

研报精选

2025年3月23日 第213期

宏观专栏

政策支撑平稳开局，后续仍需继续发力——1-2月经济数据点评

报告认为，在去年高基数背景下，生产端同比增速有所回落。消费端，以旧换新政策和春节假期拉动消费，社零增速有所改善。在政策前置发力带动下，房地产、基建、制造业三大投资项皆有所改善。展望未来，房地产和出口走势仍然面临一定不确定性。

美联储静待不确定性风暴

美联储3月会议按兵不动。报告认为，面对关税不确定性，美联储官员们对经济前景持谨慎态度，且预测中显示出“类滞胀”的担忧。往前看，美国经济下行风险依旧不容忽视。

专题聚焦

科技叙事、地缘重估与全球资本再布局

报告认为，目前中美叙事的变化体现在科技重估与地缘重估两方面，其中DeepSeek重写科技叙事，特朗普上任后，美国面临超预期的“地缘再重估”叙事，上述变化将带来全球资本再布局。

投资于人：供需发力，需求为上

报告认为，在关税壁垒增多、有效需求不足的情况下，2025年政府工作报告中“投资于人”的相关举措既有利于提升中长期经济增长潜力，也有助于缓解短期需求疲弱的问题。

宏观专栏

政策支撑平稳开局，后续仍需继续发力——1-2月经济数据点评

春节错位和去年同期闰年造成的高基数背景下，1-2月生产端同比增速较去年12月略有下降，但整体保持平稳增长。供需缺口也有所收窄，需求结构中，投资边际改善幅度高于消费。但展望未来，房地产和出口走势仍然面临一定不确定性。2月金融数据也显示，内生动能不足，政策持续发力必要性仍然比较大。

高基数下，生产端同比增速有所回落，但整体保持平稳增长。在春节错位以及闰年导致2024年2月多一天的背景下，2025年1-2月面临的基数较高。1-2月工业增加值、服务业生产指数同比分别为5.9%、5.6%，较去年12月分别回落0.3、0.9个百分点，但整体仍然保持平稳增长。环比来看，2025年1-2月工业增加值平均值较2024年12月的下降幅度与2023、2024年同期基本持平。工业增加值中，高技术制造业同比9.1%，较2024年12月上升1.2个百分点，好于整体。交运设备、金属制品、电气机械等较2024年12月边际改善较多，新加入以旧换新政策支撑的通信设备、计算机和其他电子设备同比10.6%，较2024年12月上升1.9个百分点，而汽车、黑色、有色等较2024年12月边际下降。

以旧换新政策和春节假期拉动消费，社零增速有所改善。1-2月社零总额同比增长4%，较去年12月增速改善0.3个百分点。其中餐饮收入增长4.3%，是去年下半年以来的最高增速，可能反映了假期消费的拉动。以旧换新政策新增了手机等三类数码产品，带动限额以上通讯器材类零售额增速上行至26.2%。文化办公用品、家具、家电等和以旧换新政策相关的分项，限额以上零售额增速也超过10%。汽车零售额同比下降4.4%，对社零形成较大拖累，家电也出现了增速回落情况，可能受以旧换新政策的衔接过渡影响。我们预计，随着政策的落地见效，未来以旧换新相关消费可能会进一步释放。

政策前置发力带动下，三大投资项皆有所改善。1-2月固定资产投资同比为4.1%，较去年12月上升1.9个百分点。结构中，房地产、基建、制造业同比分别为-9.8%、10.0%、9.0%，较去年12月上升3.5、2.5、0.7个百分点。

热点城市带动拿地回暖，竣工提振投资，但开工仍较弱，销售脉冲边际回落。热点城市拿地回暖，带动1-2月300城土地成交建面和价款同比增速由12月的-16.1%和-15.8%回升至-2.6%和39.2%，其中京沪杭集中供地贡献了成交金额的近半，土地溢价率上升至13%。竣工带动投资上升，1-2月竣工同比降幅收窄至-15.6%（2024年12月同比-30.4%），带动施工面积同比跌幅收窄至-9.1%（2024年12月为-12.7%），房地产开发投资完成额同比跌幅收窄至-9.8%（2024年12月同比-13.3%），但新开工降幅进一步走阔至-29.6%（2024年12月同比-23%）。自筹带动房企到位资金同比跌幅收窄至-3.6%（2024年12月同比为-7.1%，累计同比-17%），但贷款和销售回款仍在放缓。四季度止跌回稳组合拳带来的销售脉冲逐步减弱。1-2月全国商品房销售面积同比转负至-5.1%（2024年12月为-0.5%）；销售金额同比转负至-2.6%（2024年12月为2.4%）。价格方面，70城新房价格和二手房价格同比增速从1月的-5.4%和-7.8%进一步收窄至-5.2%和-7.5%，中金同质二手住宅价格同比降幅从1月-10.5%走扩至-10.9%。

1-2月广义基建同比增长9.9%，较去年全年的9.2%继续回升。从分项上看，1-2月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理业投资同比增速分别为25.4%、2.7%和8.5%（去年全年分别为23.9%、5.9%和4.2%）。前2月公用事业保持较高增速，部分或有光伏抢装推动；传统基建尤其是水利等投资增速较高，或受益于今年财政发力靠前。向前展望，随着地方重大项目开工陆续落地以及财政资金下达，我们认为3月基建实物量有望迎来进一步改善。

制造业投资受前期出口改善和设备更新改造政策支撑。前期出口改善带动下，制造业投资仍然保持较高增速。从行业来看，1-2月汽车制造业、食品制造业、化学制品投资同比分别为27.0%、21.0%、6.0%，分别较2024年12月上升17.1、10.2、7.0个百分点。设备更新改造政策也持续发力，2025年用于支持设备更新

改造政策的超长期特别国债上升至2000亿元。1-2月整体固定资产投资中设备工器具购置同比18%，较2024年全年上升2.3个百分点。展望未来，我们预计，内部设备更新改造政策或对制造业投资形成支撑，但海外贸易政策不确定性较高，出口面临一定不确定性，或对制造业投资带来压力。



以上观点来自：2025年3月17日中金公司研究部已发布的《政策支撑平稳开局，后续仍需继续发力——1-2月经济数据点评》

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

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

宏观专栏

美联储静待不确定性风暴

美联储3月会议按兵不动，符合市场预期。面对关税不确定性，官员们对经济前景持谨慎态度，且预测中显示出“类滞胀”的担忧。尽管点阵图偏“鹰”，但鲍威尔积极安抚市场，暗示不会采取激烈行动¹。他还表态缩表即将放缓，以避免重蹈2019年流动性冲击的覆辙。市场在鲍威尔的言辞下表现积极，但我们认为美国政策不确定性仍然存在，在关税和政府裁员影响下，经济下行风险依旧不容忽视。我们维持此前判断，美联储今年仍可能降息，下一次降息或在第三季度（请参考报告《[通胀粘性推迟美联储降息时点](#)》）。

本次FOMC会议是自特朗普宣布一系列关税措施以来的首次会议，市场高度关注美联储如何看待关税的影响以及货币政策将如何应对。尽管货币政策声明并未释放太多信息，但决策者通过经济预测和点阵图表达了对未来经济的谨慎展望。

美联储预测未来存在一定的“类滞胀”风险²。官员们下调经济增长预测，将2025年第四季实际GDP增速从2.1%下调至1.7%，将失业率从4.3%上调至4.4%。同时上调通胀预测，将第四季度核心PCE通胀率从2.5%上调至2.8%，总PCE通胀率从2.5%上调至2.7%。这些变化反映出官员们认为关税政策将对经济产生负面影响，同时推升价格压力。值得注意的是，经济增长下调的幅度为40个基点，高于通胀上调的幅度20个基点。这表明，决策者认为“滞”的风险可能大于“胀”的风险。

点阵图偏“鹰”，但鲍威尔积极安抚市场。点阵图显示2025年的降息中值仍然维持在两次，但支持更少降息（一次或不降息）的官员人数有所增加，表明一些官员对于未来的通胀进展缺乏信心。然而，美联储主席鲍威尔在记者会上倾向于认为通胀压力是暂时的，暗示不会采取激烈行动。尽管2月密歇根大学消费者通胀预期走高，但鲍威尔认为应综合考察广泛的通胀预期指标，他特

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20250319.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250319.pdf>

别提到了5y5y远期通胀预期，并指出该指标并未显著上升，显示市场对长期通胀仍有信心。鲍威尔也多次强调不确定性，称关税和政府削减支出的影响目前还很难评估，美联储在数据出炉之前不会急于采取行动。

缩表即将放缓，以避免重蹈2019年覆辙。美联储宣布从4月1日开始放缓缩表，将美国国债的月度缩减规模上限从250亿美元下调至50亿美元，MBS的缩减规模上限不变。这属于技术性调整，也符合市场预期，因为在1月FOMC会议纪要中已有多位官员提出，由于债务上限问题可能导致储备金大幅波动，因此在该问题解决之前，适当调整缩表节奏是合理的³。美联储希望避免像2019年10月那样因缩表过快而引发流动性冲击，因此选择提前降速，无可厚非。不过，理事Waller在投票中反对放缓缩表，表明美联储内部对流动性管理也有不同看法。

市场在鲍威尔的安抚下表现积极。美国股市在利率决议公布后上涨，美债收益率下行，反映市场短期情绪有所缓和。但我们认为，美国政策不确定性仍未消退，经济下行风险依旧不容忽视。一方面，关税政策的不确定性可能导致企业和消费者等待观望，进而使其暂缓投资和延后消费，导致经济活动放缓。另一方面，政府裁员对劳动力市场的负面影响或在未来几个月进一步显现，这可能抑制消费者信心和支出，拖累经济增长（请参考报告《[关注美国经济的下行风险](#)》和《[非农降温：美国政府裁员影响初现](#)》）。

我们认为通胀风险主要来自关税，而非劳动力市场和房地产市场。近期密歇根大学的消费者通胀预期走高，主要反映消费者对关税的担忧，在最近两个月的CPI报告中也确实看到了部分核心商品价格走高。然而，由于政府委员会使劳动力市场走弱，加上高利率环境下房地产需求受到抑制，我们认为服务通胀或难以走高，两者相互抵消，美国通胀或不会大幅上行，美联储也不会因为通胀粘性而过度反应。

³ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20250129.htm>

我们维持此前判断，美联储今年仍可能降息，下一次降息或在第三季度。由于特朗普政府宣称将在4月2日推出包括“对等关税”在内的更多关税措施⁴，我们认为在关税落地后，美联储至少需要两个月的时间来评估这些关税的影响。因此，除非经济状况极为疲弱，否则美联储很难在6月或之前做出降息决定。但如果关税对于通胀的影响可控，且经济继续放缓，那么美联储在三季度降息仍是有可能实现的。



以上观点来自：2025年3月20日中金公司研究部已发布的《美联储静待不确定性风暴》

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

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-17/trump-says-he-ll-impose-both-reciprocal-and-sectoral-tariffs>

专题聚焦

科技叙事、地缘重估与全球资本再布局

中美资产表现逆转，叙事的力量不容忽视。年初以来，全球经济基本面变化并不明显，但资本市场发生了大的变化，资产表现一改过去三年常态，中国股票逆袭，美元掉头向下，美股表现垫底。截至3月14日，代表中国科技股的港股恒生科技大涨31.6%，领跑全球资产；此前被认为前景黯淡的欧洲股市也大涨创新高，过去3年领涨全球的纳斯达克指数反而大跌10%，全球跌幅居首。而过去3年表现最好的黄金、中国国债和美股，今年以来仅黄金继续走强。驱动资产逆转的，是两大超预期的叙事变化，一是DeepSeek的突破让市场重新认知中国的创新能力，二是特朗普上任后的举措令市场始料未及，“美国例外论”出现动摇。

过去的科技叙事和地缘叙事都吸引资金流向美国，资金流与基本面相互共振，成就了美股过去3年领涨全球。现在科技叙事和地缘叙事都正在改写，年初资本市场的变化是否只是资产大逆转的预演？当前中国股票大幅上涨后分歧加大，后市行情是否还有空间？全球资本再布局是否已经呼之欲出？未来是否再次出现资金流和基本面的新共振呢？本篇报告将从叙事演化的角度，分析中国科技叙事和全球地缘叙事，对全球市场影响的机制，并根据叙事和基本面的演绎进行推理，展望未来资本市场重估和全球资本再布局的路径与机遇。

中美叙事变化：科技重估和地缘重估

成功传播的叙事需要哪些要素？诺贝尔经济学奖得主罗伯特·希勒（Robert Shiller）在著作《叙事经济学》中，将“叙事”定义为一种能通过口口相传或媒体传播的故事或叙述。与一般故事不同，叙事通常促使特定观点或价值观的形成。最重要的是，希勒的理论认为“叙事传播与病毒传染的原理类似”，成功叙事会“像病毒般传播”。他认为“正如病毒传播取决于感染率和遗忘率，叙事传播取决于传播率和遗忘率”，传播率越高和遗忘率越低，叙事的

传播将更加高效。我们结合希勒的著作和学者观点⁵，归纳成功叙事的四个关键要素：**1）关己性**：即叙事具有人情味，并能勾起爱国情怀等主观情感，当人们感觉自己与故事利益关联时，传播效果最佳；**2）重复性**：通过反复宣传以及社交媒体流量持续曝光，在提高传播率的同时，也显著降低遗忘率；**3）叙事星座**：希勒将多个相互关联的叙事所构成的系统叫叙事星座，相较于单一叙事，叙事星座更具影响力和传播力；**4）自我强化**：希勒提出人们倾向于分享能够强化自我观念的内容，当叙事、行动和结果形成自我强化的循环，认同感会进一步巩固，遗忘率下降。这个四要素框架也是我们分析当下叙事的主要维度。

DeepSeek重写科技叙事，具备希勒的“病毒式传播”条件。DeepSeek成为史上最快突破1亿用户的APP，中国科技叙事快速流行，同样因为具备经典叙事传播所需的要素：**1）关己性**：DeepSeek以低成本、高性能和开源的三大超预期优势，成为“打破西方技术垄断”的象征符号。英伟达股价大跌，海外科技巨头对DeepSeek的盛赞，都进一步强化了民族自信心和自豪感。此外，DeepSeek推动技术平权，提供产品免费试用帮助个人和企业降本增效，关乎大家的切身利益。**2）重复性**：各家科技巨头先后接入DeepSeek，其技术亮点在社交平台反复刷屏，尤其是“毒舌点评”的截图深入年轻群体，“杭州六小龙”、“ChatGPT时刻”等故事被标签化和重复传播。**3）叙事星座**：除了科技叙事，《哪吒2》的高票房催生文化自信，总书记召开民营企业座谈会呼唤企业家精神，叠加美国地缘因素变化，多重叙事共振形成了“东升西落”的叙事星座。**4）自我强化**：投资者认可科技叙事而投资科技股，1月27日以来恒生科技大涨26%，A股科技板块也收益丰厚。观点不断被股价验证形成自我强化的循环，进一步使投资者相信科技叙事。

特朗普上任后，美国面临超预期的“地缘再重估”叙事。在特朗普当选后，市场所有的预期都偏正面，聚焦减税、扩大基建和去监管等利好方面，甚至类比1980年代的里根大循环。美股和美元一度大幅走强，美元由103涨至110，纳

⁵ 《2025年，钱从哪里来？》，香帅，香帅的金融江湖公众号

指最大涨幅超过10%，特斯拉股价一度接近翻倍。但事实上，市场忽视了特朗普政策的负面因素：近期特朗普上任后，率先对加拿大、墨西哥、中国和欧洲加征关税，并加强非法移民驱逐，这些政策对美国通胀均有一定的推升作用。此外近期DOGE削减财政开支，也对美国经济带来紧缩效应。美国和全球经济政策不确定性指数大幅上升，创2021年以来的新高。尽管我们认为关税等政策最终或难以系统抬升通胀，PIIE测算的通胀效应也有限⁶，美国经济韧性也仍在，但特朗普的政策组合引发全球对美国经济过度乐观前景的重新审视，尤其是特朗普与乌克兰总统在白宫会面也引发争议。德国候任总理提出财政扩张计划，改善了欧洲的财政前景。面对当前美国“确定的不确定性”，全球投资者被迫开始新一轮“地缘再重估”。

此前相对极端的估值，是叙事反转后中美资产重估的基础。叙事变化通常首当其冲影响股市的风险溢价和估值，但本轮市场对中美叙事变化反应如此迅猛，关键在于此前中美资产风险溢价和估值隐含过于悲观和乐观的预期：

► 此前中国股票估值持续压缩，AI发展水平也被低估，近期的修复仍不充分：1) 整体层面，沪深300的股权风险溢价在“924”之后由近10年最高的7%向下修复，但年初再度反弹至6.5%（高于历史均值1倍标准差）。港股恒生指数在外资视角下的股权风险溢价（以10年美债收益率作无风险利率）并不低，但是内资视角下（以10年国债收益率作无风险利率）的股权风险溢价高达10%，显著高于过去的中枢。近期两地市场风险溢价有所回落，但相比如此级别的叙事反转，我们认为下降可能也仍不充分。尤其是随着南向资金对港股定价影响变大，恒生指数在内资视角下的风险溢价仍在历史均值上方1倍标准差的位置。2) 结构层面，市场普遍低估中国在AI方面的创新潜力。我们参考《AI经济学》构造的AI发展指数⁷，中国AI发展综合水平仅次于美国，但中国科技龙头估值显著较低，并不匹配AI发展的领先优势。尤其是港股科技龙头，恒生科技动态市盈率仍在历史低位。我们参照近期外资构造的中国科技10巨头指数（Terrific

⁶ PIIE按照对华加征60%关税且中国反制的情形，测算2025年抬升美国通胀0.7个百分点。资料来源：<https://camadashboards.shinyapps.io/TrumpPolicies/#section-macroeconomic-projections>

⁷ 《AI经济学》第1章：《迈向通用时代的人工智能》，周子彭,李娜,陆趣,刘梦玲

10), 本轮上涨之前动态市盈率仅12.9倍, 相比美股科技七姐妹(Magnificent 7) 折价约-55%。而本轮AI叙事的重要主角腾讯等企业, 年初上涨前的动态市盈率不足15倍, 估值基本未计入云计算等创新业务, 而更多定价消费需求低迷。随着市场对于中国AI重新认知, 尤其是人才、专利和应用场景丰富的优势, 国内科技龙头重估后, 相比美股估值折价收窄至-26%。

► **美股风险溢价极低隐含过度乐观预期, 成为近期主要风险点:** 过去美国财政扩张、AI叙事和全球资金流入的三重要素互为因果, 不断强化, 支撑美股在高利率环境下仍一路上涨。标普500的股权风险溢价年初一度小于0, 即市场认为股票收益率相比国债收益率不需要额外的风险溢价。这反映极度乐观预期, 与中国股票较高的风险溢价形成明显反差。随着美国AI垄断叙事的变化, 以技术进步化解债务问题的逻辑面临挑战, 叠加特朗普的行为引发全球“地缘再评估”, 上述乐观叙事的正反馈机制被破坏。美股过低的风险溢价难以为继, 近期标普500有所回调, 风险溢价反弹0.9个百分点至0.7%。

中美叙事变化: 全球资本再布局

过去三年, 全球资本布局深受中美旧叙事的影响。在单一封闭市场中, 股市资金流通常内生于基本面和市场表现, 内生变量对分析市场不具备前瞻性。但是全球股票市场之间是相互联通的, 过去在全球地缘变局等叙事的影响下, 全球资金流向也深受非经济因素影响, 并成为影响各国股市的关键外生变量。

► **中国市场: 过去3年外资整体流出, 近期主动外资尚未回流。** 2022年以来, 全球资金改变过去稳步流入中国的趋势, 尤其是EPFR数据显示主动型外资呈现净流出中国市场。无论是去年9月还是近期的上涨, 代表外资“长钱”的主动型资金均未回流。中国市场在全球主动基金的持仓占比由2021年初14.6%降至2024年最低的5%, 连续两年相比被动基金低配约1个百分点。从持股占比的维度, 境外资金占A股自由流通市值从2021年高点10%降至当前7.5%左右。除了国内基本面下行周期引发的悲观叙事, 俄乌冲突之后“逆全球化”叙事开始流行, 全球主要经济体呈现阵营化, 也是影响全球资金流动的重要原因。Miao

& Zhou (2024)⁸研究了过去5年贸易流与金融资本流动脱离的问题，原因是股票资金流动更加不稳定，而且作为风险分担的最有效手段，股票资金流动显示出最强烈的地缘经济重新定价迹象。地缘变化体现在不同来源地资金行为差异，欧洲资金近两年流出中国的规模最大，美国资金次之。而且近期反弹过程中，欧美主动资金也仍未回流，小幅回流的外资主要来自亚洲。

► **海外市场：美股过去获得持续资金流入，未来面临地缘经济再评估的挑战。**2022年以来，美股成为全球资金集中流入的重要市场，在EPFR口径下获得约9500亿美元的净流入，尤其是美国AI叙事流行后，全球资金仍顶着高利率加速流入。而地缘叙事影响下，全球资金从欧洲发达市场累计净流出约1300亿美元。近期全球地缘再评估逐渐得到认同，欧洲财政前景改善，德国、法国为代表的欧洲市场获得明显资金回流，而资金流入美国的趋势尚未明显逆转。新的地缘经济格局下，美国的盟友经济体需要重新思考自己的定位和资本布局策略。可以预见资本按照传统地缘盟友关系布局将面临前所未有的挑战，美股面临全球资金流出的压力将加大，中国市场获得外资“长钱”流入的潜力渐现。

新叙事下的资产重估与全球资本布局展望：资产重估仍在早期，“长钱”回流的潜力上升

当前叙事变化对市场的影响或仍在早期。叙事影响股票市场的渠道分为两个层面：一是资产本身的价值，从资产定价三要素看，叙事变化短期直接影响风险溢价，中期对无风险利率和盈利增长的影响不确定；二是市场资金流向，叙事的受众范围将影响资金再布局的范围。从风险溢价来看，中美股票市场的大幅波动更多由于此前极端的估值，中国AI进展慢和“美国例外论”被证伪带来的强烈反转效应。但是中美风险溢价水平均相比历史均值仍有明显差距，沪深300的风险溢价从年初6.5%修复至6%（2010年以来的均值在5.3%），大涨的恒生科技风险溢价也仍远高于之前的中枢，标普500的股权风险溢价仅从-0.2%修复至0.7%（2010年以来的均值在3.5%）。从资金流向来看，中国科技叙事对

⁸ Miao, Yanliang, and Zhou Fan (2024). “The Trade-Finance Disconnect: Geopolitical Repricing and Its Consequences”. Floating Exchange Rates at Fifty (PIIE Conference Volume), edited by Douglas A. Irwin and Maurice Obstfeld, PIIE.

于海外投资者的关己性不足，难以触发认可与共鸣，因此代表“长钱”的主动外资仍未回流。海外地缘重估引发的资金再布局，也暂未出现明显流出美股的迹象。

全球资本再布局开启，“长钱”回流的潜力上升，最终取决于叙事和基本面的互动。我们认为“美国例外论”的打破与地缘重估叙事方向相对明确，全球资本再布局正在进行中。美股在叙事反转后面临风险溢价反弹和资金流出的压力在加大，部分外资“长钱”或正在进行配置再平衡，例如近期欧洲市场获得资金明显流入。但是技术创新与发展路径始终充满不确定性，技术外溢性使得垄断难以实现，先发优势也绝非发展的护城河。因此客观而言，未来中国AI发展进程，包括技术的领先与落后、应用落地兑现以及能否提升全要素生产率等科技叙事，均存在较大的不确定性。中国的叙事与基本面的互动是“长钱”能否回流的关键，我们提出中国科技叙事演绎的三阶段假设，对中国资产重估和资金流向进行展望：

1) 阶段1——叙事强化：假设情形是，中国AI产业发展乘胜追击，产业新催化层出不穷，即当前科技叙事不断强化的状态。**资产重估方面**，市场将以结构性修复行情为主，重估范围仅限于此前被低估的港股科技龙头，估值有望修复至和海外龙头对标的合理水平。我们编制的科技巨头指数当前动态市盈率17.4倍，历史纵向和全球横向对比均仍有修复空间。**资金流向方面**，个人投资者风险偏好率先提升，内资机构维持谨慎，重点配置有基本面支持的低估值港股科技龙头；外资的对冲基金率先流入交易波动机会，但long only资金回流意愿不足，因为历史上“长钱”回流中国的必要条件是国内经济好转和企业盈利改善。

2) 阶段2——叙事兑现：假设情形是，AI爆款应用不断落地，产业链各环节开始全面兑现业绩增长。**资产重估方面**，估值修复有望扩散至AI产业链和AI+应用行业，而且业绩增长同步消化科技板块的高估值，此时股价上涨或将经历估值驱动切换至业绩驱动。AI也将成为市场的核心主线并扩散至下游相关应用领域，A股和港股市场或呈现为成长股牛市。**资金流向方面**，若国内机构

投资者看到业绩兑现后转为乐观，积极做多AI产业链，权益仓位上升；long only资金有望部分回流中国，尤其是过去专注投资亚太市场、主要由于基本面原因流出的外资，可能率先回流中国市场；欧洲资金也有望部分回流，但量级或较为有限。

3)阶段3——叙事升级：假设情形是，若AI技术进步提升中国要素生产率，并叠加国内宏观政策配合，中国经济顺利转型，扭转低通胀预期；叠加海外地缘重估成为共识，一系列变化将升级为“东升西落”叙事星座。**资产重估方面**，该种情形之下中国资产或将实现全面重估，沪深300的股权风险溢价有望修复至4%左右（低于历史均值1倍标准差）的乐观水平。走出低通胀后，中国股票进入盈利和估值双重驱动的整体牛市，而AI产业的估值上限将被打开甚至出现估值泡沫。**资金流向方面**，个人和机构投资者全面乐观并贡献增量资金，外资态度大幅改善，开始重新回流中国至标配甚至超配状态，欧美“长钱”也开始全面回流。我们按两种方式估算，若外资占A股自由流通市值回升至2021年底9.5%的占比，当前在A股将有8000亿元左右的资金缺口；若按照主动外资对中国的配置回到标配（主动外资对中国配置占比提升1.23个百分点），在EPFR口径下将带来约450亿美元（EPFR口径下绝对值意义不大，并非全部主动外资）的资金，该水平将基本等同于2023年外资流出中国市场的总规模。

总结而言，全球地缘重估正在发生，若中国科技叙事朝着正面方向演绎将经历叙事强化、叙事兑现和叙事升级三个阶段。**从资产表现上**，分别对应当前结构行情与低估值科技龙头修复，下一步可能是业绩与估值双击的成长股牛市，最后可能是中国股票全面重估的整体牛市。**从全球资本再布局上**，分别对应当前对冲基金率先流入但“长钱”回流意愿不足，下一步可能专注亚太市场的“长钱”先回流以及少量欧洲资金回流，最后可能是欧美“长钱”全面回流并回到标配甚至超配状态。**需要提示的风险是叙事证伪情形**，AI产业发展不及预期且地缘风险再度上升，低通胀损伤企业盈利，可能再度出现市场估值回调和资金流出的负向循环。

政策需要抓住有利时机，周期性政策发力和中长期改革需要积极推进。我

们要强调的是，尽管当前有好的中国科技叙事和有利的全球地缘叙事，但是要进入第三阶段的乐观状态，不可避免的是还要扭转过去低通胀的悲观叙事。正如两会《政府工作报告》强调“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足”⁹，当前需要抓住信心提振的有利时机，积极加快周期性政策发力和推进中长期结构性改革。当前政策着力点可包括三个方面：**1) 房地产：**房地产仍然是“牛鼻子”，针对房企仍面临自身造血功能不足等问题，可能需要制定一揽子解决方案。除专项债收储外，还可考虑通过贴息等方式，解决住房收储价格过低、房地产企业不愿出售住房等问题，以财政与央行配合的方式完善激励机制。**2) 地方财政：**重点在于结合地方财政实际需求，允许地方在一般债与专项债配比额度、地方政府配套资金比例以及财政考核标准等方面灵活调整。最终提升地方政府财政资金使用效率，激发地方政府积极性。**3) 消费：**在储蓄率较高时刺激消费不会减少未来消费，反而让经济更接近“动态有效”，尤其是当前服务消费支持不足，消费结构仍有优化空间。中长期看，构建社会安全网、农民工市民化等举措既是结构性改革也是周期性刺激，是政策层面“低垂的果实”。

以上观点来自：2025年3月17日中金公司研究部已发布的《科技叙事、地缘重估与全球资本再布局》

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

⁹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm

专题聚焦

投资于人：供需发力，需求为上

2025年政府工作报告¹⁰（下称《报告》）首次提出“推动更多资金资源‘投资于人’，服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环”。在“关税壁垒增多”、“有效需求不足，特别是消费不振”的情况下，投资于人的这些措施提升未来的供给能力（人口和人力资本），增加当下的消费需求，既有利于长远的经济增长潜力，也针对短期需求疲弱的问题。

我们可以从人的“量”与“质”、宏观经济的“供”与“求”两个视角来探讨如何投资于人。有的“投资于人”的政策既提量也提质，既改善供给也提振需求，有的政策偏重于需求，有的则偏重于供给。我们从《报告》中找到多个“投资于人”的线索，主要是生育、教育、医疗、养老、灵活就业和新市民保障等。育儿补贴和普惠幼育主要有助于提高生育率，增加人的“量”。提高生育率短期来看提振需求，因为婴儿是典型的消费者。长期来看，提高生育率改善供给，因为生育率上升意味着未来的劳动力供给会增加。提升对中学与大学教育的支持力度（比如扩招）是供给端政策，也就是提升人的“质”。医疗补贴增加了可支配收入，有利于改善需求，而医疗下沉¹¹更接近于供给端政策；养老领域中提高基础养老金也有利于提振需求。灵活就业与转移人口保障方面，扩大失业、工伤、生育保险覆盖面将提振需求，而保障农民工随迁子女在常住地平等接受义务教育权利和开展大规模职业技能提升培训行动更多偏重于改善供给，提升人的“质”。

供需发力“投资于人”，无疑是一剂良方，但其提振当前总需求的力度还有待观察。我们的研究显示，中国投资于人的空间比较大，各地也已经发布了不同措施，未来还待加力。《报告》提出2025年城乡居民医保人均财政补助标准再提高30元，城乡居民基础养老金最低标准再提高20元/月，其他多数措施

¹⁰ <https://www.gov.cn/zhuanti/2025qglh/2025zfgzbgjd/index.htm>

¹¹ 原文表述为“促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局”，我们将其简称为医疗下沉，下同

的力度尚待公布。金融周期下半场调整叠加外部保护主义抬头，中国经济面临的主要问题是有效需求不足。从这个角度来看，“投资于人”的政策组合在需求端加力的必要性相对更大。因此，育儿补贴和推行免费学前教育、提升医疗补助、提高城乡基础养老金、扩大失业、工伤及生育保险的覆盖面等需求端政策，既增加相关群体的可支配收入，又降低其预防性储蓄动机，是当下结合民生与消费的关键抓手。



以上观点来自：2025年3月16日中金公司研究部已发布的《投资于人：供需发力，需求为上》

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

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.3.17 联合解读：中金3月数说资产
- 2025.3.17 中国宏观热点速评：政策支撑平稳开局，后续仍需继续发力——1-2月经济数据点评
- 2025.3.17 中国图说中国宏观周报：房地产修复的成色如何？
- 2025.3.18 中国宏观热点速评：从供给往需求倾斜——《提振消费专项行动方案》点评
- 2025.3.20 海外央行观察：美联储静待不确定性风暴
- 2025.3.20 宏观探市：特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值

策略及大宗商品

- 2025.3.17 港股策略专题：南向流入还有多少空间？
- 2025.3.17 主题策略：科技叙事、地缘重估与全球资本再布局
- 2025.3.17 大宗商品：数据观察：1-2月数据点评：消费呈现温和复苏
- 2025.3.17 工业金属：展望：重申看多有色、看空黑色
- 2025.3.19 海外策略专题：美股“泡沫”破裂了吗？——与互联网泡沫的对比
- 2025.3.20 海外策略：美联储何时能再降息？
- 2025.3.23 港股策略专题：中国资产重估到哪一步了？
- 2025.3.23 大宗商品：图说大宗：贸易政策不确定性提振海外金属表现

固定收益

- 2025.3.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.3.17 简评：地产仍是拖累项，政策有待发力，债牛未尽——2025年1-2月经济数据分析
- 2025.3.17 中国房地产债券月报：2月房地产债券月报：春节错位因素，销售同比增长
- 2025.3.17 简评：正帆科技转债投资价值分析
- 2025.3.17 信用债收益率跟踪周报：收益率短下长上，长端信用利差继续走扩
- 2025.3.18 简评：志邦转债投资价值分析
- 2025.3.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.3.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.3.21 中国可转债策略周报：简单均线看边际变化
- 2025.3.21 资产证券化分析周报：再看ABS的估值稳定性

行业

- 2025.3.17 公募洞察系列：券商及领先独立系机构表现亮眼——评2H24基金代销数据
- 2025.3.17 日常消费：生育补贴及消费政策推广预期强化，食品饮料板块投资价值凸显
- 2025.3.17 REITs：公募REITs周报（3.10-3.14）：市场平稳运行，消费与新发项目再获政策支持
- 2025.3.17 房地产：1-2月新房销售同比转负，投资端表现仍弱
- 2025.3.17 农业：政策提振消费，顺周期农业龙头弹性可期
- 2025.3.17 科技硬件：AI进化论（6）：破局与突围，企业级存储新纪元
- 2025.3.17 建筑与工程：1-2月固投：固投增速提升，重卡挖机销量快速增长
- 2025.3.17 可选消费：1-2月社零同增4.0%，消费政策有望推动需求回暖
- 2025.3.17 基础材料：1-2月：钢铁供给侧调控提振情绪，水泥盈利保持相对高位
- 2025.3.17 可选消费：数说消费3月刊：消费板块有望迎来新的提升空间
- 2025.3.17 煤炭：1-2月点评：供需宽松，煤价承压
- 2025.3.18 房地产：二手房市场发展规律及空间展望
- 2025.3.18 不动产与空间服务：周评#430：上周新房销售同比增幅继续收窄
- 2025.3.18 主题研究：光伏周谈 | 协鑫集成投资新势力、爱旭中标框架单，BC发展趋势延续
- 2025.3.18 公用事业：电力环保周报：1-2月火电出力低于预期；煤价阶段性企稳
- 2025.3.18 房地产：房地产中介行业市场规律及投资机会梳理
- 2025.3.18 公用事业：节能降碳系列举措（2）：首次设立绿证市场关键时间节点，强制高耗能行业消费绿电
- 2025.3.19 日常消费：休闲食品渠道观察系列4：爱折扣+爱零食折扣超市门店调研观察
- 2025.3.19 汽车及零部件：华为跟踪系列#6：车企共筑双赢模式；强产品周期和智能化共振
- 2025.3.19 建材：看好欧洲基建发力提振玻纤和国际工程订单需求
- 2025.3.20 机械：GTC2025（机器人篇）：底层&端侧开发，热潮涌现
- 2025.3.20 科技硬件：AI进化论（9）：中台智能化，赋能新引擎
- 2025.3.20 REITs：REITs新股系列研究（6）：南方顺丰仓储物流REIT
- 2025.3.20 不动产与空间服务：美国住宅市场：2025会出现周期转折吗？

- 2025.3.21 博彩及奢侈品：2025年2月全球瑞士表出口额同比下滑8.2%
- 2025.3.21 传媒互联网：1-2月电商月报：线上渗透率同比有所提升
- 2025.3.22 科技硬件：AI进化论（7）：新计算范式——曙“光”初现、前途有“量”
- 2025.3.22 科技硬件：AI进化论（8）：AI Agent：AI的L3时刻？
- 2025.3.23 传媒互联网：互联网周思考：进入新的投入周期
- 2025.3.23 传媒互联网：周报：3月游戏版号下发，关注港美股业绩
- 2025.3.23 农业：农业周报：饲料销量恢复增长，宠食出口稳增



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