

研报精选

2025年2月9日 第207期

宏观专栏

总体平稳增长，文娱好于商品——春节假期消费观察

报告认为，今年春节假期消费总体平稳增长，呈现较为明显的分化特征。春节假期零售额增速较国庆假期有所改善，但与去年春节假期相比有一定差距。旅游、出行、观影等文娱消费增长显著，居民假期消费向文化娱乐领域倾斜反映出消费发展的新趋势。

春节期间全球资产在交易什么？

报告认为，一方面，企稳的美国经济数据与美联储1月会议暂停降息是资产表现的“稳定器”；但另一方面，DeepSeek和特朗普关税政策先后引发全球资产动荡，避险情绪有所升温。

专题聚焦

国别研究系列之泰国篇（一）：泰国经济与资本市场的新征程

报告认为，泰国将利用其先发优势和地理优势，以及自身的工业基础和基础设施等，推动本国的旅游业发展，促进创新驱动型制造业转型和对外贸易增长，加速泰国企业的海外布局。

REITs四季报中的增量信息有哪些？

报告认为，1) REITs四季报信息披露内容进一步规范，较此前有实质性优化；2) REITs基本面韧性分化，部分项目经营持续承压。其中产业园区或仍处于本轮周期筑底阶段。

宏观专栏

总体平稳增长，文娱好于商品——春节假期消费观察

今年春节假期消费总体平稳增长，呈现较为鲜明分化特征。其中商品消费总量层面表现平淡，全国和样本省份零售额增速略好于此前的国庆假期，但比去年春节的“开门红”相比则有一定差距。消费品以旧换新政策开始落地，不过拉动效果和去年12月相比，仍有较大潜力有待释放。与此同时，旅游、出行、观影等文娱消费增长显著，春运旅客发送量、旅游人次和旅游消费、春节档票房收入等，均实现了较快增长。我们认为，当前消费内生增长动能相对偏弱，仍待政策效果的进一步显现；居民假期消费结构向文化娱乐领域倾斜，则反映消费发展的新趋势。人员跨省迁徙数据显示，今年节前返工晚于去年、节后复工略快于去年，可能反映生产活动比较旺盛。

春节假期零售额增速较国庆假期有所改善，但比2024年春节假期可能有一定差距。国家税务总局披露的增值税发票数据显示，春节假期，全国消费相关行业日均销售收入与上年春节假期相比增长10.8%，其中，商品消费和服务消费同比分别增长9.9%和12.3%¹。以往经验来看，增值税发票数据的增速通常会明显高于零售额增速。根据商务部数据，2025年春节假期前四天，全国重点零售与餐饮企业销售额同比提升5.4%²。我们统计的披露假期零售增速的省份中位数为5.3%。对比来看，今年春节假期零售额增长表现好于2024年国庆假期（全国4.5%、样本省份中位数4.3%），但明显低于2024年春节假期（全国8.5%、样本省份中位数10.0%）。参考过去几年春节假期零售增速和1-2月社零增速的关系，我们估计今年数据隐含的社零增速可能和去年四季度增速相近。显示出4季度以来的稳增长政策发力，一定程度上带动了消费环比恢复性改善，不过和去年年初的“开门红”相比，仍有一定差距。

1月以旧换新政策接续效果初步体现，不过政策衔接过程扰动了以旧换新进度，后续需求可能进一步释放。商务部数据显示，1月1日至2月1日，有159.3

¹ https://finance.cnr.cn/ycbd/20250205/t20250205_527061739.shtml

² https://food.cnr.cn/jdt/20250205/t20250205_527061609.shtml

万名消费者购买12类家电产品191.5万台；全国汽车报废更新超5.8万份，带动新车销售超75亿元。手机等3类数码产品补贴从1月20日开始，1月20日至2月1日，已有1470.4万名消费者申请了1886.7万件手机等数码产品购新补贴³。我们按此进度推算，1月份12类家电日均销售5.98万台，汽车报废更新日均0.18万辆，比去年12月下旬8类家电日均32.5万台、汽车报废更新日均1.67万辆存在较大差距。其中除了春节的影响，更大的扰动可能是来自于政策过渡带来的摩擦。随着政策落地，后续销售相应会有所改善。例如1月前两周乘用车零售量同比分别下降28%和16%，随着2025年汽车以旧换新政策出台，第3周转为同比增长20%。

假期市内出行总体平稳，人员跨域出行旺盛。节奏上看，节前返乡峰值后移，节后复工进度快于去年同期。除夕至正月初六，23城地铁客运量农历同比增长2.4%，百城平均拥堵指数同比增长1.3%，市内出行略高于去年同期。截至正月初六（2月3日），春运旅客发送量51.5亿人次，同比增长7.7%，增长较为明显。从跨省流动情况来看，根据百度迁徙指数，16个劳务输出省在春节假期及节前累计流入规模同比增长2.8%，不过节前返乡峰值比过去两年后移。可能反映了2024年Q4以来经济活动相对改善，推迟了人员返乡。从节后复工返岗进度来看，当前进度好于2024年、慢于2023年。

长假期带动旅游出行旺盛，“南上北下”的跨区域游、跨境游增长较大。今年春节假期延长至8天，如果按照“请2休11”的模式休假则进一步拉长假期，有利于旅游出行需求释放，甚至可以进行回家探亲、出行旅游、返工返学的连续“转场式”出游。根据文旅部数据，春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%，在去年高基数基础上进一步增长，出游人次和旅游收入分别达到2019年同期的126%和115.2%。我们统计了披露春节假期旅游出行数据的省份，样本省份假期接待游客人次增幅中位数为10.2%。中国旅行社协会联合途牛旅游网发布《2025春节旅游消费趋势报告》显示，2023年春节以来，途牛春节团期打包旅游产品人均

³ <https://finance.china.com.cn/news/20250203/6210417.shtml>

出游天数持续稳步增长，至2025年春节已攀升到了约4.8天，超过了2019年春节假期4.3天的人均出游天数。南方游客北上体验冰雪、北方游客南下避寒养生，是春节假期的热门⁴。据国家移民管理局数据，今年春节假期全国边检机关共计保障1436.6万人次中外人员出入境，较去年春节同期增长6.3%。其中，外国人95.8万人次，较去年春节同期增长22.9%⁵，我国的免签政策推动入境游释放。

观影票房收入和观影人次同比大幅增长，主要是优质影片推动了观影需求释放。据国家电影局统计，截至2月5日9:00，2025年春节档票房为95.10亿元，观影人次为1.87亿，均为历史新高⁶。参考艺恩数据，初一到初七电影票房收入、观影人次、平均票价分别同比增长26.7%、23.0%、3.0%。今年春节假期电影票房收入的大幅改善，更多反映了优质供给侧带来的需求释放，例如《哪吒之魔童闹海》单片便贡献了档期票房的50.9%。分城市能级来看，高能级城市票房收入同比增长较快。不过和2019年比，低能级城市票房收入增幅更大，显示出下沉市场文娱服务消费增长更强。

以上观点来自：2025年2月5日中金公司研究部已发布的《总体平稳增长，文娱好于商品——春节假期消费观察》

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁴ http://guoqing.china.com.cn/2025-01/07/content_117650665.htm

⁵ <https://news.cctv.com/2025/02/05/ARTIRaGCsAo547NTGxN1MaE1250205.shtml>

⁶ <http://ent.people.com.cn/n1/2025/0205/c1012-40412899.html>

宏观专栏

春节期间全球资产在交易什么？

春节假期期间，美股尤其是纳斯达克领跌（-1.6%），新兴市场领先，恒生科技和美国中概等涨超1%。美债利率回落至4.5%，黄金和美元指数走高，分别突破2800美元/盎司和109。梳理资产背后的脉络，一方面，企稳的美国经济数据与1月“按兵不动”的FOMC是资产表现的“稳定器”，延续了原有的资产逻辑与路径；但另一方面，DeepSeek和特朗普关税政策先后引发全球资产动荡，避险情绪升温致使债券领先于股票和大宗商品。如何理解春节期间资产表现，这是否会导致资产逻辑出现大幅改变？我们分析如下。

市场的“稳定器”：经济数据强劲与美联储暂停降息符合预期，延续原有路径

美国经济：整体强劲但在放缓通道，得益于去年四季度利率回落

假期期间公布了美国ISM制造业PMI、地产销售和四季度GDP的数据，数据反映当前增长还处于温和放缓通道，得益于去年四季度利率回落和美联储降息，利率回落的效果部分传导到地产和生产部门，但随后特朗普交易带动利率再度走高，使得增长动能尚未顺利由消费切换至利率敏感的地产和投资等环节。随着利率走高，当前高利率的反身性可能会使得未来一段时间更多数据再度转弱，这反而有助于压低利率和成本，推动部分降息预期回归。具体来看，

► **1月美国ISM制造业PMI重回扩张区间**，升至50.9，高于市场预期的50与12月的49.2。分项看，具备前瞻性的新订单分项环比大幅走高至55，自9月降息后连续5个月回升，显示需求端逐步修复。自有库存分项环比下滑较多，考虑到经济当前处于修复区间，或为被动去库。制造业PMI数据好于预期与前值，且新订单连续5个月回升，显示9月降息后四季度金融条件转松对私人部门需求及企业生产与投资的边际推动。

► **消费仍是四季度GDP的主要支撑**：美国四季度实际GDP环比年化2.3%，低于预期2.7%和第三季度的3.1%。四季度增长继续“放缓”，消费有韧性，非住

宅投资和库存拖累较大，政府支出贡献也环比减少。分项看：**1）消费环比改善**，贡献2.8个百分点（三季度2.5ppt）；服务（1.45%）和商品（1.37%）消费都有加速，尤其是耐用品，分别得益于医疗保健，以及机动车零部件和娱乐设备。**2）住宅投资改善**，部分体现了9月利率走低和降息后成本下降的效果，非住宅固定资产投资小幅回落；**3）库存进一步回落**，拖累较大，但考虑到当前美国的经济情况，应该并非主动去库存；**4）进口的拖累减少**，主要是因为资本品进口减少；**5）政府支出贡献减少一半**，主要是国防支出领域。

► **成屋和新屋销售超预期，反映前期利率回落效果**：12月美国成屋和新屋销售均超预期，成屋销售年化424万套（vs. 预期420万套），新屋销售年化69.8万户（vs. 预期67.2万户），部分反映四季度降息效果和10月天气原因带来的修复。然而，美债利率近期一度突破4.8%，带动30年期抵押贷款利率重回7%左右，高于租金回报率。鉴于利率水平的限制、成屋供给约束，我们预计2025年成屋销量可能有限，约维持在410~420万套左右；新屋地产开发商可以通过“抵押贷款买断”的方式来降低购房者的贷款利率，缓解当下购房者的压力，在现有比例下有望增加至75~80万套左右。

结论：春节期间的经济数据和1月美联储货币政策维持了此前的逻辑和路径，即经济整体不弱但在放缓通道，利率的反身性将再度发挥效果，货币政策仍有降息空间，依然建议“反着做、反着想”。

美国货币政策：降息暂停而非结束，上半年仍是“窗口”

美联储1月FOMC会议决定按兵不动，维持基准利率在4.25-4.5%不变，与市场预期一致。会议声明及鲍威尔会后记者会的发言也基本符合预期。会议声明强调劳动力市场的韧性和通胀回落缺乏进展，依然处于偏高水平。**新闻发布会上，鲍威尔也传递出较为谨慎的信息**。鲍威尔表示，当前利率限制性不强，美联储不急于调整货币政策，条件是要看到通胀回落的实际进展以及就业市场的疲弱。由于此次会议前，市场对于美联储暂停降息已有充分准备，CME利率期货隐含的暂停降息概率高达99.5%，因此市场对本次会议的分歧不大，**各类资产在会后的表现也较为平淡**，美股小幅回调，美债冲高回落，美元基本持平。

美联储暂停降息，主要是因为：1）近期增长强劲，但这又是前期利率不断下行的结果，但现在利率已经回升，这一约束也就不再成立，只不过需要些时间才能体现出高利率的结果；2）担心关税和移民政策推高通胀，需要观望，但只要这两项政策不过于激进，就不至于彻底改变通胀路径并打断降息。

美联储后续仍有降息空间，上半年是“窗口”，原因在于：1）当前越不预期降息反而有助于降息，就像去年9月越担心衰退反而越不会衰退一样（《[衰退的判断依据与历史经验](#)》）。正是由于前期的宽松，加之市场情绪的推波助澜，才有了美联储此次提到的利率限制性不足、经济数据改善的结果；那么类似的，当前利率的再度走高，实际利率已经重新回到2.1%以上，2024年7月初以来高点，金融条件指数也回到2024年7月以来的高点（金融条件指数一般领先增长与通胀意外指数2个月和1个月）。不出意外的话，这会在未来几个月开始体现对增长的“限制性”，我们可能陆续看到部分数据再度走弱和降息预期的部分回归；2）我们测算通胀在上半年仍将回落。3月会议前仍有两轮通胀数据，1月因基数原因可能继续走高，随后回落，CPI和核心CPI可能在4月和5月分别触及2.3%和2.7%的低点，除非关税和移民政策过于激进；3）自然周期下，增长下半年逐步触底回升。不考虑特朗普增量政策的贡献，美国信用周期的自然修复，或推动美国增长和通胀下半年逐步企稳抬升，因此降息“窗口”主要在上半年（《[2025年展望：信用周期重启之路](#)》）。

结论：本轮美国经济的“软着陆”周期原本就不需要很多次降息，但就此认为无法再降息或产生与去年9月类似的过度线性外推的问题。利率的反身性将再度反馈效果，除非关税与移民大超预期。时间上，上半年仍是“窗口”。

市场的“波动器”：关税推升黄金美元，DeepSeek冲击美股

关税政策：温和与渐进方式风险可控，但短期推高避险情绪

美国当地时间2月1日，特朗普签署行政令⁷，援引《国际紧急经济权利法案》（IEEPA），以打击非法移民和芬太尼威胁为由，对进口自加拿大的部分产

⁷ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-situation-at-our-southern-border/>

品和进口自墨西哥的全部产品征收 25% 的关税，对来自中国的商品加征10%的关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税，暂定2月4日生效。白宫方面表示，如果对美方关税进行报复，美方可能加大关税力度⁸。此外，特朗普2月2日还称计划很快对欧盟产品征收关税，但尚未确定对欧盟征收关税的时间表。

此次关税行动作为打击非法移民和芬太尼威胁的筹码，仍有谈判可能。在对加拿大和墨西哥的关税正式生效前，美国宣布与两国达成阶段性共识，关税暂缓一个月实施。加拿大总理特鲁多2月3日在社交媒体表示⁹，美国对加拿大加征关税措施将暂缓30天实施，以争取达成最终的经济协议，加拿大将推行耗资13亿加元的计划加强美加边境管理。墨西哥同样表示将立即派遣1万名国民警卫队人员加强北部边境巡逻，以防止从墨西哥向美国贩运芬太尼等毒品¹⁰。

关税对于美国自身增长和通胀均有影响，目前幅度相对可控。按照当前加征幅度，根据PIIE的测算，若对加拿大、墨西哥征收25%关税、对中国征收10%的额外关税，或导致2025年CPI抬升0.54ppt¹¹。如果进一步升级，据Tax Foundation、彼得森国际经济研究所（PIIE）与IMF等多家机构的测算，10%的基线关税将拖累美国实际GDP 0.4-0.6%，考虑反制措施，拖累幅度或进一步升至接近1%。

中国方面，额外加征10%的关税，影响也可控。这是因为这一关税水平基本符合当前市场共识预期，同时其实际的影响也相对可控，我们测算需赤字率抬升约0.5%便可予以应对（《[关税政策的可能路径与影响：2024年美国大选追踪（十一）](#)》）。市场的反应可能更多类似2019年4月第三轮关税后。当时在经历了2018年的贸易摩擦的持续下行和2019年初的快速修复反弹后，市场对关税已有准备。同时，在政策持续的宽松对冲下，2019年增长也逐步企稳，因此在4月后第三轮2000亿美元25%关税出炉后，市场虽仍有扰动但维持震荡。

⁸ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-situation-at-our-southern-border/>

⁹ <https://www.bbc.com/news/articles/c87d5rlee52o>

¹⁰ <https://www.bbc.com/news/articles/c87d5rlee52o>

¹¹ <https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>

结论：在原有的路径上，关税增加了通胀的风险，但整体好于此前预期，这种渐进和温和的方式，影响相对可控。况且，特朗普也面临2026年中期选举的“现实约束”，那么在此期间通胀和市场如果失控，也是难以承受之重。因此，至少在短期内，也不至于就彻底改变美国经济和美联储政策的宏观逻辑。

AI产业趋势：DeepSeek短期冲击美股科技股，中长期影响仍有待观察

DeepSeek一度引发美国科技股大幅回调，风险溢价走高带来的估值收缩为主要原因。1月20日，DeepSeek发布并开源了DeepSeek-R1模型¹²，该模型以更低的成本在数学、代码、自然语言推理等任务下与OpenAI o1正式版性能相当¹³，引发市场对于美股科技龙头现有竞争格局的担忧。1月27日，美股受此影响出现大幅回调，英伟达和博通等芯片龙头公司单日股价下跌超17%，拖累纳斯达克指数下跌3%。随后，纳斯达克指数逐步修复，春节假期期间整体回落1.6%，但英伟达股价仍处于低位，Meta、苹果等股价则收涨。

从表现拆解上看，风险溢价走高带来的估值拖累是主要原因，盈利贡献基本不变，反映出此前市场计入的乐观预期过多，本轮下跌更多是情绪层面的传导，而非基本面的彻底走弱，与我们此前提示美股需注意“涨出来的风险”观点一致（《[美股还有多少空间？](#)》）。微软和Meta在假期间公布的四季度财报也证实其基本面的健康，营收和利润增速均超市场预期，微软的资本开支或将逐步企稳，Meta则表示将加大AI投入。

大规模资本开支引擎是否就此“熄火”？短期DeepSeek对股价的冲击看似已经过去，但中长期对于科技龙头资本开支规模的影响仍需关注。以英伟达为首的美股科技龙头2023年三季度以来加速增加资本开支规模，截止2024年三季度资本开支规模达630亿美元，同比增速升至59%的高位，占整体美股资本开支规模的24%，从固定资产投资角度支撑美国增长。然而，DeepSeek的低成本引发市场对于大规模资本开支合理性的担忧，或将降低中长期科技龙头的投资预期。政策方面，特朗普1月21日宣布由OpenAI、软银、甲骨文以及MGX成立

¹² <https://github.com/deepseek-ai/DeepSeek-R1>

¹³ <https://api-docs.deepseek.com/news/news250120>

名为“Stargate”（星际之门）的合资企业，初期计划投资1000亿美元（约550亿美元需要对外募资）能否顺利落地仍需关注。

结论：市场趁势释放此前本已过高的情绪，本身不是坏事，否则难以为继。但中长期看，是否会釜底抽薪地动摇资本开支预期和增长逻辑，现在还未看到，但也更为重要。

资产含义：“高高拿起、慢慢放下”的关税与移民，短期内实质影响可控；更大宏观变数来自AI产业前景

向后看，通胀是特朗普推进关税于移民政策时可能面临的不得不考虑的“现实约束”，反而可能会使得其政策推行不至于很“激进”。如果假设特朗普要实现未来四年甚至更长远的政治目标的话，首先就需要保证在两年后的中期选举中维持对国会的控制，而通胀和市场对选情的重要性不言而喻，加之鲍威尔主席任期到2026年5月结束，这意味着，如果关税和移民政策过于激进导致通胀“失控”，鲍威尔为了彰显美联储独立性和抗击通胀的成果也可能更为鹰派，也对市场造成冲击，这些都是2026年中期选举难以承受之重。在通胀和市场的“现实约束”下，“高高拿起、慢慢放下”可能是关税与移民政策上更好的策略，至少在2026年之前，这与近期贝森特的观点也基本一致¹⁴。

对比之下，更大变数来自于DeepSeek对AI产业趋势的潜在冲击，这进一步会影响资金流向，关税政策，甚至美元政策。AI产业自2023年起对美股涨幅、市值、盈利和资本开支贡献显著，也是和大财政、全球资金再配置一起推动美国经济与美股盈利的三个“宏观支柱”。AI又处于核心位置，因为单纯靠财政难以为继，而全球资金再平衡流入美国的主要吸引力也是AI。因此，1）若AI趋势持续，美国资产的吸引力依然存在，资金也将继续涌入美国，推高美元并形成资金流入帮美国融资的正反馈（类似于“里根循环”，通过金融项下实现资本回流的正反馈，美元强更有利，与贝森特观点相似）；2）但若AI趋势走弱，资金流入势头放缓，当前正反馈难以为继后，不仅会对美国增长和美股造成较

¹⁴ <https://www.reuters.com/world/us/bessent-carbon-tariffs-could-be-part-an-overall-tariff-program-2025-01-16/>

大冲击，也可能促使美国通过关税和顺势让美元竞争性贬值的方式获取其他方面的好处（类似于“广场协议”，通过贸易和投资项下实现资本流入，美元弱更有利，与莱特希泽观点相似），这对全球贸易、通胀和增长前景都将带来挑战。

对于中国资产，关税力度和春节期间数据情况会影响后续政策应对力度，相对温和的关税和春节假期期间整体平稳的数据可能降低后续两会大举财政刺激加码的预期。春节假期期间，中国整体消费数据有所回暖，但主要由量增驱动，存在消费降级现象。另一方面，1月制造业、服务业PMI均明显回落，也表明经济的持续修复仍有待更多政策支持。考虑到疫情后服务消费一贯复苏先行，且从体量上对整体经济代表意义有限，后续增长修复仍有待观察。

► 春节期间整体消费数据有所回暖，但主要由量增驱动，存在消费降级现象：1) 旅游出行：据交通运输部统计，自1月14日春运首日至2月2日，全社会跨区域人员流动量预计达到48亿人次，与2024年同期相比总量增长7.2%，创历史同期新高¹⁵。然而，国内旅游也存在消费降级现象，如春节期间“非遗小城”订单量同比上涨4倍，超3成国内目的地机票价格有所下降等¹⁶。2) 餐饮：据商务部数据，春节假期前4天（1月28日至31日），全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长5.4%；重点监测餐饮企业营业额同比增长5.1%¹⁷。餐饮销售额增长主要由量增驱动，在“量”方面，美团数据显示，截至1月16日，“年夜饭预订”“年夜饭餐厅推荐”相关搜索量月环比提升256%，年夜饭线上预订量同比增长305%¹⁸；在“价”方面，据新华网报道，整体年夜饭套餐价格与往年持平，部分企业下调价格¹⁹。3) 电影票房：据灯塔数据，截至2月3日17时，2025年春节档含预售总票房破82亿元，再创新高。电影票房的增长同样主要来自量增，据国家电影资金办数据，2025年1月29日至2月3日（大年初一至初六）观影人次合计1.6亿，同比增长22.2%；人均票价为51元，同比抬升2.9%。

¹⁵ https://www.mot.gov.cn/zhuanli/2025chunyun/chunyunbaodao/202502/t20250203_4163589.html

¹⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/OfiGnn0281Zg0SJdDVdP_A

¹⁷ <http://www.news.cn/20250202/294eeddbf7bc4e07a66bb103158449ff/c.html>

¹⁸ https://www.toutiao.com/article/7460784992344392231/?upstream_biz=doubao&source=m_redirect

¹⁹ https://mp.weixin.qq.com/s/dgooO_K92PjAQBEj-am9gw

► **1月制造业和服务业PMI均有所回落：**1月制造业PMI环比下降1.0ppt至49.1%，回落幅度大于季节性（2015-2019年1月PMI平均环比回落0.2ppt），再度降至收缩区间，其中供需两端的生指数及新订单指数均有所回落，企业规模上大、中、小型企业均低于临界值；非制造业PMI则相较上月下降2.0ppt至50.2%，其中服务业和建筑业分别较上月下降1.7ppt及3.9ppt，但受春节影响与居民出行消费相关的航空运输、住宿、道路运输、餐饮业则位于高景气区间，与春节假期整体消费表现一致。



以上观点来自：2025年2月4日中金公司研究部已发布的《春节期间全球资产在交易什么？》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

项心力 联系人 SAC 执证编号：S0080124060010

专题聚焦

国别研究系列之泰国篇（一）：泰国经济与资本市场的新征程

本报告为我们覆盖泰国市场的开篇之作。我们看好泰国经济的新起点，认为泰国将利用其作为“亚洲四小虎”之一的先发优势和位居亚洲中心的地理优势，以及自身的工业基础、基础设施、多边外交政策和外商直接投资吸引力，来推动本国的高附加值旅游业发展，促进创新驱动型制造业转型和对外贸易增长，加速泰国企业的海外布局。

宏观经济表现

我们认为泰国经济格局展现出以下核心亮点，使得该市场值得再次获得关注：

► **亚洲旅游业强国：**泰国是一个文化、历史和旅游业的发展从未间断的东南亚国家。根据Haver，2019年泰国接待国际游客3,992万人次（在2023年旅游市场逐步复苏之下，接待国际游客约2,800万人次），成为亚洲第一大和全球第五大旅游目的地。旅游业是泰国经济的支柱，泰国正在通过免签证计划、有针对性的推广活动和医疗旅游来振兴其旅游业。

► **通过“泰国4.0”战略向高附加值经济转型：**泰国汽车工业基础雄厚，被誉为“亚洲底特律”²⁰。2016年，泰国推出了“泰国4.0”愿景²¹，旨在提升泰国在全球价值链中的地位，并发展东部经济走廊（EEC）等经济特区。2023年，EEC12个目标行业获批的外商直接投资（FDI）总额达127亿美元（同比增长95%），占泰国FDI获批总额的80%，凸显出外国投资者对泰国浓厚的投资兴趣，其中电动汽车制造业是外商投资的关键行业之一。

► **发达的交通基础设施：**泰国毗邻印度洋和太平洋，与柬埔寨、老挝、缅甸和马来西亚接壤，具有成为交通枢纽的重要战略地位。根据ASEAN Statistics统计，2023年泰国的公路总长度（704,282公里）和国际航空客运量

²⁰ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-09-25/thailand-the-detroit-of-asia-now-wants-a-shot-at-evs>

²¹ [https://www.boi.go.th/upload/content/Thailand,Taking off to new heights @ belgium_5ab4e8042850e.pdf](https://www.boi.go.th/upload/content/Thailand,Taking%20off%20to%20new%20heights%20@%20belgium_5ab4e8042850e.pdf)

(6,070万人次)在东南亚国家中位居首位。泰国宣布了《泰国物流发展(2023–2027年)》等基建发展计划，其目的在于促进多式联运的连通性，并将泰国打造成为区域贸易门户。

► **充分融入区域经济释放新机遇：**泰国长期保持的中立政策使其成为具有吸引力的国际贸易区和投资胜地。截至2024年上半年，泰国已有15项自由贸易协定签署生效，另有6项自由贸易协议正在谈判中。我们相信，中国作为泰国自2013年以来最大的贸易伙伴和自2019年以来最大的外商直接投资来源国，或将在泰国经济中发挥越来越重要的作用。2025年将迎来中泰建交50周年，我们预计两国间的经济往来将更为密切。

► **东盟地区一流的资本市场：**作为一个新兴市场，泰国证券交易所(SET)连续12年成为东盟地区最活跃的交易所，2023年证券化率高达104%。我们认为泰国企业和机构投资者有望继续受益于本国强大的市场流动性和先进的资本市场基础设施。

► **与周边国家市场紧密融合：**泰国与高速增长CLMV国家（柬埔寨、老挝、缅甸和越南）联系密切，截至2023年，这些国家总共拥有1.78亿人口和1,180万个中产阶级家庭。我们看好泰国消费品牌和服务业的海外扩张前景，尤其是在消费群体更为年轻且规模更大的CLMV市场。

以上观点来自：2025年2月5日中金公司研究部已发布的《国别研究系列之泰国篇（一）：泰国经济与资本市场的新征程》

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

陈迪生 联系人 SAC 执证编号：S0080124040063 SFC CE Ref: BUA575

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

侯利维 分析员 SAC 执证编号：S0080521090008 SFC CE Ref: BLP081

王嘉钰 分析员 SAC 执证编号：S0080522110006 SFC CE Ref: BTW740

专题聚焦

REITs四季报中的增量信息有哪些？

行业近况

51只REITs公布四季度报，我们于本报告分析四季报中重要增量信息。

评论

季报信息披露进一步规范。本次四季报为2024年11月29日沪深交易所发布《业务指引第7号—中期报告和季度报告（试行）》²²后的首次季报披露，信息披露进一步规范，其中新增或优化方向主要包括运营指标口径统一、明确区域竞品分析以及分业态重要事项披露等（如产权项目租约剩余期限和重要租户信息，能源项目电价及国补情况说明等）。我们认为当前披露信息较此前有实质性优化，或帮助投资者更好把握项目基本面动态。

基本面韧性分化，部分项目经营持续承压。1）产业园：产业园区或仍处于本轮周期筑底阶段，竞争加剧背景下，大多数项目开始主动或被动“以价换量”，主动管理价值进一步突出。我们统计同口径下，四季度产业园板块收入环比下降3.8%。2）物流仓储：由于部分项目出租率修复及四季度零售旺季带来阶段性需求回暖，我们统计同口径下物流仓储板块收入环比提升1.9%，下行趋势有所减缓，好于我们预期，但同比仍下滑6.9%，显示在宏观经济弱复苏背景下经营压力仍存。3）保租房：经营维持韧性，部分项目竞品影响有待后续观察。我们统计同口径下保租房板块收入环比提升2.1%，较上季度进一步改善，主要得益于城投宽庭REIT季度收入改善（环比提升6%）。4）消费：促内需背景下，消费REITs经营有望保持稳健表现。以季报披露数据来看，大部分项目表现稳中有升。5）高速：同比降幅进一步收窄，基本面改善趋势有望延续。我们测算可比口径下四季度高速板块收入同比降幅收窄至-1.0%（3Q24为-8.7%）。6）环保能源：水务表现稳健，生物质发电受垃圾减量分流持续影响。

²² <http://www.csrc.gov.cn/shanxi/c106408/c7525014/content.shtml>

能源项目表现分化，水电表现好于同业，新能源项目电量普遍承压。

可供分配金额整体下滑，全年完成度达标。分配金额来看，我们测算四季度及2024年全年REITs整体可供分配金额同比均下滑9%（基于可比口径计算）。完成度来看，我们测算REITs四季度及2024年全年分别达成管理人全年预测的25%及103%，整体符合市场预期。



以上观点来自：2025年2月6日中金公司研究部已发布的《REITs四季报中的增量信息有哪些？》

裴佳敏 分析员 SAC 执证编号：S0080523050004 SFC CE Ref: BRY581
谭钦元 分析员 SAC 执证编号：S0080524020010
刘佳妮 分析员 SAC 执证编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556
顾袁璠 分析员 SAC 执证编号：S0080523080008
刘砺寒 分析员 SAC 执证编号：S0080524020001
孙元祺 分析员 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951
张文杰 分析员 SAC 执证编号：S0080520120003 SFC CE Ref: BRC259
张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713
杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.2.3 海外宏观简评：特朗普关税第一枪：展望及影响
- 2025.2.5 中国宏观简评：总体平稳增长，文娱好于商品——春节假期消费观察
- 2025.2.8 海外宏观简评：非农稳健让美联储保持耐心

策略及大宗商品

- 2025.2.4 港股策略：节后市场前景如何？
- 2025.2.4 海外策略：春节期间全球资产在交易什么？
- 2025.2.4 春节要闻综顾：节后A股有望震荡上行
- 2025.2.7 A股和港股行业首选：2025年2月
- 2025.2.7 全球资金流向监测：节后外资动向
- 2025.2.8 贵金属：聚焦：黄金：传统框架外的现货贸易异动

固定收益

- 2025.2.4 简评：春节全球信息对市场影响的几点思考
- 2025.2.6 资产证券化分析周报：4Q24公募基金持仓分析：无增信似乎热度下降？
- 2025.2.7 固收+：利率信号+行业轮动：因子切换与久期中性

行业

- 2025.2.3 博彩及奢侈品：2024年12月全球瑞士表出口额同比下滑5.4%
- 2025.2.4 家电及相关：2024年报预览：国补风起，逢春得雨
- 2025.2.4 航空航天科技：业绩预告延续分化趋势，4Q24白马持仓集中度有所下降
- 2025.2.4 化工：基金4Q24重仓分析：化工品价格先涨后跌，基金减仓化工行业配置
- 2025.2.4 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（七）：宇树机器人持续进化；Optimus迎来量产元年
- 2025.2.4 旅游酒店及餐饮：春节出游人次或稳健增长，多元化结构化趋势延续
- 2025.2.4 传媒互联网：2025年春节档回顾：票房创历史新高，关注头部IP价值释放
- 2025.2.5 不动产与空间服务：近期住房销量同比有所回落，春节表现仍好于2024年

- 2025.2.5 交通运输物流：2025春运出行：民航公铁客运量保持较快增长，航空票价同比有所回落
- 2025.2.5 可选消费：春节消费活力足，文化体验、跨城出行热度高
- 2025.2.5 传媒互联网：2025春节及春运OTA数据一览：国内出行需求延续，入境游热度高
- 2025.2.5 汽车及零部件：重卡跟踪月报：2024年批零如期翘尾，看好以旧换新政策扩围支持2025年内需
- 2025.2.5 电力电气设备：AI“探电”系列五：海外产能紧缺，灾备电源迎量价齐升机遇
- 2025.2.5 食品饮料：春节白酒动销反馈符合预期，大众价位韧性较强，高端稳健
- 2025.2.5 主题研究：AI“探电”（四）：老树新芽，不间断电源有望迎AIDC发展新机遇
- 2025.2.6 保险：4Q24公募持仓追踪：保险估值和持仓到哪了
- 2025.2.6 REITs：REITs四季报中的增量信息有哪些？
- 2025.2.6 石油天然气：加征美国LNG关税对中国企业影响有限
- 2025.2.6 REITs：公募REITs月报（2025-1）：量价齐升，公募FOF基金24Q4有所减仓
- 2025.2.7 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（八）：Optimus量产在即，产业链弹性释放
- 2025.2.7 不动产与空间服务：如何看待房企经营现状与板块投资机会？
- 2025.2.7 日常消费：零研月报：1-12月品类销售额增速分化，部分饮品延续较好表现
- 2025.2.7 博彩及奢侈品：2025年春节假期表现承压
- 2025.2.7 软件及服务：AI智道（1）：DeepSeek R1潮涌，AI Infra领航
- 2025.2.8 有色金属：险资投资黄金业务试点大幕开启
- 2025.2.8 基础材料：感受南美矿业的心跳——秘鲁-巴西-阿根廷矿业原材料产业链调研报告
- 2025.2.8 医疗健康：中金医药月度10+7组合：25年2月组合
- 2025.2.8 建筑与工程：建筑2025年展望：稳中求进
- 2025.2.9 软件及服务：AI智道（2）：DeepSeek技术破局，成本下探引领应用百花齐放

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn