

风云激荡，蓄力而进

——地缘扰动下的经济预期差、产业布局与镜像市场

西南证券研究院
宏观研究团队
2026年3月

概述

- **平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色。** 2026年经济增速目标区间下移，为不确定性留有空间。制造业景气度仍在回落，民营中小企业预期改善，中美库存低位回升，一季度叠加“两新”“两重”、“十五五”投资前置发力，制造业投资增速有望回升至2%左右。房地产企业开发信心已降至历史低位，房地产投资增速仍处下行探底期，“小阳春”有望带动投资增速降幅收敛。项目审批量大幅上升，一季度基建投资增速有望转正，预计中下游产量/投资高增速在2026年或将延续，继续关注工程机械、建筑设计、电力热力等领域。2025年下半年以来，消费者信心指数波动回升，一季度在春节“开门红”的带动下，社会消费品零售总额增速有望达到4%左右。CPI延续低位运行，供需仍处于再平衡阶段。产能治理显效叠加地缘政治风险加剧，PPI同比降幅或将持续收窄。我国与安全型走廊的贸易联系密切，将部分对冲我国的出口波动，2026年一季度我国出口增速或将继续保持5%左右的增速。
- **稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度。** 2026年财政与货币政策的协同性将进一步增强，积极财政注重优化支出结构和地方政府“当家理财”，预算赤字率保持在4%左右，广义赤字率下降，超长期特别国债总量持平、结构调整，资金下达节奏前置。地方政府专项债新增限额为4.4万亿元左右，与2025年持平，重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等。“适度宽松”的货币政策基调延续，“建设强大的中央银行”和“物价合理回升”是重点政策目标，新型政策性金融工具加大精准滴灌力度。央行出手干预升值斜率，但美元汇率贬值周期尚未结束，人民币或将延续温和升值态势。
- **“十五五”开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局。** 全国“两会”新增提出“未来能源”和“脑机接口”两大产业方向。地方“两会”服务、创新、内需是三大重点。从投资视角来看，考虑到当前国际地缘政治的复杂性及国内老龄化加剧现状，建议重点关注生物制造、氢能和养老金融三大方向。生物制造方面，发展合成生物学技术，探索研发“人造蛋白”等新型食品，实现食品工业迭代升级，有助于保障食品供应的同时降低传统养殖业带来的环境资源压力。氢能是未来国家能源体系的重要组成部分，未来“西氢东输”将有效优化我国能源结构，与电解制氢相关的上下游产业链都将受益。我国已进入重度老龄化社会，老龄化趋势或催生代际资产转移，在低利率与通胀环境下，高净值老年人群的投资偏好仅依赖储蓄的配置模式或将逐步转变，长期稳健型、抗通胀型、跨品类配置型资产的需求有望持续提升。
- **地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察。** 受地缘政治事件干扰，供应链扰动导致油价短期大幅攀升。由于经济复苏乏力，目前预计2026年全球整体的石油仍处于供过于求的状态。从配置性价比来看，金银比、金铂比均降至2025年以来低位，且近期金油比也大幅回落，若地缘政治冲突缓解，美元指数回落，黄金或仍具备配置价值。香港商业周期波动受美国的暂时性冲击更加明显，中国内地的永久性冲击对香港经济的趋势增长影响更大。2020年后，恒生指数与上证A股的相关性明显提升，与标普500指数相关性大幅下降，与A股相比，港股软科技含量更高，AI产业链上，港股上市公司更多集中于核心技术和平台层，聚焦前沿创新技术，要求高研发投入，对融资的需求更强烈。
- **风险提示：** 国内经济增速不及预期，海外地缘冲突超预期，中美贸易博弈升级。

目 录



平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色



稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度



“十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

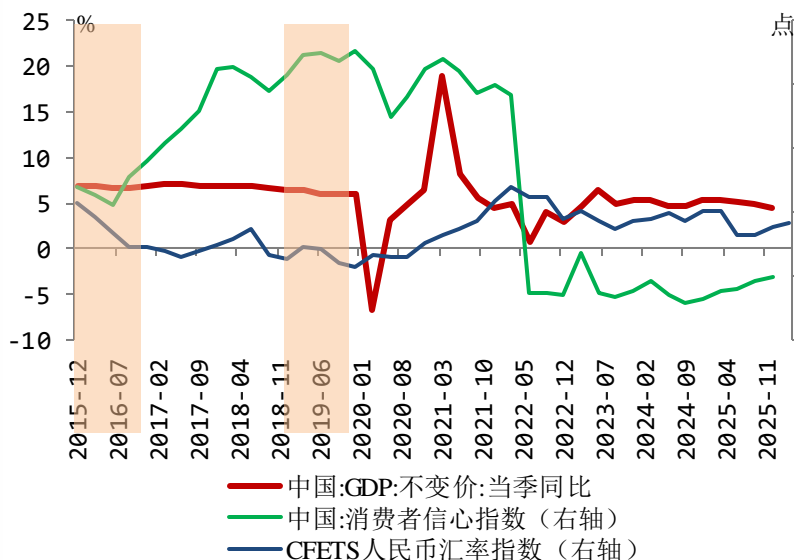


地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

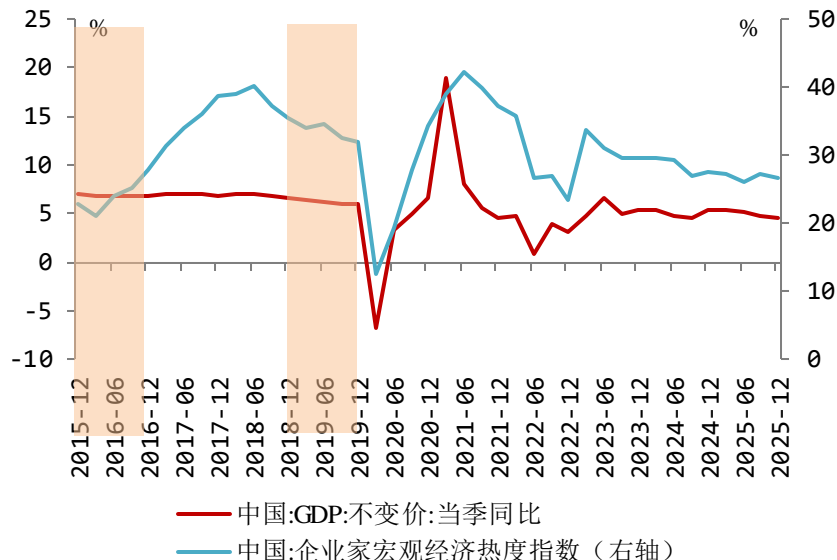
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

□ **经济增速目标区间有所下移，为不确定性留有空间。**2026年GDP增长目标设定为4.5%-5%，在实际工作中努力争取更好结果。在“十三五”的开局之年2016年，以及2019年也都设定过区间增速目标，2016年的经济增速目标是“6.5%-7%”，最终实现6.7%，2019年的经济增速目标是6%-6.5%，最终实现6.1%，均高于设定的下限。**分项指标方面**，城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上、居民消费价格涨幅2%左右、粮食产量1.4万亿斤左右，居民收入增长和经济增长同步，国际收支保持基本平衡，都与去年设定的目标一致。2026年能耗指标由单位国内生产总值能耗，调整为单位国内生产总值二氧化碳排放（降低3.8%左右），该调整体现出综合考虑了经济社会发展、绿色低碳转型和国家能源安全等多种需要。目前，我国政策工具箱储备依然充足，**人民币汇率和消费者信心回升，我们预计2026年经济实际增速有望实现区间上沿水平**，实际增长率约4.9%，GDP平减指数降幅收敛，名义GDP增速或升至4.2%左右。

人民币汇率和消费者信心指数均呈现回升态势



企业家宏观经济热度有所回落



1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- 2026年，12个省份的设定的经济增速目标高于2025年的实现增速，5个省份持平。东部地区中，福建2026年目标增速与2025年实际增速基本持平，广东、海南目标增速快于2025年实际增速，其他东部省份的目标增速均低于2025年实现值；中部6省中2个省份的目标增速高于2025年实际增速；西部地区12个省份中，6个省份设定了更高的增长目标，东北地区中辽宁和黑龙江的目标增速高于2025年实现值。整体来看，2026年全国地方GDP增速目标的加权平均值约为5.10%，较2025年的5.37%有所下降，但5%依然是普遍设定的底线。

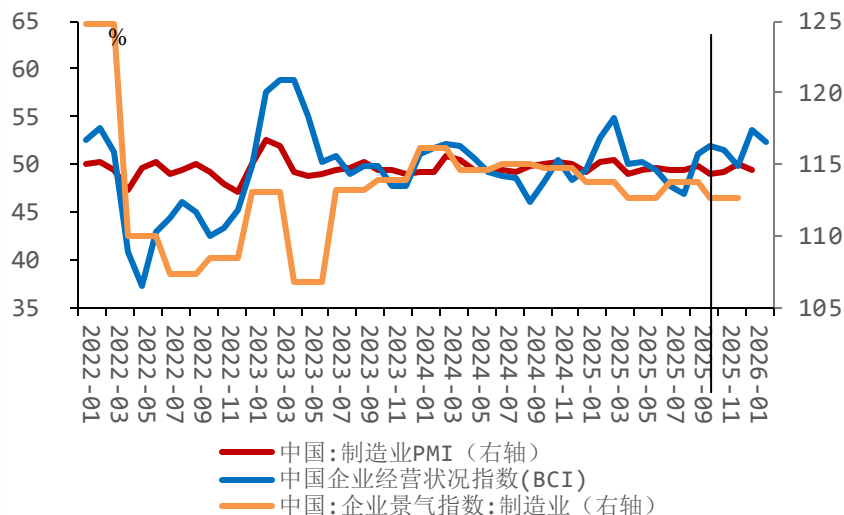
各省2025年实际经济增速与2026年目标经济增速

地区	省市	2025年GDP 同比增速	2026年目标 GDP 同比增速	2026年目标 增速 vs 2025 年实际增速 (个百分点)	地区	省市	2025年GDP 同比增速	2026年目标 GDP 同比增速	2025年实际 增速 vs 2026 年目标增速 (个百分点)
东部地区	北京	5.4%	5%左右	-0.4	西部地区	内蒙古	4.7%	5%左右	0.3
	天津	4.8%	4.5%	-0.3		广西	5.1%	5%左右	-0.1
	河北	5.6%	5%以上	-0.6		重庆	5.3%	5%以上	-0.3
	上海	5.4%	5%左右	-0.4		四川	5.5%	5.5%左右	0
	江苏	5.3%	5%	-0.3		贵州	4.9%	5%左右	0.1
	浙江	5.5%	5%-5.5%	(-0.5,0.0)		云南	4.1%	4.5%左右	0.4
	福建	5.0%	5%左右	0		西藏	7.0%	7%以上	>0
	山东	5.5%	5%以上	-0.5		陕西	5.1%	5%左右	-0.1
	广东	3.9%	4.5%-5%	(0.6,1.1)		甘肃	5.8%	5.5%左右	-0.3
	海南	4.0%	6%左右	2		青海	4.1%	4.5%左右	0.3
中部地区	山西	4.0%	4.5%-5%	(0.5,1)		宁夏	5.3%	5%左右	-0.3
	安徽	5.5%	5%-5.5%	(-0.5,0.0)		新疆	5.5%	5.5%-6%	(0,0.5)
	江西	5.2%	5%-5.5%	(-0.2,0.3)	辽宁	3.7%	4.5%左右	0.8	
	河南	5.6%	5%左右	-0.6	吉林	5.0%	5%左右	0	
	湖北	5.5%	5.5%左右	0	黑龙江	4.2%	4.5%-5%	(0.3,0.8)	
	湖南	4.8%	5%左右	0.2					

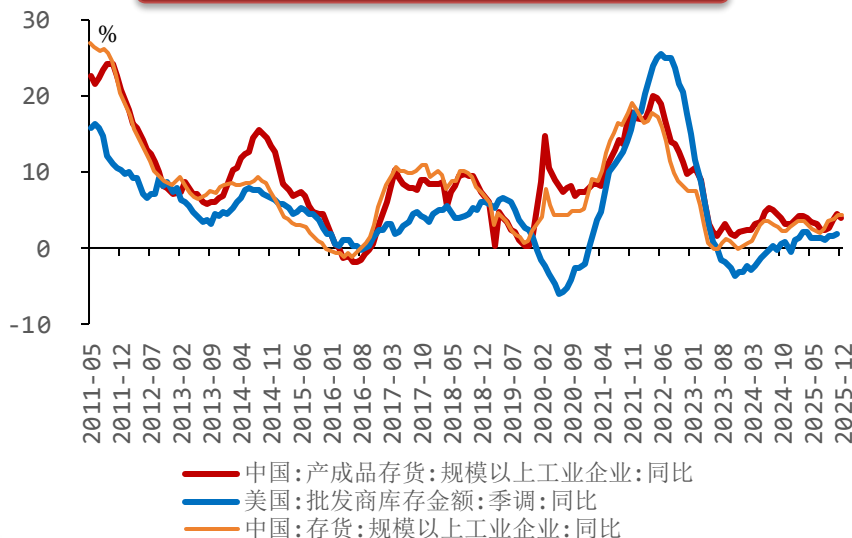
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- **制造业景气度仍在回落，民营中小企业预期改善。**2025年制造业PMI除2、3和12月外，均低于荣枯线，而2024年有5个月高于荣枯线。2026年1月受气温下降及春节临近生产节奏放缓影响，制造业PMI较前值回落0.8个百分点至49.3%，低于预期和过往季节性表现。2025年四季度制造业企业景气指数112.7，较三季度回落1.1，虽仍处于景气区间，但体现出制造业企业生产经营有所放缓，企业家对宏观经济的感受与预期下降，这与1月PMI反映出的预期回落形成验证。2025年9月以来，BCI指数出现明显回升，1-2月均高于荣枯线，中小民营企业信心回升或是经济活跃度提升的先行迹象。
- **中美库存低位回升，补库需求将对制造业投资形成支撑。**2025年12月，我国存货同比增速4.5%，较11月上升0.2个百分点，产成品存货同比增速3.9%，较11月下降0.7个百分点，处于被动补库初期。2025年11月，美国批发商库存金额同比增速为1.82%，较上月回升0.1个百分点，去库结束，处于温和补库阶段。短期来看，中国制造业投资出现分化，中游制造和出口产业链相对占优，二季度如果中美补库出现共振，将带动中国制造业投资加速上行，对经济形成有效支撑。

2025年9月以来BCI走高但制造业景气波动回落



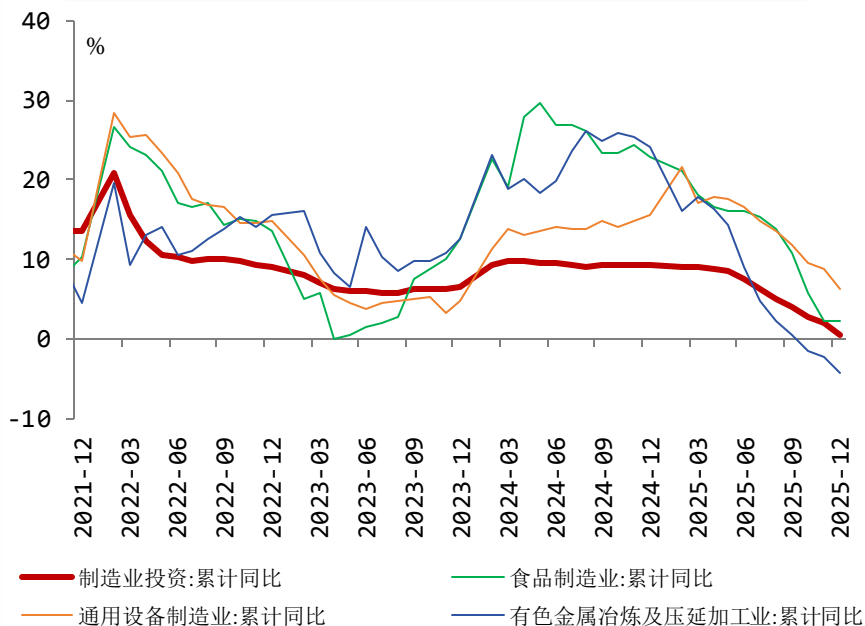
中美库存均处于低位回升阶段



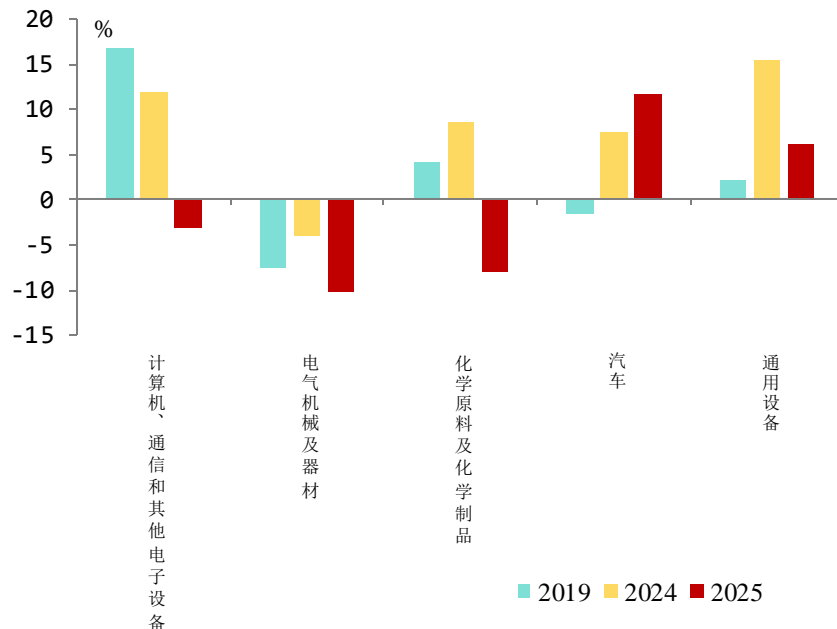
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

□ “AI+制造”赋能新型工业化，制造业投资增速回升可期。2025年4月以来我国制造业投资增速逐月走低，全年制造业投资增速0.6%，高于全国固定资产投资增速4.4个百分点，但较2024年下降8.6个百分点，降至2021年以来的最低。从典型细分项来看，上游有色金属冶炼及压延加工业同比-4.2%，中游通用设备6.2%，下游食品制造2.2%，中游制造是带动制造业投资增速回升的关键。投资总额较大的分项中，汽车、通用设备制造业投资增速快于2019年，2025年除汽车制造外，其余四个分项投资增速均低于2024年。1月以来，工业和信息化部等八部门实施“人工智能+制造”专项行动，促进人工智能与制造业“双向赋能”，2026年制造业升级性投资有望加速，其中，一季度叠加“两新”“两重”、“十五五”投资前置发力，制造业投资增速有望回升至2%左右。

制造业投资增速持续下行，中下游好于上游



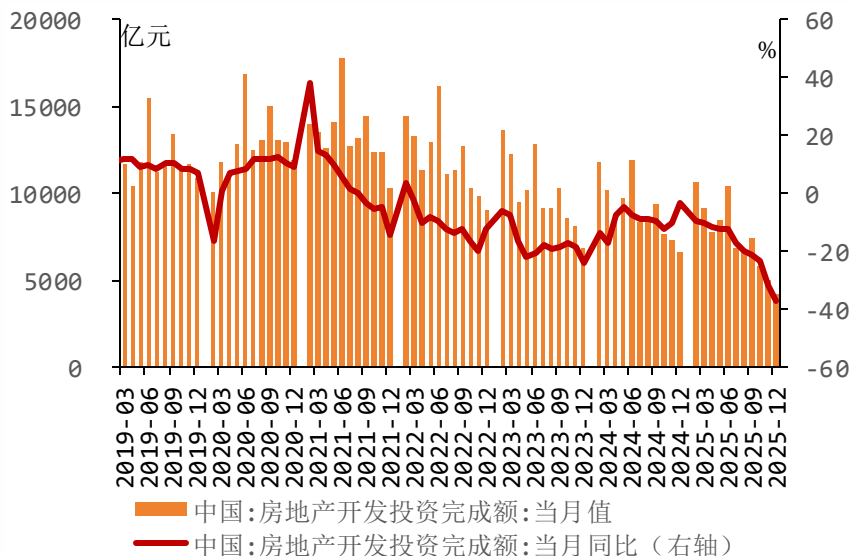
主要制造业分项近年投资增速对比



1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- 房地产投资增速仍处下行探底期，“小阳春”有望带动降幅收敛。** 2025年房地产投资同比下降17.2%，且全年单月投资增速降幅持续扩大，降幅从1月的-9.47%扩大至12月的-36.85%。房企在销售低迷、资金紧张、预期下行的多重因素影响下，投资意愿下降。2025年12月新开工面积同比-19.3%，降幅收窄8.4个百分点，但绝对值已降至1999年有数据以来的同期最低位。2026年一季度，考虑到央地稳楼市政策持续落地、“白名单”机制优化以及“小阳春”预期增强等积极因素，一季度后半程房地产投资增速降幅有望收敛。
- 商品房成交面积仍在寻底，“以价换量”效果持续。** 2025年二季度以来，30大中城市商品房成交面积同比增速由2025.Q2的-8.78%降至2026年1月的-21.67%，其中一线城市降幅最大。同期，各线城市房价指数同比降幅出现分化，一线城市降幅扩大，二、三线城市降幅有所收敛。2026开年以来，各线城市成交面积降幅收窄，但同期房价指数降幅扩大，后续房地产市场筑底回升的节奏将持续受到居民资产负债表修复与房地产刺激政策出台的驱动。

2025年以来房地产投资加速下行



房地产市场呈现“以价换量”

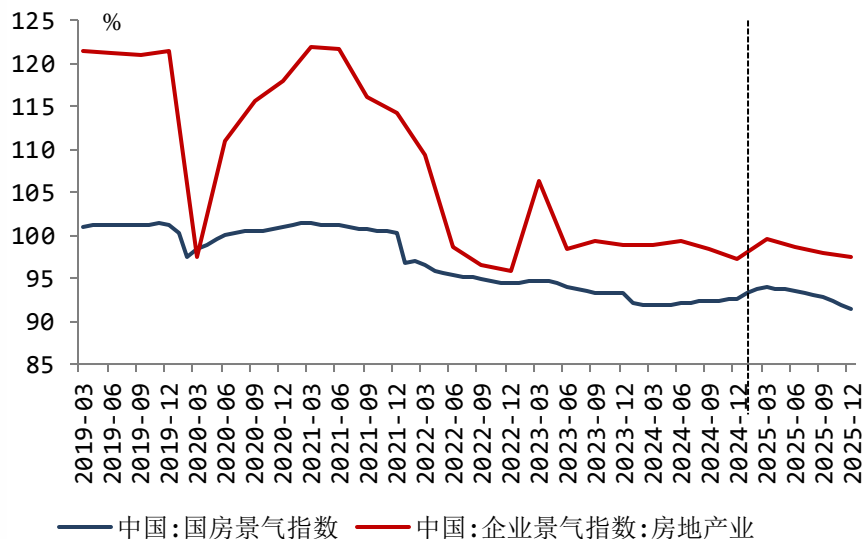
时间	30大中城市成交面积同比(%)			70大中城市房价指数同比(%)		
	一线	二线	三线	一线	二线	三线
2025Q2	3.05	-13.47	-11.79	-1.73	-3.47	-4.97
2025Q3	-12.89	-4.94	-11.09	-0.90	-2.43	-3.77
2025Q4	-38.69	-24.30	-28.61	-1.23	-2.23	-3.53
2026.1	-20.44	-19.50	-26.89	-2.10	-2.90	-3.90

注：红色底色为增速较前一季度提升，绿色底色为增速较前一季度下降

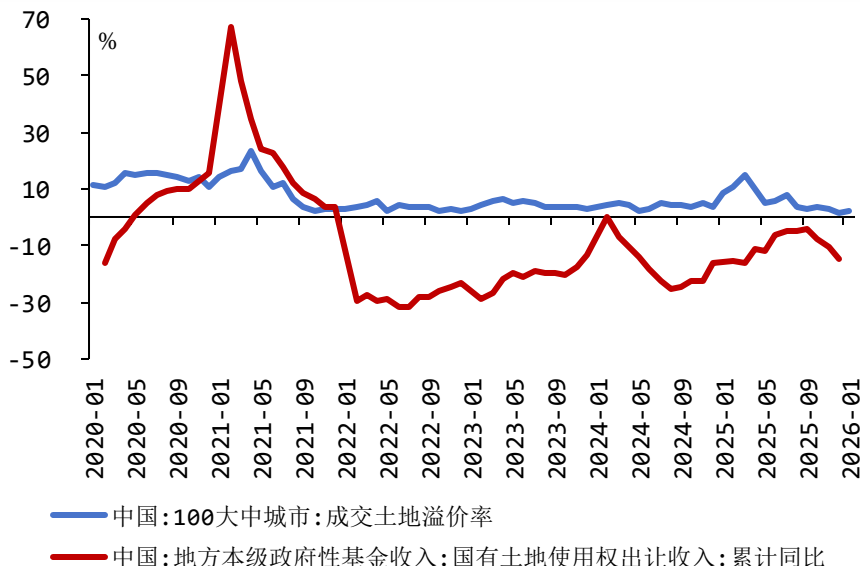
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

□ **房地产企业开发信心已降至历史低位，2026开年土地市场仍处下探阶段。**2025年3月，国房景气指数达到年内高点93.89后持续回落至12月的91.45，全年处于不景气区间；房地产企业景气指数与国房景气指数走势基本一致，2025年一季度最高为99.5，此后一路回落至年末的97.4，是2023年一季度以来的次低值。**房地产企业信心偏弱，直接对土地市场的量价形成拖累。**2025年，100大中城市土地成交面积78697.87万平方米同比-9.66%，较2024年降幅扩大6.37个百分点，2026年1月100大中城市土地成交面积同比增速-18.33%，分别较2025年1月、12月降幅扩大6.29和9.25个百分点。土地溢价率2025年3月以来也呈现出波动下行，从14.72%降至12月的1.63%，2026年1月土地溢价率较前值升高0.73个百分点至2.36%，但仍处于2021年以来的较低位。**从财政收入视角来看，**2025年地方国有土地出让收入41518亿元，同比增速-14.7%，较2024年的-16%略有收窄，但9月后降幅加速扩大，2026年国有土地出让收入或仍将承压下行，但在收储、限购限售放松及房企融资环境边际改善等因素支撑下，土地出让收入降幅有望收窄。

房地产开发与企业信心指数双双回落



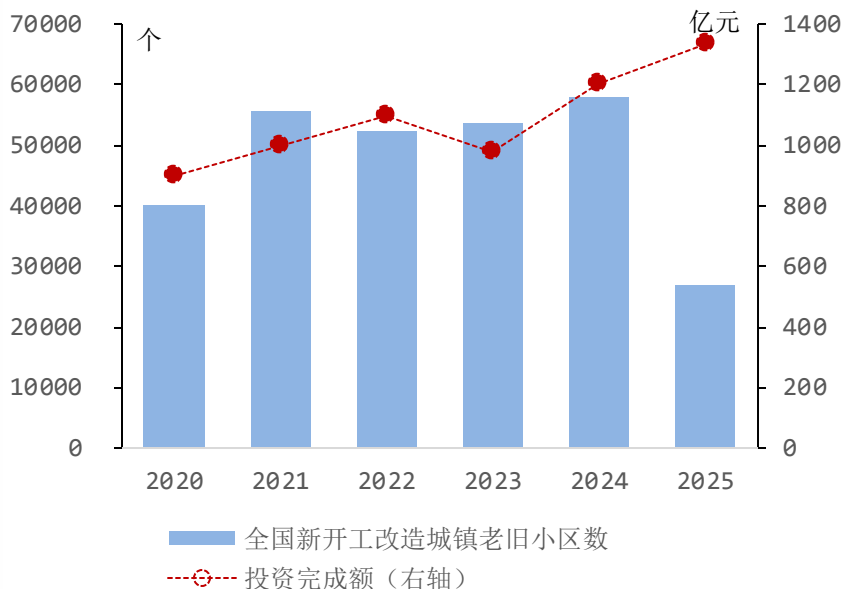
土地溢价率和地方国有土地出让收入承压



1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

□ **老旧小区“量减质升”趋势强化，改造将更注重精细化推进。**2023年7月住建部印发《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》提出“坚持‘留改拆’并举、以保留利用提升为主，鼓励小规模、渐进式有机更新和微改造，防止大拆大建”，2024年后城镇老旧小区改造投资完成额增速（22.45%）超过了新开工改造小区增速（8.02%），2025年增速差进一步扩大，全国新开工改造城镇老旧小区2.71万个，同比下降53.3%，但投资完成额增长了11%，体现出从基础硬件改造转向功能完善，更加注重质的提升。《国务院关于推动城市高质量发展的意见》（2025.8）进一步提出：“支持老旧住房自主更新、原拆原建”。从2026年重点省份目前已经公布的改造计划看，计划改造完工量普遍低于2025年改造完工量50%以上，计划投资额预计1500亿元以上，量减质升的趋势进一步强化。

2025年老旧小区改造数量减少投资额上升



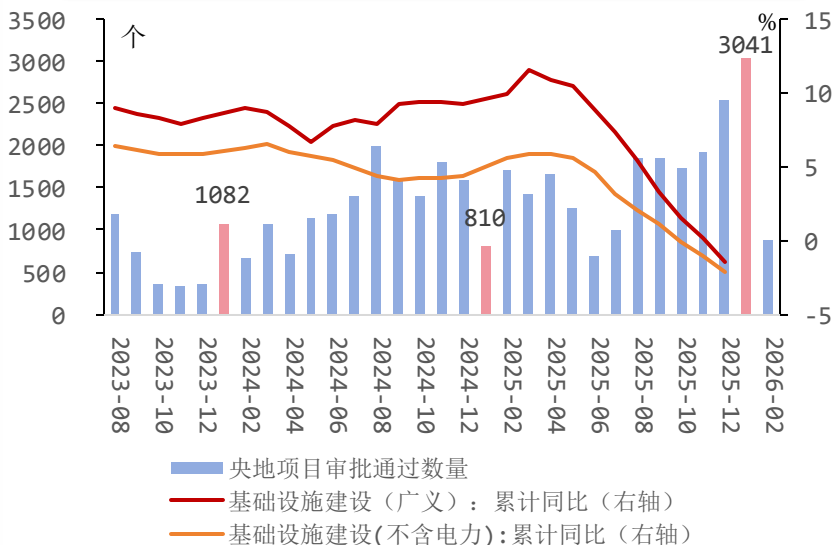
2026年重点省份老旧小区改造计划量减质增

地区	2025年老旧小区改造完工数	2026年计划改造完工老旧小区数	2026年改造重点
北京市	1225个	300个	老楼加装电梯、城中村改造、职住商服融合的组团式更新
上海市	1526万平方米	600万平方米	老旧住宅加装、更新电梯，强化房屋全生命周期安全管理
深圳市	218个	30个	支持旧住宅区自主更新、原拆原建
广州市	166 (开工改造)	100个 (新开工)	积极在物业管理、自建房管理、房屋全生命周期安全管理、智能建造等领域创新突破
重庆市	1227个	600个	“15分钟高品质生活服务圈”，合理布局城市阳台、运动休闲场地，打造完整社区、现代社区

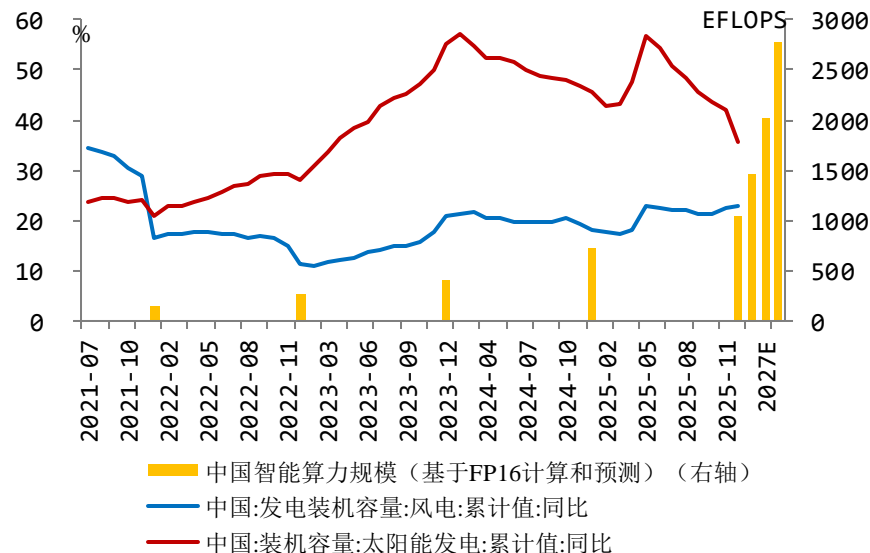
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- **项目审批量大幅上升，一季度基建投资增速有望转正。** 2025年，广义和狭义基建投资同比分别为-1.48%、-2.2%，降幅较前值分别扩大1.61、1.1个百分点，自2025年4月以来持续下行。从审批项目来看，2025年11月以来，项目审批加快，今年1月，审批数量大幅增加至3041个，是去年同期的2.75倍，“十五五”项目集中开工，政策性金融工具效应的持续释放，将对今年基建投资形成有效带动，一季度增速转正可期，全年增速或达6%左右。
- **智能化、绿色化带动新基建投资加速。** 2025年6月1日是新能源上网电价市场化改革存量/增量划分节点，风电因发电特性更适应市场，受影响较小，而光伏因出力集中导致电价波动与收益不确定性增加，体现在投资端，2025年6月后，风电装机容量同比增速保持在22%左右，太阳能发电装机容量增速则从54.17%降至35.54%。绿电是算力重要的能源解决方案，2023-2028年中国智能算力规模和通用算力规模的五年年复合增长率预计分别达46.2%和18.8%，算力基础设施发展呈现出多元化、服务化、场景化、绿色化等特征。

项目审批大幅增加，基建投资增速或企稳回升



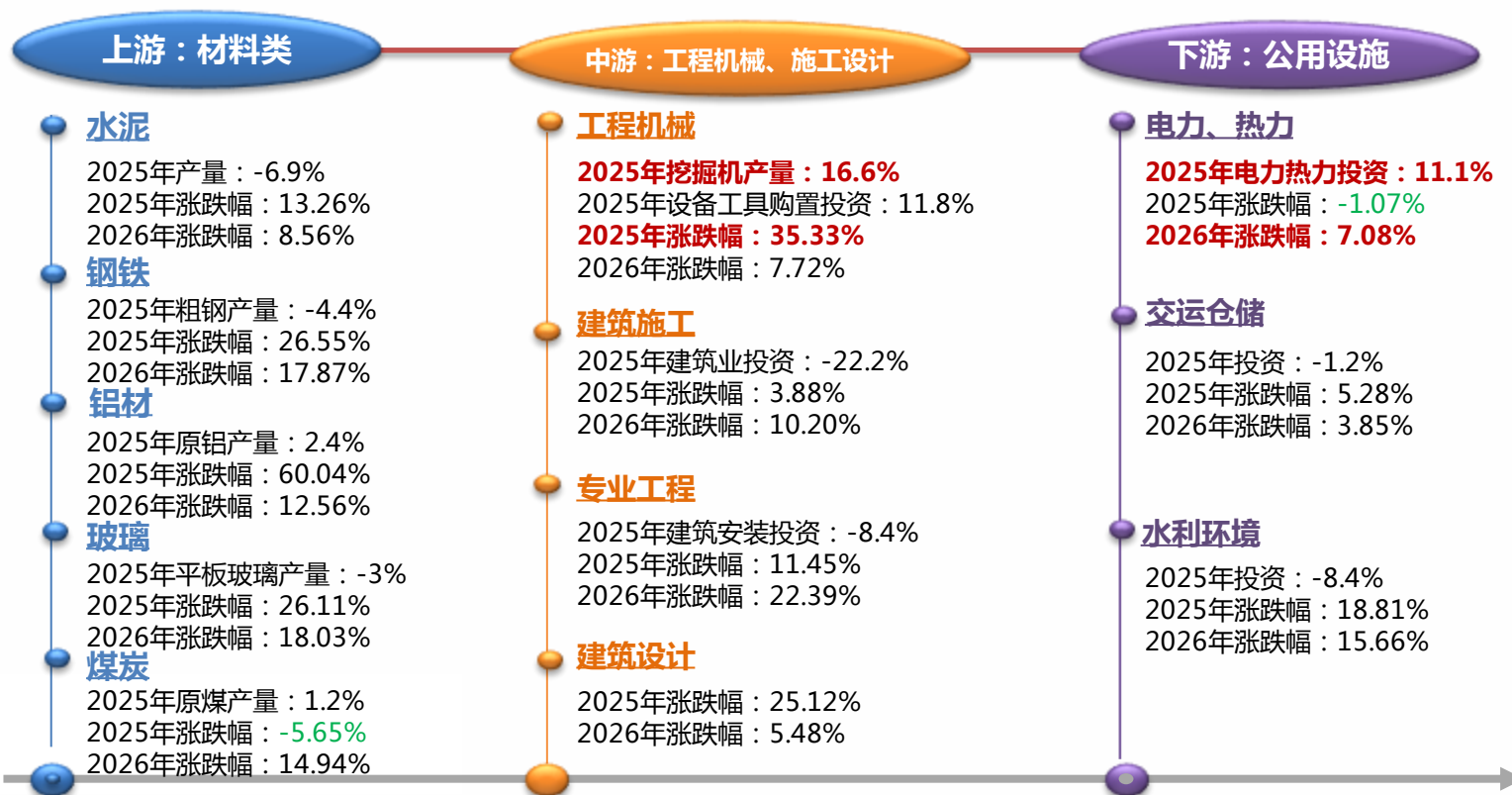
绿电基础设施建设增速与算力规模



1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- 2025年传统基建上中下游里，中游和下游产量/投资增速相对较高，例如挖掘机产量同比增长16.6%，电力热力生产和供应业投资同比增长11.1%，同期二级市场工程机械、电力热力板块的股价表现也较为突出，工程机械（申万）指数在2025年实现35.33%的涨幅，电力（申万）指数2026年至今上涨7.08%。预计中下游产量/投资高增速在2026年或将延续，继续关注工程机械、建筑设计、电力热力等领域。

传统基建相关的上中下游行业产量、投资增速及股价表现

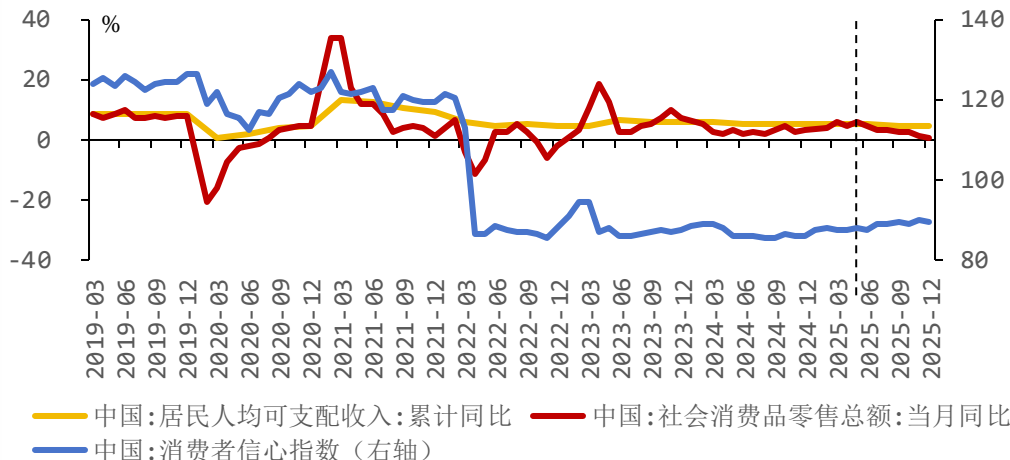


1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

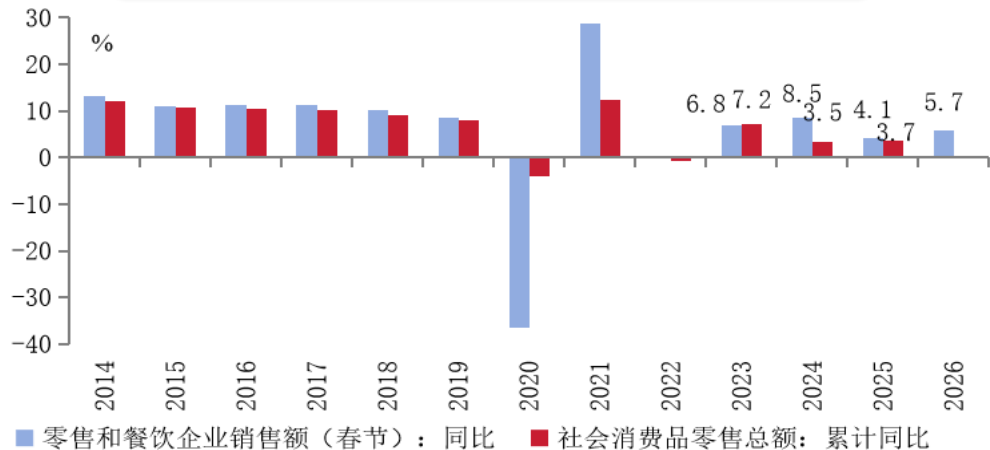
□ 消费者信心增强，社消总额增速有望实现温和回升。2025年社会消费品零售同比增长3.7%，较2024年加快0.2个百分点。2025年7月后，受以旧换新政策力度退坡、收入增速边际放缓等因素影响，社消总额增速逐月放缓。2025年居民人均可支配收入逐季下降，2025年四季度降至4.99%，为2022年6月份以来的最低值，这对消费增长形成了一定制约。

□ 从过往来看，消费者信心指数和社消总额增速总体趋势具有较强的一致性，2025年下半年以来，消费者信心指数波动回升，12月升至89.5，较6月上升1.6个百分点，年末就业和收入信心指数也有所回升，12月就业和收入信心指数分别为76.7和97.8，分别较10月上升0.7和0.9个百分点。2014年以来，除受疫情扰动较大的2020、2023年，春节期间零售和餐饮销售增速通常小幅高于当年社消增速约0.3-1.3个百分点。2026年春节期间，全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长5.7%，快于2025年同期。加之12月以来围绕“两新”、消费贴息、假日消费、培育服务消费新增长点等出台了一系列举措，预计2026年一季度在春节“开门红”的带动下，社会消费品零售总额增速有望达到4%左右。

社消总额增速仍在下行，但消费者信心有所回升



春节消费与全年社消总额增速对比

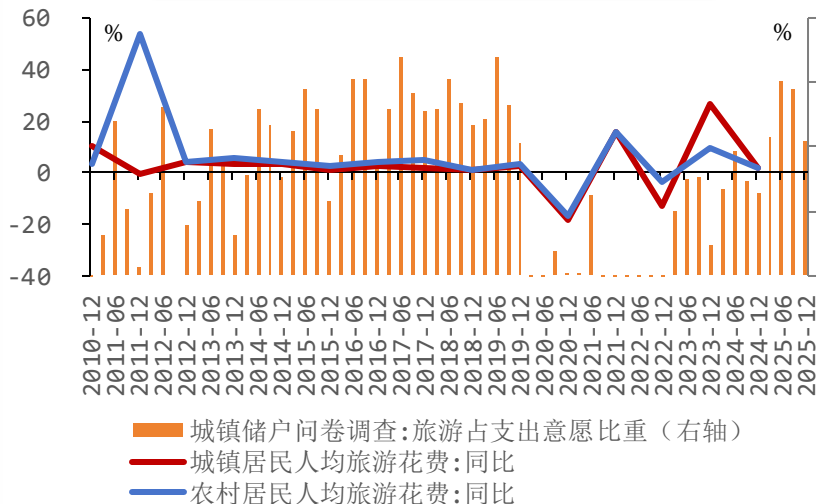


1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

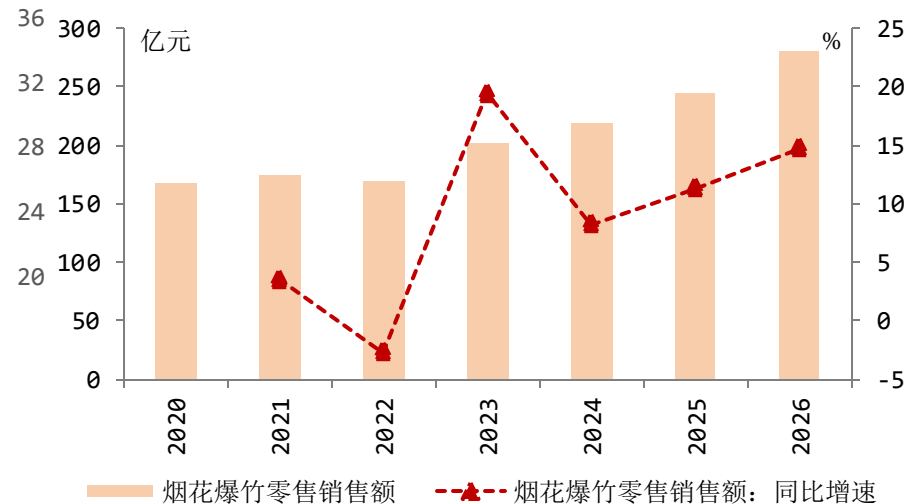
近期中央层面出台的促消费重点政策

文件	发布时间	重点内容
《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	发改委 (2025.12.29)	优化“两新”政策：1.优化支持范围：设备更新新增老旧小区加装电梯等，以旧换新聚焦汽车、6类家电及数码智能产品；2.优化补贴标准：汽车按车价比例补贴，家电补贴1级能效产品；3.优化实施机制：降低申报门槛，统一补贴标准
《关于优化实施个人消费贷款财政贴息政策有关事项的通知》	财政部 (2026.1.16)	加力提振消费、扩大内需，持续降低居民个人消费信贷成本，提升居民消费意愿，具体举措包括：支持消费金融创新，将个人消费贷款财政贴息政策实施期限延长至2026年底，扩大支持范围，拓展贴息领域，提高贴息标准，增加经办机构，强化资金保障等。
《2026“乐购新春”春节特别活动方案》	商务部等 (2026.1.23)	活动内容：好吃、好住、好行、好游、好购、好玩；支持措施：开展有奖发票、加力以旧换新、加大金融支持、支持跨界融合、便利入境消费
《加快培育服务消费新增长点工作方案》	国务院 (2026.1.25)	激发重点领域发展活力：交通、家政、网络视听、旅居、汽车后市场、入境消费，培育潜力领域发展动能：演出、体育赛事、情绪式、体验式服务

旅游支出意愿仍有上升空间



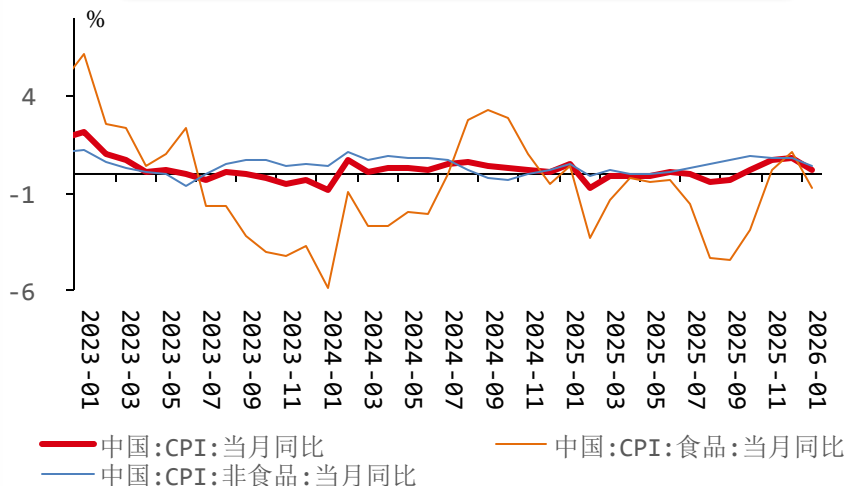
春节烟花消费呈现较快增长



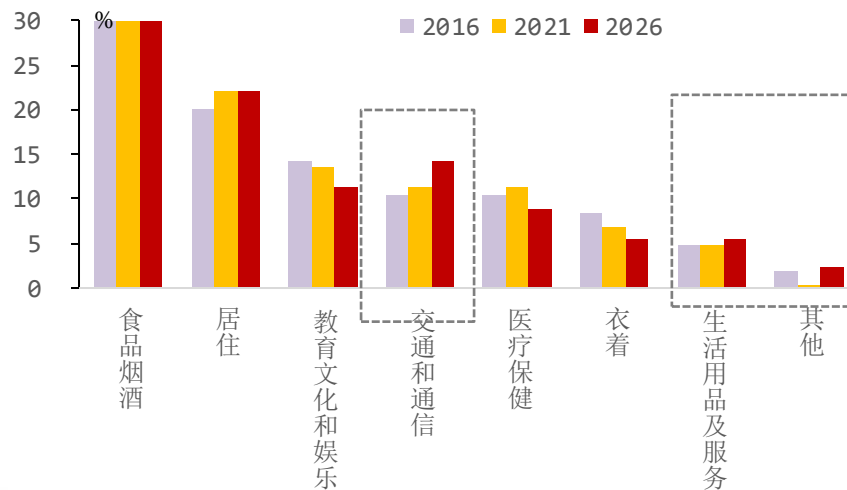
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- **CPI延续低位运行，供需仍处于再平衡阶段。** 2026年1月CPI同比涨幅收窄0.6个百分点至0.2%，其中，食品价格同比由上升1.1%转为下降0.7%，非食品价格同比收窄0.4个百分点至0.4%。1月核心CPI同比收窄0.4个百分点至0.8%，涨幅回落主要是高基数叠加春节错月影响。1月核心CPI环比上升0.1个百分点至0.3%，为近6个月最高，反映核心CPI温和上涨的态势没有改变，居民消费需求持续恢复。
- **CPI权重经历基期轮换，交通通信权重上升较多。** 2月11日，统计局公布了以2025年为基期的新权重。交通和通信权重为14.3%，新权重较此前上升3.05个百分点，连续两期上涨，反映该品类对CPI的影响增强。生活用品及服务（5.5%）、其他用品及服务（2.9%）分别上升0.75和2.2个百分点，反映耐用消费品品质升级和服务多元化发展的趋势。而教育文娱、医疗保健和衣着的权重降幅居前，其中医疗保健相比上期下降2.34个百分点，或受到医保覆盖提升、互联网医疗降低成本等因素影响。本次基期轮换不仅调整了权重，更新增了住房安防设备、老年用品、洗碗机、车用电量、摄影服务、互联网医疗服务等分类，标志着CPI统计体系纳入了智能化、健康化、体验化等新消费形态，物价指数更真实、准确地反映新时期的消费结构。

CPI同比延续低位运行



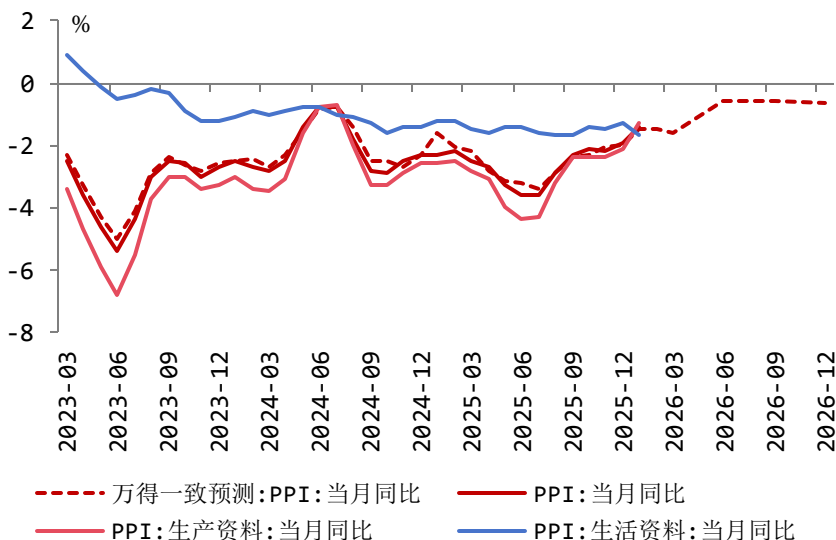
CPI篮子细项权重变化



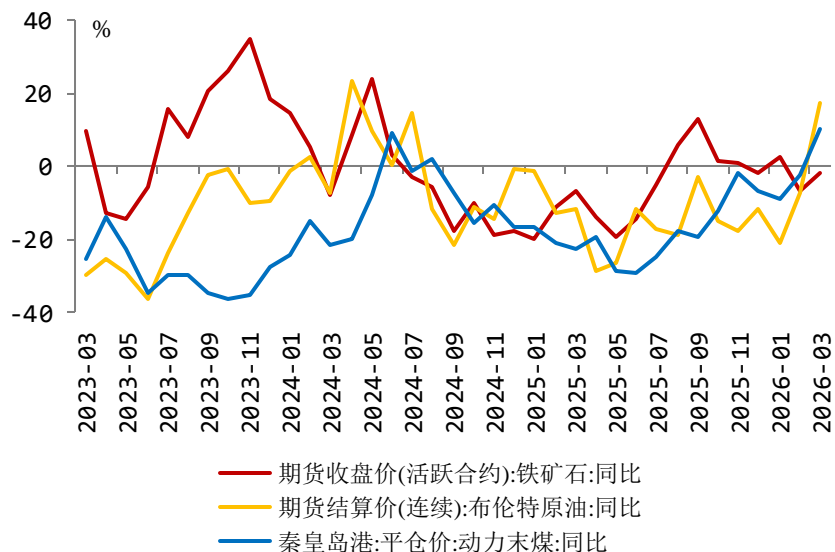
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- **产能治理显效叠加国际价格传导，PPI同比降幅持续收窄。**受国际大宗商品价格传导拉动，以及国内重点行业产能治理持续显效等影响，2026年1月PPI同比降幅收窄0.5个百分点至-1.4%，降幅连续两个月收窄。其中，生产资料同比下降1.3%，降幅收窄0.8个百分点。生活资料同比下降1.7%，降幅扩大0.4个百分点。1月PPI环比0.4%，涨幅扩大0.2个百分点，环比连续四个月保持上涨。随着“反内卷”政策与重点行业产能治理持续显效，叠加低基数效应，年内PPI同比降幅有望进一步收窄。
- **地缘政治风险加剧油价出现短期跳涨，新动能产业对原材料需求持续增加。**国际来看，1月，布伦特原油价格在65-70美元/桶区间波动，较1月底约70美元/桶的高点有所回调，OPEC+一季度暂停增产，加之近期美伊博弈带来的不确定性，2月下旬以来油价出现较快上涨。国内来看，1月初，工信部等部门针对新型工业化做出了一系列政策部署，包括工业互联网和人工智能融合、推进“人工智能+制造”专项行动等方面，预计新动能制造业的拉动效应将持续增强，带动原材料端的需求增长，也将对价格形成上行推动力。

PPI同比降幅持续收敛



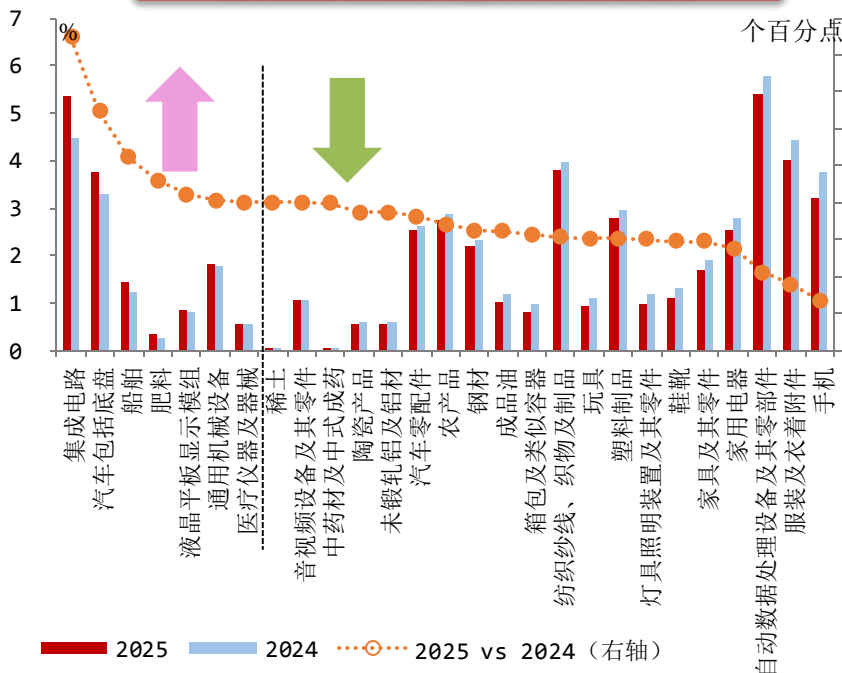
主要工业品价格同比回升



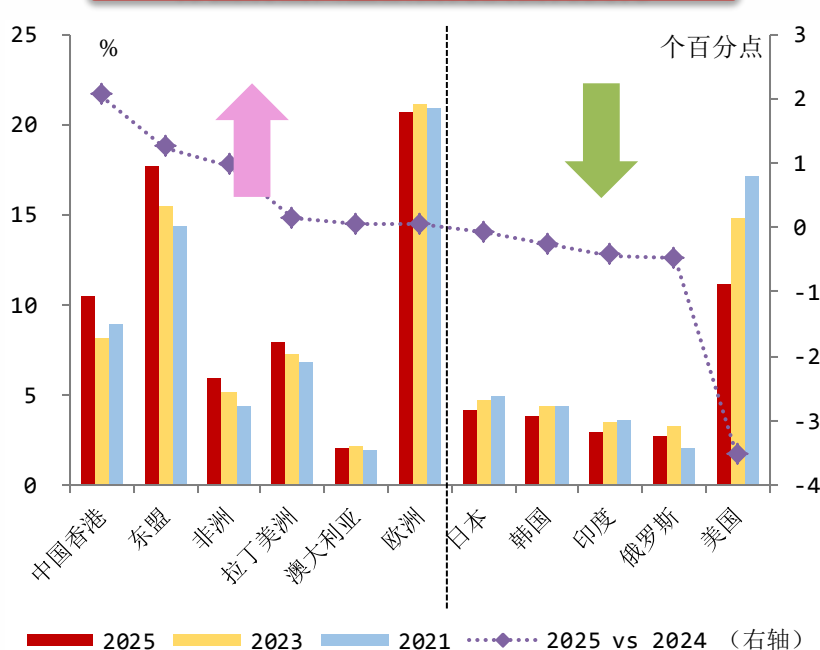
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- 按美元计，2025年我国货物贸易进出口总额同比增长3.2%，出口同比增长5.5%，进口同比持平，实现贸易顺差11889.5亿美元。受美国关税政策影响，我国2025年对美出口同比下降20%，且降幅自2025年4月份后持续走扩，但向美国出口下降的份额由中国香港、非洲、拉美、东盟等地区替代，**2025年全年我国出口在贸易战冲击下依然具有较强韧性，未来我国与安全型走廊的贸易联系或将更加密切，这也将部分对冲我国在非安全走廊内的贸易波动，2026年一季度出口增速或将继续保持5%左右的增速。**
- 从出口商品类别来看，2025年自动数据处理设备及其零部件、集成电路、服装及衣着附件、纺织纱线织物及制品、汽车包括底盘等出口金额占比较高，相较2024年占比提升最多的为集成电路、汽车包括底盘、船舶和肥料等，占比下降最多的包括手机、服装及衣着附件、自动数据处理设备及其零部件等。

分商品类别出口金额占比及变化



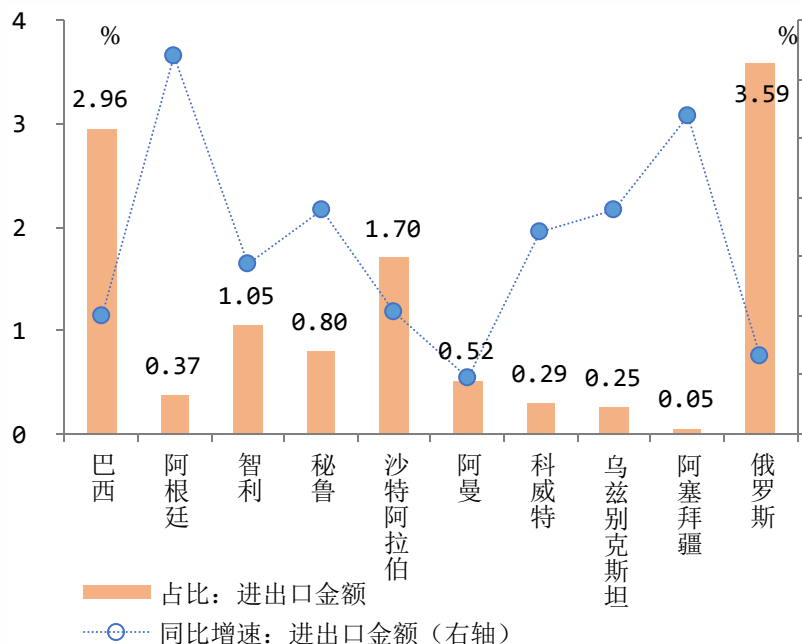
分国别出口金额占比及占比变化



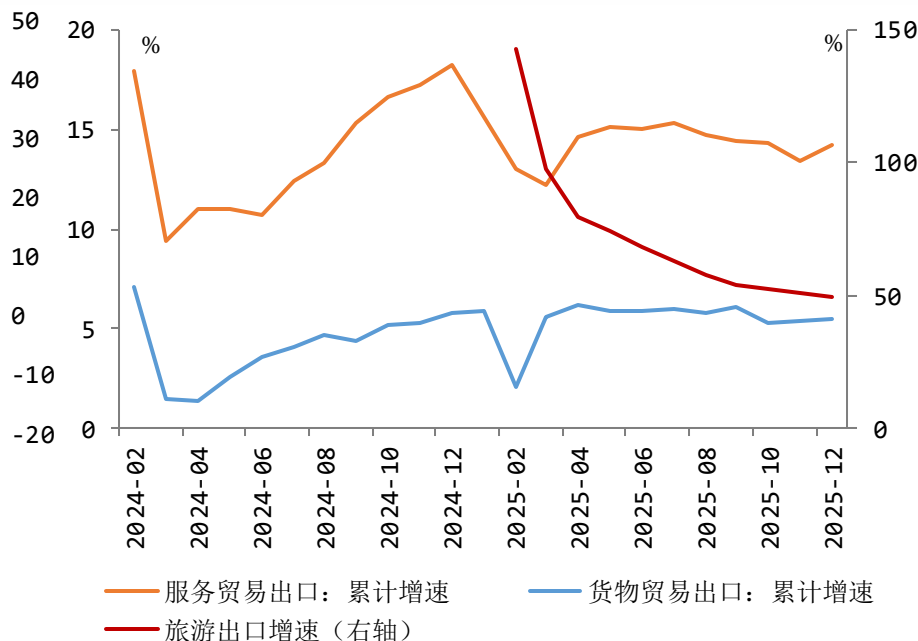
1 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

- **2025年，中国单方面免签国家增至48国，互免签证国家扩至29国。**5月，宣布自2025年6月1日起至2026年5月31日，对巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭持普通护照人员试行免签政策；6月，宣布自2025年6月9日至2026年6月8日，沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员来华不超过30天，可免办签证入境。此外，还对乌兹别克斯坦、阿塞拜疆、俄罗斯、瑞典等国免签。
- 根据国家移民管理局消息，今年春节假期全国边检机关共计查验1779.6万人次中外人员出入境，日均197.7万人次，较去年春节假期日均增长10.1%。数据显示，春节期间入境游人次同比翻了一番，外国游客春节机票预订量同比激增超400%。2025年，我国服务出口同比增长14.2%，较2024年增速回落4个百分点，其中旅游出口增速为49.5%。

我国与部分免签国进出口金额同比增速



我国服务贸易与货物贸易出口增速



目 录

◆ **平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色**

◆ **稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度**

◆ **“十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局**

◆ **地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察**

2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

- **财政政策从总量扩张转向结构优化。**2025年12月以来，财政政策总体基调更加积极有为，强调协同与效能；核心任务瞄准促内需，聚焦投资与消费；重点投入领域向“新质生产力”和民生倾斜。2026年一季度，财政金融协同促内需的各项工具将进入密集执行阶段，预计地方政府专项债券和超长期特别国债将尽快形成实物工作量，对基建投资形成有力支撑。

2025.12

全国财政工作会议（12.27-28）

- ◆ 扩大财政支出盘子，**确保必要**支出力度。**优化政府债券工具组合**，更好发挥债券**效益**。提高转移支付资金**效能**，增强地方**自主可用财力**。持续优化支出结构，强化重点领域保障。加强**财政金融协同**，放大政策效能

2026.1

财政金融协同促内需一揽子政策全国推进工作会议（1.13）

- ◆ 提出“一个目标、两个重点、三个原则、六项政策”的操作框架，新增**中小微企业贷款贴息、民间投资专项担保、民企债券风险分担**

国新办“发挥积极财政政策作用，推动经济社会高质量发展”发布会（1.20）

- ◆ 2026年财政政策“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”，确保总体支出力度“**只增不减**”、重点领域保障“**只强不弱**”，继续安排超长期特别国债，**完善专项债券项目负面清单管理**，极运用**零基预算**理念，大力压减低效无效支出，把更多的财政资金用在提振消费、“投资于人”、民生保障等方面，多渠道增加居民收入

2026.3

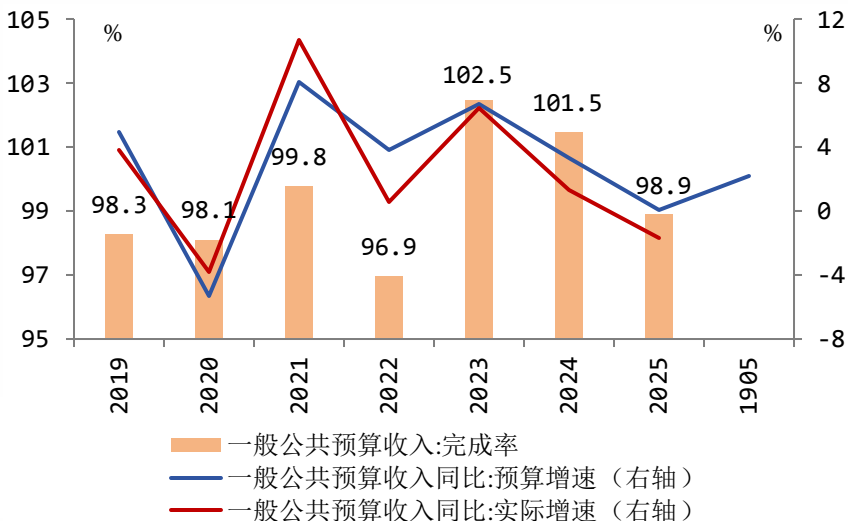
全国两会（3.4-11）

- ◆ 继续实施更加积极的财政政策，要持续用力优化支出结构，**更加注重支持提振消费、投资于人、保障民生等方面**，中央财政增加对地方财力性转移支付规模，**开展整合统筹使用转移支付资金试点**，增强地方**自主财力和统筹能力**，各级政府要更好“**当家理财**”，建立健全增收节支机制，**积极盘活利用存量资源资产**，加快化解隐性债务风险，**严防虚假化债，遏制违规新增隐性债务作为铁的纪律**

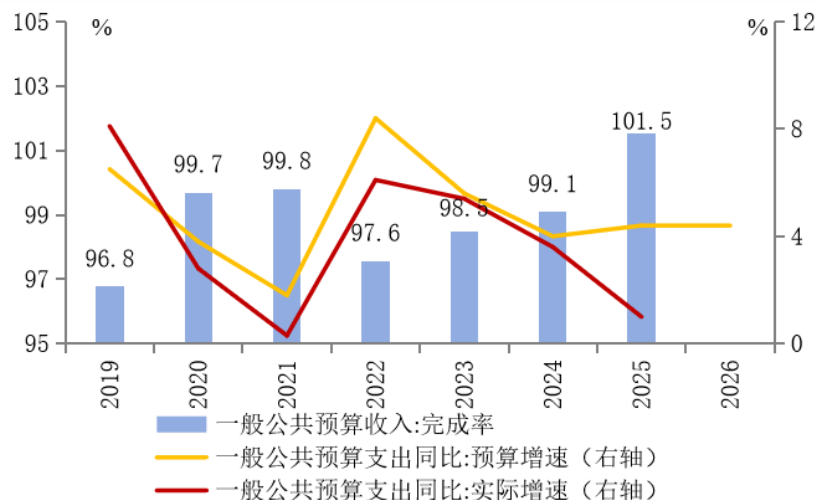
2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

- 财政收支实际增速均低于预算值，2025年财政收入完成率高于支出完成率。**2022年以来，财政收入预算增速持续高于实际增速，且2023年后收入预算增速持续下降，2025年财政收入实际增速-1.7%，完成率98.3%，财政压力仍然存在。预算支出增速在2022年达到阶段性高点8.4%后显著下行，2025年略回升0.4个百分点至4.4%，实际支出增速下滑2.6个百分点至1%，完成率仅为96.8%，是2019年以来的最低水平，在“过紧日子，严肃财经纪律，严禁铺张浪费”的整体基调下，提高财政支出的效能是关键。
- 财政政策延续积极定调，注重优化支出结构和地方政府“当家理财”。**2026年全国一般公共预算收入22.07万亿元，比2025年增长2.2%，较去年上升2.1个百分点；全国一般公共预算支出30.01万亿元，规模首次突破30万亿元，较上年增加约1.27万亿元，增速与去年持平。今年“各级政府要更好‘当家理财’”，中央财政“增加对地方财力性转移支付规模，开展整合统筹使用转移支付资金试点”，结合“健全地方税体系，拓展地方税源”的要求，零基预算改革试点，部分品目消费税征收环节后移并下划地方是财政改革的实施重点。

2022年以来财政收入实际增速低于预算值



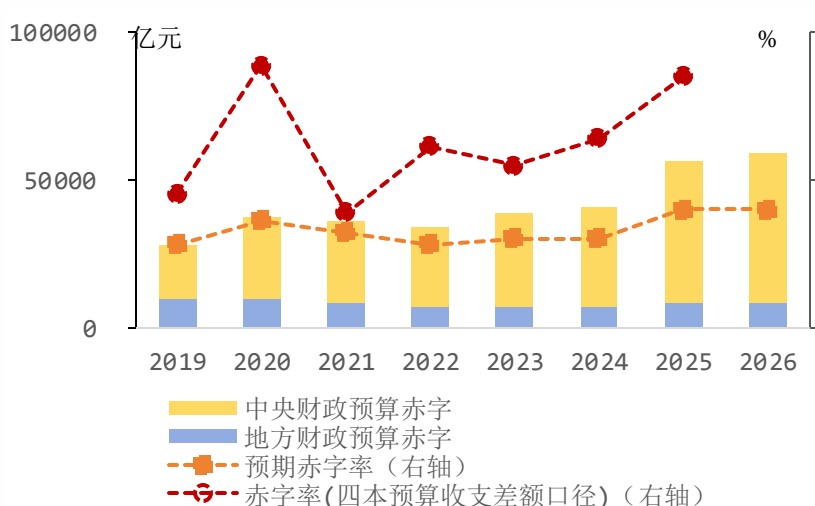
2020年以来财政支出实际增速低于预算值



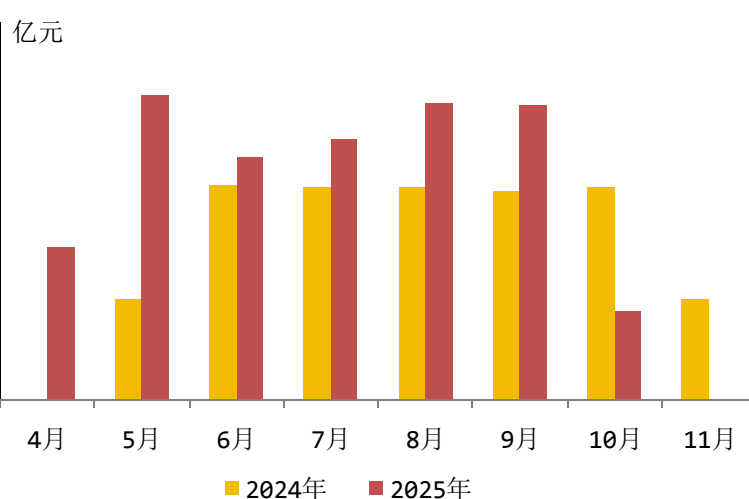
2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

- **预算赤字率保持在4%左右，广义赤字率下降。**我国预算赤字率2022年以来稳步抬升，从2.8%上调至2026年的4%，财政保持持续扩张态势。广义赤字率在2020年达到8.86%的高点后，2021年显著回落，此后逐步回升，2025年的广义赤字率大幅回升至8.5%左右，2026年从已公布的发债情况看，广义赤字率有下降，约8.1%左右。同期，预算赤字额由33700上升至58900亿元，增幅74.78%，主要由中央赤字额贡献。地方赤字规模在2022-2024年连续三年稳定在7200亿元，2025年上调至8000亿元，今年维持在这一水平。“中央加杠杆、地方稳杠杆”的赤字安排，在宽财政加力的同时，也有助于控制地方杠杆率和政府债务风险。
- **2026年超长期特别国债总量持平、结构调整，资金下达节奏前置。**2026年超长期特别国债计划发行1.3万亿元，与去年持平。其中，2500亿元支持以旧换新，较2025年减少500亿元，支持设备更新2000亿元，支持“两重”8000亿元，均与2025年持平。截至2月底，已有3261亿元的“两新”资金提前下达，资金下达节奏前置，尤其是1700亿元的“两重”支持资金提前下达，对“十五五”开局及2026年“开门红”形成有效支撑。

中央赤字规模持续扩大



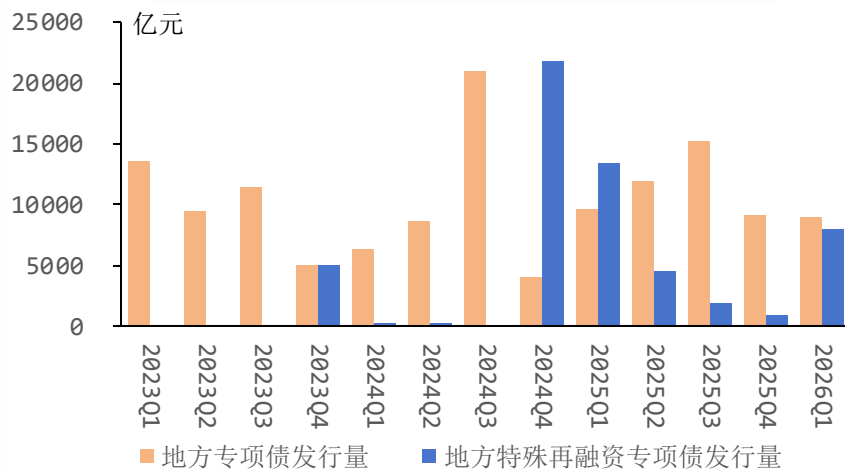
超长期特别国债发行集中在二、三季度



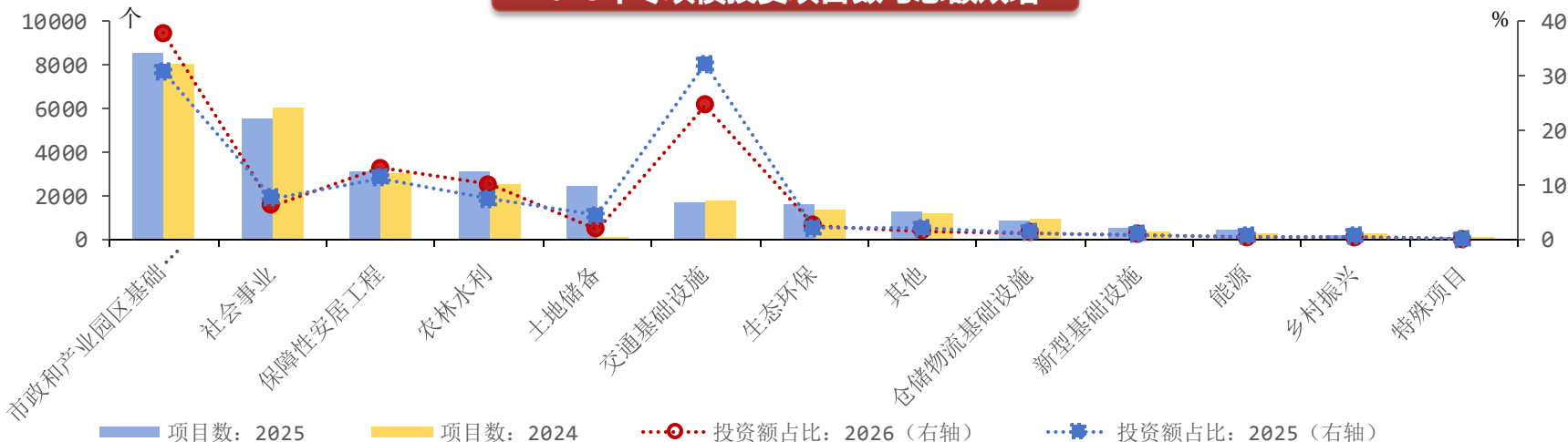
2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

□ 地方政府专项债新增限额保持平稳，重点支持三大领域。2026年，地方政府专项债新增限额为4.4万亿元左右，与2025年持平。重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等，单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，继续向投资项目准备充分、资金用得好的地方倾斜，自审自发试点继续完善。截至2026年3月初，新增地方专项债已发行9023.78亿元，进度快于去年同期，地方特殊再融资专项债自2024年四季度大规模发行后，发行量逐季回落，2026年一季度有所回升，截至2026年3月2日，一季度特殊再融资专项债发行量已达7959.11亿元，今年遏制违规新增隐性债务的力度会进一步加大。

2023-2026年地方专项债发行进度



2025年专项债投资项目数与总额双增



2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

- “适度宽松”的货币政策基调延续，结构性工具加大精准滴灌力度。2025年末以来，央行政策的调控重心从“落实落细”转向“灵活高效”运用多种工具，发挥增量与存量政策的集成协同效应。政策聚焦科技、绿色、普惠等，金融“五篇大文章”，在年度重要工作目标中，提出“建设强大的中央银行”，这也是六个强大的第二项。

2025.12

中国人民银行党委召开会议 传达学习中央经济工作会议精神（12.12）

完善中央银行制度，**建设强大的中央银行**，继续实施适度宽松的货币政策，**加快推进金融供给侧结构性改革**，防范化解重点领域的金融风险，维护金融稳定，稳步推进金融高水平开放，**维护国家金融安全**

2026.1

2026年中国人民银行工作会议

2026年继续实施好适度宽松的货币政策，**灵活高效**运用降准降息等**多种货币政策工具**，提升金融服务实体经济高质量发展质效，稳妥化解重点领域金融风险，持续深化金融改革和对外开放，积极推动全球金融治理改革（**统筹开展多双边货币金融合作**），进一步提升金融管理和服务能力

2026.3

全国两会（3.4-11）

2026年继续实施适度宽松的货币政策，把促进经济稳定增长、**物价合理回升**作为货币政策的重要考量，**灵活高效运用降准降息等多种政策工具**，优化创新结构性货币政策工具，**适当增加规模**，完善实施方式

2025年四季度货币政策执行报告要点聚焦

政策目标

将“促进经济稳定增长、物价合理回升”作为货币政策的重要考量，并强调“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”

融资成本

目标从“推动下降”调整为“促进低位运行”，更注重在维持银行体系健康性的前提下，保持融资成本处于对经济复苏有利的低位环境

集成效应

强调“发挥增量政策和存量政策集成效应”，未来政策发力点不仅是推出新的工具，更要注重与现有政策的协同配合

灵活施策

明确“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，为总量工具的使用定调，表明央行将根据经济形势，在关键时点精准发力

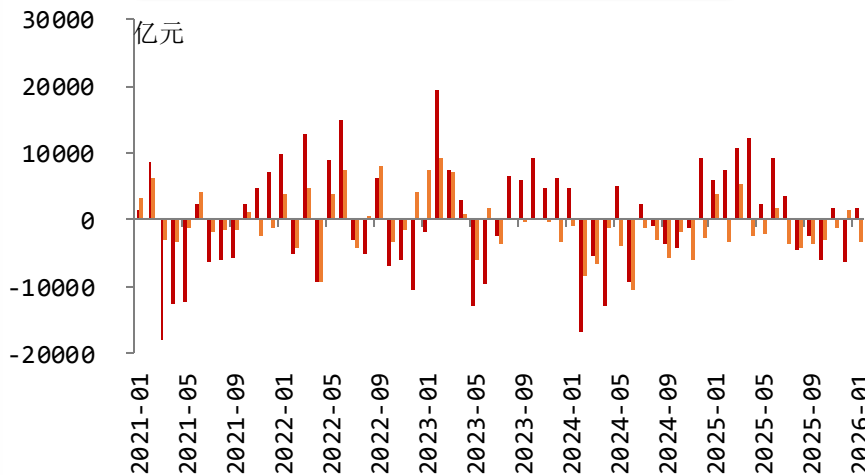
财金协同

将“加强货币政策与财政政策协同”提升至新高度，标志着宏观政策调控从货币单兵突进转向更注重部门联动与协同

2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

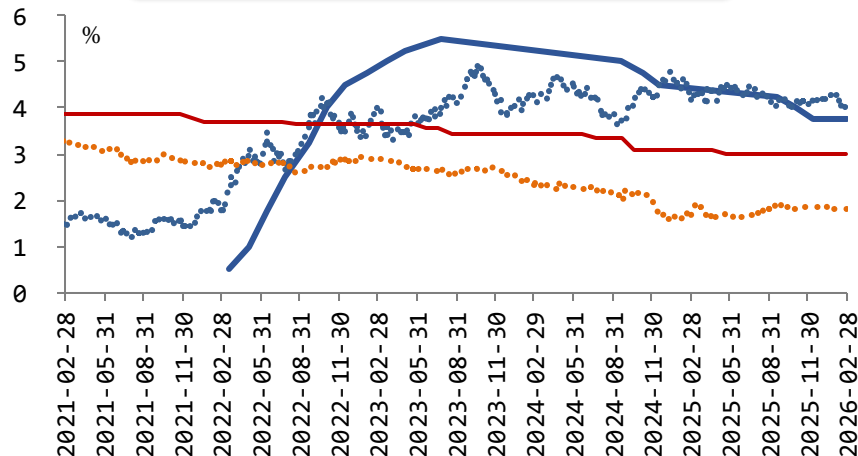
- **社融“开门红”主要受政府债支撑，信贷意愿仍有待提振。**从社融存量看，2026年1月，社融存量同比增长8.2%，增速低于2025年的8.3%。从社融增量看，2026年1月社会融资规模增量为72200亿元，同比多增1654亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加49000亿元，再度转为同比少增，同比少增3194亿元。2026年1月社融同比多增主要因政府债券融资基数走低（或与春节错位有关），2026年1月政府债融资转为同比多增。但新增人民币贷款同比再度转为少增，说明实体经济信贷意愿仍不足。
- **2026年下半年降准降息仍具可能性，新型政策性金融工具额度有望增加。**2026年美联储大概率在下半年再次启动降息，为我国货币政策宽松提供外部环境，且国内经济稳增长的诉求也在上升，**降准、降息仍有可能性，启动时点可能在下半年，预计幅度分别在25bp、10bp左右。**2025年10月底，5000亿元新型政策性金融工具全部投放，投放速度较快，2026年计划发行新型政策性金融工具**8000亿元**，较2025年增加3000亿元，带动更多社会资本参与投资。

新增人民币贷款仍同比少增



■ 中国：社会融资规模：当月值：同比增加
■ 中国：社会融资规模：新增人民币贷款：当月值：同比增加

中美政策和市场利率走势

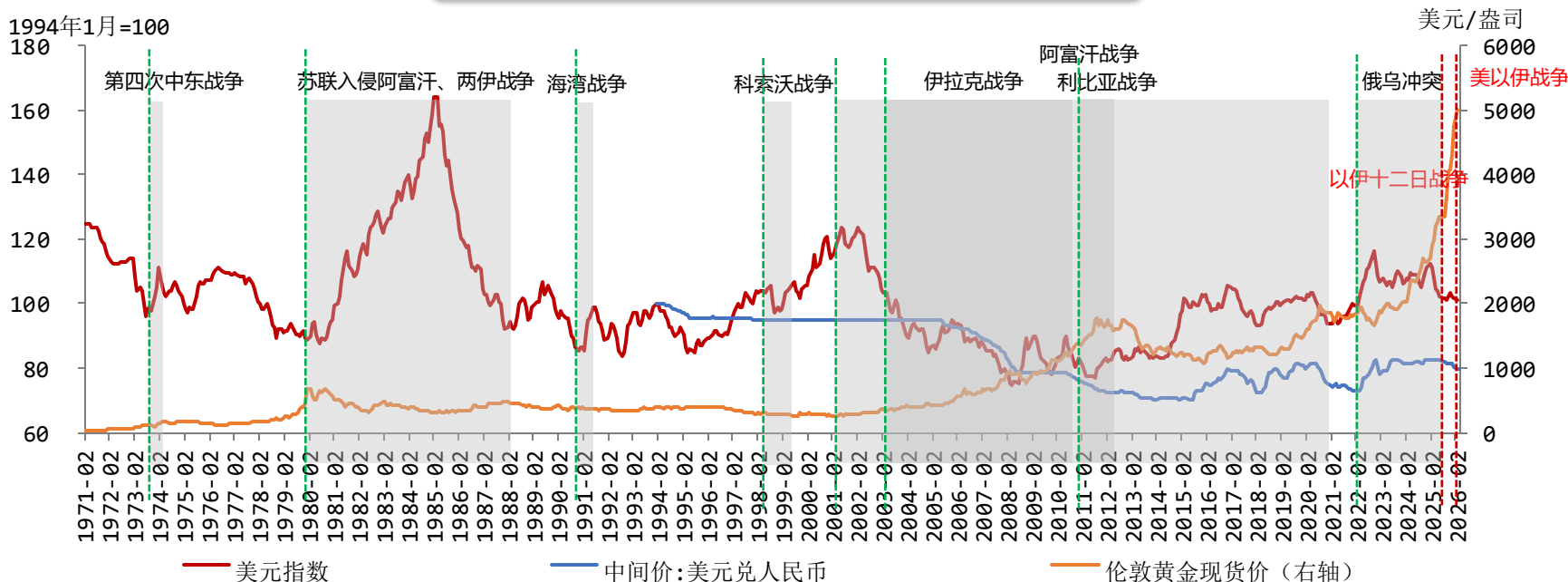


— 美国：联邦基金目标利率
●●● 美国：国债收益率：10年
— 中国：贷款市场报价利率(LPR)：1年
●●● 中债国债到期收益率：10年

2 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

- **企业结汇浪潮下人民币快速升值，央行出手干预升值斜率。**2026年春节前人民币升值与出口企业大规模结汇需求有关，节后叠加美国IEEPA关税判定无效，市场预期将进一步增大企业结汇需求，加之近期国内A股走势优于美股，对外资也有一定吸引力。央行决定自2026年3月2日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0，短期将平缓人民币升值的斜率，但中期来看这一工具干预效果有限，目前市场预期美联储下半年开启新一轮降息，美元汇率贬值周期尚未结束，人民币或将延续温和升值态势。
- 1970年以来，地缘政治冲突爆发之后黄金价格通常在短期1-2个月内快速冲高，冲突缓和后金价涨幅回吐，但在2001-2011年间一系列地缘事件接连发生，驱动金价持续上涨；地缘冲突对美元和人民币汇率的影响可能取决于该事件是否导致了油价的快速上涨，若油价推升通胀预期，并修正美联储政策预期，美元指数通常走高，人民币相应走贬。

地缘冲突事件对黄金、美元和人民币的影响



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

目 录

◆ 平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色

◆ 稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度

◆ “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

◆ 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

- **立足“十五五” 开局节点，打造现代化产业体系。**2026年1-2月，习近平主席通过集体学习、考察慰问、主持召开重要会议等形式，对“十五五” 开局之年的重点工作进行战略部署。聚焦科技自立自强、强调发展未来产业，实现产业体系整体跃升。

2026年1月以来习近平主席重要活动及讲话

2026.1.20

习近平在省部级主要领导干部学习贯彻党的二十届四中全会精神专题研讨班开班式上发表讲话

- ◆ 我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。建设现代化产业体系、实现产业体系整体跃升，坚持以国内大循环为主体，正确处理消费和投资、需求和供给的关系

2026.1.30

习近平主持中共中央政治局第二十四次集体学习

- ◆ 站在推进强国建设、民族复兴伟业战略高度，立足客观条件，发挥比较优势，坚持稳中求进、梯度培育，推动我国未来产业发展不断取得新突破。中国信息通信研究院余晓晖同志就这个问题进行讲解，提出工作建议

2026.2

春节前夕习近平在北京考察并慰问基层干部群众

北京国家信创园：“十五五” 开局之年的首次地方考察（2.9）

- ◆ 详细了解信息技术创新应用等情况，仔细察看人工智能、机器人等科技创新成果展示，建设社会主义现代化强国，关键在科技自立自强

考察北京“吾老·新街”养老服务街区（2.10）

- ◆ 各级党委和政府要统筹各类资源，推动养老服务扩容提质、持续发展，努力为老年人安享幸福晚年创造更好条件

2026.2.27

习近平主持中共中央政治局会议

- ◆ 要统筹国内国际两个大局，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力

www.swsc.com.cn

3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

- 2026年全国“两会”重点强调了培育壮大新兴产业和未来产业，重点提及的未来产业包括：未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G等未来产业，与2025年政府工作报告相比新增提出“未来能源”和“脑机接口”两大产业方向。这也是今年产业发展需要关注的增量政策重点。
- 地方“两会”发力重点产业，服务、创新、内需是三大重点。各省2026年工作安插词频统计结果显示：“服务”高居榜首，提升公共服务效能、优化营商环境、增强民生福祉置于首要位置，其中“公共服务”、“养老服务”等关注度较高；“创新”和“科技”分别位列第二和第三，创新驱动战略的核心地位显著。“人工智能”、“量子科技”、“生物制造”等前沿领域被多省份重点提及；“消费”和“投资”词频也较高。与2025年相比，2026年各地工作重点有所调整：“服务”经济和“以人民为中心”的服务型建设的重要性上升，同时科技、安全、城市更新、文化、教育的重要性提升。

各省市2026工作重点高频词



2025年和2026年各省市排名前十的词频对比

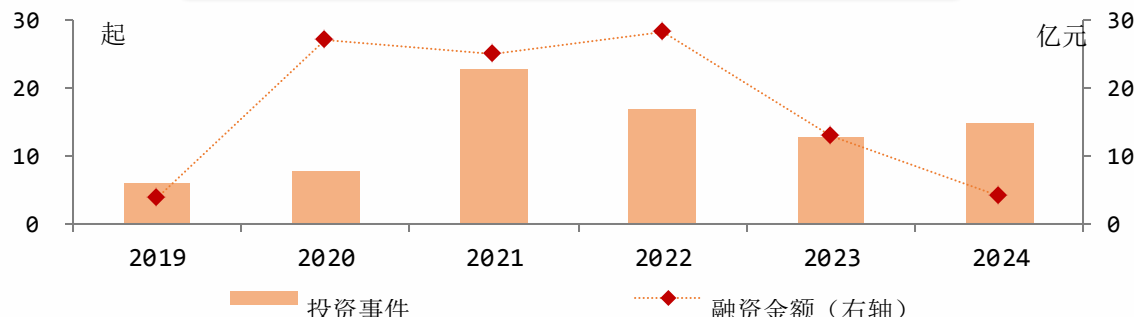
排序	2026	词频	2025	词频
1	服务	1198	创新	427
2	创新	809	消费	345
3	科技	550	绿色	300
4	消费	535	科技	196
5	安全	486	农业	194
6	生态	465	现代化	192
7	城市	457	生态	163
8	文化	454	旅游	136
9	投资	450	工业	109
10	教育	383	数据	105

3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

□ “空气蛋白”是一种通过微生物发酵技术，利用空气中的二氧化碳、氮气、水和能源生产的可食用蛋白质，主要将特定的微生物作为“细胞工厂”，在生物反应器中喂养上述气体和能量，微生物以此为营养生长并合成蛋白质，最终收获、加工成富含蛋白质的粉末。根据智研咨询，2023年，中国合成生物学市场规模为79.4亿元。其中，农业领域市场规模为36.1亿元；食品领域市场规模为9.2亿元。

□ 2021年10月，中国农业科学院饲料研究所表示，我国在国际上首次实现从一氧化碳到蛋白质的合成，已经形成万吨级的工业生产能力，获得首个饲料和饲料添加剂新产品证书。2022年5月，国家发展和改革委员会印发《“十四五”生物经济发展规划》，明确提出发展合成生物学技术，探索研发“人造蛋白”等新型食品，实现食品工业迭代升级，降低传统养殖业带来的环境资源压力。

中国生物合成行业投融资情况

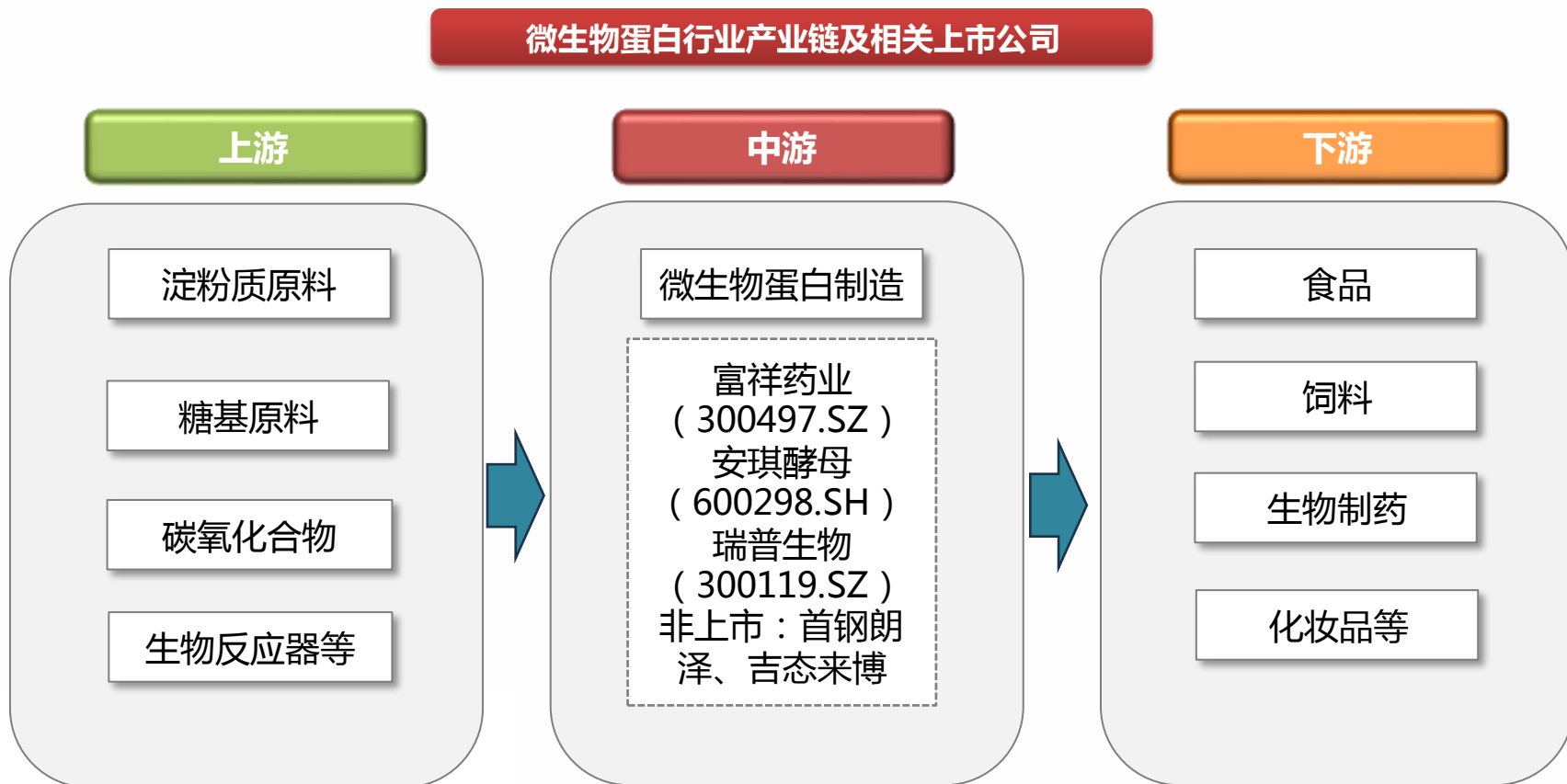


近期关于替代蛋白的政策文件

日期	省市/部门	文件	涉及内容
2026-02	黑龙江省	《黑龙江省支持生物制造产业高质量发展若干政策措施》	鼓励开发特殊医学用途配方食品、保健食品、 微生物蛋白 、益生菌、植物基替代蛋白、功能糖、天然提取物等新食品及配料。
2026-01	广东省	《广东省推动生物制造赋能制造业的若干措施》	重点支持 微生物蛋白 、功能性益生菌、植物基替代蛋白等新食品原料，新型酶制剂、天然提取物等食品添加剂新品种，以及生物基包装材料等食品相关产品新品种的安全性评估与功能验证。
2025-11	山东省	《山东省现代食品产业科技创新行动计划（2026—2028年）》	研究菌群动态规律，突破多模态传感与AI建模优化技术，建设智能化连续发酵平台，研究开发功能糖醇、水溶性胶体、 替代蛋白 、益生菌的智能化制造技术装备。
2025-05	北京市平谷区	《北京市平谷区加快 替代蛋白 产业创新发展行动方案（2025—2027年）》	到2027年，形成引领全球的替代蛋白颠覆性技术2-3项，开发不少于8项自主知识产权的微生物蛋白专利菌株（藻种），布局不少于3个替代蛋白研发创新平台、2个吨级中试放大工艺平台，新增获批新食品原料1-2项、替代蛋白创新产品10个。
2025-04	农业农村部	《养殖业节粮行动实施方案》	支持 乙醇梭菌蛋白 等以一碳气体为原料合成的微生物菌体蛋白扩大产能。

3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

- 微生物蛋白产业链上游包括生物质原料和生物反应器制备商、技术平台合作商等，生物质原料包括葡萄糖、淀粉、合成气、二氧化碳等低成本材料；中游以产品制备为主，包括基因测序、菌种筛选、发酵过程控制、以及蛋白质提纯等流程，上市公司多集中于这一环节，包括富祥药业、安琪酵母等，瑞普生物近期也宣布布局微生物菌丝蛋白项目；下游目前主要应用于食品和饲料中。



3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

- 氢能是未来国家能源体系的重要组成部分，截至2024年底，全国氢气产能超5000万吨/年，同比增长约1.6%，其中，煤制氢产能约2800万吨/年，天然气制氢产能约1080万吨/年，工业副产氢产能约1070万吨/年，电解水制氢产能约50万吨/年。2025年我国绿氢产能已经突破26.5万吨/年，稳居全球第一。
- 成本对比来看，我国煤制氢的成本约为8.68元/kg（假设煤价为500元/吨），天然气制氢的成本为22.27元/kg（假设天然气价格为3.72元/m³），焦炉煤气制氢成本约为17.97元/kg，电解水制氢中，ALK制氢的成本为33.37元/kg，PEM制氢的成本为50.97元/kg，其中电力成本是最主要的成本项，之后若可再生能源发电成本降低，电解水制氢成本有望持续下降。

不同制氢路线成本比较

项目		制氢成本（元/kg） 假设电价为0.6元/kWh
煤制氢		8.68
天然气制氢		22.27
电解水制氢	ALK制氢	33.37
	PEM制氢	50.97
焦炉煤气制氢		17.97

政府工作报告对于氢能的表述

全国/省市	2026年政府工作报告中提及“氢能”的表述
全国	设立国家低碳转型基金,培育 氢能 、绿色燃料等新增长点
北京	做强 氢能 、储能、节能环保等一批绿色产业,运用先进低碳技术推动传统产业绿色转型
江苏	培育发展量子科技、生物制造、 氢能 、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等前沿性未来产业
福建	大力发展新型电池、生物制造、 绿色氢能 、具身智能等。实施制造业重点产业强基提质行动
广东	进一步加强未来产业布局,大力发展第六代移动通信、具身智能、细胞与基因治疗、脑科学与脑机接口、 氢能及先进核能 、深海探测、量子科技等重点细分产业
海南	加强创新场景培育建设,推动生物制造、 氢能 、脑机接口、具身智能等未来产业落子布局、加快发展
山西	高效开发利用地热能、生物质能、 氢能 、绿氨绿醇
安徽	加速布局量子科技、生物制造、 氢能和核聚变能 、脑机接口、具身智能、第六代移动通信、前沿材料、新一代半导体、深空探测、生命科学等十大未来产业
湖北	前瞻布局具身智能、量子科技、6G、合成生物、 氢能和核聚变能 等未来产业
内蒙古	建设包头 氢能 装备制造产业园、鄂尔多斯制氢装备检验检测实证平台
四川	培育新型储能、 氢能 制造业集群
西藏	前瞻布局第六代移动通信技术、量子科技、生物制造、 氢能和核聚变能 、脑机接口、具身智能等产业
甘肃	稳步推进绿电制氢制氧试点,积极探索 氢氧 产业发展路径
辽宁	打造河西“ 绿氢 走廊”
吉林	促进 绿氢 氨醇全链条发展,推进醇氢新能源汽车整车项目,规划建设赤峰至锦州输 氢 氨醇管道,打造东北亚绿色船燃储运加注中心,争创国家 绿色氢能 及 氢基能源 基地
黑龙江	做强 绿电 、 绿氢 、绿色化工和装备制造全产业链,扩大“ 绿电 直连”“ 以绿制绿 ”规模,推动“ 绿氢+ ”产业发展
	打造 氢能 、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等新经济增长点

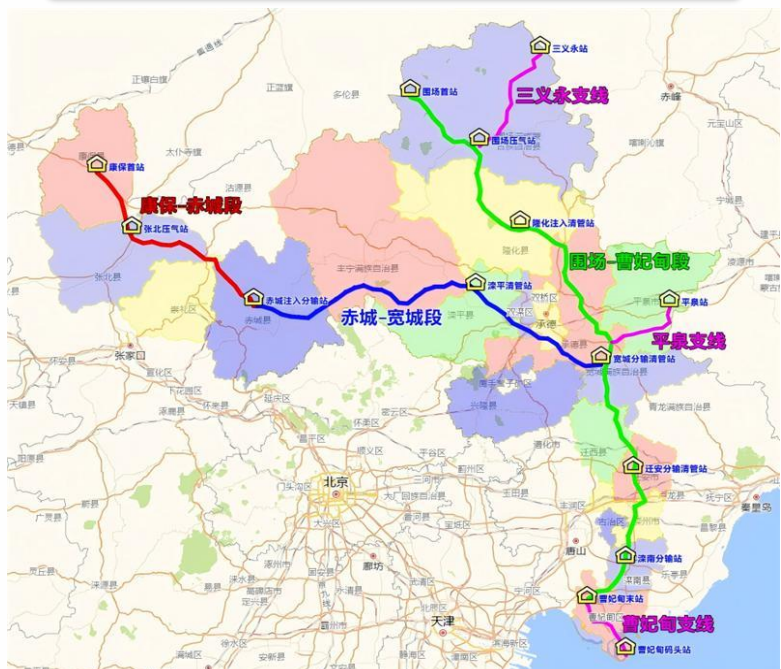
www.swsc.com.cn

数据资料来源：《不同制氢路线的经济性分析及比较》，全国和省市政府工作报告，西南证券整理

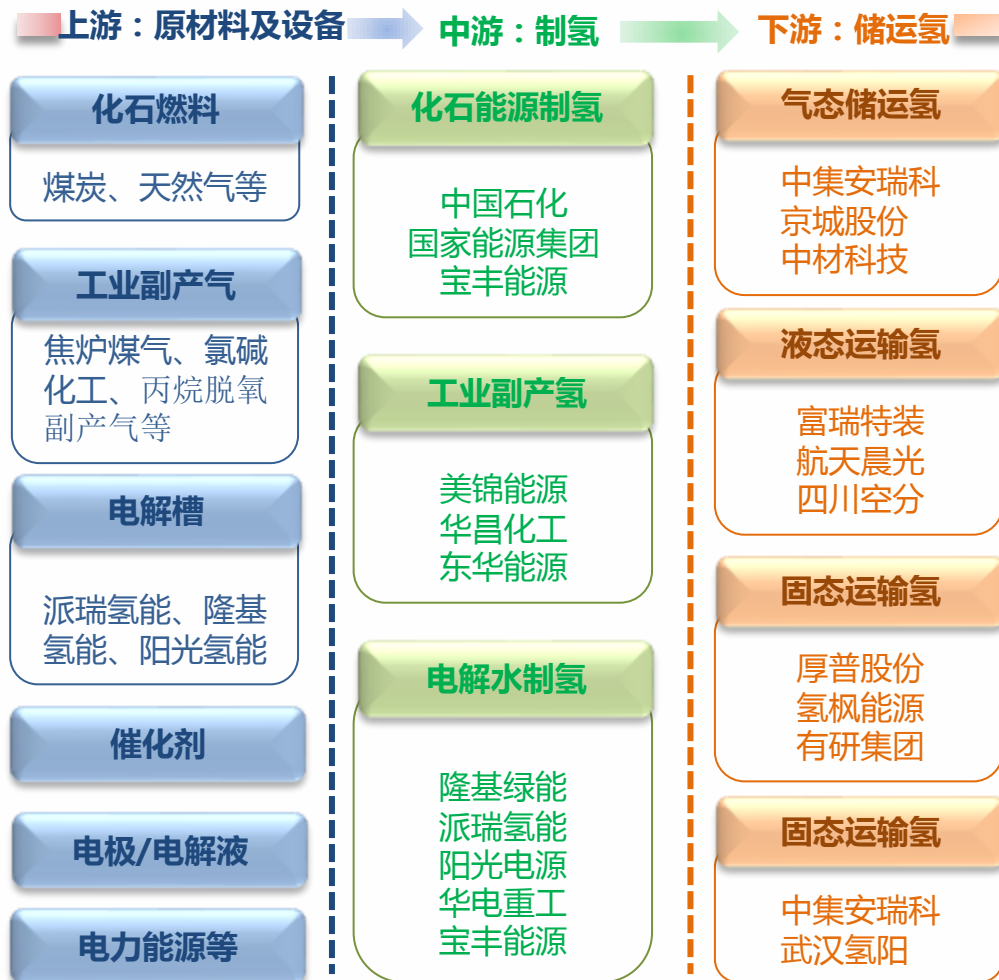
3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

- 全国首条跨省绿氢管道内蒙古段获批。**
 2025年7月，内蒙古乌兰察布市至京津冀地区氢气输送管道示范工程内蒙古段正式获批，为国内首条跨省长距离、大规模绿氢管道项目，项目建成后将有效降低绿氢运输成本，进一步促进绿氢消纳，助力内蒙古氢能“制储输用”全产业链建设。该项目全长约1132公里，一期输氢规模达10万吨/年，远期规划提升至50万吨/年。

康保至曹妃甸氢气长输管道线路示意图



氢能源行业上、中、下游产业链



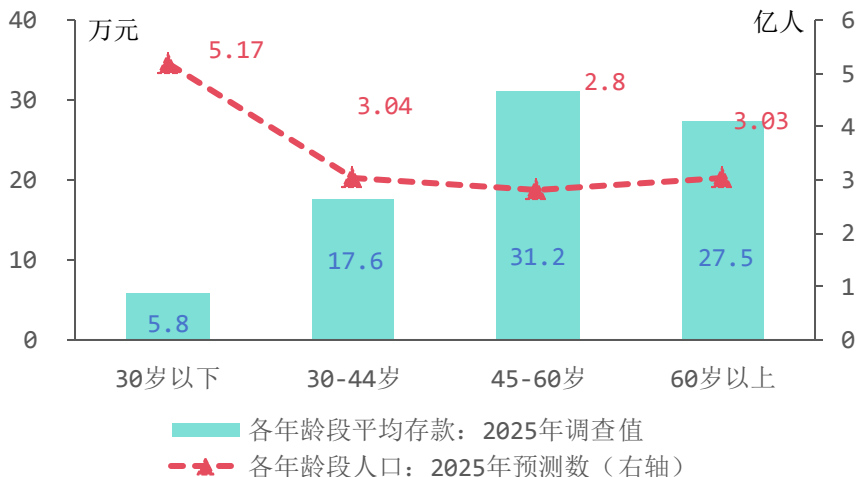
www.swsc.com.cn

资料来源：中商产业研究院，河北新闻网等，西南证券整理

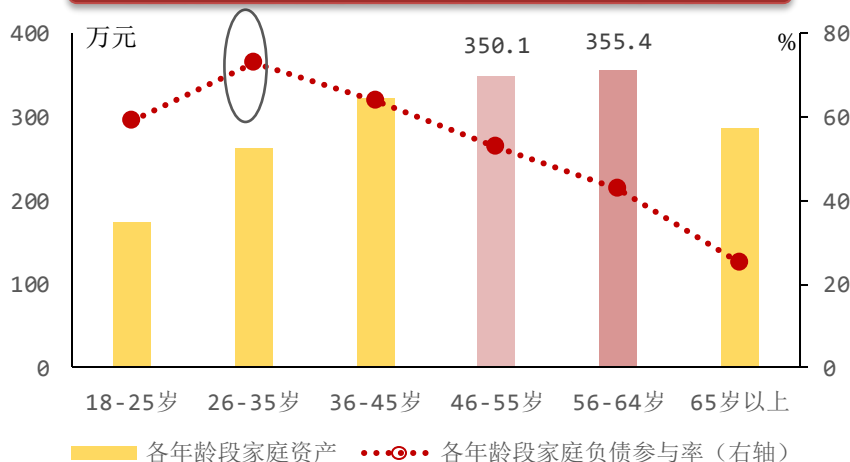
3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

居民存款呈现明显的年龄结构分化，中老年家庭“高资产、低负债”。2025年末，我国60岁以上人口占比23%，已进入重度老龄化社会。中国社科院2025年调查数据显示：45-60岁的人均存款数最多，为31.2万元，其次为60岁以上人口，结合人口数据，45岁以上人口的存款占比约为67.2%，从存款目的来看，35岁之前购房是主要目的，35-50岁子女教育占比最高，且养老医疗准备的占比显著上升至43.8%，50岁后养老医疗的占比总计高达84%。从各年龄段家庭的资产负债结构来看，56-64岁的家庭户均总资产最高，65岁及以上老年家庭负债参与率最低，仅25.1%，中老年家庭风险偏好偏低、以稳健储蓄和保值为主的资产配置行为，将推高居民部门整体的预防性储蓄倾向，直接影响资本市场中长期资金的规模、结构与风险偏好。

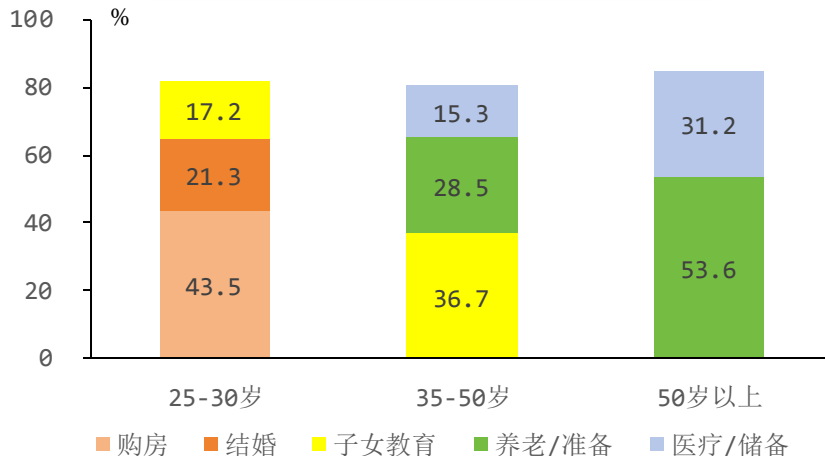
45-60岁人均平均存款额最高



我国各年龄段家庭户均资产和负债参与率



存款目的呈现明显代际差

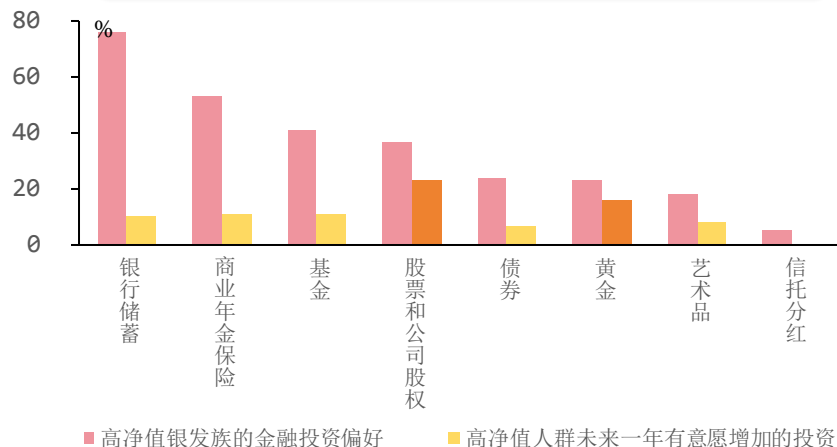


3 “十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局

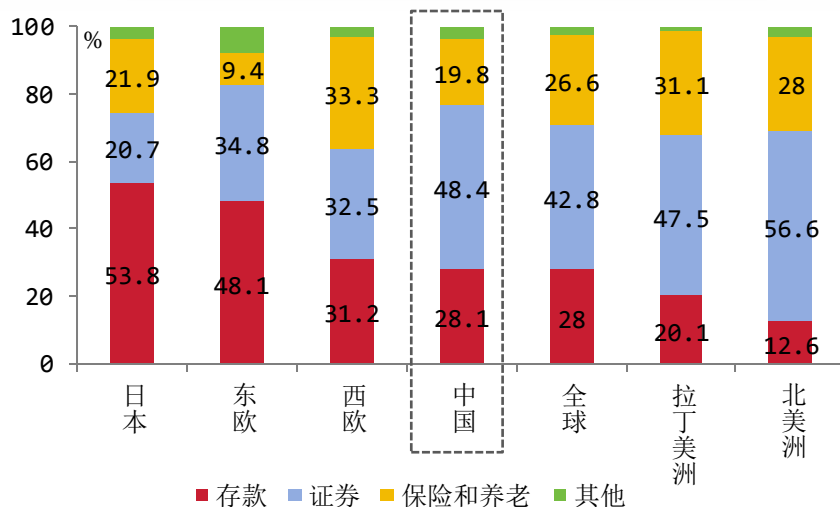
□ **我国高净值银发群体偏好“强保障”配置。**根据胡润百富发布的《2025中国高净值人群品质养老报告》，在我国高净值老年群体的资产配置中，银行储蓄位居首位，体现出重视本金安全、偏好刚性兑付的特征。商业年金保险以53%的选择率位居第二，该产品可提供稳定、可预期的长期现金流，在满足资金安全性的同时，可实现养老资金的跨期匹配与平滑支付。而普通高净值人群，未来一年意愿增加的投资中，股票与公司股权、黄金、基金与商业年金保险的意愿配置占比较高。

□ **老龄化趋势或催生代际资产转移，跨品种型配置有望增加。**2024年日本居民存款占比高于全球平均水平，未来十年日本年轻一代将继承超300万亿日元资产，推动家庭金融资产由储蓄型向投资型转变，这一趋势在高净值及富裕群体中尤为突出。在资产超5000万日元的客群中，27%的金融资产配置于股票及另类投资，遗产规划、跨境投资等需求占比超过60%。2025年中国高净值家庭206.6万户，人群的结构正在从单一的“创富一代”向“新创业一代”、“守业一代”等多元结构演变。从全球来看，截至2024年中国高净值家庭的证券配置占比48.4%，仅低于北美洲，也体现出中国高净值家庭的年轻化特点。在低利率与通胀环境下，高净值老年人群的投资偏好仅依赖储蓄的配置模式或将逐步转变，长期稳健型、抗通胀型、跨品类配置型资产的需求有望持续提升。

高净值银发族对储蓄与保险的偏好显著



世界及各地区居民家庭资产配置情况



目 录

◆ **平稳开局的支撑与亮点：预期变化与实际成色**

◆ **稳中应变，留有空间：优化结构与精准适度**

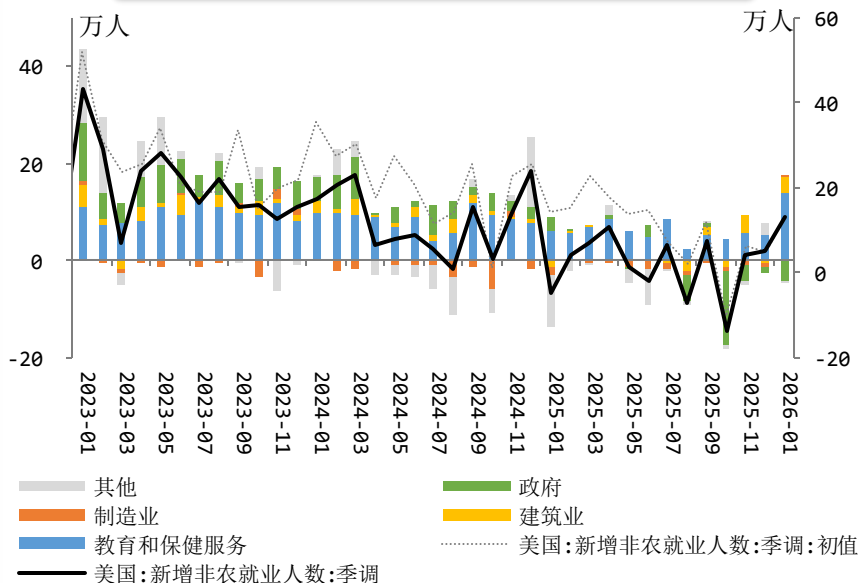
◆ **“十五五” 开局投资聚焦：逻辑推演与重点布局**

◆ **地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察**

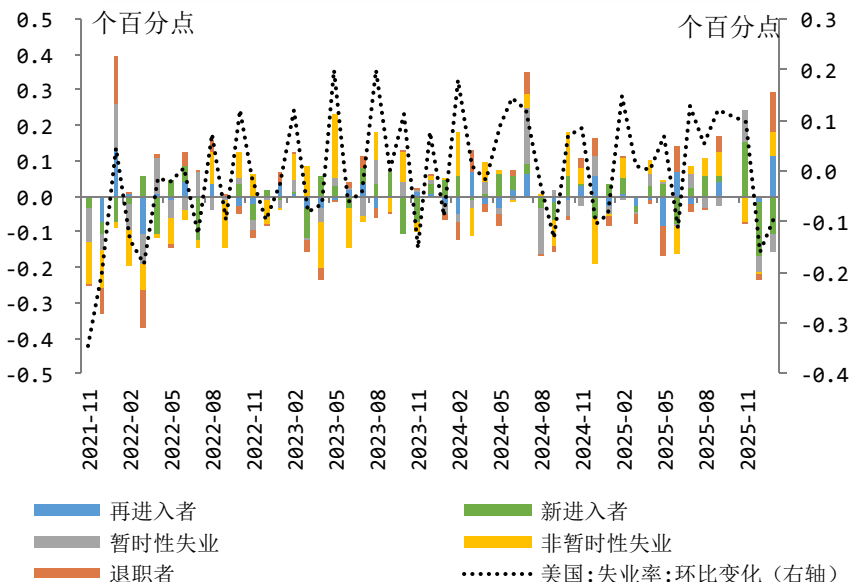
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **美国1月新增非农就业大超预期，失业率小幅回落。**当地时间2月11日，美国劳工部公布数据显示，美国1月新增非农就业13万人，远高于市场预期的6.5万人，失业率意外降至4.3%，低于预期4.4%。与此同时，报告将2025年全年就业增长规模由最初报告的58.4万大幅下调至18.1万，表明去年就业市场的疲软程度远远大于市场预期，月均仅增长1.5万人。
- **这份报告中，BLS对基于ARIMA模型的“出生-死亡”模型进行了修改，将当前样本信息纳入预测。**1月，教育和医疗保健服务行业的“出生-死亡”因子攀升至8.5万人（非季调），或在一定程度上导致该行业新增就业的大幅上升。但如果剔除教育和医疗保健行业的新增就业，其他行业也出现了就业改善的迹象，尤其建筑业和制造业，当月分别新增就业3.3万人和0.5万人。1月失业率回落约0.1pp至4.3%，本月失业率走低主要由再进入者、暂时性失业人数减少的贡献，分别贡献0.11pp、0.05pp，而永久性失业推高失业率约0.07pp。

新增非农就业人数及行业贡献



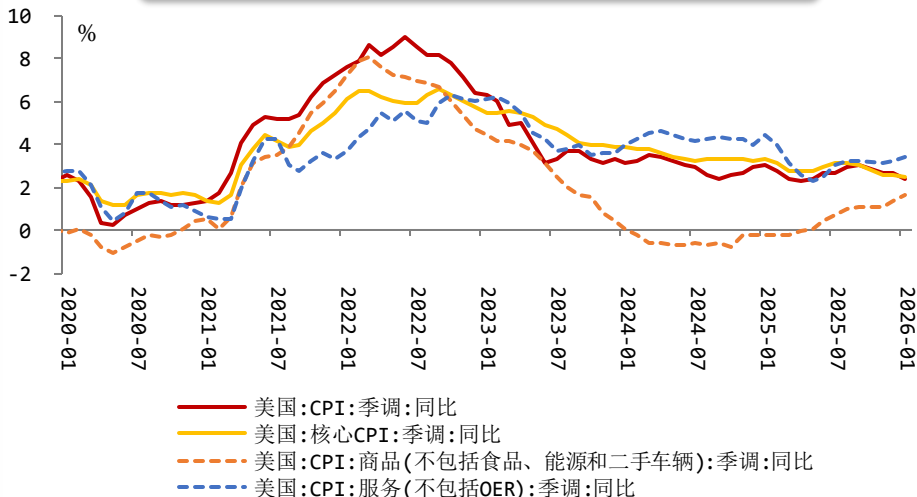
不同失业原因对失业率环比变动的贡献



4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **美国1月通胀低于预期，但超级核心通胀压力并未减轻。**美国1月末季调CPI同比从2.7%回落至2.4%，创2025年5月以来新低，低于市场预期，1月末季调核心CPI同比从2.6%回落至2.5%，创2021年3月以来新低，符合市场预期。但其中剔除业主等价租金（OER）之外的超级核心服务CPI同比却上升至3.43%，剔除二手车的超级核心商品CPI同比也回升至1.6%，说明通胀压力并没有看上去那么乐观。另外，高频数据显示，Manheim二手车价格指数于1月进一步升至210.5，较2025年1月上涨了2.4%，豪华车细分市场继续表现优于整体市场。
- Truflation是一个基于区块链的指数，截至2月12日，Truflation已经降至0.74%，显示美国物价下行压力进一步增大。Truflation与CPI不同之处在于：**（1）加权方式不同**，CPI篮子的权重每年更新一次，Truflation使用每日高频消费数据对权重进行更新，类似于PCE的链式加权方法的加强版；**（2）对住房价格的处理方式不同**，CPI采用OER衡量住房成本，通常滞后于住房市场转折点，Truflation使用的是实际房价，且住房在其中的权重小于CPI；**（3）权重项不同**，食品和交通等在Truflation中权重更高，对短期价格波动更敏感。

1月超级核心服务、商品CPI同比走高



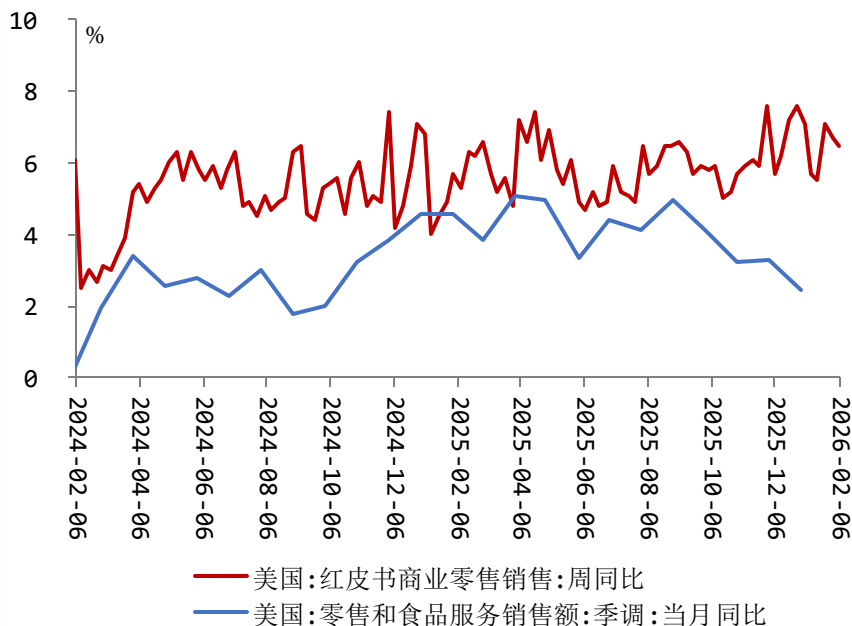
Truflation显示美国物价或将加速下行



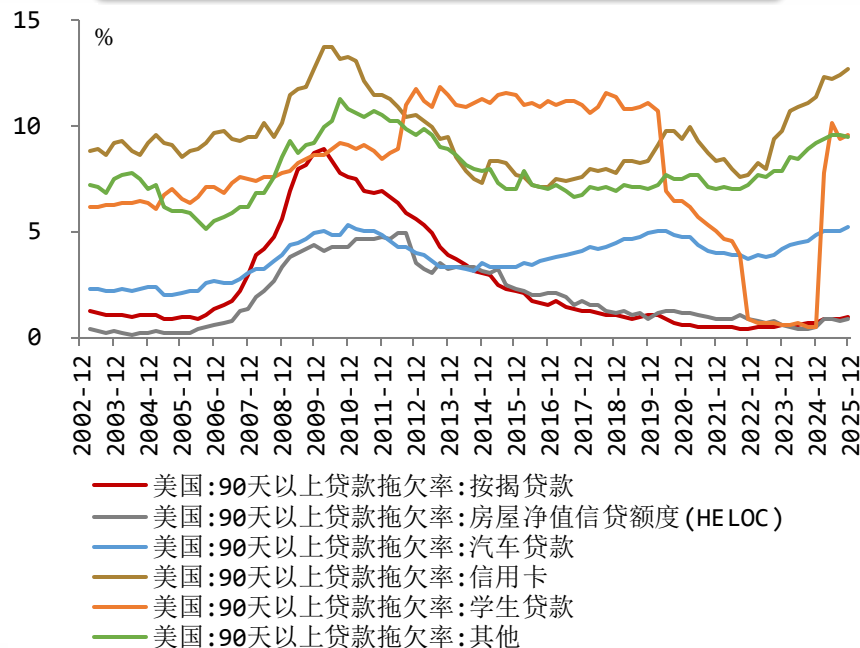
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **美国12月零售数据意外走弱，消费信贷逾期率继续走高。**主要受关税上涨和劳动力市场疲软的影响，美国12月零售销售环比意外走弱，12月未经通胀调整的零售销售额环比增长0%，不及预期的0.4%，低于11月0.6%的增幅。剔除汽车和加油站销售的核心零售销售环比下降0.1%。13个零售类别中8类销售额出现下降，服装店和家具店销售同比下滑，汽车经销商销售也录得下降。但从高频的红皮书商业零售销售来看，2026年2月6日当周零售销售同比增长6.5%，虽较前一周小幅走低0.2个百分点，但仍保持了增长韧性。
- 纽约联储数据显示，2025年第四季度，美国家庭债务总额增长1910亿美元至18.78万亿美元的历史新高，处于逾期状态的比例上升至4.8%，为2017年以来最高水平。抵押贷款和学生贷款的违约率上升，而其他所有类型的债务则保持稳定，信用卡余额、抵押贷款和学生贷款的严重违约率略有上升。

美国12月零售增速走低



90天以上各类贷款拖欠率



4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

□ 当地时间1月31日，特朗普宣布提名凯文·沃什（Kevin Warsh）于2026年5月接替鲍威尔担任美联储主席。

□ 沃什对货币政策的观点主要有：

（1）当前美国通胀是过度的财政支出和货币滥用的结果，所以需要缩减美联储资产负债表；

（2）支持降息，因为AI将带来生产率提升，且如果央行能够大幅缩表，将会抑制通胀，从而为降息打开空间；

（3）联储应减少前瞻指引、联储官员应降低发声频率，反对鲍威尔时期“数据依赖”型灵活的政策决策；

（4）支持在银行领域实施更大力度去监管，认为《巴塞尔协议III》等监管框架过度限制了银行，特别是中小银行的信贷能力。

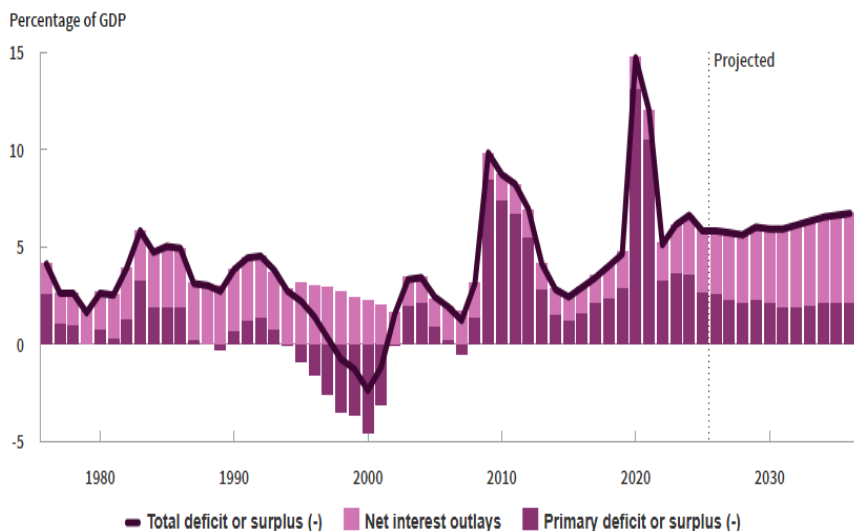
沃什2025年以来对货币政策的表态

日期	来源	凯文沃什对货币政策的表态
2025年11月16日	华尔街日报刊文	美联储应该放弃未来几年滞胀的预测……人工智能将成为一股强大的通缩力量，提高生产率，增强美国的竞争力；美联储应该重新审视导致严重通货膨胀的重大失误……通货膨胀的真正原因是政府支出过多、印钞过多；美联储的规章制度系统性地损害了中小银行的利益，减缓了信贷流向实体经济；巴塞尔协议的最终目标并非美国的最终目标。一个全新的、经过改革的美国监管体系应该使美国成为全球银行开展业务的最佳场所。
2025年10月8日	《巴伦周刊》采访	下一任美联储主席只有彻底改革美联储看待其与市场、经济和政府其他部门关系的方式，才能重塑美联储的信誉。将制定一项新的政策方针，淡化供应链和关税等因素对通胀的影响，转而强调政府支出和货币供应量才是通胀的主要驱动因素。
2025年7月18日	CNBC采访	财政部和美国中央银行之间需要达成一项新的协议，该协议将联邦债务管理与货币政策分开……美联储主席和财政部长能够坦诚而审慎地向市场说明美联储资产负债表的规模目标，财政部可以说明我们的发行计划，那么到本届政府任期结束时，我们的资产负债表将达到均衡水平。

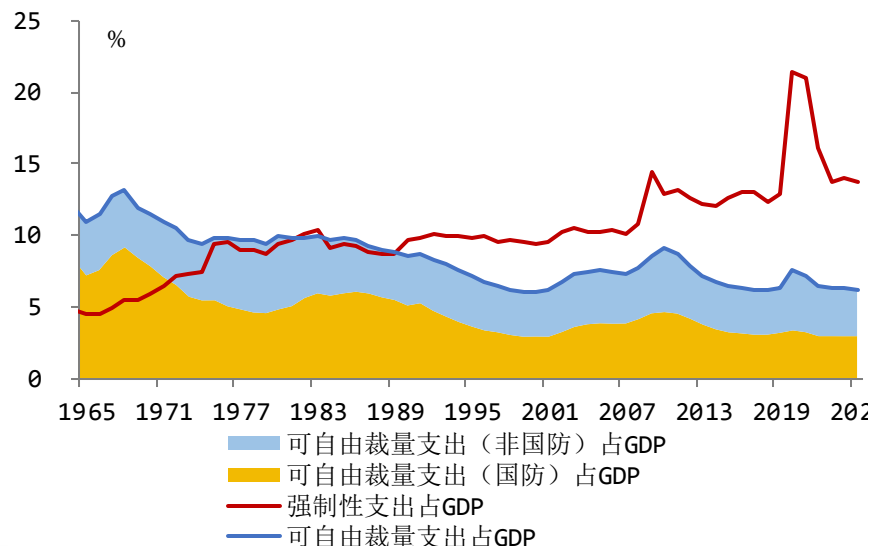
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **美国赤字率将继续攀升，财政净利息支出为刚性成本**，根据国会预算办公室的预测，2026财年的联邦预算赤字为1.9万亿美元，到2036年增长到3.1万亿美元。受净利息成本增长的影响，2026年赤字占GDP的5.8%，到2036年增长到6.7%，剔除净利息成本的赤字2026年占GDP的2.6%，并在2036年前保持低于该水平，2036年为2.1%。根据美国财政部，美国2026财年Q1（2025年10月-12月）财政收入约1.22万亿美元，同比增长13.09%；财政支出约1.83万亿美元，同比增长1.85%，其中净利息支出（2703亿美元）占赤字的比例超过44%。
- 美国财政支出分为强制性支出（Mandatory）和可自由裁量支出（Discretionary），历史上强制性支出占GDP比例不断上升，持续挤占可自由裁量支出的空间。2025年5月，2026财年联邦可支配预算草案中，非国防可自由支配资金将削减1630亿美元，比2025年制定的水平下降23%，而国防开支将增加13%，国土安全全部的拨款将增加近65%，主要用于军队和边境安全等。

利息支出占GDP比将持续上升



财政可自由裁量支出空间愈发狭窄



4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- 在美国最高法院裁决美国政府征收大规模关税违宪后，据耶鲁实验室测算，替代后的平均有效关税税率或将从之前的11.9%下调至5.6%。其中对中国的平均有效关税税率或将从22.8%下降至6.8%。
- **“新关税”在即，122关税或是过渡，301和232关税或将同步推进**：随后特朗普签署一项命令，依据美国《1974年贸易法》第122条，自2026年2月24日起，对来自所有国家和地区的商品加征10%的进口关税，21日，特朗普又宣布税率由10%提升至15%，利好中国、部分拉美和东盟等高关税国家。**与此前援引的IEEPA不同的是**，（1）122条款强调“非歧视性”，无法针对个别国家征收差异化关税；（1）122条款下附加关税税率最高不超过15%；（3）122条款下的新关税最多只能持续150天，除非国会批准延期。此外，特朗普表示可能还将启动301条款以及加强232条款重新实施关税。

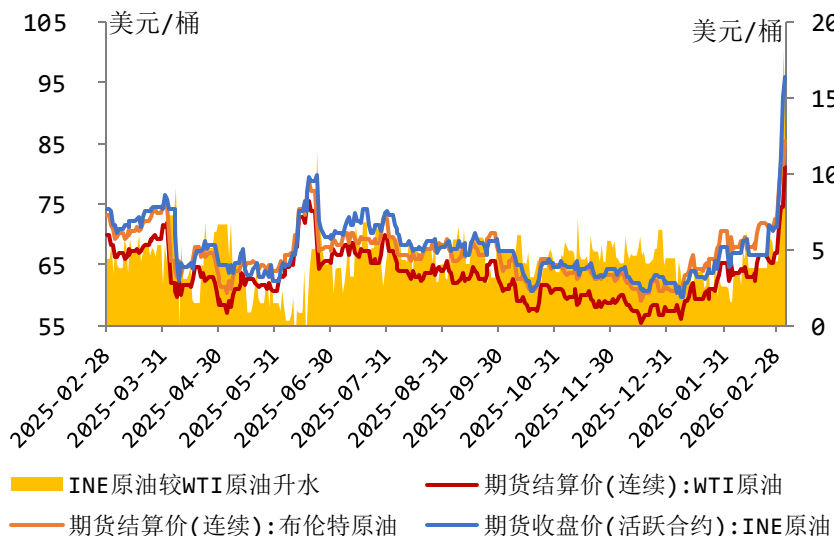
美国不同关税条款的对比

法律条款	核心目的	税率限制	时效限制	行业限制	是否需要调查及调查周期	引用历史
IEEPA (1977)	应对“国家紧急状态”	无限制	随紧急状态持续	无限制	无需调查。签署行政命令即生效	2025年“芬太尼”关税以及对等关税等，2026年2月被美国最高法院裁定不能用于征税
122条款 (1974)	解决国际收支逆差	最高 15%	最多 150天	无限制	无需调查。总统认定存在严重收支失衡即可	1971年尼克松曾使用其前身(TWEA)征收10%附加税
338条款 (1930)	报复“歧视性待遇”	最高 50%	无限制	无限制	无需调查。总统认定事实即可生效	1930年代后基本未被引用过
301条款 (1974)	打击“不公平贸易”	无限制	需定期复审	无限制	需要调查。通常需 6 - 12 个月 (USTR负责)	1980年代对日半导体关税、2018年针对中国开启的贸易战
232条款 (1962)	维护“国家安全”	无限制	长期有效	只能针对特定行业	需要调查。法定最长 270 天 (商务部负责)	2018年钢铝关税，2025年拓展到汽车行业，对半导体行业展开调查
201条款 (1974)	防止产业受损	无限制	4-8年	无限制	需要调查。调查约 120-180天 (USITC负责)	2002年小布什钢铁关税、2018年特朗普对光伏/洗衣机加征关税

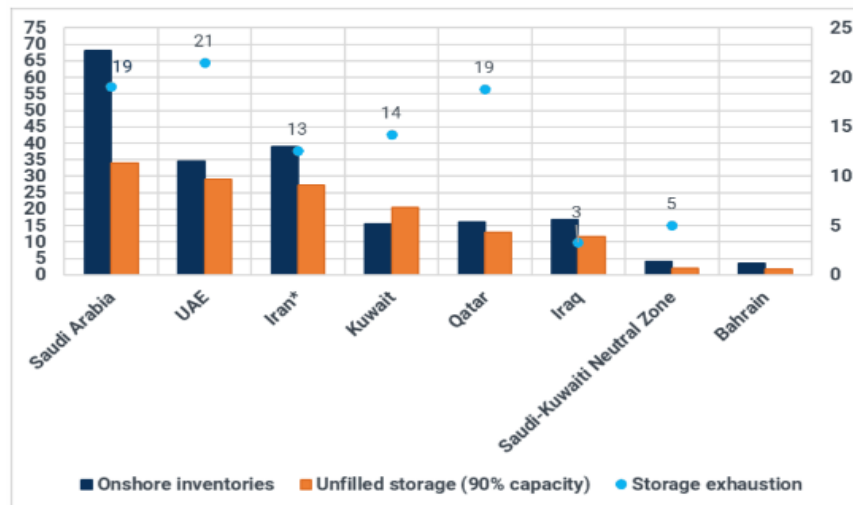
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- 2026年2月，EIA对于2026年一至四季度的石油供给过剩的预期分别约为3.32、3.03、2.68和3.18百万桶/日。由于经济复苏乏力，此前市场预期2026年全球整体的石油仍处于供过于求的状态。然而，由于近期霍尔木兹海峡停运，部分国家由于储油空间有限开始削减产量，例如伊拉克已将石油日产量削减近150万桶/日，若冲突持续可能将扩大至300万桶/日；科威特减产幅度或将扩大至30万桶/日；阿联酋阿布扎比国家石油公司也表示正在管理海上石油产量。
- 受地缘政治事件干扰，大量油轮在海上停留，供应链扰动导致油价短期大幅攀升。Kpler数据显示，每天约有1600万桶石油产品流经霍尔木兹海峡，Vortexa船舶追踪数据显示，3月1日，通过海峡的原油油轮数量降至4艘，自1月份以来，平均每天有24艘油轮通过海峡，目前约有300艘油轮仍停留在海峡内。中东石油运输只有两条主要的替代路线：一是沙特阿拉伯通往红海的东西向管道，二是阿联酋的哈布山-富查伊拉管道，合计输送量为700-800万桶/日，不到霍尔木兹航线正常输送量的一半。

SC原油较WTI原油升水较多



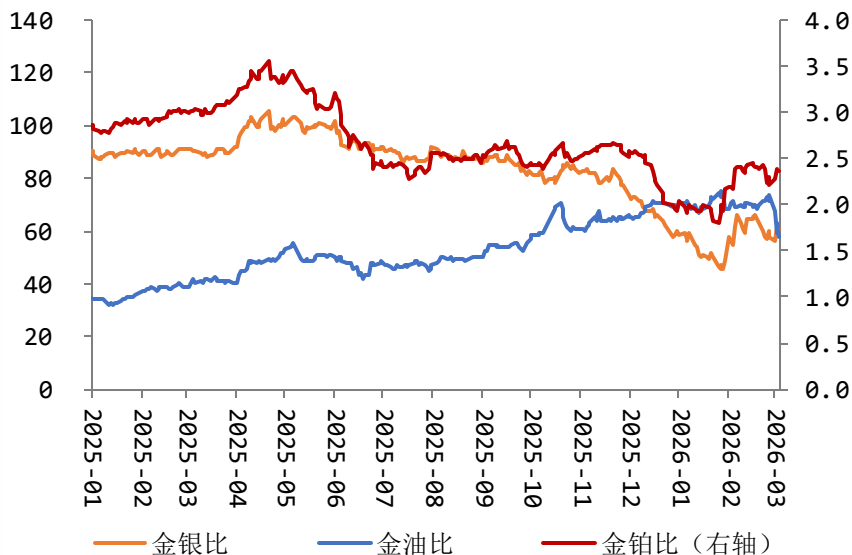
中东海湾国家石油库存（百万桶，左轴）和库存消耗（天，右轴）



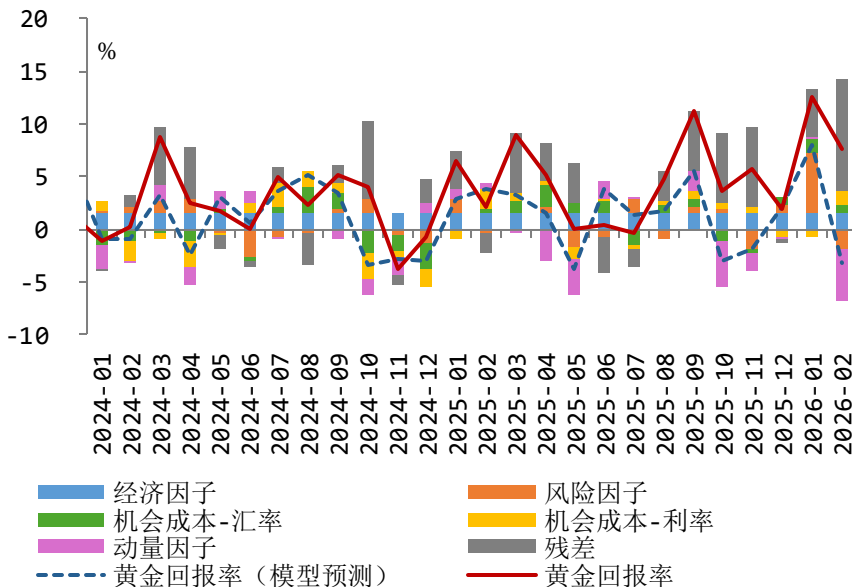
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- 尽管近期伊朗冲突引发原油价格大幅上涨，然而黄金价格在地缘冲突爆发之际却表现平平，或主要因为美元走强、利率预期上升，持有黄金的吸引力减弱。但目前从配置性价比来看，金银比、金铂比均降至2025年以来低位，且近期金油比也大幅回落，若地缘政治冲突缓解，美元指数回落，黄金或仍具备配置价值。
- 世界黄金协会的黄金收益归因模型显示，残差项贡献了今年以来黄金绝大多数涨幅。黄金1月、2月回报率分别为12.5%和7.6%，残差项分别贡献了涨幅中的4.4%和10.7%，除此之外1月份黄金的大幅上涨也和风险因素相关（委内瑞拉、伊朗等），贡献了涨幅的5.7%，2月份回报率下滑主要因为动量因素，更多是技术性回调。

金银比、金铂比、金油比近期走势



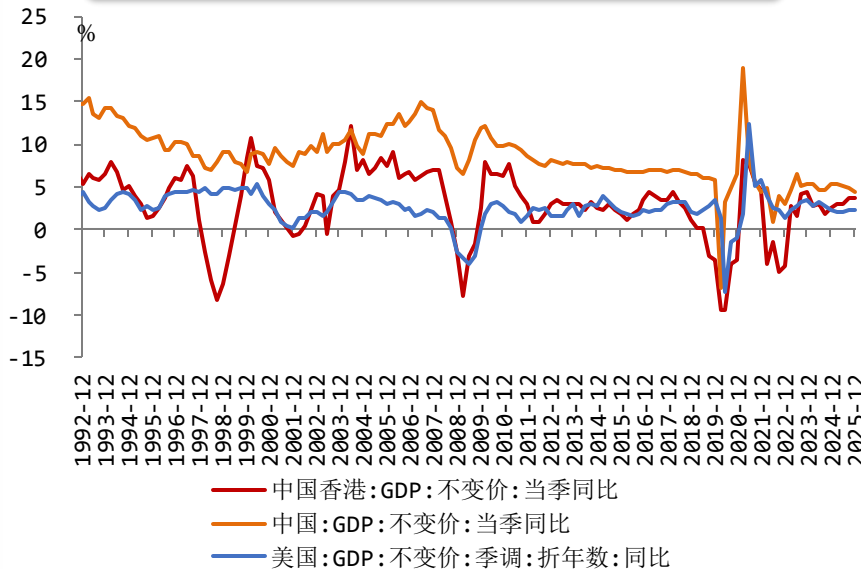
黄金收益归因模型



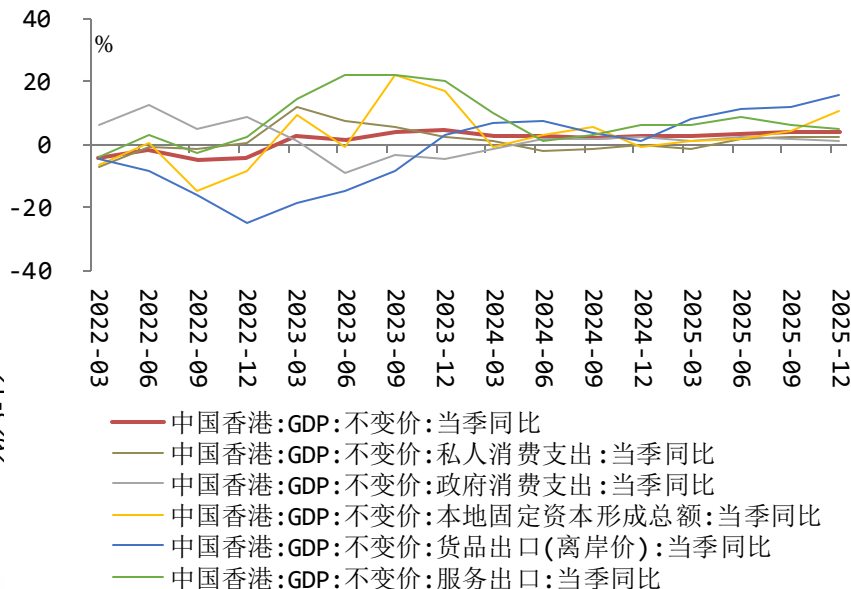
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **中国香港经济受中国内地以及美国周期波动的影响**，近年来中国香港与中国内地的贸易、投资等方面的联系日益密切，但由于美国是全球商品最终销售目的地，其需求波动也会影响全球经济，加之香港实行联系汇率制度，更易受美国经济周期和货币政策变动的冲击。IMF论文指出，中国香港商业周期波动受美国的暂时性冲击更加明显，但中国内地的永久性冲击对中国香港经济的趋势增长影响更大。
- **中国香港经济提速向前，出口和投资是主要贡献**。1月30日，中国香港特区政府统计处数据显示，2025年中国香港全年GDP同比实质上升3.5%，连续第三年保持增长势头，第四季度实际 GDP 同比增长3.8%。主要得益于全球对人工智能电子相关产品的需求旺盛，出口强劲增长，货品出口总额及货品进口同比分别上升12.0%及12.6%。美联储降息也提振居民和企业信心，投资和私人消费增速稳中有升，增速分别为4.5%和1.6%，均较2024年回升。

中国香港与中国内地和美国经济周期波动



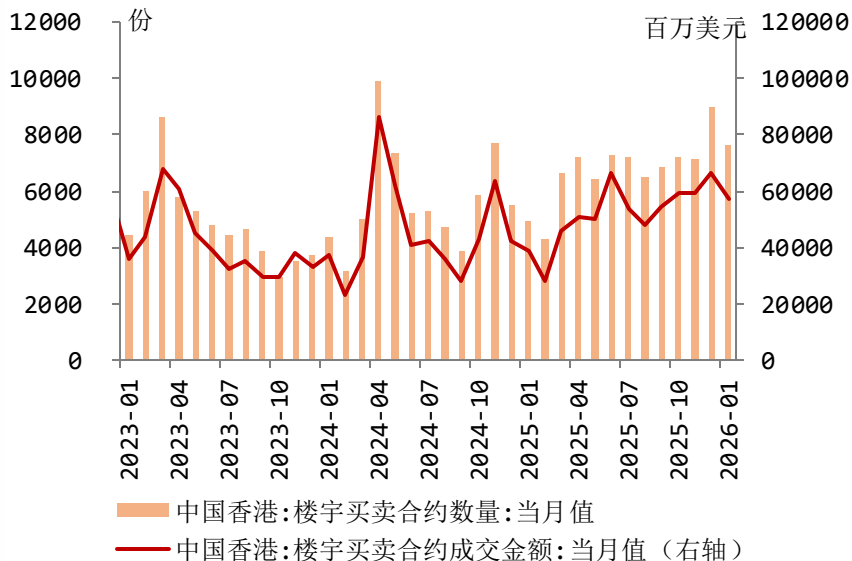
中国香港GDP及分项走势



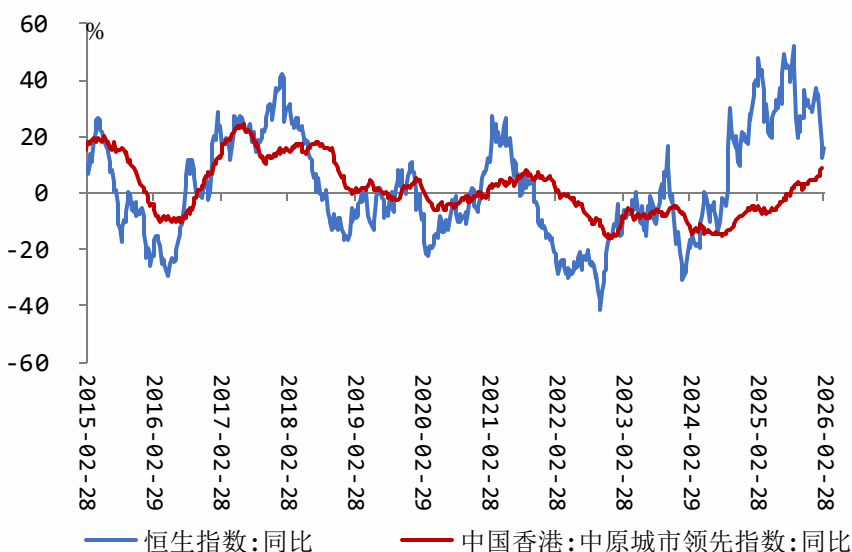
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **三方面因素驱动2025年中国香港楼市“量价齐升”**。据香港中原地产统计显示，2025年，全港住宅楼宇买卖登记共约6.28万宗，总金额约5198亿元，同比增幅分别为18.3%、14.4%，均创下自2021年以来的4年新高。根据官方物业估价署数据，2025年全年香港私人住宅售价指数同比上涨约3.25%，连续数月平稳上升。
- **香港楼市复苏主要得益于三方面因素**：（1）2024年2月香港全面取消楼市调控；（2）推出多项人才引进措施，内地居民赴港购房活跃度大幅上升；（3）2025年5月初，由于港元大幅升值触发“强方兑换保证”，金管局卖出港币推动HIBOR大幅下行，购房资金成本显著降低，扩大“供平过租”的现象。短期来看，HIBOR自8月后反弹，尽管近期HIBOR仍在走低，但距离去年5-8月低位仍有空间，且香港金管局近期也表示银行进一步降低最优惠利率的空间有限，或将抑制香港楼价快速上行。此外，恒生指数走势对楼价同比增速有2-3个月领先性，去年10月以来恒生指数增长也有所放缓，或传导至香港楼价的短期波动。

2025年中国香港楼市量升价涨



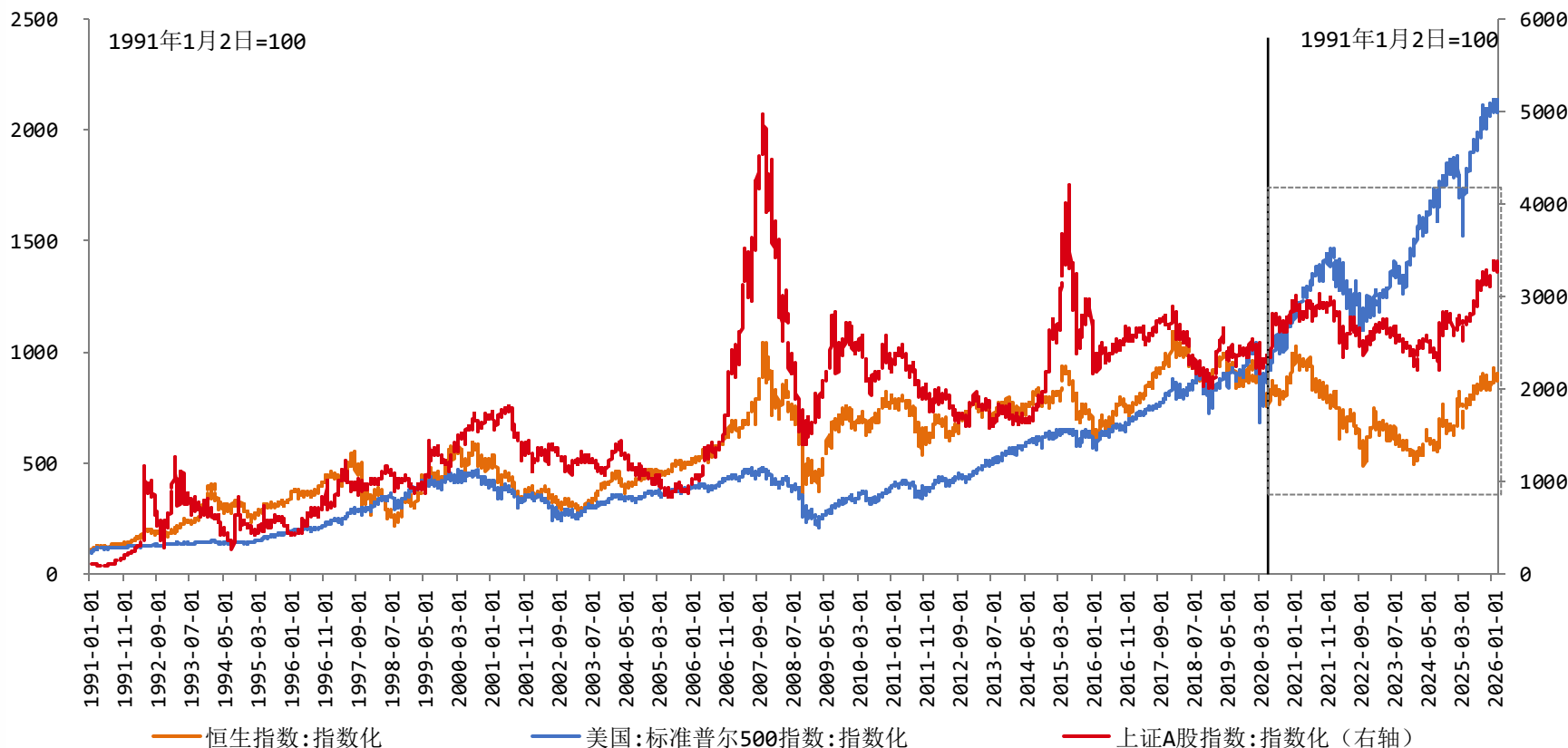
恒生指数走势通常领先中国香港楼价



4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- 历史上看，由于港股市场国际投资者参与度更高，且联系汇率制度使得中国香港的利率与美联储货币政策高度相关，恒生指数走势与美股相关性强于A股，但2020年后，恒生指数与上证A股的相关性明显提升，与标普500指数相关性大幅下降，或因内地资金通过港股通等流入香港市场，外资占比下降，港股市场开始更多反映内地资金行为逻辑与风险偏好。

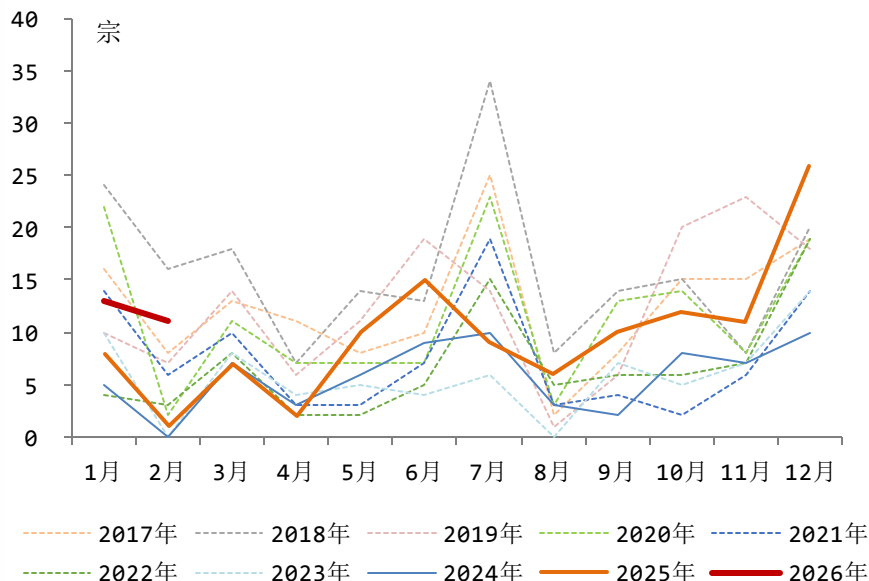
港股、A股和美股1991年以来走势对比



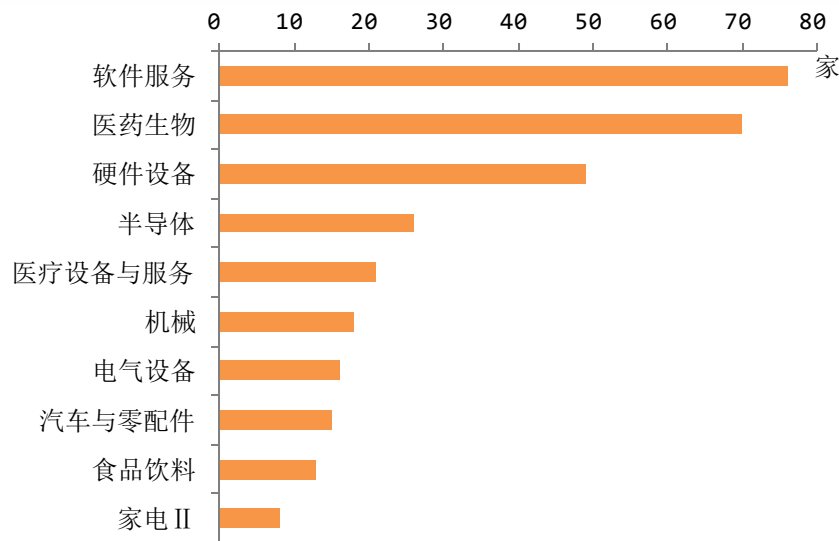
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- **2025年港股IPO大幅增长，2026年火爆行情或将延续，新股科技含量较高。**截至2月24日，香港主板上市公司2389家，创业板上市公司312家，总市值约为50.7万亿港元。其中主板H股上市公司约436家，非H股内地企业1062家。Wind数据显示，2025全年，香港共有119宗IPO，数量较2024年上升67.6%，募资额达到2869亿元，是2024年的3.2倍。行业分布上，医药生物和软件服务IPO宗数最多，均为19家，其次是医疗设备与服务、有色金属、硬件设备等。
- 截至2026年2月25日，港股IPO宗数达到24家，募资金额达到892.3亿元，港交所处理中的排队企业名单量已达385家，另有6家通过聆讯，港股IPO火爆行情或将延续。2026年1月已上市的新股包括璧仞科技、天数智芯、MiniMax、天数智芯、兆易创新等半导体企业和瑞博生物等生物医药企业，处理中或已通过聆讯的热门行业为软件服务、医药生物、硬件设备和半导体等，科技含量仍然较高。

2017年以来港股IPO数量走势



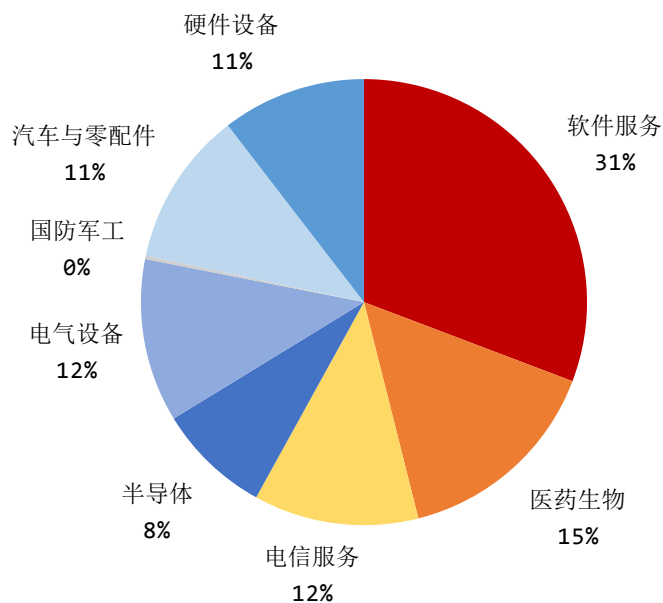
2017年以来港股IPO数量走势



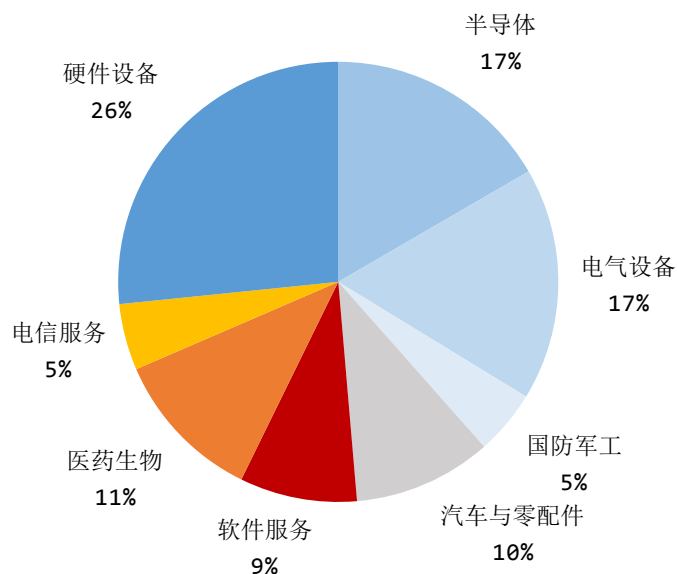
4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- 我们将Wind二级行业分类的信息技术、电信服务、医疗保健、电气设备、硬件设备、汽车与零配件、国防军工、半导体，以及一部分互联网公司纳入科技股的统计范畴，以便以同口径对比港股与A股。
- 截至2月24日，港股科技类上市公司数量约553家，占整体上市公司数量的20.4%，市值约27.4万亿元，占总市值的比重约为31.7%；A股中科技类上市公司数量约有2203家，占整体上市公司数量的40.2%，市值约为38.7%。**与港股相比，当前A股的科技含量相对更高，并且A股科技股中硬科技含量更高，而港股科技股中软科技含量更高。** 软件服务在港股科技公司的市值占比约为31%，其次是医药生物（15%），A股科技公司中硬件设备、半导体和电气设备市值占比最大，分别为26%、17%和17%。

港股科技股细分行业市值占比



A股科技股细分行业市值占比



4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

- AI产业链上，港股上市公司更多集中于核心技术和平台层，聚焦前沿创新技术，要求高研发投入，对融资的需求更强烈，2026年1月，智谱和MiniMax作为以AGI基座模型为核心业务的初创国内大模型公司在港股上市。A股相关上市公司则更多分布于上游的算力基础设施，以及应用落地阶段，侧重于支持已具备成熟商业模式，且业绩兑现确定性更强的公司。

AI产业链上的相关上市公司以及A股和港股的分布情况



www.swsc.com.cn

资料来源：中商产业研究院，同花顺等，西南证券整理；注：字体标绿为在港股上市或者在A股和港股双重上市

4 地缘博弈搅动全球资产，镜像下的香港市场观察

□ 2025年，港股恒生人工智能主题指数收益普遍跑赢A股人工智能指数，但2026年初以来，A股人工智能指数走势优于恒生人工智能主题指数，背后原因或在于：

(1) 今年年初以来内地迎来新一波大额存单到期潮，流动性环境好于港股，自10月下旬开始，港股流动性持续下降，或主要受南向资金活跃度降低、外资部分撤离以及港股IPO“抽水”等影响；

(2) A股上市人工智能公司更多集中于硬件链，受益于全球算力周期和国产替代，而港股AI上市公司集中于技术和软件端，变现前景引发担忧，同时也可能受到美股软件股持续走弱的拖累。

□ 从估值角度来看，相对港股而言，市场目前给予A股AI产业链相关公司更高的估值溢价（采用市盈率PE(TTM)对比）。



人工智能指数 (A股) 市值TOP10				恒生人工智能主题 (港股) 市值TOP10			
公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	市盈率 (倍)	公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	市盈率 (倍)
688256.SH	寒武纪-U	4928.7	262.6	0700.HK	腾讯控股	46624.5	19.5
002415.SZ	海康威视	2892.4	20.4	9988.HK	阿里巴巴-W	27312.0	19.9
300442.SZ	润泽科技	1669.8	33.5	0941.HK	中国移动	17017.8	10.9
688111.SH	金山办公	1394.8	78.2	1810.HK	小米集团-W	9197.9	19.0
603019.SH	中科曙光	1346.5	63.7	0300.HK	美的集团	6999.5	14.3
002230.SZ	科大讯飞	1287.5	153.8	9999.HK	网易-S	5543.9	14.8
000977.SZ	浪潮信息	926.2	37.4	0981.HK	中芯国际	5408.4	101.4
601360.SH	三六零	863.1	-135.5	3690.HK	美团-W	4917.1	-225.7
603893.SH	瑞芯微	769.0	75.2	0728.HK	中国电信	4538.8	12.0
002920.SZ	德赛西威	746.5	31.3	9888.HK	百度集团-SW	3393.7	36.8



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：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

联系人：徐小然
邮箱：xuxr@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知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lZR@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn				