

2025 年 3 月 8 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中

报告摘要

核心观点：

- ◆ 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”）。整体看，报告对于 2025 年宏观政策延续了 2024 年底中央经济工作会议基调，工作安排较为积极，目标赤字率创新高，整体符合市场预期。对于资本市场来说，自 2024 年 9 月底政策转向以来，市场对于 2025 年稳增长政策的乐观预期明显提升，已对本次政府工作报告内容进行了多轮政策博弈。我们认为本次报告或更多起到在稳定市场情绪并给出投资结构方向的作用。预计本轮中国科技股估值重塑方兴未艾，内需消费板块和人工智能自主可控有望成为市场中期主线，港股可依旧关注恒生科技指数。
- ◆ 海外，由于近期美国部分经济数据边际走弱，特朗普政府持续对外加征关税下后或将对美国经济造成持续的冲击，以及美国财政也或将收缩，美债收益率年初以来震荡下行，2 月下旬起美股、美债收益率、美元指数同步加速下跌，“美国衰退”叙事或正在逐渐被资金认同。与此同时，中国不断证明中国在本轮人工智能革命中处于世界领先水平，新一轮“东升西落”预期正在酝酿过程中。
- ◆ 但近期数据反馈，国内外资金对新一轮“东升西落”交易或仍在观望。国外资金，尽管“美国衰退”叙事下美元指数近期快速下跌，但人民币汇率显示全球汇市资金对于中国基本面或判断仍偏观望。
- ◆ 年初以来，虽然 A 股呈现震荡上行态势，国内资金对 A 股市场同样出现分歧。2024 年 9 月底政策转向后的 A 股行情中，融资资金和 ETF 资金同向，均趋势性流入。而年初以来，融资资金和 ETF 资

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符畅 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技》

中航策略周报：《阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”——科特估系列专题（四）》

中航策略周报：《中航证券首席经济学家董忠云：DeepSeek 引发中国科技股重估进行到哪个阶段了？——科特估系列专题（三）》

中航策略周报：《DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪》

中航策略周报：《大事不过年，只争朝夕，春节行情有望持续》

中航策略周报：《海外不确定因素阶段性落地，春节行情或已提前启动》

市场走势：

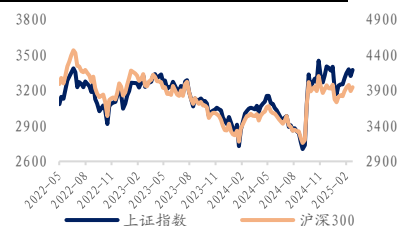
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

金持续呈现反向趋势。这或因为部分资金需要看到中国基本面趋势性改善，在确认之前先选择止盈。这与我们年度报告观点较为一致，即 2024 年 9 月底政策转向后，A 股快速拉升，但更多反映的是政策利好预期抬升下的提前拉升估值，2024 年底 A 股估值已超过近十年历史中位数水平，估值进一步提升或需等待盈利底较清晰之后。



- ◆ 本轮行情至今，挂钩主要指数的 ETF 全部净流出。统计挂钩同一指数 ETF 累计申赎净流出额占比该指数 ETF 总规模，结果显示科创 50、创业板指、恒生科技三个指数的 ETF 流出比例最高。从融资余额行业分布变化来看，自年初以来万得全 A 低点日（1 月 13 日）至 3 月 6 日，TMT 板块是融资资金主要流入的方向。
- ◆ 往后看，国内增量稳增长政策推出、经济数据的改善以及中国新的人工智能领域的突破等均有望成为驱动新一轮“东升西落”交易的催化。若全球资金形成一致预期，A 股、港股有望形成新一轮牛市。

投资建议：

- ◆ 海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.56%）、深证成指（2.19%）、沪深 300（1.39%）、科创 50（2.67%）、创业板指（1.61%）、中证 500（2.63%）、中证 1000（3.79%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 3.52%。分行业来看，申万一级行业中有有色金属、国防军工、计算机表现较强，分别上涨 7.08%、6.96%、6.74%；石油石化、综合、房地产表现较弱，分别下跌 1.49%、1.03%、0.91%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 17009.27 亿元，较上周减少 2906.41 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 19.06 倍，较上周上涨 1.63%。

正文：

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”）。整体看，报告对于 2025 年宏观政策延续了 2024 年底中央经济工作会议基调，工作安排较为积极，目标赤字率创新高，整体符合市场预期。其中，对于 2025 年发展主要预期目标主要包括 GDP 增长 5%左右，CPI 增速 2%左右等。报告提出实施更加积极的财政政策，明确了赤字率拟按 4%左右安排；实施适度宽松的货币政策，维持了适时降准降息的表述。对于资本市场来说，自 2024 年 9 月底政策转向以来，市场对于 2025 年稳增长政策的乐观预期明显提升，已对本次政府工作报告内容进行了多轮政策博弈。我们认为本次报告或更多起到在稳定市场情绪并给出投资结构方向的作用。

大势方向上，当前外部不确定性延续，处于内外部政策角力关键期，近日市场量能有所回落，观望情绪有所增加。本次报告提出，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等，体现了政府对经济稳增长的紧迫感和决心，有助于提振社会信心，改善市场预期。

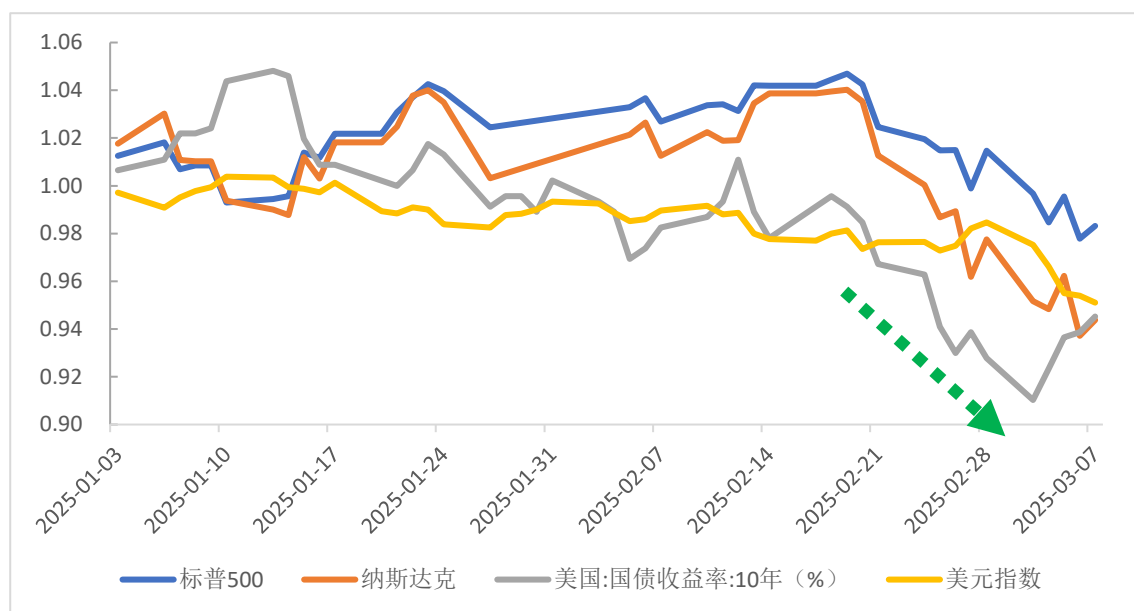
中期来看，参考历史数据，我国每年的广义赤字率与年初政府制定的赤字率目标具有较强的相关性。同时，财政扩张往往能够带动经济增长，从而对股市有较强的提振效应。回顾过去，万得全 A 指数年度走势与广义赤字规模变化较为一致。2025 年赤字率拟按 4.0%左右安排，创历史新高，预计广义赤字规模将明显扩张，2025 年 A 股或将迎来盈利底，A 股中枢有望较 2024 年抬升。

短期来看，回顾 2013-2024 两会前后市场平均表现，以 7 个自然日为一个最小观察区间。两会期间万得全 A 和恒生指数均有所调整。两会后 28 个自然日，万得全 A 和恒生指数均震荡上行。中位数看，恒生指数表现好于万得全 A，恒生科技指数涨幅显著。A 股风格较为均衡，板块呈现轮动态势。预计本次两会后，市场情绪有望恢复，3 月 A 股、港股或将震荡上行。

结构上，全方位扩大国内需求和因地制宜发展新质生产力被列为 2025 年前两大工作任务，与中央经济工作会议一致，而报告对于消费、民生和科技自立自强的重要性被进一步强调。消费、民生方面，报告提出，加快补上内需特别是消费短板,实施提振消费专项行动，紧扣国家发展战略和民生需求。财政支出结构上，报告也指出要更加注重惠民生、促销费、增后劲。科技自立自强方面，科教兴国再次被列入工作任务之中（第三位），推进高水平科技自立自强，有望助力中国在本轮人工智能产业革命中持续突破。预计本轮中国科技股估值重塑方兴未艾，内需消费板块和人工智能自主可控有望成为市场中期主线，港股可依旧关注恒生科技指数。

海外，由于近期美国部分经济数据边际走弱，特朗普政府持续对外加征关税下后或将对美国经济造成持续的冲击，以及美国财政也或将收缩，美债收益率年初以来震荡下行，2 月下旬起美股、美债收益率、美元指数同步加速下跌，“美国衰退”叙事或正在逐渐被资金认同。

图1 2月下旬起美股、美债收益率、美元指数同步加速下跌

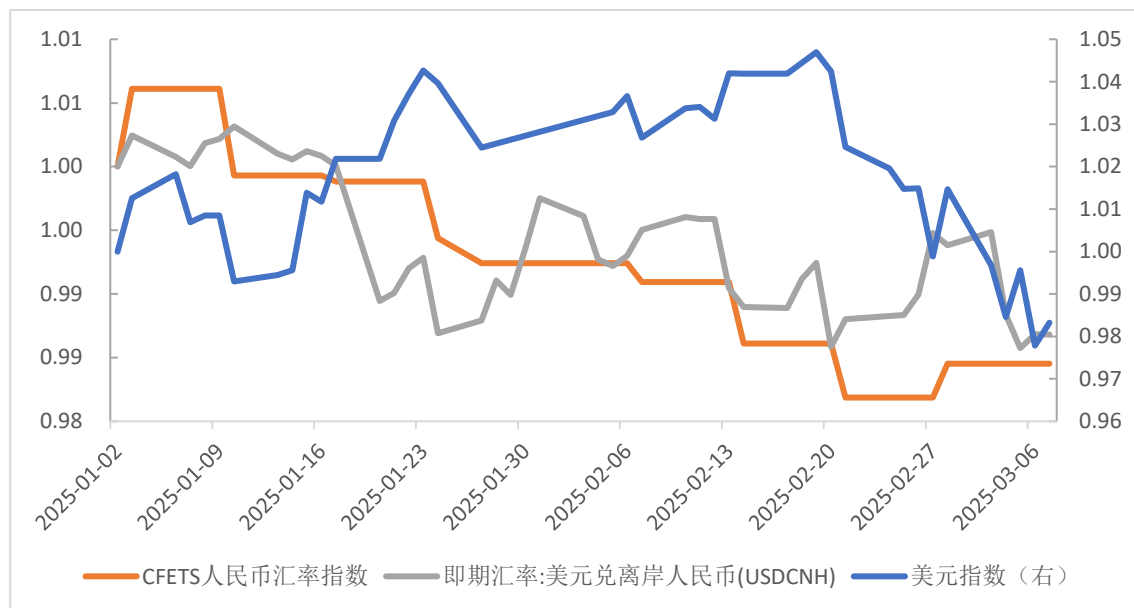


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：时间区间 1 月 2 日至 3 月 7 日；指标数据均标准化处理，1 月 2 日数据为 1.00）

与此同时，中国不断证明中国在本轮人工智能革命中处于世界领先水平，新一轮“东升西落”预期正在酝酿过程中，若全球资金形成一致预期，A 股、港股有望形成新一轮牛市。

但近期数据反馈，国内外资金对新一轮“东升西落”交易或仍在观望。国外资金，尽管“美国衰退”叙事下美元指数近期快速下跌，但人民币汇率显示全球汇市资金对于中国基本面判断或仍偏观望。

图2 年初至今，美元、人民币均一定程度贬值



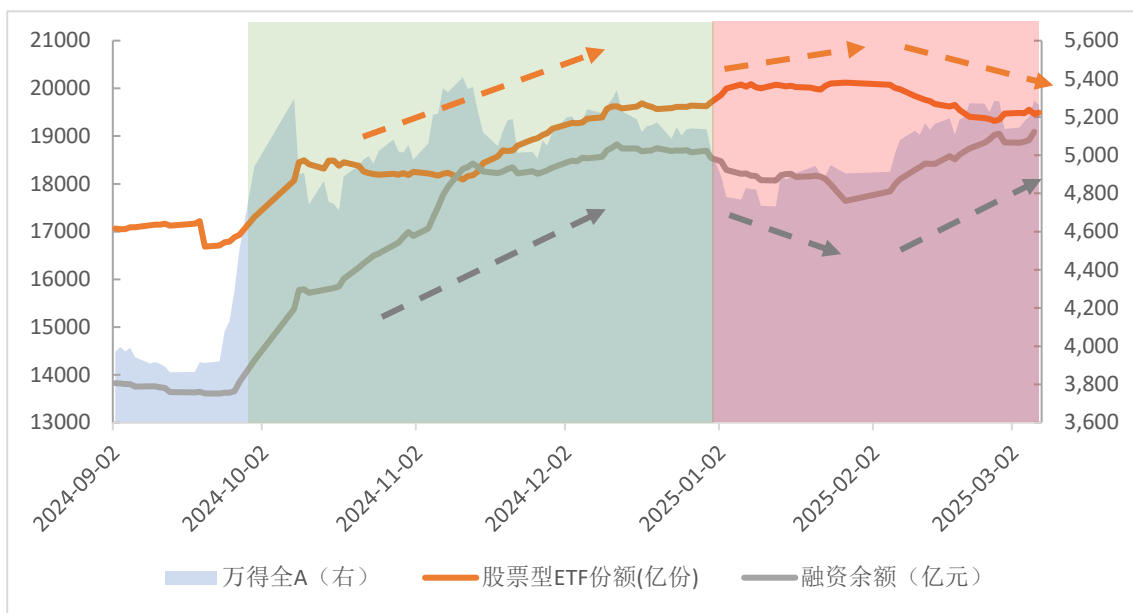
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：时间区间 1 月 2 日至 3 月 7 日；指标数据均标准化处理，1 月 2 日数据为 1.00）

年初以来，虽然 A 股呈现震荡上行态势，国内资金对 A 股市场同样出现分歧。2024 年 9 月底政策转向后的 A 股行情中，融资资金和 ETF 资金同向，均趋势性流入。而年初以来，融资资金和 ETF 资金持续呈现反向趋势。这或因为部分资金需要看到中国基本面趋势性改善，在确认之前先选择止盈。这与我们年度报告观点较为一致，即 2024 年 924、926 两大会议政策转向后，A 股快速拉升，但更多反映的是政策利好预期抬升下的提前拉升估值，2024 年底 A 股估值已超过近十年历史中位数水平，A 股估值进一步提升或需等待盈利底较清晰之后。

9 月底后行情背景是资金全面关注政策，而 11 月起 A 股进入业绩真空期，市场对于基本面的关注度进一步下降。本轮新一波行情自 1 月 13 日开始，在中央经济工作会议“实施更加积极有为的宏观政策”等积极定调下，市场对国内宏观政策预期相对稳定，同时年初部分经济数据如社融“开门红”反映此前政策已经见效。在此背景下，A 股市场风险偏好因新一轮科技产业趋势浮现而修复，同时政策高度支持，产业景气度预期上升。

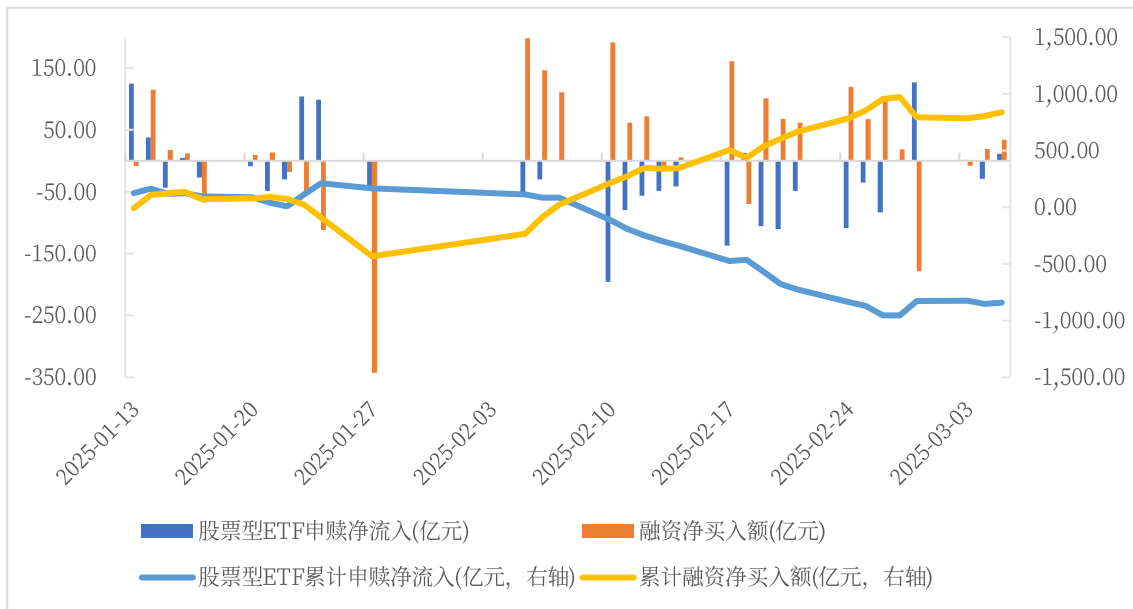
但资金面出现了 ETF 资金与融资资金背离。截至 3 月 5 日，累计融资净买入额达 838.39 亿元，但股票型 ETF 累计申赎净流出 842.70 亿元。其中 32 个交易日里，二者出现背离的数量为 23 个交易日，占比 71.88%。

图3 本轮行情 ETF 资金流向与融资背离



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：时间区间为2024年9月1日至2025年3月6日，绿色阴影区间融资资金与ETF资金整体上同向流入，红色阴影区间融资资金与ETF资金呈现反向趋势）

图4 本轮行情 ETF 资金流向与融资背离

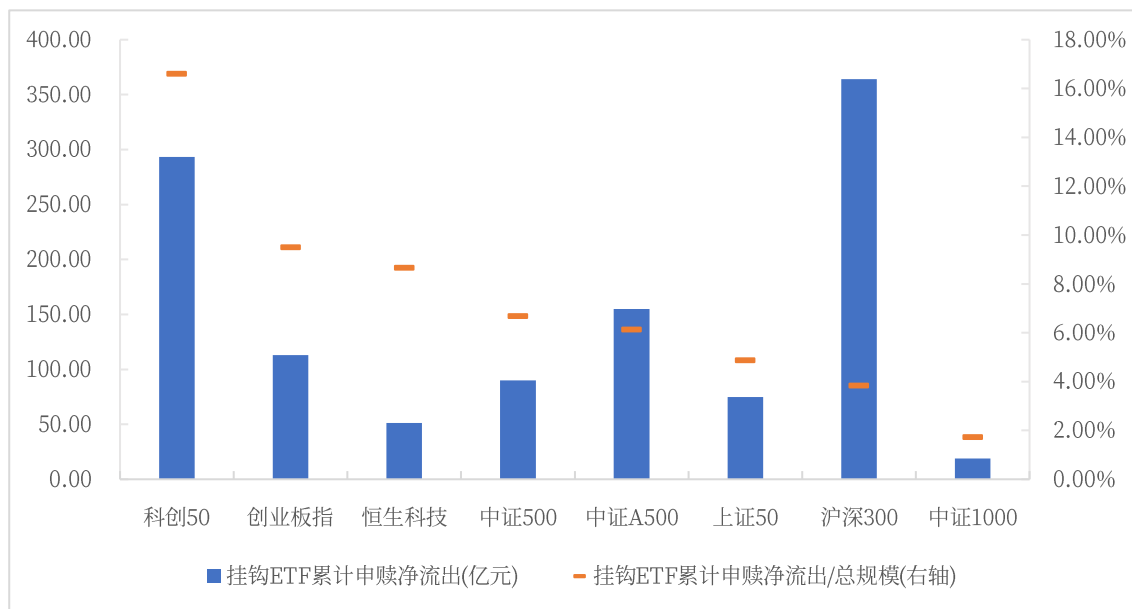


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：累计区间为1月13日至3月5日）

本轮行情至今，挂钩主要指数的ETF全部净流出。统计挂钩同一指数ETF累计申赎净流出额占比该指数ETF总规模，结果显示科创50、创业板指、恒生科技三个指数的ETF流出比例最高。我们选取了8个市场主要指数，1月13日至3月5日，挂钩科创50、创业板指、恒生科技三个指数的ETF累计申赎净流出占比挂钩ETF总规模的16.61%、9.50%、8.66%，但

在此期间涨幅高达 14.01%、10.89%、35.14%，显示本轮被动管理获利后多选择落袋为安，赎回资金。八只指数中，挂钩沪深 300 的 ETF 累计申赎净流出金额最大，则是由于其资产净值规模最大。

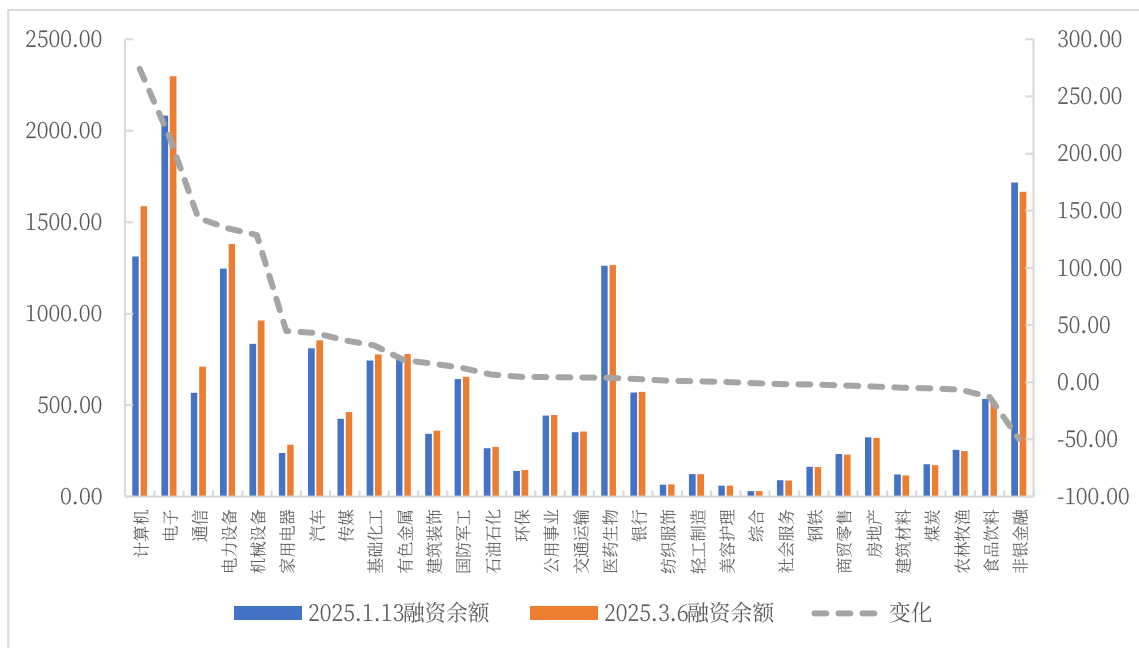
图5 本轮行情主要指数 ETF 全部净流出



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：累计区间为 1 月 13 日至 3 月 5 日）

从融资余额行业分布变化来看，自年初以来万得全 A 低点日（1 月 13 日）至 3 月 6 日，TMT 板块是融资资金主要流入的方向。截至 3 月 6 日，相较于万得全 A 低点日，31 个申万一级行业中，融资余额提升较多的前三大行业为计算机、电子、通信，分别较 1 月 13 日融资余额增加 274.20 亿元、215.31 亿元、143.75 亿元。从融资余额行业分布较行业自由流通市值占比超配比例来看，融资余额前三大超配行业为非银金融、计算机、电子，分别超配 3.02pct、2.02pct、0.84pct。银行、食品饮料、家用电器为前三大低配行业，分别低配 4.01pct、2.14pct、0.95pct。

图6 年初万得全 A 低点以来融资余额行业分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

表 1 融资余额行业超配情况（单位：亿元）

	融资余额行业配置比例	行业流通市值占比	融资超配比例 (pct)
非银金融	9.28%	6.26%	3.02
计算机	8.83%	6.81%	2.02
电子	12.79%	11.95%	0.84
国防军工	3.64%	2.81%	0.84
通信	3.96%	3.22%	0.74
有色金属	4.34%	3.75%	0.59
房地产	1.78%	1.31%	0.47
传媒	2.57%	2.15%	0.42
石油石化	1.51%	1.18%	0.33
建筑装饰	2.00%	1.80%	0.20
商贸零售	1.28%	1.09%	0.19
基础化工	4.32%	4.14%	0.19
钢铁	0.89%	0.84%	0.06
农林牧渔	1.38%	1.35%	0.03
美容护理	0.33%	0.31%	0.02
综合	0.16%	0.15%	0.01
汽车	4.75%	4.79%	-0.04
煤炭	0.96%	1.01%	-0.05
环保	0.81%	0.88%	-0.08
电力设备	7.68%	7.79%	-0.11
社会服务	0.49%	0.61%	-0.12
建筑材料	0.64%	0.78%	-0.13
医药生物	7.04%	7.26%	-0.22
轻工制造	0.68%	0.92%	-0.23
纺织服饰	0.37%	0.61%	-0.24
机械设备	5.36%	5.76%	-0.40
公用事业	2.49%	3.04%	-0.55
交通运输	1.98%	2.66%	-0.68
家用电器	1.58%	2.53%	-0.95
食品饮料	2.90%	5.04%	-2.14
银行	3.18%	7.19%	-4.01

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 3 月 6 日）

往后看，国内增量稳增长政策推出、经济数据的改善以及中国新的人工智能领域的突破等
 均有望成为驱动新一轮“东升西落”交易的催化。若全球资金形成一致预期，A 股、港股有望
 形成新一轮牛市。

投资建议：

海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重
 估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重
 塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年
 前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传 真：010-59562637