

宏观经济深度报告

转型时期政策与经济之间关系的再探讨

核心观点

以货币政策力度指数和财政政策力度指数为工具，重点考察近十年时期中，我国政策与经济之间的关系。

政策力度指数与宏观经济（事件）之间的复盘比对：选取的考察周期是2018-2025年。以财政政策力度指数作为政策变化的代表，以实际GDP增速与调查失业率同比增速作为宏观经济的主要代表指标，并需要兼顾历史同期某些重大事件的回溯。2018-2025年期间大致可以划分为10个时期，分别为5次边际扩张时期和5次边际收敛时期。每个时期持续的时长均有所差异。

从“逆周期”对冲到“顺周期”变化：从2024年以来，政策方向与经济运行方向似乎发生了与以往周期非常不同的形态，由传统的逆周期形态（经济上行同步于政策收敛，或经济下行同步于政策扩张）变成了顺周期形态（经济上行与政策扩张同步发生，或经济下行与政策收敛同步发生）。

为何从“逆周期”对冲变化为“顺周期”同向：经济内生动能的强弱是决定政策与经济关系的重要因素；转型可能是造成内生动力阶段性失衡的原因；

新关系中，政策力度扩张或收敛的触发因素是什么：在这种动能切换的大背景下，能够触发周期类政策变化的因素当具备如下三者特征：民生性（就业指标、通胀率的变化更受关注）、托底性（经济增长目标的合理区间）、改善稳定预期性（维持资本市场的平稳运行）。

何时会重归传统的“逆周期”对冲模式：（1）新旧动能切换的平衡点来临，且新动能产业中民间投资占比显著提升；（2）旧动能自发性触底止跌，从而终结内生性需求萎缩的进程；（3）通胀的变化是政策主动性变化的制约。

政策与经济是在中短期影响资产价格变化的两大重要因素，当其关系发生变化时，自然而然也会导致资产价格的定价基础发生了变化，传统的定价思路可能需要做进一步的调整修正，以适应新的环境，这就涉及到策略定价问题，是后续我们继续探讨的内容了。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观深度

证券分析师：董德志

021-60933158

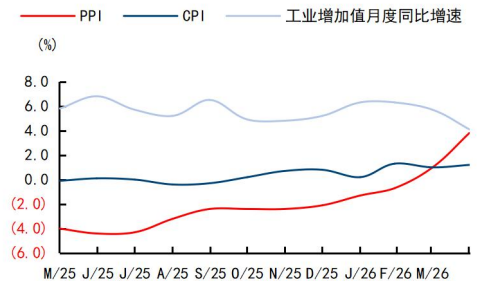
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-1.60
社零总额当月同比	0.20
出口当月同比	14.10
M2	8.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《5月非农数据点评：拐点来了吗？》——2026-6-8
- 《宏观经济周报：内需疲弱制约利率上行》——2026-6-6
- 《多资产周报：全球铝市场的分化与收敛》——2026-6-6
- 《5月PMI数据解读：制造业守住荣枯线，外需显著下滑》——2026-6-6
- 《多资产周报：美联储5月末政策真空，大类资产再定价启幕》——2026-5-31

内容目录

一、政策力度指数与宏观经济（事件）之间的复盘比对	4
二、从“逆周期”对冲到“顺周期”变化	6
三、为何从“逆周期”对冲变化为“顺周期”同向？	9
（一）经济内生动能的强弱是决定政策与经济关系的重要因素	10
（二）转型可能是造成内生动力阶段性失衡的原因	12
四、新关系中，政策力度扩张或收敛的触发因素是什么？	15
五、何时会重归传统的“逆周期”对冲模式？	17
（一）新旧动能切换的平衡点来临，且新动能产业中民间投资占比显著提升	17
（二）旧动能自发性触底止跌，从而终结内生性需求萎缩的进程	18
（三）通胀的变化是政策主动性变化的制约	18
风险提示	21

图表目录

图 1: 政策力度指数与实际 GDP 增速之间的关系	4
图 2: 2018-2025 年的十个时期划分	5
图 3: 2018-2025 年的十个时期划分以及主要宏观背景、属性归纳	6
图 4: 政策力度指数与失业率同比增速之间的关系也发生了异化	8
图 5: 政府消费与居民消费的占比变化	10
图 6: 政府消费与居民消费的同步增速变化	11
图 7: 民间投资在固定资产总投资中的占比测算	11
图 8: 民间投资与非民间投资增速变化差异	12
图 9: 新旧动能切换示意图	13
图 10: 日本产业转型失败而造成了经济长期衰退	13
图 11: 民间投资中的产业分化	14
图 12: 可参考的就业市场指标体系	15
图 13: 窄口径下新旧动能的切换进程测算	17
图 14: 宽口径下新旧动能的切换进程测算	17
图 15: 美国不同时期的菲利普斯曲线变化	19
图 16: 中国不同时期的“类”菲利普斯曲线变化	20

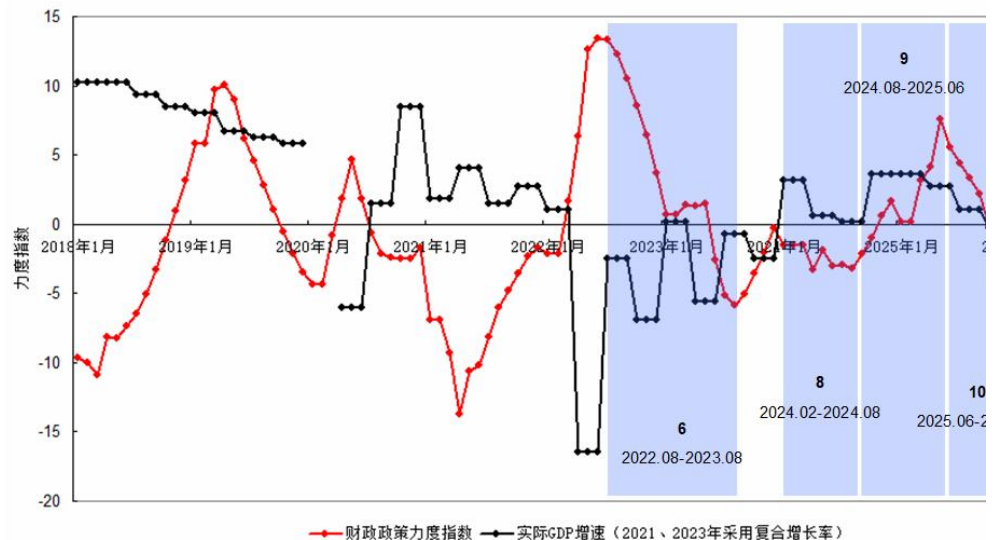
构建的货币政策力度指数和财政政策力度指数可以相对准确的衡量我国货币政策的趋势方向（指数向上为政策边际扩张，指数向下为政策边际收敛），那么更为重要的则是衡量政策与宏观实体经济之间的关系，这是本文探讨的焦点。

一、政策力度指数与宏观经济（事件）之间的复盘比对

首先对于以往政策与宏观经济的关系进行比对复盘，观察两者之间的相关性。

选取的考察周期是 2018-2025 年。以财政政策力度指数作为政策变化的代表，之所以用此指数，其一是因为其历史数据最长（货币政策力度指数只能从 2019 年开始追溯），其二是因为货币政策力度指数与财政政策力度指数在趋势方向和节奏转折上保持大致同步性，以此代彼，不失准确性。以实际 GDP 增速作为宏观经济的主要代表指标，并需要兼顾历史同期某些重大事件的回溯。实际 GDP 增速是我国政府宏观调控中非常重要的指标，但是在使用中还需要考虑到同比因素的准确度问题。由于 2020-2022 年期间我国遭遇过较为严重的疫情冲击，造成了经济增速上的大起大落，因此从准确性角度出发，将 2021 年和 2023 年的实际 GDP 增速做两年复合平均同比处理，以规避 2020 年和 2022 年显著低基数所形成的数据扰动。

图1：政策力度指数与实际 GDP 增速之间的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

按照政策力度指数的变化方向进行划分，概括为“边际扩张”和“边际收敛”两种状态，2018-2025 年期间大致可以划分为 10 个时期，分别为 5 次边际扩张时期和 5 次边际收敛时期。每个时期持续的时长均有所差异。如下表所示。

图2：2018-2025 年的十个时期划分

时期	政策边际收紧	政策边际放松	历时（月）	主要的宏观背景
2018.01-2019.3		✓	14	经济持续下行
2019.03-2019.12	✓		10	经济企稳复苏
2020.01-2020.05		✓	5	疫情冲击
2020.05-2021.04	✓		11	疫后经济复苏
2021.04-2022.08		✓	16	经济有所回落+上海疫情
2022.08-2023.08	✓		12	疫情结束
2023.08-2024.02		✓	6	经济超预期回落
2024.02-2024.08	✓		6	经济开门红之后
2024.08-2025.06		✓	10	9.24后政策刺激+中美贸易冲突
2025.06-2025.12	✓		6	经济目标已达成

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

1、2018年1月至2019年3月时期，宏观政策力度指数持续扩张向上，显示政策边际扩张，持续14个月。这一时期对应的宏观背景是经济需求持续下行，资本市场显著下跌，信用收缩加剧。对应于此，宏观周期政策进行了逆周期对冲操作，货币政策力度指数与财政政策力度指数持续向上扩张。

2、2019年3月至2019年12月时期，宏观政策力度指数转折下行，显示政策边际收敛，持续了10个月。这一时期对应的宏观背景是经济需求触底改善、回暖，资本市场止跌向上，信用收缩结束，转为扩张。对应于此，宏观周期政策也进行了逆周期对冲操作，货币政策力度指数与财政政策力度指数转为下行收敛。

3、2020年1月至2020年5月时期，中国经历了罕见的新冠疫情冲击，经济活动骤然失速。在这一重大事件面前，宏观政策显著转向、加大宽松，特别是货币政策力度指数从低位迅速走升，冲高至历史最高水平。

4、2020年5月至2021年4月，伴随着武汉解封，严重的疫情冲击告一段落，整体经济活动开始恢复，并很快显现出过热的苗头，PPI等指标迅速走升，股票市场一派繁荣。在此背景下，宏观政策转头收敛，并持续11个月。

5、2021年4月至2022年8月，整体宏观经济增长在经过恢复式上行后，转为震荡回落，且零星疫情事件屡有发生，在2022年一季度还发生了较为严重的“上海疫情”冲击。面对如此宏观局面，政策力度指数重新扩张，再度步入了长达16个月的扩张时期。

6、2022年8月至2023年8月，这是正式结束中国疫情的重要时期，经过三年的疫情冲击，防疫政策优化调整，经济增长一度出现了自发式回暖局面，并在2023年初呈现出开门红特征。于此同时，宽松的政策取向发生微调，货币政策与财政政策力度指数双双转为收敛下行，政策并没有进一步加码宽松，而是期待疫情结束后经济自身的修复场景出现。

7、2023年8月至2024年2月，期待中的经济自我修复只持续了一个季度，进入2023年二季度以来经济动能再度转弱，并出现了超预期式的回落，股指也呈现一路下跌态势，截至2024年2月份，上证综指一度跌至2635点的近十年低位。面对这种变化，我国的宏观政策还是贯彻了逆周期对冲的思路。

8、2024年2月至2024年8月，这一时期中经济增速再度出现了开门红局面，2024

年第一季度的 GDP 增速高达 5.3%，从年初伊始，宏观政策力度指数转为收敛下行，但是很快在 2024 年第一季度就出现了复苏势头的戛然而止，转为回落。

9、2024 年 8 月至 2025 年 6 月，伴随经济的回落以及资本市场再探前低，以“9.24”为契机，政策力度再趋扩张，且这轮宽松扩张一直持续到 2025 年 6 月份，即便 2025 年一季度 GDP 增速高达 5.4%，政策也没有收缩，这更可能与 2025 年一季度中美贸易冲突有关。但是从经济增速角度来看，这是一个经济持续改善的时期。

10、2025 年下半年以来，经济增速事实上呈现出逐季回落态势，但是由于全面目标增速在 5%，而一季度 GDP 增速 5.4%，二季度 GDP 增速为 5.2%，上半年 GDP 增速已经高达 5.3%，应该说完成全年经济增速已经板上钉钉，因此宏观政策力度指数转为收敛。

二、从“逆周期”对冲到“顺周期”变化

在如下表所示的 10 段历史时期里，1、2、3、4、5、7 这六段时期的政策取向与宏观基本面状况几乎都可以归纳为逆周期特征，即面对经济的持续下行，同期政策力度指数保持扩张态势，而当经济进入企稳复苏阶段，政策力度指数则几乎同比收敛，这是较为常见的组合模式，也基本符合政策的相机抉择原则。

但是 6、8、9、10 这四个时期，却呈现出较为特殊的关系，特别是 2024 年以来，政策的逆周期属性出现了较为显著的变化，更多呈现为政策与经济的顺周期变化特征。

图3：2018-2025 年的十个时期划分以及主要宏观背景、属性归纳

序号	时期	政策边际收紧	政策边际放松	历时（月）	主要的宏观背景	属性
1	2018.01-2019.3		✓	14	经济持续下行	逆周期属性
2	2019.03-2019.12	✓		10	经济企稳复苏	逆周期属性
3	2020.01-2020.05		✓	5	疫情冲击	逆周期属性
4	2020.05-2021.04	✓		11	疫后经济复苏	逆周期属性
5	2021.04-2022.08		✓	16	经济有所回落+上海疫情	逆周期属性
6	2022.08-2023.08	✓		12	疫情结束	?
7	2023.08-2024.02		✓	6	经济超预期回落	逆周期属性
8	2024.02-2024.08	✓		6	经济开门红之后	?
9	2024.08-2025.06		✓	10	9.24后政策刺激+中美贸易冲突	?
10	2025.06-2025.12	✓		6	经济目标已达成	?

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

第六个时期覆盖 2022 年下半年和 2023 年上半年，是我国一个较为特殊的时期，恰好经历了防疫政策的优化与调整，同时也可能存在着经济增长目标诉求的转变。

在经过 2020 年较为严重的疫情冲击后，2021 年整体经济恢复相对不错，2022 年初我国政府确定的当年实际 GDP 增速计划目标是 5.5%。但是在上半年再度遭遇了疫情的显著影响，典型事件就是发生在 2022 年 4 月份的上海疫情，从而令中国经济增长受到了显著影响。

截止 2022 年上半年，我国实际 GDP 增速只有 2.7%，这几乎意味着根本无法达到年初预期计划的 5.5% 增速目标。在疫情反复扰动以及经济增速目标极难达成的情况下，市场投资者也关注着政策的取向。

从当时的市场分析研判来看，最早显示出经济增长目标诉求可能发生转变的是

2022年6月29日习近平总书记考察武汉时的讲话内容，提出“我们有信心统筹好疫情防控和经济社会发展工作，争取今年我国经济发展达到较好水平”。

而在此之前，官方的说法表态都是“完成全年经济发展主要目标任务”。例如，2022年初的政府工作报告、2022年4月29日召开的中共中央政治局会议均明确提出的措辞是“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标”，而此时“争取今年我国经济发展达到较好水平”的措辞与前期有所差异。

又例如，以中央银行货币政策执行报告为例，2022年一季度执行报告的措辞为：“保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开”，到第二季度执行报告发布时，措辞就变化为“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果，以实际行动迎接党的二十大胜利召开”。“从努力实现预期目标”到“力争实现最好结果”的转变，也在一定程度上反映出经济增长的目标诉求发生着微妙变化。

明知不可为而逆势为之，这自然不是正确的选择，况且在2022年上半年为对冲上海疫情的冲击，我国的财政政策力度指数已经攀升至历史高位。在目标诉求可能发生微调的背景下，2022年下半年我国的周期类政策全部转为收敛，以期保持应对未来变化的有效空间，2022年下半年所有工作的焦点集中于疫情政策的调整与优化。

2022年底、2023年初，我国顺利经过了疫情政策的优化调整，但是2023年上半年也并没有看到货币政策和财政政策的再度扩张。当时的主流看法认为，之前经济的不景气主要是受到疫情的扰动和防疫政策的约束，当防疫政策优化调整后，经济运行会产生自发式的恢复，因此逆周期的政策对冲并不重要，所以整体2023年上半年未见到货币政策和财政政策的扩张与发力，直至当年二季度经济再度出现回落。

因此总体来看，第六时期（2022年8月至2023年8月）的政策与经济关系虽没有呈现典型的逆周期对冲属性，但是情有可原。

真正挑战“逆周期”特征的主要是2024-2025年的8、9、10三个时期。这三个时期中的政策行为方式似乎与以往时期具有显著的差异。

笔者曾粗浅的提及过2024、2025年的感受，一个基本的总结就是政策的托底意义比刺激意义更强，一旦经济增速达到了计划目标值，非常容易引发政策的收敛，但是这种收敛之后，整体经济增速又极易出现回落。对此，不妨从微观角度阐述8、9、10三个时期的变化。

第八个时期横跨2024年上半年。在经历了2023年整体经济的高开低走后，政策也从下半年转为扩张与刺激，这有效的改变了经济低走的局面。2024年初的市场预期较为良好，开年头两个月的经济也呈现开门红特征，第一季度GDP增速高达5.3%，超过了年初设定的5%目标值，但是也正是从一季度开始，扩张长达六个月之久的政策力度转为收敛下行，且贯穿了2024年上半年。伴随政策的收敛，经济增长势头也从当年2月份之后迅速转为回落态势。因此在2024年上半年，形成了“经济下行+政策收敛”的奇怪组合。

第九个时期横跨2024年下半年和2025年上半年。2024年二季度的经济增速出现较为明显的下行，下半年开始收敛的政策取向重新转为扩张。2024年8月份开始，政策力度指数转头上行，第三季度中国GDP增速企稳，第四季度明显改善，这种改善的势头一直持续到2025年上半年，2024年四季度到2025年二季度连续三个

季度的 GDP 增速保持在 5%以上，显著超越了当期的计划目标增速。与经济改善同步，政策的支持力度未见丝毫懈怠，政策力度指数在同期也保持向上扩张势头，这一时期形成了“经济改善+政策扩张”的罕见组合。

当然在这一时期中也伴随着两个较为重大的事件。其一是以 2024 年 9 月 24 日“9.24”政策为起点的政策组合宽松事件，另一个是 2025 年春节期间中美贸易冲突事件。虽然很多人将“924”政策与我国资本市场相联系，但是从本质而言，这一揽子宽松政策直接的针对目标依然是宏观经济，而 2025 年初的中美贸易冲突相信是对于双松政策进行了加油增持的作用。因此 2025 年初并没有重现 2024 年第一季度的场景（见经济改善，同步政策转为收敛），而是继续呈现出“经济改善+政策扩张”同步进行的态势。

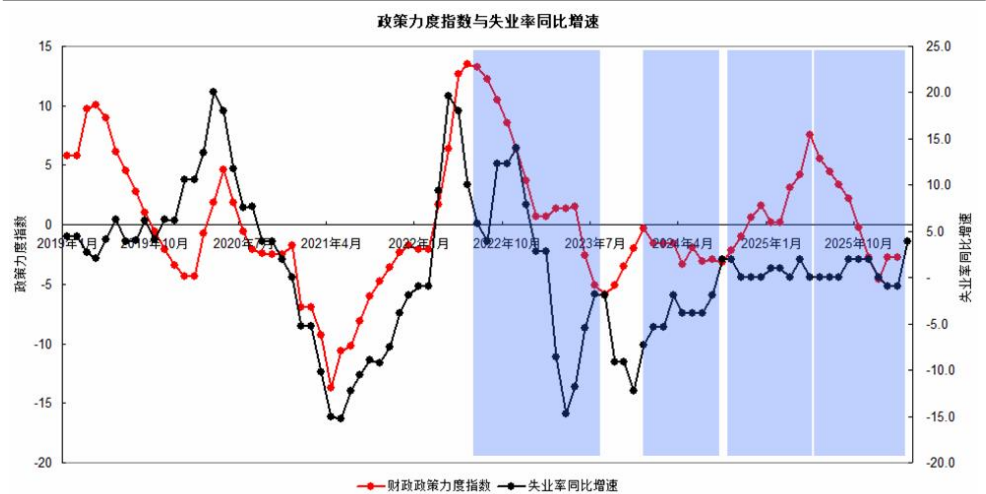
第十个时期是 2025 年下半年。2025 年一季度 GDP 增速高达 5.4%，第二季度 GDP 增速是 5.2%，截止上半年，GDP 增速累计高达 5.3%，明显超越了年初 5%左右的计划目标，而且按照此推算，即便下半年经济回落，全年完成 5%的增速目标已然是大概率事件。在这种情况下，扩张性政策从下半年开始转为收敛，政策力度指数下行。几乎与之同步，经济增速也回落下行，因此再度形成了“经济下行+政策收敛”的奇怪组合。

总体来看，如果说第六时期有其历史特殊性，造成了经济下行与政策收敛的顺周期走势，那么 8、9、10 这三个时期，即从 2024 年以来，政策方向与经济运行方向似乎发生了与以往周期非常不同的形态，由传统的逆周期形态（经济上行同步于政策收敛，或经济下行同步于政策扩张）变成了顺周期形态（经济上行与政策扩张同步发生，或经济下行与政策收敛同步发生）。

GDP 是我国政府经济工作中非常关注的一个指标，另一个也非常受到政府关注的指标则是失业率，失业率与经济政策的关系也几乎同期于上述，发生了与传统特征不同的变化。

在分析就业状况与政策取向的关系前，需要对就业数据进行进一步处理。采用国家统计局发布的调查失业率指标为基础，但是这一指标内涵是一个绝对值的概念，因此不妨对其进行同比加工，以消除其可能存在的季节性规律。采用失业率的同比增速（同比增速上行，代表就业状况恶化；同比增速下行，代表就业状况改善）与政策力度指数进行比对。如下示意图。

图4：政策力度指数与失业率同比增速之间的关系也发生了异化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

从以往时期来看，政策的扩张与就业市场的弱化同步发生，政策的收敛下行与就业市场的改善同步发生，这应该是符合传统逆周期对冲逻辑的，即当就业市场弱化时，政策同步扩张放松，以期对冲就业的走弱，而当就业市场恢复改善时，政策同步收敛，以退出刺激，这在 2019 年至 2023 年时期基本如此，表现为失业率同比增速曲线与政策力度曲线同向变化。

但是 2024 年至今，情况似乎发生了显著的变化，两者在方向上不再保持同向性，却更多的体现为异向性，即政策的扩张与就业市场的好转似乎同步发生，政策的收敛与就业市场的弱化似乎在同步发生。

失业率同比增速与政策力度指数的关系变化、实际 GDP 增速与政策力度指数的关系变化，这两者本质一样，都似乎以 2023-2024 年为分界点，政策与经济之间的传统逆周期关系变化为顺周期关系。

三、为何从“逆周期”对冲变化为“顺周期”同向？

政策与经济运行的关系是否真的发生了变化，笔者并不是很确定，但是确实从数据关系层面发现了这些异常。这种关系变化是否真的出现取决于两个方面，其一所构建的政策力度指数是否准确，需要持续考验；其二这种所谓顺周期的现象出现的时间并不很长，只是 2024 年以来，至今不过 3 年，是否是一种短期扰动，也需要进一步观察。

假如剔除上述怀疑，认真对待数据中所呈现的关系异化现象，又该如何理解呢？

首先需要厘清传统意义上政策力度与经济强弱之间的逆周期逻辑。

不可否认，货币政策与财政政策是影响宏观经济运行的重要因素，但又不是唯一影响因素。如果将经济的总需求划分为两类：政府需求和民间需求，那么从政策传导的逻辑关系来看，政策作用点在于直接调控政府需求，并间接影响民间需求。这样来看，政府需求的外生性内涵更强，受到政策的影响更大，而民间需求的内生性内涵更强，可作为经济总需求内生动能的代表。

当经济总需求出现拐折下行，会表现为政府需求与民间需求同步下行，政策观察到这种拐点信号后，随之展开扩张对冲操作，政策扩张力度随着总需求回落的加深而不断放大，这就形成了现实中的两者反向关系。在这个逆周期对冲过程中，政策扩张力度的加大会直接激发政府需求的企稳，并期待间接促使民间需求的企稳。

当政府需求企稳回暖与民间需求企稳回暖先后依次发生后，总需求开始出现触底回暖，折点产生，政策观察到这一折点信号后，随之出现收敛（而非收紧）的对冲操作，政策扩张力度随着总需求的回暖延续而不断收敛，从而又形成了现实中的两者的反向关系。

这个传统逻辑的演绎过程有几个地方值得关注：

- 1、政策的相机抉择。主要体现为政策的变化以经济的变化为依据，经济是政策的前瞻指标，政策的变化滞后于经济的变化。
- 2、政策的收敛和收紧、扩张和宽松有本质差异；
- 3、政策的直接着力点是政府类需求，间接着力点是民间类需求，但是民间类需求

是经济总需求的主导力量。

如果说以往周期都可以用上述传统逻辑来进行归纳,那么 2024 年之后的关系异化又该如何理解?

逆周期的关系可以用政策以经济变化为前瞻进行理解,但是顺周期的关系却很难说经济的变化依然是前瞻。即经济下行了,所以政策收敛下来,这种说法显然是不合乎常理的。

更为合理的理解是,政策前瞻引导了经济的后续变化。当政策收敛时,经济无法保持向上态势,会随之回落,从而形成了政策收敛与经济回落同向的组合。当政策扩张时,经济转头上行,会随着扩张力度加大而不断回暖,从而形成政策扩张与经济回暖同步发生的组合。这时候,经济的起落是依赖于政策的伸缩,政策的变化成为了经济变化的原因,政策变化成为经济变化的前瞻指标。这是和传统过程完全不同的地方。

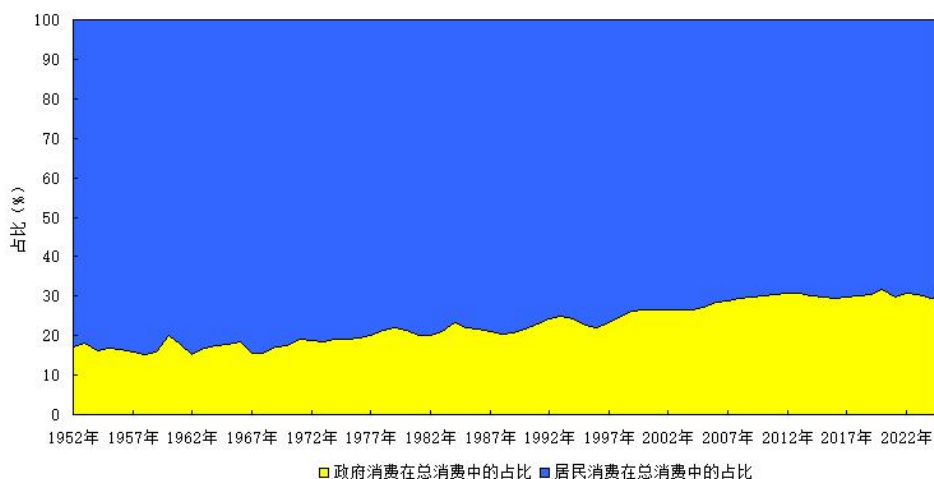
政策之于经济,为何从传统的滞后指标变成了前瞻性指标,为何从政策因经济而动,变成了近些年的经济因政策而动?对于这个问题的解释笔者有如下一些推演,供读者参考。

(一) 经济内生动能的强弱是决定政策与经济关系的重要因素

在传统的政策与经济逆周期关系中,提及到三个特征,其中第三个是“政策的直接着力点是政府类需求,间接着力点是民间类需求,但是民间类需求是经济总需求的主导力量”。这意味着政策的作用力不会直接落定于民间需求,更多是一种间接影响,但是民间需求又是经济总需求的主导力量。

经济总需求可以划分为政府主导的需求和非政府性需求(简称民间需求)。以消费为例,可以划分为政府性消费需求和居民消费需求,如下图所示:

图5: 政府消费与居民消费的占比变化



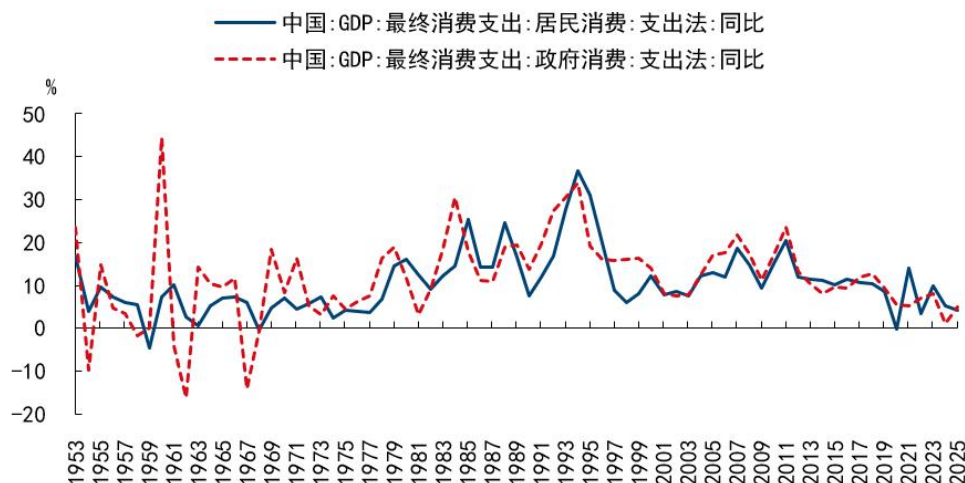
资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

政府性消费持续处于占比扩张时期,2020 年之后,其占比才初步呈现出触顶回落的态势。居民消费需求虽然占比居于主导,但是在长期以来呈现出占比收缩的变化形态。

还能看到一个显著的变化,以同比增速为例,以往政府性消费同比增速都领先于居民消费同比增速,但是近些年来两者趋势变化逐渐同步、失联,甚至出现了政

府消费无法带动居民消费的现象，例如 2025 年。

图6: 政府消费与居民消费的同步增速变化



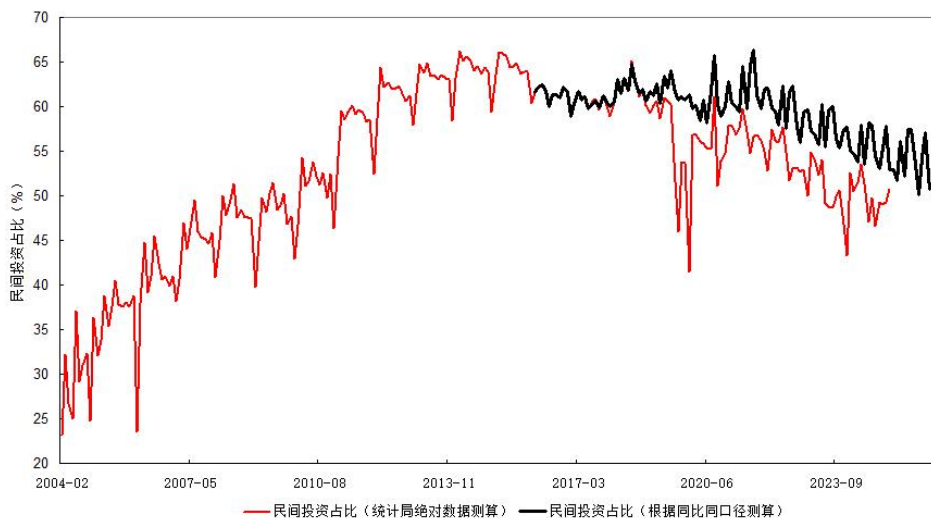
资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

固定资产投资需求也类似，按照投资主体不同，可以划分为政府投资和民间投资（还有少许外商直接投资）。

消费与投资，两大内需均表现出相似的结构变化特征：

其一，内生性需求的占比在日渐萎缩中，居民消费占比和民间投资占比在近些年持续降低，其中民间投资的占比变化最为明显。

图7: 民间投资在固定资产总投资中的占比测算

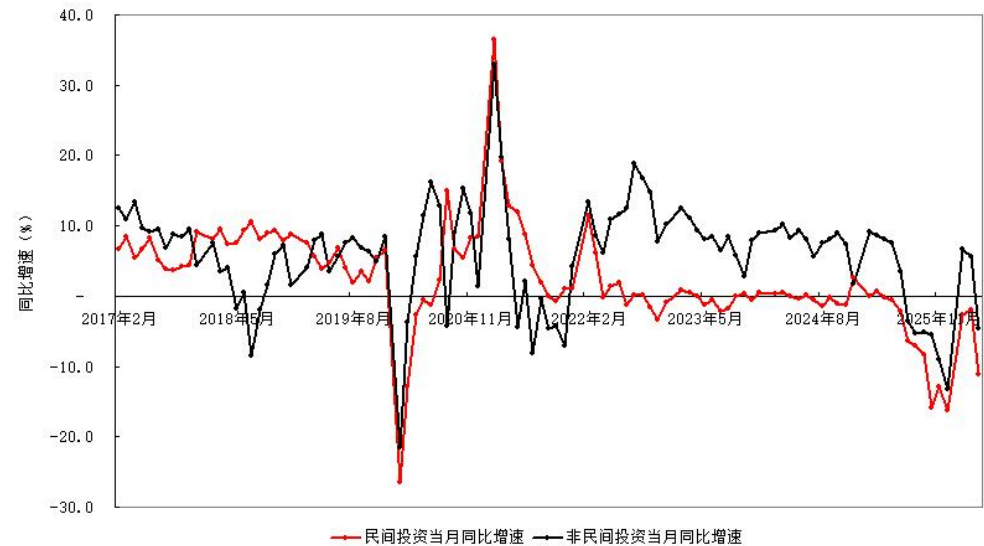


资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

其二，政府性需求的增速与非政府性需求的增速开始发生节奏差异性变化。主要表现为以前政府性需求的变化领先于非政府需求，其拐点变化居前，这基本符合传统政策传导的逻辑，即政策的直接作用点在于政府性需求，间接影响到非政府性需求，因此在传导过程中势必存在政府性需求领先的特征。但是近些年来，这种先后传导关系似乎发生了异化，尤其以固定资产投资为例，自 2022 年以来，政

府投资增速显著强于民间投资增速，且两者之间的转折点似乎失去了传统的领先意义，总体表现为政府投资增速的走高无法在当期或后期牵引传导到民间投资，民间投资增速始终保持着疲弱的态势。

图8: 民间投资与非民间投资增速变化差异



资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

上述两个异化现象，必然导致这种结果：当经济的内生需求呈现萎缩态势，即为经济总需求中的内生动力不足，政策变化依然还能够“直接性”的刺激影响政府需求，但是其对民间需求的“间接性”影响作用弱化，或者说政府需求的起落对于民间需求的传导效应弱化，则政策扩张，会带动政府需求回暖，并在一定程度上令经济总需求出现改善，但是总需求中的内生部分（占比更大）却依然不振，政策的扩张与总需求的回暖同步出现，但是主要是其中的政府需求所驱动，民间需求部分则贡献有限，经济无法形成自发循环、自发向上的内生动力，这导致总需求回暖的幅度有限，更多依赖于政策的不断加力，就形成了政策力度与总需求同步上行的态势。而一旦政策收敛，则政府需求回暖止步，总需求再度弱化，则又形成了政策力度指数与总需求同步下行的局面。

这种政策与经济同向变化的新特征出现的主要原因就在于经济内生动力（民间需求）不足，无法形成经济自发循环良性变化，完全依赖于政府需求的升降来影响总需求的变化，这种现象持续下去，所产生的结果必然是民间需求的占比在不断萎缩，可以说民间需求的占比变化反证着经济内生动能的强弱变化。

（二）转型可能是造成内生动力阶段性失衡的原因

首先需要明确的是，经济内生动能的弱化未必就是一种不健康的经济结构变化，这需从内生动能弱化的触发原因进行探讨。

内生动能（民间需求）的弱化究竟是什么因素造成的？有众多的分析，但是笔者认为转型可能是造成民间需求阶段性弱化的重要因素，民间需求的走弱可能是经济转型中必然要承受的痛。

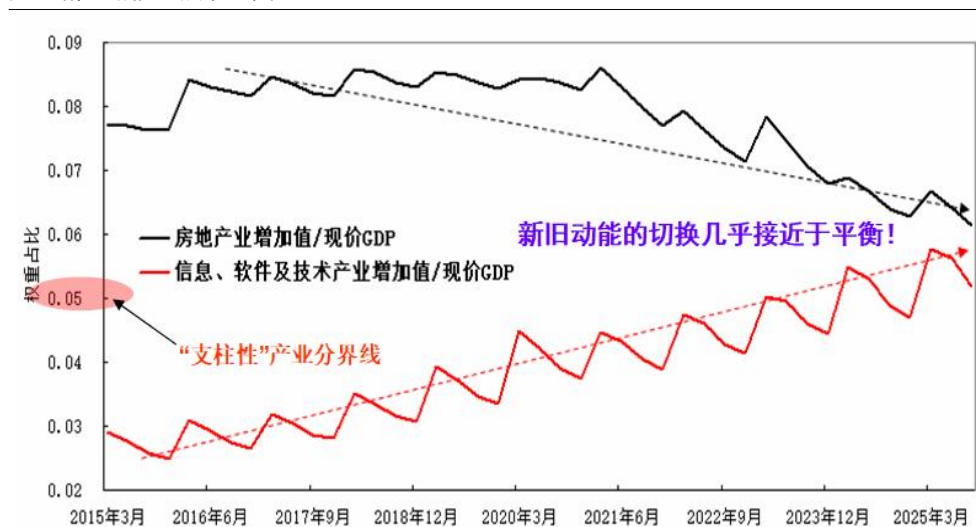
近十年来，中国经济发展进入了一个新旧动能切换的时期，新产业的蓬勃向上与旧产业的不断下行并存发生。以房地产行业、传统基建业为代表的旧产业和以信息、软件及技术产业为代表新产业在整体经济中的权重此消彼长，形成了新旧动

能切换的新图景。

国际上定义一个产业是否为支柱型产业，通常以该产业增加值占比 GDP 超过 5% 为标准。我国的房地产业增加值占 GDP 比重于 2020-2021 年附近触及顶点，随后持续回落，已经开始逼近 5%，这在一定意义上代表着经济旧动能的衰减，而信息、软件及技术产业增加值占 GDP 比重从 2-3% 水平持续回升，也已经开始逼近于 5%，这在一定意义上代表了经济新动能的繁荣。

在旧动能占比较大、增速较低，新动能占比较小、增速较高的背景下，整体经济动能必然存在下行压力，而伴随转型的深入化，当新动能产业的权重接近或超越旧动能权重时，整体经济就会在新平台上寻求到平衡，摆脱持续下行的趋势。

图9：新旧动能切换示意图

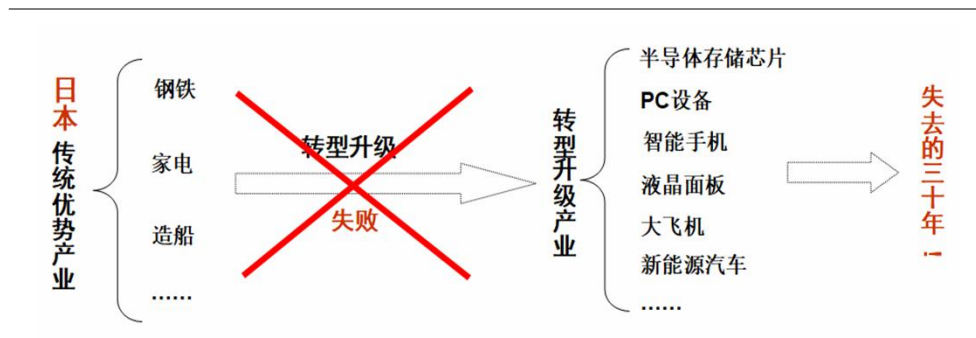


资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

应该说每个经济体从长期发展来看，都会面临新旧动能切换的挑战，有的国家切换成功了，就获得了新的发展动能，持续向好，有的国家挑战失败了，就会陷入长期的衰退陷阱中。

在失败案例中，最为典型的当属 90 年代后期的日本。当时的日本产业结构也面临着从传统产业（房产、造船、汽车等）向新兴产业（科技类产业）切换的挑战，可惜由于种种原因，其科技产业没有形成有效的升级和突围，从而导致了“失去的三十年”。

图10：日本产业转型失败而造成了经济长期衰退



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

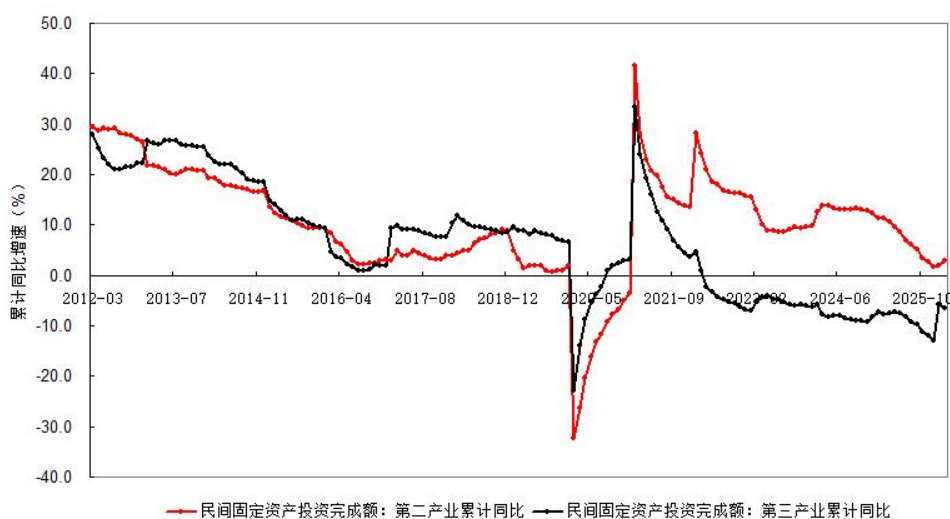
近些年的中国也面临着同样的挑战与考验，国家在坚定不移的推进着新旧动能的切换与转变，而且从近些年的发展来看，这种切换和转变是顺利的。

在上述经济结构或产业结构转型的背景下，重新审视我国经济需求的内生性变化就非常重要。

以固定资产投资需求为例，民间投资需求的占比大致在 50%附近，而在民间投资需求的构成中，第二产业中的制造业部分占比约 40%，第三产业中的房地产业需求占比约 30%，剩余不足 20%的比重投向房地产业之外的服务业领域。

在 2021-2022 年之前，民间固定资产投资的第三产业增速要高于第二产业增速，但是其后，则第三产业增速明显拖累了民间固定资产投资的变化。

图11: 民间投资中的产业分化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

这种易位变化，充分显示出房地产行业对民间固定资产投资的影响，可以说近些年民间固定资产投资的弱态很大程度上是受到房地产市场影响所导致。

民间投资在总投资中的占比变化可以很好的衡量出内生性需求的强弱变化。自 2020 年以来，民间固定资产投资在固定资产总投资中的比重出现明显回落，从 60% 以上占比持续回落至跌破 50%。这显示出，在投资总需求中，政府投资的权重越发加大，也侧面反映出投资的内生动能日渐回落。

总体来看，以房地产投资作为重要支撑的民间投资占比日渐下行，在很大程度上反映着总投资的内生属性偏弱，但是这种走弱也可能正是政策导向中的蓄意为之，是转型过程中必然要承受的痛。近些年来，促进经济转型是中国产业政策的主要取向，简而言之的转型就是将以房地产行业为主要代表的“旧动能”切换为以高科技产业为代表的“新动能”。

在这一大背景下，以房地产业为重要支撑的民间投资式微可能就是一个必然结果。我国民间投资领域大头集中在制造业和房地产业，房地产之外的第三产业投资占比有限，剔除房地产投资外的第三产业投资类别中，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业的民间投资虽然都实现了增长，但都慢于同行业全国投资增速。如何加大对于其他第三产业领域的投资支持政策和准入门槛改进是有效对冲房地产业对民间投资脱离的焦点。

四、新关系中，政策力度扩张或收敛的触发因素是什么？

在传统的政策与经济的关系中，政策力度是依据经济变化的强弱而相机抉择。当经济动能出现拐点回落时，政策力度可以随之变化，政策难以领先，往往相对滞后，但是不至于严重滞后。

但是在新的关系中，政策力度指数的升降又是依据什么来进行呢？

假如说在转型的宏观背景下，一些民间投资需求在退出旧产业，但是又没有进入新产业或在逐渐进入新产业过程中，势必形成民间投资需求的弱化，即经济自发性的内生动力不足，周期性的货币政策与财政政策对这种动能不足现象能起到的作用是有限的，这需要产业类政策进行引导，这无可厚非。

那么在这种背景下，周期性的货币政策或财政政策的发挥空间在哪里？其力度升降折点的触发因素有又是哪些？

首先同样承认，周期类宏观政策具有局限性，在内生动力强时候较为有效，但是在转型阶段，不可寄予过多期待，其更多是承担着托底性的角色。因为周期类政策是影响经济运行的重要因素，但并不是唯一性因素。

在这种动能切换的大背景下，能够触发周期类政策变化的因素当具备如下三者特征：

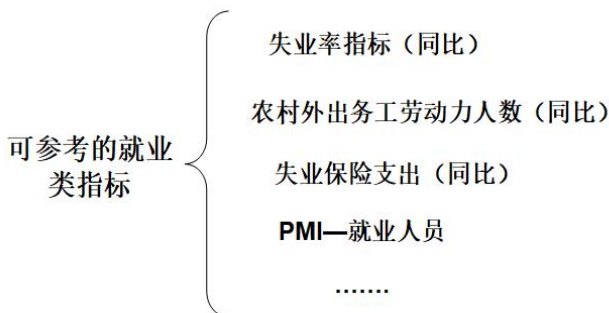
1、周期类政策目标的民生性特征：经济的结构变化比总量性变化更为重要，失业率、通胀率将会成为重要衡量标准。

在新旧动能（产业）切换过程中，经济的结构是分化的，有的产业欣欣向荣，有的产业则日落西山，很难从总量角度来衡量出整体经济的好与坏。当然，由于新旧产业的属性不同、社会融合度不同，会对普罗大众产生出不同的认知预期，例如以房地产为代表的旧动能产业由于社会接触面广、链条长、容纳就业量大，因此其衰退会被更多的社会大众所感知。

在这种产业分化、动能切换的环境中，就不宜单纯的去关注总量 GDP 数据，而且这个时期的总量数据也往往容易呈现波幅降低、方向单一的特征。

如果说各类产业不再呈现“一荣俱荣、一损俱损”的强周期性特征，那么就业指标就会成为衡量经济好坏的关键性指标，无论旧产业的衰败和新产业的兴起如何演绎，只要整体经济活动能解决必需的就业总量，宏观经济运行就是良性的，否则就需要相应的周期类政策进行托底支持。

图12：可参考的就业市场指标体系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

2、周期类政策目标的托底性特征：货币财政类政策往往成为旧动能的托底性政策，而非刺激性政策，产业类政策日趋重要，发挥着新旧动能加速切换的引导作用。

以科技为代表的新动能产业发展主要依赖于技术进步与创新，而以房地产为代表的旧动能产业发展更多依赖于资本的注入与劳动力的堆积。前者更多依赖于产业政策的推动，其具有结构化特点，后者更依赖于货币、财政类传统政策，其更依赖于总量政策驱动。

新旧动能切换过程中，新兴产业的发展是政府所期待的，但是也希望传统旧产业的退坡缓而有序，这是一种理想的状态。但是新旧切换并非是无缝衔接的，容易出现阶段性失衡状态，这可能主要是传统产业下行过速所引发，因此需要货币、财政类政策进行阶段性托底操作，避免形成硬着陆状态，因此这也可能是周期刺激类政策“托而未举”的原因。

在托底性目标约束下，经济增长目标的上下限有可能成为周期类政策更为关注的决策点，当实际经济增速滑落并逼近经济增长目标下限时，周期类政策扩张动机将显著增强，而当实际经济增速处于经济增长目标上限时，周期类政策的收敛动机将显著增强。在这种转型时期，周期类政策的目标是保持经济运行于合理的目标区间内，而非强力推动经济的强势走升，因为周期类政策往往对于传统产业或旧动能产业具有刺激效应，过于持久、强势的周期类政策扩张并不有利于经济转型这一长期目标的实现。

3、周期类政策目标的预期性特征：资本市场的运行在很大程度上承载或影响着社会大众的预期，周期类政策对于资本市场的关注度也会越发增强。

转型时期的经济会呈现出分化特征，在不同产业分化运行的背景下，社会预期也必然会呈现分化，如何能有效的稳定社会各种预期，形成总体稳定的社会氛围，是转型时期必须要关注的焦点。

资本市场在一定程度上承载着社会一致性预期，其变化也影响着社会预期，而资本市场的短期变化又在很大程度上受到周期类政策的影响。因此在转型时期中，如何有效的利用周期类政策稳定资本市场的运行，进而正面引导社会一致性预期的变化，是一个值得思索的课题。

总体来看，在传统的经济与政策关系中，经济需求中的内生成份充足，周期类政策以经济总需求的变化为调整依据，政策相对滞后于经济变化。政策可以通过调整或激发政府性需求，间接的引导民间需求的变化，而民间需求更具弹性，从而带动总需求的升降。如此，形成了传统意义上政策与经济总需求的反向变化特征，政策的扩张与收敛是经济下行与上行的滞后性表现。

但是在转型背景下，由于民间需求过多的集中于旧产业领域，从而导致民间需求日渐式微，经济内生动力不足，这时期政策已经不再是经济的滞后性表现，而更具主动性。围绕着保民生、保托底、保社会预期的目标，政策会主动作为，但是更多的是在撬动、引领政府需求，但是对民间需求的刺激效果一般，经济总需求的弹性会显著收敛，经济的边际改善更多依赖于政府性需求，即更依赖于政策的扩张。如此，形成了转型时期政策与经济总需求的同向变化特征，政策的扩张与收敛是经济边际改善与边际弱化的先行性指标，而非滞后反应。在转型时期，政策主动性作为的依据是聚焦于民生性（就业指标、通胀率的变化更受关注）、托底性（经济增长目标的合理区间）、改善稳定预期性（维持资本市场的平稳运行）。

五、何时会重归传统的“逆周期”对冲模式？

从历史回溯来看，2015 年前后，我国政府正式提及产业转型和新旧动能切换，此后这种转型和切换处于一种温和进行态势。2020 年前后由于疫情的干扰，强力周期类政策明显发力，旧动能甚至一度处于恢复之态。

2021-2022 年期间是一个重要的分水岭，以当时的房地产调控政策集中出台为标志，经济转型与产业结构调整进入了加速期。2021 年后，旧动能成份（以房地产业为代表）占比加速下行，与此同时，新动能成份（以高新技术产业）占比稳步走升，新旧动能越发接近于平衡点。

也正是在 2022 年之后，伴随着新旧动能切换、产业转型的加速进行，政策与经济之间的关系发生着微妙的变化，这种变化会延续到何时，并不十分确认，但是从逻辑推演来看，当如下因素发生之一时，政策与经济的这种异化关系可能会发生再度变化，回归到传统模式（政策与经济的“逆周期”对冲模式）中去。

（一）新旧动能切换的平衡点来临，且新动能产业中民间投资占比显著提升

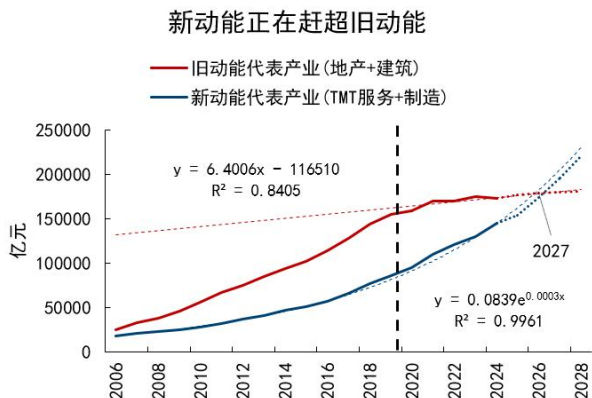
产业转型或称新旧动能切换过程中，国家意志主导驱动的新产业不断增强，但是旧动能产业中汇集着更多的民间需求，正处于艰难的切换过程中，民间资本逐渐的从旧产业中退出，并在政策的引导下，逐渐的向新产业聚集。

由于旧产业依然占据经济的大多数比重，在新旧切换中，总体经济需求必然呈现重心下移的态势，当新旧动能（产业）的权重占比相当时，整体经济进入到一个相对均衡的态势中，有望摆脱趋势下移的压力。

何时能消除整体经济总需求不断下行的趋势？这取决于新旧动能（产业）切换的平衡点何时到来。

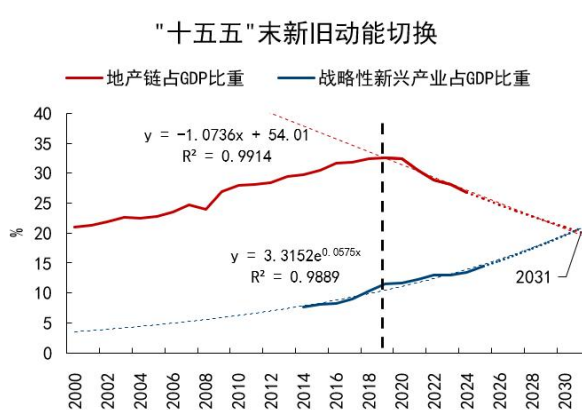
从狭义口径来定义新旧动能，旧动能的代表是地产行业和建筑行业，其产业增加值在经历十几年的快速上升后，自 2021 年后进入趋缓变化态势，而新动能代表产业是 TMT（通信、电子、计算机）行业为代表的服务业和制造业，这三个行业的产业增加值自 2021 年以来进入加速增长时期，截止目前虽然旧动能总量依然高于新动能总量，但是两者之间的缺口在持续弥合中。如下示意图所示。

图13：窄口径下新旧动能的切换进程测算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图14：宽口径下新旧动能的切换进程测算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

按照最近若干年的追赶速度，上述窄口径代表的新旧动能产业增加值有望在 2027 年附近汇合，届时这意味着新旧动能在产业增加值方面取得了平衡，整体经济将终结重心趋势下移的压力，转为平衡增长。

如果用更广的口径定义新旧动能（产业），以地产链上的所有产业作为旧动能代表，而以战略性新兴产业作为新动能代表，可以更为明显的看到两者从 2020 年以来的此消彼长过程。按照这一演进趋势和速率，新旧动能的汇合点将在 2031 年附近出现，届时意味着新旧动能取得平衡，整体经济下行趋势有望终结。

无论从窄口径还是宽口径计量，在十五五规划期间，有很大概率上将出现新旧动能切换的平衡点，这将从结构角度扭转经济增速的不断下行趋势。

但是在切换平衡中更为重要的是民间资本“退旧入新”的进程。以往时期中，民间资本更多的汇集在旧动能产业中，在转型时期随着民间资本不断退出旧产业，必然出现了经济内生动能不足的现象，但是当民间资本持续流入新产业中，又会呈现出经济内生动能恢复的局面，因此如何促使民间资本进入新产业领域是宏观经济政策的重要焦点。

“退旧”已经发生，但是“入新”的过程还处于发展阶段，如何通过更好的产业政策激励民间资本的进入，这是转型成功、经济内生动能复苏的根本。逻辑推演至此，也可以清晰的看到，在激励民间资本退旧入新的进程中，总量型的周期类政策缺乏用武之地，而结构性的产业导向政策更加重要。

而衡量民间资本退旧入新进程以及经济内生动能恢复的可跟踪指标就是民间投资的占比回升。如果在新旧动能不断切换中，同时看到民间投资的占比触底改善、回升，则意味着民间资本脱离旧产业，进入新产业进入了加速且良性循环过程。当这种情况发生后，政策与经济的关系有望重归传统模式，经济的自主、内生性弹性不断变大，经济总需求的变化不再依赖于政策需求，而更多依赖于民间需求，政策的变化将重归经济驱动，成为经济变化的滞后性变量。

（二）旧动能自发性触底止跌，从而终结内生性需求萎缩的进程

如果说上述内容更多侧重于民间资本涌入新产业，从而加速新动能的扩张，达到新旧动能切换的平衡点并恢复经济的内生性动能，那么另一个可能的渠道就在于传统的旧动能自发性的、而非政策刺激性的寻求到了底部，从而稳定住，这在一定程度上意味着民间资本的退出趋缓，而经济的内生动能得以趋稳（虽然这种内生动能依然有旧产业成份）。

在这种逻辑下，地产需求依然是经济转型中关注的一个重点。需要说明的是，这种需求的企稳必须具有自发性，而非依赖于政策刺激使然。

观察地产需求的变化是一个重要手段，而如果想前瞻的预判地产需求的趋势变化，不妨参考人口结构而非总量的变化。

（三）通胀的变化是政策主动性变化的制约

如上探讨中的政策与经济的关系中的经济概念，更多集中于实际经济增长层面，在转型过程中，由于经济内生动力匮乏，政策成为引领经济变化的前瞻力量，在这个过程中，政策的变化较少的受制于经济增长的影响。但是需要格外注意的是，通货膨胀作为民生问题的核心之一，依然是政策主动性变化的强制约，即无论政策与经济的关系如何，政策总是通货膨胀的跟随指标。

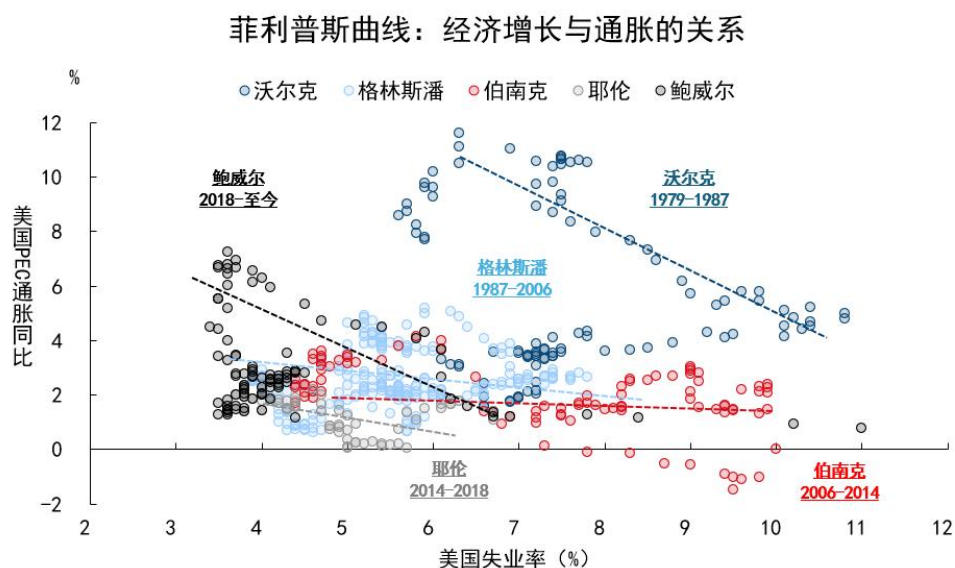
事实上，通货膨胀的强弱本身也是经济内生动能的一种体现。著名的菲利普斯曲

线揭示的本质就是通胀与经济内生动能之间的相关性。

从理论而言，经济内生动能的强弱与菲利普斯曲线的平陡具有关联性。经济体的内生动能越充足，占比越多，则经济与通胀之间的敏感性越强，菲利普斯曲线越陡峭；反之，经济体内的内生动能越弱，占比越低，则经济与通胀之间的敏感性越低，菲利普斯曲线越平坦。

以美国菲利普斯曲线的变化为例，考察不同时期美国菲利普斯曲线的形态，如下图所示：

图15: 美国不同时期的菲利普斯曲线变化



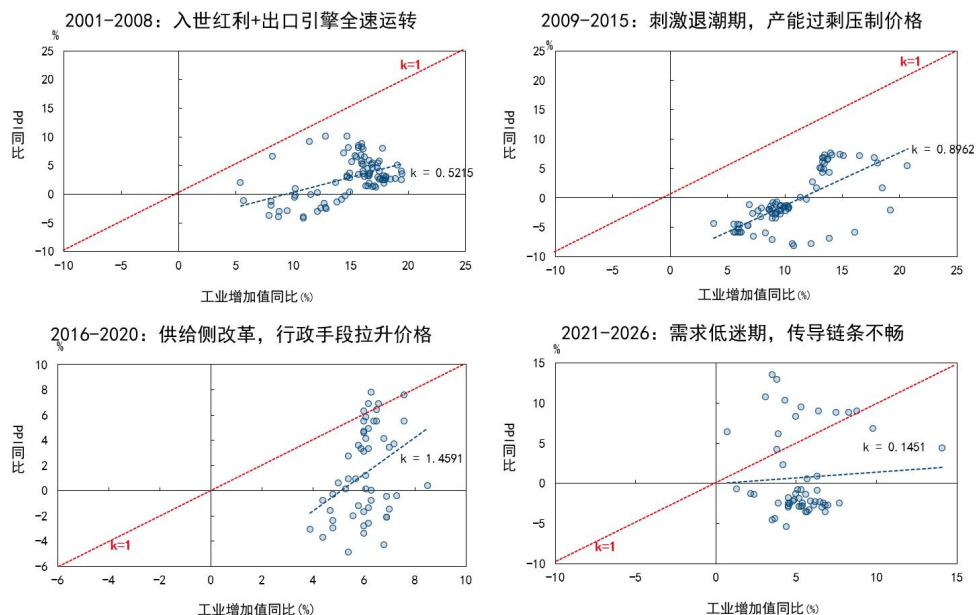
资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

可以看到不同历史时期，美国的菲利普斯曲线呈现不同的平陡度，其中有两个时期呈现的最为平坦，分别是1987-2006年的格林斯潘时期、2006-2014年的伯南克时期。

过于平坦的菲利普斯曲线意味着，经济的变化对于通胀率的影响很小，这意味着两层政策内涵：1、政策可以聚焦于增长问题，因为促进增长，改善失业，很少能引发通胀的强烈反应；2、如果政策意图改变通缩问题，那么就意味着政策需要花费更大的力气。总体来看，政策的作为空间是很大的。

将此研究思路移植到中国现实研究中。由于我国的失业率数据历史周期长度有限，因此不妨考察实际经济增速与通胀率的关系，这种切换从本质上并不改变菲利普斯曲线的基本原理。

图16: 中国不同时期的“类”菲利普斯曲线变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

近二十年时期中，将我国的经济增长指标与通货膨胀率的变化大致划分为如上四个时期：2001-2008年时期、2009-2015年时期、2016-2020年时期以及2021年至今。其中增长指标与通货膨胀率所构成的（类）菲利普斯曲线的平陡度存在明显差异，2016-2020年时期的陡度最大，K值高达1.4591，从当时的历史背景来看，并非是单纯的需求因素导致，有显著的供给侧原因造成。

尤其值得关注的是2021年以来的增长与通胀关系，曲线处于异常平坦形态，意味着经济的上行很难带动通胀率的改善回升，从侧面反映出经济的内生动能不足，这也就是前文所阐述的转型时期的所面临的处境。

诚然，经济内生动能匮乏时期，通胀一般很难形成，也难以对周期类政策形成制约，这似乎是普遍性常识，但是也并不排除由于种种因素，在经济内生动能不足的同时出现通胀率显著抬升的情形（事实上这类似于滞胀），在此场景下，由于通胀率涉及民生，必然会制约周期类政策的作为空间，但是需要注意的是，从影响民生角度出发，这时的通胀率内涵更倾向于CPI（居民消费价格指数），而非上述所提的PPI（生产者资料价格指数）。

即若涉及民生的通胀率指标出现异常变化，政策与实际经济增长的关系将转化为政策与通货膨胀之间的关系，而后者这种关系依然要回归于传统模式中，周期类政策会以通胀率的变化为先导和依据，据此而调整变化。

众所周知，政策与经济是在中短期影响资产价格变化的两大重要因素，当其关系发生变化时，自然而然也会导致资产价格的定价基础发生了变化，传统的定价思路可能需要做进一步的调整修正，以适应新的环境，这就涉及到策略定价问题，是后续我们继续探讨的内容了。

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032