

➤ **美国发起的科技议题正在退潮，全球投资者寻找新亮点。** 2023年后美国企业和政府部门大幅增加信息技术资本开支，在美国经济增长较强的背景下，部分投资者认为美国只要通加大过科技领域的投资与发展，就可以实现持续的经济繁荣。美国发起的泛人工智能议题，成为了全球资本市场过去2年定价的焦点。随着特朗普在财政与移民领域政策的转向，美国近期也接连出现经济走弱的迹象。通过科技投资形成正循环的共识正在被挑战，现在美国可能进入了2000年初科网泡沫期：大量新兴领域基础设施投入占比上升，但应用侧正向循环未开启，需要时间的等待与沉淀。正因如此，全球投资者的关注点也从美国和信息技术向其他领域转移，中国顺周期资产的上涨并非仅仅是内部的高低切换，沪深300与欧洲股市的相关性正在上升，全球投资者开始往美国与科技议题之外寻找新亮点。

➤ **中国亮点：消费侧的变化。** 2021年中以来的地产需求回落带来的负向财富效应压制了居民的消费意愿。不过自2024年四季度以来，对传统消费形成制约的因素正在得到缓解：房地产销售情况有所改善，成交面积同比增速与二手房价格指数同比增速均有回升；同时居民端对收入和就业预期趋于乐观，带动消费者信心出现回暖信号；政策面也明确提出要“稳定楼市股市”、“释放财富效应，更好地提振消费”，相关促销费政策也在进一步加码。值得注意的是，目前政策端开始关注生育补贴、“反内卷”等长效机制的改革。这些长效机制的改变可能会对未来较长时期国内消费者结构、消费场景的转变产生深远影响。与此同时，微观上看中国资产中消费领域有更多适应新业态的上市公司正在走出：过去3年国内消费类上市公司商业模式的更新迭代与宏观消费结构的变化之间有脱节，消费公司收入增速持续跑输社零。不过，目前这一情况正在发生好转，A股和港股消费股中营收增速跑赢社零增速的上市公司占比近期都有一定程度的上升。

➤ **全球的亮点：金融与科技国向下，制造国向上。** 美国经济数据出现走弱的迹象后，市场对美联储降息预期渐强，美元指数出现回落。当美元走弱的时候，往往会出现新兴经济体的经济增速相对于美国经济增速扩张更快的现象，且大宗商品价格与标普500指数比值和美国与中低收入国家经济增速差之间存在较强的负相关性；同期，大宗商品的相对价格也更受到欧洲等非美发达经济体的正向影响。当全球金融国+科技国的经济回落，而制造国或开始修复，且美国未来政策也在重新发展制造业，实物资产的价格中枢或将系统上移。本周全球政治的一个重大边际变化是普京原则上同意与乌克兰停火协议。虽然俄乌冲突停火前景逐步明朗，但是俄罗斯与欧洲、欧洲与美国之间的地缘政治格局在冲突结束后却很可能不会恢复到2022年以前的状态。在过去十年中，美国在北约所有国家的国防开支占比持续维持在60%以上。如果欧洲想在未来的地缘政治格局中更好的维护自身利益，通过财政扩张以增加国防开支将较为重要，俄乌冲突结束并不会阻碍欧洲政府部门扩表的步伐。若之后战后重建开启，在冲突期间保持相对中立、同时拥有较强海外基建能力的中国将会更为受益。

➤ **A股的变化不止于高低切，而是全球新的投资议题：**当金融科技国向下，全球投资新议题正在孕育：第一，过去抑制因素逐步缓解、政策支持力度加强且更为关注长效机制改革的顺周期消费板块（食品、乳制品、啤酒、彩妆、成衣制造、旅游等）。第二，金融+科技国向下，制造国修复，有色金属（铜、铝、黄金、小金属）将优先展现弹性，原油底部正在探明，关注油气和下游化工。第三，需求侧受益于中欧两大经济体财政扩张的资本品有望迎来顺风（工程机械、钢铁、自动化设备等）。第四，金融板要从红利切向顺周期（银行、保险）。

➤ **风险提示：**国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 纪博文

执业证书：S0100524080003

邮箱：jibowen@mszq.com

相关研究

- 1.A股策略周报 20250309：三月转换：新的变化-2025/03/09
- 2.市场温度计系列之二十二：个人再占主导，机构情绪仍偏弱-2025/03/08
- 3.2025年2月行业信息跟踪月报：2月除地产投资外的领域亮点增多-2025/03/07
- 4.资金跟踪系列之一百五十八：个人买入力度放缓，北上再度净流出-2025/03/03
- 5.A股策略周报 20250302：“3月转换”拉开帷幕-2025/03/02

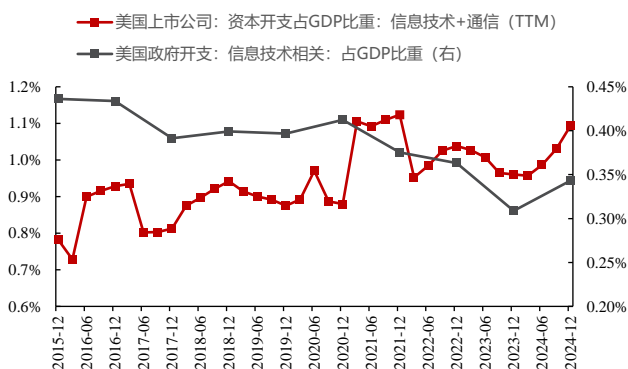
目录

1 美国例外论叙事打破，投资者寻找新亮点.....	3
2 中国亮点：消费侧的变化.....	5
3 全球的亮点：金融科技国向下，制造国向上.....	7
4 全球的新议题，不只是高低切换.....	10
5 风险提示.....	11
插图目录.....	12

1 美国例外论叙事打破，投资者寻找新亮点

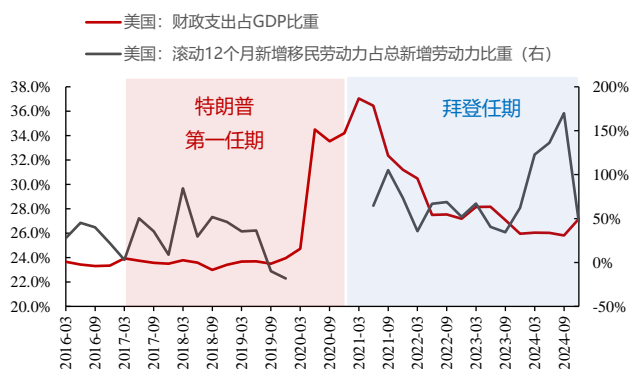
2023 年以来，美国在高利率环境下的经济增速仍大幅高于其他发达经济体，且股票市场回报从全球来看也位居前列；与此同时，在人工智能技术发展的推动下，美国私人部门和政府部门都明显增加了在信息技术领域的投资力度。此前美国经济的较快增长与信息技术领域投资力度的上升共同导致了“美国例外论”的出现：即通过对先进科技领域的投资，美国可以实现持续的经济繁荣。然而，“美国例外论”的叙事中很可能忽视了政府财政支出和移民对美国经济的贡献：在拜登政府任期内，美国联邦政府财政支出占 GDP 比重的平均水平由特朗普第一任期内的 25.5% 上升至 29.0%；同时，全球公共卫生事件后，海外移民对美国新增劳动力的平均贡献水平约 75%，显著高于此前 30% 的平均水平。

图1：2024 年美国私人部门和政府部门都明显加大对信息技术领域的投资力度



资料来源：wind, Statista, 民生证券研究院

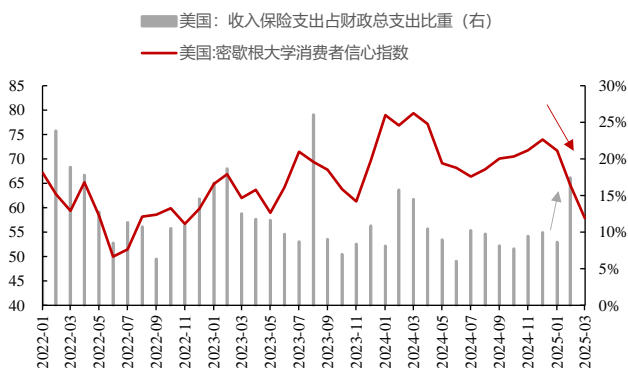
图2：拜登任期内，财政支出占 GDP 比重、移民对就业贡献度相比特朗普第一任期有较大提升



资料来源：wind, BLS, 民生证券研究院。注：2020.03-2021.03 美国滚动 12 个月新增劳动力为负

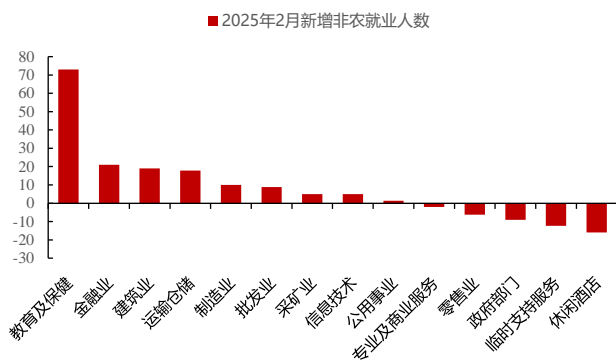
随着近期美国经济走弱，美国例外论的叙事也正在被打破。表明美国经济走弱的信号在本周继续出现：一方面，美国密歇根大学统计的消费者信心指数已接近过去三年来的最低水平；另一方面，2 月美国联邦政府支出的累计同比增速开始放缓，但是收入保险项目（其中包括失业保险）支出却大幅增长，这和此前美国劳工统计局公布的失业率上升形成呼应。结构上看，当前美国劳动力市场压力最大的部门在于政府部门和低端服务业，是美国 2 月新增非农就业人员下降最多的领域，采矿业、制造业部门的新增就业情况则相对较好。这表美国政府在财政和移民两大关键领域转向、且关税等诸多政策领域存在较大不确定性的情况下，仅仅依靠信息技术领域的投资并不足以带动美国经济持续繁荣。相反，参考我们此前周报，当前美国在信息与数据基础设施的投资已经看齐了科网泡沫鼎盛时期的 2000 年初，在 21 世纪初，恰好是由于缺乏应用侧的变现而导致了投资回落的时期；当下各巨头的资本开支占现金流的比例已经历史高位，缺乏应用侧支撑情况下，在经济回落期投资的瓶颈或将出现。

图3：近期美国消费者信心走弱，同时美国联邦政府收入保险支出占比上升



资料来源：wind, Bloomberg, 民生证券研究院

图4：美国就业受损较为严重的部门集中在政府及低端消费领域

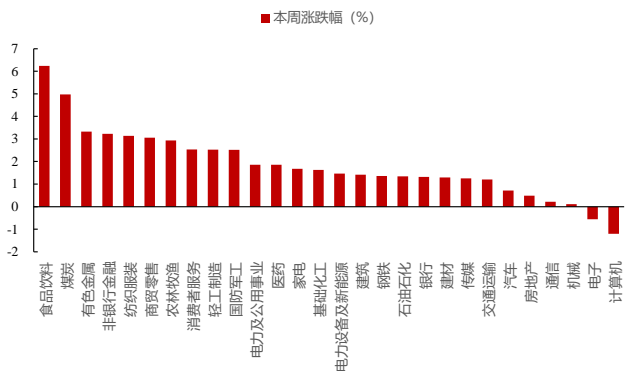


资料来源：wind, 民生证券研究院

在美国例外论叙事被打破后，投资者的选择是寻找美国和科技之外的新亮点。

从 A 股市场来看，本周与信息技术关联较强的计算机、电子、通信行业在所有行业涨跌幅中排名靠后，涨幅居前的行业则集中在消费和上游资源相关领域。此外，随着 3 月份以来表明美国经济走弱的信号持续出现，投资者的关注点也逐步转向非美市场：3 月以来，A 股和美股涨跌幅滚动 60 日相关系数转负并下降至过去 1 年中的低位；而 A 股和欧股市场的滚动 60 日涨跌幅相关系数则出现了明显的上升。

图5：本周 A 股市场信息技术相关行业跌幅居前



资料来源：wind, 民生证券研究院

图6：3 月以来，A 股涨跌幅与美股相关性下降，和欧股市场的相关性上升

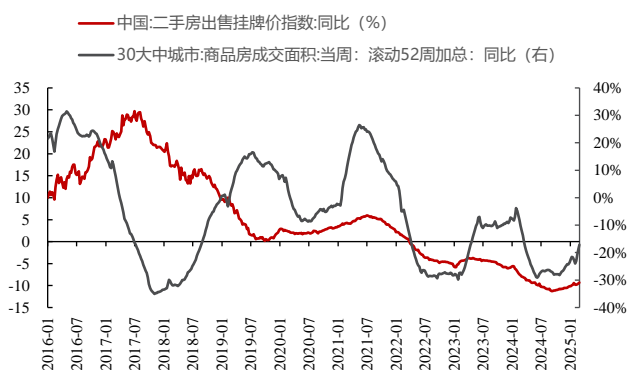


资料来源：wind, 民生证券研究院

2 中国亮点：消费侧的变化

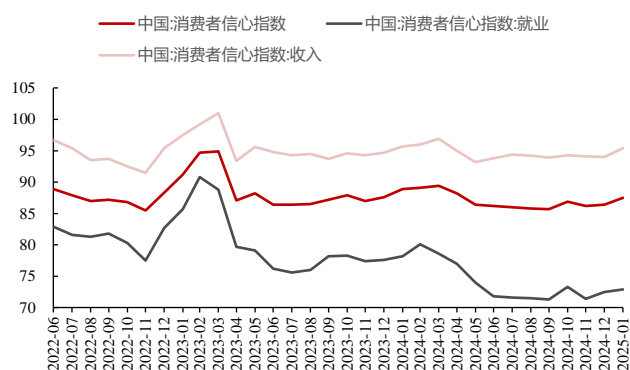
自 2021 年年中地产需求收缩以来，经济增长引擎由房地产驱动逐步向制造业驱动转移，一方面推动了国内经济脱虚向实的转型；另一方面则逐渐改变了国内资产负债表扩张的主体，负向财富效应一定程度上压制了消费意愿。不过自 2024 年四季度以来，上述对传统消费形成制约的因素正在得到缓解。政策层面上，中央经济会议中首次提出要“扩大国内需求，稳住楼市股市”，今年的政府工作报告中进一步明确“要打破消费是慢变量的常规思路”，“通过稳住楼市股市等资产价格，释放财富效应，更好地提振消费”。从市场变化来看：2024 年四季度以来房地产销售情况有所改善，成交面积同比增速与二手房价格指数同比增速均有回升；同时居民端对收入和就业预期趋于乐观，带动消费者信心出现回暖信号。

图7：2024Q4 以来，国内地产销售面积及房地产价格的下行速度有所放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

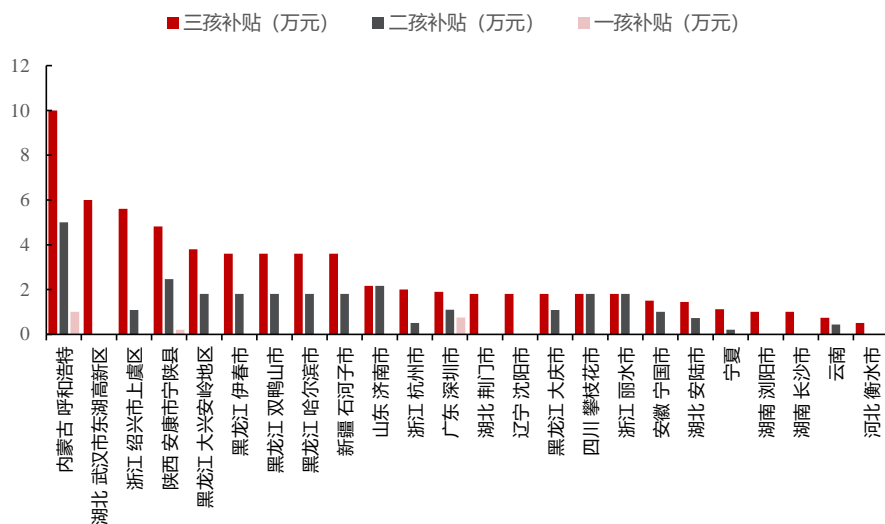
图8：同时消费者在收入和就业领域的信心也在修复中



资料来源：wind，民生证券研究院

生育补贴、“反内卷”等对长效机制的改革措施成为政策关注的重点，是当前消费领域需要重视的边际变化。3月5日公布的政府工作报告中明确指要“制定促进生育政策，发放育儿补贴”，之后内蒙古呼和浩特市卫健委在本周四发文落实生育补贴政策，不仅补贴范围扩大至一孩，且补贴标准相较于已经落地生育补贴政策的省市力度明显更大。此外，在两会提出要反对“内卷式”竞争之后，以联想为代表的诸多大型厂商通过官方公众号等媒介发布公告，表达自身“反内卷”的态度。这些长效机制的改变可能会对未来较长时间国内消费者结构、消费场景的转变产生深远影响。

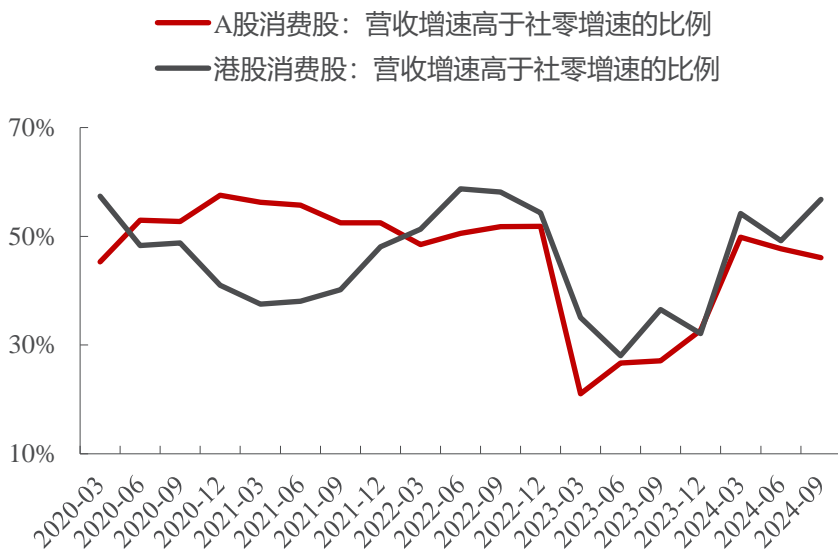
图9：当前国内已有多个省市执行生育补贴政策



资料来源：各地方政府官网，民生证券研究院

与此同时，中国资产中消费领域有更多适应新业态的上市公司正在走出来。A股消费股过去几年中表现较为“沉寂”，其中一个重要原因是宏观上的社会零售总额同比增速反映不到消费类上市公司的营收增速上，可能的原因在于国内消费类上市公司商业模式的更新迭代与宏观消费结构的变化之间有脱节。不过，目前这一情况正在发生好转，A股和港股消费股中营收增速跑赢社零增速的上市公司占比近期都有一定程度的上升，表明能够适应消费新业态的上市公司正在出现。

图10：消费股营收增速跑不赢社零增速的情况在A股和港股市场均有好转，港股最为明显

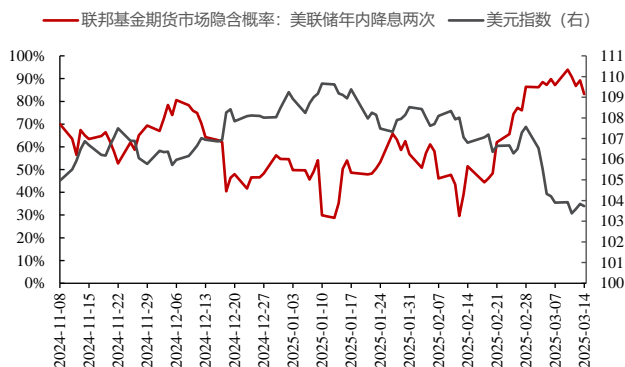


资料来源：wind，民生证券研究院

3 全球的亮点：金融科技国向下，制造国向上

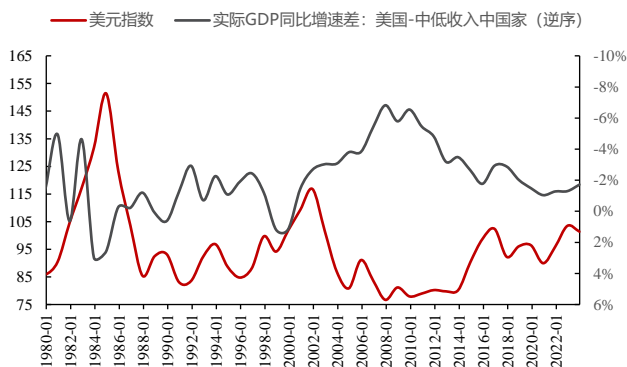
在近期美国经济数据出现走弱的迹象后，投资者大幅提高美联储年内降息两次的预测概率，同时美元指数也有明显的回落。从过往的经验来看，当美元走弱的时候，往往会出现新兴经济体的经济增速相对于美国经济增速扩张更快的现象。有趣的是，从 1980 年以来的经验来看，大宗商品价格与标普 500 指数比值和美国与中低收入国家经济增速差之间存在较强的负相关性。我们认为这一市场特征背后的深层次逻辑在于：**全球制造业增加值占 GDP 比重呈现出美国低于欧洲、欧洲低于新兴经济体的特征；在美元走弱带来非美经济体产出增长的时期，同时美国未来的政策也在更多鼓励制造业再投资时，全球单位产出对应的实物消耗上升，由此驱动商品价格与股票市场价格的回归。**

图11：2月下旬以来投资者预期美联储年内降息两次的概率上升，美元指数回落



资料来源：wind, CME, 民生证券研究院

图12：长期来看，在美元指数走弱时期，新兴经济体相对美国的经济增长速度加快



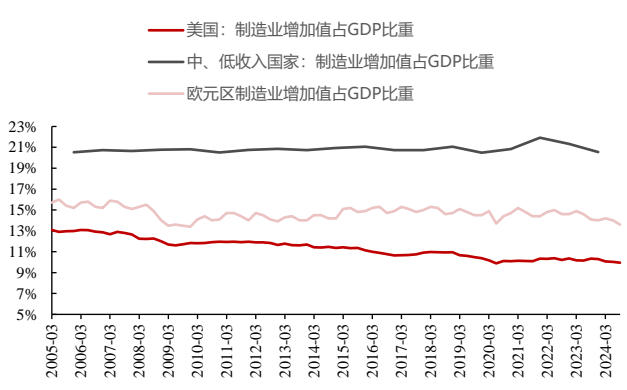
资料来源：世界银行, 民生证券研究院

图13：大宗商品/标普 500 和美国与中低收入国家经济增速差之间存在较强的负相关性



资料来源：世界银行, Bloomberg, 民生证券研究院

图14：制造业增加值占 GDP 比重来看，美国 < 欧洲 < 新兴经济体



资料来源：世界银行, BEA, 欧盟统计局, 民生证券研究院

本周全球政治方面出现的一个重大边际变化是俄罗斯总统普京表示原则上同意与乌克兰停火的协议。在过去一年中，俄罗斯在结束俄乌冲突的态度上经历了一系列的转变：在 2024 年 8 月乌克兰开始进攻库尔斯克后，俄罗斯的态度是完全不考虑谈判；在 2025 年 1 月特朗普二次就任美国总统、并表示要推进解决俄乌冲突后，俄罗斯方面也表示愿意通过谈判的方式结束俄乌冲突；而本周四则是俄罗斯首次就具体的停火协议表示原则上的同意。**目前俄罗斯态度的转变，表明俄乌冲突将逐步走向结束的格局正在变得明朗。**

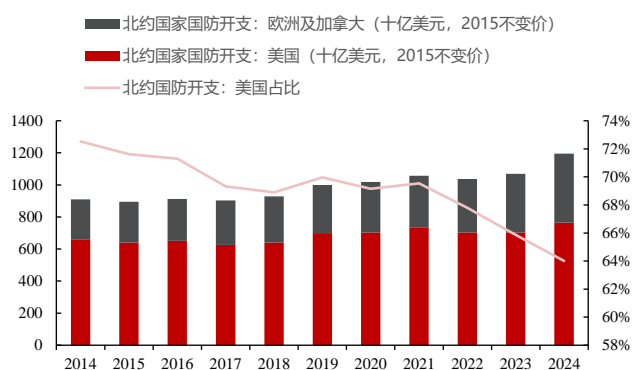
虽然俄乌冲突停火前景逐步明朗，但是俄罗斯与欧洲、欧洲与美国之间的地缘政治格局在冲突结束后却很可能不会恢复到 2022 年以前的状态。在特朗普上台后，欧洲与其北约盟友美国之间的裂隙正在显现：特朗普方面并不愿意在俄乌冲突中继续全力支持欧洲，双方的利益存在矛盾。而在过去十年中，美国在北约所有国家的国防开支占比持续维持在 60% 以上。**在欧洲和美国之间的利益出现分歧的背景下，如果欧洲想在未来的地缘政治格局中更好的维护自身利益，通过财政扩张以增加国防开支将较为重要，俄乌冲突走向结束并不会阻碍欧洲政府部门扩表的步伐。**

图15：过去一年俄罗斯在结束俄乌冲突的态度转变：不会谈判→愿意谈判解决→原则上愿意接受停火

日期	发言人	俄方态度
2024-06-25	拉夫罗夫	俄罗斯不会就乌克兰问题与任何一方“私下谈判”
2024-09-10	绍伊古	在将乌军从库尔斯克州逐出之前，俄罗斯不会与基辅进行任何谈判。
2025-01-25	普京	普京表示愿就乌克兰问题谈判但阻力尚存
2025-02-12	普京	美俄领导人通话同意谈判结束俄乌冲突
2025-03-13	普京	普京表示俄罗斯方面原则上同意停火协议

资料来源：参考消息，中国青年网，民生证券研究院

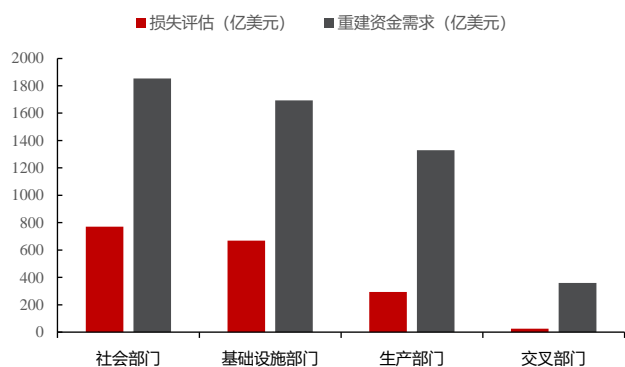
图16：过去十年中，北约国防开支中美国占比均在 60% 以上



资料来源：NATO，民生证券研究院

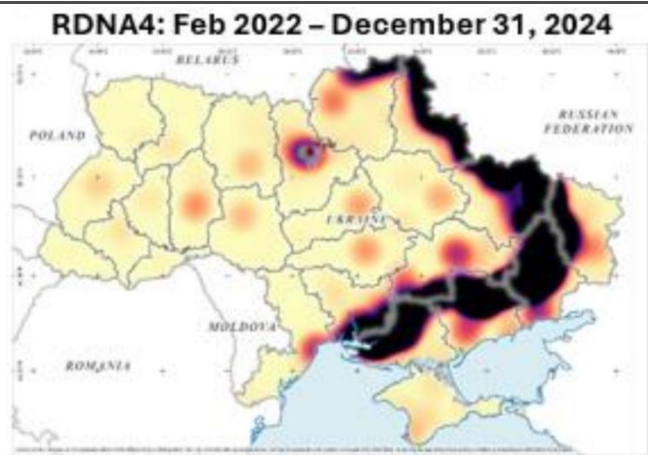
在俄乌停火之后，重建需求的出现可能对中国更为有利。根据联合国发布的报告，截至 2024 年 12 月，俄乌冲突对乌克兰方面造成的损失约 1760 亿美元，相应的重建需求则达到 5240 亿美元，其中涉及住房、医疗的社会领域重建需求约 1850 亿美元，基础设施重建需求约 1700 亿美元，生产活动相关重建需求约 1330 亿美元。不过值得注意的是，联合国报告中显示的受损最为严重的地区主要集中在此前已公投入俄的乌东四州（卢甘斯克、顿涅茨克、扎波罗热、赫尔松）。如果最终是以俄乌双方在当前控制区为基础设立缓冲带的方式结束冲突的话，那么俄罗斯和乌克兰双方都会在战后存在重建需求。在俄乌冲突中始终保持相对中立态度、同时拥有较强海外基建能力的中国可能会在冲突后重建过程中更为受益

图17：联合国估算的乌克兰重建资金需求约 5240 亿美元



资料来源：联合国，民生证券研究院

图18：俄乌冲突中受损最严重的地区主要集中于公投入俄的乌东四州



资料来源：联合国，民生证券研究院

4 全球的新议题，不只是高低切换

随着美国经济走弱的信号频频出现，基于信息技术投资带动美国经济持续繁荣的美国例外论正在被打破，投资者的关注点也从美国和 AI 向其他领域转移，去寻找新的亮点。我们的配置推荐如下：

第一，过去抑制因素逐步缓解、政策支持力度加强且更为关注长效机制改革的**顺周期消费板块（食品、乳制品、啤酒、彩妆、成衣制造、旅游等）**。

第二，受益于全球制造业活动趋势性回升，商品相对股票趋势性跑赢，**有色金属（铜、铝、黄金）**将优先展现弹性，部分受益于欧洲国防支出增加的小金属（**钴、镍、锆等**）也将迎来机遇，**油价底部**将逐步探明，关注**原油和下游化工股票**。

第三，需求侧受益于中欧两大经济体财政扩张的资本品有望迎来顺风（**工程机械、钢铁、自动化设备、锂电设备等**）。

第四，金融板块低估值资产（**银行、保险**）。

5 风险提示

1) **国内经济修复不及预期。**如果后续国内经济数据修复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。

2) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。

插图目录

图 1: 2024 年美国私人部门和政府部门都明显加大对信息技术领域的投资力度	3
图 2: 拜登任期内, 财政支出占 GDP 比重、移民对就业贡献度相比特朗普第一任期有较大提升	3
图 3: 近期美国消费者信心走弱, 同时美国联邦政府收入保险支出占比上升	4
图 4: 美国就业受损较为严重的部门集中在政府及低端消费领域	4
图 5: 本周 A 股市场信息技术相关行业跌幅居前	4
图 6: 3 月以来, A 股涨跌幅与美股相关性下降, 和欧股市场的相关性上升	4
图 7: 2024Q4 以来, 国内地产销售面积及房地产价格的下行速度有所放缓	5
图 8: 同时消费者在收入和就业领域的信心也在修复中	5
图 9: 当前国内已有多个省市执行生育补贴政策	6
图 10: 消费股营收增速跑不赢社零增速的情况在 A 股和港股市场均有好转, 港股最为明显	6
图 11: 2 月下旬以来投资者预期美联储年内降息两次的概率上升, 美元指数回落	7
图 12: 长期来看, 在美元指数走弱时期, 新兴经济体相对美国的经济增长速度加快	7
图 13: 大宗商品/标普 500 和美国与中低收入国家经济增速差之间存在较强的负相关性	7
图 14: 制造业增加值占 GDP 比重来看, 美国 < 欧洲 < 新兴经济体	7
图 15: 过去一年俄罗斯在结束俄乌冲突的态度转变: 不会谈判 → 愿意谈判解决 → 原则上愿意接受停火	8
图 16: 过去十年中, 北约国防开支中美国占比均在 60% 以上	8
图 17: 联合国估算的乌克兰重建资金需求约 5240 亿美元	9
图 18: 俄乌冲突中受损最严重的地区主要集中于公投入俄的乌东四州	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048