

研报精选

2025年3月9日 第211期

宏观专栏

积极回应多方关切——2025年《政府工作报告》点评

报告认为，2025年中国GDP增长目标被设定为5%左右，既考虑了短周期的稳增长需要，也“与中长期发展目标相衔接”。除了稳增长之外，政府工作报告也指出要大力发展以AI为代表的新质生产力，并积极防范金融领域风险，“稳住楼市股市”。

美国增长走弱的“真相”

报告认为，近期美国经济数据走弱是去年9月以来利率不断走高的结果，关税和移民政策也对供给造成了扰动。往前看，今年1月以来利率下行对经济的提振效果有望在未来一段时间体现。

专题聚焦

日元会一路升值吗？

报告认为，年初以来的日元升值来自于欧美投资者主导的基于美日长端息差收窄的交易性因素所导致，而非是基于日本方面的反映真实需求的资金流，强日元或长期难以持续。

国别研究非洲篇：那一片“热土”

报告从概况、产业、贸易、资源和基建五个方面进行了分析，认为非洲有望实现区域一体化市场，内贸或将迎来大发展，同时区域内对于消费品、工业品以及基建的需求有望提升。

宏观专栏

积极回应多方关切——2025年《政府工作报告》点评

2025年3月5日，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大三次会议作政府工作报告（以下简称《报告》），延续了2024年中央经济工作会议的基调。

《报告》将GDP目标被设定为5%左右，既考虑了短周期的稳增长需要，也“与中长期发展目标相衔接”。CPI通胀目标被设定为2%左右，在通胀偏弱的情况下，这是一个更为务实的目标，但《报告》也指出“实现这些目标很不容易，必须付出艰苦努力”。除了稳增长之外，《报告》也指出要大力发展以大AI为代表的新质生产力，并积极防范金融领域风险，“稳住楼市股市”。总体而言，《报告》对短期与长期、金融与实体等方面的问题都予以积极回应，报告还指出“充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策”，后续我们将紧密关注各项政策的落实及其影响。

《报告》在肯定2024年成绩的同时，也清晰地指出了问题和挑战，包括“关税壁垒增多”、“有效需求不足，特别是消费不振”等。政策方面，《报告》延续了2024年中央经济工作会议的基调，“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”，并且提出“充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”。在具体目标设定上，“国内生产总值增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上”，皆与2024年保持一致，既考虑了短周期的稳增长需要，也“与中长期发展目标相衔接”。通胀方面，与往年定为3%左右不同，今年的目标是“居民消费价格涨幅2%左右”。在弱通胀的背景下，这个目标更为务实，但《报告》也明确指出“实现这些目标很不容易，必须付出艰苦努力。”

今年一般预算赤字率为4.0%左右（提升一个百分点赤字率对应的金额是1.6万亿元）赤字规模5.66万亿元、新增超长期特别国债1.3万亿元（用于支持“两重两新”¹），新增地方专项债4.4万亿元，另新增5000亿元特别国债用于补

¹ 所谓“两新”，是指推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，所谓“两重”，是指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。http://www.qstheory.cn/laigao/ycjx/2024-11/14/c_1130219317.htm

充银行资本金，合计新增政府债11.86万亿元。如果不考虑补充银行资本金的5000亿元，与增长关系比较直接的政府债较去年实际多增2.4万亿元（其中也考虑了去年年初有2023年末发行的增发国债结转，记5000亿元）。此外，我们认为今年2.0万亿元的地方特殊再融资债除了有助于缓解地方化债压力，也可能腾挪出一些财力空间来稳增长。

货币政策延续了“适度宽松”的总基调和“适时降准降息”的表述，考虑到银行购买国债与信贷投放对准备金的消耗，我们认为降准可能会比降息来得更早。相比中央经济工作会议时的表述，货币政策在支持股市楼市方面有更清晰的表达，明确提出要“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展”，也明确提出“拓宽保障性住房再贷款使用范围”。我们认为在货币政策的配合下，房地产收储可能出现结构性的亮点，一些人口密度大、人均收入高的城市可能会有积极进展。

《报告》指出“加快补上内需特别是消费短板”，实施提振消费专项行动。报告延续去年12月中央经济工作会议的安排，将全方位扩大国内需求放在首位。具体举措方面，在供给侧扩大多元化服务供给、创新和丰富消费场景、落实和优化休假制度、强化消费者权益保护等，改善消费环境。在需求侧安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，继续兜实基层“三保”底线，健全社保体系，提升城乡居民基本养老和基本医疗的财政补助标准，并发放育儿补贴。

《报告》提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，去库仍是主要目标。控供给方面，继续强调“合理控制新增房地产用地供应”。稳需求方面，强调“因城施策调减限制性措施”，目前北京、上海、深圳、海口仍有限购政策，部分城市仍有商品房限售政策。盘存量方面，报告强调“盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”。实际上，定价是市场化收储的核心问题。报告还强调“拓宽保障性住房再贷款使用范围”。促融资方面，会议强调“发挥房地产融资协调机制作用”以做好保交房和防范房企债务违约风险。金融监管总局局长李云泽在“部长通道”采访中表示，房地产融资协调机制目前审批贷款超过6万亿元，涉及

已经交付和正在建设的住房超过1500万套，今年将扩围增效、拉长白名单，配合促转型和房地产新模式构建²。

大力发展以AI为代表的新质生产力。《报告》提出要继续“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”。新兴产业、未来产业、传统产业是新质生产力发展的三个具体方向。新兴产业方面，《报告》重点强调了商业航天、低空经济，与2024年的政府工作报告相同。未来产业方面，《报告》重点指出了生物制造、量子科技、具身智能、6G，在2024年的政府工作报告的基础上新增了具身智能、6G两个新的具体方向，这两个产业与近期受关注的AI、机器人密切相关。《报告》强调了以AI和平台经济为代表的数字经济。在AI发展方面，“大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”，我们认为AI+制造能与我国的制造业优势相结合，或将是我国AI应用的主要场景。平台经济方面，《报告》提出支持平台企业在“促创新、扩消费、稳就业”发挥积极作用。传统产业方面，《报告》提出要“继续实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程”。在支持科技创新上，《报告》强调要“提升国家创新体系整体效能”，要在教育体系、科技自立自强、人才培养等方面加大支持力度，发挥出我国的新型举国体制和人才红利优势。

以上观点来自：2025年3月6日中金公司研究部已发布的《积极回应多方关切——2025年《政府工作报告》点评》

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

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

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

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

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

² <https://finance.sina.com.cn/jjxw/2025-03-05/doc-inenqtkm7762740.shtml>

宏观专栏

美国增长走弱的“真相”

2025年春节以来，美股在全球市场中表现垫底，与港股的强势形成鲜明对比，AI科技龙头如亚马逊、谷歌和特斯拉等也出现大幅回撤。科技股不仅是美股的主要支撑，对美国经济和全球资金能否再平衡到其他市场也有“牵一发而动全身”的重要影响（《[本轮牛市的三大支柱](#)》）。正因如此，近期科技龙头的下跌才引发广泛关注，担心持续两年的行情是否就此终结。恰逢近期部分经济数据走弱，关税风险挥之不去，都加大了市场的担忧。

我们其实在2024年12月8日发布的《[美股还有多少空间？](#)》中就已提示需要关注短期“涨出来的风险”，也是基于一些“看得到”的风险：例如当时处于高位的美股估值计入了过多乐观预期，特朗普就任后从流程上会先推出市场并不喜欢的关税和移民政策，四季度业绩期的扰动，以及经济数据可能再度转弱等，都会引发情绪的“纠偏”，过去几个月的走势基本符合这一预期，但也仅是震荡而非趋势逆转。然而，近期美股压力再度加大，担忧也随之而起，除了并不意外也非“坏事”的数据走弱外（《[暂停降息才能继续降息](#)》），更重要的是愈演愈烈的关税风险，以及DeepSeek异军突起对美国AI优势叙事的冲击都无法证伪。这也解释了为何近期美债利率由4.8%快速回落至4.2%，CME期货隐含降息预期年内再度升至2次（6月降息概率升至60%）。

然而，当前市场对美国经济和美股的担忧是否真如表面上看似的那么大？还只是因为短期这些担忧无法证伪而只能线性外推？毕竟2024年7月市场因“萨姆规则”的衰退担忧显然就过度了。就此，我们在本文中梳理并澄清美国近期宏观增长下行背后的“真相”，以便于更好地判断美股和其他市场的方向以及美元和美债的强弱。

因素一：经济自然走弱，既不意外也非坏事；适度担忧恰可通过压低利率再度提振需求，只需等待一些时间

近期部分数据的走弱仍是利率“反身性”的不断上演。我们一再强调，本

轮周期中，美国各部门成本与回报“挨得很近”，一方面意味着利率下行很快就能提振需求、带动经济数据走强；反过来也意味着利率上行也会再度抑制需求，体现为经济数据的走弱，这即是利率的反身性，只不过中间会有2-3个月的传导时滞。例如2024年7月非农就业和ISM制造业PMI大幅低于预期，市场对于增长放缓的担忧不断推升降息预期，美债利率受此影响一度回落至3.6%的低点，随后9月非农新增就业、零售、新屋销售等都受益于利率快速回落的效果而超预期。

因此，近期我们看到的数据走弱都是去年9月以来利率不断走高的结果，而1月以来利率再度下行对经济的提振效果大概率也会在未来一段时间得到体现。去年底“特朗普交易”带动美债利率不断攀升至4.8%的高点，高利率的抑制效果逐步体现在近期经济数据上，例如1月零售销售的超预期下滑、1月Markit服务业PMI回落至收缩区间、1月成屋和新屋销售数据均不及预期等。从这个意义上，越是担心衰退和预期降息（推动利率下行提振需求）反而越不会衰退也无法降息（如去年7-9月），而越不预期降息（推动利率走高压制需求）反而越能降息（如去年底到今年初），这也是我们一直以来强调对降息预期和美债利率不能线性外推，要“反着想、反着做”的原因。

更何况1月以来有许多一次性的原因致使增长走弱，因此则更无需过度担忧美国增长滑向衰退。例如1月份洛杉矶山火部分拖累整体需求，特朗普关税政策不确定性导致进口需求抬升，而进口作为GDP的拖累项，使得亚特兰大联储GDPNow模型预测的一季度环比增速转负至-1.5%。

结论：当前的数据走弱既不意外也非“坏事”，是前期高利率的必然结果（我们模型测算通胀2月后将开始回落），而恰恰通过这种担忧可以让利率下行和降息预期回归，实现再度提振需求的作用，所以这一点不足为虑，只需等待一些时间。本轮美国经济各环节“滚动”错位，仍然处于放缓的周期的服务业和消费需求本身就是“跷跷板”的一环，利率回落催化的地产和投资改善，反而可以来补足这部分的回落。

因素二：关税风险造成供给担忧，短期无法证伪；但也面临现实约束，增

长政策还未出炉

不过，与去年7-9月最大的不同是愈演愈烈的关税风险可能带来的供给侧通胀担忧，这将明显影响甚至阻断上文中提到的利率反身性的传导效果，甚至在极端情形下导致供给通胀压力，给美联储带来加息压力（《[关税的“近忧”与“远虑”](#)》）。虽然我们认为这其中不乏过度担忧之嫌，但特朗普就任一个多月以来密集的关税表态和不确定性，使得市场一直处于这一担忧的笼罩之下。

特朗普上任仅一个多月以来，先是签署总统行政令动用IEEPA对墨西哥、加拿大25%（但推迟实施）、对华10%关税³，2月10日宣布对钢铝产品加征25%关税，随后又在2月13日签署研究“对等关税”（Reciprocal Tariff）⁴，2月末又提出要对欧盟加征25%关税、甚至对华再额外10%关税等⁵，其不确定性和密集度可见一斑，也难怪市场的担忧挥之不去。

不得不承认，关税和移民政策都会对美国增长和美联储政策造成不可忽视的风险，但我们也想提示两点：一是特朗普同样会面临中期选举的现实约束和通胀的反噬（《[关税的“近忧”与“远虑”](#)》）。近期数据也体现了这一信号，1月非农工资同环比增速都加速走高；密歇根消费者调查对未来一年的通胀预期从1月的3.3%跃升至4.3%，连续第二个月大幅上升，为2023年11月以来最高值。但如果通胀失控，导致美联储政策被迫收紧（鲍威尔的美联储主席任期2026年5月结束），将不可避免的对美股市场和美国经济都造成冲击，很难想象不会对2026年底的中期选举造成影响（当前共和党在参众两院仅保持5席的微弱领先）。因此，如果这一约束果真存在的话，2026年之前“高高拿起、慢慢放下”可能是关税政策上更好的策略，或者会尽可能的用其他增长性政策对冲。

二是不同政策的推进顺序因流程差异，所以市场不喜欢的政策都在前面，市场喜欢的政策要相对靠后。我们在之前大选系列报告中就曾提示，特朗普就任后关税、移民等以行政命令为主的政策在流程上可以更快推出，增长性的政

³ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-imposes-tariffs-on-imports-from-canada-mexico-and-china/>

⁴ <https://www.whitehouse.gov/articles/2025/02/reciprocal-trade-and-tariffs/>

⁵ <https://www.ft.com/content/2f0288f6-3f6a-4334-b666-3f0122981842>

策如减税等则需要通过国会（《[特朗普政策与交易的路径推演](#)》），因此短期通胀性政策的密集推出缺乏增长性政策的中和，市场担忧无法证伪，因此只能在这个氛围中交易，这与我们在去年12月初《[特朗普交易的节奏与节点](#)》中的提示一致，即短期特朗普交易阶段性暂缓，但3月后增长性政策或重回投资者视野并提振风险偏好。其实，如果大家回顾2017年第一任期时的情形，就会发现这并不是什么意外，2017年1月特朗普就任后由于先推进医改政策导致特朗普交易迅速逆转，直至9月底税改通过才再度重启。3-4月后如果贝森特所主张的市场友好政策逐步出炉，或有望缓解市场担忧。

结论：关税风险加大了市场对供给侧通胀的担忧，短期无法证伪，但可能也存在放大之嫌。特朗普所面临的“现实约束”以及后续市场期待的增长性政策逐步出炉，有助于消化部分担忧。毕竟当前上任一个月有余，市场仍处在政策密集推出的消化期，待逐步“脱敏”、减税等增长性政策陆续推出，或有一定缓解。

因素三：AI叙事遭遇冲击，短期消化估值，但不至逆转趋势

DeepSeek春节后的异军突起，引发了中国资产重估叙事并打破了美国AI一枝独秀的叙事，使得以互联网龙头为代表的港股成为2025年初以来表现最亮眼的市场。这一“东升西落”叙事的背后实际是市场对于美国科技股大规模资本开支合理性的担忧，体现为估值的收缩。从表现上来看，此前计入更多产业乐观预期的科技风格回撤更多，道琼斯和标普500指数基本变化不大；大幅回调主要集中在风险溢价走高带来的估值收缩，盈利贡献仍是增加的，这也从侧面反映出并非实际盈利“崩塌”，更多是此前过度乐观预期的回吐。

短期美股的疲弱使得市场聚焦在AI叙事的变化，甚至部分忽略了四季度财报季的结果，实际上四季度标普500指数可比口径盈利增速大幅提升，由三季度的6%升至16%，其中信息科技的盈利贡献仍接近三成，金融板块的贡献由24%升至47%。大规模的资本开支也不止于此“熄火”，科技龙头股中除了微软的资本开支指引企稳外，Meta、苹果、谷歌等均表示将继续加大AI领域的投入，并且Meta和谷歌受益于AI技术的转化，其核心广告收入业务同比增速强劲。一

定意义上，短期调整本身不是坏事，可以挤掉并不合理的估值泡沫，否则持续的上涨也难以为继。我们认为现在就认为科技叙事被证伪可能也为时尚早，当前龙头科技的基本面韧性要远强于互联网泡沫时期，彼时龙头净利润9%的占比贡献了22%的市值占比，而当前27%的净利润贡献了30%的龙头占比。

结论：AI叙事冲击，有助于挤掉部分过于不合理的泡沫和过高的情绪。但中长期看，判断整体产业趋势逆转为时尚早，科技龙头的基本面韧性远强于互联网泡沫时期。

资产含义：短期仍需消化无法证伪的风险，3-4月后观察转机；美债交易性机会，美股跌多了可再介入，美元偏强

综合来看，我们在《[2025年开年的关键变数](#)》中提示到的利率变化带来的增长走弱、特朗普政策推进顺序等关键节奏的影响均已应验，只不过是DeepSeek的异军突起造成了额外的冲击。

短期看，市场仍将处于上述几个无法证伪的风险影响下，还需要等待一段时间，但我们预计在基准情形下：**1）利率下行的反身性可能会在3-4月出现变化**，2月份之后通胀数据在现有路径下开始走弱，同时利率对增长的传导一般需要2~3个月，后续降息预期部分回归，部分利率敏感数据也或陆续再度改善；**2）市场友好的增长性政策可观察3月的进展**，当然关税是否升级的观察点也在这一时期。2月底美国众议院已通过了共和党预算决议，其中包含了减税法案的初步计划。但由于两院需要在3月14日之前通过2025财年的支出法案来避免政府关门，因此参议院共和党人也准备了一份备用预算决议，其中包含边境、安全及能源等优先政策，两党分歧更多的减税问题将推迟到今年晚些时候解决⁶。**3）AI产业趋势的持续性以及资本开支的利润转化能力需要观察**，但龙头股估值回调充分后，有助于缓解压力。

以上观点来自：2025年3月3日中金公司研究部已发布的《美国增长走弱的“真相”》

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

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

⁶ <https://www.reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-vote-trumps-tax-cut-agenda-2025-02-25/>

专题聚焦

日元会一路升值吗？

2025年以来“弱美元、强日元”背景下日元相较美元升值4%以上，成为最强G10与亚洲货币。

我们认为年初以来的日元升值来自于欧美投资者主导的基于美日长端息差收窄的交易性因素所导致，而非是基于日本方面的反映真实需求的资金流。

日元升值背后的主导原因：日本通胀→日本央行加息预期加深→日债利率上行→美日息差收窄→投机性资金做多日元

今年以来的日元升值几乎都来自于“非日本交易时间”的贡献，说明更多是海外投资者在做多日元。我们认为海外交易时间做多日元的主要动机来自于看到了美日长端息差的收窄（美国利率明显下行、日本利率明显上行）。背后的原因在于日本高企的通胀与日本央行进一步加息的预期。

25年1月日本的综合CPI同比高达4.0%，为主要发达经济体中最高的水平，目前的日本通胀由“成本推升”与“需求拉动”共同推动，反映出日本国内高涨的通胀压力。在此背景之下，我们认为日本央行或进一步加息，终点利率或在1.5%附近。

但是反映日本真实需求的资金流显示资金持续从日本净流出，强日元或长期难以持续

与欧美投资者“投机性”地买入日元所不同，反映真实需求的国际收支层面的日本相关资金流则为持续的资金净流出。贸易账方面，过去数年持续为贸易逆差。日本企业持续出海背景下，出口并未趋势性扩大，相反在近年能源价格高企背景下日本的进口金额长期处于高位。服务贸易方面，虽然日本存在结构性的数字服务逆差（例如支付给美国互联网平台公司的订阅费用等、属于其他服务收支），但是在入境日本游客人数增加的背景下，过去数月日本的服务收支基本做到平衡，整体而言对汇率影响相对中立。金融账户层面也为资金从日本持续流出，日本对美国股票为代表的外国股票的净卖入在持续增加，日本

企业的出海也在结构性发生。

未来日元汇率走势

我们认为在美日息差收窄背景下交易性因素会导致日元在短期内(数月程度)出现一定升值,但是①历史上日元的持续大幅升值都需要美国经济的疲软或全球级别的风险作为必要条件;②日本央行的加息已经存在一定的定价;③反映真实需求的资金流显示资金依旧是持续从日本结构性流出,我们认为或许难以出现长期的持续性的日元大幅升值,例如美日汇率跌破130或为小概率事件。

套息交易的影响

2025年2月的现在,期货市场显示日元净空头依然存在,但是规模相对有限,远非极值程度。我们认为净空头大幅被逆转进而带来急剧的日元升值或为小概率事件,同时大量的套息交易逆转给全球金融市场带来明显冲击也可能为小概率事件。

以上观点来自: 2025年3月3日中金公司研究部已发布的《日元会一路升值吗?》

丁瑞 分析员 SAC 执证编号: S0080523120007 SFC CE Ref: BRO301

李刘阳 分析员 SAC 执证编号: S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

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

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

魏儒镭 分析员 SAC 执证编号: S0080522080005 SFC CE Ref: BTM838

施杰 联系人 SAC 执证编号: S0080123040056

专题聚焦

国别研究非洲篇：那一片“热土”

这是国别系列研究的非洲篇。研究非洲所涉及的领域与问题很广泛复杂，难以在一篇报告中全面分析。此篇报告更多是抛砖引玉地介绍非洲基本概况以及可能的机会。

我们认为受益于AfCFTA(非洲自由贸易协定)，非洲有望实现区域一体化市场，内贸有望迎来大发展，同时区域内对于消费品、工业品以及基建的需求有望提升。对于企业出海而言，非洲作为关注度和竞争激烈程度相对低的区域，我们认为制造业、矿业和基建在AfCFTA的推动下仍有良好发展前景。

我们认为非洲发展并不快速和顺畅

1) GDP增速持平于全球：2018-23年非洲GDP复合增速（2.4%）持平于全球，2) 产业结构无明显变化：2023年非洲第一/二/三产业占GDP的比重为15%/39%/46%，过去十年无明显变化；3) 融入全球价值链较低：2022年非洲货物贸易占全球2.8%（v.s. 2012年3.5%），2012-22年CAGR为1.0%，主要模式以初级资源品换制成品。

AfCFTA或促进非洲贸易发展和产业跃升

AfCFTA 2021年实施以来，非洲内贸2021-23年CAGR达到11.8%，非洲内贸占比仅15%（2023年）低于欧洲和亚洲（均超过40%），AfCFTA着力于消除贸易壁垒，支持货物和服务在非洲大陆自由流动，我们认为其有望加快实现非洲区域一体化，形成较大的需求市场，而非洲内贸的货物往往具有技术密集型特征（61%的内部出口为中间品和制成品，UNCTAD 2021年），因此AfCFTA或促进工业发展及区域产能链整合，实现产业跃升，但AfCFTA依然面临基础设施薄弱，非关税贸易壁垒等瓶颈。

非洲丰厚的资源是把双刃剑

非洲拥有丰富的石油和矿产资源（拥有世界上约8%的石油储备、90%以上

的铂族金属、55%的钻石和50%的钴矿储备，USGS 2023年数据），且其产量全球占比往往高于其储量占比（说明更加依赖于采矿业）。但部分国家强资源依赖性的发展模式可能会陷入“单一经济结构，抑制产业升级，强化资源依赖”的恶性循环，需要将资源红利反哺产业和基建，形成产业生态和经济韧性，例如博茨瓦纳将钻石收入用于基建、教育、医疗，1995-2005年GDP复合增速高达8.7%。

基础设施是非洲的薄弱点，也是未来发展的希望

由于非洲基础设施薄弱，非洲运输成本占到货物最终售价大约40%（Africa Transport Policy Program，2015年）；非洲也面临电力短缺的问题，将近一半的人口得不到电力供应（IEA，2021年），同时清洁能源占比低，非洲大陆拥有全球60%的太阳能资源但光伏装机仅占全球的1%（IEA，2022年）。全球基础设施中心数据预计到2040年非洲基建投资缺口累计约1.7万亿美元，占累计GDP的比重为1.2%，比例全球最高。

中国对非合作加深加固

1）FDI：2023中国对非直接投资达到约40亿美元，占中国整体对外直接投资的2.2%，占非洲FDI的7.6%，2006-23年中国对非洲直接投资CAGR达到约13%。截至2023年中国对非洲投资占非洲FDI存量4.1%，排名第5，存量主要分布在建筑业、采矿业和制造业（分别占比35%/22%/14%），且集中在南非、刚果（金）、埃塞俄比亚、安哥拉、尼日利亚（合计占比41%）；2）基建合作：非洲是中国对外承包工程的第二大市场，截至2024年9月，中国企业已在非洲累计参与新建和改造铁路超过1万公里、公路近10万公里、港口近百个；3）贸易：2024年中非贸易规模达约2956亿美元，中国连续15年是非洲第一大贸易伙伴。

以上观点来自：2025年3月5日中金公司研究部已发布的《国别研究非洲篇：那一片“热土”》

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

张文杰 分析员 SAC 执证编号：S0080520120003 SFC CE Ref: BRC259

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.3.5 联合解读：2025年政府工作报告联合解读
- 2025.3.6 中国宏观热点速评：积极回应多方面关切——2025年《政府工作报告》点评

策略及大宗商品

- 2025.3.3 海外策略：美国增长走弱的“真相”
- 2025.3.4 主题策略：增强版2013？
- 2025.3.4 A股和港股行业首选：2025年3月
- 2025.3.6 AI策略（二）：用AI解读政府工作报告
- 2025.3.8 全球资金流向监测：资金的“东升西落”？
- 2025.3.8 能源：聚焦：石油：抛售后底部支撑在哪？

固定收益

- 2025.3.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.3.5 专题研究：低利率环境信用投资的品种选择：信用债ETF
- 2025.3.5 资产证券化分析周报：阶段性配置价值显现，远近结合
- 2025.3.5 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.3.5 简评：财政货币双宽松，债券利率下行仍是经济刺激重要趋势——2025年政府工作报告点评
- 2025.3.6 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.3.7 中国城投债券月报：动态调整债务高风险地名单，加力推进清理拖欠企业账款——2月城投债券月报
- 2025.3.7 简评：调整由短及长，曲线平坦化——2025年2月行业利差跟踪
- 2025.3.7 简评：出口增速走低，关注后续关税影响——1-2月贸易数据分析
- 2025.3.8 中国利率策略周报：如何看待今年财政政策力度的效果及政府类债券供给影响

行业

- 2025.3.3 软件及服务：AI智道（6）：AI+金融有望迎来规模化拐点
- 2025.3.3 医疗健康：中金医药月度10+7组合：25年3月组合
- 2025.3.3 煤炭：成本支撑渐显，煤价探底寻锚

- 2025.3.3 主题研究：光伏周谈 | 全年需求存分歧，短期涨价及新技术机会需关注（25年第9周）
- 2025.3.4 不动产与空间服务：港股房地产多元板块近期上涨点评
- 2025.3.4 不动产与空间服务：周评#428：2月一二手房销售表现持续分化
- 2025.3.4 机械：顺周期内需边际回暖，AI+机器人仍为长期主线
- 2025.3.4 REITs：公募REITs月报（2025-2）：市场高位震荡，关注解禁带来的波动与机会
- 2025.3.4 建材：水泥开启提价序章，1Q盈利有望大幅好转
- 2025.3.5 公用事业：电力环保周报：煤价超跌延续火电交易性行情；月度电价持续低迷
- 2025.3.5 传媒互联网：AI文娱观察#2：关注AI视频生成模型开源影响及商业化趋势
- 2025.3.5 农业：对美加征关税如何影响农业板块？
- 2025.3.5 银行：《政府工作报告》的金融信号
- 2025.3.5 建材：财政如期稳健发力，利好内需顺周期和新质生产力相关板块
- 2025.3.5 房地产：止跌回稳取态延续，2025或为“缓和”年
- 2025.3.5 公用事业：《政府工作报告》速评：双碳目标继续积极稳妥推进，单位GDP能耗目标降幅再提升
- 2025.3.5 轻工日化：轻工内需专题：2025年家居以旧换新进展到哪了？
- 2025.3.5 科技硬件：AI进化论（3）：DeepSeek本地部署需求盛行，一体机硬件乘风而上
- 2025.3.6 钢铁：盈利拐点已现，看好钢铁板块行情持续演绎
- 2025.3.6 银行：2月金融数据前瞻
- 2025.3.6 石油天然气：2025年气价合同初定，下跌幅度小于预期
- 2025.3.6 部院联合：新型电力系统月度观察：新能源全面入市，1-2月电网建设步伐加快
- 2025.3.7 钢铁：产量调控改善行业格局，重申看好钢铁板块行情
- 2025.3.7 科技硬件：AI进化论（4）：端侧AI格局生变，国产SoC迎高光时刻
- 2025.3.7 医疗健康：心脏瓣膜：行业呈现回暖趋势
- 2025.3.7 家电及相关：AI搭台，人形赋能：如何看扫地机器人的昨天与明天
- 2025.3.7 建材：顺周期品种“跃跃欲试”，关注提价品种
- 2025.3.8 建材：消费建材系列 I ——零售的核心要素在哪？
- 2025.3.8 科技硬件：AI进化论（5）：AI重构资本开支，国产云侧硬件景气上行

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