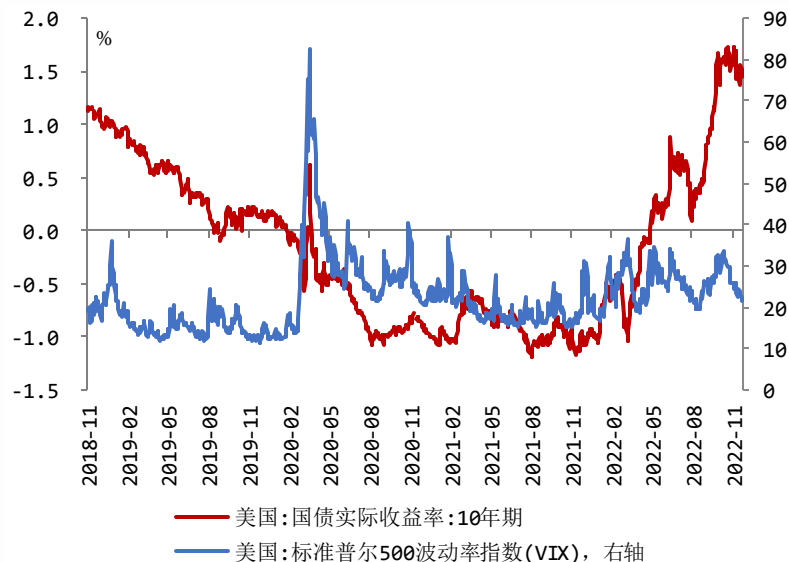
5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

- **建议关注黄金短期机会。**短期看，黄金受三大因素驱动，首先，2022年11月实际利率下行，短期此趋势延续，与实际利率整体负相关的黄金有上行驱动力；其次，近期美元指数走势高位回落，以美元定价的黄金也受其影响有上升表现；再次，短期俄乌冲突及其他海外不稳定因素也将在情绪和事件面上支持黄金价格。
- **中期黄金价格中枢上移。**中期看，黄金仍受三大因素驱动：首先，美联储加息进程逐渐放缓，虽然通胀数据下行但速度仍较慢，支持实际利率下行，黄金有上行驱动力；其次，美元指数在明年上半年或将延续走弱，下半年企稳，以美元定价的黄金也受其影响有上升表现；再次，海外经济增长压力逐渐加大，避险层面上支持黄金价格。

美元指数回落，黄金价格上升



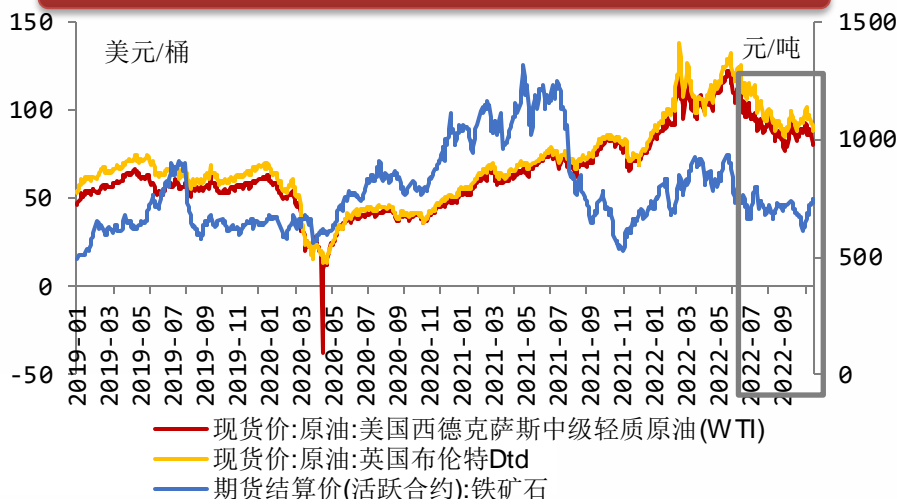
美国实际利率回落



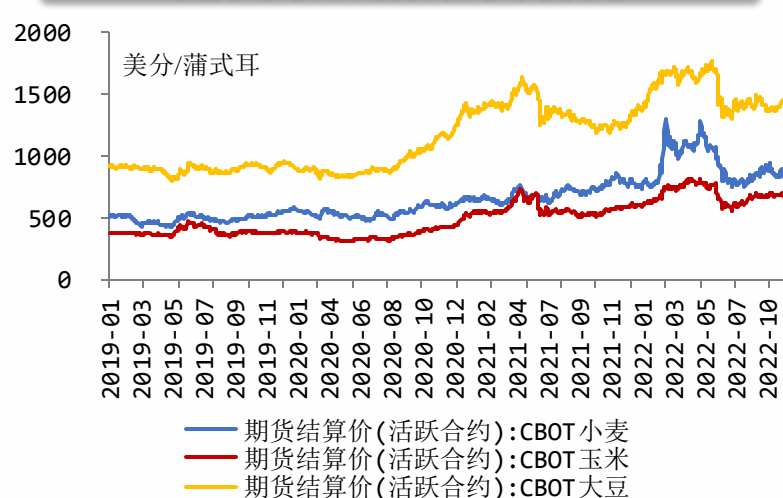
5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

- **全球需求走弱或带动部分大宗商品价格震荡走低。** 2022年疫后全球经济复苏叠加地缘政治风险，大宗商品价格中枢抬升。随着主要国家央行继续保持收紧，明年全球经济下行压力或增大，IMF年内多次下调2023年全球GDP增速预期，10月份预测明年全球GDP增长2.7%，11月，OECD将2023年全球经济增长预测从3.1%降至2.2%。2023年部分大宗商品需求或进一步走弱，总体来看大宗商品价格或震荡回落，但价格中枢或仍在相对高位。
- **能源方面**，冬季需求高峰、OPEC大幅减产等对短期油价仍有提振，明年一季度后油价或因欧美经济放缓震荡下行，但供给侧OPEC减产挺价、俄油供应制裁，石油企业扩产意愿不强料将对油价有一定支撑。天然气价格因俄罗斯切断对欧洲供应而走高，当前价格虽较此前高位大幅回落，但未来或继续受到俄乌冲突的影响维持高位震荡，同时天气因素增添不确定性；**工业品方面**，铁矿石、铜等价格或跟随油价和需求走弱而回落，但若国内经济快速复苏，内需带动下非金属矿物等价格或有所支撑；**农产品价格**主要受供给端因素影响，由于俄乌冲突仍持续影响黑海粮食贸易，尽管黑海港口农产品外运协议将延长，但粮食供需缺口短期仍难弥补，或延续高位震荡走势，同时极端天气或加剧粮食供应的不稳定性。

6月以来国际油价及铁矿石价格回落



国际粮食价格仍在较高震荡



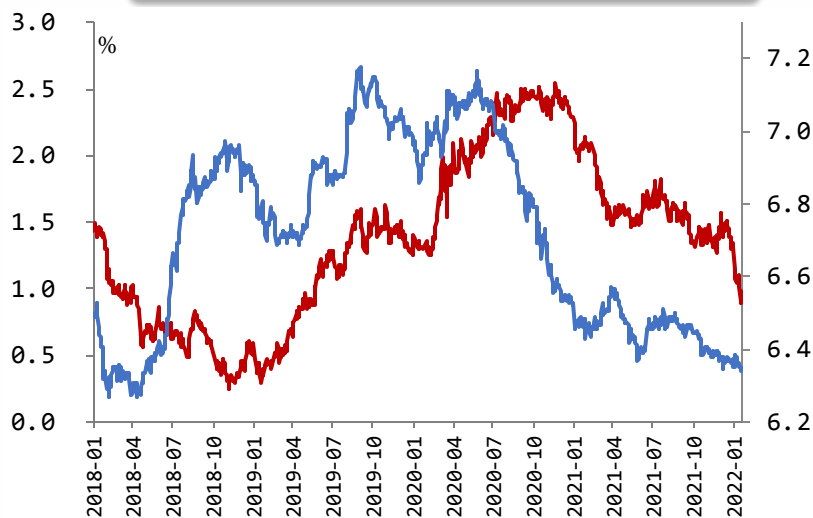
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

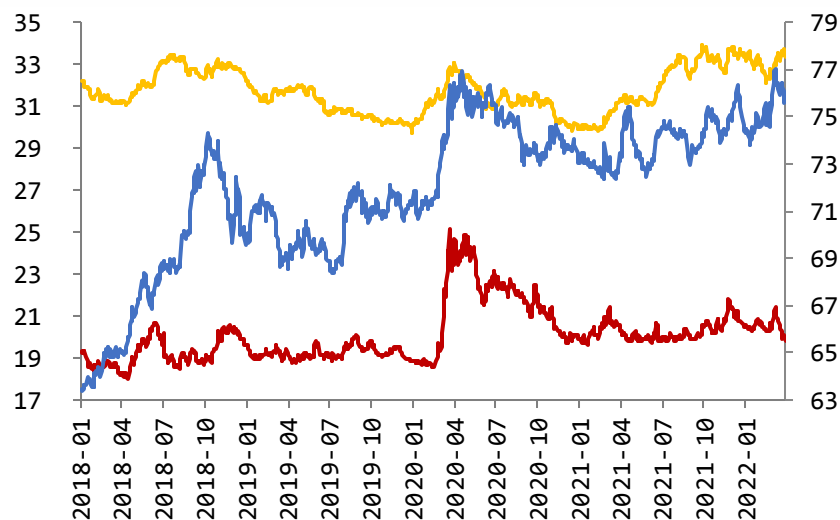
- **人民币汇率方面，预计明年延续回升态势。**2022年11月，在美元指数回调、国内防疫措施优化、多项稳增长政策落地之际，人民币相对美元开启升值反弹波段。明年国内经济在政策加持下将延续复苏态势，货币政策短期稳中偏松，美元指数在美联储加息放缓下走低，海外经济体增长偏弱下，人民币仍有上升动力。中期需观察海外经济体的基本面情况，国内货币政策变化情况，若海外经济偏弱，国内货币中性偏紧，人民币汇率仍有升值空间。
- **美元汇率方面，短期有走弱动力，但中长期预计仍偏稳。**近期在美联储加息预期放缓、CPI数据走弱下，美元指数下行，伴随部分主要货币相对美元升值，短期趋势延续。中期来看，其他主要发达经济体相对美国经济复苏节奏或更慢，美元有支撑。

中美利差近期回升



— 10年中美国债收益率差值 — USDCNY:即期汇率, 右轴

美国兑主要新兴市场国家货币

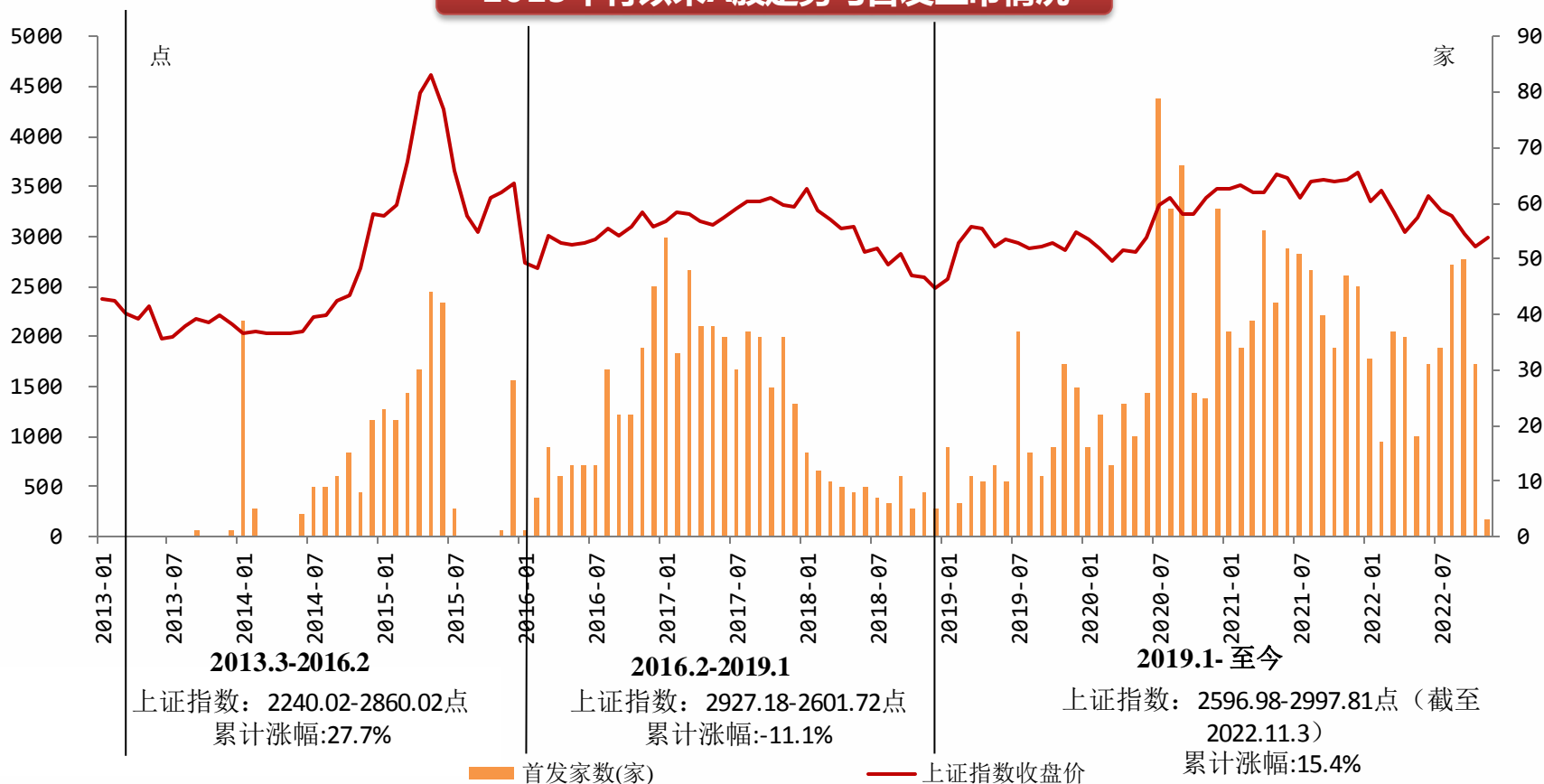


— 美元兑墨西哥比索 — 美元兑泰铢 — 美元兑印度卢比, 右轴

5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

- 近十年A股走势与新股发行：2013.3-2016.2期间A股波动大，期间IPO重启，新国九条出台，沪港开通等，由于去股市杠杆资金、去泡沫化及去散户化等，2015年出现股灾，国家队紧急救市；2016.2-2019.1期间A股表现相对稳定，证券监管全面趋严，同时IPO增长加快，2018年后新一任发审委的换届，IPO审核趋严；2019.1至今A股波动也较稳定，全面注册制稳步推进，多层次资本市场作用不断壮大。

2013年有以来A股走势与首发上市情况



5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

□ 2013.3-2016.2：资本货物、材料Ⅱ、制药、生物科技与生命科学上市数量居前，多元金融、资本货物、材料Ⅱ等行业首发规模较大。

□ 2016.2-2019.1：资本货物、技术硬件与设备、材料Ⅱ等行业IPO家数最多，首发规模最大的有技术硬件与设备、资本货物、材料Ⅱ等。

□ 2019.1-2022.11：资本货物、材料Ⅱ、技术硬件与设备等首发家数居前，资本货物、材料Ⅱ、半导体与半导体生产设备等首发规模较大。

不同时期IPO上市家数对比

排名	2013.3.18-2016.2.20		2016.2.20-2019.1.26		2019.1.26-2022.11.4	
	行业	首发家数(家)	行业	首发家数(家)	行业	首发家数(家)
1	资本货物	93	资本货物	170	资本货物	309
2	材料Ⅱ	47	技术硬件与设备	111	材料Ⅱ	222
3	制药、生物科技与生命科学	28	材料Ⅱ	101	技术硬件与设备	206
4	软件与服务	27	汽车与汽车零部件	55	制药、生物科技与生命科学	122
5	耐用消费品与服装	27	耐用消费品与服装	52	软件与服务	118

不同时期IPO上市规模对比

排名	2013.3.18-2016.2.20		2016.2.20-2019.1.26		2019.1.26-2022.11.4	
	行业	首发规模(亿元)	行业	首发规模(亿元)	行业	首发规模(亿元)
1	多元金融	516.74	技术硬件与设备	841.26	资本货物	2587.22
2	资本货物	340.62	资本货物	823.18	材料Ⅱ	2019.54
3	材料Ⅱ	212.08	材料Ⅱ	464.14	半导体与半导体生产设备	2013.18
4	公用事业Ⅱ	152.25	银行	414.21	技术硬件与设备	1859.78
5	制药、生物科技与生命科学	142.48	多元金融	372.86	制药、生物科技与生命科学	1797.04

5 大类资产配置“攻、守、防”与布局建议

- 近十年来，按照2013.3-2016.2、2016.2-2019.1、2019.1-2022.11三个时间段划分，社会服务、食品饮料两次入围行业涨幅前五；传媒和纺织服装两次进入跌幅最大的五位之列。三个阶段中，在涨跌幅排名中出现频次最高的行业是：食品饮料、纺织服装、传媒。三个阶段的涨跌幅排名也体现出经济中发展重点的变化与产业变迁。

不同时期重点行业股价变动情况

申万行业指数		2013.3.18-2016.2.20		2016.2.20-2019.1.26		2019.1.26-2022.11.4	
	行业指数	区间涨跌幅	行业指数	区间涨跌幅	行业指数	区间涨跌幅	
区间涨幅 行业排名 前五	1 计算机(801750.SI)	229.65%	食品饮料(801120.SI)	69.94%	电力设备(801730.SI)	168.27%	
	2 传媒(801760.SI)	193.48%	家用电器(801110.SI)	30.36%	社会服务(801210.SI)	104.98%	
	3 通信(801770.SI)	132.87%	银行(801780.SI)	13.57%	食品饮料(801120.SI)	94.09%	
	4 社会服务(801210.SI)	125.04%	非银金融(801790.SI)	4.91%	有色金属(801050.SI)	89.50%	
	5 纺织服装(801130.SI)	117.73%	钢铁(801040.SI)	2.13%	煤炭(801950.SI)	83.04%	
区间涨幅 行业排名 后五	1 煤炭(801950.SI)	-37.41%	传媒(801760.SI)	-58.80%	房地产(801180.SI)	-27.35%	
	2 有色金属(801050.SI)	-0.30%	综合(801230.SI)	-45.88%	纺织服装(801130.SI)	-20.41%	
	3 石油石化(801960.SI)	1.91%	纺织服装(801130.SI)	-44.57%	非银金融(801790.SI)	-16.99%	
	4 美容护理(801980.SI)	14.21%	环保(801970.SI)	-42.07%	传媒(801760.SI)	-16.92%	
	5 食品饮料(801120.SI)	16.99%	国防军工(801740.SI)	-38.00%	银行(801780.SI)	-16.30%	

附录：主要经济指标预测

指标	2023.Q1	2023.Q2	2023.Q3	2023.Q4	2023全年
GDP:同比 (%)	3.9	8.2	4.8	4.2	5.2
工业增加值:同比 (%)	3.8	9.8	5.5	4.2	5.8
CPI:同比 (%)	2.8	2.4	1.8	2	2.2
PPI:同比 (%)	-0.1	-1	0.9	1.5	0.4
固定资产投资:累计同比 (%)	4.4	6.9	6.2	6.3	6.3
社会消费品零售总额:同比 (%)	3.5	10.0	6.0	5.5	6.5
出口金额:同比 (%)	-1.1	3.3	4.0	3.5	2.6
进口金额:同比 (%)	-2.0	5.5	4.9	4.3	3.2
M2:同比 (%)	10.4	10.2	10.0	9.9	10.1
社融存量增速 (%)	10.5	10.4	10.2	10.2	10.3
人民币贷款:同比 (%)	10.6	10.6	10.4	10.5	10.5
1年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率 (人民币/美元)	7.1	6.8	6.7	6.8	6.9

数据来源：西南证券整理

www.swsc.com.cn



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏

电话：010-57631106

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，未经书面许可，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。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744
杨新意		销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
张文锋		销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
陈韵然		销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
龚之涵		销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn