下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

从政治周期到经济周期：2026-2027 年地方换届的投资含义

2026 年 10 月 15 日

【宏观观点】

- **2026 年 9 月起地方换届窗口期正式开启。**人事层面，地方主要领导干部任期结束集中于 2026 年 9-12 月及 2027 年四季度，首个调整高峰已初步显现；党代会层面，省级党代会预计自 2026 年 10 月起陆续召开，2027 年二季度基本完成省级党委换届；全国党代会（二十一大）预计 2027 年 10-11 月召开；省级政府换届预计于 2028 年初的省级人代会期间基本完成，新一届国家机构领导人员预计于 2028 年全国人代会期间选举和任命，本轮换届周期或至 2028 年一季度尘埃落定。
- **本轮换届的最大不同：换届周期与化债周期深度交织。**2026 年末 6 万亿置换收尾、2027 年 6 月底融资平台退出名单、2028 年末 4 万亿专项债化债收官，关键节点高度重叠；当前多地债务率仍处高位，2026 年 1-9 月再融资债占地方债发行比重约 52%，地方财政用于新增投资的财力受限，“换届效应”或较为有限。同时“正确政绩观”强调质效并重，部分行业产能过剩约束新增投资；“中央加杠杆、地方配合”新格局形成，中央大项目重要性提升。
- **换届节奏决定投资与政策的“先冲刺、再观望、后释放”循环。**换届前一年为政策与投资冲刺期，换届当年以观望摸底为主、实质性新政较少，换届后一年进入新政策与项目集中落地期。历史经验显示，换届期间新开工项目和基建投资增速均降至阶段性低点，换届完成后显著回升。
- **基建爆发期或在 2027 年之后。**化债主线下年内基建投资增速不宜高估，更可能呈现低位修复、结构分化；前期增量政策以中央层面为主，地方政策发力时间后延；实物工作量的集中形成大概率要等到 2027 年后，届时地方产业政策落地与新一轮项目周期启动有望形成共振。
- **资产配置：内需修复时点可能后置，利率债、大宗商品依次迎来配置窗口。**短期看利率债，换届过渡期或迎来政府债供给相对收缩、货币政策维持适度宽松，历史上换届期间国债收益率多趋于下行；中期看大宗商品，2027 年后实物工作量有望集中释放，拉动上游能源、工业金属需求，基建链大宗商品或迎配置窗口。

【风险提示】

- 地缘政治冲突升级。
- 美国经济放缓及通胀超预期。
- 国内经济复苏不及预期。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：王笑笑

证书编号：S1160525020006

证券分析师：陈然

证书编号：S1160524060002

联系人：王承皓

相关研究

《全球新一轮加息周期开始了吗？》

2026.09.23

《更清晰的美联储：沃什的新框架与新指标——沃什改革系列报告（二）》

2026.09.09

《从“K 型分化”到“结构收敛”：AI 时代的宏观范式重构与资产定价新逻辑》

2026.08.30

《美债的“危”与“机”：影响因素再校准》

2026.08.27

《下半年经济展望系列三：消费——下半年消费能否企稳？》

2026.08.14

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 中国地方政府换届——从政治周期到经济周期 3
1.1. 历史上地方换届周期回顾 3
1.2. 2026-2027 年换届潮重要时间节点 3
1.3. 本轮换届有哪些不一样？ 5
1.3.1. 换届周期与化债周期交叠 5
1.3.2. “正确政绩观”强调地方财政效率 7
1.3.3. 中央和地方权责 9
2. 地方换届阶段国内基本面和政策变化 11
2.1. 项目投资：从换届过渡期的储备到换届完成后的集中启动 11
2.2. 政策节奏：从换届过渡期的观望到换届完成后的密集释放 12
3. 本轮换届阶段主要关注点 13
3.1. 地方政府换届约束项目和政策落地，基建爆发期或在 2027 年后 13
3.2. 资产配置：内需修复时间点可能后置，利率债、大宗商品依次迎来配置窗口 13
4. 风险提示 14

图表目录

图表 1： 历史上省级主要领导换届时间图 3
图表 2： 当前地方主要领导人任期结束时间集中于 26 年 9-12 月及 27 年 Q4 4
图表 3： 各省级行政区划最近一届党代会召开时间 4
图表 4： 本次换届窗口期关键会议和时间节点推演 5
图表 5： 地方政府化债重要时间节点 5
图表 6： 2025 年部分省市自治区政府债务负担仍然较高 6
图表 7： 再融资债券发行额占地方债偿还额比重居于高位 6
图表 8： 再融资债券发行额占地方债发行额比重持续升高 7
图表 9： 2026 年以来官方会议/文件对正确政绩观的表述 8
图表 10： 部分行业产能利用率处于低位 9
图表 11： 国债与地方债占政府债券发行额比重 10
图表 12： 重大项目投资增速 10
图表 13： 换届期间新开工项目和基建投资增速处于阶段性低点（%） 11
图表 14： 换届完成后项目中标数量增加（个/月） 12
图表 15： 广东省政府月度发布政策文件数量（个/月） 13
图表 16： 国债到期收益率（%） 14
图表 17： 基建投资链相关大宗商品价格指数 14

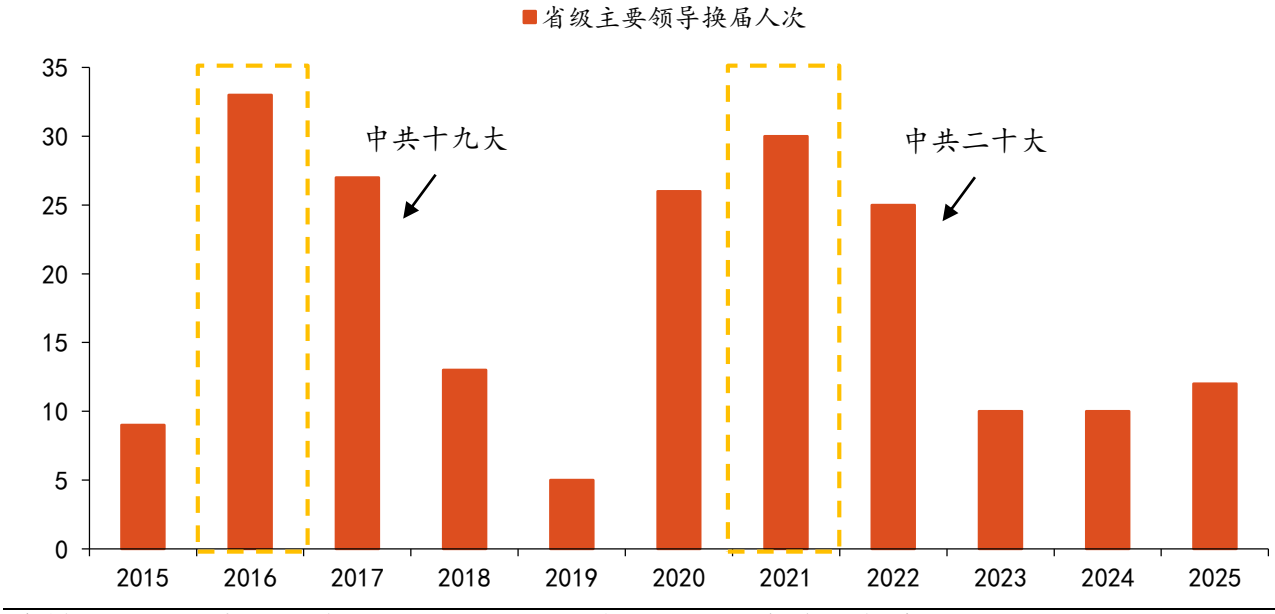
下载日志已记录，仅供内部参考

1.中国地方政府换届——从政治周期到经济周期

1.1.历史上地方换届周期回顾

地方官员的人事变动是中国政治周期的重要表征。中国地方政府换届周期主要源于党和行政机构具有相对固定的任期制度，通常以五年为一届，以地方党委换届为起点，并按照自下而上的顺序依次推进。从 2015 年以来的两轮周期看，地方主要领导的换届通常集中于党代会前后，而高峰为党代会前一年。按照历史经验，我们认为今年下半年至明年预计将再次开启地方政府换届窗口期。

图表 1：历史上省级主要领导换届时间图



资料来源：新华网、政府公告、环球网、人民网、央视网、中国青年网、中国新闻网等，东方财富证券研究所

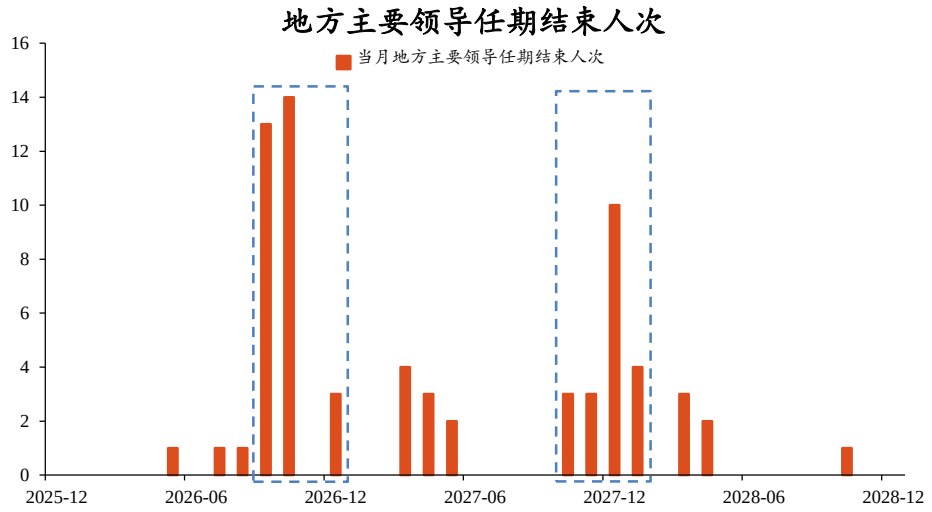
地方政府换届往往会引起经济的周期性波动。地方领导班子调整会带来政策预期、发展目标和资源配置方式的阶段性变化：换届前，地方政府通常更加重视政策稳定和风险控制；换届后，新任领导班子往往需要尽快明确施政方向、推动项目落地并形成发展实绩。

1.2.2026-2027 年换届潮重要时间节点

人员任期层面，重点关注 2026 年 9-12 月及明年四季度窗口。根据《党政领导干部职务任期暂行规定》，党政领导职务每个任期为 5 年。参考上届任命时间，当前地方主要领导干部的任期结束时间大多集中于 2026 年 9-12 月和 2027 年第四季度。截至今年 9 月 24 日，年内已有 10 个省级行政区宣布党委书记或政府主要负责人调整，涉及 12 名省级主要领导干部，其中 9 月以来已有 9 名省级主要领导干部履新，表明本轮地方换届的首个阶段性人事调整高峰已初步显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：当前地方主要领导人任期结束时间集中于 26 年 9-12 月及 27 年 Q4



资料来源：新华网、政府公告、环球网、人民网、央视网、中国青年网、中国新闻网等，东方财富证券研究所

党代会层面，重点关注 2026 年第四季度与 2027 年第二季度。根据历史经验，各省级行政区党代会通常自全国党代会召开前一年起陆续启动，而省级领导干部换届多集中于省级党代会前后。以上一届为例，2021 年第四季度，14 个省级行政区相继召开党代会，地方干部人事调整也逐步提速；进入 2022 年第二季度，剩余 17 个省级行政区陆续召开党代会，至此省级党委换届工作基本完成。

本轮省级党代会预计将从 2026 年 10 月正式开启。截至 2026 年 9 月 24 日，已有 14 个省级行政区通过省委（自治区党委）全会作出召开省级党代会的决定。其中，山西、河南、安徽、新疆已明确将于今年 10 月召开；河北、福建、江西、湖南、广西已明确于 11 月召开，辽宁则确定于 12 月召开。此外，江苏和云南已确定将于四季度召开。

图表 3：各省级行政区划最近一届党代会召开时间

时间	省级党代会召开情况
2021 年 10 月	新疆、山西、河南、安徽
2021 年 11 月	江西、江苏、湖南、广西、河北、福建、内蒙古、云南、西藏
2021 年 12 月	辽宁
2022 年 4 月	贵州、海南、黑龙江
2022 年 5 月	广东、青海、重庆、四川、陕西、甘肃、山东
2022 年 6 月	宁夏、天津、湖北、吉林、浙江、上海、北京

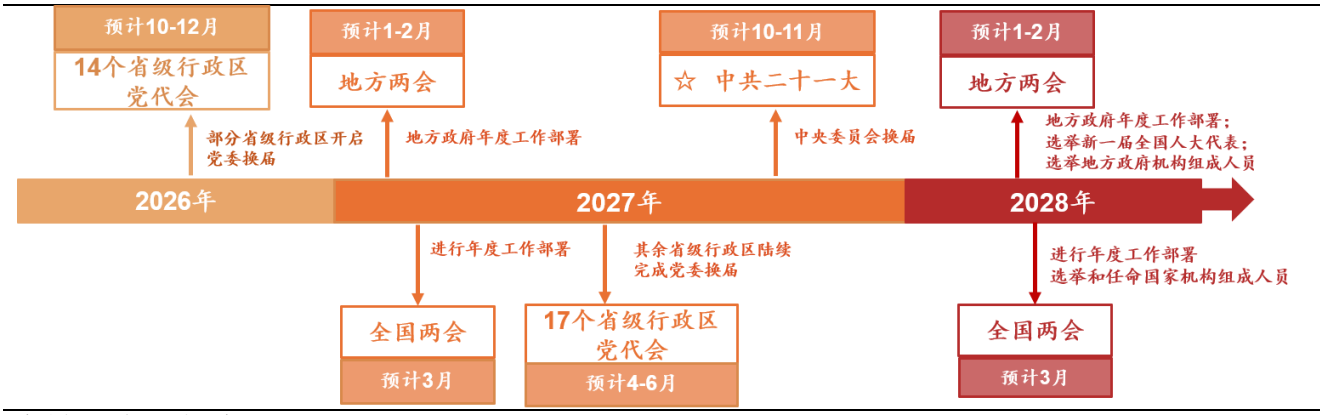
资料来源：人民网、新华网、中国政府网等，东方财富证券研究所

从地方到全国，尘埃落定或至 2028 年一季度。我国党委和政府换届一般均按照自下而上的顺序依次推进，而党委通常又先于政府换届。当前乡镇、县市级党委换届已逐步开展，而省级党代会预计将于今年 10 月起陆续召开。接下来，14 个省级行政区预计率先完成党委换届，并选举产生新一届党委领导班子。到 2027 年二季度，剩余 17 个省级行政区预计将陆续完成党委换届和领导班子选举，至此地方党委换届工作基本完成。全国党代会，即中国二十一大预计将于明年 10-11 月召开，届时将选取产生新一届中央委员会。随后召开的一

下载日志已记录，仅供内部参考

中全会预计将选举产生新一届中央领导层。政府换届通常在各级党委换届后进行，省级政府换届预计于 2028 年初的省级人代会期间基本完成，随后 3 月全国人代会将选举和任命新一届国家机构领导人员。

图表 4：本次换届窗口期关键会议和时间节点推演



资料来源：东方财富证券研究所绘制

1.3.本轮换届有哪些不一样？

1.3.1.换届周期与化债周期交叠

当前地方政府面临化债约束。本轮地方换届周期与存量债务化解、融资平台转型等关键节点交织。2026 年末，6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务将收尾；2027 年 6 月底前，地方融资平台需按照“150 号文”要求退出融资平台名单并推进市场化转型；根据财政部计划，2028 年末，连续五年每年 8000 亿、合计 4 万亿新增专项债用于化债即将收尾，存量隐性债务置换工作也将阶段性收官。

图表 5：地方政府化债重要时间节点

时间节点	事项	具体内容
2026 年末	“6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务”收尾	2024 年 11 月 8 日全国人大常委会批准的《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，一次性增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分 2024、2025、2026 等三年实施。2024—2026 年分三年实施，每年安排 2 万亿元，合计 6 万亿元，用于置换存量隐性债务。2026 年实施完毕后将收尾。
2027 年 6 月	城投平台退出、市场化转型	根据《关于规范退出融资平台公司的通知》（简称“150 号文”），地方政府融资平台须在 2027 年 6 月底前退出融资平台名单。
2028 年末	“4 万亿元新增专项债用于化债”收尾	2024 年 11 月 8 日，财政部明确从 2024 年开始连续五年，每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，五年合计 4 万亿元，预计于 2028 年完成。
2028 年末	存量隐性债务置换工作阶段性收官	根据财政部计划，到 2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额将从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元。2025 年以来，多地宣布地方隐债“清零”。

资料来源：证券时报、财联社等，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

当前各地债务压力仍然较大，“换届效应”或较为有限。根据 2025 年地方政府债务余额占 GDP 比重，部分省市自治区政府债务负担仍然较高，青海、天津、贵州、吉林、海南、甘肃、黑龙江等地债务率处于相对高位，地方财政可支配空间和新增融资能力受到一定约束。新一届地方领导班子不仅需要谋划未来发展，稳定增长预期，还需要推进存量债务化解。因此，换届后的施政重点或更多转向盘活存量资源、提高财政资金使用效率和培育地方内生增长动能，新增投资及财政扩张空间可能相对有限。

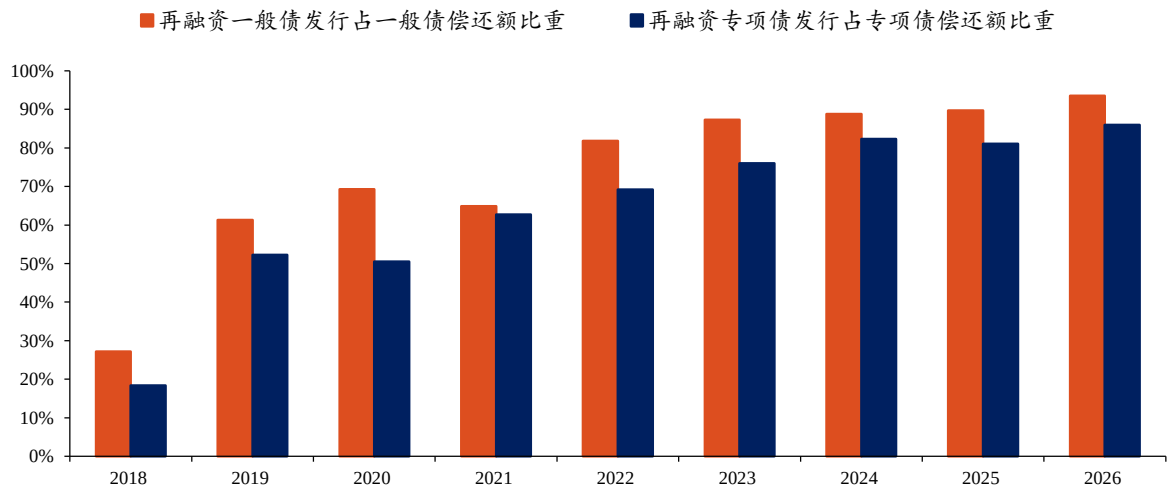
图表 6：2025 年部分省市自治区政府债务负担仍然较高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

地方财政用于化债的比例居于高位。一方面，地方债偿还对再融资债券的依赖程度持续提升。截至 9 月 28 日，2026 年再融资一般债与专项债发行额占同类地方债偿还额比重分别约为 94%和 86%。另一方面，再融资债券在地方债发行中的占比近年来整体呈上升态势。2026 年 1-9 月再融资一般债占比约为 69%，再融资专项债占比约为 46%，再融资债券合计占地方债发行比重约为 52%。整体来看，地方债券发行中用于偿还到期债务、缓释债务压力的资金占比较高，能够直接用于新增投资和项目建设的财力相对受到约束。

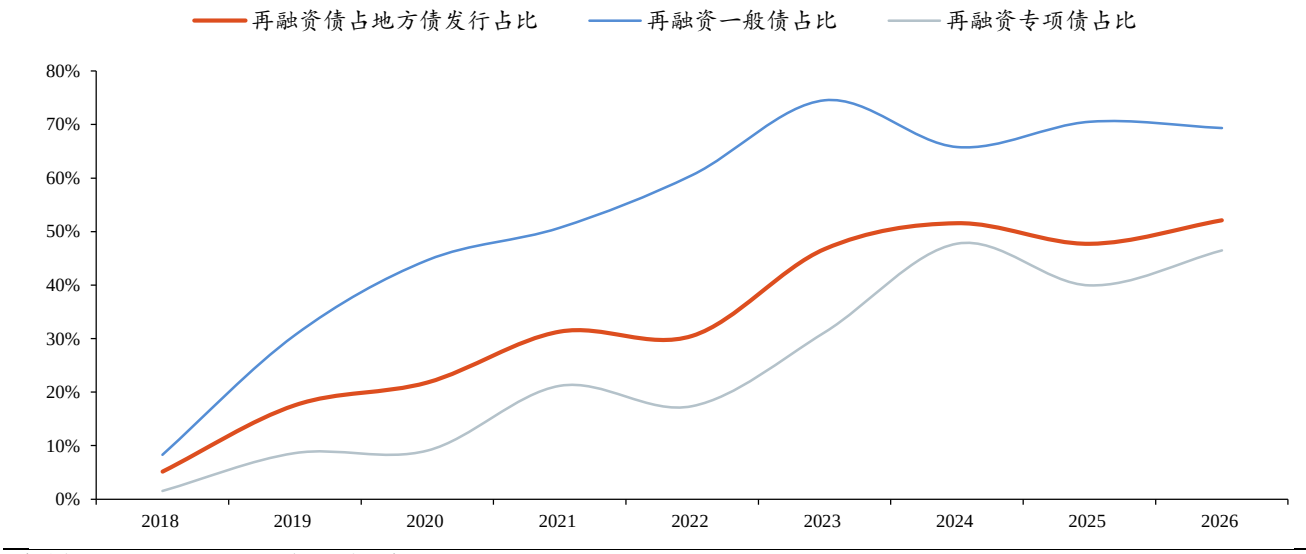
图表 7：再融资债券发行额占地方债偿还额比重居于高位



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：2026 年数据截至 9 月 28 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：再融资债券发行额占地方债发行额比重持续升高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：2026 年数据截至 9 月 28 日

1.3.2. “正确政绩观”强调地方财政效率

“正确政绩观”倡导高质量发展，更好平衡经济指标与非经济指标的关系。今年以来，中央及有关部门多次围绕树立和践行正确政绩观作出部署，强调要以“立党为公、为民造福、科学决策、真抓实干”为总要求，坚持“为人民出政绩、以实干出政绩”，同时明确“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，坚持高质量发展要成为领导干部政绩观的重要内容”，为本轮换届后地方领导干部施政理念、发展导向和考核评价体系奠定基调。换届后地方投资或将更加关注项目质量与实际效益，目标设定更加注重经济指标与非经济指标的平衡，从单一增速转向质效并重。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：2026 年以来官方会议/文件对正确政绩观的表述

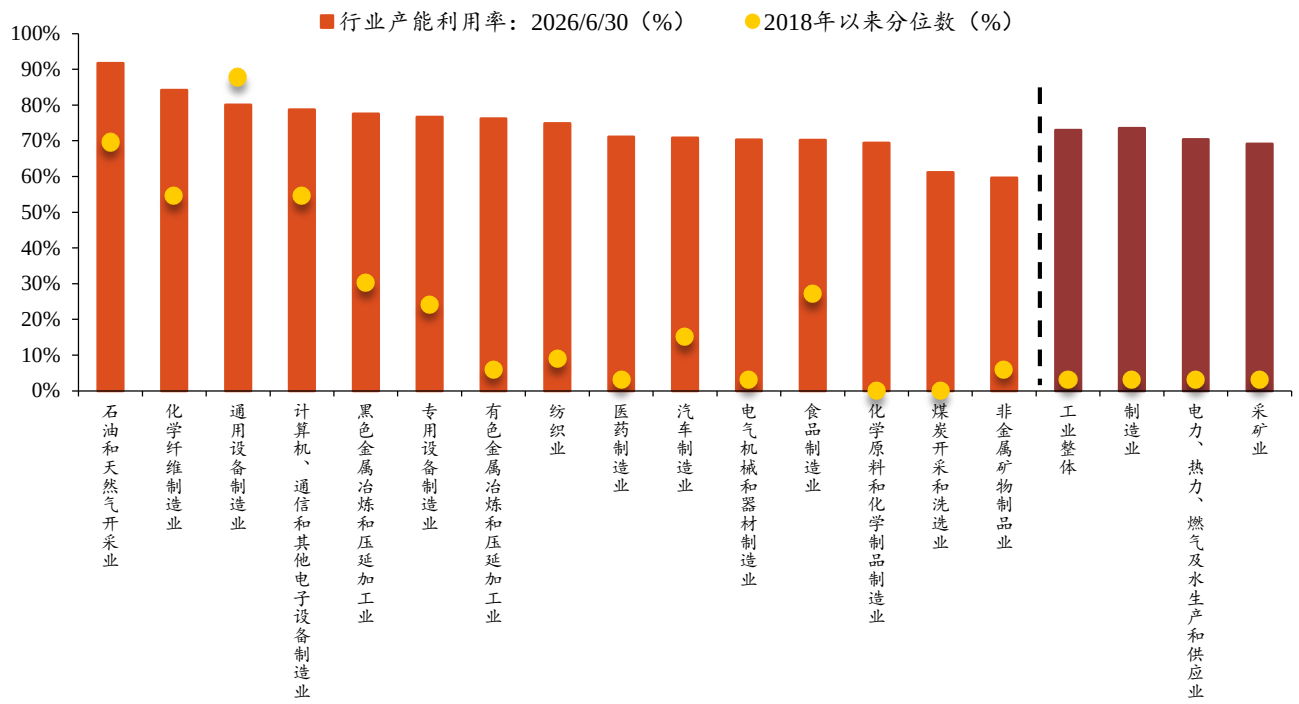
会议/文件	时间	相关表述
习近平在省部级主要领导干部学习贯彻党的二十届四中全会精神专题研讨班上的讲话	2026-01-20	• 树立和践行正确政绩观。政绩观问题是一个根本性问题，关乎立党为公、执政为民。正确政绩观要求我们坚持从实际出发、按规律办事，通过科学决策和实干苦干，创造经得起实践和历史检验、真正造福人民、得到群众公认的业绩。错误政绩观则是从个人或小团体利益出发，心浮气躁、急功近利、弄虚作假、盲目蛮干，搞“形象工程”、“政绩工程”，留下包袱和隐患，引起人民群众强烈不满。 • 要引导党员干部特别是领导干部坚持为人民出政绩、以实干出政绩，自觉在追求政绩上杜绝标新立异、好大喜功、花拳绣腿、劳民伤财、新官不理旧账那一套。同时，要完善差异化考核评价体系，提高考评针对性和科学性，防止出现“数字出官、官出数字”的恶性循环。
中共中央办公厅印发《关于在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育的通知》	2026-02-23	• 以立党为公、为民造福、科学决策、真抓实干为总要求，以一体推进学查改为抓手，教育引导各级党组织和党员、干部坚持实事求是、求真务实，为人民出政绩、以实干出政绩，有效防范和纠治政绩观偏差，坚决防止和纠正形式主义、官僚主义，推动高质量发展，创造经得起实践、人民、历史检验的实绩，推动“十五五”开好局、起好步。
教育部党组举办树立和践行正确政绩观学习教育读书班	2026-03-16	• 要切实增强政治自觉、思想自觉、行动自觉，进一步把握立党为公、为民造福、科学决策、真抓实干的总要求，以上率下、原原本本学，围绕中心、结合实际学，统筹推进、务求实效学，深刻领悟“两个确立”的决定性意义、坚决做到“两个维护”，努力把学习成果转化为为人民出政绩、以实干出政绩的行动和成效，为加快建设教育强国，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力保障。
深入推进雄安新区高质量建设和发展座谈会	2026-03-23	• 要加强党的领导和党的建设，牢固树立和践行正确政绩观，营造风清气正的政治生态。
《求是》发表习近平重要文章《树立和践行正确政绩观》	2026-03-31	• 高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，坚持高质量发展要成为领导干部政绩观的重要内容。 • 把完整准确全面贯彻新发展理念、着力推动高质量发展这个要求一级一级落实下去，没有正确政绩观是做不到的。 • 要完善推动高质量发展的政绩考核评价办法，发挥好指挥棒作用，推动各级领导班子认真践行正确政绩观，切实形成正确工作导向。
中央党的建设工作领导小组会议	2026-08-24	• 树立和践行正确政绩观是一项长期任务，必须久久为功，不断巩固拓展学习教育成果，持续推动各级党组织和广大党员、干部立党为公、为民造福、科学决策、真抓实干，努力创造经得起实践、人民、历史检验的实绩。

资料来源：新华网、中国政府网等，东方财富证券研究所

当前部分行业仍存在产能过剩压力，或将对换届后地方投资形成约束。2026 年第二季度，工业企业整体产能利用率为 73%，仅为 2018 年以来 3%分位数水平。制造业、采矿业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业三大门类产能利用率均低于 2018 年以来 5%分位数水平。具体行业层面，仅石油和天然气开采、化学纤维、通用设备等行业产能利用率高于 80%，15 个行业中有 11 个行业产能利用率低于 2018 年以来 50%分位数水平，有色金属冶炼、纺织、医药、电气机械和器材、化学原料和化学制品、煤炭开采、非金属矿物制品等行业产能利用率均低于 2018 年以来 10%分位数水平，表明当前产能过剩压力尚未缓解，地方换届后新增投资需更加重视项目的市场需求和产能消化能力，避免低水平重复建设，提升资金利用效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：部分行业产能利用率处于低位



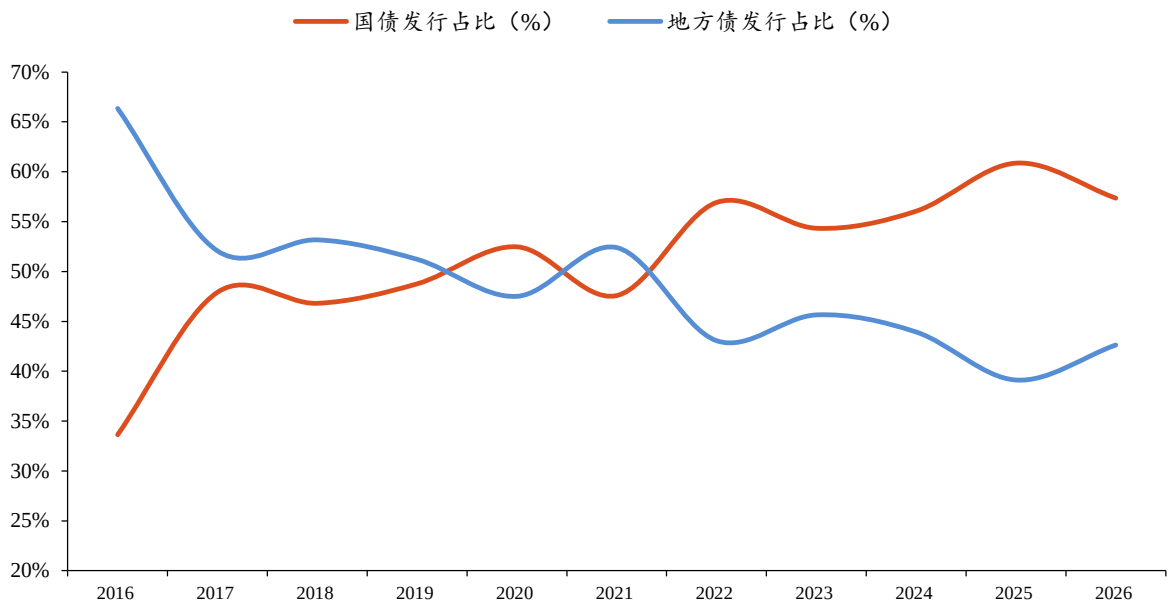
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

1.3.3.中央和地方权责

“中央加杠杆”新格局逐步形成。近年来，央地的债务结构正发生重要转变，中央债务在全国新增政府债券中所占比重不断提升，国债占比由 2016 年的约 34%持续上升至 2026 年的约 57%，而地方债占比则呈现回落趋势。自 2022 年以来，国债发行占比持续高于地方债，表明在地方化债背景下，财政扩张的主体正逐步由地方转向中央，中央政府通过扩大国债发行承担更多逆周期调节和跨区域统筹职能，为重大战略、重点领域建设以及地方基本公共服务提供更强的资金支持。与此同时，地方政府举债空间则相对收缩。往后看，本轮换届周期中，“中央主导、地方配合”的新格局或将持续。

下载日志已记录，仅供内部参考

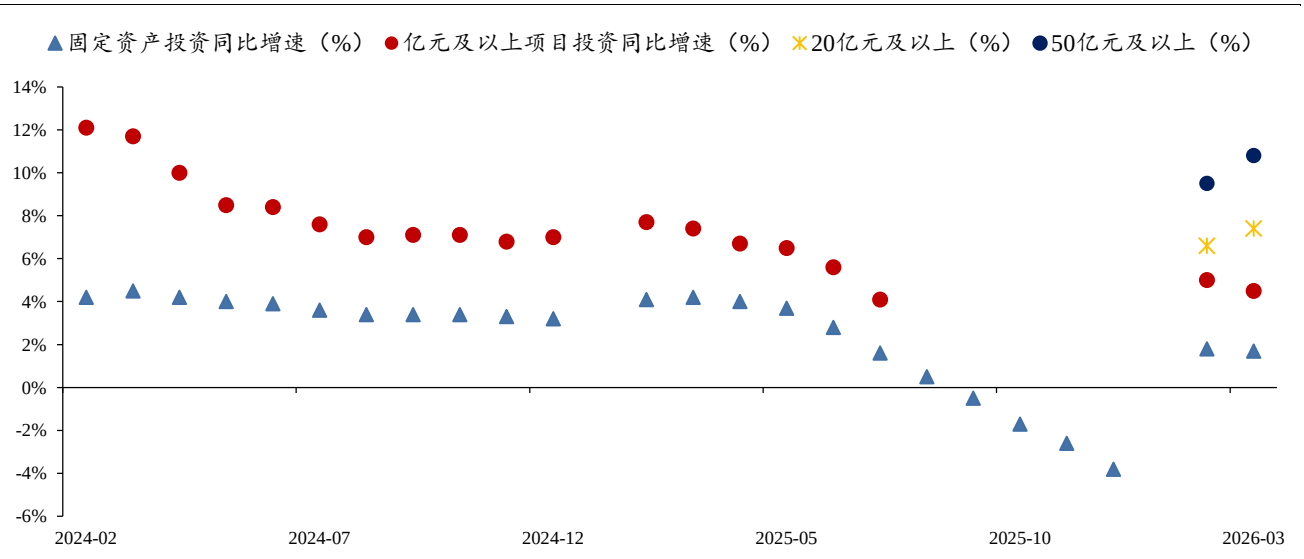
图表 11：国债与地方债占政府债券发行额比重



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：2026 年数据截至 9 月 29 日

“全国一盘棋”规划下，中央大项目重要性提升。2024 年以来固定资产投资增速持续回落，而重大工程项目投资增速相对更具韧性。国家统计局数据显示，2024 年初至 2025 年 7 月，全国计划总投资亿元及以上项目投资同比增速始终高于固定资产投资整体增速。2021—2025 年，亿元及以上项目投资年均增长 6.5%，年均增速高于全部投资 4.1 个百分点，是拉动投资增长的重要动力。2026 年一季度数据显示，亿元及以上、20 亿元及以上、50 亿元及以上项目投资增速分别达到约 4.5%、7.4%和 10.8%，仍明显高于固定资产投资整体增速。其中，20 亿元及以上、50 亿元及以上项目增速较 1-2 月进一步抬升，显示重大工程建设项目投资基石作用。

图表 12：重大项目投资增速



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

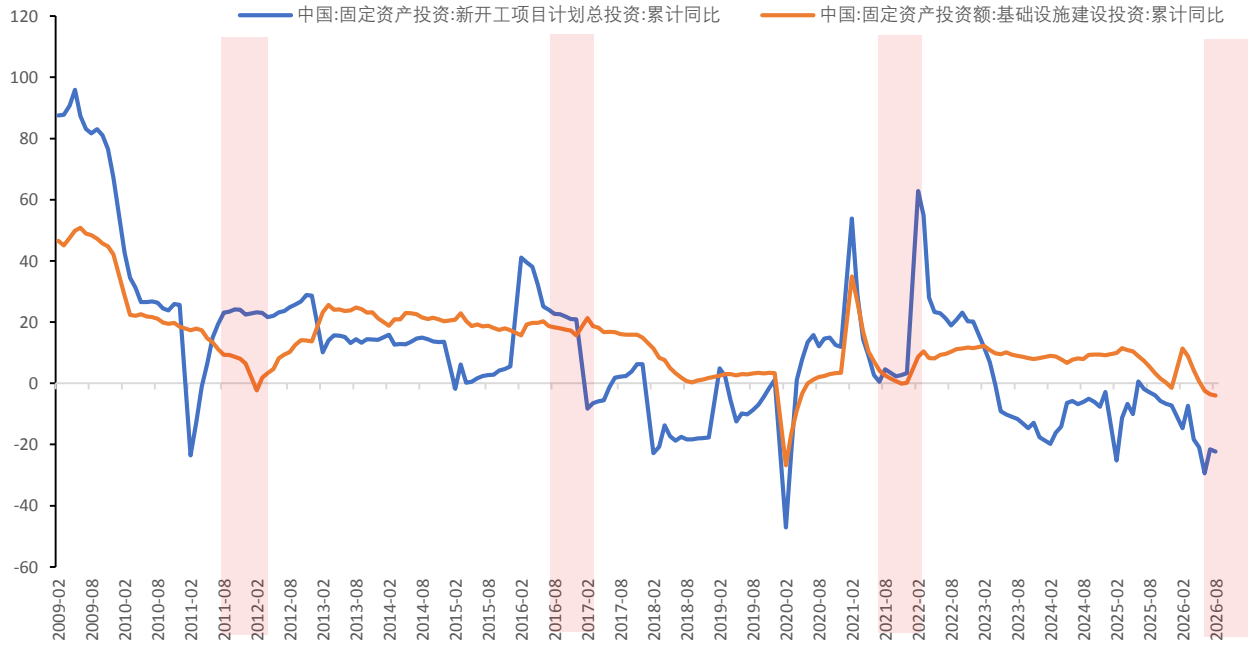
下载日志已记录，仅供内部参考

2.地方换届阶段国内基本面和政策变化

2.1.项目投资：从换届过渡期的储备到换届完成后的集中启动

换届期间地方投资趋降。过去三轮换届期间，新开工项目计划总投资累计同比增速和基础设施建设投资累计同比增速均迎来阶段性低点；在换届完成后，相关投资增速出现显著回升。以 2021-2022 年换届周期为例，换届期间新开工项目计划总投资累计同比增速和基础设施建设投资累计同比降至 0 左右，2022 年下半年后，二者重新回到 20%以上和 10%以上。

图表 13：换届期间新开工项目和基建投资增速处于阶段性低点（%）

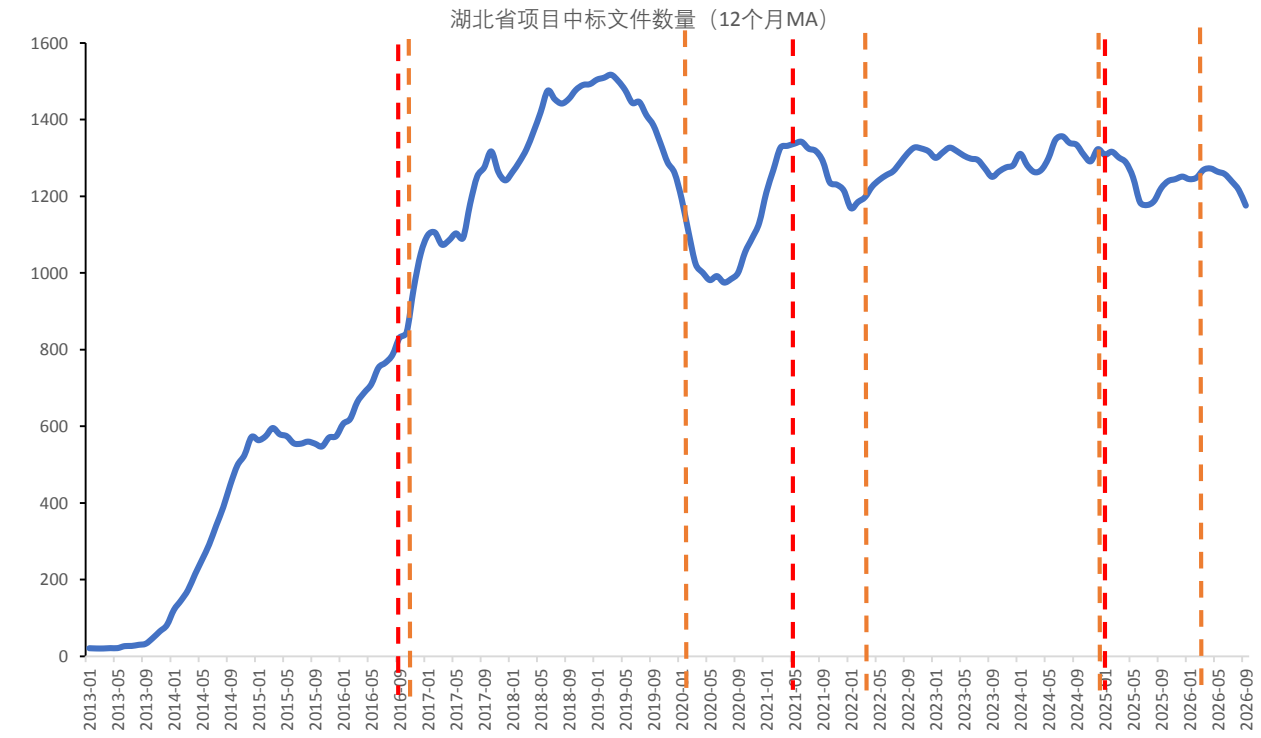


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：红色背景为换届期间

换届对地方建设项目推进产生阻力。从项目招投标看，以湖北省为例，2016-2017 年换届周期（从省长换届到省委书记换届）持续时间较短，项目中标文件数量增长未受明显影响。而 2020 年-2022 年湖北省省长和省委书记更换频率加大，期间项目中标文件数量明显减少。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：换届完成后项目中标数量增加（个/月）



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所
注：红线为省长换届，橙线为省委书记换届

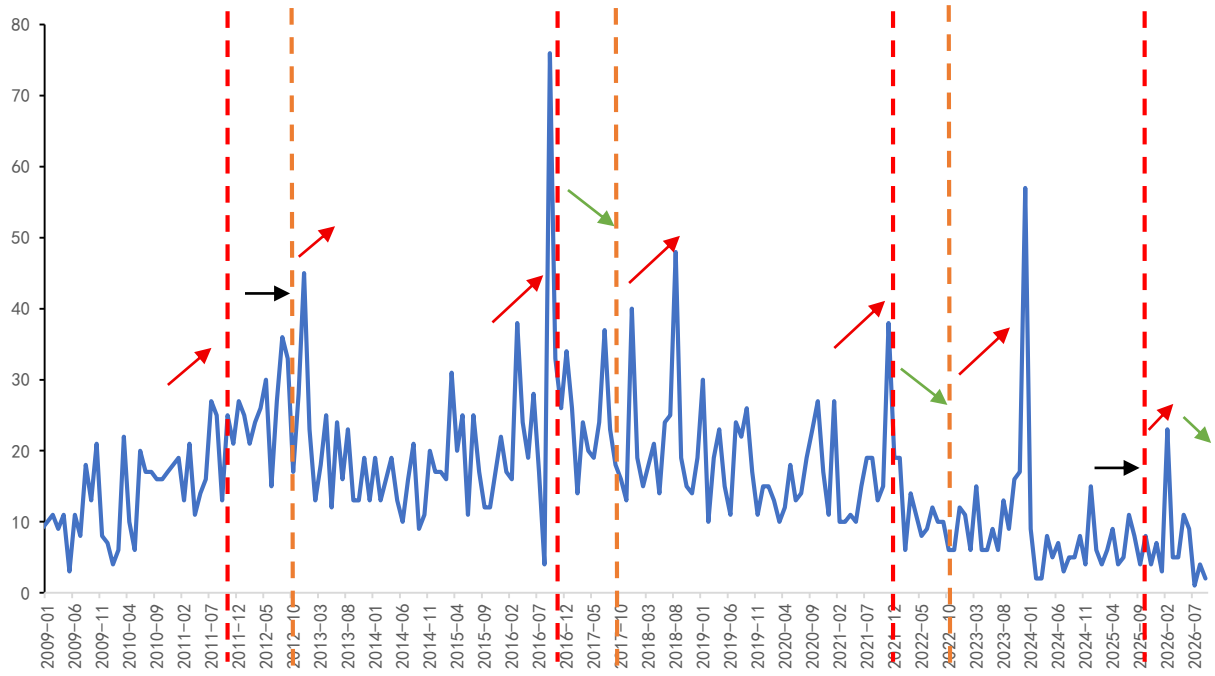
2.2.政策节奏：从换届过渡期的观望到换届完成后的密集释放

地方政府换届前后，产业政策的出台节奏呈现明显的三段式节律。**一是换届前一年政策与投资的冲刺期，**由于面临任期考核与交接，倾向于加快在手项目、集中签约、争取形成可见成果，此阶段的产业政策多为延续性加码，而非转向。**二是换届当年以弱化前期政策为主，**新班子到任后，在新政策成型前，通常会先搁置、放缓或不再强调现有重点产业方向与重点发展区域，此阶段出台的政策以调研、摸情况、表态为主，实质性新政策较少。**三是换届后一年新政策集中落地，**地方政府完成摸底与班子搭建后，开始系统性确立新的产业方向，产业规划、专项行动方案、招商引资方向调整多集中于此期。

以广东省为例，除 2025 年广东省省长因调任内蒙古自治区党委书记提前离任，其余省长和省委书记任期都在 5 年左右，其中省长换届时间点约早于省委书记一年左右。除 2025 年外，在省长换届前夕，政府发布政策文件数量均大幅增多；在省长换届到省委书记换届期间，政府发布政策文件数量保持稳定或有所减少；在省委书记换届后，政府发布政策文件数量再次提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：广东省政府月度发布政策文件数量（个/月）



资料来源：广东省人民政府官网，东方财富证券研究所
注：红线为省长换届，橙线为省委书记换届；2025 年广东省省长调任内蒙古自治区党委书记，为任期未满离任

3.本轮换届阶段主要关注点

3.1.地方政府换届约束项目和政策落地，基建爆发期或在 2027 年后

化债主线下，年内基建投资增速不宜高估。尽管中央层面仍通过专项债、超长期特别国债、中央预算内投资和政策性金融工具对基建形成托底，且 2026 年一季度基建投资增速曾阶段性回升至 8.9%。但二季度以来投资动能再度走弱，当前市场预期仍偏谨慎，背后核心约束并不在资金名义规模不足，更可能是在 2026 年这个化债关键收官窗口，地方财政优先级已从新增投资转向化债、防风险与保基本支出，叠加我们认为后续可能出现项目审核趋严、地方换届导致新开工偏慢、专项债可投资部分收缩的情况，财政资金向实物工作量转化或存在明显时滞。因此，基建更可能呈现低位修复、结构分化，而非重回过去那种由地方加杠杆驱动的高弹性扩张。

前期增量政策或以中央层面为主，各地政策发力时间可能后延。当前地方政府仍处于化债攻坚与换届过渡并行阶段，投资决策偏审慎，短期内难以形成大规模地方信用扩张，中央加杠杆替代地方加杠杆将是更现实的政策路径。同时由于地方领导班子调整、政策清理重建以及项目储备磨合，地方层面的产业政策从谋划走向集中施工大概率要等到新班子基本就位后，届时区域产业布局、专项支持方向和财政协同机制可能会更清晰。

预计基建增速先降后升，实物工作量集中于 2027 年后形成。受地方换届影响，叠加化债约束和项目储备节奏因素，基建投资实物工作量的集中形成大概率要等到 2027 年之后，届时地方产业政策落地与新一轮项目周期启动有望形成共振，基建投资对经济的支撑作用可能会更充分地显现。

3.2.资产配置：内需修复时间点可能后置，利率债、大宗商品依次迎

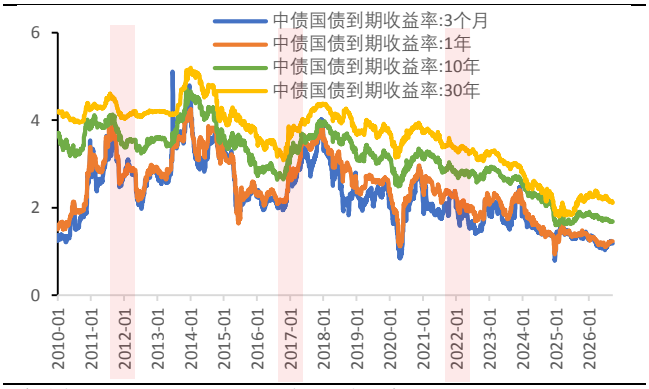
下载日志已记录，仅供内部参考

来配置窗口

短期看利率债。地方换届过渡期叠加化债约束，地方政府投资扩张意愿偏弱，基建增速趋降，政府债券供给相对收缩，而机构配置需求仍在，债市供需格局有望再平衡。同时，低利率环境是化债的必要支撑，货币政策维持适度宽松，利率债具备阶段性机会。从历史经验看，2011-2012 年和 2021-2022 年地方换届期间，国债收益率普遍趋于下行；2016-2017 年国债收益率上行，与当年“去杠杆”大背景下货币政策收紧、央行加息有关。

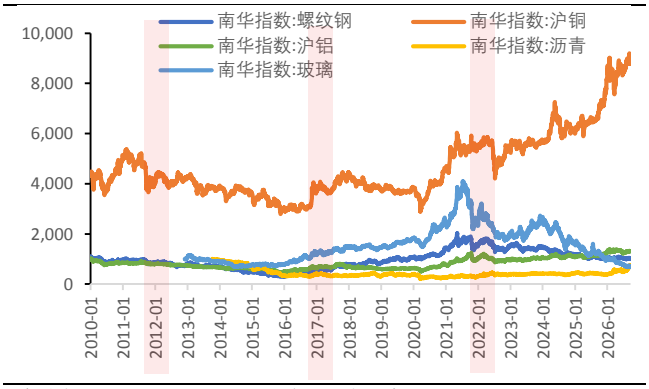
中期看大宗商品。随着换届完成、政策方向明朗，前期搁置项目重启，基建投资增速有望企稳回升，实物工作量或将逐步形成。但受化债约束和项目储备节奏影响，实物工作量的集中释放大概率在 2027 年之后，届时对上游能源、工业金属等大宗商品的需求拉动可能会更明显地体现，大宗商品或迎来配置窗口。从历史经验看，螺纹钢、铜、铝等基建投资链相关大宗商品价格在换届完成后止跌回稳。

图表 16：国债到期收益率（%）



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：红色背景为换届期间

图表 17：基建投资链相关大宗商品价格指数



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：红色背景为换届期间

4.风险提示

◆地缘政治冲突升级。俄乌冲突、伊朗局势等地缘政治冲突可能加剧原油等大宗商品价格波动。

◆美国经济放缓及通胀超预期。关注美国就业、消费走弱风险以及通胀超预期风险。

◆国内经济复苏不及预期。关注 PPI 等通胀走势、地产走势情况，以及反内卷、促消费等政策落地情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。