

研报精选

2025年2月16日 第208期

宏观专栏

年初投资新动态跟踪

报告认为，受地方增量化债资金、财政支出进度前置等政策提振，今年年初投资有望强于去年同期，同时在领域上更加偏向产业基础设施。报告预计今年基建投资增速或略高于去年，子行业景气度延续分化态势，设备投资占比或继续提高。

通胀粘性推迟美联储降息时点

美国1月CPI环比涨幅上升至0.5%，同比上升至3.0%。报告认为，本次通胀反弹与各种供给扰动有关，包括飓风、严寒天气、以及特朗普关税预期升温等，另外也反映了季节性因素。

专题聚焦

DeepSeek触发中美资产重估

报告认为，DeepSeek崛起叠加美元流动性趋松，触发中美资产重估。海外交易逻辑开始注重企业的盈利兑现能力，国内资产则受DeepSeek驱动出现修复，有望实现新一轮重估。

从产业链看美国关税的影响

报告通过全球价值链的分解来看美国关税的间接影响，认为近年来中美贸易更多通过全球产业链相连，如果美国对墨西哥、加拿大加征关税，其对中国大陆总出口的间接影响较小。

宏观专栏

年初投资新动态跟踪

受地方增量化债资金、财政支出进度前置等政策提振，我们预计一季度项目开复工有望强于去年同期。资金端方面，政府新增债券和地方特殊再融资债券前置发行，缓解地方债务压力，支撑稳增长。项目端方面，去年底以来项目开工明显好转，今年年初多数省份重大项目开工投资额强于去年，不过结构更偏向产业基础设施。近期调研显示节后建筑工地开复工进度偏慢，我们认为或受春节错位、气温等因素扰动，随着后续气温回升和新增政府债券资金下达，一季度投资仍有坚实支撑。

2025年是“十四五”规划的收官之年，前期建设进度偏慢的领域有望迎来加速发展。能源与交通运输基础设施等领域序时进度相对靠前，而在GDP能耗、碳排以及养老托幼等方面，我们预计今年或将推出加速举措，以确保完成规划目标。我们预计今年基建投资或略高于去年的9.2%，子行业景气度延续分化态势，设备投资占比或继续提高。近期主要部委召开的年度工作会议更多强调讲求有效投资，如住建部就城市更新提出要坚持“先体检、后更新，无体检、不更新”，建立城市体检和城市更新一体化推进机制，而我们汇总的主要省份交通运输计划、大中型城市保障房筹建目标，今年设定的幅度均相对温和，主要是由于前期建设进度较快，使得今年建设目标压力较低。我们预计今年主要基建子行业投资增速由高到低或为公用事业、航空/水上运输业、铁路运输业、水利、道路运输业和公共设施管理业。

基建细分领域增长分化，对实物量也有着不同含义。不同行业投资对应的实物类别和强度之间的差异，进一步促成了不同建材实物量间的差异。近几年基建投资结构中，公用事业、铁路、航运等领域占比上升，而道路和公共设施管理（主体为市政投资）占比则趋于下降，这使得沥青需求增长趋缓，但金属类建材在地产需求拖累较大的情况下，得到了基建的一定支撑。

以上观点来自：2025年2月13日中金公司研究部已发布的《年初投资新动态跟踪》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

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

宏观专栏

通胀粘性推迟美联储降息时点

美国1月核心CPI季调环比涨幅反弹至0.4%，同比反弹至3.3%，总CPI环比涨幅上升至0.5%，同比上升至3.0%，均高于市场预期。我们认为，这次通胀反弹与各种供给扰动有关，包括：飓风的滞后影响、严寒的冬日极端天气、加州山火、禽流感带来的鸡蛋短缺，以及特朗普关税预期升温。另外也反映了“一月效应”的季节性因素。一般情况下，供给扰动是短暂的，但这次关税是一个未知因素，有很大不确定性。这种不确定性叠加就业的韧性，或使美联储在更长时间保持观望。我们将降息时点的预测推迟至三季度，早于目前市场预期的四季度¹。

美国1月核心CPI季调环比涨幅从上月0.2%反弹至0.4%，同比从3.2%反弹至3.3%，CPI环比从0.4%上升至0.5%，同比从2.9%上升至3%，均高于市场预期。从分项来看，本次通胀数据反弹范围较广，美联储最关注的剔除房租后的核心服务（supercore）价格环比涨幅跳升至0.8%，其中涨幅较高的项目包括医院服务（+0.9%）、机票（+1.2%）、娱乐服务（+1.2%）和汽车租赁（+1.7%）。此外，各类保险项目，如汽车保险（+2.0%）和房屋保险（+1.1%）涨幅明显，我们认为可能与极端天气扰动带来理赔成本以及投保需求上升有关。

核心商品价格涨幅从上月0%反弹至0.3%。二手车价格环比涨幅在上月上涨0.8%后进一步上涨2.2%，我们认为可能继续受到10月飓风Milton与1月洛杉矶大火过后替代购买受损车辆的影响^{2 3}。音响设备（+1.5%）、摄影设备（+2.4%）、玩具（+0.8%）、电脑（+0.9%）等商品也出现了涨价，可能与消费者希望在关税新政落地前“抢先购买”的需求有关。食品和能源价格在1月继续上涨，鸡蛋价格单月环比涨幅超过15%，主要与禽流感疫情加剧导致鸡蛋与活禽短缺有

¹ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

² <https://www.wsj.com/economy/cpi-report-inflation-november-interest-rate-d2520eaa>

³ https://www.wsj.com/economy/central-banking/cpi-report-inflation-december-interest-rate-0347479e?mod=WSJ_home_mediumtopper_pos_1以及<https://www.nytimes.com/2025/01/12/us/private-firefighters-la-wildfires.html>

关⁴。主要房屋租金环比涨幅维持在0.3%，较为温和，但酒店价格涨幅在上月下跌后反弹至1.7%。

我们认为，1月通胀超预期反弹与各种供给扰动有关，这包括：飓风的滞后影响、严寒的冬日极端天气、加州山火、禽流感带来的鸡蛋短缺，以及特朗普关税预期升温。另外也反映了季节性因素，即“一月效应”。历史表明，企业习惯于在每年年初调整价格，这通常会导导致第一季度的通胀数据比其他季度更高。类似的情况在去年1-3月也发生过，这导致2024年通胀呈现前高后低的走势。

一般情况下，供给扰动是短暂的，但这次关税是一个未知因素。自特朗普1月20日就任总统以来，已先后宣称对来自墨西哥、加拿大和中国的进口商品加征关税，其中一部分关税已经落地。此外，特朗普政府也已对所有进口的钢铁和铝产品加征了25%的关税⁵，并宣称未来还将推动更多关税落地。尽管关税的范围和力度还有很多变数，对通胀的影响也有待观察，但这无疑会增加通胀的不确定性，对消费者通胀预期也可能带来扰动。最新的2月密歇根大学消费者一年期通胀预期初值攀升至4.3%，这是一个令人警惕的信号。

关税的不确定性叠加就业的韧性，将使美联储继续保持观望。我们将降息时点的预测推迟至三季度。上周五的非农就业数据稳健，显示美国劳动力市场上、下行风险大致平衡，美联储不需要急于降息。今天的CPI数据显示通胀仍有粘性，进一步强化了不急于降息的观点。此外，由于关税的不确定性“挥之不去”，美联储无法排除通胀反弹风险，这使得他们仍处于“雾天开车”的状态，只能边走边看。综合这几方面因素，我们认为美联储降息的门槛已明显提高，上半年或已难以降息。

降息推迟对未来的需求将形成下行压力，通胀进一步上行的风险或不大。对于利率敏感部门而言（如房地产和制造业），更加持久的高融资成本或将继

⁴ <https://www.theguardian.com/us-news/2025/feb/02/egg-prices-bird-flu>

⁵ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-steel-into-the-united-states/> 以及 <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-aluminum-into-the-united-states/>

续抑制复苏动能。特朗普的减税政策虽有助于提振“动物精神”，但关税带来的不确定性也可能使企业资本开支更加谨慎。持续的高利率和高物价也可能削弱消费者的信心，2月密歇根大学消费者信心指数下跌至67.8，为连续第二个月下降，表明消费者的情绪并未随着特朗普上任而改善。近期政府效率部门（DOGE）指导下的政府“裁员潮”也可能进一步削弱消费者信心。总之，高利率对于经济全面复苏将形成阻碍，而当总需求扩张受到抑制时，通胀持续反弹的可能性也有限。



以上观点来自：2025年2月13日中金公司研究部已发布的《通胀粘性推迟美联储降息时点》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

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

专题聚焦

2月报：DeepSeek触发中美资产重估

DeepSeek崛起叠加美元流动性趋松，触发中美资产重估。

海外方面，美国科技硬件、半导体等高估值板块调整，但顺周期的地产、金融、原材料、工业等板块仍表现强劲，交易逻辑开始注重企业的盈利兑现能力。往前看，随着小企业重启，就业市场和工资增速提振下，终端需求有望企稳回暖，我们预计或将拉动美国名义GDP，美国经济将在今年上半年重启上行周期，进而利好美股盈利，我们持续看好消费、金融、工业、原材料等顺周期板块，并继续提示分母端估值回调（尤其在下半年）的风险。在债务上限得到解决之前，美债供给量受限，我们认为利率短期内或仍有下行空间，低位预计4.2%-4.3%，而下半年利率可能随着通胀和名义GDP增速上行至4.5%-5%。有色金属的机会正在到来，美国周期重启叠加趋势性再工业化利好铜价，贸易摩擦扰动下加速全球央行购金，我们继续坚定战略性看好金价（详见《[黄金：一个跨越范式的“老框架”](#)》）。往前看，在债务上限解决前，继续做多美元流动性：新兴市场尤其港股、大宗商品等均有进一步表现空间（详见《[美国债务上限的解决路径与资产含义](#)》）。

国内方面，DeepSeek驱动国内资产修复，抵消美国关税的负面影响。2025年1月20日，国内AI企业发布DeepSeek模型，提振国内成长风格。春节后A股表现较好，DeepSeek概念指数大幅上涨超过27%，恒生科技指数累计上涨近10%，并带动大盘整体走强。另外，2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税⁶。受此影响人民币汇率小幅贬值，但在DeepSeek利好提振下，出海贸易指数上涨，A股整体上行，并未明显受到关税方面的负面影响。往前看，建议趋势性关注美国周期重启对A股的外溢和拉动、以及“现金牛”和央国企。在稳增长政策陆续出台下，市场预期最低迷的时期或已过去。我们预计DeepSeek的崛起或将加速国内AI产业发展，对国内成长风格形成阶段

⁶ <https://www.news.cn/world/20250202/e6b45484eb5d4c0599ac327cd2f382e4/c.html>

性利好。

中国AI企业的快速发展或引领中国资产重估。随着DeepSeek模型的发布，本土AI模型实现了低成本、高水平的跨越，市场对美国在AI领域的领先地位出现质疑。DeepSeek叠加美国名义周期重启，或影响美股大盘成长高估值的逻辑，“Mag 7例外论”甚至“美股例外论”受到挑战⁷。相应的，美股顺周期和价值板块配置意义凸显。在全球经济复苏的背景下，新兴市场与欧洲可能受到资金更多的青睐。国内方面，当前国内“低利率、稳增长、新产业”的环境更利于成长风格，新兴产业快速发展。我们认为DeepSeek的崛起或将加速国内AI产业的发展。国内当前低估值、低资金配置的局面或将出现变化，带动中国资产的新一轮重估过程。



以上观点来自：2025年2月13日中金公司研究部已发布的《2月报：DeepSeek触发中美资产重估》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

⁷ “Mag 7”是指谷歌母公司Alphabet、亚马逊、苹果、Meta、微软、英伟达、特斯拉等7家美国上市公司。

专题聚焦

从产业链看美国关税的影响

美国总统特朗普对中国进口商品加征关税，并且对部分地区的钢铝产品恢复加征关税，而且未来也可能对更多经济体加征关税。关税会直接影响出口，也会通过供应链间接影响出口。因此，我们通过全球价值链（GVC）的分解来看关税的间接影响。

美国近期对阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、欧盟、日本、墨西哥、韩国、英国、乌克兰恢复加征钢铝关税并将铝产品加征关税率提高至25%。从ADB全球投入产出表的全球产业链（GVC）的分解来看，受此次政策影响的前述地区金属制品对美国出口中来自中国大陆的金额合计为39.0亿美元，占中国整体出口比重为0.13%。

从2023年简单平均最惠国关税率来看，美国为3.3%，世界平均为8.8%。从全球产业链的视角来看，如果美国对墨西哥、加拿大加征关税也会对美国自身产生一定负面影响。2021年墨西哥对美国出口中有17%实际上是来自于美国自身，而加拿大对美国出口中也有13%是来自于美国自身。

如果美国对墨西哥、加拿大加征关税，其对中国大陆总出口的间接影响较小。墨西哥、加拿大对美国商品出口的金额中分别有8%、3%来源于中国大陆。从绝对金额来看，2021年，墨西哥、加拿大出口美国商品中来自中国大陆的金额分别为266亿美元、98亿美元，占中国商品出口比重分别为0.9%、0.3%。

近年来中美贸易更多通过全球产业链相连。从更为广义的中美以外的世界其他地区对美国制造业出口的分解来看，2021年其他地区对美国制造业出口中有5.6%的金额来源于中国大陆，相较于2017年提升1.6个百分点。从绝对金额来看，2021年世界其他地区对美国出口中有1110亿美元的金额来自于中国大陆，占中国对美国出口比重为23.3%，占中国总出口比重为3.6%。

以上观点来自：2025年2月13日中金公司研究部已发布的《从产业链看美国关税的影响》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.2.10 中国宏观热点速评：剔除错位，温和复苏——2025年1月物价数据点评
- 2025.2.13 中国宏观热点速评：从产业链看美国关税的影响
- 2025.2.13 海外宏观简评：通胀粘性推迟美联储降息时点
- 2025.2.13 中国宏观热点速评：年初投资新动态跟踪
- 2025.2.13 宏观探市：2月报：DeepSeek触发中美资产重估
- 2025.2.14 中国宏观热点速评：对降低融资成本的表述更清晰|2024年4季度货币政策执行报告简评

策略及大宗商品

- 2025.2.11 大类资产2月报：特朗普交易的新阶段
- 2025.2.11 聚焦：石油：美国能源政策下的风险与机会
- 2025.2.12 海外策略：关税的“近忧”与“远虑”
- 2025.2.12 港股策略专题：哪些行业存在更多机会？——港股2024年业绩预览
- 2025.2.12 MSCI中国调整：新增8只、剔除20只（2025-02）
- 2025.2.13 主题策略：近期A股资金流向全景动态
- 2025.2.13 农产品：专题研究：关税政策反复，大豆仍是风向标
- 2025.2.15 全球资金流向监测：谁是本轮上涨买入的主力？

固定收益

- 2025.2.10 简评：信用利差被动收窄，长短端走势分化——2025年1月行业利差跟踪
- 2025.2.12 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.2.13 中国房地产债券月报：1月房地产债券月报：销售同比小幅增长
- 2025.2.13 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.2.13 专题研究：从各地政府工作报告、预算草案等看退平台进展规划和退重点省份进程
- 2025.2.13 简评：货币政策力度强化，节奏择机，债牛未尽——2024Q4货币政策执行报告点评
- 2025.2.14 资产证券化分析周报：供给回暖，广义基金和险资加大配置
- 2025.2.14 中国可转债策略周报：转债实践Deepseek前后的差别 暨本月十大转债

- 2025.2.14 简评：信贷及社融量超预期，质未超预期，宽松进程未改——1月金融数据点评
- 2025.2.15 信用债收益率跟踪周报：节后理财规模增长，信用利差收窄
- 2025.2.15 深度研究：全球资金再平衡：美债曲线牛平，中债曲线牛陡——2025年上半年中国经济及债市展望

行业

- 2025.2.10 软件及服务：智驾新略：比亚迪发布会在即，建议关注两大主线
- 2025.2.10 机械：持续关注成长主题，布局周期机会
- 2025.2.10 科技硬件：具身智能行业跟踪（二）：特斯拉产能预期快速爬坡；AI迭代加速应用落地
- 2025.2.10 有色金属：哲锂系列之六：聆听南美盐湖的心跳——阿根廷盐湖产业调研报告
- 2025.2.10 化工：特朗普关税政策对部分油气化工产品的影响分析
- 2025.2.11 不动产与空间服务：周评#425：春节后一周一、二手房销售同比有降
- 2025.2.11 电力电气设备：新能源全面入市，储能商业模式优化，市场竞争格局向好
- 2025.2.11 主题研究：光伏周谈：多重政策催化下的触底反弹（25年第6周）
- 2025.2.12 汽车及零部件：多因素扰动1月零售；龙头引领智驾普惠
- 2025.2.12 房地产：1月二手房交易量同环比走弱，房价缓跌
- 2025.2.12 家电及相关：家电仓位和估值到哪儿了？（4Q24）
- 2025.2.13 汽车及零部件：智能驾驶系列十一：DeepSeek赋能智能汽车三问三答
- 2025.2.13 东南亚研究：东南亚2月月报：宏观、互联网与消费
- 2025.2.14 科技：AI智道（3）：开源AI模型如何影响云服务市场？
- 2025.2.15 传媒互联网：数据月报：《哪吒2》票房破百亿元，关注文化与科技融合发展
- 2025.2.15 银行：创纪录信贷开门红成色几何？——1月社融数据点评
- 2025.2.15 传媒互联网：互联网周思考：DeepSeek鲶鱼效应继续发酵，第一轮重估基本达成
- 2025.2.15 公用事业：福建海风双子星：乘风而行 齐头并进
- 2025.2.15 农业：USDA 2月供需报告：国际玉米库消比续创新低，价格有望延续回暖
- 2025.2.16 软件及服务：AI智道（4）：AI Lab的增长密码：一个动力学模型

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