

研报精选

2025年3月2日 第210期

宏观专栏

从规模经济看DeepSeek对创新发展的启示

报告认为，DeepSeek的破解在于以算法优化提升算力的边际产出，从宏观来讲是规模经济效应的力量，尤其得益于中国的外部规模经济。未来，中国的创新发展需要更多转向“重需求与人才”，金融领域的改革对创新生态的支持也具有重要意义。

两会的政策线索|2025年两会前瞻

报告认为，财政加码的总基调大概率不会改变，关键是落实扩内需任务的思路和财政的方向。新质生产力的建设可能是重点发力方向，尤其是相关的基础设施投资。

专题聚焦

关注美国经济的下行风险

报告认为，关税的不确定性，政府支出削减的紧缩效应，以及持续的高利率环境是导致近期美国经济数据走弱的主要原因。往前看，美国经济基本面仍然稳固，但需关注经济的下行风险。

利率传导到了哪一步？

报告认为，利率从短端向长端传导已逐步开启，预计流动性环境有望重回宽松，长端国债收益率也有望重回稳定，进一步的走势还取决于财政发力程度和经济复苏强度。

宏观专栏

从规模经济看DeepSeek对创新发展的启示

DeepSeek的出现有几个没想到，不是大型科技企业和科研院所而是初创企业，不是实体科技公司而是一家金融领域的公司，不是来自处于领先地位的美国而是在大模型领域相对落后的中国。这一切纯属偶然吗？只有大机构才能研发AI大模型的背后是所谓的规模定律，即要素（数据、算力）投入的边际产出下降，模型性能提升需要不断增加要素投入，带来规模的门槛要求。DeepSeek的破解在于以算法优化（技术进步）提升算力（要素）的边际产出，一定程度上替代了算力投入。技术进步从个体来讲似乎有偶然因素，但从宏观来讲是规模经济效应的力量，尤其是外部规模经济，即上下游协同、共享基础设施和人才池的创新生态，中国在数字基础设施和人才规模优势方面尤其突出。规模经济效应意味着大模型未来的发展或仍将由大国主导。就中美之间的互动而言，规模定律隐含后发者有优势，所以美国通过限制算力出口减缓中国的追赶。这是因为落后者要素投入的边际产出高于领先者，市场机制激励要素投入从领先者流向落后者，有利于两者差距的缩小，这有点类似经济学新古典增长模型的逻辑，即规模报酬递减带来发展中国家和发达国家之间的差距收敛。但这加剧了双方各自的比较优势，美国偏重利用算力，中国偏重算法优化，而算法优化这样的技术创新更能得益于大国规模经济效应，更可能带来先发者优势，符合隐含规模报酬递增的内生增长模型的逻辑。从更广层面看，中国需要实现科技创新与产业创新融合发展，首要是从“重供给与资产”转向“重需求与人才”，在促进消费需求之外，重视知识产权保护与建立个人破产保护制度有助于人才激励。与电力、内燃机等不同，以数字技术、人工智能为代表的信息技术革命，天然地与金融有紧密联系，因为金融尤其资本市场的关键是解决信息不对称问题，由此金融领域的一些创新本就是数字等信息科技创新的一部分。公共政策在重视金融支持科技创新的同时，也需更加包容金融活动的“动物精神”。

2025年1月20日，中国DeepSeek公司发布DeepSeek R1大模型，其在数学推理等基准测试上超越了行业领先模型，性能和成本等指标令科技巨头刮目相看，

有三个“没想到”引发热烈讨论。

第一个“没想到”，DeepSeek R1由一家从事量化投资的中国公司开发。传统观念认为，AI大模型的研发需要长期、持续、巨额的资金投入和技术积累，这似乎是科技巨头的专属赛道，同时一般认为科技创新由科技公司或科研机构承担，没想到这次创新由一家金融企业完成。DeepSeek打破了人们对AI研发主体和模式的固有认知。

第二个“没想到”，推理性能相对卓越的DeepSeek R1选择了开源。在竞争激烈的AI大模型领域，顶尖模型往往被视为核心资产和竞争优势，OpenAI、Google等领先公司通常选择对最先进的模型进行闭源或仅开放有限的API接口，以保持技术领先性和商业利益。DeepSeek R1作为一个性能比肩顶尖模型的存在，却反其道而行之，选择了开源方式。与闭源相比，开源模式的商业利润空间可能较小，但能吸引更多参与者，有利于更大规模的创新生态的形成。

第三个“没想到”，美国在AI领域的领先地位似乎并不牢固。此前比较普遍的观点认为，AI大模型的研发高度依赖规模的作用，即数据规模、参数规模和算力规模三者共同驱动模型性能的提升，形成所谓的“规模定律”（Scaling Laws）。如果这种观点成立，那么像美国这样拥有海量数据、顶级算力和雄厚资金的国家，将在AI竞赛中持续扩大领先优势，形成“赢者通吃”的局面，最终牢牢掌控AI领域的领导权。但是DeepSeek R1的出现，让很多人开始重新评估中美AI能力的差距，甚至全球的竞争格局。

上述这三个“没想到”都和规模的概念有关联，这也是我们理解DeepSeek对中国创新经济发展的启示的关键。

一、AI经济学：规模定律还是规模效应？

DeepSeek的“意外”爆红，打破了此前人们对AI大模型研发门槛要求的执念，尤其降低了算力推理的约束。历史上技术进步的扩散与应用一般都伴随着成本的下降，进而从“小众”走向“普惠”，这次DeepSeek是不是AI技术走向普惠过程的一个重要进展？背后的机制是什么？DeepSeek是不是意味着AI发

展的规模定律不重要了，还是有更广的含义？要回答这些问题，关键是要理解AI领域中规模定律（Scaling Laws）和规模效应（Scale Effect）这两个关键机制的相互作用。当前就AI发展的经济学讨论，常常混淆了规模效应和规模定律这两个概念，由此带来一些认知上的偏差。

规模定律是一个技术可行性的概念，其核心观点可以概括为：在模型训练阶段，增加模型参数量、训练数据量、以及计算资源投入（算力），AI性能会提升，但在给定算法框架和特定任务下，边际性能提升幅度会逐渐递减。我们可以将数据、参数、算力视为AI生产函数的“投入要素”，更精确地说是AI模型训练的“投入要素”。在给定的算法框架下，这三要素的投入规模，直接决定了AI模型的产出性能。如同传统工业生产需要原材料、设备和能源一样，当前高性能AI大模型的研发也离不开数据、参数和算力。“Scaling is all you need（你只需规模）”，规模定律意味着通过不断扩大模型规模（增加参数）、增加训练数据、提升算力水平，AI模型的性能往往能够持续提升，甚至还会“涌现”出意料之外的能力。然而，规模定律也并非“万能公式”。当数据、参数、算力等要素的投入规模达到一定程度后，其边际收益会逐渐递减。由此带来一个问题，单纯依靠规模扩张虽然带来模型性能一定程度的提升，但在经济上并不一定是最优或可持续的，比如算力资源投入成本，模型训练与运行的能源消耗成本等。

“规模效应”是一个经济学概念，讲的是经济可行性，意味着规模越大，单位产出的成本越低。就AI大模型而言，规模效应至关重要，且可区分为内部规模效应和外部规模效应两种。内部规模经济效应体现于单个组织或企业的运营由于自身生产规模扩大而带来的成本降低和效率提升。例如，大型AI研发机构在长期运营过程中，会积累大量的研发经验、技术诀窍、代码库、模型库等知识资产。规模化的机构更有能力建立完善的知识管理系统，将这些知识资产有效地组织和沉淀下来，并在不同的研发项目中进行复用。这种知识的积累和复用，可以避免重复“踩坑”，缩短研发周期，降低研发成本，提高整体创新效率。外部规模效应指的是整个行业或特定区域的规模扩大，所带来的成本降低和效率提升。AI产业的蓬勃发展也展现出强大的外部规模经济效应，这种效

应并非单个机构独享，而是整个AI产业规模扩张为所有参与者带来的共同收益。例如，完善的AI基础设施生态的构建，如专业的云算力平台和高速网络设施，降低了所有企业获取算力资源的成本；专业化AI服务生态降低了行业门槛和成本，成熟的AI人才市场促进了知识溢出和创新活力，AI应用场景的拓展和市场繁荣则为产业发展提供了更广阔的空间。

那么究竟该如何理解规模定律和规模效应对DeepSeek破局的含义？我们可以引入一个更深入的分析框架——AI生产函数。从经济学角度讲，可以将AI生产函数视为一个由四个关键组成部分构成的系统：算法框架 (Algorithm Framework)、数据 (Data)、参数 (Parameters) 和算力 (Compute)。在这四个组成部分中，算法框架扮演着至关重要的角色，类似于“技术”或“生产工艺”。而数据、参数、算力则相当于“投入要素”，其规模投入固然重要，但最终的产出效率，很大程度上取决于“技术”的先进程度。在给定的算法框架下，数据、参数、算力遵循规模定律，总要素投入的增加会带来性能的提升，但也会表现出边际收益递减的趋势。规模定律表现在同等AI效能（Q）提升所需要的边际算力不断增加。而高算法投入下，算法框架的改善则可以提升算力的边际产出。当海外的科技巨头不断堆叠算力，DeepSeek则在算法框架层面投入了大量资源，甚至不惜对其他厂商不愿触及的PTX指令集进行编程，以优化AI模型的训练和推理。而训练算法架构的改善，提升了DeepSeek算力投入的边际产出，这就使得DeepSeek能够以相对较小的算力规模，获得与科技巨头相近甚至更优的AI模型性能。

从动态的维度来看，由于算法框架的不断迭代，算力等“投入要素”的边际收益，并非如单一规模定律曲线所显示的那样持续递减，甚至有可能呈现出规模报酬递增的形态。给定算法框架，投入要素的产出遵循着规模定律，每一条“算法框架”曲线，都代表了在特定算法技术水平下，AI效能与模型规模之间的规模定律关系，表现为边际收益递减。但是在新的算法框架下，相同的算力投入，可以实现更高的AI效能。比如，DeepSeek在算法层面的创新，显著提升了算力、算法、数据的边际回报，就可以看成是算法框架的一次改进。换言之，AI效能的提升既可以在单一轨道上重复加大算力等要素投入，也可以不

断通过技术上的创新，为数据、算力和参数的进一步扩张开辟新的成长空间。规模定律所揭示的边际递减可以被周期性地打破，每一次重大算法框架（技术）的进步都可能带来新的“增量收益”。

以上分析显示，从AI技术发展的长周期来看，尽管在每一个既定的算法框架下，都存在着规模报酬递减的现象（Scaling Laws），但算法框架（技术）的创新，减弱了规模定律的约束。不是规模定律不重要了，甚至不能说规模定律的约束降低了，正是因为要素投入规模给定的约束，促使DeepSeek另辟蹊径，从技术（算法进步）来提升模型的性能。一个进一步的问题是，技术进步（算法进步）是怎么来的？算法创新背后有规模经济的支撑。算法研发本身就是一个持续“试错”的迭代过程，拥有更大规模的研发资源，就能展开更多“试错分支”，从而更高效地逼近算法创新的“无人区”，更快地找到“破局点”。规模越大，意味着试错的“广度”和“深度”就越大，算法创新也就更具确定性。这里的规模经济不仅是指单个企业的内部规模经济，更重要的是上下游协同，基于基础设施和人才池的外部规模经济。算法创新高度依赖于规模效应所构建的创新生态，站在前人研究的基础上，广泛吸收来自学术界、产业界、开源社区等各方智慧的“集体结晶”。“内部规模效应”与“外部规模效应”的相互协同，共同构成了AI研发规模效应的完整内涵。

总之，DeepSeek的成功，看似是一个降低规模定律约束、打破规模壁垒的故事，但从宏观角度来看，这反而是规模经济的体现，尤其得益于中国的大国规模提供的外部规模经济。也正因为此，AI领域的竞争，绝不仅仅是企业与企业之间的“单点竞争”，更是一场国家与国家之间的“体系化竞争”，因为只有国家层面的规模效应，才能构建起支撑持续性算法创新的“规模底座”，才能在长期的AI竞争中占据战略主动。

二、AI经济学：后发优势还是先发优势？

规模定律与规模效应的差异也为我们理解国家之间AI竞争格局提供了重要启示。规模定律揭示了AI性能提升的技术路径，但也指出了规模扩张面临的边际收益递减约束。这为后发者提供了追赶空间，类似新古典增长模型中的后

发优势——落后者增长更快，领先者与落后者的差距可能收敛。可能正因为担心中国的追赶，美国试图通过对中国算力能力的限制来维持其领先优势。规模效应则暗示AI研发具有“赢者通吃”的特性，类似内生增长模型中的先发优势，规模报酬递增使得领先者的优势难以撼动，甚至持续扩大。那么，DeepSeek的突破究竟是后发优势的体现，还是中国作为AI领先者的规模效应使然？

在有关AI国际竞争的分析中，中金研究部和研究院出版的《AI经济学》基于各国在AI研发端和应用端的规模，计算了AI发展指数¹。结果显示，全球AI格局呈现显著的规模分化，美国和中国凭借压倒性的优势占据指数排行榜的前两位。其中，美国在研发端规模优势略高于中国，中国在教育端的规模优势略高于美国。规模效应不仅为AI技术的快速迭代提供了沃土，也塑造了全球AI研发的中心格局，这就解释了为什么AI先进大模型多诞生于中美两个大国。虽然DeepSeek显示先进大模型不必然出现在大型科技企业，但不能由此否定大型经济体的优势。

但还有一个进一步的问题，那就是中美之间又会是什么样的竞争格局？为什么DeepSeek出现在中国，而近期发布的Grok3出现在美国？这背后是两国在规模优势上的分野。规模优势并非是一维度的，美国算力资源比中国多，但中国人才基数比美国多、应用场景比美国大，两国在规模上各有优势，带来发展路径的差异。2022年ChatGPT问世时，全球优秀AI人才主要工作地虽在美国，但培养人才最多的却是中国——中国优秀AI人才占全球比重从2019年的29%升至2022年的47%，在华工作的比例也从11%增至28%，而美国则从59%降至42%²。也就是说，从全球AI优秀人才的角度看，过去几年不但是中国培养的人才数量大幅增加，中国对全球优秀AI人才的吸引力也显著增强。当然，对于中美AI人才谁更有优势，存在争议。但即使美国在算力与人才两个方面对中国都有优势，也就是美国对中国有绝对优势；相对来讲，中国在人才方面的约束比算力要小。从分工的比较优势来讲，中国适合更聚焦在算法等技术进步上，美

¹ 所用数据更新截至2024年5月。

² 此处是Macropolo对于AI优秀研究者的来源地和工作地的统计，AI优秀研究者的界定是被人工智能顶级会议NeurIPS接收文章的作者，来源地是研究者本科毕业学校所在地，工作地是研究者工作机构总部所在地。

国适合更聚焦在发挥算力优势上。这也就不难理解，为什么依靠大算力集群的Grok 3出现在美国，而注重算法效率的DeepSeek出现在中国。

美国对中国算力的限制，提高了中国面临的算力成本，起到了促进中国在算法技术研发方面加大投入的作用。未来如果美国加强在算力方面对中国的出口限制，因要素禀赋差异形成的比较优势将进一步影响中美之间的竞争格局。可以预见，中国在AI发展中将更侧重于算法的优化和商业模式的创新，而美国则更专注于算力基础设施的构建，两者或将呈现出差异化的发展路径。那么，中美两国差异化的AI发展路径孰优孰劣呢？从经济分析的角度看，要素投入的边际产出一般是递减的，技术进步才是发展更重要的推动力。经济发展史中，有一个词叫“资源诅咒”，讲的是某一方面的自然资源禀赋太强，反而不利于经济的发展。比如一国石油资源丰富虽然可以带来竞争优势，但也降低了其在这方面创新的动力。当然半导体和算力本身也属于技术范畴，不能简单与石油类比，但在AI生产函数中算法才是真正驱动AI进步的核心技术。因此DeepSeek的成功还是提出了问题，美国在算力方面的出口限制对于中美AI发展到底起到什么作用？会不会带来意想不到的结果？这些问题都值得我们思考。

规模定律对应着AI领域的后发优势，而规模效应对应着先发优势。前者表明后发者可以通过要素累积实现追赶，后者则强调先发者可以通过规模报酬递增保持优势。跟其他国家相比，中美在AI领域都具备显著的规模优势，但中国的比较优势在于其庞大的人才储备和广阔的应用市场，因此在算法研发上更具潜力。美国限制中国算力的举措，或许是出于对中国后发优势的忌惮，但这恰恰可能会促使中国在算法领域投入更多资源，进一步强化其比较优势。从经济增长的视角看，算法技术的进步才是AI发展的核心驱动力。总而言之，AI竞争并非简单的“后发追赶”与“先发垄断”之争，而是规模优势与技术创新交织的博弈。在AI赛道上，规模奠定基础，创新决出高下——美国限制或许是中国AI崛起的阻力，但也可能是其超越的契机。这一博弈的答案，唯有时间能揭晓，对中国来讲，关键是如何发挥好大型经济体与人口大国相结合的规模优势。

三、AI经济学：开源促进外部规模经济

在有关AI国际竞争的分析中，《AI经济学》强调了中国在AI应用方面具有规模优势：普通用户层面，中国人口规模大，AI产业化潜在需求广阔；企业用户层面，中国工业体系完整、规模庞大，可为产业AI化提供丰富的应用场景。AI产业化与产业AI化有望带来一系列新产品新业态，共同推动AI应用层繁荣发展，既能够成为AI促进经济增长的载体，所带来的商业利润反过来也可以促进AI技术持续迭代创新。这个理想的发展模式，在过去一段时间受到了大模型原有技术路线的高算力依赖与闭源商业模式的约束，导致大模型在应用层的推广使用面临着较高的经济成本与商业壁垒。

DeepSeek的本次进步有望缓解这个约束。从技术路线来看，DeepSeek表明大模型可以通过算法优化的方式来弥补算力不足的制约，显著降低了大模型的算力成本，也在一定程度上缓解了算力“卡脖子”对于中国AI应用层发展的制约。更重要的是，DeepSeek的开源模式降低了应用层使用大模型的商业壁垒，有利于加速“人工智能+”进程。

虽然开源与闭源是大模型开发者基于自身利益考虑的商业竞争策略选择，但两者实现规模经济效应的方式不一样，因而对社会的含义也不一样。以苹果iOS与谷歌Android系统的比较为例，两者都存在一个围绕操作系统的第三方应用生态，均能实现一定程度的外部规模经济效应。但相对而言，苹果公司在生态中扮演着核心的主导者角色，因而依托闭源iOS的苹果生态更依赖内部规模经济。Android生态则不同，并不存在苹果这种占据绝对主导地位的系统开发者，生态延续与拓展更加具有外部规模经济效应。从经济影响来看，闭源的iOS获得了更多利润，开源的Android则赢得了更多客户。以2025年1月为例，iOS与Android分别占据全球手机操作系统市场份额的27%和72%³，开源系统的用户数远超闭源系统。这一定程度上是因为开源系统的商业壁垒低于闭源系统，因而更有利于推广与应用。

DeepSeek似乎正在重现开源软件在推广应用方面的吸引力。在2025年1月11日正式发布后，DeepSeek APP在1月底即跻身全球AI产品日活总榜第二名，

³ <https://gs.statcounter.com/os-market-share/mobile/worldwide>

仅次于ChatGPT，并在157个国家和地区的苹果应用商店下载排名中位列第一名⁴。根据中金公司研究部软件团队的报告⁵，基于GPT-4级别的应用在2023-2024年没有达到市场预期，DeepSeek作为高性能、低成本的开源大模型，有望给应用层带来更多可能性，企业级应用、通用及垂类C端应用、手机汽车等端侧部署场景均有望受益。

规模经济效应下的应用层加速扩散，在经济的需求侧与供给侧都带来促进作用。一方面，根据《AI经济学》的研究，AI在应用端的潜在市场规模大约是算力层和模型层加总的两倍。技术进步叠加开源带来的应用层加速渗透，有望加快释放应用场景丰富的大国规模优势，从需求侧促进经济产出增加。另一方面，从供给侧角度来看，AI在应用层的加速渗透，尤其是产业AI化加快，会通过赋能现有生产要素的方式促进TFP（全要素生产率）增长，也可以节约现有产业的劳动力使用量，将更多劳动力配置到AI不太容易替代的其他产业中去，以此来增加经济的总产出。需求侧与供给侧扩张效应的互动，意味着即便DeepSeek没有显著突破大模型在技术层面的能力边界，以成本下降和开源为主要特点的技术进步也能够在应用层实现规模经济效应，进而将整体的经济产出边界外推，成为推动经济增长的重要力量。

更重要的是，与闭源有助于开发者在规模经济收益的分配中占据更大份额不同，开源是将规模经济的收益更多分配给了生态伙伴。如前述，开源的Android用户近三倍于闭源的iOS用户。但以2024年二季度的当季营收数据为例，谷歌旗下的Google Play约为112亿美元，不及同期苹果旗下App Store营收的一半（约为246亿美元）⁶。也就是说对于开发者而言，开源的社会收益远大于个体收益，能够更好实现创新之于社会的正外部性。按此逻辑，作为高性价比的开源大模型，DeepSeek不但可以通过外部规模经济更好发挥中国在应用层的规模优势，进而助力整体的经济增长；也有助于实现创新经济收益的更平衡分配，

⁴ 于钟海、魏鹤霏等：《AI智道（2）：DeepSeek技术破局，成本下探引领应用百花齐放》，中金公司研究部2025年2月。

⁵ 王之昊、于钟海等：《AI智道（5）DeepSeek产业趋势演进，AI应用供需两端的新变化》，中金公司研究部2025年2月。

⁶ <https://www.statista.com/statistics/183469/app-stores-global-revenues/>

在一定程度上弱化技术进步的贫富分化效果，从需求侧为可持续增长带来积极影响。

四、创新发展：从“重视供给与资产”到“重视需求与人才”

在DeepSeek引发的讨论中，有一项是为什么高校科研院所没有做出这样的创新？这可能需要结合着科技创新与产业创新的划分来理解。从创新链角度看，创新成果纵向扩散路径大致可以划分为从基础研究、应用研究，到试验开发，最后进入大规模生产等四个阶段。其中，前两个阶段通常统称为科学研究，产生的科研成果可以被看成是科技创新；后两个阶段属于科技创新成果的产业化阶段，或者说是产业创新阶段。从正外部性的角度看，越往基础研究等科技创新的上游阶段走，研发成果的正外部性越强，更多需要由公共资金支持的机构，例如高校科研院所作为创新主体；越往试验开发、大规模生产等下游的产业创新阶段走，离市场需求越近，创新成果盈利手段越多、可能性越大，因而正外部性相对越小，企业尤其是民企在这一阶段的创新活动中更具优势。我们认为，DeepSeek等大模型是以市场需求为导向的技术创新，正外部性低于基础研究，因而更可能由（民营）企业而非高校科研院所研发出来。

DeepSeek的突破对于我们思考科技创新与产业创新机制有什么启示？对于创新发展而言，产业创新与科技创新缺一不可，两者需要融合发展。在过去几十年的全球化中，这有赖于中美G2合作。美国更多做“0到1”的前沿创新，也即将基础研究、应用研究等科技创新成果，通过试验开发推进到产业创新初步成功阶段。中国更多在做“1到10”的产业创新。全球智能手机产业链、新能源汽车产业链，正是这种创新链G2合作的典范。

中国由此形成的物美价廉产能，增进了中美两国和全球人民福利，但地缘竞争意味着中美G2合作模式难以为继，“卡脖子”意味着中国难以继续顺利获得美国在供给侧的科技创新，去中心化意味着中国面临全球市场份额收缩的挑战。对于中国而言，应对这些挑战的根本出路在于实现科技创新与产业创新的融合发展。科技创新的核心生产要素是人才，无形资产的重要性也赶不上人才，机器设备等有形资产更是如此；决定产业创新是否成功的因素不仅是供给侧的

科技创新含量，更是在于需求侧是否有客户愿意购买。

G2模式造成我国政策取向存在供给侧路径依赖问题，长期聚焦大规模生产阶段也一度导致重有形资产、轻无形资产的政策倾向。因此，对于当下的中国而言，要实现科技创新与产业创新融合发展，首要的是摆脱重供给轻需求、重资产轻人才的路径依赖。大市场与多元化的消费需求，是促进产业创新的根本驱动力，同时也是原创性研发资源投入的根本来源。事实上，不只是DeepSeek，去年火爆的中国第一款3A游戏《黑神话悟空》与今年火爆的动画电影《哪吒之魔童闹海》，均体现出大市场的需求优势对于产业创新的重要性。

另一方面要更多重视人才激励问题。与大规模生产不同，融合发展面临着技术路径、商业模式等多方面不确定性，需要不同类型、不同风格、不同偏好的研发人员乃至企业家等人才进行多样化探索。这意味着对于人才的激励无法由特定创新主体单独完成，而是有赖于生产关系高度多样化的创新生态。在DeepSeek引发的创新模式讨论中，也有为什么不是大型科技企业的疑问。

在科研人员数量、科研投入规模以及知识产权积累等量化指标衡量的创新能力方面，大企业具有显著优势。但庞大的资源基础也造成大企业内部交易成本高，导致其内部研究擅长于提升产品质量、巩固市场地位等方面实现渐进式创新，但往往开展颠覆式创新的活力不足。小企业没有在位优势带来的束缚，“船小好调头”，内部交易成本较小，更有动力从事颠覆式创新活动。

我们不应把大企业存在的局限性，扩大为对大型科技企业在创新中重要地位的否定。因为渐进式创新是创新发展中不可或缺的一环，甚至可以说创新发展是少数颠覆式创新与众多渐进式创新共同推动的。以DeepSeek为例，算法上取得的显著进展显示出小企业的生产关系优势；但频现的服务器资源紧张问题，也暴露出小企业在生产力方面的短板。从OpenAI与微软的合作来看，CVC（企业背景风投）是有望实现大企业生产力与小企业生产关系优势互补的可选方式。同时，大企业在创新人才培养方面有重要作用。作为一个大国，中国有丰富的人才等生产力要素，从人才培养到人才利用，需要公共投入与制度设计等多方面的努力，知识产权保护与个人破产制度尤为重要。知识产权保护能够为创新

者提供更充分的物质激励，个人破产制度则有助于解除创业者的后顾之忧，提升各类人才的创新创业积极性。

五、创新发展：从金融科技到科技金融

近期社会各界关于DeepSeek的讨论也有关于金融与科技关系的反思。作为DeepSeek开发者的幻方，本身是金融领域的公司，而且在类型上属于过去一段时间因为盈利可观而受到一些争议的量化基金。事实上，如果没有量化基金业务成功运营积累的财富，难以想象幻方有能力给予具有吸引力的报酬以招募人才。但有意思的是，在有关DeepSeek的主流讨论中，似乎幻方作为金融领域公司身份被有意无意地忽视了，或者说没有那么受重视。这或许反映出有关金融与科技关系的一些认知偏差。例如，一种颇为流行的看法是只有实体企业才是科技创新的主体，金融机构在科技金融中的角色主要是给这些实体企业融资，而不应该与实体企业竞争人才。

问题是，如果科技金融的内涵可以简单化为将金融资源分配给科技企业，那么最有效的科技金融方式应该是要求银行给科技企业尽可能多的发放贷款，这意味着创新能力最强的国家或许是银行主导的日本或者德国。甚至可以说不需要金融的方式，直接通过财政将资源配置给科技企业，这意味着创新能力最强的国家应该是财政主导的前苏联。但事实上，无论是财政主导的前苏联，还是银行主导的日本与德国，在创新能力方面均逊色于资本市场主导的美国。资本市场是上市公司、投资机构，证券公司、法律事务所、会计事务所、审计机构等中介机构，监管部门乃至媒体记者、自媒体等分工协作的结果。只有大国的资本市场才能容纳数量、种类足够多的参与者，进而通过实现外部规模经济效益来支持创新生态。这样一种具有外部规模经济特点的金融模式，与高度多样化的创新生态更为契合。

作为资本市场实现外部规模经济的一份子，这一次在AI大模型方面实现突破的为什么是幻方，而不是其他的资本市场参与者？这是偶然事件，还是有一定的内在必然性？这涉及科技金融与金融科技的互动关系。由于种种原因，过去一段时间各界在强调科技金融的同时，对于金融科技不够重视，存在一些疑

虑甚至是负面看法。与科技金融通常是强调金融在供给侧促进创新的作用不同，作为科技手段在金融领域的应用，金融科技展示了金融在需求侧对于创新的推动作用。以幻方为例，量化基金的业务特点即是金融与科技的结合，或者说量化基金是科技工具在金融领域的一个重要应用场景。AI大模型的算力、数据等要素与算法技术，也是量化基金重要的竞争力所在。

更一般地看，与电力、内燃机等以往的技术进步不同，以数字技术、人工智能为代表的这一轮信息技术革命，能够天然地与金融实现更紧密的联系。现代金融体系是构建在信息技术基础上的，金融活动尤其是资本市场的关键是要解决信息不对称问题，由此金融领域的一些创新本就是数字等信息科技创新的一部分。但金融科技作为新兴科技手段在金融领域的应用，与基于原有技术手段构建的监管框架之间的关系如何协调，是有待探讨的问题。以量化基金为例，市场下跌时期的超额收益容易引发舆情风险。

但考虑到其作为科技应用场景的意义，重点似乎应当主要放在是否存在操纵市场的欺诈等不当行为方面，而不是针对超额收益本身。由此延伸到近期金融科技新的动向，例如比特币等加密资产。这些金融活动存在被欺诈、洗钱等违法违规活动利用的风险，但也是区块链乃至先进算力等软硬件技术的重要应用场景。如何在保护消费者权益、经济金融稳定，与包容金融活动的动物精神之间平衡，是发挥金融科技积极作用的关键。

以上观点来自：2025年2月27日中金研究院已发布的《从规模经济看DeepSeek对创新发展的启示》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001 SFC CE Ref: BTM576

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

宏观专栏

两会的政策线索|2025年两会前瞻

十四届全国人大三次会议、全国政协十四届三次会议分别将于3月5日、3月4日在北京召开。我们结合去年中央经济工作会议以来的一些政策信号对两会的政策线索进行梳理。地方两会对全年经济形势判断仍然比较谨慎，短期资本市场的表现可能并不会改变两会对全年经济仍有下行压力的判断。财政加码的总基调大概率不会改变，关键是落实扩内需任务的思路和财政的方向：新质生产力的建设可能是重点发力方向，尤其是相关的基础设施投资；科技创新综合投入增速会得到保障；土储专项债可能成为边际变化较大的方向，房地产的结构亮点值得期待；扩大消费的举措或来自供需两端，专项债对服务消费供给的支持或有所提高。近期货币政策表述有边际变化，关注是否会反映到政府工作报告的表述当中，最终的货币政策节奏内生于经济增长走势。更加有效的政策是降低风险溢价的政策，尤其要关注包括民营企业在内的账款拖欠问题如何解决。根据去年的经验，除了观察两会的政策表示以外，也要关注后续政策的执行情况。

与去年中央经济工作会议召开时相比，两会召开的宏观社会背景更偏积极。第一是从短期的经济表现来看，“半通胀”的第一步相对顺利。1月社融信贷数据超出预期，核心CPI同比连续4个月改善。第二是从社会背景来看，春节前后，DeepSeek吸引了全球目光，其团队主要由国内人员组成，为全球提供了一个重新审视和理解中国策源创新的样本，也成为投资者情绪变化的一个重要拐点，年初以来港股显著反弹、A股企稳回升。

地方两会对全年经济形势判断仍然比较谨慎，短期资本市场的表现可能并不会改变两会对全年经济仍有下行压力的判断。今年年初以来，31个省、市、自治区已经召开两会。根据我们的统计，15个省下调了经济增长目标，根据2024年的数据，这15个省占全国GDP的31.8%。根据我们的测算，31个省加权平均GDP目标为5.3%，这一数字要比2024年目标（5.4%）下调0.1个百分点。分项来看，各地对固定资产投资的展望比较审慎。从政府目标来看，13个省公布了今

年和去年的固定资产投资增速目标，其中6个省下调了增速目标，加权平均来看，这13个省的固定资产投资增速目标为5.9%，相比2024年目标（6.4%）下调了0.5个百分点。同时，各地对消费增速的目标也比较谨慎。

财政加码的总基调大概率不会改变，关键是落实扩内需任务的思路和财政的方向。今年各地在政府工作报告中都普遍提到要争取中央财政或者项目上的支持，可见中央的政策已经成为各地稳增长、扩内需的一个重要抓手。2025年1月10日，财政部副部长廖岷指出，“2025年财政政策方向是清晰明确的，充分考虑了加大逆周期调节的需要，是非常积极的。”⁷财政加码可能会去向哪里？综合去年12月25日发布的《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（以下简称《意见》）、财政部新闻发布会以及地方两会，我们可以梳理出一些新增信息：

► **新质生产力的建设可能是重点发力方向，尤其是相关的基础设施投资。**从地方两会的通稿来看，各地对于新质生产力的建设非常重视，把重点企业、重点项目作为稳增长、促发展的重要手段，浙江明确提出“牢固树立项目为王，企业为要的理念”，也反映出地方政府的工作方式。从《意见》来看，2025年专项债可投资范围明确拓宽，尤其是明确了将新兴产业设备、算力设备及辅助设备基础设施、传统设施安全性和智能化改造、省级产业园区基础设施纳入专项债可以作为资本金的支持范围，并将专项债可以用作资本金的比例从25%提高到30%。

► **科技创新综合投入增速会得到保障。**近年来，虽然财政收入占GDP的比例在下降，但是研发经费占GDP的比例在逐步上升。我们将31个省级行政单位的政府工作报告进行了梳理，每一份报告都把科技创新作为重要的工作任务，一个重要的体现是，各省都把科技投入作为一个重要的发力方向。各省对此的表述不尽相同，比如上海提出“全社会研发经费支出相当于全市生产总值的比例达到4.5%左右”⁸、杭州市长在接受采访时明确指出“财力再紧张也不能压

⁷ http://www.scio.gov.cn/live/2025/35339/index_m.html

⁸ <https://www.shanghai.gov.cn/nw12336/20250120/2695cf0504374312b7869955d0f0f817.html>

减科技投入”⁹。对于科技创新的支持不仅体现在东部地区，陕西提出“全省研发经费投入强度进一步提升，技术合同成交额5000亿元以上”¹⁰、内蒙古提出“加大财政科技投入，执行好20%的刚性增长机制”¹¹。

► **土储专项债可能成为边际变化较大的方向，房地产的结构亮点值得期待。**汇总各个地方政府对土地市场的判断，我们发现地方政府对于2025年总体的土地市场判断仍然比较审慎：30个省公布了今年和去年的政府性基金预算收入增速目标，其中15个省下调了增速目标，加权平均来看，这30个省的政府性基金预算收入增速目标为-1.6%，较2024年目标（-2.7%）回升1.1个百分点，但仍然处于负区间。参考2024年的情况来看，政府性基金预算收入增速完成目标的挑战不小。因此，地方政府通过土储专项债盘活资产的需求持续存在。另一方面，我们认为尤其要注意房地产的差异性，结构性的亮点值得期待。虽然现在对土储专项债、商品房收储全国大范围铺开的预期可能为时尚早，但由于房地产的特异性很强，不排除2025年房地产政策可能出现一些结构性的亮点。中央经济工作会议提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造”¹²，央行在2月13日发布的《2024年4季度货币政策执行报告》中也明确提出，要“加大存量商品房和存量土地盘活力度”¹³，前一个季度的表述则是“积极支持收购存量商品房用作保障性住房，支持盘活存量闲置土地”¹⁴。对于人均收入水平较高、人口较为密集的一线城市以及部分二线城市来说，这些地区推进城市更新、城中村改造的力度可能会有所加大。

► **扩大消费的举措或来自供需两端，专项债对服务消费供给的支持或有所提高。**除了已经发布的以旧换新的政策以外，有10余个省份在政府工作报告中明确提出了在社保方面适度发力，主要的举措包括“适当提高退休人员基本养老金”、“提高城乡居民基础养老金”、“提高城乡居民医保财政补助标准”，

⁹ <https://www.stcn.com/live/video-detail/7363.html>

¹⁰ <http://www.hanzhong.gov.cn/hzszf/szfx/202501/d8fe247cee424339bca005521f798c36.shtml>

¹¹ https://sft.nmg.gov.cn/qmyfzq/zybs/202502/t20250211_2664888.html

¹² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6992258.htm

¹³

<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/5347949/5587716/2025021316233059603.pdf>

¹⁴

<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/5347949/5501759/2024110815410752868.pdf>

有7个省份明确提到了出台、完善或落实“生育补贴”政策。供给端来看，对消费的支持还来自于扩大服务消费供给，《意见》明确将卫生健康、养老托育的项目纳入了专项债可用作资本金的范围。除此以外，各省还针对当地特点、以及消费发展的新趋势等，在消费场景、消费业态方面提出了不同的支持举措。

近期货币政策表述有边际变化，关注是否会反映到政府工作报告的表述当中。去年年底的中央经济工作会议提出“适时降准降息”、2024年12月27日召开的货币政策委员会例会提出“择机降准降息”¹⁵，到了2025年2月13日发布的《货币政策执行报告》中的表述已经修改为“择机调整优化政策力度和节奏”¹⁶。我们认为这在一定程度上代表了货币政策节奏的调整，但并不是全年基调的改变。

向前看，货币政策的多重目标排序取决于经济走势。随着中国过去6年多的持续降准降息，7天逆回购利率、法定存款准备金率的绝对水平已经有了大幅下降，这也意味着央行可能也会愈加珍惜传统货币政策空间。与此同时，央行的货币政策目标又是相对多元的，包括增长、通胀、国际收支、金融系统等多方面的考量。货币政策节奏的变化主要取决于这些目标的排序。我们在《稳汇率之后的宽松空间》中指出，在增长压力不大的时候，央行会选择稳汇率、推迟降息，但增长下行压力较大的时候，央行在稳汇率的同时还是会选择降息。

更加有效的政策是降低风险溢价的政策，尤其要关注包括民营企业在内的账款拖欠问题如何解决。我们在报告《[货币政策如何“超常规” | 漫长的周期系列（一）](#)》中指出，当前宏观政策面临的一个挑战是风险溢价的问题：虽然无风险利率下降，但是风险溢价没有下行，实体经济的融资成本仍然不低、企业流动性相对紧张。这些矛盾的一个集中体现就是拖欠民营企业账款问题。对拖欠民营企业账款问题的关注程度是在不断上升的。根据历史上的新闻报道来看¹⁷，2022-2023年清理拖欠企业账款专项行动主要由工信部相关条线负责。

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/3870933/3870936/5557004/index.html>

¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/5347949/5587716/index.html>

¹⁷ <https://www.eeo.com.cn/2023/0904/603941.shtml>; https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/18/content_5691233.htm

2024年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》。2025年2月17日，习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话，明确提出“要着力解决拖欠民营企业账款问题”，2025年2月18日，国家发改委在接受央视新闻采访中明确指出，“接下来，将与有关方面一道继续下大力气解决民营企业融资难融资贵问题，解决拖欠企业账款问题”、“推动地方政府、国有企业落实责任，用好新增地方政府专项债等政策，切实加快清欠进度”¹⁸。

根据去年的经验，除了观察两会的政策表示以外，也要关注后续政策的执行情况。回顾2024年的经济走势，GDP增速一季度和四季度较高、波动较大，这可能与财政政策的实际执行力度有关。去年1季度和4季度财政存款增速都出现了明显的下行，显示财政投放较为积极。这对于今年的展望依然有意义，在经济内生动能总体仍然较弱的背景下，财政的实际执行力度可能成为决定经济短期波动的关键因素。

以上观点来自：2025年2月24日中金公司研究部已发布的《两会的政策线索|2025年两会前瞻》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

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

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

¹⁸ <https://jingji.cctv.com/2025/02/18/ARTIdudIcrqEC64dsyrVnCbB250218.shtml>

专题聚焦

关注美国经济的下行风险

近期美国房地产、消费者信心、服务业活动普遍走弱，表明私人部门在特朗普胜选后积累的乐观情绪在消散。我们认为，关税的不确定性，政府支出削减的紧缩效应，以及持续的高利率环境是导致数据走弱的主要原因。这也表明，公共政策的调整会带来“阵痛”，特朗普政府也不例外。往前看，美国经济基本面仍然稳固，但随着逆风因素增多，我们开始关注经济增长的下行风险。在逆风因素消退、或者具有真正意义上的商业友好型政策（如减税、放松监管和降息）得到落实之前，我们对美国经济持更加谨慎的态度。

过去一周美国经济数据表现不佳：2月份NAHB房产市场指数超预期下跌，创去年9月以来最低值。2月密歇根大学消费者信心指数终值连续第三个月下跌，创2023年11月以来新低。2月标普服务业PMI初值49.7，为25个月以来首次跌破荣枯线。这些变化表明，之前企业和消费者在特朗普胜选后积累的乐观情绪在消散。我们认为背后的原因来自三个方面：关税的不确定性，政府支出削减的紧缩效应，以及持续的高利率环境。

一、关税政策的不确定性

特朗普上任后关税政策不断变化，在之前对墨西哥、加拿大、中国、以及钢铁和铝产品发布关税总统行政令后¹⁹，又指示其团队开展“对等关税”调查²⁰（参见《[特朗普“对等关税”的内容及影响](#)》）。2月18日，特朗普又宣布计划对进口汽车、半导体和药品征收25%或更高的关税²¹，2月19日再次宣布将对进

¹⁹ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-aluminum-into-the-united-states/>; <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-steel-into-the-united-states/>; <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-flow-of-illicit-drugs-across-our-national-border/>; <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-synthetic-opioid-supply-chain-in-the-peoples-republic-of-china/>; <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/imposing-duties-to-address-the-situation-at-our-southern-border/>

²⁰ <https://www.whitehouse.gov/articles/2025/02/reciprocal-trade-and-tariffs/>

²¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-18/trump-says-likely-to-impose-25-tariffs-on-autos-drugs-chips>

口木材和林业产品征收25%左右的关税²²。虽然以上关税政策还没有真正落地，但美国社会对于关税不确定性的担忧已广泛存在。美国贸易政策不确定性指数在过去一个多月大幅攀升，目前已逼近2019年8月的高位水平。

关税的不确定性或降低消费者和企业信心，对其决策造成干扰。一方面，关税推高消费者通胀预期，抑制对未来购买力的预期。2月密歇根大学调查显示，消费者对未来一年的通胀预期高达4.3%，对未来5-10年的通胀预期上升至3.5%²³。这表明，消费者对关税的上调会推动物价上涨有普遍担忧。另一方面，关税抬高企业成本，降低未来的利润率和企业信心。我们从NAHB的调查中已可以看到这一迹象²⁴，由于32%的家电和30%的软木木材来自进口，建筑商已开始担心成本问题。另有建筑商表示，为刺激销售而提供的激励措施在减弱²⁵。2月有26%的建筑商下调了房价，低于1月份的30%，是2024年5月以来的最低比例，使用销售激励措施的比例为59%，低于1月份的61%。而对于汽车、半导体等与进口相关度高的行业，关税也将是一个重要挑战。福特CEO最近表示²⁶，特朗普的关税政策将使美国汽车制造商损失数十亿美元，美国汽车业或遭重创。

二、政府开支削减的紧缩效应

过去一个月，由马斯克领导的政府效率部门（DOGE）在削减财政开支方面进展迅速。首先，马斯克推出了针对联邦雇员的“买断计划”，有效推动了政府裁员²⁷。根据“买断计划”，在规定时间前主动离职的联邦政府雇员可以享受8个月的薪资补偿，当事人的薪酬与福利持续至9月30日，并提供工作安排上的减免²⁸。数据显示²⁹，到目前为止约有7.5万名联邦雇员接受了买断计

²² <https://www.cnn.com/2025/02/19/cars/trumps-autos-tariffs-prices/index.html>

²³ <http://www.sca.isr.umich.edu/>

²⁴ <https://www.nahb.org/news-and-economics/press-releases/2025/02/builder-confidence-falls-on-tariff-and-housing-cost-concerns>

²⁵ <https://www.nahb.org/news-and-economics/press-releases/2025/02/builder-confidence-falls-on-tariff-and-housing-cost-concerns>

²⁶ <https://www.nbcnews.com/business/autos/ford-ceo-says-trumps-tariffs-are-causing-chaos-auto-industry-rcna191723>

²⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-06/skeptical-federal-workforce-meets-musk-s-fork-in-the-road>

²⁸ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-28/trump-offers-buyouts-to-federal-workers-who-want-to-work-from-home>

²⁹ <https://www.foxnews.com/politics/approximately-75000-federal-employees-have-agreed-trumps-deferred-resignation-program>

划，占整个联邦雇员的比例超过3%，而3%的买断率也远远超过了常态时期美国联邦政府雇员0.4%的主动离职率。根据DOGE的计划，最终的联邦政府裁员比例或在5%-10%左右，这意味着最终或有10-20万联邦雇员被迫换工作。

对于美国1.7亿的劳动力人口来说，10-20万人的规模并不算大，但从增量来看，2024年全年新增非农就业200万人，这些离职的雇员对于新增就业还是会产生影响，他们进入劳动力市场会加剧竞争。另外还要考虑外溢效应，即政府规模缩减也会影响周边行业，如政府项目的承包商、与政府相关的餐饮、办公楼租赁、技术支持服务等行业。数据显示，联邦政府所在地华盛顿特区的初次申请失业金人数在2月以来明显上升，华盛顿特区与政府相关的一些产业和经济活动也在面临不同程度的压力³⁰。

其次，DOGE对政府不当支付的审查范围扩大，强制性支出也将遭到削减。不当支付是指各联邦部门的错误或可疑支付，包括浪费、欺诈和腐败问题。根据美国政府问责局（GAO）的数据，新冠疫情以来美国政府的不当支付规模较高，2023财年共有约2350亿美元的不当支付。随着DOGE的审查范围逐步扩展至医疗卫生、社会保障等强制性支出（mandatory spending）领域，这些不当支付陆续被发现，这也打破了市场此前对于民生支出存在刚性、难以削减的固有认知。截至2月17日，DOGE称已帮助联邦政府削减了550亿美元的财政开支，平均每天约20亿美元³¹，未来这一规模还可能继续扩大。实际上，DOGE削减支出的能力超出了市场预期。回溯去年12月马斯克组建DOGE之初，市场普遍认为马斯克缺乏从政经验，很难在华盛顿复杂的政治环境中有效推动支出削减，但事实证明并非如此。

为何DOGE能快速推进工作？我们认为有三个原因。一是马斯克有强大的技术保障。过去政府财政账目核查工作耗时费力，而马斯克及其团队掌握着人工智能（AI）和计算机前沿技术手段，或有效提升了审查效率与深度，可以发现难以察觉的账目漏洞。二是获得了共和党人的广泛支持。从总统特朗普到财政部长贝森特，再到大部分共和党议员，均高度认可并积极配合DOGE的工作，

³⁰ <https://www.dol.gov/ui/data.pdf>

³¹ <https://www.doge.gov/savings>

乐见其快速达成精简政府、削减开支的目标。三是广大民众的认可。DOGE不断通过其社交媒体账号展示已找到了各种漏洞，如其发现有2700多名年龄在200岁以上的美国人仍在领取社会保障金，年龄最大者甚至超过了360岁，比美国建国以来的时间还要更长³²。这种展示有助于提高DOGE的透明度，也使其更容易引起民众的共鸣。

三、高利率环境阻碍房地产复苏

尽管美联储去年9月开启了降息周期，至今已累计降息了100个基点，但长端利率并未显著下降，这阻碍了对利率敏感的房地产行业的复苏。截至2月20日，美国30年期房贷利率仍高达6.85%，持续抑制新增贷款购房的需求。由于1月核心CPI通胀超预期反弹，加上2月通胀预期有所抬升，我们认为美联储或推迟年内降息的时点至下半年，这将进一步打压未来利率下降预期。我们在去年底的报告中曾提到，本轮降息周期中，长端利率下降速度明显慢于以往周期，这会导致房地产全面复苏的时间被延后（参见《[海外宏观2025年展望：从软着陆到新均衡](#)》）。这一观点在近期的数据中得到了印证。

另一方面，高房价持续抑制购房者的购买力。数据显示，美国首次购房者的年龄中位数已从2019年的46岁上升至56岁，首次购房者的比例也下降至24%，为过去十多年来最低水平³³。另外如上所述，关税预期使房地产开发商开始担心成本问题，这会导致开发商降价意愿下降，从而导致新屋库存积压。在美国的西部和南部的一些地区，目前已出现了一定程度的房屋滞销现象。近期美国豪宅开发商Toll Brothers在其业绩会上表示，尽管高端市场的需求保持健康，但低端市场的可负担性限制和不断增长的库存正在给销售带来压力³⁴。

综合来看，美国经济基本面仍然稳固，但随着逆风因素增多，经济增长的下行风险可能上升。自特朗普就任以来，由于政策顺序是“先关税、后减税、

³² <https://x.com/elonmusk/status/1891557463377490431>

³³ <https://fortune.com/2024/11/05/typical-us-homebuyer-average-age-real-estate-millennials/>

³⁴ https://finance.yahoo.com/news/toll-brothers-inc-tol-q1-070424119.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS5oay8&guce_referrer_sig=AQAAAEvOPEGweqaapqCoA7KOGexdg4mxN0bewxoIoUwyTzQU5grzu_S7Ou7qIgPPiZ8onxM-CC3nt6ReN71CsWzXNH0Z7CTK7b_Fto_bcfN6r8B0XbR8w8B_wr0ewD8MI32NIQluqha3kD-uK3cACge-EutMpgR7yhO-7iovnquKdAyn

先省钱、后花钱”，具有紧缩效果的逆风政策率先密集落地，这对企业和消费者信心已造成影响，而高利率抑制购房需求，进一步削弱了美国经济增长动力（参见《[再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响](#)》）。我们认为，在这种背景下，经济的全面复苏可能需要等待上述不利因素的影响逐渐消退，或者是有真正意义上的商业友好型政策（如减税、放松监管和降息）得到落实，为经济注入新动力。但在这些变化发生之前，我们倾向于对美国经济前景持更加谨慎的态度。



以上观点来自：2025年2月24日中金公司研究部已发布的《关注美国经济的下行风险》

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

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

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

专题聚焦

利率传导到了哪一步？

年初以来，资金流动性持续偏紧。初期，短端利率上行并未迅速传导至长端，主要是三个因素所致，一是年初“开门红”下保险保单和中小行存款高增、非银同业存款自律机制执行加重存款搬家，长端债券脉冲性配置需求增加；二是1月关税担忧加重，市场预期降息幅度增大，同时风险溢价升高、安全资产更受追捧；三是在短端紧现实、长端宽预期之下，长短债的“替代效应”超过了“传导效应”。2月6日以来，短端压力开始向长端传导，主要是三大机制发生逆转，一是长债配置的脉冲效应逐渐消退；二是关税担忧减弱后，抢跑大幅降息的预期边际修正，叠加Deep Seek带动股市重估、股债跷跷板效应初显；三是短端利率持续偏高、期限利差倒挂加深，长债投资机会成本上升，引发短端收益率向长端传导。往前看，随着长债收益率与政策利率之差逐渐回归中枢、流动性持续偏紧增大赎回负反馈风险、初现回暖迹象的基本面仍待松货币呵护、以及两会后政府债发行上量亦需松货币配合，我们预计流动性环境有望重回宽松，长端国债收益率也有望重回稳定，进一步的走势还取决于财政发力程度和经济复苏强度。

年初以来，资金流动性持续偏紧。主要体现为：1）短端利率维持高位，DR007和D007阶段性冲破新的窄利率走廊的上限、逼近甚至超过旧的宽利率走廊的上限，这一状况与2021年初有些类似；2）春节过后DR向R利率收敛，DR与R利率一度倒挂，非银金融机构和银行的融入融出关系逆转（原先流动性相对更充裕的银行，当前的流动性弱于非银金融机构）；3）以10年期国债为代表的长端利率和以DR和同业存单为代表的短端利率出现倒挂、且倒挂程度加深，同业存单各期限利率整体倒挂（3M>6M>9M>1Y）。

一、初期，短端利率向长端利率的传导为何不畅？

本轮短端利率上行已持续近2个月，DR007由1月7日的1.56%和1.59%上行至2月24日的2.22%和2.40%；而同期长端利率则一直位于历史低位区间，10年期国债收益率稳定于中枢1.64%附近并一度下探突破1.60%。我们认为，2025年初短端利率上行未迅速传导至长端，主要是三大因素所致：

► 一是开门红叠加存款自律下，长债配置需求脉冲性增加。保险方面，

年初开门红总保费快增，提振保险长债配置需求，1月保险持有的债券托管规模增加499亿元，其中国债增量贡献近半（为222亿元），保险配置国债的期限通常为10Y及以上，或对长端债券收益率形成了一定支撑。银行方面，信贷开门红下，大行与中小行资金使用分化，中小行放贷能力相较大行更弱，吸纳存款能力较强倾向于发力配置债券。非银方面，同业存款利率自律机制年初过渡期结束、执行落地，同业存款加速向非银搬家，比如1月理财规模超季节增长，也导致了长端债券的脉冲性配置需求增加。

► 二是1月关税担忧加重，市场预期的降息幅度仍高，风险溢价走高、安全资产配置需求上升。1月20日特朗普就职前，美国的关税不确定性指数大幅上升叠加A股风险溢价上升，IRS隐含的未来一年预期降息幅度一度超过100bp，带动10年期国债收益率下行突破1.60%。

► 三是短端紧现实、长端宽预期的背景下，长债对短债的“替代效应”超过了短债对长债的“传导效应”。流动性收紧、资金成本上升、机构被动去杠杆，机构将赚钱效应较弱的短债换仓为表现更稳健、资本利得可能性更高的长债。短债之所以优先被卖出，主要是由于票息减去负债成本已转负（负carry），而短债卖出带动收益率上行、资本利得受损，会导致短债进一步被卖出。但降息预期仍在、只是时点延后，非银机构普遍通过“拉久期”以博取潜在的资本利得，形成了以长端债券置换短端债券的路径，短端收益率上、长端收益率平。

二、由短及长的传导已逐步开启

2月6日以来，短端压力开始向长端传导，10年期国债收益率由1.60%上行16bp至2月24日的1.76%。主要是三大机制逆转。

► 一是保险、银行的开门红和非银存款自律机制调整带来的脉冲性债券配置需求回落。

► 二是预期降息幅度边际修正，股债跷跷板效应初现。春节前降准预期落空，央行暂停国债净买入，春节后资金面持续紧平衡，特朗普就任首日未提关税、取消小额包裹免税暂停、加墨关税推迟，投资者对关税影响的担忧暂缓，2月6日以来IRS隐含的未来一年平均降息预期已回到35bp。同时，科技企业资本开支预期接力Deep Seek带来的预期改善，继续支持中国股票资产重估，股市风险溢价下行，股债跷跷板效应初现。

► 三是资金利率持续偏高、期限利差倒挂加深，出回购、短债投资价值上升（票息收益高、资本利得可能更大），长债投资机会成本上升、卖出压力加大，利率从短端向长端传导。截至2月25日，1年同业存单与10年国债已倒挂26.8bp，为2019年以来的历史最大值，且倒挂时间已近1个月；10Y-1Y国债收益率之差已压缩至24bp，处于2016年以来的5%分位。

三、调整后，长债收益率何去何从？

从本轮调整的根源来看，今年来流动性趋紧带动长端收益率调整，或主要是出于长债收益率过快下行可能增大金融风险的担忧。一方面过度追求安全资产可能带来新的不安全。Robert Shiller (2000)³⁵指出，在经济不确定时，追求安全资产在短期内能提供一定的保护和稳定，但过度集中投资于安全资产可能会助长泡沫风险，当经济状况发生变化、投资者情绪逆转时，这些看似安全的资产往往也可能经历急剧下跌、造成流动性危机、影响金融系统稳定。另一方面，长端收益率的快速下行可能进一步加大寿险公司的利差损风险。

从均值回归的角度考虑，当前10年期国债收益率与政策利率7天Repo之差已从历史低点的10bp回升至26bp，如果回归2018年中以来较高的历史中枢70bp（2024年中枢已降至50bp），并隐含了未来一年30-40bp的降息预期，按照当前的基本面和政策态势，短期看10年期国债收益率往上的空间可能触及1.8-1.9%。

随着长债收益率与政策利率之差逐渐回归中枢、流动性持续偏紧可能增大赎回负反馈风险、初现回暖迹象的经济基本面仍待宽松货币环境的呵护、以及两会后政府债券发行上量需要松货币配合以稳定成本，我们预计流动性环境有望重回宽松，长端国债收益率也有望重回稳定，过去两个交易日已有初步迹象。未来进一步的走势还取决于财政发力程度和经济复苏强度。

以上观点来自：2025年2月27日中金公司研究部已发布的《利率传导到了哪一步？》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

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

³⁵ Shiller, R. J. (2000). Irrational exuberance. Princeton, USA: Princeton University Press.

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.2.24 中国图说中国宏观周报：两会的政策线索| 2025年两会前瞻
- 2025.2.24 海外宏观简评：关注美国经济的下行风险
- 2025.2.27 中国宏观热点速评：利率传导到了哪一步？
- 2025.3.1 中国宏观热点速评：整体季节性回升，预期有所回落——2月PMI点评

策略及大宗商品

- 2025.2.27 工业金属：聚焦：金属关税拓围，“美国溢价”形成
- 2025.3.1 农产品：农桑时录：第29期：多空转换，25Q2油脂油料或高位回落
- 2025.3.1 全球资金流向监测：南向创2021年初以来最大流入

固定收益

- 2025.2.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.2.24 资产证券化分析周报：两单持有型不动产获受理
- 2025.2.26 专题研究：信用债：由短及长逐渐配置
- 2025.2.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.2.27 简评：银行、广义基金减配债券，需求有待进一步释放——2025年1月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.2.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.3.1 中国可转债策略周报：有理和有利：回撤何时易放大
- 2025.3.1 简评：春节错位推升2月PMI，政策或仍需进一步放松——2月PMI数据分析
- 2025.3.1 中国利率策略周报：美国滞胀格局下，美债利率和美元开启下行周期

行业

- 2025.2.24 银行：4Q24银行业监管数据点评：系统重要性银行稳定，风险银行有序出清
- 2025.2.24 农业：锚定农业强国建设目标，发展农业新质生产力——中央一号文件点评
- 2025.2.24 REITs：公募REITs周报（2.17-2.21）：市场涨势延续，关注板块轮动
- 2025.2.24 传媒互联网：IP系列#3 解锁IP潜力，游戏与泛娱乐行业的创新实践

- 2025.2.24 电力电气设备：电新双周报：工控板块AIDC与机器人共舞，国网发布特高压设备招标
- 2025.2.24 主题研究：光伏周谈 | 供给优化和技术进步的扎实推进——春季策略会交流总结（25年第8周）
- 2025.2.25 房地产：地产股是否后继有力？
- 2025.2.25 机械：电踏车去库相继结束，行业有望进入新一轮增长
- 2025.2.25 不动产与空间服务：周评#427：新房销售同比略跌，二手房增约一成
- 2025.2.25 公用事业：电力环保周报：煤价超跌火电现交易性机会；关注高股息率港股标的
- 2025.2.25 建材：产业链迭代拉动低介电电子纱需求，7628产品随下游补库小幅提价
- 2025.2.25 金融：互联网券商：估值重估、兼具弹性及成长性
- 2025.2.25 金融：把握“中国资产”交易热潮下的资本市场板块低估值投资机会
- 2025.2.25 食品饮料：供需企稳业绩筑底，优选质价比龙头
- 2025.2.26 银行：银行负债承压，央行重回扩表——2月货币流动性跟踪
- 2025.2.26 电力电气设备：上调中国风电2025年新增装机预测
- 2025.2.26 不动产与空间服务：中国住房租售比初现企稳筑顶迹象
- 2025.2.26 REITs：对于近期新发REITs高认购倍数的思考
- 2025.2.26 电力电气设备：新能源观察系列（3）：澳大利亚—新型电力系统发展前沿，风光储需求加速
- 2025.2.27 传媒互联网：海外互联网平台4Q24回顾及展望：聚焦AI应用
- 2025.2.27 传媒互联网：AI文娱观察#1：AI+游戏，从工具迭代到生态重构
- 2025.2.27 科技硬件：AI进化论（2）：模型+工程创新持续唤醒算力，DeepSeek撬动推理需求蓝海
- 2025.3.1 传媒互联网：OTA和网约车月报：春运人次流动符合预期
- 2025.3.1 航空航天科技：基本面改善趋势明确，看好精确制导产业链修复弹性

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