



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

2024年宏观经济与政策展望

云涌之时，风起之势

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2023年11月

概述

- **潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局：** 2024年中国经济或呈现出前稳后升，全年增速将保持在5%左右，向潜在经济增长率继续回归。投资端，固定资产投资增速将上行至4.6%，全球补库叠加升级趋势，制造业投资乐观估计增速达7.5%左右，“三大工程”带动下广义基建投资增速有望达8.5%，房地产开发投资增速或回升至-2.5%；内需端，稳经济、稳楼市、稳就业政策持续推出，居民收入预期有望改善，预计消费增速在今年基础上稳步上行至7.8%左右，进口增速回升至3%左右；外需端，基数效应及海外补库带动之下，出口增速全年有望回升至1.2%左右。
- **跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具：** 2024年上半年，“三大工程”、化解地方政府债务仍将是财政与货币政策协同的重点，新设政策工具有望发挥助力作用。积极财政进一步加码，政府预期赤字率或为3.6%左右，结构上，中央加杠杆、地方压杠杆趋势有望进一步持续；货币方面，随着美联储逐渐结束加息进程，人民币贬值压力料将减缓，对货币政策掣肘减弱，2024年降息空间仍在，明年二季度末和三季度降准的概率相对较大。
- **以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路：** 科技强国重点聚焦人工智能、量子信息、集成电路，目前半导体领域在制造和设计环节具有较大的国产替代空间；2024年国企改革提速，将以“横向合并”“纵向联合”为方向，加快在缺少布局或尚未形成竞争优势的关键领域实现突破，金融国有企业也有望进一步加快并购重组进程；2024年物联网投资有望持续加大，消费物联网将进入发展快车道，智能家居是主要应用场景之一，2021-2025年年均复合增长率预计达25%。
- **全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场。** 美国方面，基于目前数据后续加息概率较低，预计明年降息或从二季度下旬或下半年开启。欧洲方面，经济略显疲软，在高利率维持的状态下，经济短期仍然承压，且依然面临地缘政治和能源价格风险。日本方面，三季度经济表现不佳，日央行为退出YCC做铺垫，但短期政策难度较大。新兴市场方面，表现分化，印度经济相对更强。2024年，俄罗斯、欧洲、美国等将举行大选，将对全球地缘政治产生较大影响。
- **大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换。** 国内支持性政策延续，叠加海外补库，国内经济趋于回暖，目前A股市场估值并不高，美债利率趋于下行，外资有望逐渐回流，但市场信心提振仍需时间，2024年预计A股整体震荡趋涨，结构上建议关注出口链、科技强国、以及受益于海外流动性宽松的成长和消费板块。美债方面，2024年加息周期结束，经济数据逐渐转弱，将对美债形成支撑，建议关注上半年配置机会。黄金逻辑在明年更顺，波动性可能仍然较大。原油供应总量宽松但存在人为制约，关注宏观与需求变量。
- **风险提示：** 国内政策持续性低于预期，地缘政治风险，海外衰退超预期。

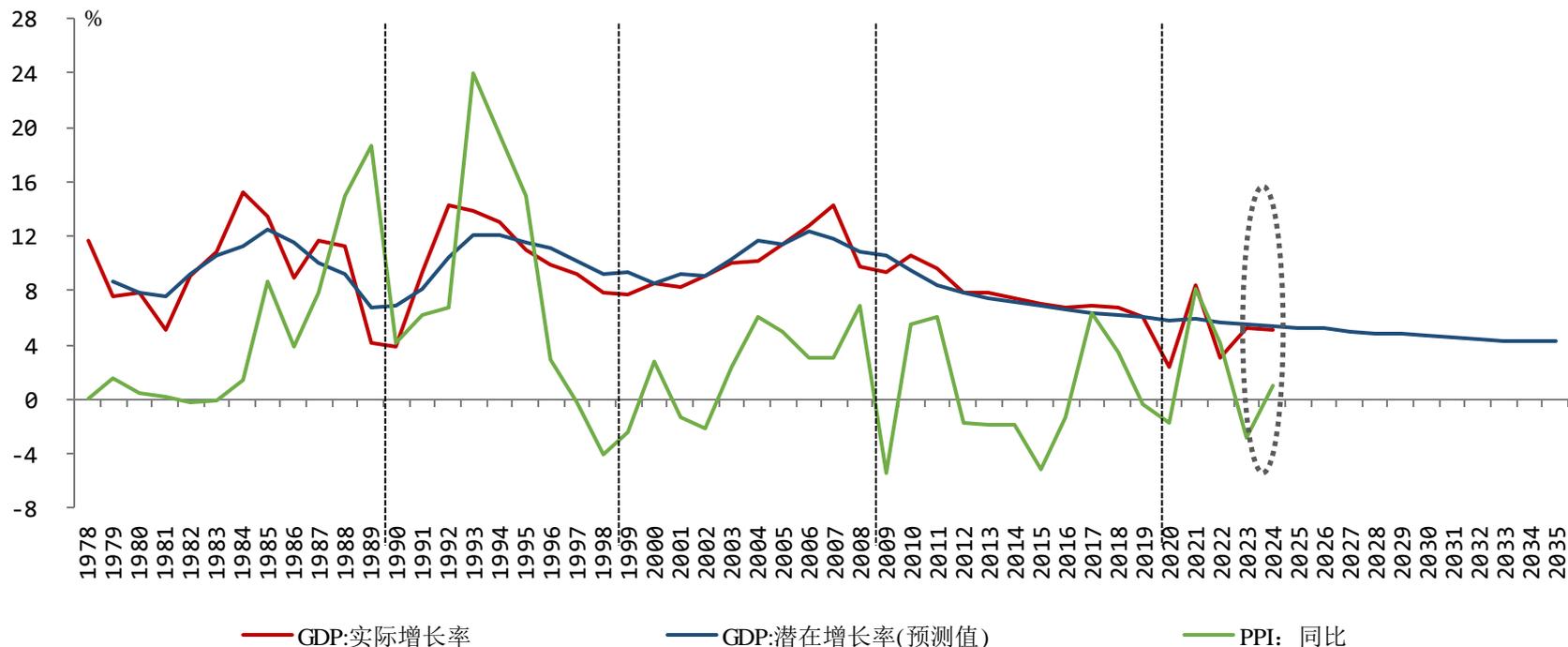
目 录

- ◆ **潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局**
- ◆ **跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具**
- ◆ **以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路**
- ◆ **全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场**
- ◆ **大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换**

1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

□ 2023年经济增速前高后稳，2024年全年目标或进一步回归潜在经济增长率。2023年前三季度GDP累计增速5.2%，其中二季度有所走弱，但由于基数效应，增速最高至6.3%，三季度超预期回升至4.9%，四季度财政扩、政策系统性加力，全年经济增速或突破5%。2021-2035年，我国要基本实现现代化，隐含着我国年均GDP增速要达到4.7%左右。按照前高后低的趋势，“十四五”时期国内生产总值年均增速应达到5%-5.5%左右，后十年达到4%左右。“十四五”时期中国潜在增长率在5.5%左右，2021-2023年，年均增速5.53%，2024年经济将延续复苏态势，GDP增长目标或将在5%的基础上继续向潜在经济增长率回归。

2024年经济有望继续上修，开启持续补库



1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 分区域来看，前三季度31个省市自治区中有17个省市的GDP增速超过全国增速5.2%，中部地区的平均增速最快，其次是西部和东部地区，最后是东北地区。前三季度，西藏增速位居全国第一，海南、内蒙古、甘肃等增长也较快，陕西、黑龙江、江西等地区增速较低。与上半年相比，东部地区仅海南、福建增速超过上半年，中部地区除了山西增速低于上半年，安徽与河南持平之外，其余均高于上半年增速，中部地区经济复苏动能逐渐走强。

各省2023年前三季度经济增速对比

地区	省市	2023年GDP增速目标	2023年前三季度GDP同比增速	2023年前三季度 vs 上半年 (个百分点)	地区	省市	地方两会2023年GDP增速目标	2023年前三季度GDP同比增速	2023年前三季度 vs 上半年 (个百分点)
东部地区	北京	4.5%以上	5.1%	-0.4	西部地区	内蒙古	6%左右	7.2%	-0.1
	天津	4%左右	4.6%	-0.2		广西	5.5%左右	3.9%	1.1
	河北	6%左右	5.2%	-0.9		重庆	6%以上	5.6%	1.0
	上海	5.5%以上	6.0%	-3.7		四川	6%左右	6.5%	1.0
	江苏	5%左右	5.8%	-0.8		贵州	6%左右	4.8%	0.4
	浙江	5%以上	6.3%	-0.5		云南	6%左右	4.4%	-0.7
	福建	6%左右	4.1%	0.3		西藏	8%左右	9.8%	1.4
	山东	5%以上	6.0%	-0.2		陕西	5.5%左右	2.4%	-1.3
	广东	5%以上	4.5%	-0.5		甘肃	6%	6.6%	-0.2
	海南	9.5%左右	9.5%	0.9		青海	5%左右	5.6%	-1.2
中部地区	山西	6%左右	4.5%	-0.2	宁夏	6.5%左右	6.4%	-0.1	
	安徽	6.5%左右	6.1%	0.0	新疆	7%左右	6.1%	1.0	
	江西	7%左右	3.4%	1.0	东北地区	辽宁	5%以上	5.3%	-0.3
	河南	6%	3.8%	0.0		吉林	6%左右	5.8%	-1.9
	湖北	6.5%左右	6.0%	0.4		黑龙江	6%左右	2.6%	-2.1
	湖南	6.5%左右	4.0%	0.4					

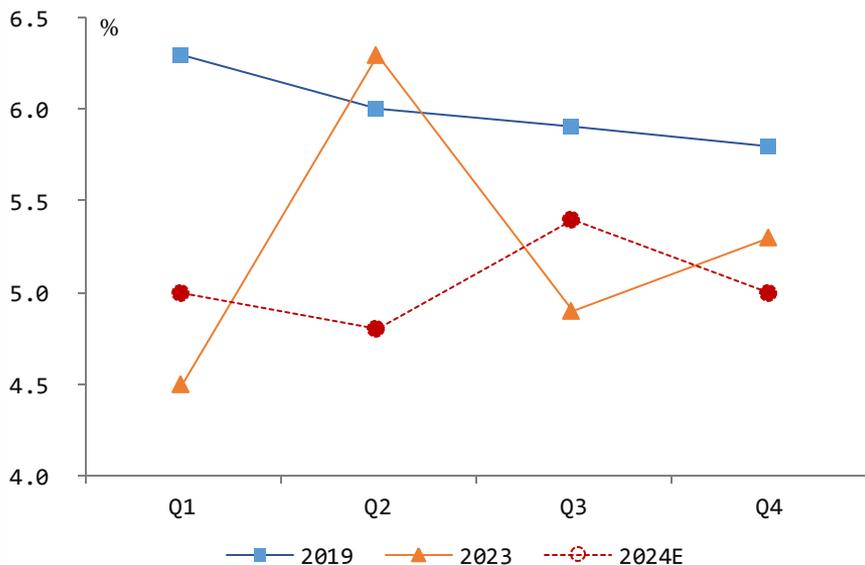
www.swsc.com.cn

注：红色字体为高于全国增速，绿色字体为低于或等于全国增速，2023年前三季度增速是5.2%；橙色底色为前三季度增速较上半年增大，绿色底色为增速较上半年减小。数据来源：wind、各省市人民政府、统计局，西南证券整理

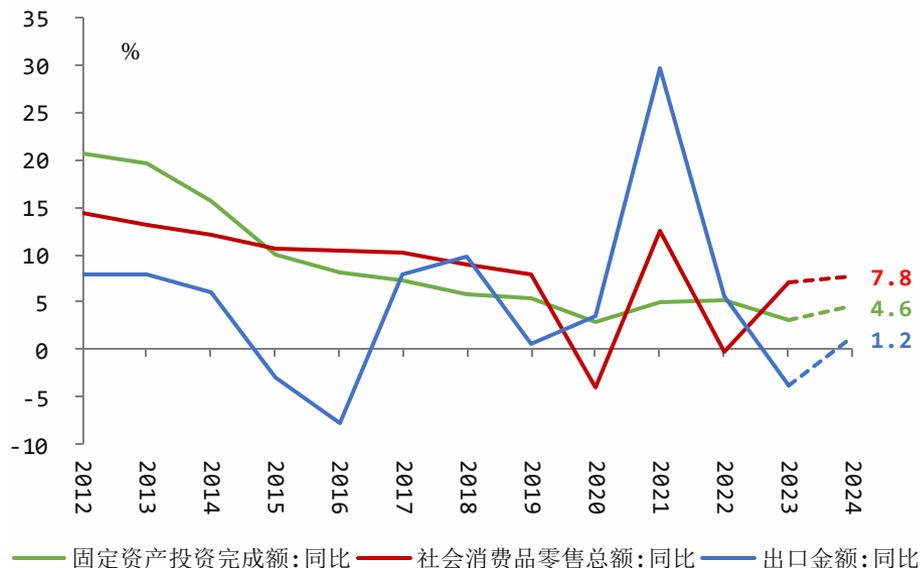
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 分季度来看，2024年政策或前置发力，受基数及经济复苏动能累积效应影响，2024年经济或呈现出前稳后升的趋势，单季最高增速有望实现5.5%左右，全年增速将保持在5%左右。
- 从三架马车的贡献来看，2023年消费增速相对较高，是经济增长的主要贡献项，政策发力叠加基数效应，预计2024年投资和出口增速回升较快，同时，消费复苏延续，在服务消费与可选消费带动下增速稳中有升。在固定资产投资中，制造业投资将起到重要拉动作用，在“三大工程”的带动下，基建投资保持平稳向上，房地产投资对经济的拖累有所缓解。

2024年GDP增速有望前升后稳



2024投资、出口和消费名义增速有望齐回升

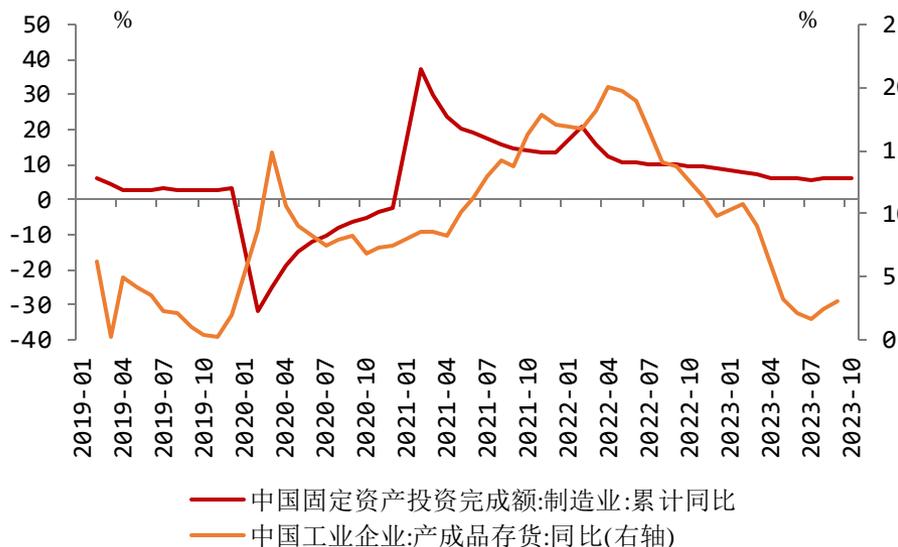


注：图中虚线为预测值
数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **四季度国内制造业增速走稳，2024年在全球补库拉动下增速有望上行。**1-10月，制造业投资同比增长6.2%，与1-9月增速持平。9月国内产成品存货同比3.1%，已连续两个月回升，但仍是2019年以来较低水平。10月份我国制造业PMI为49.5%，较上月回落0.7个百分点，再度跌至荣枯线下，但生产指数仍保持扩张，为50.9%，原材料库存和供应商配送时间指数双降，企业补库趋势延续。海外方面，美国制造业存货量同比也已降至2021年以来的低位，ISM制造业PMI连续12个月低于荣枯线，美国补库有助于带动国内出口产业链回升。
- **四季度万亿国债增发，在传统工业淡季临近下有望对工业生产形成有力支撑，加之工业库存仍在底部，后续工业生产有望保持活跃。预计2024年在全球补库拉动之下，制造业增速有望上行，加之国内制造业升级带来的新增投资，乐观估计全年增速有望达到7.5%左右。**

国内产成品库存增速已触底回升



美国库存增速与PMI处于双低位

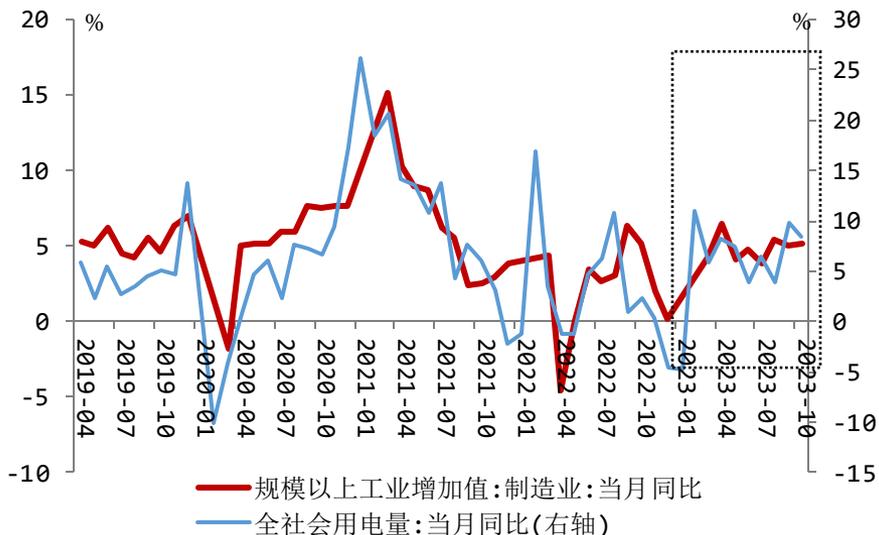


1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

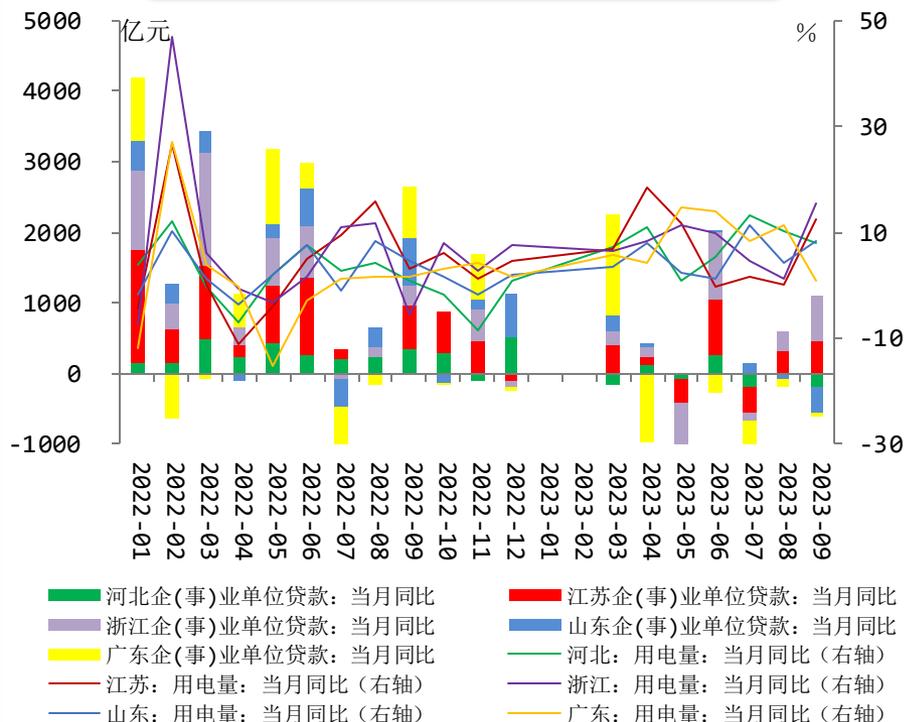
□ 2023年全社会用电量同比震荡回升，三产增速恢复更为显著。1-9月，全社会用电量累计68636亿千瓦时，同比增长5.6%，较1-8月上升0.6个百分点。其中，第一产业用电量同比增长11.3%，第二产业用电量同比增长5.5%，第三产业用电量同比增长10.1%。9月份，全社会用电量7811亿千瓦时，同比增长9.9%，较8月快速回升6个百分点。一、二、三产业用电量增长分别为：8.6%、8.7%、16.9%，较8月均有加快，其中第三产业增幅扩大10.4个百分点，回升最为显著。

□ 2022年全社会用电量最大的省份为广东、山东、江苏、浙江和河北。2022年以来，这五个省份总体上呈现出用电量增长领先于企业信贷增长1-2个月的特点，8月起，除广东与河北外，其余三省用电量同比都呈现出较为显著的增长，预计四季度其企业信贷将有所回升，从而对制造业增速形成有效支撑。

全社会用电量与制造业工业增加值震荡回升



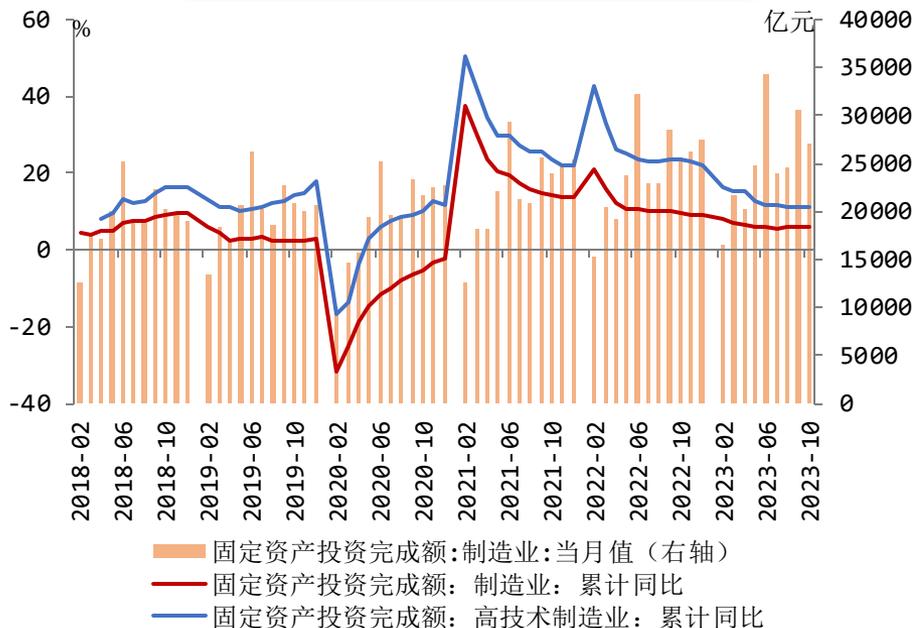
用电大省用电量增速与信贷增长



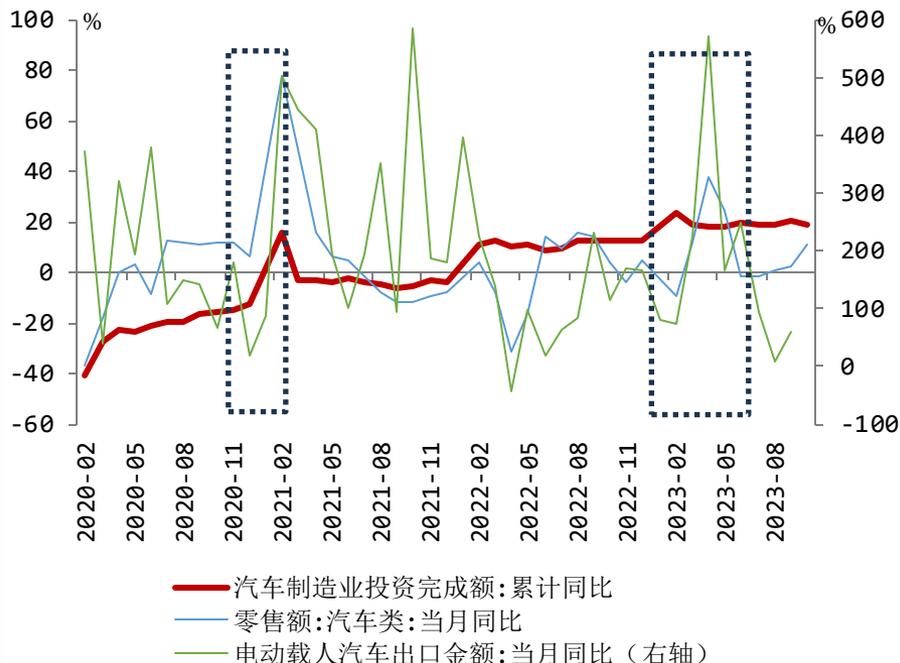
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **高技术制造业投资增速快于整体制造业，制造业升级趋势持续。** 1-10月，高技术制造业投资同比增长11.3%，持平于1-9月，高于制造业整体投资增速。行业上，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长19.0%、16.7%，较1-9月分别放缓1.7和0.3个百分点，但仍保持了较高增速。
- **“新三样”成为出口新增长点，带动国内相关制造业高增长。** 前三季度，我国“新三样”产品（电动载人汽车、太阳能电池、锂离子蓄电池）合计出口7989.9亿元，同比增长41.7%，占我国出口比重同比提升1.3个百分点，达到4.5%，自2020年1月以来占比由1%左右持续提升，“新三样”产品出口值连续14个季度保持了两位数增长。国内汽车制造业投资前三季度增长20.4%，自2022年8月以来始终保持两位数增长。

高技术制造业保持平稳较快增长



内外需共同拉动汽车制造业高增长

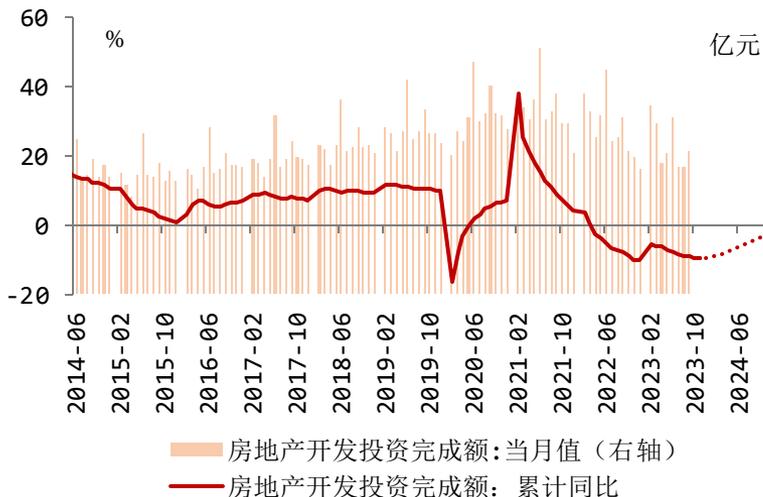


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

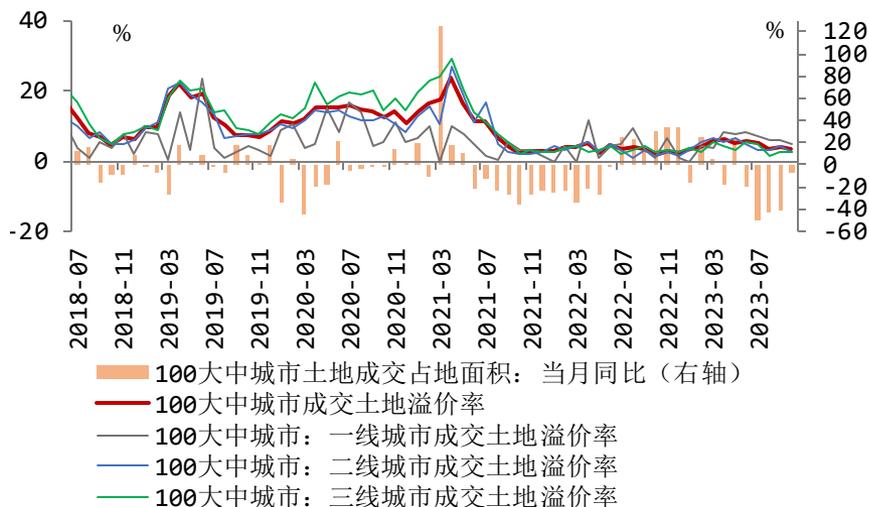
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 2023年8月末，国家审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》（“14号文”）明确了未来的房地产新模式的演化方向，即“双轨制”的发展模式，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。
- 2023年地产投资对经济增长有所拖累，2024年商品房开发投资降幅有望收窄。1-10月，房地产开发投资同比下降9.3%，较前值降幅小幅扩大0.2个百分点。10月，100大中城市成交土地占地面积同比下降6.7%，降幅收敛33.8个百分点，其中，一线城市同比11.2%，三线城市（-2.4%），二线城市（-18.0%），从价上看，10月100大中城市成交土地溢价率回落0.57个百分点至3.34%，一二三线城市溢价率分别为5.05%、2.69%和2.62%，仅三线城市略有升高，土拍热度仍然较低。预计随着房企融资改善、居民收入修复及“三大工程”建设，2024年房地产开发投资增速有望回升至-2.5%左右。

2024年地产投资有望逐步企稳回升

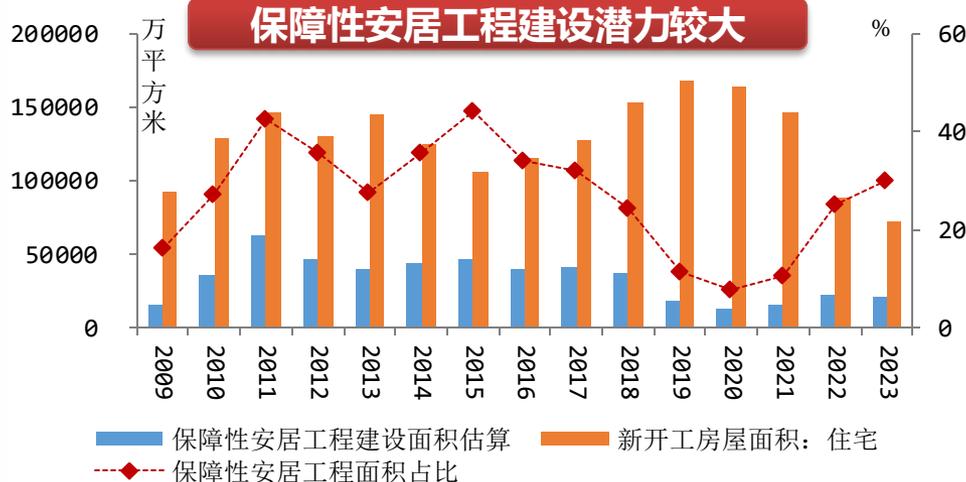


土地市场热度依然较低



1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

□ 据住建部，2023年新开工建设筹集保障性租赁住房等360万套（间），包括保障性租赁住房、公租房和棚改安置住房，其中204万套为保租房，截至2023年9月上旬，保租房建设任务目前已完成72%。10月底中央金融工作会议提出，加快保障性住房等“三大工程”建设。未来保障性住房和城中村改造在财税、金融等政策支持下有望加快建设，预计2024年投资规模保守估计在1万亿元以上。



城中村改造案例

改造时间	占地面积	改造模式	改造主体	资金来源
深圳元芬村改造项目	占地超10万平方米	政府或授权企业统一收储城中村房源，进行改造后统一出租	深圳愿景微棠商业管理有限公司与元芬新村股份有限公司达成战略合作	地方国企 + 银行贷款
上海红旗村改造项目	开发体量超过62.3万平方米	建造包括办公、商业、住宅、交通枢纽等	上海市普陀区政府携手中建集团旗下中海企业集团，由中海联合体拿地	央企（62.7亿元）+ 银团贷款（65亿元）
广州潭村改造项目	改造范围总用地面积合计8.34万平方米	采取自主改造，整村拆除重建的模式	珠光集团	地方国企
杭州西湖区保亭城中村改造项目	总用地面积30145平方米	采用拆除重建方式进行改造	PPP模式：西湖区翠苑街道办事处为政府方，杭州保亭股份经济合作社为共同缔约方，浙江省三建建设集团有限公司为社会资本方	村自筹+省属国企（总投资9.9575亿元）
佛山南海永胜村改造项目	项目面积约28.87万平方米	开发商与村集体建立合作开发，推进整村改造	碧桂园	民企出资（碧桂园投资约100亿元）

www.swsc.com.cn

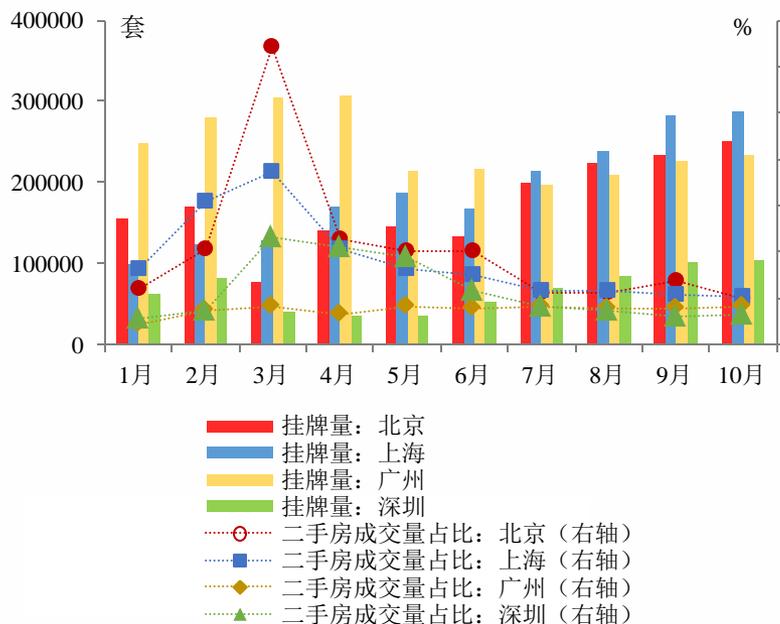
数据和资料来源：住建部、国家统计局、南方日报、深圳新闻网、wind等，西南证券整理；

注：保障性安居工程面积按照每套60平方米来测算，2023年的新开工房屋面积和房地产开发投资数据截止到9月

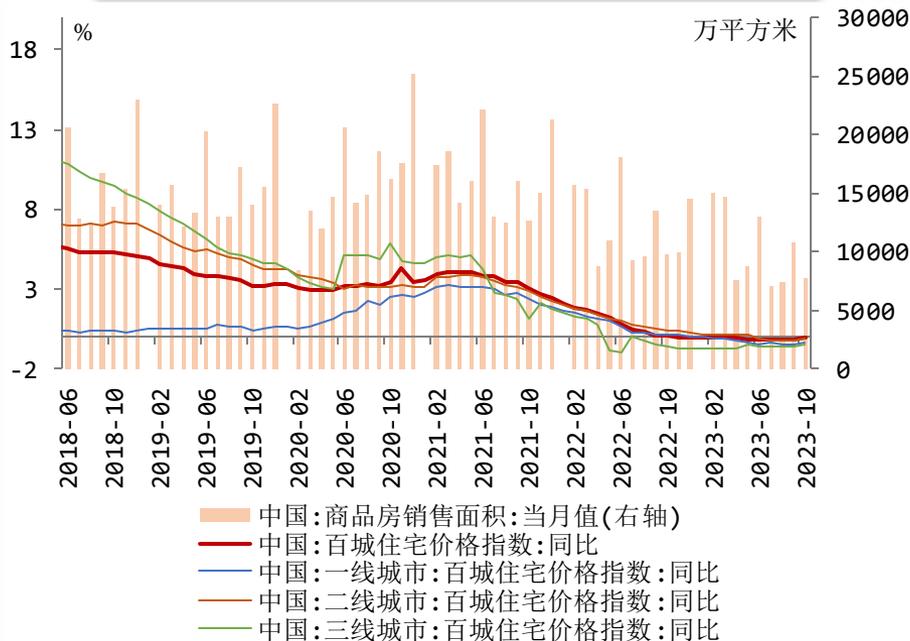
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **商品房市场需求仍较低迷，后续仍待政策发力。**1-10月份，商品房销售面积92579万平方米，同比下降7.8%，商品房销售额同比下降4.9%，降幅较1-9月均扩大0.3个百分点。10月末，商品房待售面积64835万平方米，同比增长18.1%，但增速较1-9月回落0.2个百分点，商品房市场需求仍较低迷。
- **新房、二手房价格走势有所不同，一线城市成交情况分化。**10月百城新建住宅平均价格为16195元/平方米，同比下降0.02%，降幅较9月收敛0.08个百分点，环比回升0.07%。其中，一二三线城市百城住宅价格指数同比分别下降0.3%、0.13%和0.49%，降幅均较9月收窄。但百城二手住宅平均价格环比下跌0.45%，跌幅扩大0.01个百分点，同比跌幅扩大至2.88%。9月初一线城市陆续提出“认房不认贷”，10月北上广深二手房挂牌量继续走高，成交量表现有所分化，广深成交量较9月继续上升。

一线城市二手房成交量和挂牌量走势



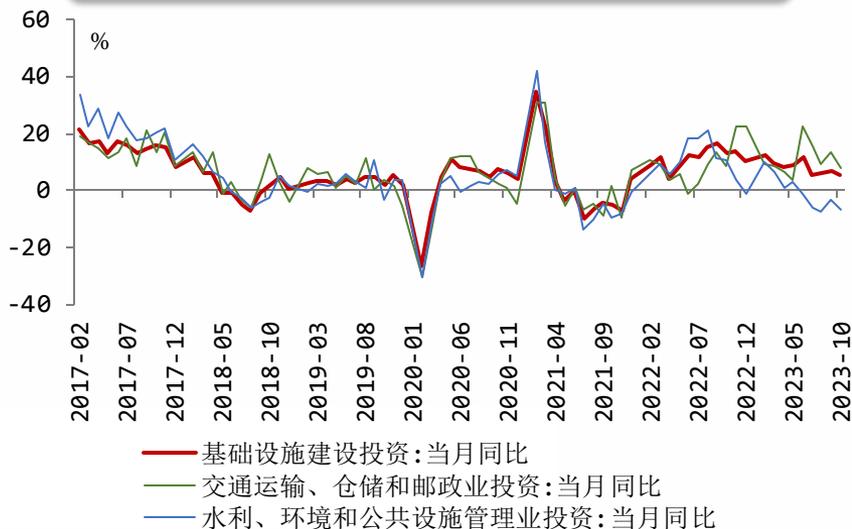
商品房销售面积和新建住宅价格均在低位



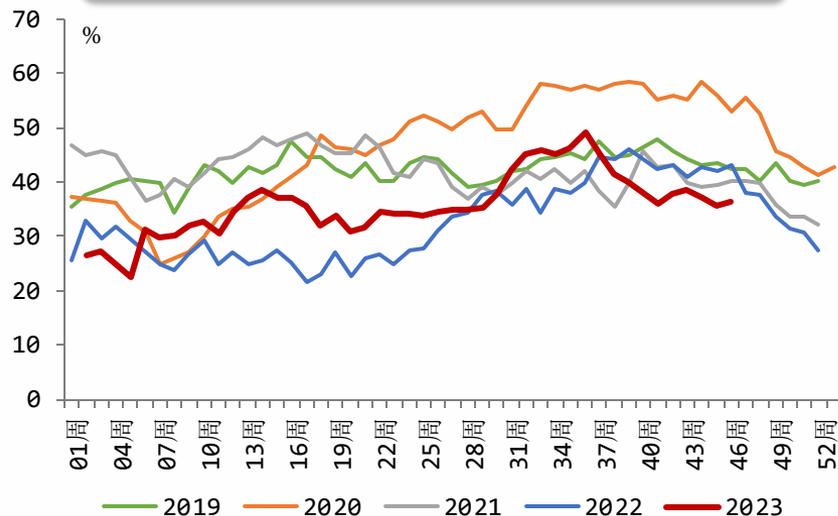
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **2023年基建投资增速前高后低，年内将保持平稳增长。**2023年1-10月，广义基础设施建设投资同比增长8.27%，较1-9月回落0.37个百分点，狭义基建投资增长5.9%，较1-9月回落0.3个百分点，二者都延续了7月以来逐月回落态势，但广义基建投资仍拉动固定资产投资增长1.3个百分点。其中，水上运输业投资增长21.3%，铁路运输业投资增长24.8%，电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业投资增速都在20%以上。拖累项主要是公共设施管理业投资和道路运输业投资。
- **财政政策积极动能增加，2024年基建投资仍有望实现较快增长。**2024年部分新增地方政府债务额度提前下达，四季度中央财政将增发国债1万亿元，主要用于灾后恢复重建和城市排水防涝工程等，有望对2024年基础设施建设投资形成有利支撑。并且，地方政府化债进程较快，有助于缓解地方政府在稳增长上的财政缺口。**预计2024年广义基建投资增速仍保持较好增长态势，全年广义基建投资增速有望达8.5%。**

2024年基础设施建设投资增速有望上行



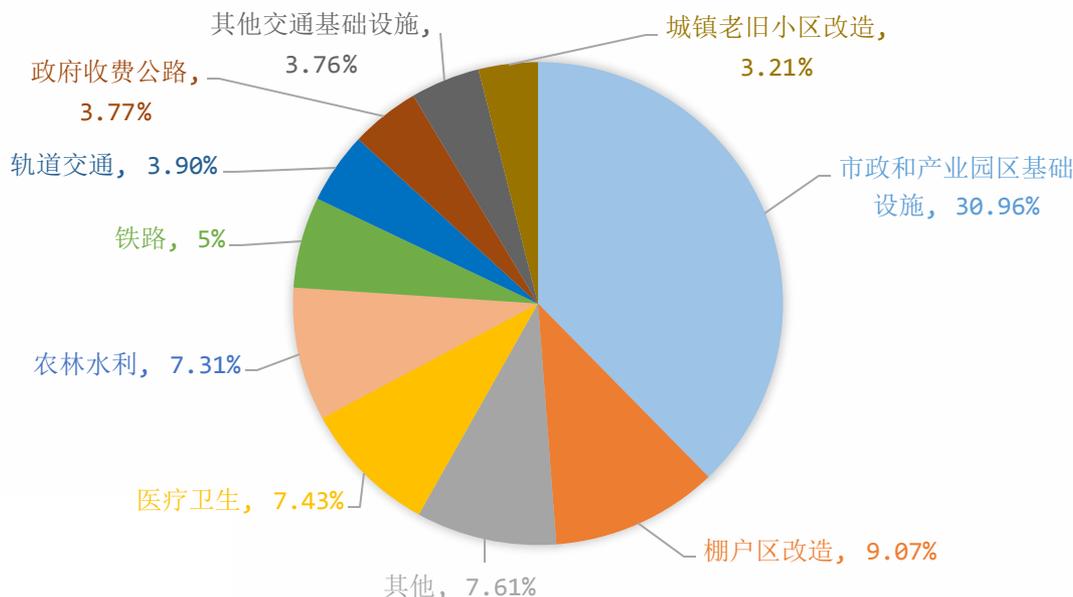
四季度石油沥青装置开工率触底回升



1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **2024年专项债领域扩容，新增支持城中村改造、保障房、旅游、充换电等。**截至11月15日，2023年地方政府新增专项债发行约3.8万亿元，重点投向市政建设和产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施、保障性安居工程、农林水利等领域。2024年专项债投向整体保持10大领域不变，但在保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向，专项债作资本金领域新增供气、供热两个领域。此外，9月以来发布的政策显示旅游、充换电基础设施、数据中心等也有望获专项债支持。考虑到明年稳增长，政策需前置发力，11-12月可能按照60%的上限全额提前下达，**若按照2023年3.8万亿新增专项债务限额的60%估算，2024年专项债提前下达额度为22800亿元，实际下达中或高于这一额度。**

2023年地方专项债主要投向



1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 4月政治局会议首次提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，7月政治局会议再次强调积极推动“平急两用”公共基础设施建设，10月中央金融工作会议要求更好支持“三大工程”建设。近期部分地方已开始储备谋划2024年专项债项目，有望围绕新纳入专项债支持范围的城中村改造、旅游等领域积极谋划，并且进一步向新基建、新能源等领域发力。近月来，不少城市启动“平急两用”基础设施项目，也有望成为明年基建投资的重要抓手之一。

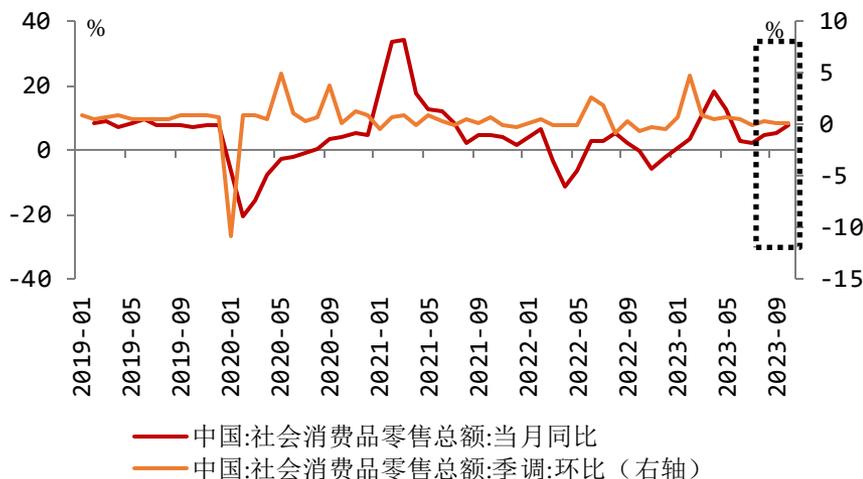
部分市/区“平急两用”项目案例

时间	文件/案例	内容
2023-6-12	北京市平谷区试点建设国家“平急两用”发展先行区实施方案	持续推进五个“平急两用”应用场景建设。一是打造“平急两用”京平综合物流枢纽二是打造“平急两用”新型乡村社区；三是打造“平急两用”乡村休闲综合体；四是打造“平急两用”承平高速金海湖服务区；五是打造“平急两用”乡村振兴金海湖镇核心区
2023-08-13	济南市莱芜区“平急两用”公共基础设施建设工作议题解读	目前，各有关部门单位策划储备项目共39个，其中旅游居住设施项目14个，医疗应急服务项目11个，城郊大仓基地项目11个，城市更新领域项目3个。
2023-09-08	成都产业集团天府综保区项目成功落地全省首批“平急两用”公共基础设施项目授信	成都天府国际空港综合保税区项目为省、市重点项目，总投资约52.5亿元，其中项目一期为首开区及冷链物流中心，将建成生鲜冷链物流中心和符合GSP标准的医药冷链物流中心，作为“平急两用”城郊大型仓储基地，“平时”服务城市的进口食材和GSP医药仓储中转，“急时”可快速改造为医药类应急物资和肉类应急仓储中转。
2023-09-26	杭州发布《“平急两用”公共基础设施建设第一批项目清单》	首批共87个项目，投资金额超400亿元，并计划于2024年开工建设。以杭州农发“平急两用”东郊仓配一体化中心项目为例，将建成仓储、配送一体化中心。项目“平时”可服务城市的仓储中转，“急时”可快速改造为医药类应急物资仓储中转站。
2023-09-30	大连市正在实施的“平急两用”公共基础设施项目之一：甘井子区应急救灾物资储备库项目	总建筑面积4628平方米，总投资5174万元，将于年底竣工；把“平急两用”公共基础设施建设与促进民生发展、乡村振兴、产业升级、招商引资等有效结合起来，确保平时用得好、急时转得快。
2023-10-20	武汉市首批“平急两用”公共基础设施建设项目推介会	首批推介项目共23个，总投资162.5亿元。“平时”用作旅游、康养、休闲等，“急时”可转换为隔离场所，满足应急隔离、临时安置、物资保障等需求，主要包括具有隔离功能的旅游居住设施、医疗应急服务点、城郊大仓基地和市政、旅游配套设施等。

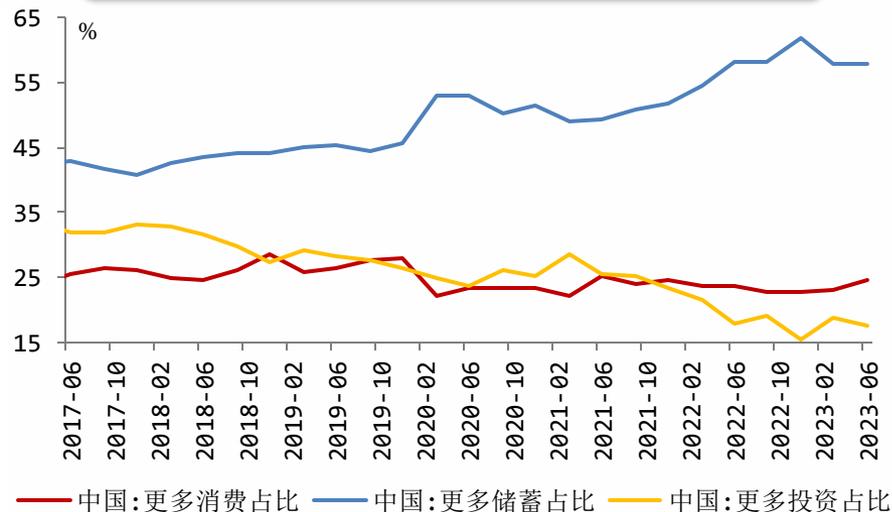
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **疫后消费复苏呈现前高后低走势，四季度后触底回升。**1-10月，社会消费品零售总额同比增长6.9%，增速较1-9月升高0.1个百分点，在疫情限制解除后，2023年初消费出现了较快复苏，但受收入预期变化影响，消费恢复的持续性不足，截至四季度社总额增速尚未修复至疫情前（2015-2019年复合年均增速9.4%）。但从单月来看，8月以来，连续三个月单月同比与环比增速连续三个月正增长，且10月增幅双双扩大，消费复苏已走入正向循环推进期。
- **居民消费意愿回升潜力大，稳增长政策助力2024年消费复苏。**据央行城镇储户问卷调查，2023年Q2倾向于“更多消费”的居民比例较一季度提升1.3个百分点至24.5%，但依然低于疫情前2017-2019年的平均水平（26.2%），消费意愿仍有较大回升潜力。2023年下半年后，稳经济、稳楼市、稳就业政策持续推出，积极因素不断累积，居民收入预期有望改善。另外，随着存量放贷利率的下调，提前还贷降温，也有助于释放消费潜能，提升消费意愿。**综合来看，预计2024年消费增速在去年的基础上保持稳步上行，乐观预期可达7.8%左右。**

8月以来社消同、环比增速均回升



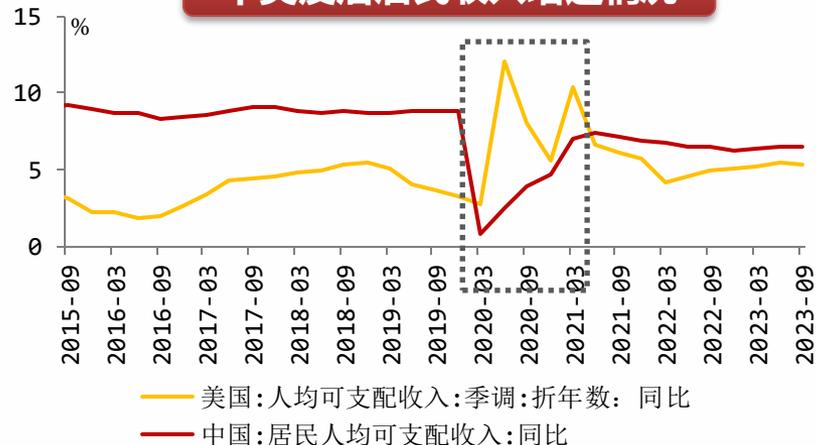
疫后居民消费意愿回升，后续潜力仍大



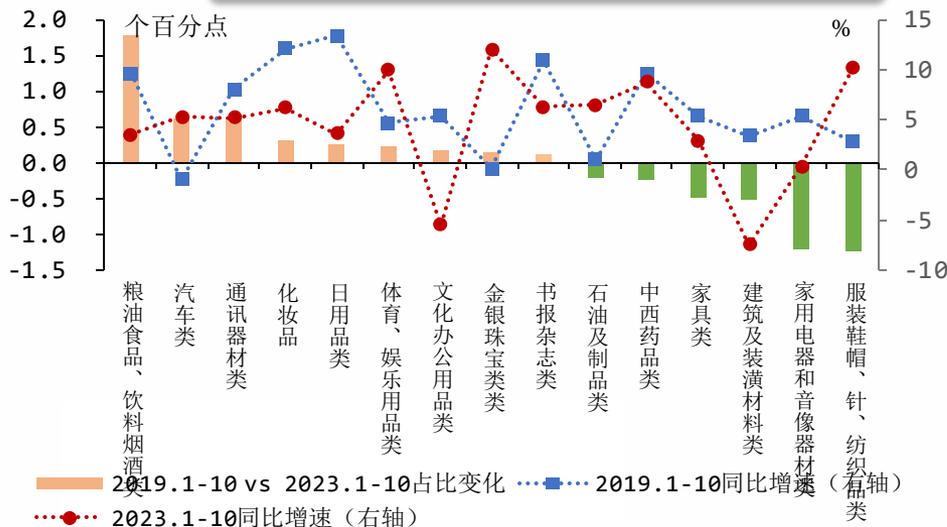
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 商品类别上，1-10月，粮油食品和饮料烟酒、汽车、通讯器材、化妆品等商品零售占比较疫情之前上升。如果考虑服务消费，从前三季度居民人均消费支出结构上看，交通通信、居住、其他用品及服务、教育文娱的消费占比较2019年提升。
- 美国在疫情期间财政给予居民大量补贴，居民收入分别在2020年6月和2021年3月出现了两位数增长。从美国个人消费支出结构上看，较疫情之前占比增加的类别包括休闲用品和车辆、食品、机动车和零部件、其他非耐用品、汽油燃油、家具和家用设备、餐饮和住宿等。

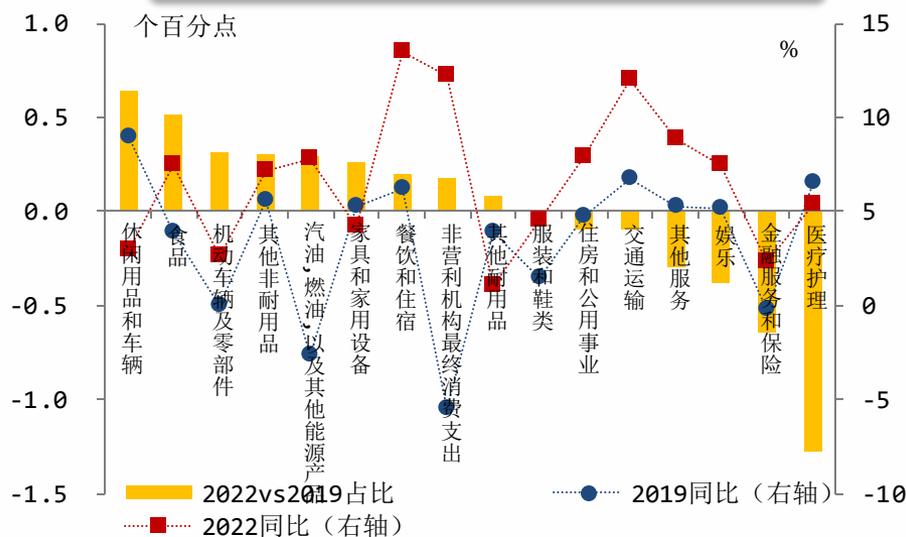
中美疫后居民收入增速情况



国内商品零售疫情前后占比结构变化



美国个人消费支出结构疫情前后变化

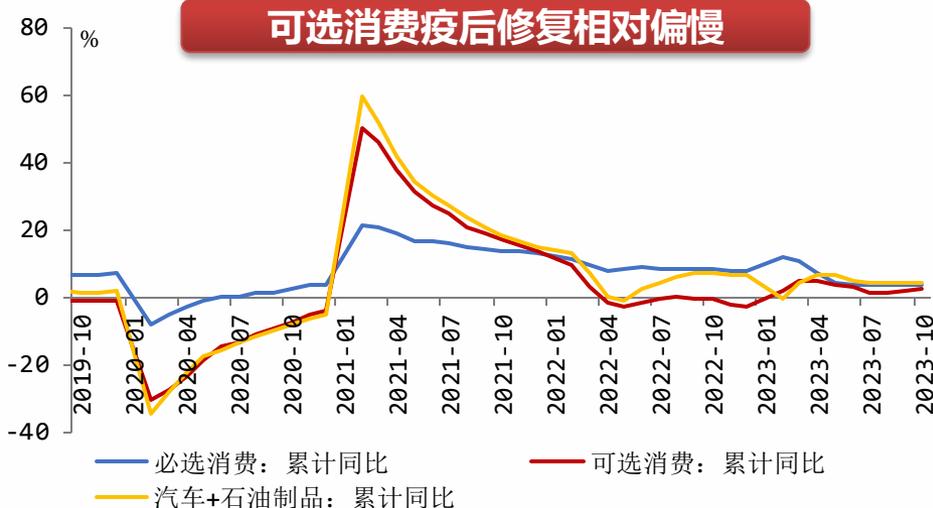


www.swsc.com.cn

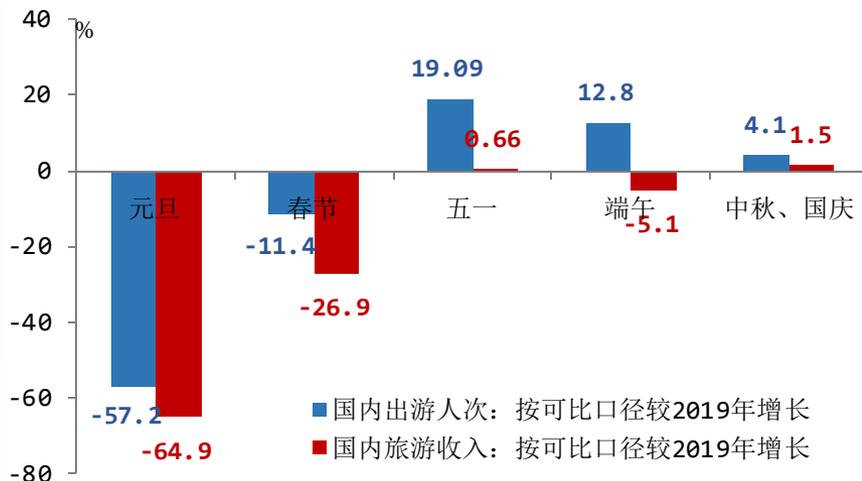
数据来源：wind，西南证券整理；注：右上图2021-2023年同比增速均采用以2019年为基数的复合增速计算

1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

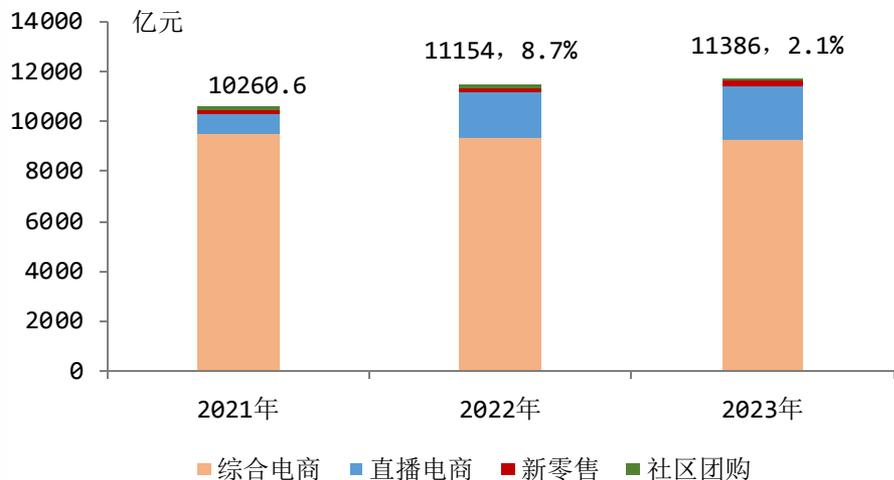
□ **旅游、可选品及电商直播销售均显示出消费复苏偏慢**：从节假日旅游出行情况来看，国内出游情况较疫情期间明显好转，并逐渐在2019年基础上实现增长，但旅游收入恢复弱于出游人数恢复，节假日客单价修复相对偏慢；**从消费品类上看**，2023年一季度必选消费增长相对更快，之后被汽车和石油制品消费增长超越，可选消费修复相对偏慢，其中与房地产相关消费减速有关；此外，据星图数据，2023年“双十一”综合电商平台、直播平台累积销售额为11386亿元，同比增长2.08%，低于去年同期增速8.7%，其中通常带有有限时促销的直播电商增长相对更快。



2023年主要节假日旅游人次和收入变化



2023年“双十一”全网GMV增速下降



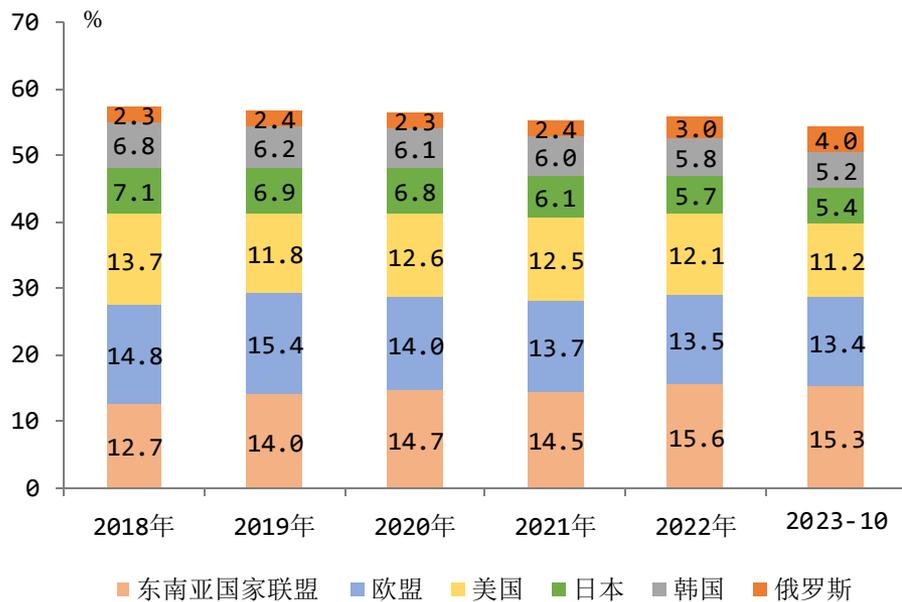
www.swsc.com.cn

数据来源：文旅部、星图数据、wind，西南证券整理；注：可选消费选择服装、家电、通讯器材、文化办公、金银珠宝、建筑装潢、家具、体育文娱。右下图的数据标签代表四类渠道加总后的总量及增速

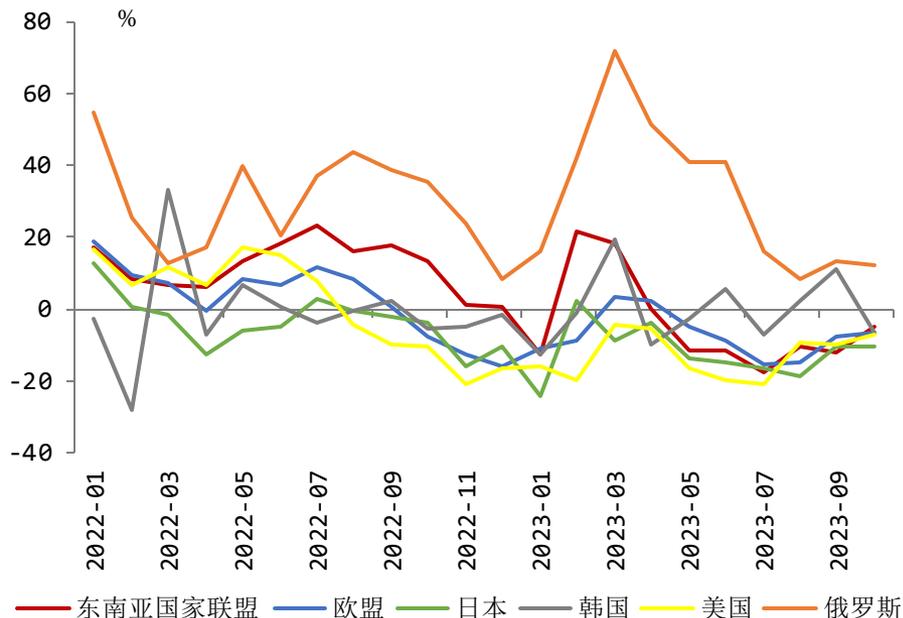
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

□ 出口增速降幅扩大导致进出口增速放缓，前五大贸易伙伴月均增速均为负。按美元计，1-10月份我国货物贸易进出口总额4931.3亿美元，同比-6%，较1-9月降幅扩大0.4个百分点，10月单月环比-5.2%，降幅扩大9个百分点，主要是由于出口增速下滑引发。主要贸易伙伴中，10月份除俄罗斯外，前五大贸易伙伴进出口增速均为负，从平均降幅来看，今年以来美国和日本的降幅最大，均超过10%，欧盟为7.21%，这既有海外需求衰退的因素，也与日本核废水排放及地缘政治相关，俄罗斯的月均增速高达31.4%。从占比来看，与疫情前（2019年）相比，东盟与俄罗斯占比上升，其余主要贸易国占比均呈下降趋势，这一趋势在2024年中美关系阶段性改善后可能有所变化。

我国对主要贸易伙伴进出口占比变化



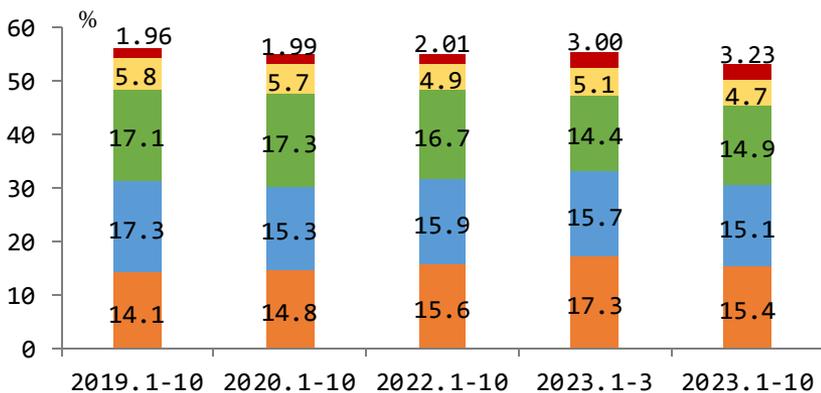
我国对主要贸易伙伴进出口同比增速



1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

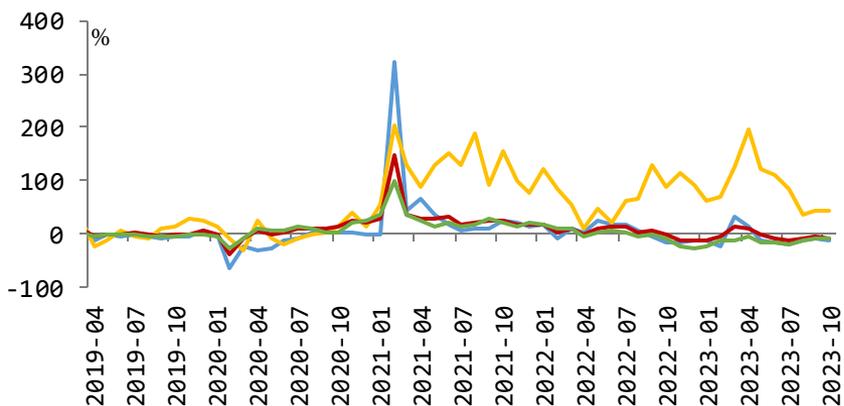
- **10月出口环比回落明显，外需压力或仍为之后主要制约。**1-10月份我国货物贸易出口总额27920亿美元，同比-5.6%。短期人民币汇率位置较低、海外进入消费旺季形成正面拉动，但同时欧美加息滞后效应再加上外需不强形成负面影响，虽然基数回落，10月出口增速降幅扩大至-6.4%，年内有望逐步企稳，降幅持续收窄。从结构看，我国与一带一路、拉丁美洲、非洲等贸易关系较稳定。**2024年基数效应及海外补库带动之下，出口增速全年有望回升至1.2%左右。**
- **主要商品出口金额增速表现分化，10月单月机电产品表现不佳。**从主要出口商品看，出口金额和数量增速分化明显，不同商品基数波动较大，机电产品出口增速略有回升，高新技术产品出口增速回升。从出口数量看，主要出口商品出口数量增速升降参半，劳动密集型产品、上游原材料及机电产品中大多品类中都有明显分化，这与基数波动及海外需求变化都有一定关系。主要劳动密集型产品出口增速回落，机电产品出口增速略有回落，高新技术产品出口增速较上月也有所回落。

我国对主要贸易伙伴出口占比变化



出口占比:东南亚国家联盟
出口占比: 欧盟
出口占比:美国
出口占比:日本
出口占比:俄罗斯

我国主要出口产品同比增速

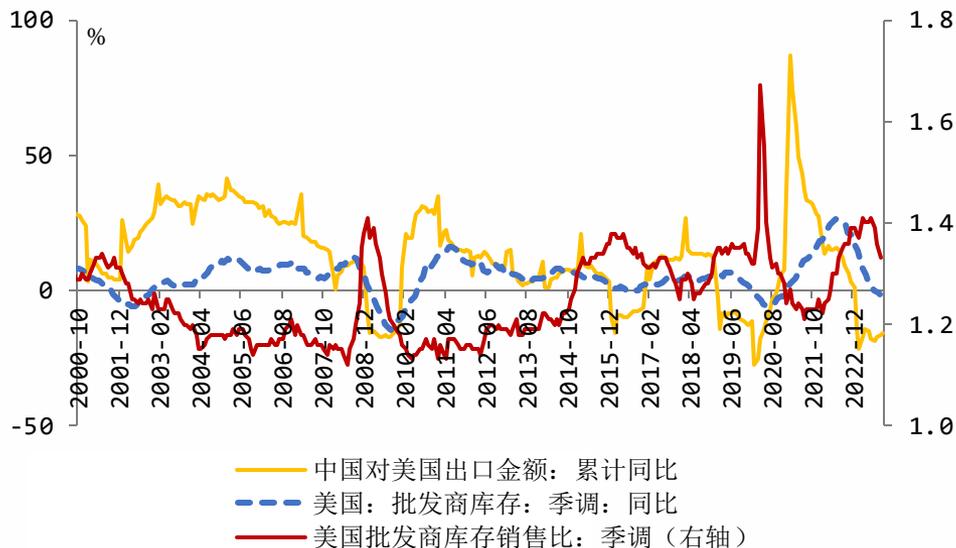


服装及衣着附件出口金额:同比
汽车包括底盘出口金额:同比
机电产品出口金额:同比
高新技术产品出口金额:同比

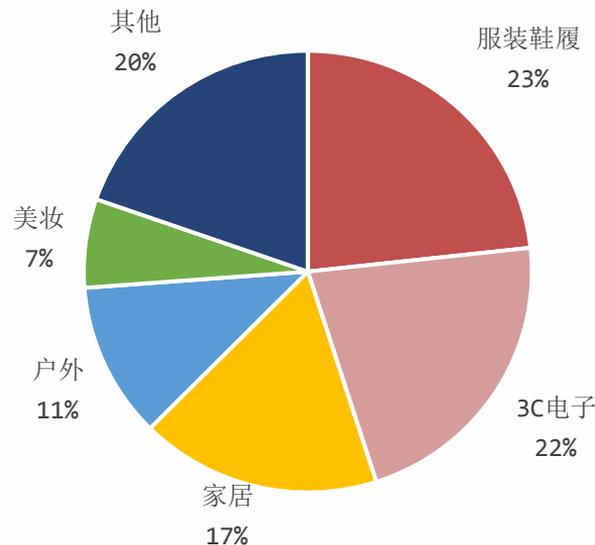
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 我国对美国出口产品大多进入到美国的批发环节，相对库存增速而言，库销比还体现出了需求的变化情况。从历史上看，我国对美国出口增速与美国批发商库销比大致呈负相关关系。目前美国批发部门的库存增速处于历史相对低位，而且有边际企稳的迹象，库存销售比也自7月开始走低。**2024年美国库存回补将对我国出口产生有效拉动。**
- **跨境电商出口进入快车道。**203年前三季度，我国跨境电商进出口1.7万亿元，增长14.4%，约占全部进出口金额的5.5%。其中，出口1.3万亿元，增长17.7%，占全部出口金额的7.4%左右，增速和占比均高于跨境电商进口。出口品类（B2C）主要包括服装鞋履、3C电子、家居等。2022年，TikTok Shop全年GMV月均复合增速近90%；2023财年阿里国际零售商业收入增长17%；2023年前三季度SHEIN收入增长超过40%；Temu今年第三季度GMV突破50亿美金，远超上半年表现。

中国对美出口与美国批发商库销比负相关



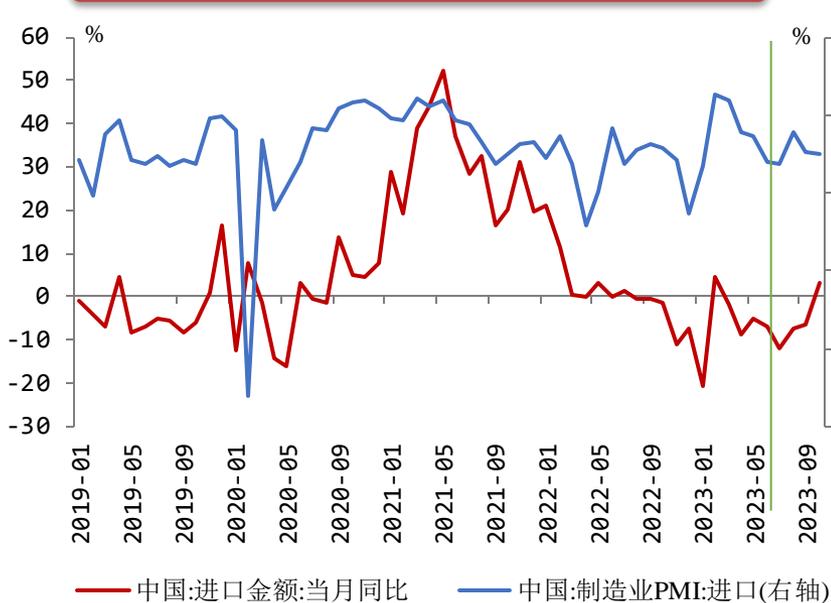
2022年中国跨境出口B2C电商品类分布



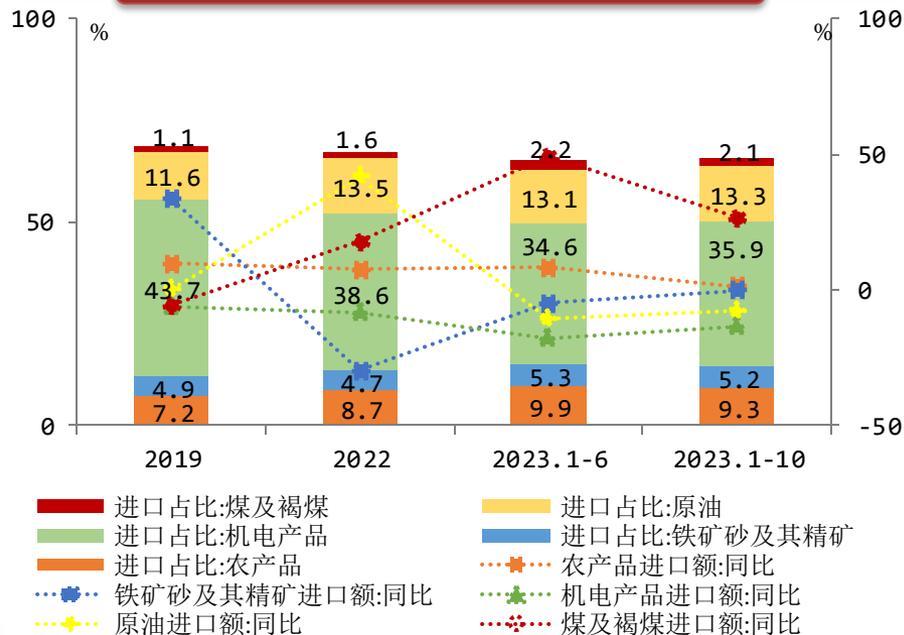
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- 进口降幅持续缩窄，内需有一定韧性。** 1-10月进口总额21079.6亿美元，同比-6.5%，降幅较前值缩窄1个百分点，贸易顺差6840.4亿美元，10月进口总值同比上涨3%，由降转增，但环比9月下降1.4%。10月，进口PMI指数为47.5%，较前值下滑0.1个百分点，连续7个月位于收缩区间，但下滑幅度明显小于新出口订单指数。短期来看，政策提振下内需有望逐渐企稳回升，加之基数走低，进口降幅有望继续收敛。**近期稳增长政策密集推出，内需持续回升，2024年这一趋势有望延续并增强，或带动进口增速回升至3%左右。**
- 主要商品进口同比增速大多回升，上游、机电和高新技术产品进口都有回升。** 与疫情前相比，今年前10个月主要进口品类中，农产品、铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤的进口额占比上升，机电产品进口额占比下降7.8个百分点。今年1-10月，煤及褐煤、农产品累计增速实现正增长，与上半年相比，除农产品、煤及褐煤外，其余三大类进口额增速均有所加快。这与目前国内经济加快回升，需求增加有关。

2023下半年进口增速回升，预期改善



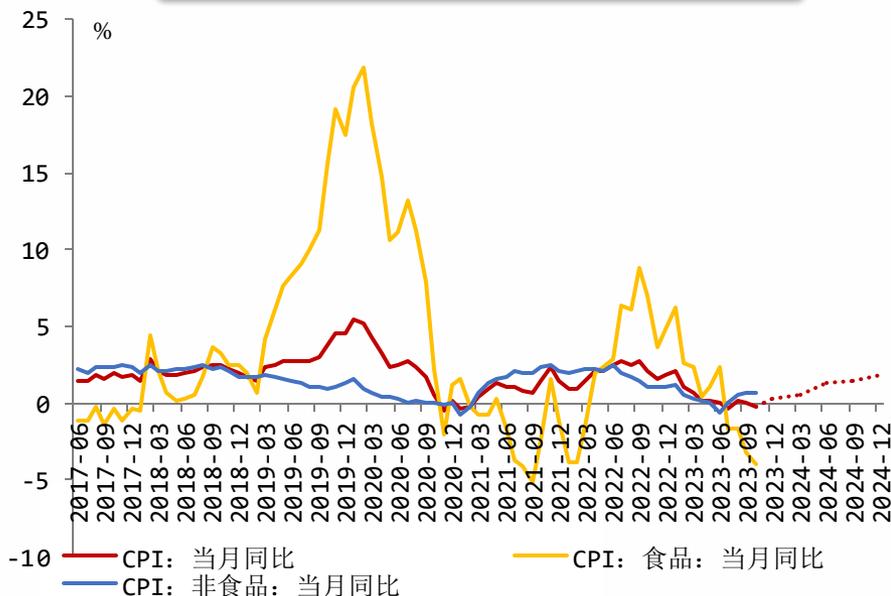
我国主要进口产品总额占比与增速



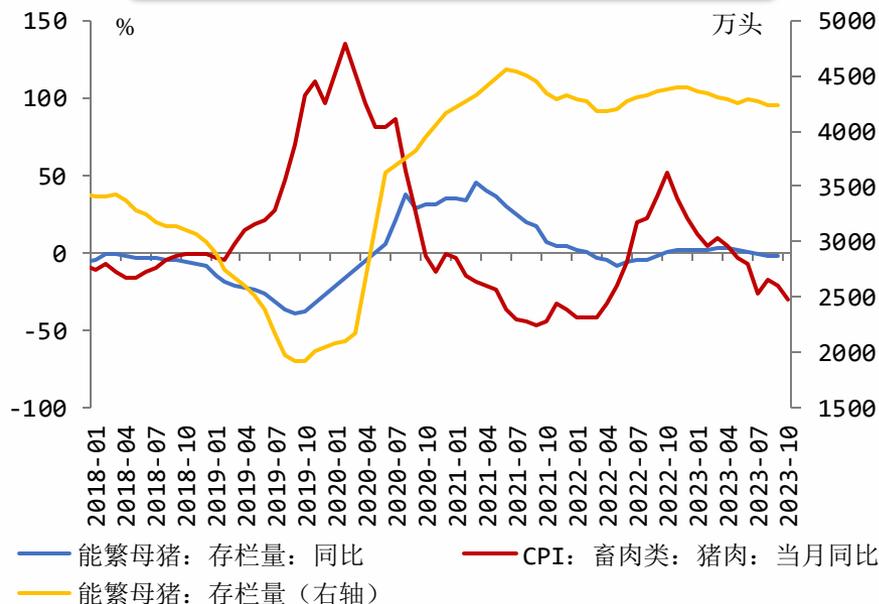
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **2023年CPI前高后低，猪价持续低迷。**2023年1-10月，CPI总体呈先高后低的走势，10月CPI录得-0.2%，再度跌至负值区间，主要受食品CPI的扰动，非食品价格相对有韧性。从猪价上看，由于库存去化不及预期，加之消费需求偏弱，猪价整体保持低迷态势，年末随着猪肉消费传统旺季到来，有望带动猪价温和上行，叠加基数效应，11-12月CPI有望小幅回升。
- **预计2024年CPI有望温和回升，呈前低后高走势。**从需求端看，2024年居民收入有望在稳增长政策发力下持续改善，从而带动消费逐步回暖；从供给端看，在猪价持续低迷背景下，养殖端连续亏损，生猪产能尚在温和去化过程中，能繁母猪存栏量同比增速自2023年4月以来持续下行，9月同比下降2.8%，连续三个月负增长，且降幅还在扩大。因此，预计2024年在需求端回升、供给端收缩背景下，CPI中枢有望温和抬升，全年CPI有望回升至1.5%左右，在基数影响下或呈前低后高走势。

2023年CPI整体保持温和涨幅



能繁母猪库存去化缓慢



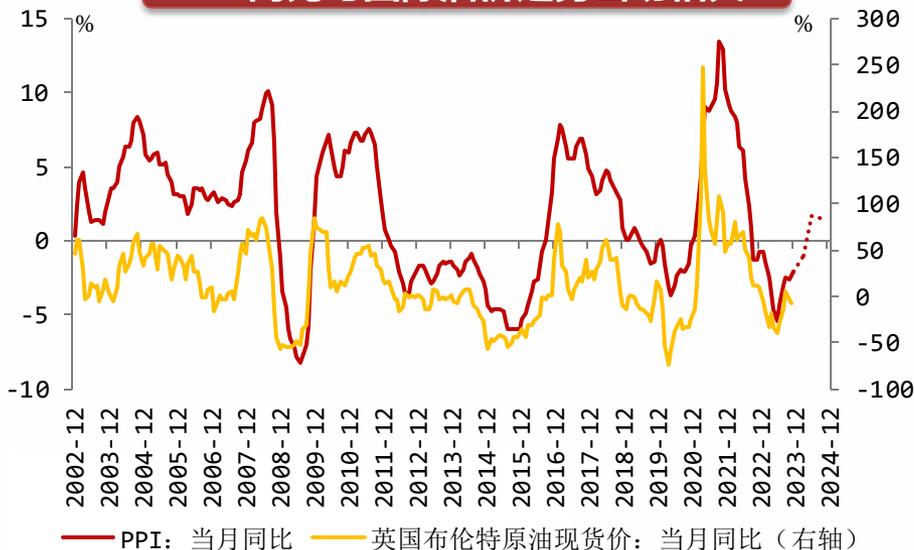
www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 虚线部分为预测值

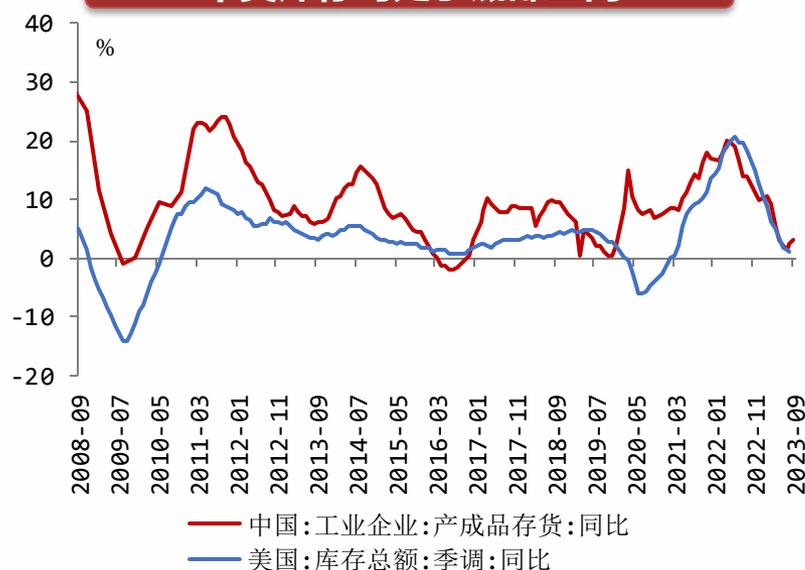
1 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局

- **2023年PPI同比先降后升，预计年内降幅继续收敛。** 2023年PPI总体呈“V”型走势，在基数影响下，仍在负值区间，10月PPI同比录得-2.6%，较9月降幅略有扩大，主要因国际油价回落。预计短期原油价格呈震荡偏弱走势，四季度增发万亿国债后或带动开工率回升，加之部分工业品库存处于低位，有望支撑相关工业品价格，预计PPI同比降幅在年内继续收敛。
- **2024年海内外补库周期共振，驱动PPI同比上行。** PPI受上游的重工业生产资料行业的影响较大，2023年权重约为78.3%，国际原油价格对PPI的影响约为15%，2024年上半年原油价格在海外高利率背景下或承压，但沙特、俄罗斯等产油国挺价意愿仍强，加之海外库存处于低位对油价有一定支撑，下半年金融条件放松或导致油价上升，因此除非海外经济硬着陆，油价整体上易涨难跌，有望带动PPI同比增速回升。此外，随着国内“三大工程”开工、地产政策继续放松，加之国内工业品库存也处于低位，内需驱动的工业品价格也有望反弹。预计PPI同比回升至1%左右。

PPI同比与国际油价走势密切相关



中美库存均处于底部区间



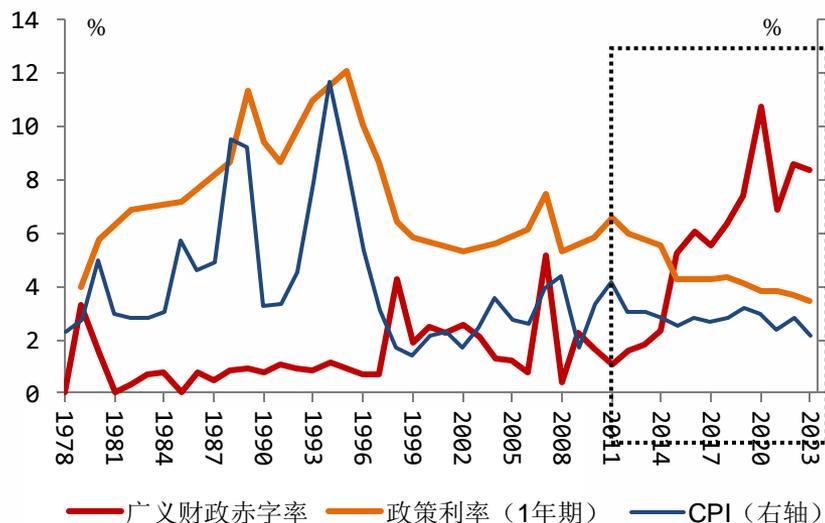
目 录

- ◆ **潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局**
- ◆ **跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具**
- ◆ **以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路**
- ◆ **全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场**
- ◆ **大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换**

2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

- 从财政、货币与通胀的变化来看，2011年之前我国通胀波动较大，财政与货币政策体现出较强的逆周期性，2011年后，通胀波幅下降，基本保持在3%以下，财政与货币政策进入持续宽松期，期间使用多种创新工具，更多的体现出跨周期性。2024年通胀预计仍将处于低位，宽财政与积极货币有望延续。
- 近期，财政与货币政策的共同关注点在“三大工程”、化解地方政府债务等领域。2024年上半年这两个领域仍将是财政与货币政策协同的重点，或采取新设政策工具的方式更好提升政策的精准性。

2024年宽财政与积极货币的组合有望延续



近期会议/讲话对加强财政货币协同的表述

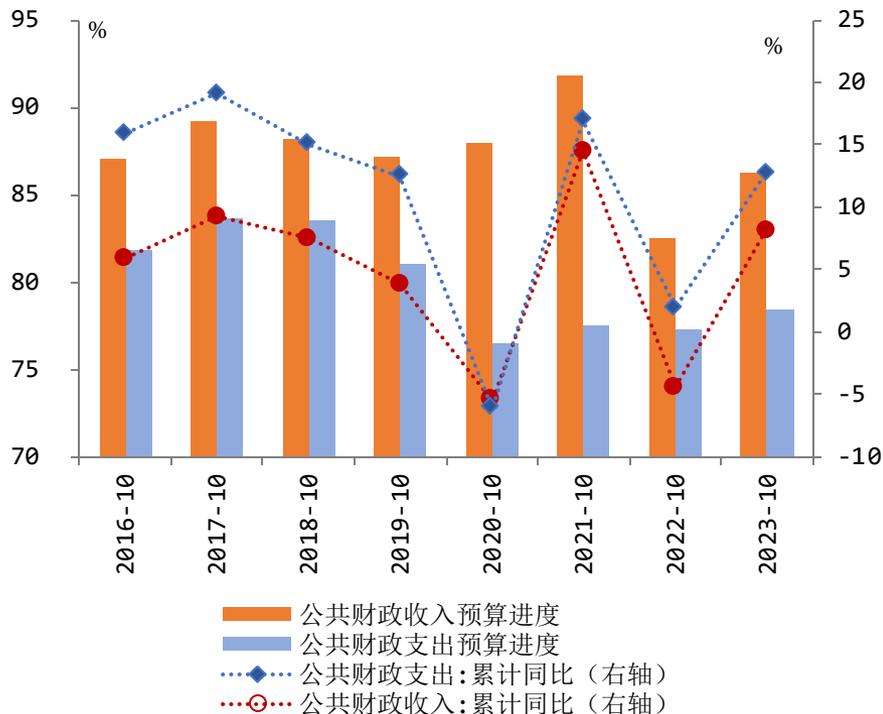
日期	会议/讲话	涉及财政和货币政策协同的内容
10月21日	潘功胜做《国务院关于金融工作情况的报告》	支持基础设施和重大项目建设。 加大保交楼金融支持力度，积极做好城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、规划建设保障性住房的金融支持工作。支持重大项目加快建设。 按照市场化、法治化原则，引导金融机构依法合规 支持化解地方债务风险。
11月5日	蓝佛安接受新华社记者采访	加强与货币、产业等政策密切配合 ，大力提升政策效能，努力推动经济总体回升向好、促进高质量发展。
11月8日	潘功胜出席2023金融街论坛年会	为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持 金融部门已会同有关部门采取多项措施， 积极支持地方政府稳妥化解债务风险。
11月10日	潘功胜接受新华社记者采访	引导金融机构 通过展期、借新还旧、置换等市场化方式化解融资平台债务风险 ，并依法维护金融机构合法权益；建立常态化的融资平台金融债务监测机制，推动融资平台市场化转型等，健全防范化解地方债务风险的长效机制。

数据资料来源：wind、新华社、中国人民银行，西南证券整理。注1979-1988年采用1年定期存款利率(整存整取)，1989-2012年采用1年期贷款基准利率；2013年及之后采用1年期LPR；广义财政赤字包括公共财政收支差、特别国债、地方政府新增专项债、PSL，2023年CPI为1-10月累计值。2023年数据为截至10月数据。

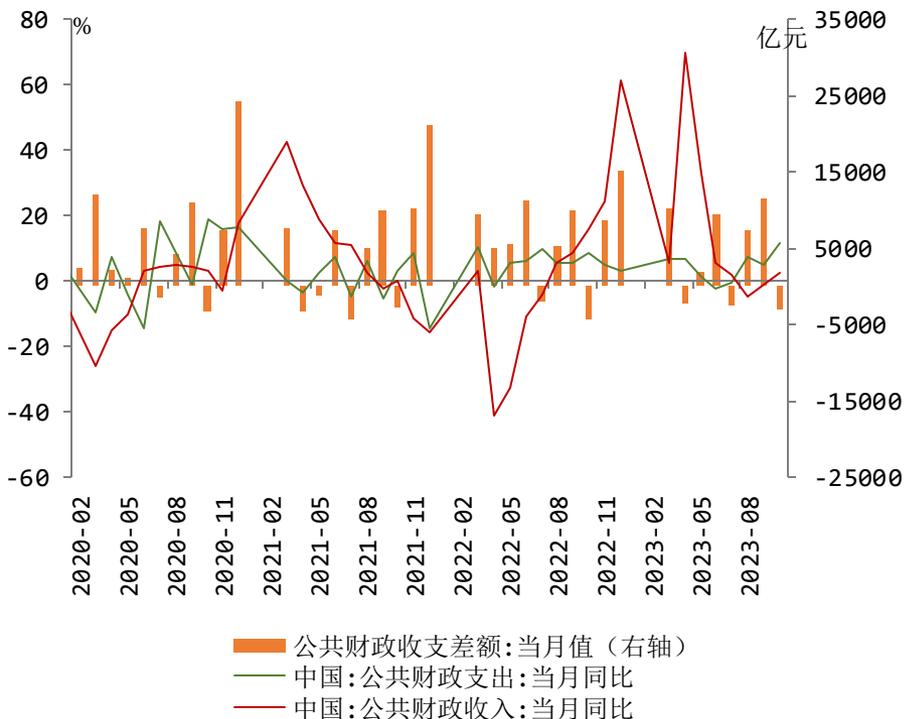
2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

□ **2023年预算内财政加力提效，预计明年公共财政收支增速均有所提升。**1-10月，全国一般公共预算收入18.7万亿元，同比增长8.1%，增速较1-9月回落0.8个百分点，完成全年进度86.3%，高于去年同期，但低于此前同期水平；1-10月，全国一般公共预算支出21.6万亿元，同比增长4.6%，增速较1-9月回升0.7个百分点，完成全年进度78.4%，高于疫情以来同期水平，但仍低于疫情前。2024年在政策对经济的支持下，预计公共财政预算收入增速为7.5%左右；5000亿国债或在明年使用，且财政政策更加积极，有望对公共财政支出起到带动作用，预计明年预算支出增速将达6.2%左右。

1-10月公共财政收支进度与历史同期对比



公共财政收支差额与财政收支增速变化

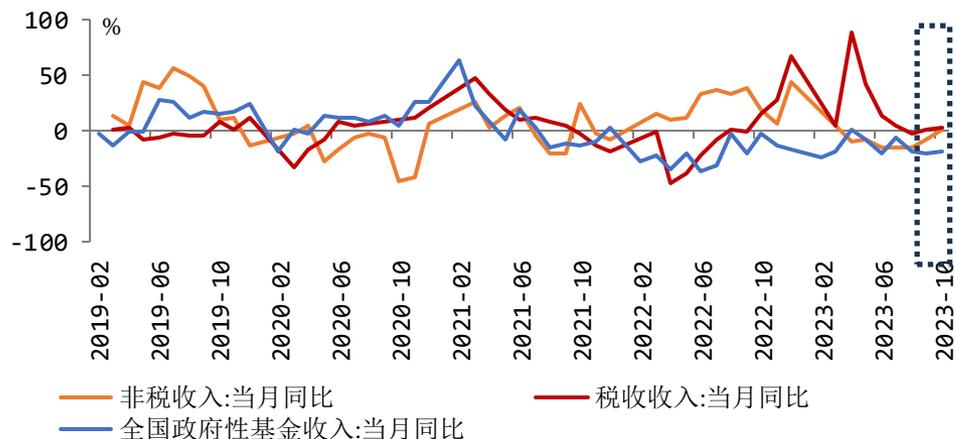


2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

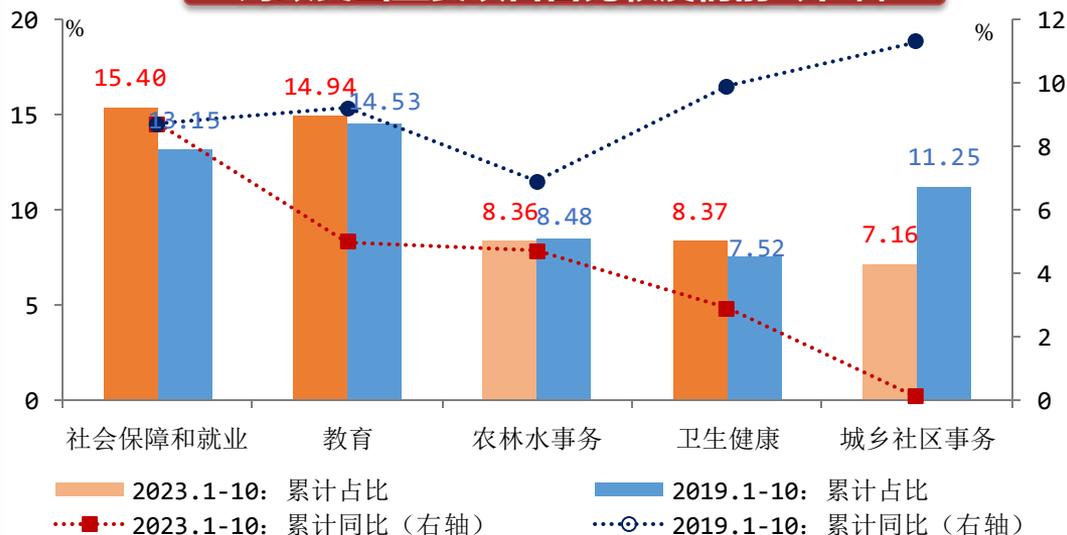
□ **财政收入结构**：第一本帐中，财政收入主要包括税收和非税收入，1-10月税收收入同比增长10.7%，占公共财政收入比重84.2%，较2022年全年增加2.4个百分点，非税收入同比下降3.8%，今年以来占比回落，但10月单月同比增速税收收入2.87%较9月回升，非税收入在今年4月以来首次转正。第二本帐中的收入主要是政府性基金收入，主要由土地使用权出让收入构成，1-10月全国政府性基金收入同比下降16%，虽较去年降幅收敛，但仍在下行区间，10月，国有土地使用权出让收入同比下降18.4%，较9月降幅收窄2个百分点。

□ **财政支出结构**：1-10月，公共财政支出总额中前五位的是：社会保障和就业、教育、农林水事务、卫生健康、城乡社区事务，累计增速分别录得8.7%、5%、4.7%、2.9%和0.1%。较疫情之前支出占比提升的有社会保障和就业、卫生健康和教育。此外，全国政府性基金支出1-10月同比下降15.1%，降幅较前值收窄2.2个百分点，其中，国有土地使用权出让收入相关支出同比下降17.5%，降幅收窄1.2个百分点，支出仍有一定刚性。

10月第一本账与第二本账增速均有改善



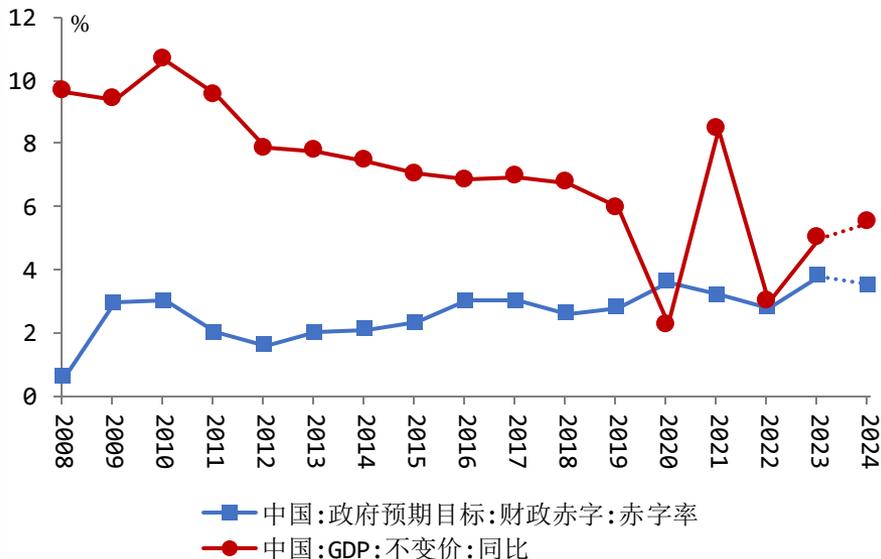
财政支出主要项目占比较疫情前3升2降



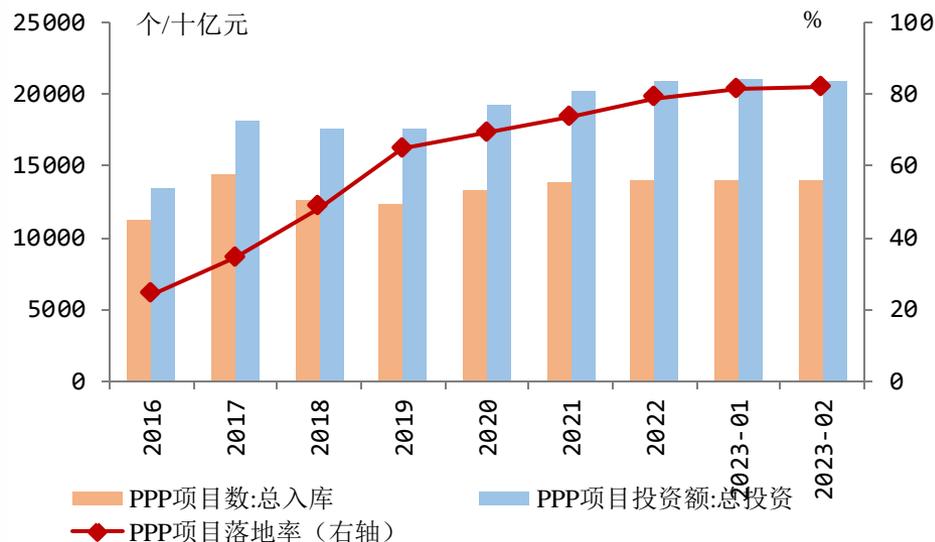
2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

- 10月，十四届全国人大常委会第六次会议决定在今年四季度增发1万亿元国债，全国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右，为2008年以来的最高水平。2024年，外需或延续弱势，加之国内扩内需的诉求也较大，同时化解地方政府债务仍是政策重点，积极财政进一步加码的可能性增加，预计政府预期目标赤字率在3.6%左右。
- 2014年起财政部等大力推广PPP模式，PPP项目和拟投资规模快速攀升，一些不规范的项目增加了地方政府隐性债务。2017年11月，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》开始强化监管，截至2022年底，财政部PPP在库项目（含储备清单）约1.4万个，总投资20.9万亿元，落地率78.9%，主要涉及城市基建、农林水利、生态环保、交通运输、医疗教育等。2023年3月前后，PPP项目暂停进入财政部PPP项目库，目前未能重启。

政府预期目标赤字率和GDP增速



PPP项目入库与落地情况



2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

历年长期建设债投向与规模

- 10月，十四届全国人大常委会第六次会议决定在今年四季度增发1万亿元国债，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
- 长期建设国债自1998年开始发行，持续至2008年，重点投向领域基础设施建设（西部大开发、南水北调、青藏铁路等重大工程），1999-2003年发行的长期国债主要用于在建国债项目。2023年11月，财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，提出聚焦使用者付费项目，加大财会监督力度，严肃财经纪律。本次长期建设国债的发行或对PPP退库影响有一定对冲。

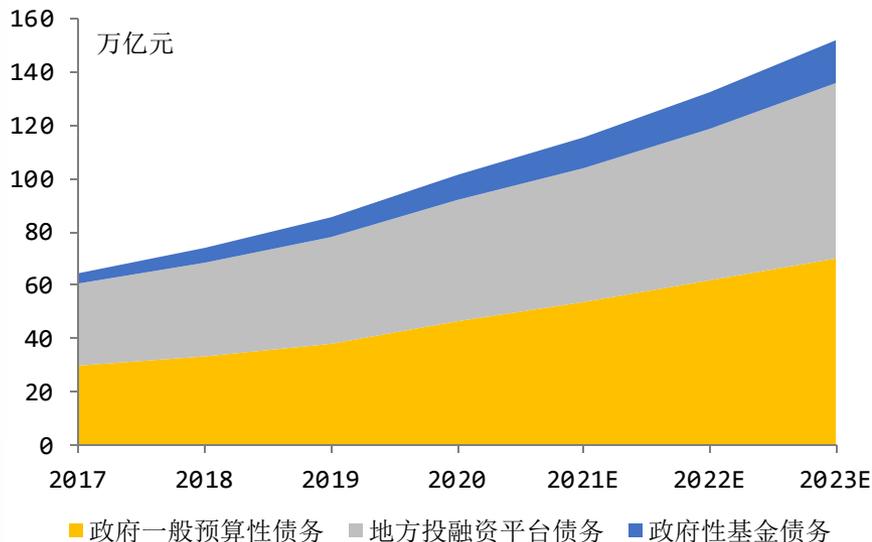
日期	发行规模 (亿元)	重点投向
1998年	1000	重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设。
1999年	1100	新增国债资金项目安排的重点是基础设施建设（主要用于支持续建项目）、企业技术进步和产业升级、环保与生态建设、教育文化设施。
2000年	1500	增发长期建设国债基本用于在建的国债项目建设，主要用于中西部地区。
2001年	1500	主要用于弥补在建项目后续资金不足，中央财政支出部分除技术改造贴息以外，全部用于未完工程，不再上新的项目。
2002年	1500	主要用于在建国债项目、西部开发项目、重点企业技术改造，以及南水北调、京津水资源保护工程、农村基础设施和教育、公检法司等方面设施的建设。
2003年	1400	主要用于续建和收尾项目，重点向改善农村生产生活条件、经济结构调整、生态环境建设、中西部地区等方面倾斜。
2004年	1100	重点用于农村基础设施、公共医疗卫生、基础教育、基层政权和公检法司基础设施等建设；支持西部大开发和东北地区等老工业基地调整改造加强生态建设和环境保护；加快淮河治理等重大水利工程建设，保证续建国债项目，特别是青藏铁路、南水北调、西电东送等重大项目建设。
2005年	800	加强农业、教科文卫、社会保障、环境保护和生态建设等薄弱环节；西部大开发、振兴东北地区等老工业基地，促进中部崛起，推动区域协调发展，也需要国债项目资金的支持。
2006年	600	优先支持农村建设、科教文卫、资源节约、生态环境保护、西部大开发和关系“十一五”规划顺利实施的重点项目建设。
2007年	500	向经济社会发展薄弱环节倾斜，重点用于改善农村公共服务。
2008年	300	重点用于改善农村生产生活条件，加强水利、生态环境保护，支持社会事业发展，以及重大基础设施建设。

资料来源：财政部、中国政府网等，西南证券整理

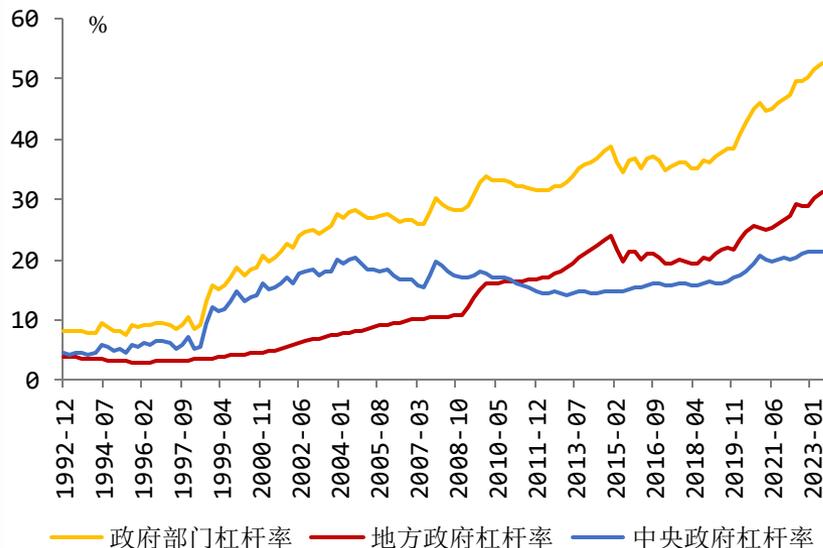
2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

- 10月末中央金融工作会议上强调“建立防范化解地方债务风险长效机制”，还提出“优化中央和地方政府债务结构”。2022年我国中央政府杠杆率为21.4%，与部分发达国家及新兴市场国家相比处在较低水平，但地方政府杠杆率（含隐债）高达76.1%，超过了60%的国际警戒线，后续在本轮特殊再融资债发行完成后，中央政府加杠杆、地方政府压杠杆的趋势有望进一步持续。
- 我国自2008年以来政府杠杆率快速上行，主要是地方政府加杠杆。我国政府部门杠杆率1992至2008年呈缓慢上行态势，由8.3%升至28.1%，上升幅度为19.8个百分点，而2008年金融危机爆发后，为稳定经济增长，政府杠杆率快速攀升，从28.1%升至2023年第二季度的52.6%，上涨幅度达87.2%，其中地方政府杠杆率由10.9%升高至31.2%，上升20.3个百分点，而中央政府杠杆率仅上升了4.2个百分点。

IMF对中国债务结构的估算



央地政府杠杆率走势



2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

- 2023年人民币汇率总体呈先贬后稳的态势。**美元兑人民币汇率从年初的6.9左右震荡上行，9月份一度突破7.3，CFETS人民币汇率指数也从年初100点左右跌至7月份的96点。四季度，美联储结束加息预期升温，国内稳增长政策发力以及稳汇率措施推出，人民币汇率企稳。截至11月16日，美元兑人民币汇率自7.3回落至7.24左右，截至11月10日，当周CFETS人民币汇率指数也回升至98.9点。
- 预计2024年上半年人民币贬值压力减缓，下半年或进入升值区间。**2024年美联储大概率结束加息进程，在明年二季度左右可能开启降息周期，美债利率拐点或现，美元指数有望逐渐走低，对人民币汇率的压制或将有所减弱；从基本面来看，2024年中美关系或迎阶段性缓和，上半年国内财政、货币政策或前置发力，下半年美国流动性大概率会逐渐宽松，国内经济持续回升，基本面支撑下人民币有望保持在升值区间，全年美元/人民币或升至6.8-7.0。

2023年人民币汇率先贬后稳



市场预期美联储明年二季度大概率降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.8%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.8%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	30.8%	68.5%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.8%	48.5%	36.4%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.0%	35.0%	41.2%	14.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	5.6%	24.9%	38.8%	25.0%	5.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	3.7%	18.3%	34.1%	29.7%	12.3%	1.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	12.1%	27.4%	31.5%	19.6%	6.3%	0.8%	0.0%
2024/12/18	1.5%	9.1%	22.7%	30.3%	23.3%	10.4%	2.5%	0.3%	0.0%

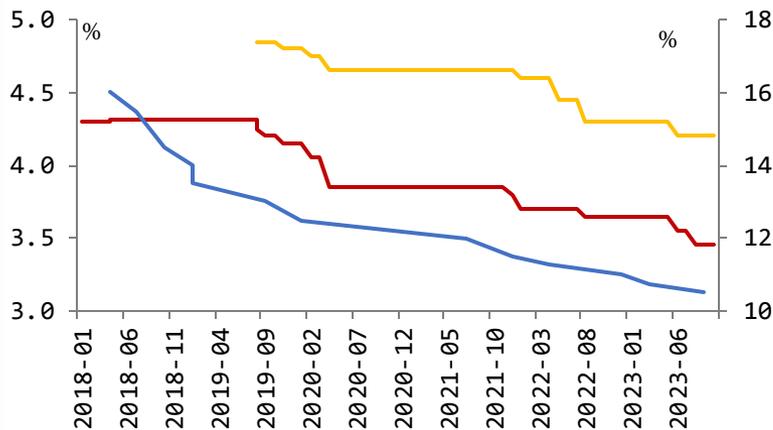
www.swsc.com.cn

数据来源: wind、CME FedWatch Tool, 西南证券整理; 注: 右图数据截至11月17日。

2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

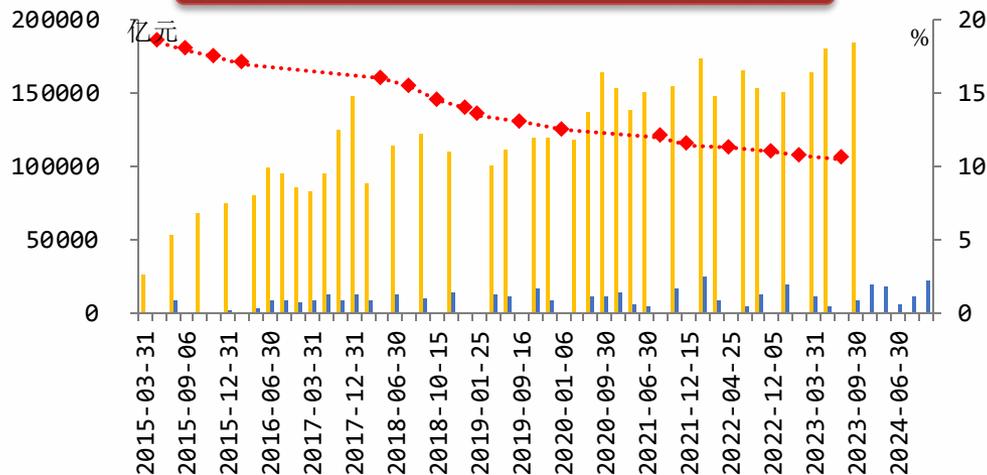
- **2023年货币政策稳中趋松，年内仍有降准可能。**央行于2023年6月下调1年期和5年期LPR，8月下调1年期LPR，截至11月末，年内1年期和5年期LPR累计分别调降20bp、10bp；3月和9月分别进行了降准操作，累计下调存款准备金率50bp，共释放约1.1万亿中长期流动性。由于四季度地方债和国债发行量增大，而且明年一季度MLF将到期1.76万亿元，为补充流动性缺口，年内仍有降准可能性。
- **2024年货币政策或延续宽松，降准降息皆可期。**目前，内需复苏仍波折前行，海外经济在高利率下走弱预期增强，国内货币政策稳增长协同性要求增加。**利率方面**，上半年为稳固经济复苏态势，不排除小幅调息可能性，下半年，美联储大概率会降息，国内货币宽松空间进一步打开，届时若经济复苏不及预期，降息预期也将有所升高；**降准方面**，国内债券发行高峰通常在第二、三、四季度，明年MLF四个季度分别到期1.76、0.53、1.1和2.24万亿元，若2023年四季度降准落地，明年二季度末和三季度降准的概率相对较大，若未落地明年一季度仍有降准可能。

货币政策仍处于宽松周期中



— 中国: 贷款市场报价利率(LPR): 1年
— 中国: 贷款市场报价利率(LPR): 5年
— 中国: 人民币存款准备金率: 大型存款类金融机构 (变动日期)

债券发行量、MLF到期量与降准关系

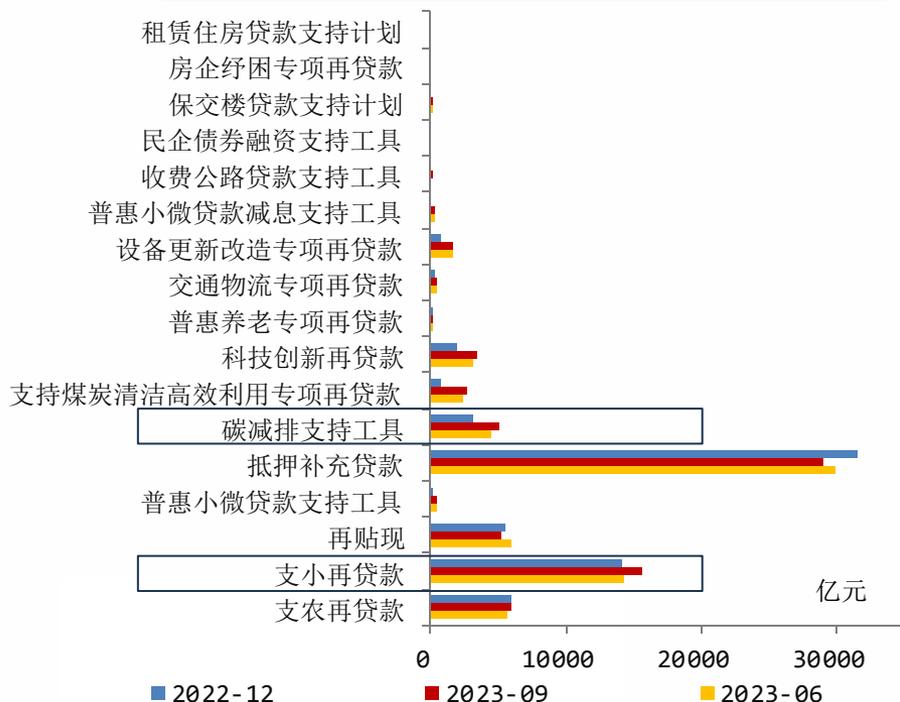


■ 债券市场发行债券: 季
■ MLF到期量: 季
◆ 人民币存款准备金率: 大型存款类金融机构 (右轴)

2 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具

□ 结构性货币政策工具精准滴灌，重点支持小微企业、绿色、科技、制造业等领域。截至2023年9月末，结构性货币政策工具余额共计70180亿元，较6月末增加1443亿元，和2022年末相比新增设立房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划两项工具，碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、支小再贷款和科技创新再贷款的余额增长均在1400亿元以上

2022-2023结构性货币政策工具使用情况



资金供给结构和结构性货币政策工具相关表述

时间	文件/会议	内容
2023/8/17	2023年第二季度中国货币政策执行报告	结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度有进有退”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域延续实施期限，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度
2023/9/27	中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会	落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续结构性货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展
2023/10/21	国务院关于金融工作情况的报告	结构上，聚焦重点、合理适度、有进有退，继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，继续实施好存续结构性货币政策工具，用好用足普惠小微贷款支持工具、保交楼贷款支持计划和租赁住房贷款支持计划。
2023/10/31	中央金融工作会议	优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。
2023/11/8	潘功胜2023金融街论坛年会演讲	为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持……还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。
2023/11/20	中央金融委员会会议	加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章

目 录

- ◆ **潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局**
- ◆ **跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具**
- ◆ **以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路**
- ◆ **全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场**
- ◆ **大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换**

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 截至11月21日，国务院及主要部委出台的政策总计约200条，其中国务院发布约33条。政策频次在前三季度逐季递增，1-3季度分别为26、30、106条，10月以及11月中上旬的政策频次较8、9月数量下降，政策重心从三季度的制造业、活跃资本市场、消费逐渐转变为活跃资本市场、制造业和稳外资外贸，此外，基础设施、科技创新在四季度也受到政策关注。

国务院及主要部委发布的政策频次及主要领域

政策支持领域	2023.1	2023.2	2023.3	2023.4	2023.5	2023.6	2023.7	2023.8	2023.9	2023.10	2023.11	总计
消费	1	0	3	1	2	4	6	1	5	1	2	26
民生和就业	2	0	2	1	1	2	0	3	2	1	1	15
制造业	4	2	1	4	1	2	3	7	10	2	3	39
房地产	1	1	0	0	1	2	3	5	3	2	1	19
基础设施建设	1	1	1	2	1	1	2	2	1	3	1	16
中小微企业	0	0	1	0	0	1	0	9	1	1	1	14
民营经济	0	0	0	0	0	0	2	3	1	0	1	7
活跃资本市场	0	0	0	0	0	0	0	9	5	7	1	22
乡村振兴	2	1	0	0	0	2	0	1	1	0	0	7
稳外贸稳外资	1	1	0	1	0	1	1	2	7	2	3	19
科技创新	0	0	0	0	0	0	0	3	5	2	0	10
能源和资源	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	3
生态环保	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	3
合计	12	6	8	9	6	15	17	45	44	21	17	200

资料来源：国务院、央行、财政部、发改委、商务部、住建部、工信部等官网，西南证券整理；注：截至日期为11月21日

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

科技强国是中国式现代化的关键一环。党的二十大报告指出，要坚持教育优先发展、科技自立自强、人才引领驱动，加快建设教育强国、科技强国、人才强国。习近平在《加快建设科技强国，实现高水平科技自立自强》提出在高端芯片等方面关键核心技术上全力攻坚，瞄准人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目。

实现科技强国之路上，半导体领域还存在着不少亟需破解的瓶颈。我国“卡脖子”的技术主要集中在制造和设计环节，包括半导体设备、材料、EDA软件等。国务院发布的相关数据显示，中国芯片自给率要在2025年达到70%，而2019年我国芯片自给率仅为30%左右。

半导体是我国科技强国战略中的关键一环



着力提升集成电路设计水平，不断丰富知识产权（IP）核和设计工具，突破关系国家信息与网络安全及电子整机产业发展的核心通用芯片，提升国产芯片的应用适配能力。掌握高密度封装及三维（3D）微组装技术，提升封装产业和测试的自主发展能力。形成关键制造装备供货能力

聚焦**高端芯片、集成电路装备和工艺技术、集成电路关键材料、集成电路设计工具、基础软件、工业软件、应用软件**的关键核心技术研发

要聚焦**集成电路、新型显示、通信设备、智能硬件**等重点领域，加快锻造长板、补齐短板，培育一批具有国际竞争力的大企业和具有产业链控制力的生态主导型企业，构建自主可控产业生态

在石油天然气、基础原材料、**高端芯片、工业软件、农作物种子、科学试验用仪器设备、化学制剂**等方面关键核心技术上全力攻坚

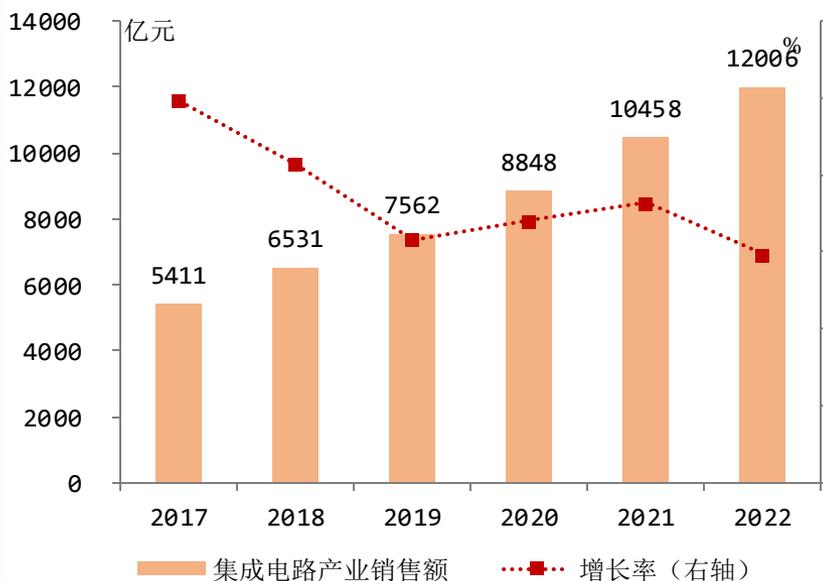
瞄准人工智能、量子信息、**集成电路、先进制造、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海**等前沿领域，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目

深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。坚持教育优先发展、科技自立自强、人才引领驱动，加快建设教育强国、科技强国、人才强国

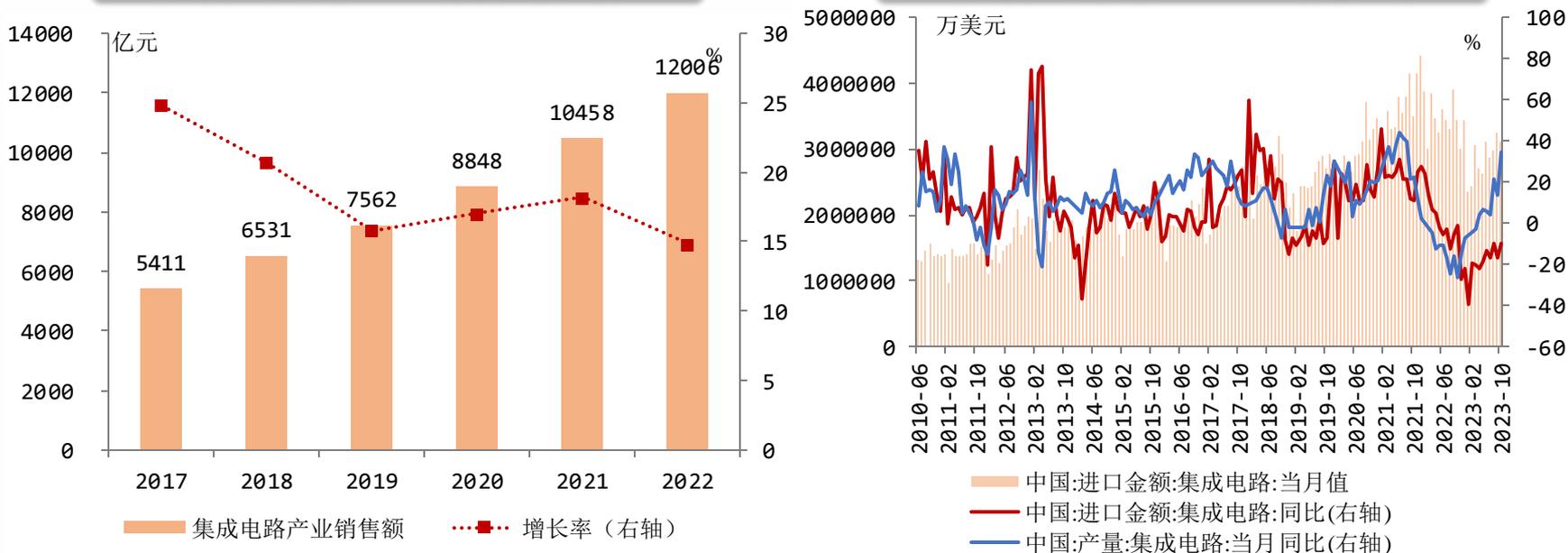
3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- **集成电路产业2021年销售额首破万亿，2022年产业产量下滑但单价抬升。**中国半导体行业协会统计，2021年中国集成电路产业销售额为10458.3亿元，首次突破万亿元。2022年中国集成电路产量3241.9亿块，产业销售额为12006.1亿元，同比增长14.8%。单块价格同比增长27.3%。2023年前10个月，我国集成电路产量2765.3亿块，如果均值外推，全年产量3318.36亿块，较去年继续增长。
- 2023年10月，国内集成电路产量312.8亿块，同比增长34.5%，基数效应下较9月大幅上升，1-10月累计同比增长0.9%。同时，集成电路进口金额也出现下降，2023年1-10月，减少了666.4亿美元（约合4765亿元），下降了18.95%。国内集成电路产业已经逐渐增加了自主生产能力，减少了对进口集成电路产品的依赖。

中国集成电路产业销售额增长情况



中国集成电路产业产量增速上行



3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 目前我国集成电路行业在多个领域已经取得明显国产替代的进展，然而在光刻机、EDA软件、涂胶显影、光刻胶、蚀刻设备、离子注入设备等领域的国产替代程度仍然较低，后续依然具有广阔的国产替代空间。

国内集成电路各产业链环节国产替代情况

产业链环节	国产替代进度	涉及国内主要厂商
芯片设计EDA工具	5%	华大九天、概伦电子、广立微
材料	硅晶圆	立昂微、沪硅产业、中晶科技、中环股份
	掩膜版	清溢光电、路维光电、台湾光罩及中芯国际
	光刻胶	上海新阳、容大感光、南大光电
	CMP抛光材料	安集科技、上海新阳
	靶材	江丰电子、阿石创、隆华科技
	湿电子化学品	新宙邦、江化微、晶瑞股份、光华科技
	电子特种气体	华特气体、杭氧股份、金宏气体、雅克科技
设备	单晶炉	晶盛机电
	氧化炉	北方华创
	光刻机	上海微电子
	刻蚀设备	中微公司、北方华创、北京屹唐
	镀膜设备	北方华创、沈阳拓荆
	涂胶显影机	芯源微
	量测设备	中科飞测、上海精测、上海睿励
	清洗设备	盛美上海、北方华创
	离子注入设备	万业企业

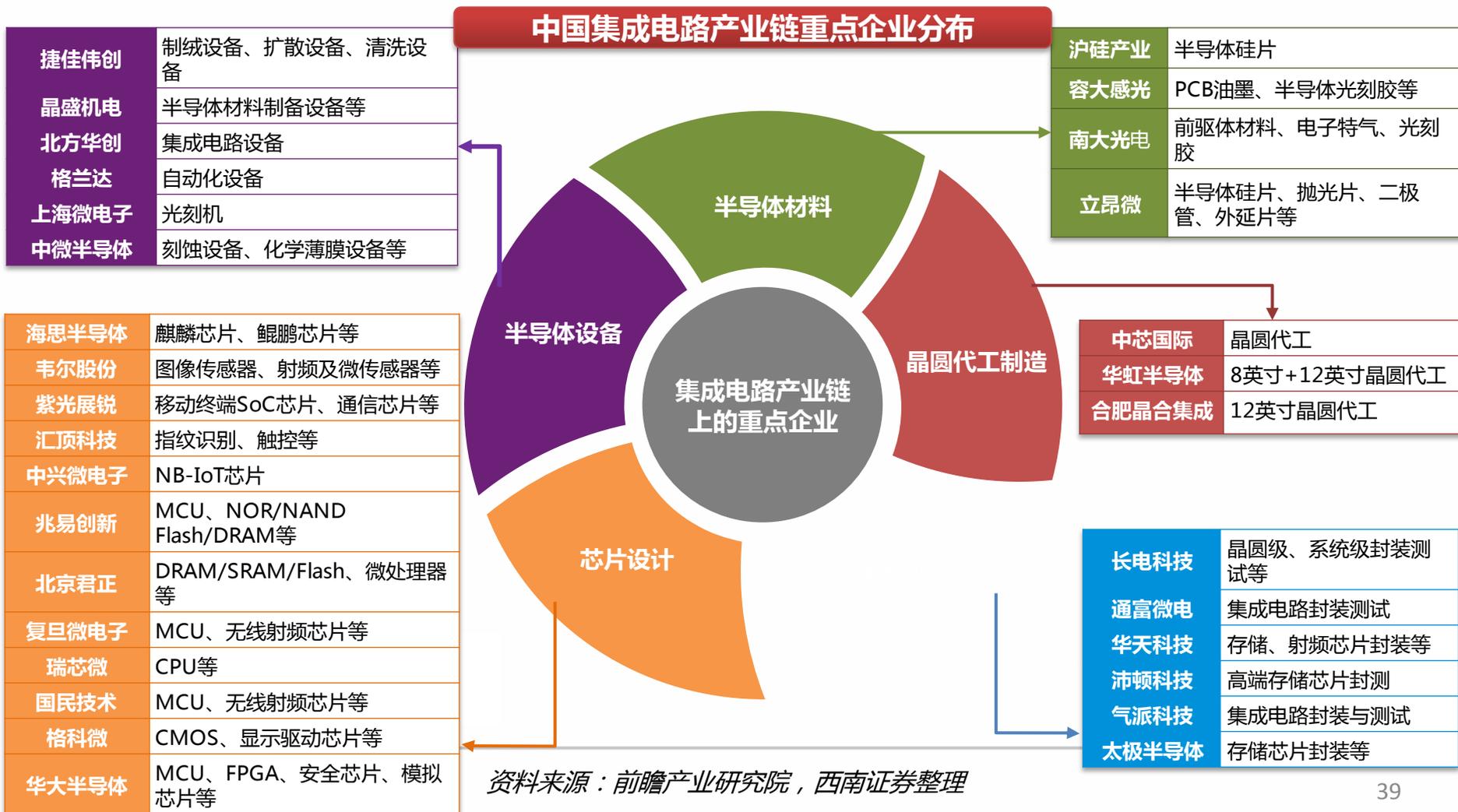
注：表中时间截至2021年

资料来源：火石创造、前瞻产业研究院，西南证券整理

www.swsc.com.cn

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 从企业集成电路产业链各环节布局来看，我国半导体厂商在上游企业主要布局在封测环节的设备和非核心材料。中游IC设计企业以海思、韦尔股份、紫光为代表；晶圆代工厂主要有中芯国际、华虹半导体、合肥晶合等；封测企业的代表是长电科技、通富微电、华天科技等。

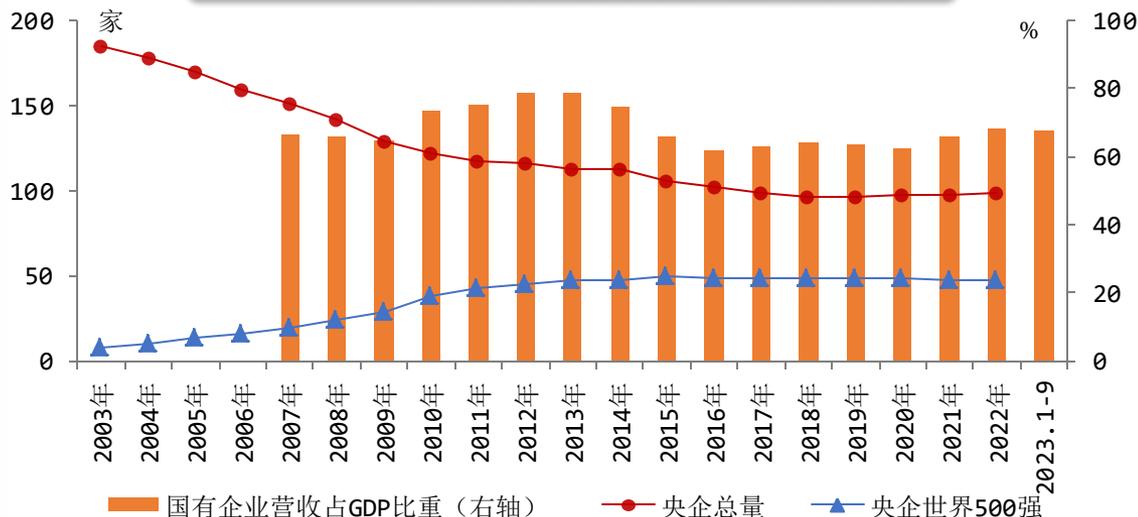


3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

历史上国有企业分拆式改革

年份	领域	主要内容
1994年	金融	四大国有商业银行的政策性业务被正式剥离，国家为此成立了国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行三大政策性银行。
1998年	石油	原石油天然气总公司和石化总公司改组为两个大型石油石化集团
1999年	电信	原中国电信拆分成中国电信、中国移动和中国卫星通信等3个公司，寻呼业务并入联通，同时，网通公司、吉通公司和铁通公司获得了电信运营许可证。
1999年	航空	中国航空工业总公司一分为二，分别组建了“中国航空工业第一集团公司”和“中国航空工业第二集团公司”。
2002年	电力	原国家电力公司分拆成国家电网公司和中国南方电网有限责任公司

央企数量减少，国企营收占比有回升之势



□ 上世纪90年代中后期，在非国有经济快速发展背景下，国有企业由于体制僵化亏损日益严重，因此一批特大型中央企业(集团)开展了重组改制和境外上市的有关工作，尤其是在电力、电信、石油、金融等行业。这一时期的改革强化了国企市场竞争，但同时也滋生了冗员、同业竞争、关联交易等问题。2006年，国务院国资委出台《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确了中央企业集中的关键领域和重组的目标。

□ 近年来，央企持续开展合并重组，国务院国资委监管的中央企业的数量从2003年的196家降低到2012年的112家，目前为98家。未来**央企合并重组的方向是“横向合并”“纵向联合”“创新攻坚”“内部协同”**，推动资源不断向主业企业集中、向优势企业集中、向“链长”企业集中，加快在缺少布局或尚未形成竞争优势的关键领域实现突破。

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 央企横向合并、纵向联合以及专业化整合重组的重点领域包括：**集成电路、工业母机、装备制造、电子信息、医疗健康、检验检测等，新能源、矿产资源、主干管网、港口码头等**加大专业化整合力度，上市公司是央企并购重组的重要平台。

近半年央企并购重组的重点表述

- **6月14日**，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会：中央企业以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能
- **8月18日**，证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问：积极推动央企加大上市公司并购重组整合力度，将优质资产通过并购重组渠道注入上市公司，进一步提高上市公司质量
- 7月14日，国资委中央企业负责人研讨班：加大重大投资、产业并购、技术研发、标准制定等，抓紧打造一批具有国际竞争力的战略性新兴产业集群和产业领军企业
- **10月1日**，国资委党委署名文章：深入实施国有企业改革深化提升行动：推进国有企业整合重组、有序进退、提质增效，从整体上增强服务国家战略的能力.....加快推动**集成电路、工业母机、装备制造、电子信息、医疗健康、检验检测**等关键领域整合重组，加大**新能源、矿产资源、主干管网、港口码头**等领域专业化整合力度，促进国有资本合理流动和优化配置
- 10月19日，国资委召开中央企业深化专业化整合加快推进战略性新兴产业发展专题会：14组23家单位（国家管网集团、中国石油、通用技术集团、中国诚通、中国三峡集团、兵器装备集团、中国联通、中国稀土集团、国投等）分两批进行了重点项目签约，涵盖多个涉及战略性新兴产业资源整合与合作

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

近半年央企作为竞买方重大重组事件

最新披露日	事件	最新事件进度	交易总价值(本币/万元)	重组形式	标的方Wind二级行业
11.18	沈阳机床筹划定增收购中捷厂100%股权,航空航天100%股权及天津天锻78.45%股权	董事会预案	--	资产购买	资本货物
11.11	大唐电信出售联芯科技100%股权,大唐半导体56.38%股权,成都信息80.00%股权,江苏安防30.82%股权,大唐节能20.00%股权,大唐智能卡14.37%股权	董事会预案	221,300.03	资产出售	半导体与半导体生产设备等
10.21	隆平高科收购隆平发展7.14%股权	完成	80,098.00	资产购买	食品、饮料与烟草
9.7	佳电股份购买哈电动装51.00%股权	股东大会通过	40,069.74	资产购买	资本货物

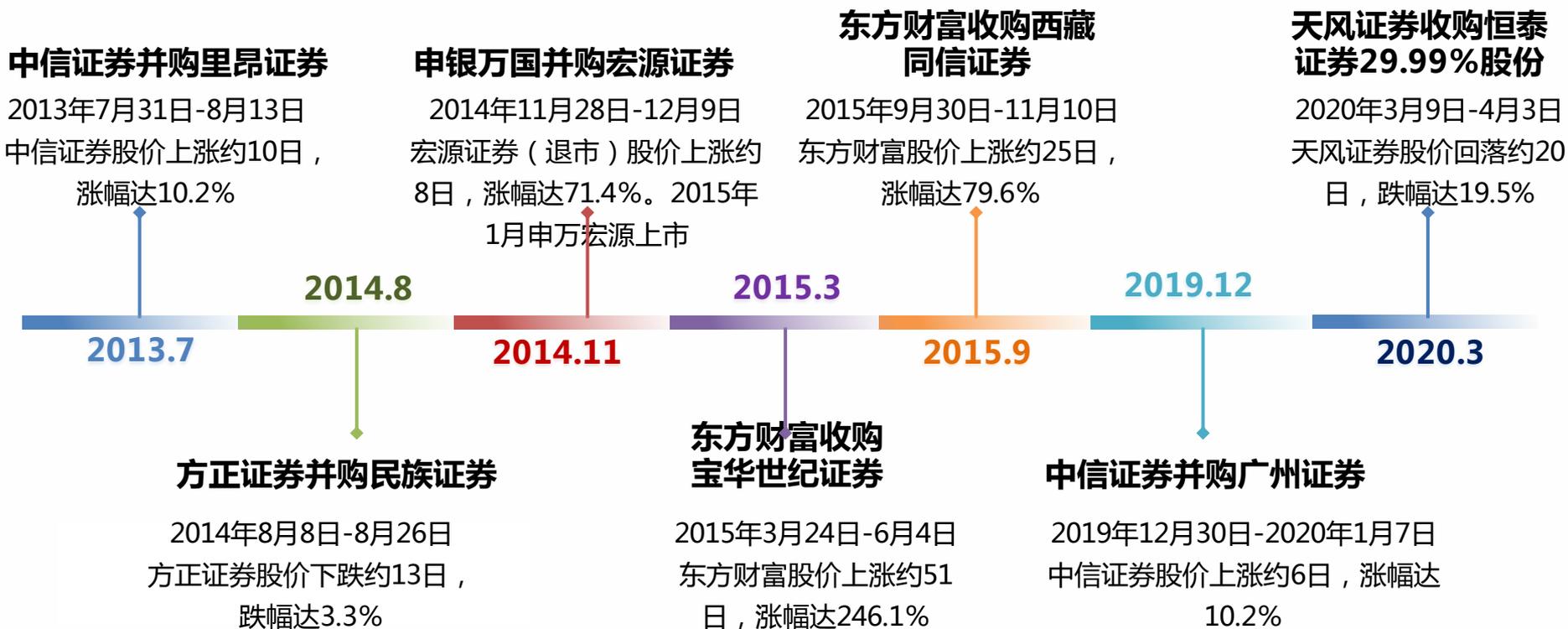
资料来源：国务院国资委、wind，西南证券整理；注：表中内容截至11月21日

www.swsc.com.cn

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 中国金融行业经历了“混业经营、统一监管”、“分业经营、共同监管”、“分业经营、分业监管”、“分业与混业经营并存、分业监管”、“分业与混业经营并存、监管持续改革”的发展过程。2023年3月国家金融监督管理总局成立，统一负责证券业之外的金融业监管，将推动金融业向混业经营发展。在混业经营的趋势下，金融国有企业将加快并购重组。以证券业为例，2008年以来券商在经历重大并购重组之后，上市券商股价大部分时间呈上涨态势，涨幅基本都在10%以上，上涨持续的时间通常超过一周。

证券业重大并购重组事件及上市公司股价变化情况

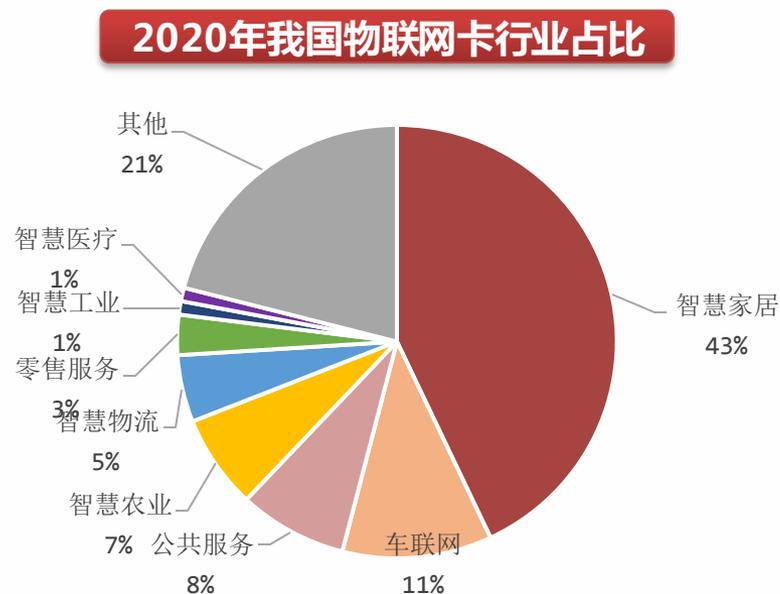
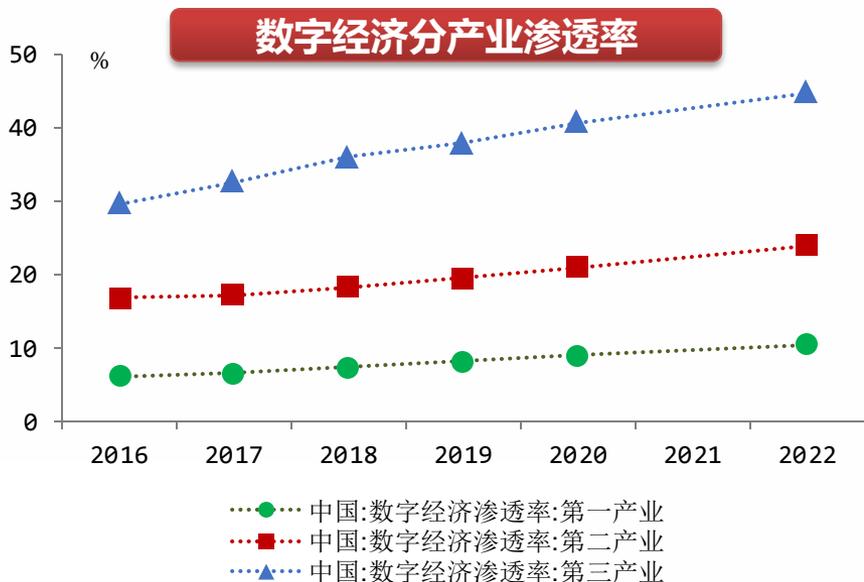


www.swsc.com.cn

资料来源：wind、证监会，西南证券整理；注：并购完成时间为证监会批复日期

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

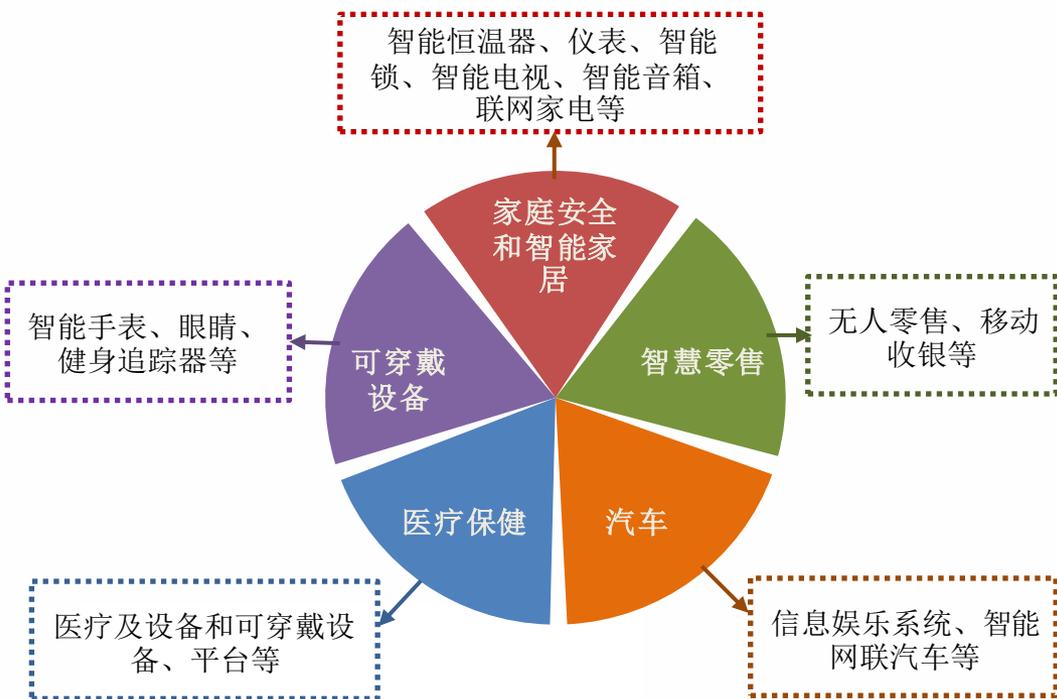
- 数字经济生产效率持续提升，是整体经济效率改善的重要支撑。中国信息通信研究院的数据显示，2022年，我国数字经济在第一二三产业中的渗透率分别为10.5%、24.0%和44.7%。总体看，我国数字经济全要素生产率从2012年的1.66上升至2022年的1.75提升了0.09，高于同期国民经济全要素生产率的提升幅度（0.06）。分产业看，第一产业数字经济全要素生产率平稳发展；第二产业数字经济全要素生产率在十年间整体呈先升后降态势，由2012年的1.65升至2018年的1.69，随后下降至2022年的1.54，主要是受到疫情影响；第三产业数字经济全要素生产率提升最大，由1.70上升至1.90。
- 物联网是新基建的重要组成部分，2024年投资有望持续加大。我国物联网产业发展迅速，据中国信通院，截至2020年，我国物联网产业规模突破1.7万亿元。物联网分为消费物联网和产业物联网，根据GSMA Intelligence预测，产业物联网设备的联网数将在2024年超过消费物联网的设备数，预计到2025年产业物联网的连接数将占61.2%。行业上，产业物联网中智慧工业、智慧交通、智慧健康、智慧能源等领域有望更快增长。



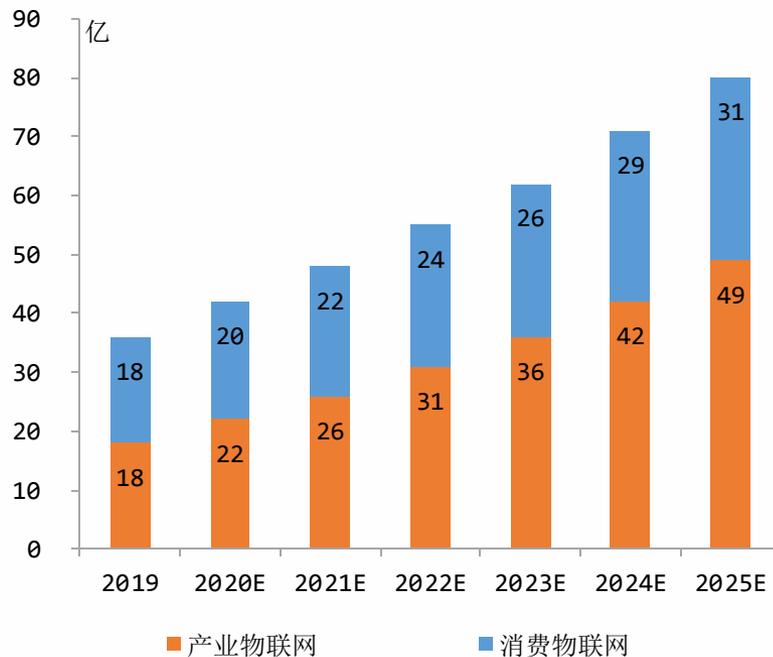
3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

□ 消费物联网进入发展快车道，智能家居是主要应用场景之一。据Mordor Intelligence，全球消费者物联网市场规模预计将从 2023 年的 1289.7 亿美元增长到 2028 年的 1910 亿美元，2023-2028 年复合年增长率为 8.17%。消费者物联网主要包括家庭安全和智能家居、可穿戴设备、医疗保健、汽车、智慧零售等领域，其中智能家居产品目前占大部分物联网连接数。随着互联网用户数量不断增长、数字经济快速发展，消费物联网也有望保持快速增长态势。

消费物联网主要应用领域

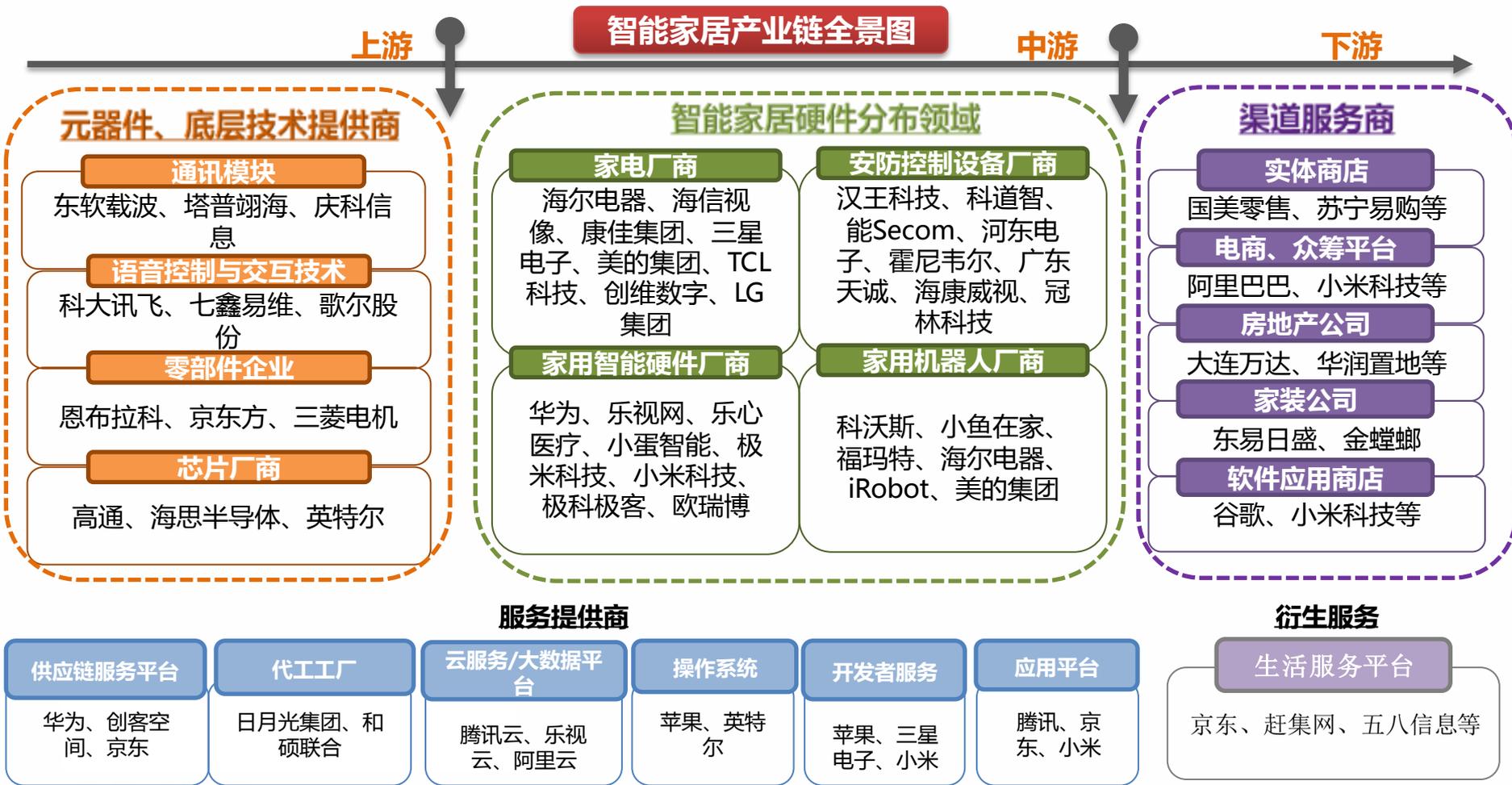


国内产业/消费物联网连接数预测



3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

- 随着物联网、5G等技术的逐渐成熟，智能家居行业自2020年开始迎来了全面爆发期。智能家居**上游领域**涉及芯片、通讯模块、语音控制等，**中游领域**包括家电、安防控制、智能硬件、家用机器人等，基础技术提供商还包括云服务、大数据平台、开发者服务等，**下游销售**则涵盖ToB和ToC两大渠道。



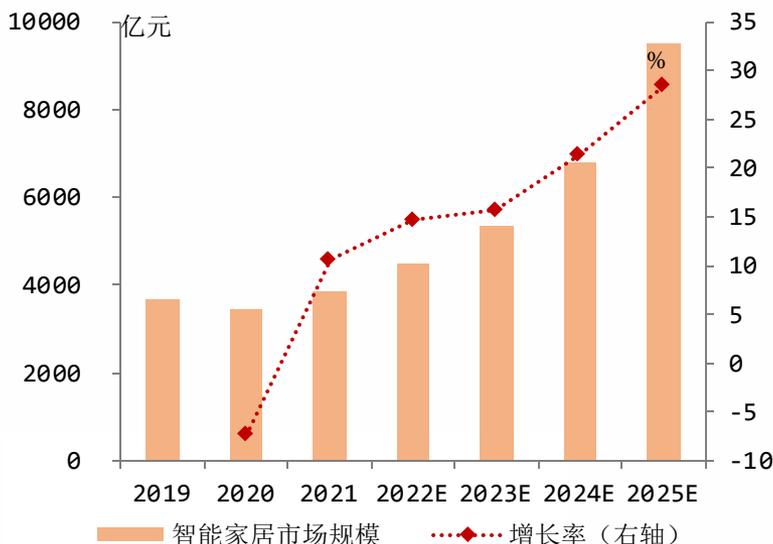
www.swsc.com.cn

资料来源：iFind产业链中心，西南证券整理

3 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路

□ 根据CSHIA发布的《中国智能家居生态发展白皮书》，2016-2020年间，我国智能家居市场规模由2608.5亿元增长至5144.7亿元，年均复合增长率达到18.51%，发展势头迅猛。后续随着AI、5G、物联网等技术的愈发成熟，智能家居市场有望提速增长。**根据艾瑞咨询测算，预计到2025年中国智能家居市场规模将达到9523亿元，2021-2025年年均复合增长率将达到25%。**

中国智能家居市场规模及增长率预测



国内智能家居发展历程

- 2023- 全面爆发期**
产品及产业链重塑下，智能家居行业正式迈入爆发期，AIoT新技术全面融入空间智能化
- 2020-2023年 AIoT赋能期**
5G+AIoT赋能下，全面革新智能家居产品形态，更大范畴的底层互联协议有望诞生，设备企业全面支持多平台
- 2017-2019年 智能+爆发期**
智能音箱、智能门锁、智能摄像机成为千万级爆品品类，平台企业赛道相互融合，设备全线接入平台生态
- 2014-2017年 平台融合期**
互联网、手机等企业开始搭建平台式的Link生态圈，设备厂家开始全面提及“全屋智能”概念
- 2012-2014年 生态连接繁荣期**
各种协议模块、云平台互联网应运而生，智能家居终端企业进入快速增长期
- 2008-2012年 头部企业参与期**
家电、可视对讲、电气类相关细分领域巨头参与竞争，着力于延伸智能家居新业务板块
- 2005-2008年 细分市场摸索期**
孕育细分市场赛道，家庭背景音乐、智能窗帘、智能中控、智能灯控等子系统落地应用

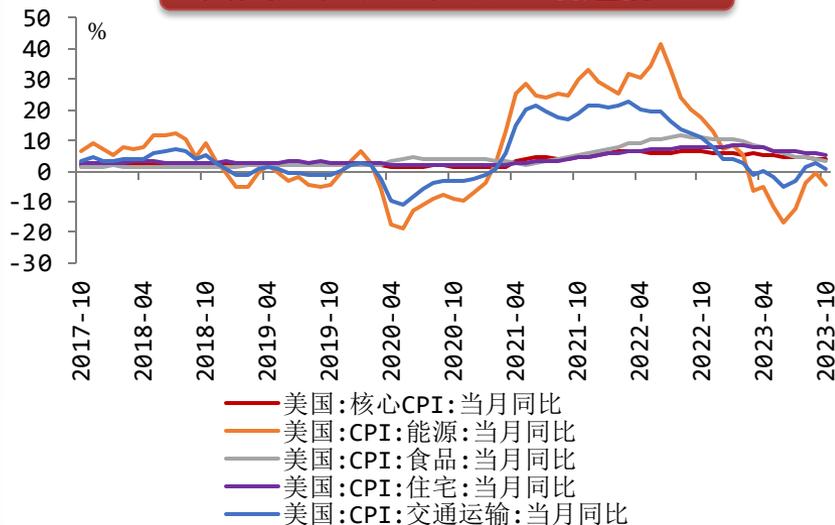
目 录

- ◆ 潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局
- ◆ 跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具
- ◆ 以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路
- ◆ 全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场
- ◆ 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

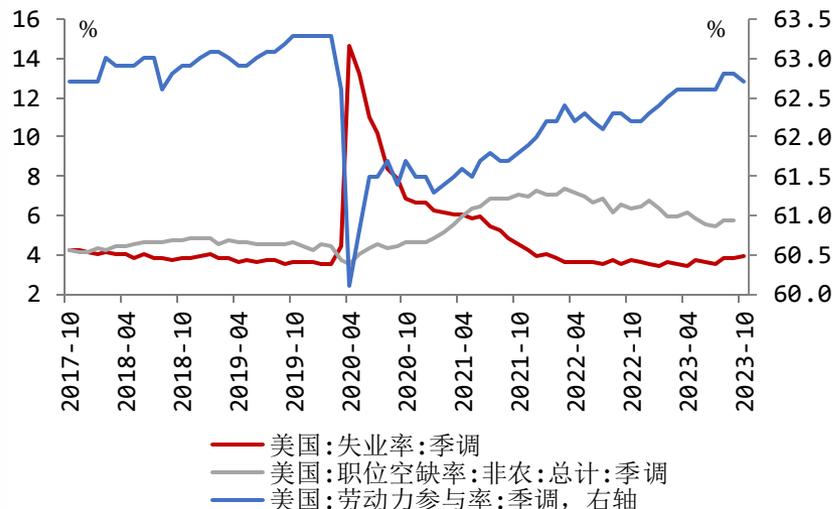
4 全球波动加剧中的趋势：美国

- **10月美国通胀数据略低于市场预期，后续仍将继续回落。**10月，CPI同比增3.2%，低于市场预期的3.3%和前值的3.7%；核心CPI同比增4%，低于预期和前值的4.1%，为连续第7个月回落。从驱动因素看，首先是汽油价格回落拖累整体CPI增速；其次，核心CPI环比升0.23%，为8月以来最低水平，其中住房项价格超预期下行；再次，剔除住房后核心服务环比升0.2%，同样为8月以来最低，反映劳动力成本的降温；核心商品连续第五个月回落，环比降0.1%，二手车价格回落为主要拖累。目前核心通胀的主要贡献为住房，预测核心CPI同比增速年末回落至3.8%左右。
- **就业市场降温，10月新增非农、失业率及薪资增速均不及预期。**10月新增非农15万人，低于市场预期的18万人及前值29.7万人；8月和9月新增非农共下修10.1万人；私人部门新增9.9万人，较前3个月月均的16.8万人显著回落。商品生产就业新增由正转负，受UAW罢工影响，汽车及零部件制造新增回落3.3万人，服务业就业较上月降温。薪资增速继续放缓。10月时薪环比增0.2%，持平于前值的0.2%，略低于市场预期的0.3%。与我们之前跟踪的美国劳动力市场展现出的结构性问题一致。

美国通胀及主要分项增速情况



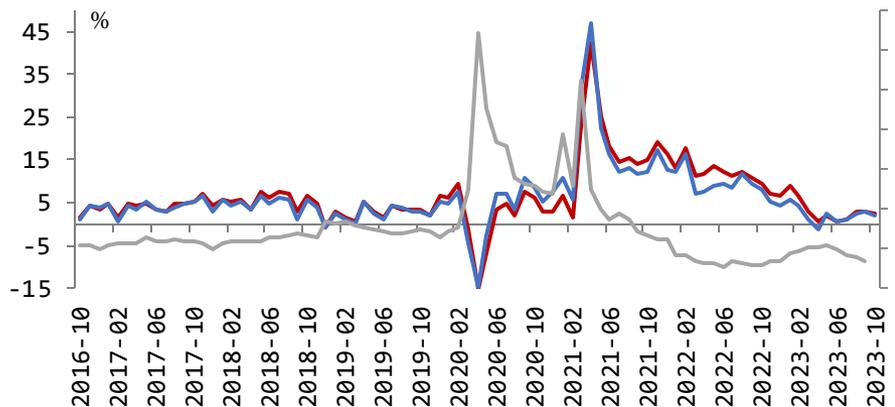
美国职位空缺率近期逐渐下行



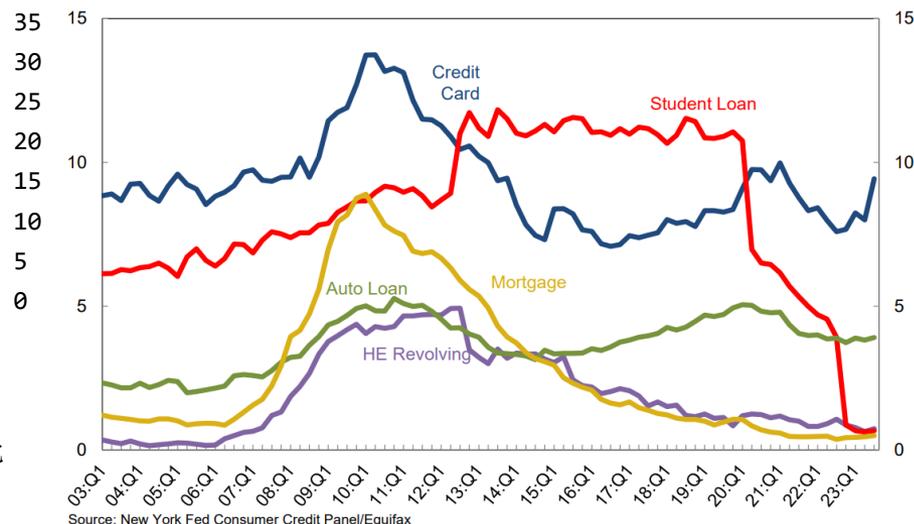
4 全球波动加剧中的趋势：美国

- **美国消费仍有韧性，但近期数据也显示出放缓迹象。**美国10月份零售销售额环比下滑0.1%，为今年3月份以来的首次下滑，较前值修正值0.9%大幅放缓，但降幅小于经济学家预期的0.3%。除汽车和汽油外零售销售环比增加0.1%，预期0.2%，前值0.6%。分项看，在发布的13个重点品类中，有7个品类的销售额与一个月前相比有所下滑。其中，家具、汽车和杂货店环比跌幅最大。
- **美国新增消费信贷的变化趋势与美国消费增长较一致，近期有所回落。**美国消费信贷大致分循环信贷和非循环信贷，2023年7月，循环信贷、非循环信贷及总消费信贷同比增速分别9.16%、2.51%和0.25%，消费信贷市场在2021年4月基本恢复到疫情之前水平后今年有所回落，2023年7月，美国消费信贷总额增加104亿美元，低于6月新增消费信贷为140亿美元。根据旧金山联储测算，到2023年6月，家庭有不足1900亿美元的超额储蓄，三季度超额储蓄可能会耗尽。超额储蓄加快消耗的同时，家庭资产负债表仍在扩张，但利率维持高位、银行收紧信贷等给家庭资产情况带来压力。

美国零售销售同比增速近期回落



2023年三季度美国信用卡拖欠比例明显上行



www.swsc.com.cn

数据来源：wind、纽约联储、西南证券整理

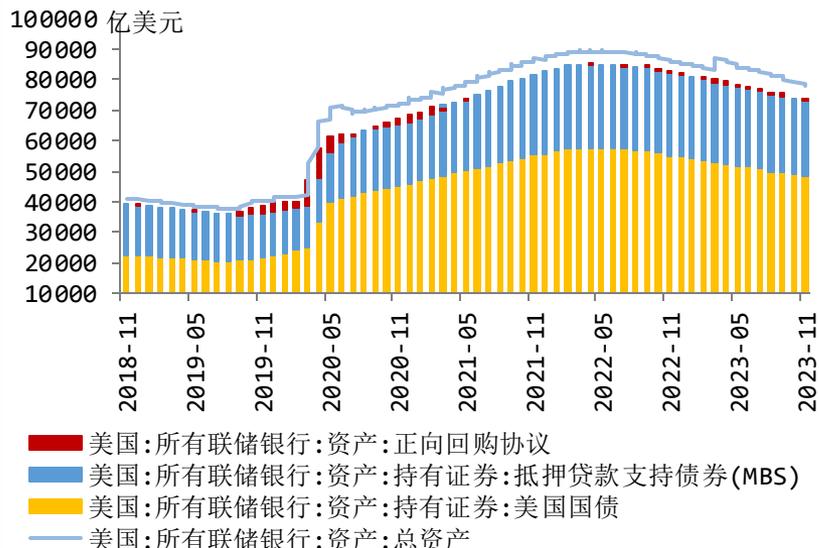
4 全球波动加剧中的趋势：美国

- 美联储11月第三次暂停加息，基于数据后续加息概率较低。**美联储先后在2022年3月、5月、6月、7月、9月、11月、12月及2023年2月，3月、5月、7月十一次上调基准利率。其中2022年3月加息幅度为25bp，5月为50bp，6月-11月每次加息75bp，12月为50bp，2023年2月、3月、5月、7月为25bp；6月为首次暂停加息，9月和11月继续暂停加息。在11月的议息会议声明中，美联储对经济增长的理解从稳健（“moderate”）变为较强（“strong”）；对就业市场，认为虽有所降温（“moderated”，上一次表态为“slowed”）但保持紧张（“remains tight”）。
- 整体来看，11月美联储姿态偏鸽。**首先，美联储承认近期美债收益率上行引导金融环境收紧可能影响未来货币政策走势，即金融条件收紧降低进一步加息的必要性；第二，鲍威尔也在新闻发布会上表达了其对通胀的乐观态度，并表示薪资已经显著回落。11月美国财政部再融资公告显示，财政部计划增加后续债券拍卖额度，但长端美债供给规模上调幅度低于市场预期。

市场预期美联储加息周期结束

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	31.3%	43.4%	18.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	20.5%	38.0%	29.5%	8.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.3%	14.1%	31.4%	32.8%	16.3%	3.1%
2024/11/7	0.0%	1.2%	8.5%	23.2%	32.1%	24.1%	9.4%	1.5%
2024/12/18	0.8%	6.3%	18.7%	29.4%	26.6%	13.9%	3.9%	0.5%

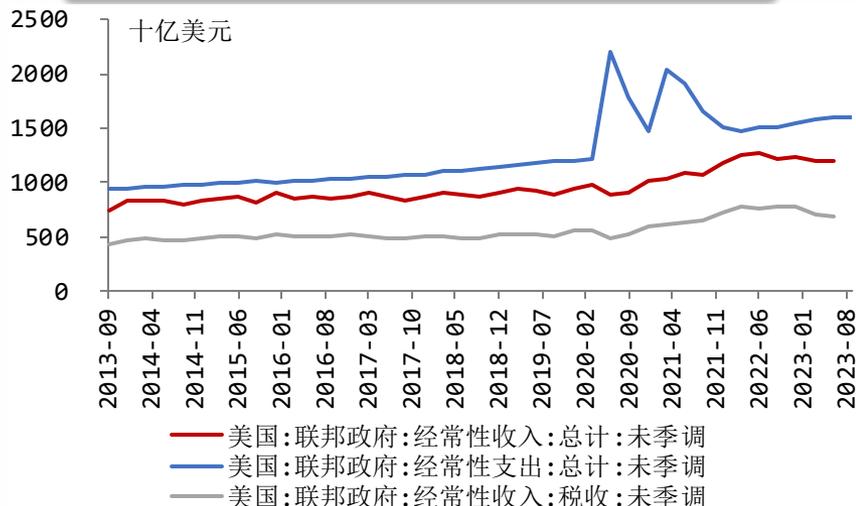
美联储资产负债表仍在收缩中



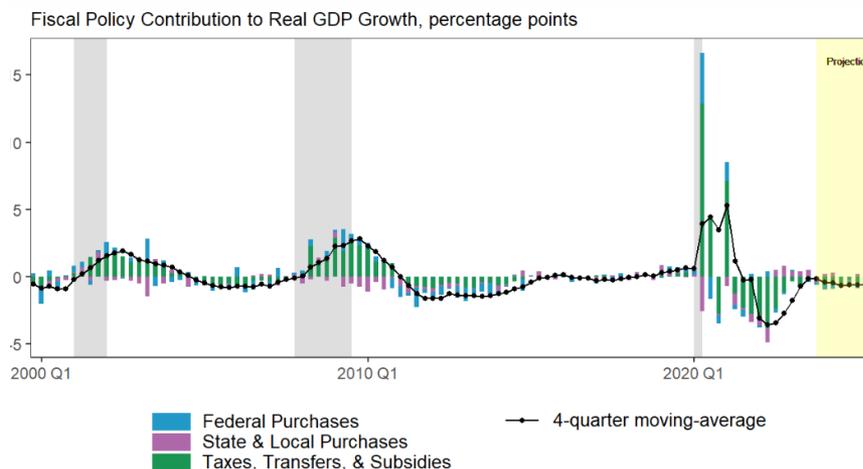
4 全球波动加剧中的趋势：美国

- **美国财政赤字率在相对高位。**美国在疫后的财政扩张一度导致其赤字率飙升和通胀中枢高企，但财政扩张同时也补贴了居民和企业部门，从而帮助经济有效避免了私人部门资产负债表衰退，助力了有可能实现的软着陆。10月，美国国会预算办公室公布2023财年赤字为1.7万亿美元，较2022财年上升0.3万亿美元，较7月公布的基准预测1.67万亿美元多260亿美元；2023财年赤字率较2022财年上升0.9个百分点至6.3%，而2015-2019年平均为3.5%，2020、2021年飙升至14.7%和11.8%，2022年和2023年回落，但较疫情前仍属高位。
- **后续财政作用或逐渐减弱。**根据Hutchins中心财政影响测算，财政对经济的正贡献在2020年2季度-2021年1季度之间最为显著，转移支付上升和税收减免为主要背景；后续财政支出力度显著降低导致财政对经济的影响偏负面，但在2023年一、二、三季度，财政政策对实际GDP环比折年率季度贡献分别为0.17%、0.35%和0.12%。预计2024财年财政对经济的影响较2023财年将有所减退，且2024年为美国大选年，对财政支出博弈也加大。

美国联邦经常性收入和支出都在收缩



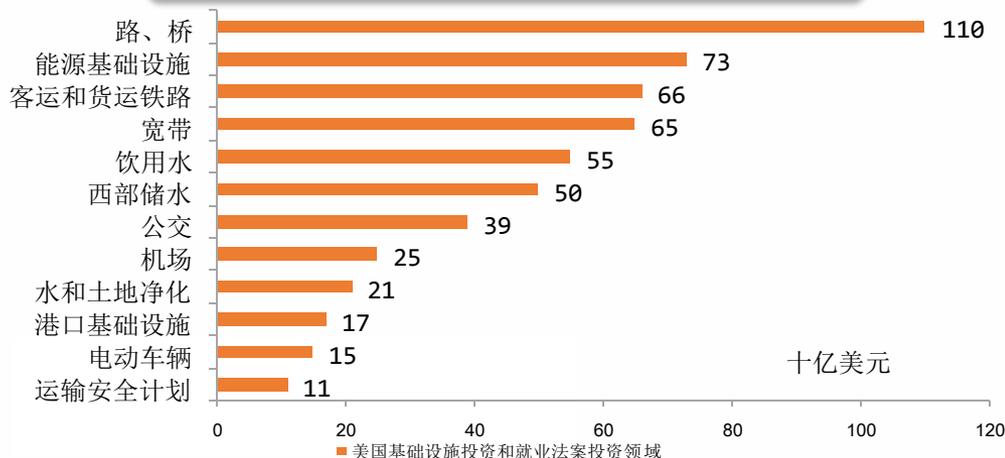
美国财政对于经济的影响测算



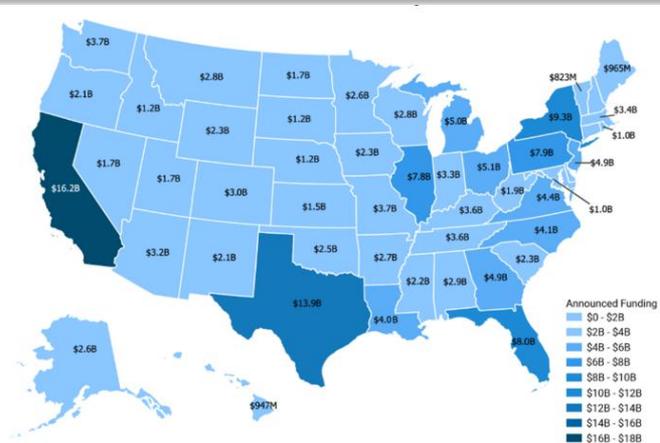
4 全球波动加剧中的趋势：美国

- 美国基建投资增加与制造业回流有关，近两年增长也较明显。** 白宫表示截止2023年7月31日已授予的资金，只是基础设施法将资助的一小部分。2023年8月，白宫表示，《基础设施投资和就业法案》IIJA的实施已经为近7000个项目提供了2800多亿美元的融资，其中至少1200亿美元用于公路建设。按联邦机构提供的总资金衡量，各州申报项目获得了IIJA第一年拨款的92%，各州主要通过联邦公路管理局项目和环境保护署直接获得资金。除地方申报项目外，还有联邦竞争性拨款项目。
- 未来短期，美国基建投资有两方面负面因素，分别是州和地方政府财政收支问题和利率高位问题。** 一方面，州和地方财政收入呈下降趋势。2020年和2021年，美国州和地方财政情况较健康，这很大程度上是由于《CARES法案》和《美国救援计划法案》下大量联邦财政注入，但2022年州和地方收入的下降趋势比2010年以来的任何一年都要大，未来地方上与服务相关的财政支出或将削减，且由于大多数联邦项目要求10%到51%的地方匹配，收入下降可能会使各州和地方政府获得联邦资金减少。另一方面，更高的利率使债务（基础设施投资的主要来源）变得更加昂贵，数据市政债券发行量呈下降趋势。

美国基础设施投资和就业法案投资领域

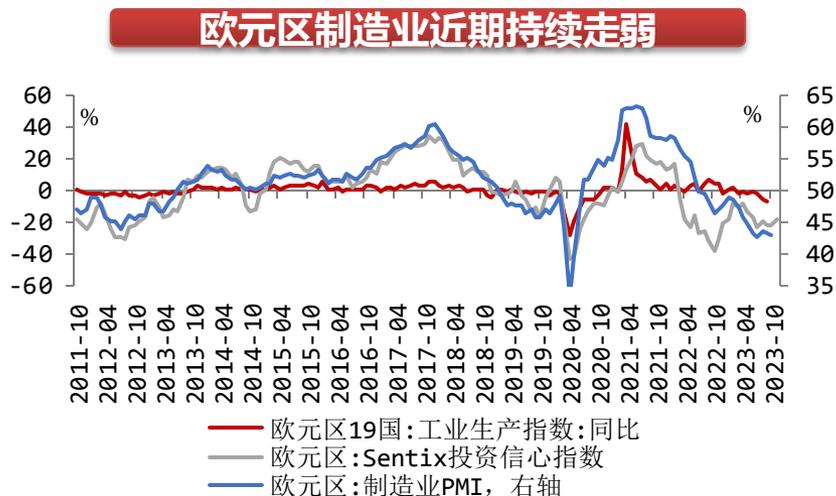
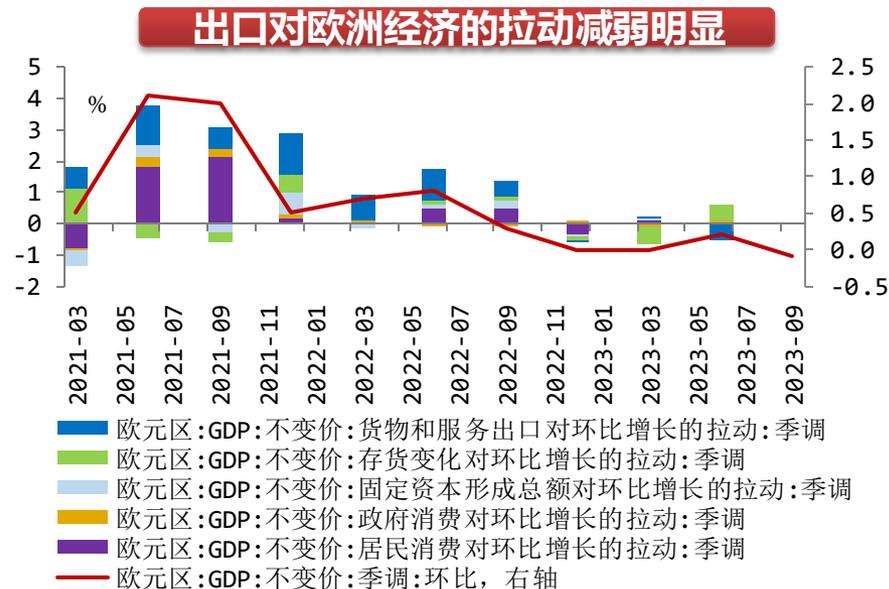


美国基建投资法案，各州宣布的金额数



4 全球波动加剧中的趋势：欧洲

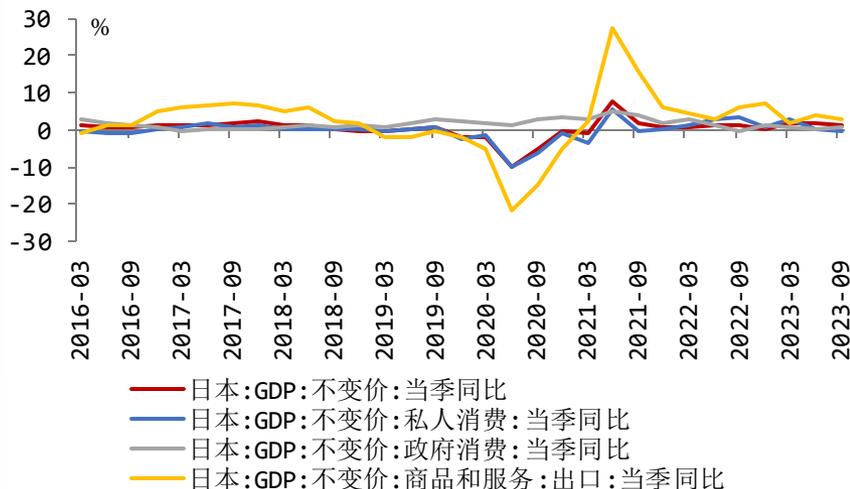
□ **欧元区经济略显疲软，但信心有回升。**欧元区第三季度GDP环比下降0.1%，同比增长0.1%，环比小幅萎缩，但与经济疲软时的通常趋势相反的是，同期就业人数环比增长了0.3%，同比增长了1.4%。11月ZEW经济景气指数录得13.8，为2023年2月以来新高，德国11月ZEW经济景气指数录得9.8，为2023年3月以来新高。欧元区10月综合PMI终值为46.5%，为自2020年11月以来最低水平，且连续五个月低于50荣枯线，目前欧元区经济仍表现低迷。在高利率维持的状态下，欧元区经济可能短期仍然承压，而且依然面临着地缘政治和能源价格攀升的风险。欧元区10月CPI同比增长2.9%，核心CPI同比4.2%，服务类价格和食品价格上涨是驱动欧元区10月消费者物价上涨的最主要因素。



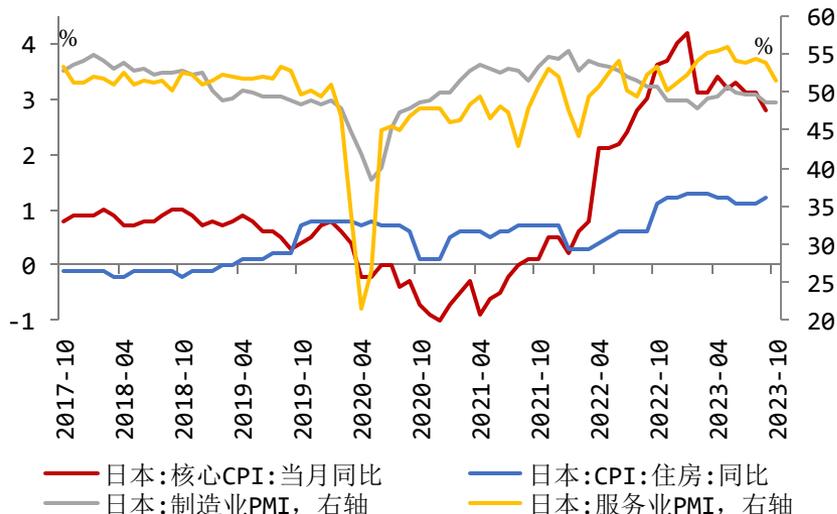
4 全球波动加剧中的趋势：日本

- **日本三季度经济表现不佳，消费疲软净出口拖累。**日本GDP环比下降0.5%，第三季度按年率计算降幅为2.1%，环比收缩幅度远高于预测的-0.4%，为三个季度以来首次萎缩，而其二季度GDP为环比增长1.5%，按年率计算增幅为6%。从分项看，第三季度，日本家庭、企业支出双双疲软，净出口也形成拖累，占日本经济比重二分之一以上的个人消费环比微降，企业设备投资环比下降0.6%，均为连续两个季度环比下降，净出口环比下降0.1%。日本经济萎缩幅度远超预期，凸显出复苏的脆弱性。11月初，日本临时内阁会议通过了一项包括减税在内的经济刺激计划，总额超过17万亿日元，短期将对居民支出形成利好，但三季度日本经济数据表现较弱，拉动效果仍待观察。
- **日本通胀走弱，PMI也呈现同样趋势。**日本9月CPI同比录得3%，延续回落态势，核心CPI（除生鲜食品）同比降至2.8%，一年多以来首次放缓至3%以下。10月日本制造业PMI初值录得48.5%，与9月持平，连续5个月保持在荣枯线之下，服务业PMI初值从9月的53.8%降至10月的51.1%，指数创下今年以来最低，综合PMI初值从9月的52.1%跌至49.9%，今年以来首次跌回收缩区间。

日本消费三季度同比增速转负



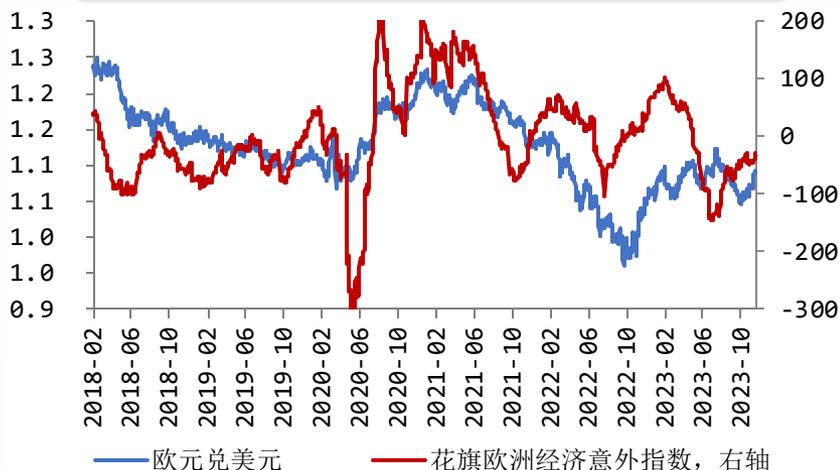
日本核心通胀近月逐渐回落



4 全球加剧中的趋势：欧日央行

- **欧央行加息周期或结束，经济和通胀数据指向降息或有所提前。**2023年11月，欧央行宣布维持欧元区三大关键利率不变，这是欧洲央行自2022年7月以来首次停止加息，自去年7月至今年9月，欧洲央行已连续10次上调利率，累计加息幅度为450个基点，拉加德表示，现在讨论降息为时尚早，还不是提供前瞻性指引的时候，但也警告由于经济疲软和利率高企，欧洲金融业面临风险。从欧元区经济数据偏弱，主要经济体尤其是德国工业压力显现，及通胀回落看，欧元区降息或有所提前
- **日央行为退出YCC做铺垫，但短期政策难度较大。**10月31日，日本央行公布利率决定，在保持-0.1%不变的同时，再次出手放宽收益率曲线控制（YCC），重新定义长期国债收益率上限，将1.0%重新定义为有浮动空间的“上限”，而不是一个严格的上限，同时上调通胀预测。会议日央行全面上调了通胀预测，2024财年通胀预测远超日央行目标值，为此后退出YCC及加息做铺垫。日央行将2023-2025财年 CPI（剔除新鲜食品）同比增速上调0.3、0.9和0.1个百分点至2.8%、2.8%和1.7%，但从经济数据看，日本经济复苏有较多不确定性，对于短中期日央行操作有一定制约。

欧元近期有所反弹



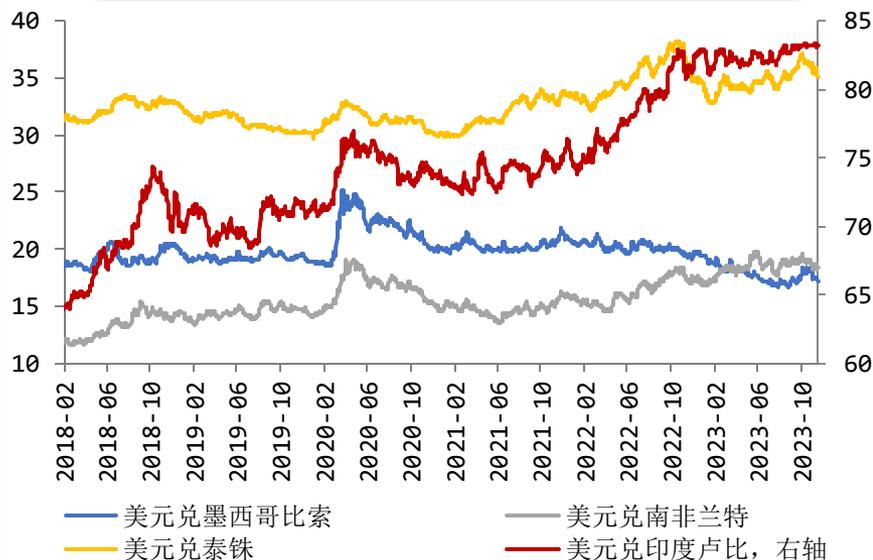
日本国债收益率持续上行



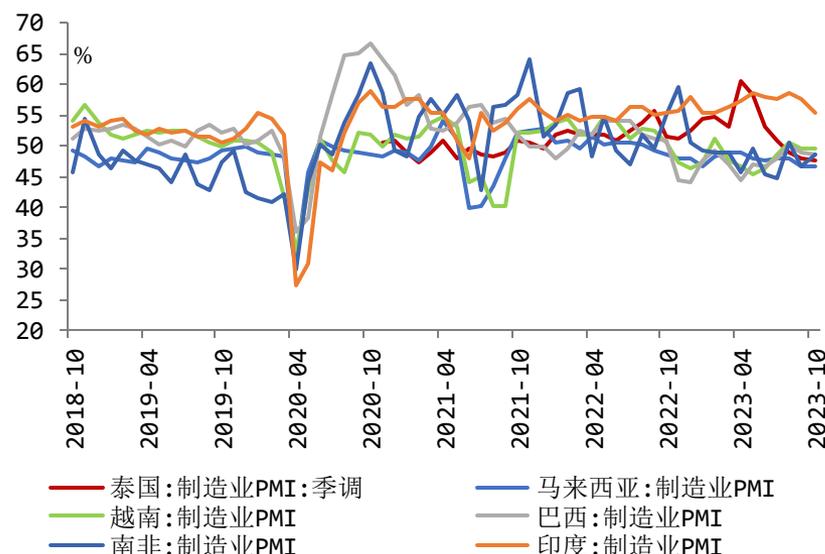
4 全球加剧中的趋势：新兴市场

- **新兴市场表现分化，印度经济相对更强。** 2023年10月，主要新兴市场制造业PMI指数大多回落，泰国、马来西亚、越南、巴西、南非和印度制造业PMI分别为47.5%、46.8%、49.6%、48.6%、48.7%和55.5%，分别较9月回落0.3、0、0.1、0.4、回升 2.13和回落2个百分点，只有印度在荣枯线以上，且连续16个月在55%以上的高水位区间，其余国家中，泰国在一季度表现较强后，三季度明显回落，越南和巴西情况较为相似，马来西亚表现最弱。
- **通胀表现也有分化，近期部分新兴市场国家货币升值。** 2023年10月，泰国、印度、越南、俄罗斯和巴西的CPI同比增速分别为-0.31%、4.87%、3.56%、6.69%和4.82%，除印度外，其他国家通胀较前值继续放缓。此外，新兴市场货币在2023年大部分时间遭受重创后，11月美联储维持利率不变，且11月公布的数据显示美国经济可能开始放缓，新兴市场货币兑美元汇率小幅上涨。

近期部分新兴市场货币兑美元小幅升值



印度制造业PMI在高位景气区间

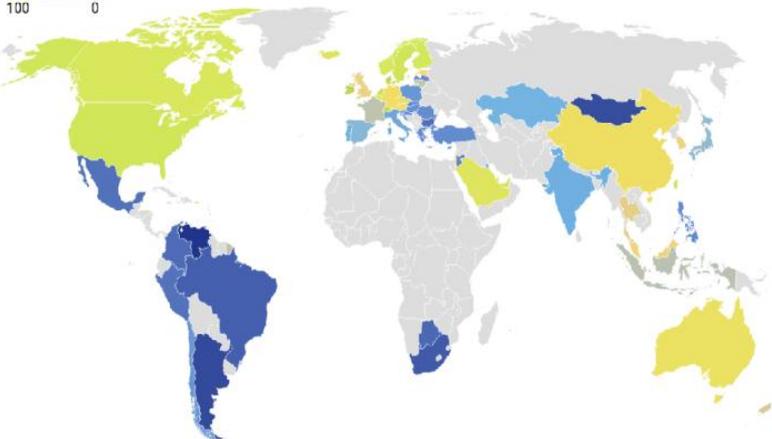


4 全球加剧中的趋势：新兴市场

- 除中国外的新兴国家，尤其亚洲地区、非洲地区及南美地区，基建水平一般且未来需求较大。
- 亚洲方面，根据亚洲开发银行的估计，2016年至2030年，亚洲发展中国家需要投资26万亿美元，即每年1.7万亿美元，才能保持增长势头；扣除减缓和适应气候变化的费用，将需要22.6万亿美元，即每年1.5万亿美元，根据估算，电力和运输是基础设施投资中投入最大的两个分项，电力设施需要14.7万亿美元投资，交通需要8.4万亿美元，通讯需2.3万亿美元。**非洲方面**，根据非洲开发银行测算，2018年非洲基础设施融资缺口在680亿至1080亿美元之间，其中各国政府仍然是最大的资金来源，占总额的37.2%，其次是中国占25.5%，ICA成员占20%，私营部门占11.7%。**南美洲方面**，根据美洲开发银行，到2030年，拉丁美洲和加勒比地区基建投资需要再投资2.22万亿美元，其中59%需要用于投资新建基础设施，41%用于维护和更换，就相对于每年至少需要将其GDP的3.12%投资于基础设施

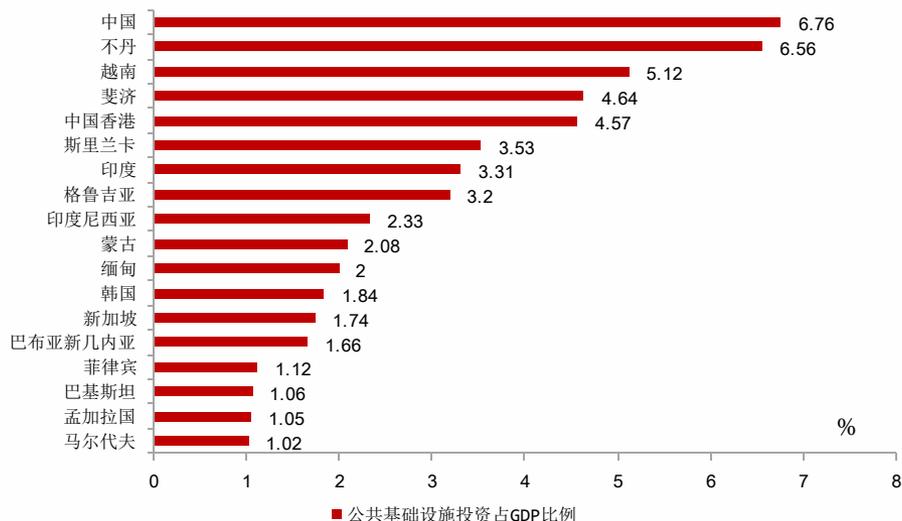
2023年全球竞争指数

Score of 64 economies
from + (100) to - (0) competitiveness



Global average
70.2

亚太地区基建投资占GDP的比重（2018年）



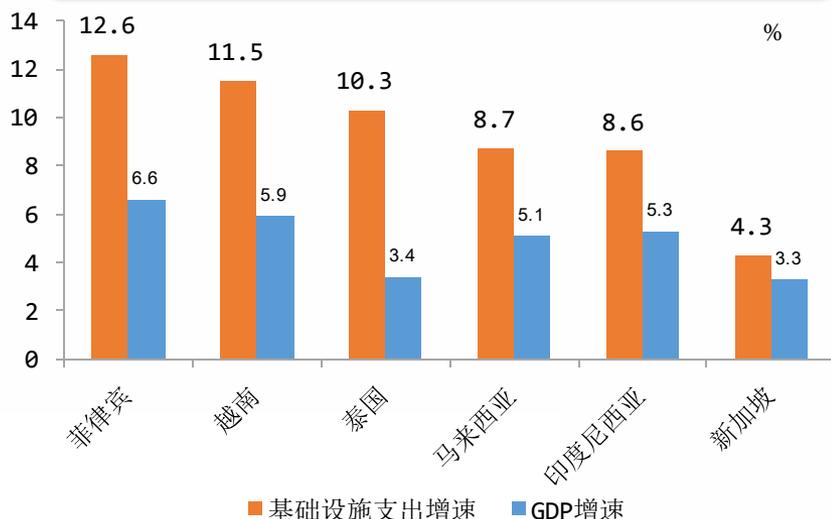
www.swsc.com.cn

数据来源：IMD、Asian Development Bank、西南证券整理

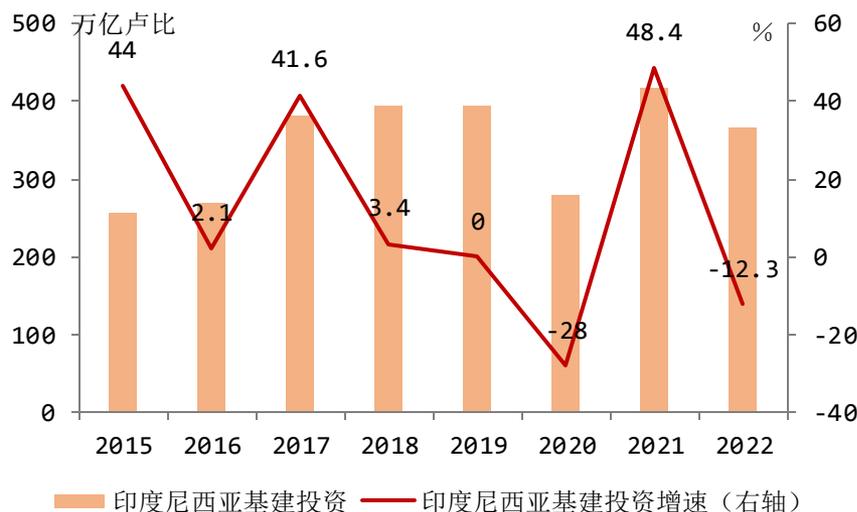
4 全球加剧中的趋势：新兴市场

- **越南和印度尼西亚，基建发展速度较快，但资金为阻力之一。**越南方面，根据世界银行数据，越南在全球基础设施排名（160个国家）中排名第47。根据全球基础设施中心（Global Infrastructure Hub）的数据，2021年越南的建筑实际年增长率为8.2%，如果越南想要确保经济增长，每年平均需要250-300亿美元用于基础设施建设，但国家预算只有150-180亿美元（占国内生产总值的7%），2022年至2030年期间的年平均增长率为7.0%，为亚洲基建增长最快的市场之一。从分项看，交通和电力是越南近年发展基础设施的大头。与越南相似，印尼基础设施的问题之一是政府的预算有限。
- 海外无论发达国家（如美国等），还是新兴市场（如越南、印度尼西亚等），都在近年加快其国内基础设施建设，这与疫情后全球产业链供应链重塑、产业格局变化以及各国的政策重点变迁都有关。通过对美国、新兴市场的基建梳理，我们认为后续需要关注，其一，美国制造业回流及基建投资加强的持续性，其二，新兴市场基建增长的斜率和规模，其三，基建发展细分方向的转变。

东南亚国家基建投资增长与GDP增速对比

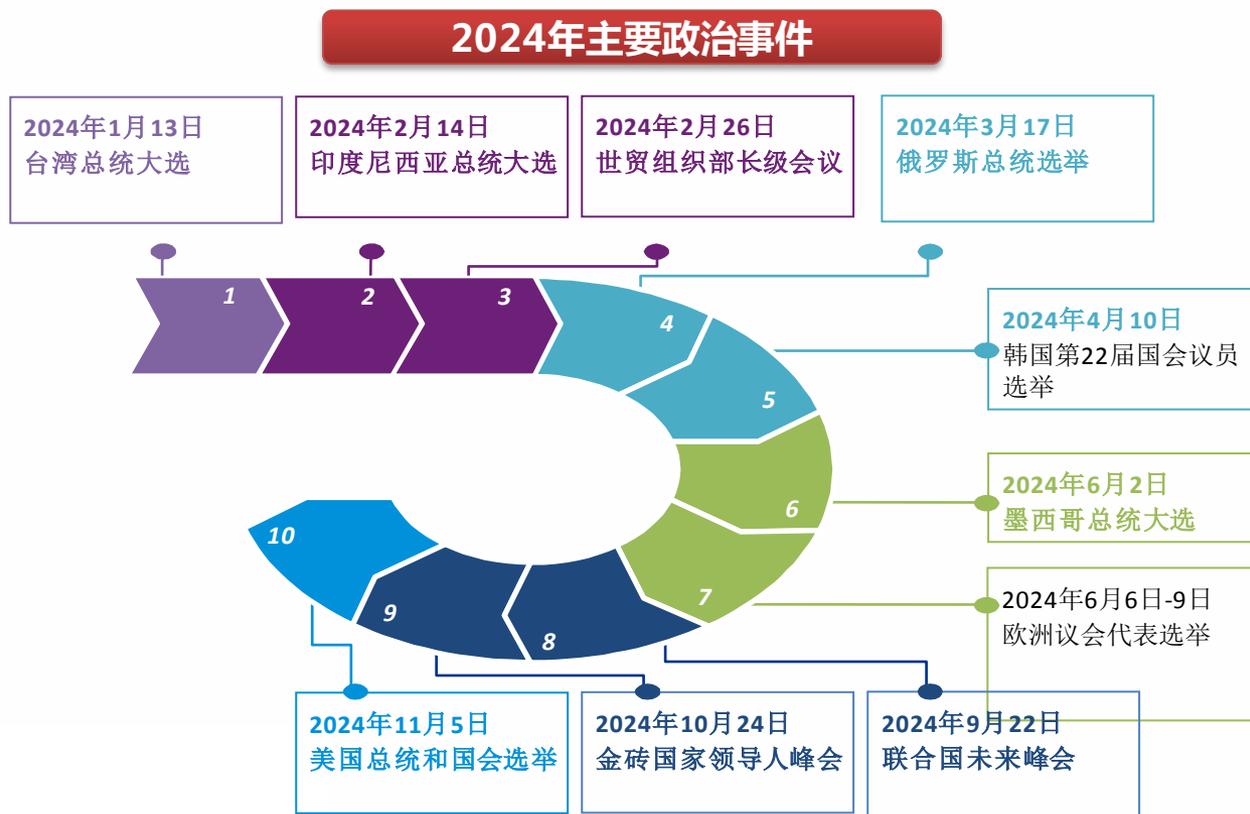


印度尼西亚基建增速变化



4 全球加剧中的趋势：全球政治

- 2024年，多国或地区将举行大选，对于地方乃至全球经济将产生较大影响。2024年3月，俄罗斯计划举行总统选举，任命到2030年的领导人；4月至5月期间，印度将举行大选，以任命领导国家至2029年的政府和议会；6月，欧洲议会选举举行，任命2024-2029年期间的欧洲议会议员，是英国“脱欧”后的首场欧洲议会选举；11月，美国将选举产生2025至2028期间总统，此外国会及部分地方职位也将举行选举。



目 录

- ◆ **潜在经济增长率向上修复，内外循环再塑新格局**
- ◆ **跨周期与逆周期下的财政货币协同与创新型工具**
- ◆ **以强国之势促产业转型，开启数字化生态之路**
- ◆ **全球波动加剧中的趋势：美、日、欧洲与新兴市场**
- ◆ **大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换**

5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

权益市场：国内支持性政策延续，叠加海外补库，国内经济趋于回暖，目前A股市场估值并不高，美债利率趋于下行，外资有望逐渐回流，但市场信心提振仍需时间，2024年预计A股整体震荡趋涨。

结构上建议关注三条主线：一是受益于海外补库的出口链，包括工程机械、电子等；二是国内政策支持方向，如新能源汽车、高端制造、数字经济等；三是受益于海外流动性宽松的成长和消费板块。

原油：2024年上半年或存在一定供应盈余，预计油价重心将有所回落。随着夏季出行旺季的来临，若全球经济状况得以改善，下半年供需平衡有望再次收紧。

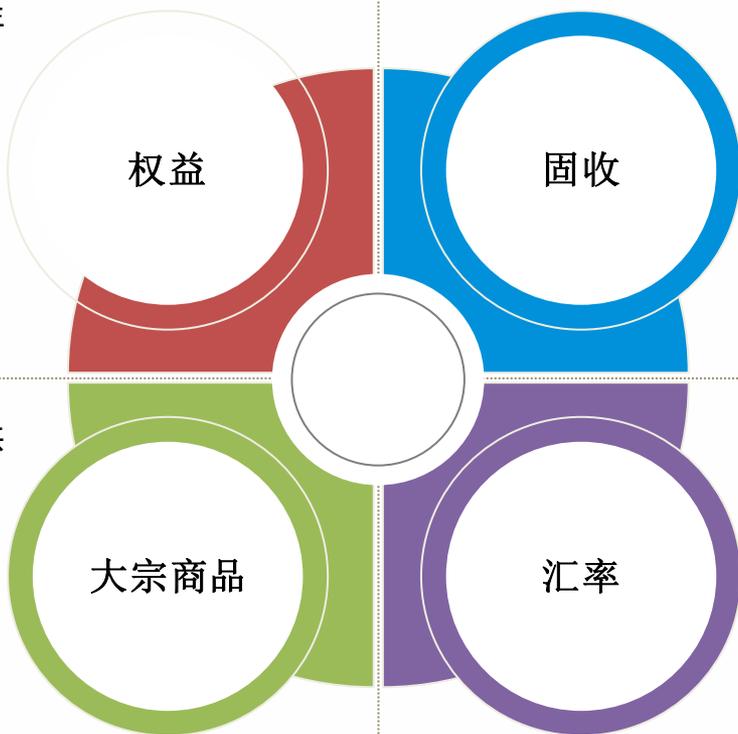
黄金：在降息预期、通胀回落节奏较合意下，美国实际利率或趋于下行，上半年黄金或仍将交易降息路径变化，大概率仍是预期差与基本面之间的博弈，短期形成趋势性驱动的力量偏弱。

利率债：经济基本面短期仍是波折性复苏，货币政策或延续宽松，且明年财政扩张力度有望加大，地产等产业政策力度不减，利率债或呈震荡上行趋势。

信用债：化债措施不断得到落实，流动性压力缓解，城投信用风险降低，但信用利差继续压缩空间较为有限；地产政策持续优化、房企融资不断改善，部分地产债有修复可能。

美元方面，美债利率拐点已现，美元指数有望逐渐走低，对人民币汇率的压制或将有所减弱。

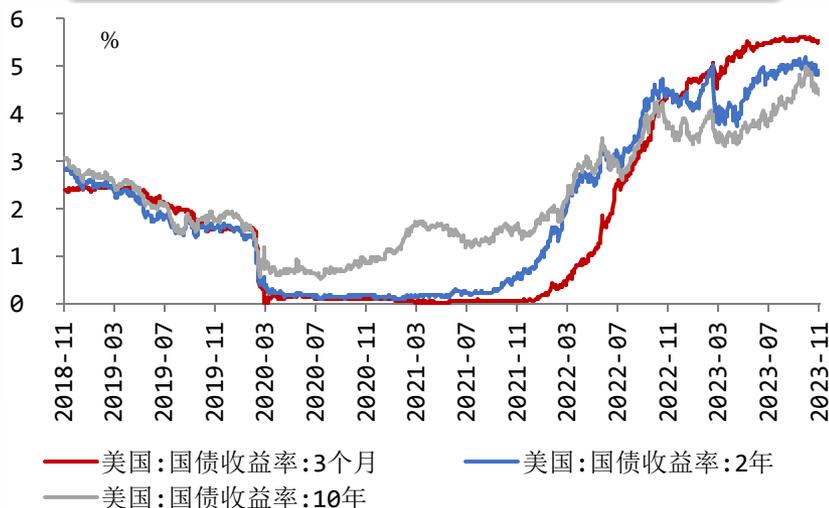
基本面方面，2024年中美关系或迎阶段性缓和，加之政策助力国内经济持续回升，人民币有望保持在升值区间，全年美元/人民币或升至6.8-7.0。



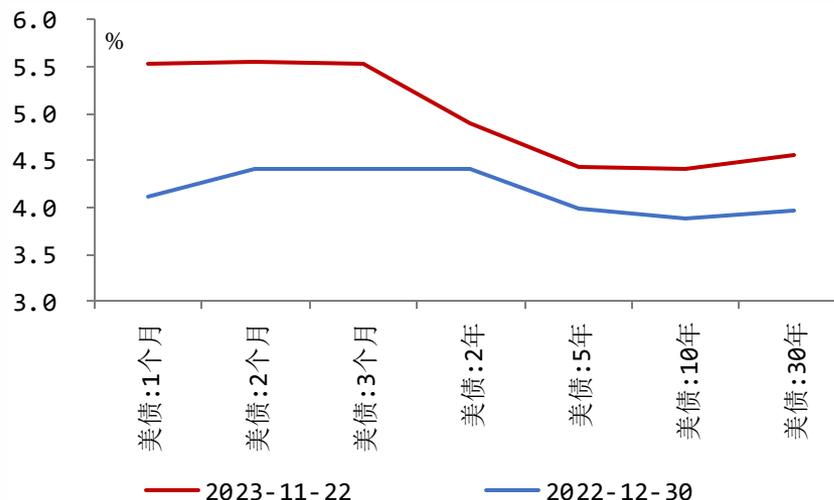
5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

- **政策背离缩窄，美债机会显现。** 回顾2023年，中美两国经济与利率的背离主要由财政力度背离导致；美国紧货币、宽财政，经济和通胀有韧性，债券收益率上行；而中国财政政策力度偏小，货币政策放松，经济和通胀偏弱，债券收益率下行。展望未来，一方面，美国财政继续加力的空间较小，另一方面，美联储加息周期结束，降息或在2024年二季度开始，另外经济数据也在逐渐转弱，这些因素对美债都将形成支撑，建议多关注上半年美债配置机会。
- **从美债供需看，利息支出上行会在一定程度上加大美债供给压力，但显著超预期的概率较低。** 根据CBO“不同经济情形下预算展望”，基准情形下，2024财年利息支出占GDP比例可能从2023财年的2.6%上升至2.9%，利息支出对赤字率的影响依然大致可控。在利息支出走高可控、除利息支出外支出小幅下行、经济衰退风险不出现的假设下，2024财年财政部发债规模可能与2023年相当，约为2-2.5万亿美元。

3个月、2年及10年美债收益率变化



美债收益率曲线倒挂加深



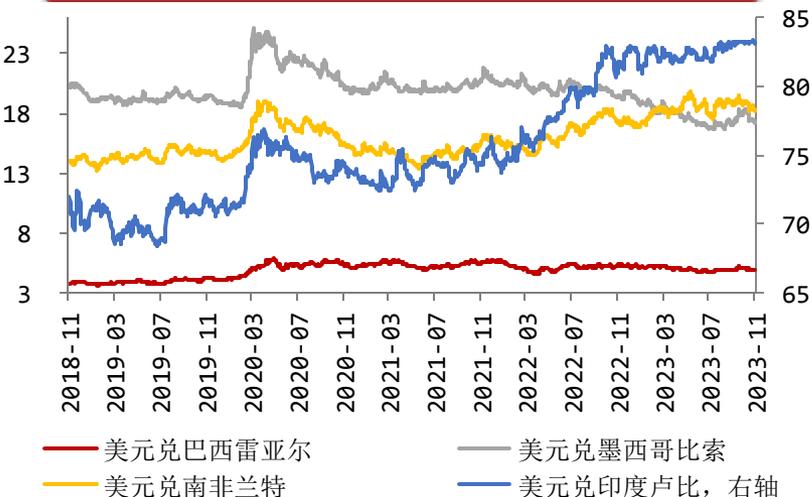
5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

- **美元近期回落明显，短期或有所持续但中期美元预期仍有韧性。** 11月22日，人民币兑美元中间价上调152个基点，报7.1254，为6月19日以来最高位。人民币汇率走高与国内预期有所改善以及近期美元回落有较大关系，其中美元指数回落关系更大。美元指数回落是近期公布的经济数据走弱、美债供给侧冲击边际缓和、投机扰动缓和三方面因素共同作用的结果。11月美国公布的通胀数据、就业数据及零售销售数据显示需求端放缓、后续加息动力较弱，其中失业数据代表劳动力继续降温，通胀超预期回落，而零售销售环比转负也说明需求端虽然有一定韧性但在放缓。政策面预期和基本面数据共同拉动美元指数有所下行。中期，欧元区经济较美国更弱，美元仍然有支撑。
- **部分新兴市场货币将受益于全球产业链重组，可能有升值表现，但部分国家货币在政治周期的影响下，不确定性较大。** 自10月初以来，波兰和匈牙利货币领涨。波兰倾向欧盟和财政审慎的政党重新掌权支撑了波兰兹罗提；通胀缓解和相对鹰派的央行提振了匈牙利福林，此外哥伦比亚比索、墨西哥比索和巴西雷亚尔近期表现也相对较好。

美元指数近期走弱



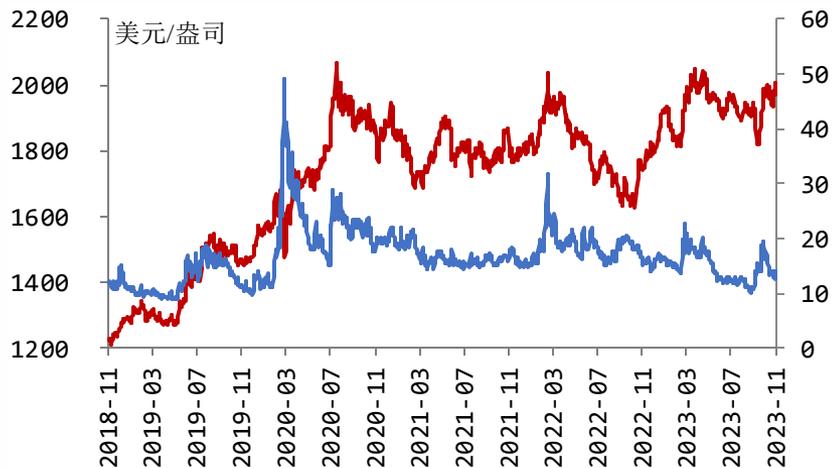
新兴市场货币表现分化



5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

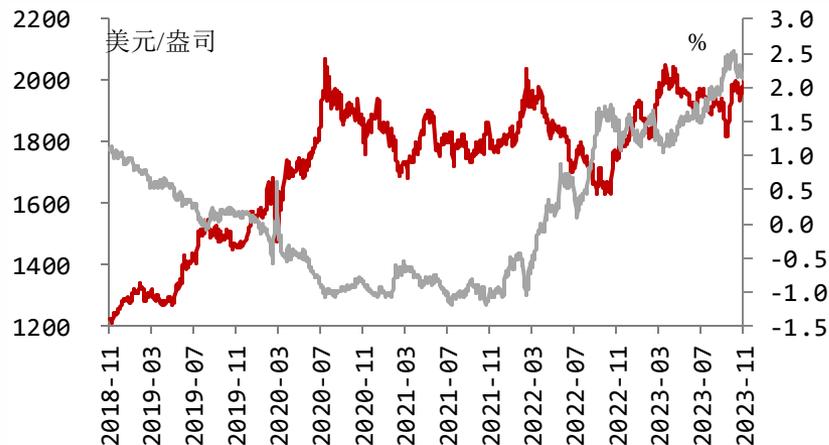
- **黄金价格在2023年10月后在1800-2000美元/盎司区间波动。**10月6日，伦敦现货金价一度下跌至1819.6美元/盎司，其中既有对仍处高位的美债利率和进一步下修的降息预期的重新定价，也有美国经济增长超预期的反映。之后，中东地缘政治不稳触发再通胀交易和避险交易，黄金价格反弹，但并未如市场此前所预期的在年内创下历史新高。近期市场对于明年降息等也有部分定价。
- **黄金的逻辑在明年更顺，波动性可能仍然较大。**从大的逻辑上看，在降息预期、通胀回落节奏较合意下，美国实际利率或趋于下行；另外，美国经济数据，尤其终端需求偏弱有所显现，基本面和政策面对美元的支撑力度减弱；第三，明年较多主要经济体有选举举行，政治不确定性有所增强，避险情况也将在短期支撑黄金价格。明年上半年黄金或仍将交易降息路径变化，大概率仍是预期差与基本面之间的博弈，短期形成趋势性驱动的力量偏弱。

黄金ETF波动率指数下行



— 伦敦现货黄金:以美元计价 — 美国:黄金ETF波动率指数, 右轴

近期10年期TIPS有所回落

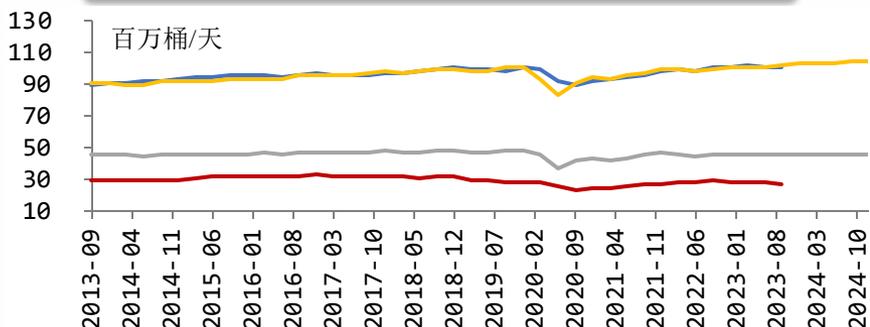


— 伦敦现货黄金:以美元计价 — 美国:国债收益率:通胀指数国债(TIPS):10年

5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

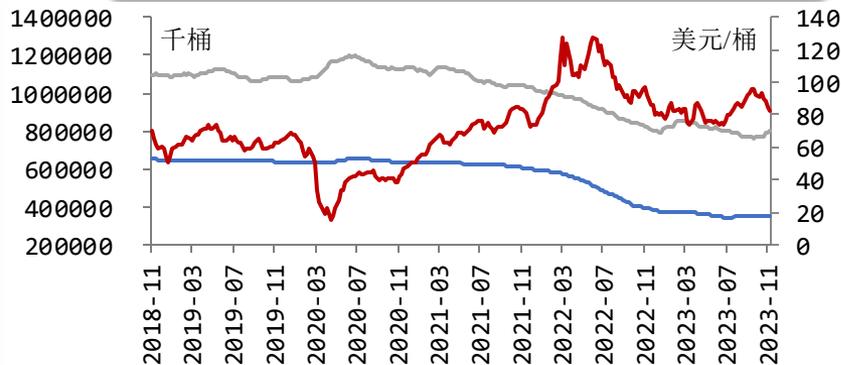
- **三大机构观点不一。**当地时间11月14日，IEA发布月度报告中将今年的需求增幅由上月的230万桶/日上调至240万桶/日，总需求达1.020亿桶/日，明年的需求增幅从上月的88万桶/日上调至93万桶/日，总需求达到1.029亿桶/日；供应方面，IEA预计今年全球总供应量将增长170万桶/日，达到创纪录的1.018亿桶/日，2024年全球总供应量预计为1.034亿桶/日。随着全球经济增长放缓和高利率的影响显现，全球石油市场将在2024年上半年重新陷入供应过剩状态。美国EIA在发布的最新短期能源展望中也下调了今年全球原油需求增速，但上调明年的原油需求增速预期，油价方面，下调2023年和2024年布伦特油价预测。OPEC月报表示，最近的数据证实了全球需求增长趋势强劲和石油市场基本面健康，最近几周油价下降主要是受金融市场投机者的推动。由于立场不同，三大机构对于油价后市预期有所不同，OPEC对原油需求的预期相对乐观。
- **供应总量宽松但存在人为制约，关注宏观与需求变量。**供应方面，11月初，沙特和俄罗斯相继宣布延长石油减产，沙特、俄罗斯等产油国挺价意愿较强；需求方面，海外发达经济体利率仍维持高位，或导致原油短期消费需求承压。2024年上半年或存在一定供应盈余，预计油价重心将有所回落。随着夏季出行旺季的来临，若全球经济状况得以改善，下半年供需平衡有望再次收紧。

原油供需变化情况



— 原油产量: 欧佩克
— 总供给量: 欧佩克原油、天然气凝析液与非传统原油和非欧佩克原油
— 石油需求量: 经合组织: 小计
— 石油需求量: 世界: 合计

原油价格和库存情况



— 期末库存量: 战略石油储备原油: 美国
— 期末库存量: 原油: 美国
— 现货价: 原油: 英国布伦特Dtd: 周

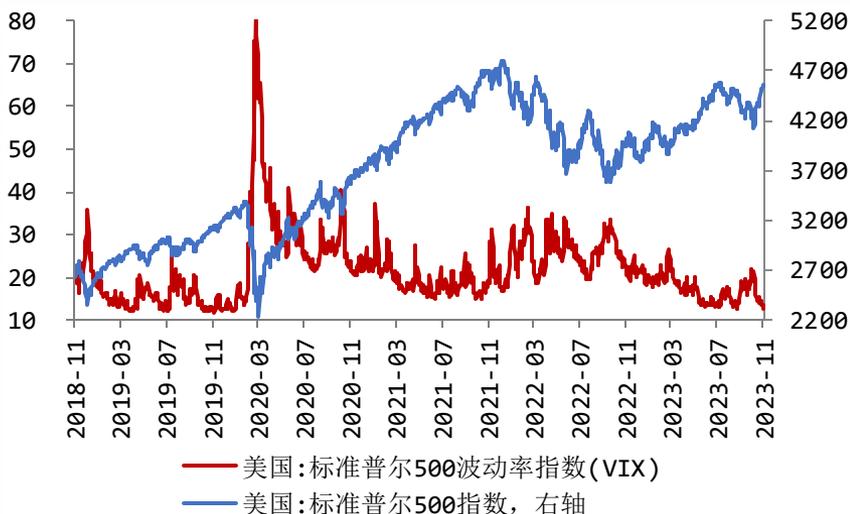
www.swsc.com.cn

数据来源: wind、西南证券整理

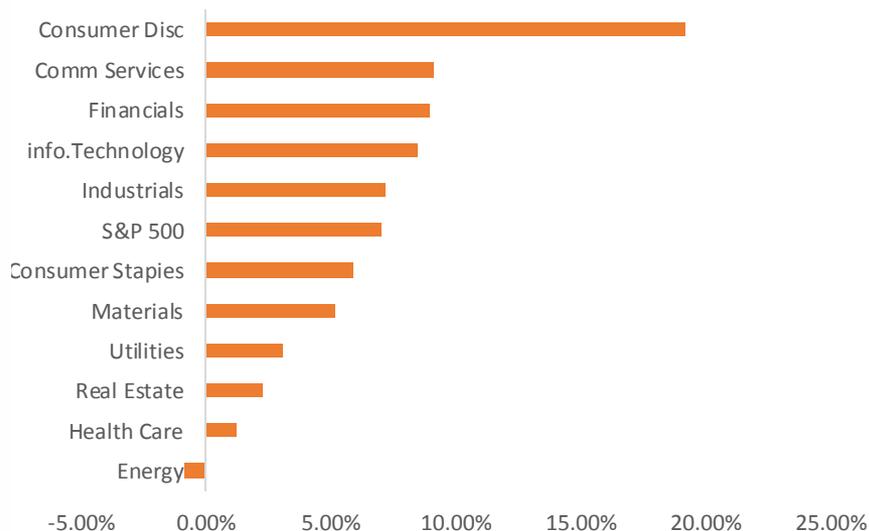
5 大类资产配置再平衡：结构性机会与逻辑转换

- **美股2024年上半年或偏弱，下半年整体可能有所好转，但板块表现分化。**2024年，影响美股因素交杂，除宏观经济变化、总统大选外，通胀削减法案和芯片发展法案的后续进展，基建的推行以及AI故事的变化都将继续交织影响股市。站在当下时点，我们认为上半年与下半年或发生风格转换，主要由美联储降息及科技产业边际变化两条主线主导。鉴于一季度降息概率较低，利率维持在高位一段时间，且对科技，如半导体及AI的扶持力度仍大，上半年或延续科技巨头领跑的态势，而价值或有所承压。下半年美股取决于美国经济基本面的情况、大选结果等因素。
- **受益于国内政策，海内外政策周期、经济周期分化程度趋缓，A股利好因素更多，提示关注结构性、阶段性机会。**10月后，国内政策释放较密集，之后政策效果逐渐释放，在人民币汇率稳中有升，国内经济持续恢复的背景下，预计进口相关板块、国家支持的制造业、数字经济和高端制造机会较强。但目前看，2024年不确定因素仍然较多，长期趋势性机会暂时没有较为明确的结论。

标普500指数与VIX指数的变动情况



标普500公司2023三季度业绩超预期程度



附录：主要经济指标预测

指标	2024.Q1	2024.Q2	2024.Q3	2024.Q4	2024全年
GDP:同比(%)	5.0	4.8	5.4	5.0	5.1
工业增加值:同比(%)	4.8	4.7	5.5	4.9	5.0
CPI:同比(%)	0.8	1.4	1.3	1.9	1.5
PPI:同比(%)	-1.0	1.6	1.5	1.2	1.0
固定资产投资:累计同比(%)	4.5	4.7	5.0	4.6	4.6
社会消费品零售总额:同比(%)	6.6	7.6	8.2	7.2	7.8
出口金额:同比(%)	-1.1	-0.5	2.1	1.3	1.2
进口金额:同比(%)	0.6	1.9	3.3	2.4	3.0
M2:同比(%)	9.6	9.8	10.4	10.3	10.1
社融存量增速(%)	10.1	9.8	10.0	9.5	9.8
1年期间LPR(%)	3.35	3.25	3.2	3.2	--
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	6.8	6.8	6.9	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：010-58251911
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

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@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，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	jssf@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	卞黎昞	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				