

| 证券研究报告 |

# 民营科技突破与特朗普2.0下 资本市场或如何演绎？ ——2025年春季策略

2025.03.18

徐驰

S0740519080003  
xuchi@zts.com.cn

张文宇

S0740520120003  
zhangwy01@zts.com.cn

王永健

S0740522050001  
wangyj09@zts.com.cn

# 目录

## CONTENTS

- ① DeepSeek等科技密集突破或带来哪些影响？
- ② 更加重视科技：政策维度有何新变化？
- ③ 高质量发展路线下，我国经济与企业盈利演绎
- ④ 海外：特朗普2.0或带来哪些影响？
- ⑤ 投资建议
- ⑥ 风险提示

## 核心结论：“预期与现实”间的反差

### 1. 风险偏好相对过去两年整体上升：

- 1) DeepSeek等AI科技突破下，全球资本对于中国科技板块“价值重估”。
- 2) 民营科技板块密集突破下，高层级政策对于部分民企科技龙头与互联网龙头态度的重大变化：“大有可为”。
- 3) 特朗普加速二战以来美国主导的国际秩序瓦解，“东升西降”下，大国地位与影响力显著提高。

### 2. 企业盈利与经济本身仍面临较大的“通缩”压力

- 1) “高质量发展”政策框架——货币、财政政策定力进一步增强；
- 2) 特朗普对华关税反复无常，出口压力或持续扰动。
- 3) 冷战后国际经贸体系坍塌，“转口贸易”难度上升。

### 3. 市场研判：

- 1) 25年或出现类似21年的市场情绪：指数高波动，但产业主线下的局部结构性行情明确。
- 2) 全年的两大关键“逆向”操作，或决定全年收益率。

### 4. 三大资产配置主线：

- 1) 总量政策定力下的“防御类”主线：债券、红利类资产（公用事业）。
- 2) 特朗普2.0全球地缘秩序崩塌下的“安全类”主线：黄金、有色、电力设备、核电产业链、军工等。
- 3) 民营科技密集突破带来“价值重估”下的恒生科技：互联网龙头、算力、机器人等。

**风险提示：**受消费乏力、投资减弱、外贸承压等影响，国内经济增长或不及预期；超预期风险未完全释放，“底线思维”下稳增长政策不及预期；外围扰动超预期变化，导致出口承压；数据统计误差；历史规律失效；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



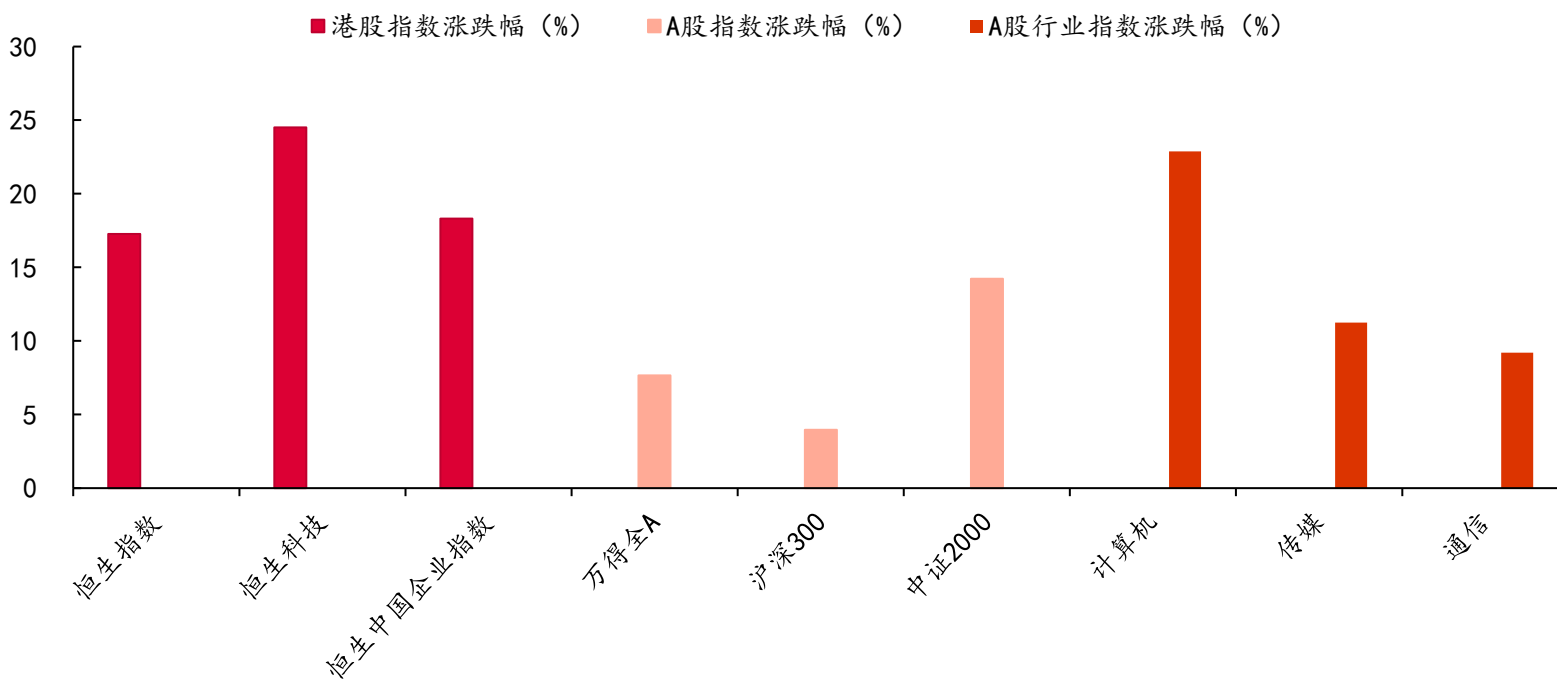
1

DeepSeek等科技密集突破  
或带来哪些影响？

## DeepSeek等突破带来中国科技“价值重估”

- 今年年初中国AI公司深度求索（Deep Seek）推出的大模型以其高效能、低成本和开源等特性迅速火遍全球。春节期间，DeepSeek火爆全球，从1月11日上线至2月9日，DeepSeek App的累计下载量超1.1亿次，周活跃用户规模最高近9700万，成为现象级的AI大模型。
- 春节假期结束后，受DeepSeek影响，港股与A股相关板块涨幅较大，并逐步传导至整个科技板块，引发中国科技“价值重估”。今年春节后至2月27阶段性高点，港股恒生科技指数涨幅接近25%，中证2000指数上涨接近15%，A股计算机、传媒、通信板块涨幅明显跑赢基准。

图表：春节至2月27日阶段高点AH指数表现（%）



资料来源：WIND，中泰证券研究所

## Deepseek突破下的影响：大国科技重估的界定范围

01

### 狭义界定-全球AI基金权重调整

DeepSeek突破后外资以及国内基金或重新审视国内科技产业发展情况，适当增加国内互联网龙头等AI相关企业配置。

02

### 广义界定-deepseek等高端制造升级是否意味着总量上通缩循环打破

DeepSeek，宇树机器人等科技行业突破对经济总量出现的结构性问题改善力度有限。价格压力下，中国上市公司整体盈利能力或承压，难以出现整体的估值提升。

03

### 主题角度：为何创新药、军工或成为下一个“科技重估”题材？

就市场炒作而言，后续承接这条线的核心在于相关行业要继续拿出新的能让市场眼前一亮的“黑科技成果”，我们认为，以下两个行业方向最有可能承接这条线索：

**第一，创新药。**当前中国创新药研发实力已快速上升。WSJ的一篇媒体文章写道，中国生物制药企业的研发速度比美国更快，且更便宜，生物制药已经迎来属于它的“DeepSeek”时刻。

**第二，军工、高端制造相关的“硬科技”。**本轮DeepSeek等科技突破集中在特朗普上台前后公布，可以看作是中方对于特朗普举措的“大招”。

与市场预期的国内大刺激相反，目前政策的选择是“亮剑”，既体现大国实力，又提振市场信心。故后续若中美地缘摩擦持续升级，不排除中方继续推出类似“黑科技”“亮剑”。而与军工、高端制造相关直接影响大国地位与国家安全的领域或是可能性最大的方向。

## DeepSeek突破将带来哪些影响？

### 产业维度：

01

Open AI等美国大厂模型只会“堆算力”？

DeepSeek引发“低成本算力热潮”，是否使得中国打破“算力霸权”？

AI产业是“互联网式”的各行业应用扩散，还是AGI（通用人工智能）赢者通吃？

### 资本市场：

02

本轮科技行情哪些资金参与，哪些资金退出？

本轮科技行情是类似14-15年全面牛市还是21年结构性主线？

恒生科技、科创板与中小市值，谁才是年度级别的真正主线？

### 经济与政策：

03

政策：产业政策对民企科技企业重视，与总量政策定力与自信进一步增强并行

总量：高端制造及大国地位提升与“通缩”压力并行

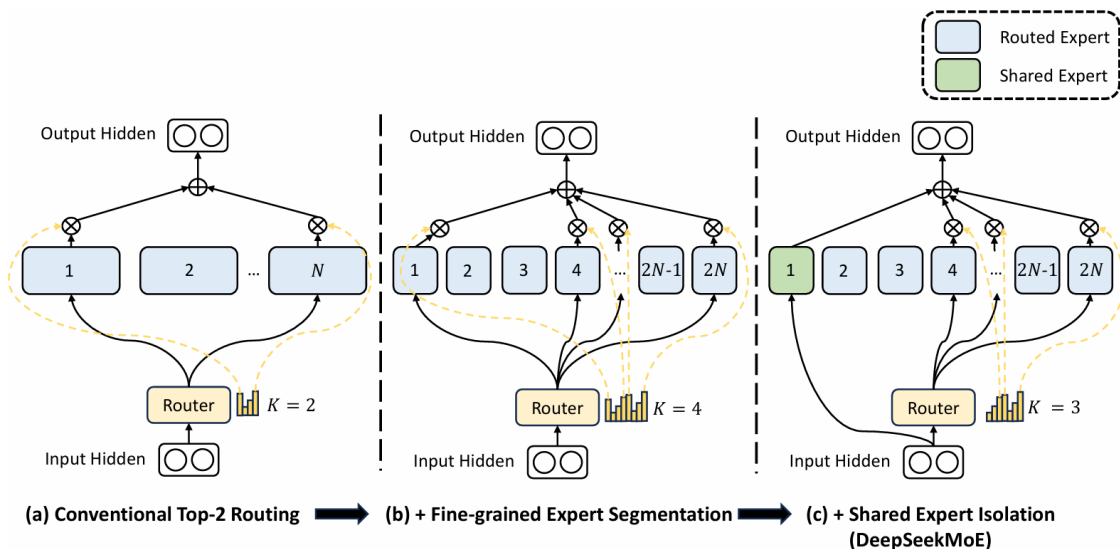
## DeepSeek突破下的影响：产业篇

### 一、DeepSeek科技突破对我国AI及整个科技产业具有重要意义：

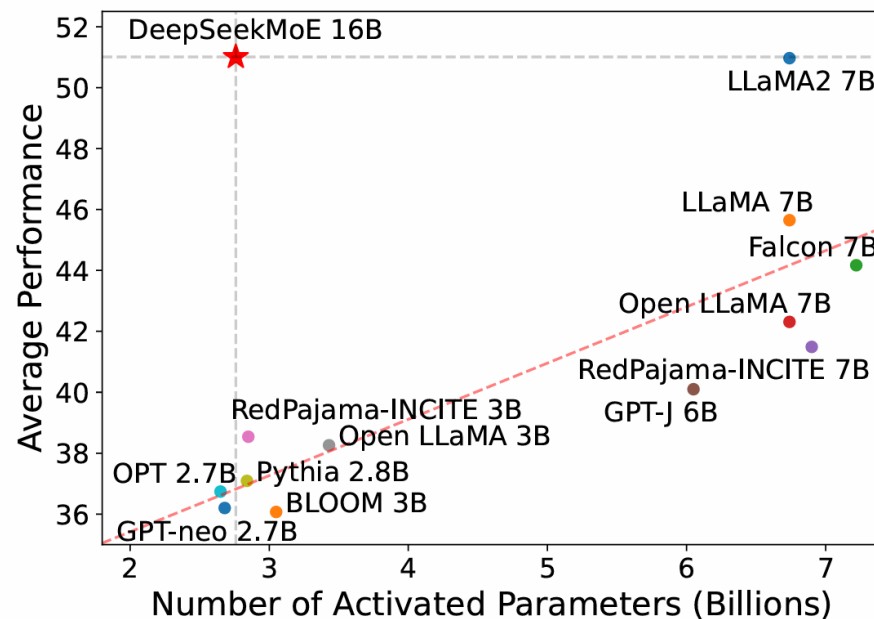
1) DeepSeek是首次国内在最重要的商用化技术前沿震撼全球资本市场的“真创新”突破。DeepSeek的崛起标志着中国在大模型领域首次达到国际头部水平，震撼全球资本市场。这一突破提升了国内AI技术竞争力，为更多的下游前沿应用提供技术基础的同时，其开源策略也能带动全球AI产业共同发展，放大其影响力。

2) 工程极限优化，成本大幅降低，端侧部署成为可能。DeepSeek采用先进的混合专家架构（MoE），使用多种方法优化算法，显著提升了模型的效率和性能。其中DeepSeek-R1大模型在性能对标GPT-4的同时，训练仅需2048块H800芯片，且成本不到600万美元，相比其他大型模型显著降低。在目前大模型主流榜单中，DeepSeek-V3在开源模型中位列榜首，且性能比肩头部闭源模型。

图表：DeepSeek MoE架构示意图



图表：DeepSeek MoE架构在同参数下具有明显性能优势

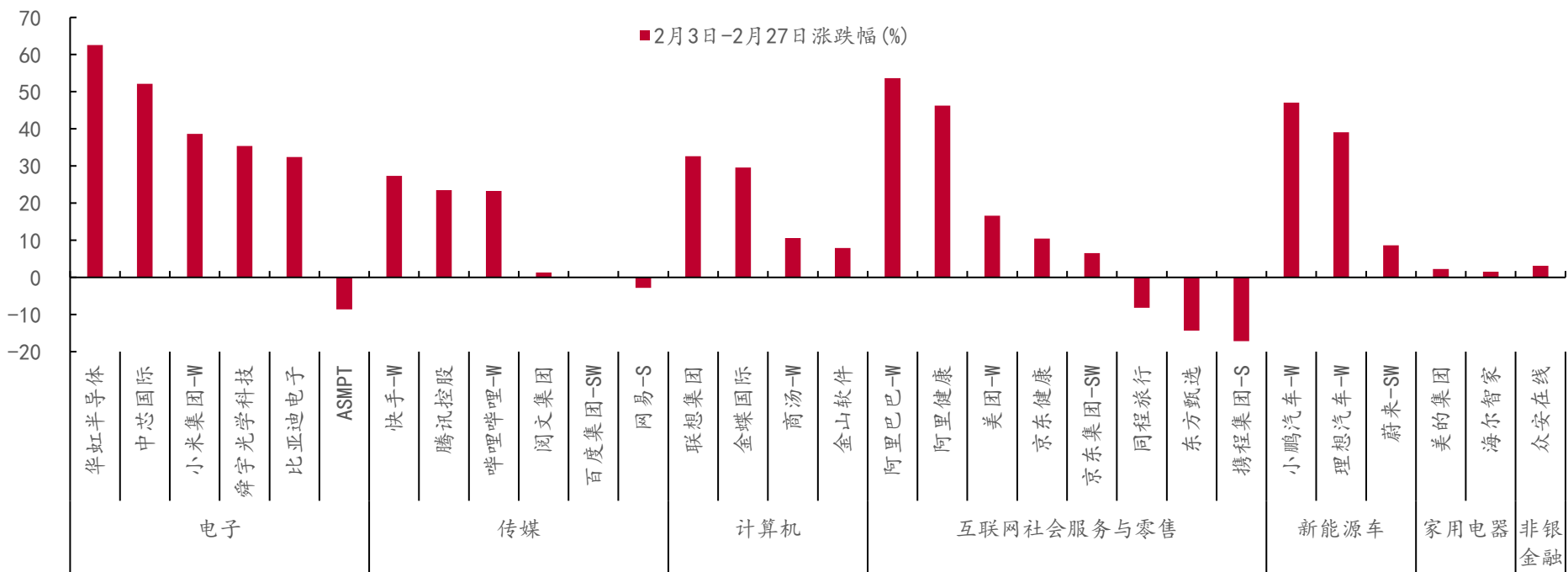


## DeepSeek突破下的影响：产业篇

3) 应用端部署或加速落地，带来终端需求提升。Deep Seek显著降低模型训练成本，或加速下游终端落地与场景拓宽。当前多家企业已宣布接入Deep Seek，AI赋能速度与广度或明显提升。春节前后恒生科技指数大幅上涨主要受AI下游需求提升影响。其中大量互联网、新能源车企宣布接入Deep Seek，如阅文科技，金蝶国际，小米，金山云等AI下游板块出现一轮明显上涨。

4) 单个模型算力需求下滑或加速国产替代进程。目前国产芯片离英伟达，AMD等显卡巨头仍差距较大。若美国对我国高科技芯片禁运持续，且算法提升能够明显提高性能，则国产芯片的需求或大幅上升。在需求与利润的辅助下，国产芯片板块研发进程或持续加速，竞争力不断提高，形成“正反馈”。受国产替代需求预期增加影响，本周A股计算机板块，国产算力板块表现较好。

图表：春节至2月27日阶段高点恒生科技指数成分股涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中泰证券研究所

## DeepSeek突破下的影响：产业篇

### 二、市场对DeepSeek突破的几个误区：

- 1. Open AI等美国大厂模型只会“堆算力”？**实际上，Open AI等欧美大模型每年效率也在上升，同性能下整体成本亦处于下降趋势。另外，由于DeepSeek开源的特性，其模型与算法优化，会快速被各大厂商所学习。李飞飞等斯坦福大学和华盛顿大学的研究人员以不到50美元的费用，使用了16张英伟达H100GPU“打造”出低成本高性能模型。
- 2. DeepSeek使得中国打破“算力霸权”？**长期来看，DeepSeek算法优化或使得AI对于算力的需求进一步提升。短期来看，DeepSeek使用各项技术创新降低模型训练成本，能够在同性能下局部降低了单个模型对算力的依赖。但是长期来看，技术效率的提升并未抑制算力需求，反而因应用场景的拓展和AI应用的泛在化，导致算力需求指数级增长。随着AI在办公、教育、医疗等领域的广泛应用，以及AI终端设备的加速落地，算力需求将被进一步反哺。另外，随着模型复杂程度提升，模型对算力的需求也是指数级攀升。

图表：相比世界主流AI大模型，DeepSeek API具备较高成本优势

模型	输入费用 (每百万 tokens)	输出费用 (每百万 tokens)	最大上下文
DeepSeek V3	0.27 美元 (缓存未命中) 0.07 美元 (缓存命中)	1.10 美元	64k
OpenAI GPT-4o	2.5 美元 (缓存未命中) 1.25 美元 (缓存命中)	10 美元	128k
Claude 3.5 Sonnet	3 美元	15 美元	200k
OpenAI GPT-o1	15 美元 (缓存未命中) 7.5 美元 (缓存命中)	60 美元	200k
Claude 3 Opus	15 美元	75 美元	200k

图表：Chatbot Arena AI模型性能排行榜单 (25年3月3日)

Model	Arena Elo	Coding	Vision	Arena Hard	MMLU	Votes	Organization	License
Grok-3-Preview-02-24	1412	1410			92.7	3364	xAI	Proprietary
GPT-4.5-Preview	1411	1426				3242	OpenAI	Proprietary
Gemini-2.0-Flash-Thinking-Exp-01-21	1384	1366	1278			17487	Google	Proprietary
Gemini-2.0-Pro-Exp-02-05	1380	1378	1246			15466	Google	Proprietary
ChatGPT-4o-latest (2025-01-29)	1377	1366	1281			17221	OpenAI	Proprietary
DeepSeek-R1	1363	1370			90.8	8580	DeepSeek	MIT
Gemini-2.0-Flash-001	1357	1356	1228			13257	Google	Proprietary
o1-2024-12-17	1352	1358	1223	90.4	91.8	19785	OpenAI	Proprietary
Qwen2.5-Max	1336	1341				11930	Alibaba	Proprietary
o3-mini-high	1329	1368				9102	OpenAI	Proprietary

## DeepSeek突破下的影响：产业篇

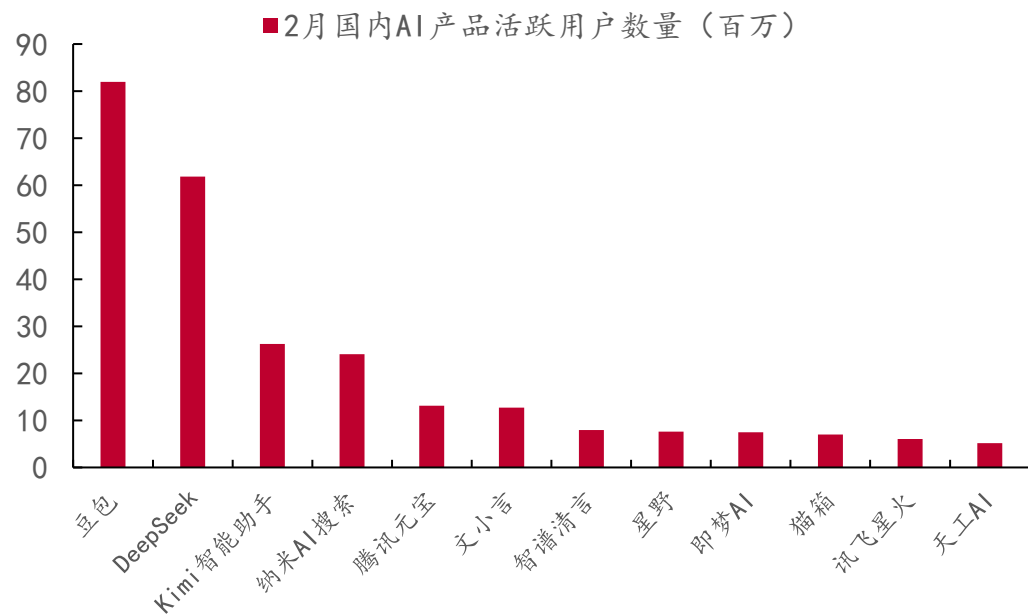
### 3. DeepSeek将带来类似互联网行情的各行业应用的爆发？

- 以美国为例，本轮美股行情主要由AI结构性驱动，行情集中度较高。2023年以来，“美股七姐妹”总市值占比持续上升，带动指数上涨，但未形成行情“扩散”。出现这一现象本质上是因为与互联网赋能大量行业相比，AI产业更加“赢者通吃”。
- 就产业逻辑看，AI的根本逻辑在于AGI（通用型人工智能）——一个模型解决所有问题的赢者通吃模式，而非各个行业创造各自应用的互联网时代模式，所辐射的产业链更加狭窄。
- 就中美对比来看，美股五大模型公司“百花齐放”。DeepSeek推出后迅速风靡全球，国内多数大模型下游企业全面接入，形成明显的“头部效应”。与美国AI产业格局相比，中国AI产业更加集中，未来产业链辐射幅度或更加狭窄。

图表：2023年以来美股牛市主要由AI驱动，行情集中度较高



图表：中国AI大模型竞争格局相比美国更加集中



资料来源：WIND, 中泰证券研究所

资料来源：AI产品榜, 中泰证券研究所; AI产品榜; 中泰证券研究所; 统计仅包含应用(APP), 不含网页版(WEB)。

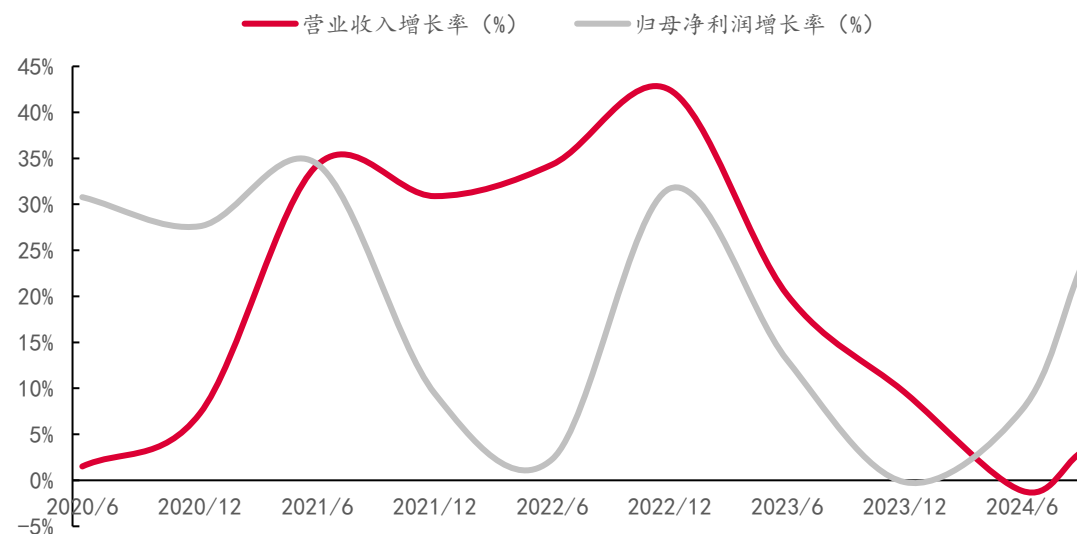
## DeepSeek突破下的影响：资本市场篇

- 资金维度方面，本轮科技股行情，或依然以“大存量资金”为主，而长线配置型资金参与度较为谨慎。海外交易型外资，国内游资、主动权益基金调仓或是本轮科技股流入的主要资金来源。而海外长线资金（产业资本、海外养老金）、国内长线资金（社保、养老、险资）由于绝对收益属性和合规要求，难以参与本轮由科技股估值抬升驱动的行市。
- 就估值盈利角度，当前科创板估值较高，且盈利增速为负，故本轮上涨更多由情绪带动资金涌入，即“跟涨”状态。相比之下，当前恒生科技板块盈利增速强，且估值仍相对较低，相比科创板更具备投资价值。投资者可以重点关注恒生科技板块中的龙头企业，尤其是互联网、算力、机器人等AI上下游方向。

图表：纳斯达克100，恒生科技，科创板指PE与利润增速

指标	纳斯达克100	恒生科技	科创50	创业板指
PE (TTM, 倍)	32.31	24.86	114.42	33.62
PE分位数 (%)	65.33%	30.29%	99.62%	20.16%
营业收入增长率 (%)	66.63%	2.99%	-0.53%	-1.67%
归母净利润增长率 (%)	516.06%	23.02%	-31.32%	3.55%
PEG	0.06	1.07	-3.65	9.47

图表：恒生科技板块营收增速与归母净利润增速 (%)



资料来源：WIND, 中泰证券研究所；注：科创50PE分位数为历史分位数，其余为10年历史分位数；恒生科技，科创50，创业板指数业绩数据截至2024年9月30日，纳斯达克100截止至2024年12月31日。



2

更加重视科技：政策维度有何新变化？

## 科技密集突破或对我国政策产生哪些影响？

**DeepSeek突破下，本次会议将对此前受政策监管较强的互联网行业巨头的态度或发生较以往更加积极的变化：**

01

- 1) 马云参加民企座谈会民营企业具有较大意义；
- 2) 从资本“红绿灯”，及此前企业家座谈会“两个毫不动摇”到“民营经济大有可为”
- 3) 围绕国家安全硬科技的高质量发展路线没变：对局部行业的看法，认为由“分流”变为“促进”；对金融等行业的监管和薪酬改革强化不变；对强化民企社会责任等不变。

**DeepSeek突破下，以高质量发展为核心的政策定力将比此前更强**

02

如何解决通缩：需求侧刺激还是继续供给侧升级？

与9月底政治局会议表示对比：

“经济光明论”：在困难和挑战中看到前途、看到光明、看到未来，保持发展定力、增强发展信心

**四季度政策的“回收”：**

03

货币政策：12月政治局会议“适度宽松”表述与24年9.24 降准50bp，及当前资金面变化

财政政策：市场当前对财政政策预期或过高

## “大有可为”：政策层对民营经济支持力度或上升

- DeepSeek、宇树机器人等民营科技突破或使得高层对于民营科技企业态度出现积极变化，近期会议等表述均有所反应。
- 2018年以来，围绕提升与国家安全、大国竞争力密切相关的高端制造业与“硬科技”是国家产业政策的重点所在。此前对互联网、金融、游戏等行业的监管一大原因是在于希望引导上述行业的资源进入“硬科技”领域。
- 近期，一直受强监管的量化投资领域产生DeepSeek突破，且震惊全球资本市场，这是过去几十年依托传统国有企业、院校研发所从未有过的。就政策而言，这说明互联网大厂等科技民营企业在人才体系培养，核心技术研发等方面，对于大国竞争中的高科技、高端制造亦是有重要促进而非单纯挤占作用。本次民营企业座谈会或表明政策层对于互联网大厂（包括金融、游戏等行业）的监管态度将更加积极。

图表：2025年各大会议对于民营科技企业相关表态

会议	日期	会议内容
专家、企业家和教科文卫体等领域代表座谈会	2025年1月20日	要围绕做大做强国内大循环打通堵点卡点，打造一流营商环境，激发各类经营主体活力。
		要以科技创新推动新旧动能转换，集中力量突破关键核心技术和前沿技术，加快推进科技成果产业化，努力培育更多经济新增长点。
民营企业座谈会	2025年2月17日	党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。
		新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。
两会政府工作报告	2025年3月5日	有效激发各类经营主体活力。坚持和落实“两个毫不动摇”。
		扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施，切实依法保护民营企业和民营企业家合法权益，鼓励有条件的民营企业建立完善中国特色现代企业制度。

# 国内政策的总体框架：为何以安全为中心的高质量发展将框架将进一步强化？

## 一、当前市场的四大呼吁：

- 1) 中央财政大力加杠杆；
- 2) 给居民部门“发钱”刺激消费；
- 3) 大力提升服务业占比；
- 4) 限制制造业过剩产能

## 二、2018年以后政策框架与之前有何不同？

### 1978-2018年政策的底层框架：

国际判断：和平和发展是时代的主题

国内判断：发展是执政兴国的第一要务

### 2018年至今政策的底层框架

国际判断：百年未有大变局，当今国际局势进入变革动荡期，难以想象的惊涛骇浪

国内判断：统筹发展与安全的关系，高质量发展，硬科技

## 三、财政政策四大“红线”不会改变：

- 1) 不搞大规模发钱的“福利主义”；
- 2) 不大规模增加地方政府隐性债务；
- 3) 严格约束新增项目的审计；
- 4) 不搞14-15年式的“棚改货币化”。

财政政策本身后续持续发力的方向依然是防风险与国家安全及战备能力密切相关的新质生产力。

# 中央经济工作会议后具体的财政、消费、地产等政策如何展望？

## 中央经济工作会议的框架定力的体现在哪些方面？

### 一、大力提振消费放在明年的首要任务，关键是如何提振内需和消费。

提振消费优先级与基本内容（如：以改革为提振消费主要手段，创设新消费场景等），同2022年底中央经济工作会议表述相似，明年消费最主要的发力点依然是将今年1500亿消费品“以旧换新”的额度大幅提升与范围的扩大，以及一定程度的，比较理性的“制定促进生育”政策。

12.16《人民日报》头版评论员文章论述《论学习贯彻中央经济工作会议精神》时明确强调促进内需的方式主要是：“**供给创造需求——通过科技创新引领制造业升级，就能创造新的需求**”，辅之以“两重”“两新”进一步加力，也就是说，当前高质量发展的框架并没有变化。

《求是》杂志11.15《以人口高质量发展支撑中国式现代化》：“要正确认识人口红利问题。要看到，人口红利不仅与人口数量和结构有关，更与人口素质、经济政策及配套措施有关”

### 二、部分投资者期待的类“福利主义”做法或难以实现。领导曾在《求是》杂志专门撰文，明确指出“伴随着各种危机，曾经的福利主义典范国家，中产阶级塌陷、贫富分化、社会撕裂、民粹主义泛滥”，“防止落入“福利主义”养懒汉的陷阱。”

完善的社会保障体系是对社会困难群体的扶助，而不是替代其劳动，更不是替代其为幸福生活而努力和奋斗。”

### 三、25年财政政策的发力重点：化债、银行注入资本金等“防风险”与国家安全密切相关的“两重项目”以及国家战略科技力量为代表的新质生产力。受益方向主要是银行股（注入资本金）；建筑（应收账款改善）；西部基建（区域战略与“两重”）；粮食安全（“两重”）；机器人、无人机等AI硬件方向（开展“人工智能+”行动）等。

图表：2022与2024年中央经济工作会议促消费表述对比

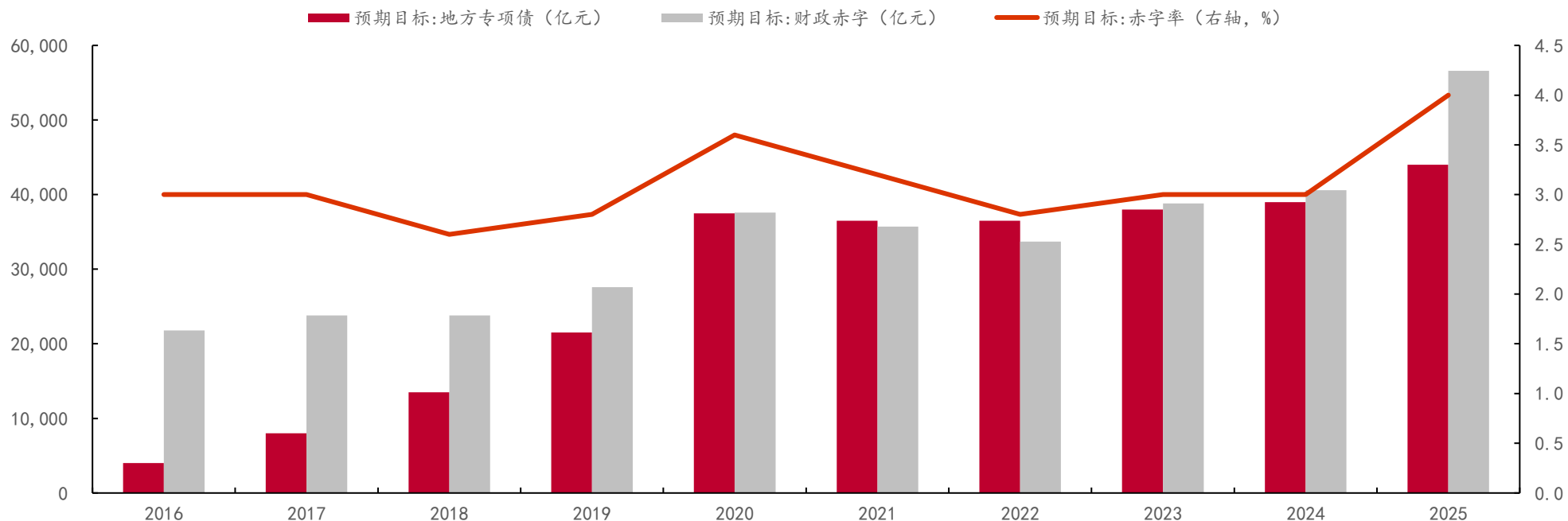
2022年中央经济工作会议	2024年中央经济工作会议
一是着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。	一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。	实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。
多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费	适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。
要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。	加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。
政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。	积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。	加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。
要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。	适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。
	及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。

资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

## 政府工作报告：经济“高质量发展”框架更加坚定

- 总量政策方面，DeepSeek突破下，以高质量发展为核心的政策定力将比此前更强。DeepSeek、宇树机器人等科技突破的成功更加坚定了政策层“供给创造需求”发展路线的信心，故需求侧刺激的定力将比以往显著提升。为加速培育新质生产力，孵化科技突破，政府或持续加大科技研发投入，以及企业研发等“供给侧”支持，而非需求侧刺激。
- 2025年两会政府工作报告提出赤字率4%左右，超长期特别国债1.3万亿元，特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本。其中，赤字率4.0%符合市场预期。超长期特别国债今年增量有限，整体定力显著强于市场预期。从投资方向来看，今年财政政策主要仍以防风险（银行注入资本金）和国家安全（“两重”项目）为主，对于我国经济需求侧拉动力度有限。

图表：政府预期目标：地方专项债，财政赤字与赤字率



## 更加重视科技：促进资源向新产业、新业态、新技术领域集聚

### ➤ 今年两会更加重视科技，强调加快建设现代化产业体系：

- 2025年政府工作报告提到，要因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系，推动科技创新和产业创新融合发展。政策方面，我们认为未来针对民营企业并购重组等资本市场政策或持续推出，IPO或有所放开。

### ➤ 资本市场政策方面，两会期间各部门均进一步推出各项政策，推动资本市场高质量发展：

- 证监会提出，要进一步增强多层次市场体系的包容性，深化科创板、创业板、北交所改革，促进市场资源向新产业、新业态、新技术领域集聚。增强多层次市场的包容性与投融资发展的协同性能够有效提升资本市场服务能力，帮助不同行业，不同阶段的企业更好的获得资源。
- 央行针对科创企业创新推出债券市场的“科技板”，将支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。“科技板”能够有效解决科技企业融资难的问题，进一步支持科创企业快速释放成长潜力，助力企业发展。
- 央行表示将进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，从5000亿元扩大到8000亿元至10000亿元，更好满足企业的融资需求。去年以来货币政策持续发力，民营企业融资仍存在“堵点”。提升科技创新和技术改造再贷款规模，强化对银行的政策激励能够有效打通货币政策从央行到企业的“通道”，让货币政策能够更有效，更全面的支持企业，提高政策实施的效率和便利度，真正有效降低企业融资成本。

- 消费政策方面，今年政府工作报告提出安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。2024年消费品以旧换新超长期特别国债额度为1500亿元，今年额度是去年的一倍，但提振消费的主要方法依然以创设消费场景和改革等方法为主。

## 后续何时才会有新的“政策预期”？——关注风险冲击下的“底线思维”

- 自2018年至今，以大力发展高端制造，需求侧不强刺激为核心的核心经济路线从未改变。政策预期的变化是市场最关键的变量：
  - 1) 常规性政策预期：每逢重要会议前（年中、年底政治局会议、两会），市场均会发酵一定程度的政策预期。
  - 2) 非常规性政策预期：风险冲击与“底线思维”下政策进一步变化带来的市场新政策预期和行情的形成。如：2019年初，减税降费；20年底，疫情政策变化；24年初，流动性市场救助；24年9月底，保基层运转。此类均是围绕一定“系统性风险苗头”，政策阶段性转为大力度“防风险”。虽然均不是政策框架的转向，但政策本身的较大力度和积极表述，均引发了市场“对于政策全面转向的预期”和季度级别的行情。
- **就25年上半年而言，以下非常规性风险因素值得关注：**1) 万科债务压力带来的房企风险；2) 中小市值下行与居民资金脆弱性下的流动性与舆情风险；3) 中美升级速度超预期的风险；4) 春节后经济和就业压力进一步增大的风险

图表：风险冲击下，“底线思维”下的“政策预期”是驱动2018年以来每一轮大级别行情的核心原因

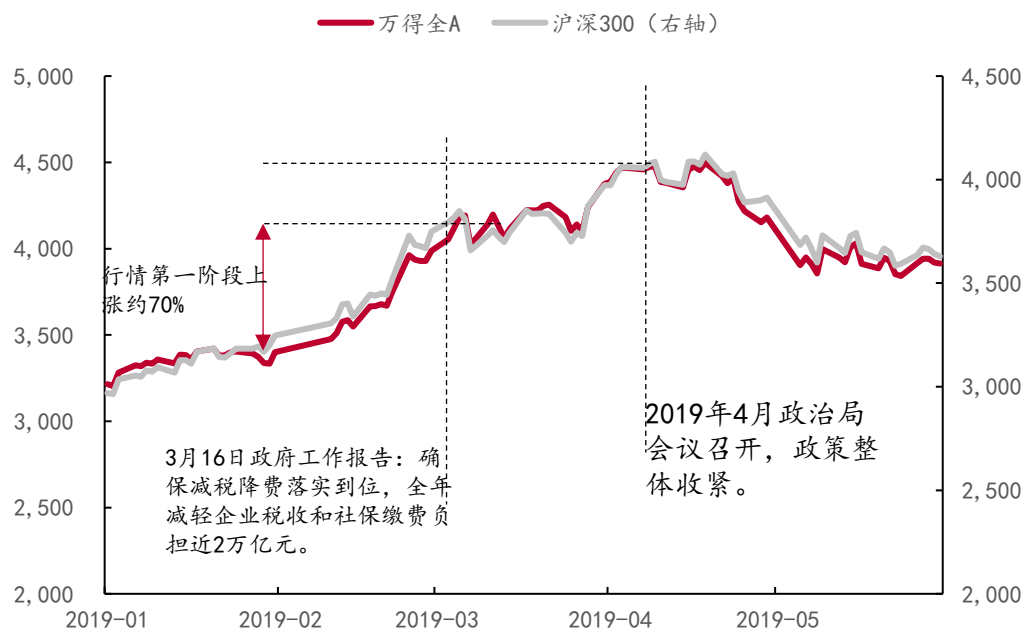


资料来源：Wind，中泰证券研究所

## 若出现风险冲击下的“非常规政策预期”，市场将如何演绎？

- 高层级政策最大特点是后续各个职能部门，各级部委都会全力跟进，往往将带来月度至季度级别的反弹。参考历史上几次高层级政策重心阶段性的变化，如：2018年底减税降费、2022年底疫情放开，与2024年初高层级“救市”，市场演绎出现以下特征：
- 第一阶段指数爆发期，往往在周度等较短时间维度完成主要宽基指数50%以上的涨幅；第二阶段为结构性行情阶段，大部分时间将呈现“震荡爬坡”的“结构性行情”，呈现快速轮动的特征。
- 之后若高层级政策基调重新发生变化，市场或将有新的变化。如：19年4月政治局会议重新强调定力；2023年3月两会，强调“不要新官上任三把火”；24年5月，政治局会议强调“耐心资本”，重新强化对股市金融监管力度。

图表：2019年减税降费政策前后市场表现



图表：金融防风险与干预的原则

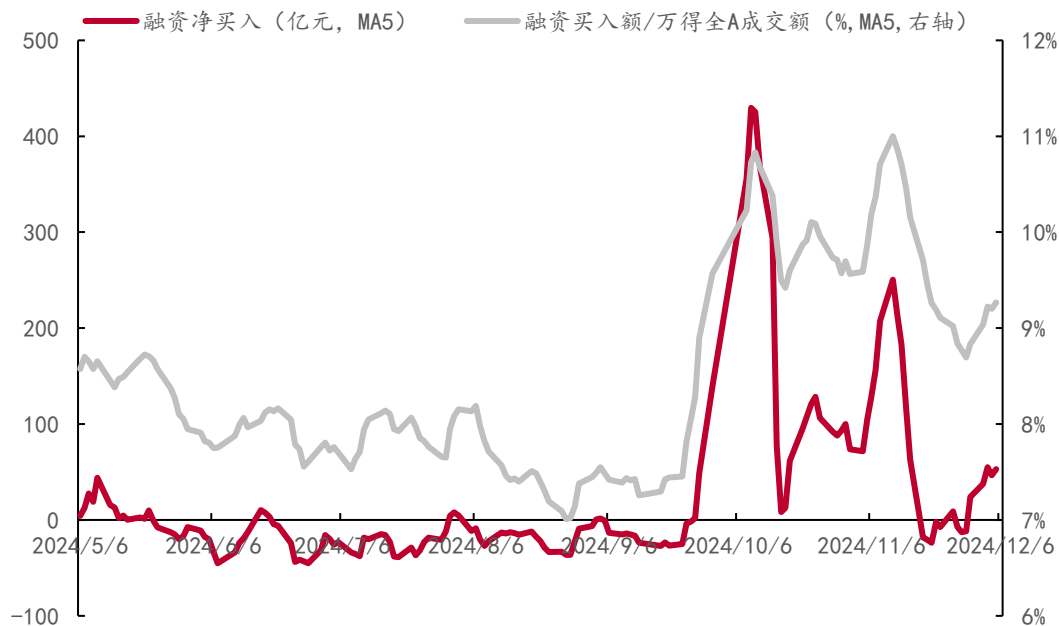
### 《关于金融工作论述摘编》：

- 1、如果有发生系统性风险的威胁，就要果断采取外科手术式的方法进行处理。
- 2、当局部领域或个体机构金融风险极速爆发、损失持续扩大时，必须优先快速灭火。
- 3、重中之重是防范系统性风险，措施要及时，力度要够大，同时坚决惩治违法犯罪和腐败行为，强力追赃挽损，依法追责问责，严防道德风险。
- 4、处置金融风险不花钱是不可能的，要算大账，该出手时就出手，但不能形成依赖公共资源的预期；对认定为系统性风险的重大金融风险，依法依规动用金融稳定保障基金等资源。

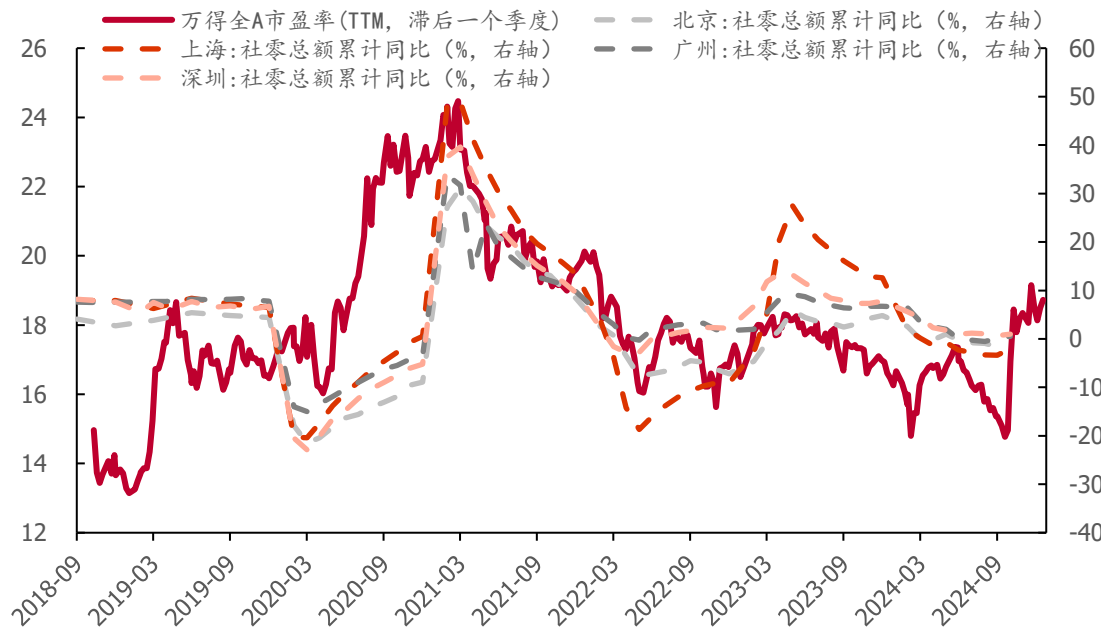
## 资产价格的分化：“预期管理”下，股市将是应对关税需求侧冲击的重要抓手

- “爬坡过坎”关键是提振信心，“预期管理”或是应对内外挑战的主要方式，股市将是需求侧最重要的抓手：在财政刺激保持定力的基础上，去年年底以来各大会议均表现出“强预期管理”。股市是经济的晴雨表，且能一定程度上带动财富效应。强“预期管理”下，股市或将是提升居民信心，进而提振内需的重要抓手。所谓“经济政策协调性、一致性”的核心在于不改变财政等刚性约束的背景下，尽可能的考虑对资本市场等的影响。
- **2025年我国强化预期管理，“提振信心”主要工具：货币宽松+资本市场创设金融工具。**
- 尽管2025年企业盈利和经济基本面或仍处于“慢复苏”通道，但在各项资本市场政策的支持下，股市或将呈现底部提高与活跃度增强的特征。

图表：9月底以来市场热度大幅上升



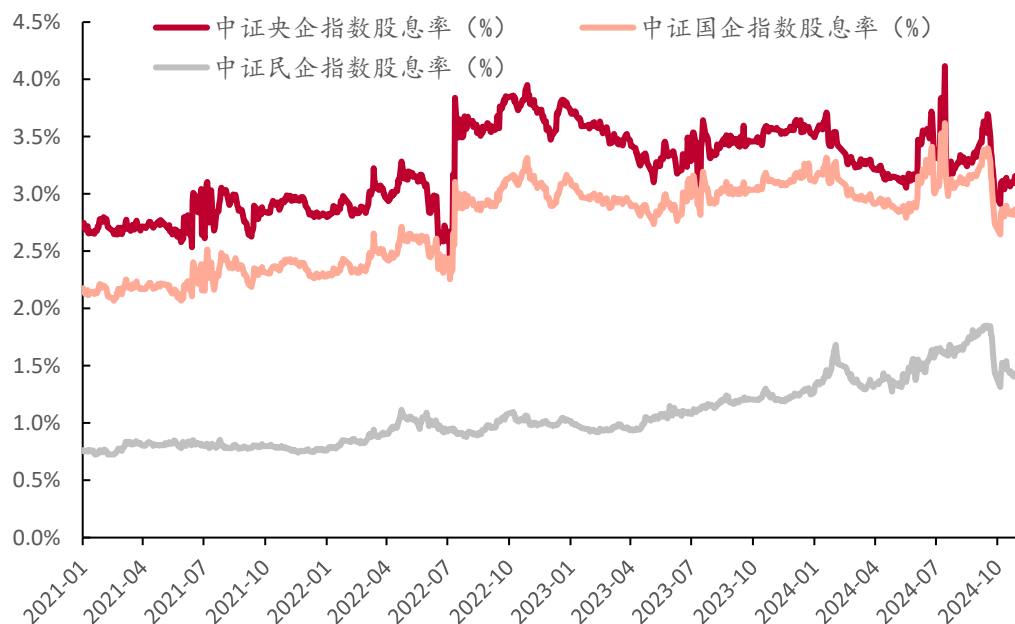
图表：A股估值抬升或效带动一线城市消费上涨



## 金融政策：“防风险”下鼓励“耐心资本”“加杠杆”

1. 创设股票回购增持专项再贷款：有利于“红利类”及其他现金流良好的企业，进一步回购股票提高估值；
  2. 创设证券基金保险公司“互换便利”：本质上是鼓励汇金、保险、基金等机构“加杠杆买入股票”。对于中央汇金等机构而言，本质上是在市场有系统性流动性风险之时，提供了无限的流动性。对于多数机构而言，需要注意基金公司本身对于“收益率”和“回撤”的要求约束，预计“加杠杆力度”会相对理性。
- 本轮资本市场“加杠杆”政策并非14-15年式的“水牛”：“防风险”下鼓励“耐心资本”“加杠杆”利好国央企龙头估值提升，而非小票行情。

图表：“央国企红利”股息率显著高于再贷款利率



图表：股票回购增持转向再贷款核心要求

股票回购增持专项再贷款核心要求		
金融机构发放股票回购增持贷款	(一) 21家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款	21家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款。金融机构按市场化原则，自主向符合条件的上市公司和主要股东发放贷款，专项用于回购和增持上市公司股票（以下简称股票回购增持贷款）。
	(二) 严格确定贷款条件	发放贷款应当以上市公司已正式披露的回购方案或股东增持计划为前提，纳入对其的统一授信；贷款金额不得高于回购增持资金的一定比例。按照利率优惠原则，合理确定贷款利率，原则上不超过2.25%，豁免执行利率自律约定。
	(三) 严格管理贷款资金	要确保贷款资金“专款专用，封闭运行”。21家金融机构将监督上市公司和主要股东做到专款用于股票回购和增持。在贷款全部清偿前，资金账户不允许支取现金或对外转账。
中国人民银行发放股票回购增持再贷款	(一) 再贷款基本要素	21家金融机构按本通知规定向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。
	(二) 再贷款发放流程	再贷款按季度发放。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%向21家金融机构发放再贷款。
	(三) 再贷款质押品要求	21家金融机构需向中国人民银行提供合格债券或经中央银行内部评级达标的信贷资产作为质押品。

资料来源：Wind，央行，中泰证券研究所

## 金融政策：“防风险”下鼓励“耐心资本”“加杠杆”

3. “未来拟适当放宽股权投资金额和比例限制”：本质上是鼓励上市公司“加杠杆进行投资与并购重组”，需要注意民企上市公司本身现金流压力的约束。
  - 故就结构而言，央国企或是本轮并购重组的主体。与2014-2015年“左侧，炒小，炒新”不同，由于央企并购重组对于“国有资产价值”的严格要求，预计其更多带来的是类似“3月初中国电信收购国盾量子”的右侧与结构性机会。
4. 与此同时，“减持新规”强调对于各类“伪市值管理”，以及对量化、私募“加杠杆”“短期炒作”等进行严厉监管，且对于个人投资者“银行信贷资金违规入市”的“加杠杆”高风险短炒行为高度警惕。

图表：本轮“并购重组”政策的特点：以鼓励龙头公司做强主业为核心：

2024年以来并购重组系列政策指引	
2024年2月5日	证监会召开并购重组座谈会，指出上市公司要切实用好并购重组工具，抓住机遇注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合，通过自身的高质量发展提升投资价值。
2024年3月15日	3月15日，证监会密集推出4项重磅新政（简称“3.15新政”），其中《关于加强上市公司监管的意见（试行）》再次提出，支持上市公司通过并购重组提升投资价值。
2024年4月12日	国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），鼓励上市公司运用并购重组提高发展质量，明确强调要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。
2024年6月19日	“科创板八条”提出更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。
2024年9月24日	证监会发布新规“并购六条”（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），并同步就修订《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见，政策以发展新质生产力和支持产业整合为出发点，从监管包容度、支付、审核、中介服务等环节进一步提升并购重组效率。

资料来源：证监会，中泰证券研究所



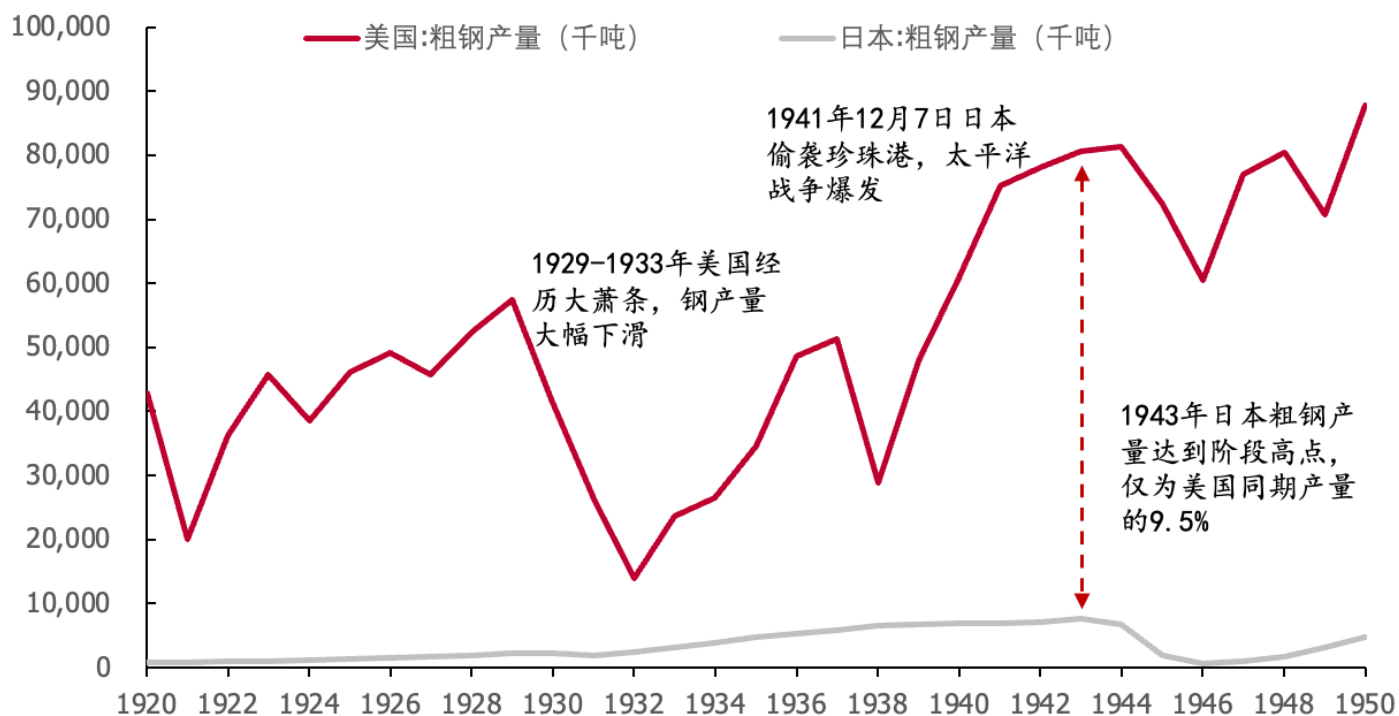
3

# 高质量发展路线下我国经济 与企业盈利演绎

## 美国霸权的崛起：强大的制造业是其赢得两次世界大战的关键

- 国家霸权的根基在于军事霸权，其背后则需要有强有力的工业实力作为支撑。
- 1941年日本海军袭击美国海军太平洋舰队在夏威夷珍珠港的基地，导致美国正式进入第二次世界大战。日本的工业和科技水平整体落后于美国，缺乏标准化和流水线生产。
- 美国拥有强大的军备生产力，工业基础和资源非常丰富，能够快速切换到战时生产模式，大规模生产军舰、飞机和其他军事装备。珍珠港事件后，美国迅速动员其工业和军事力量，修复了受损的舰队，并建造了大量新的军舰和飞机，最后扭转战局。

图表：1920-1950年美国与日本粗钢产量对比

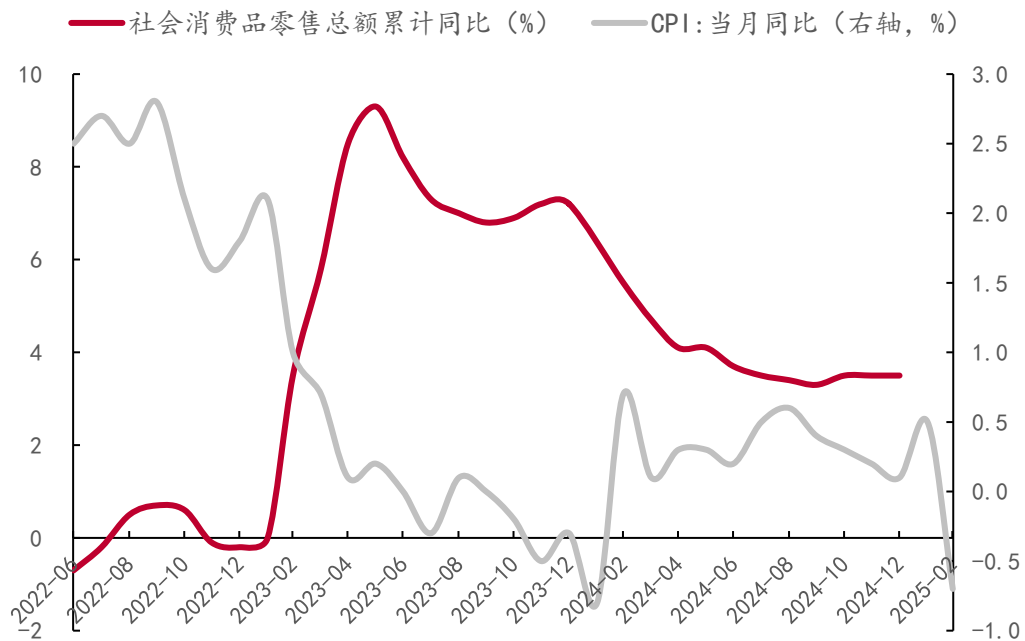


资料来源：Wind，中泰证券研究所

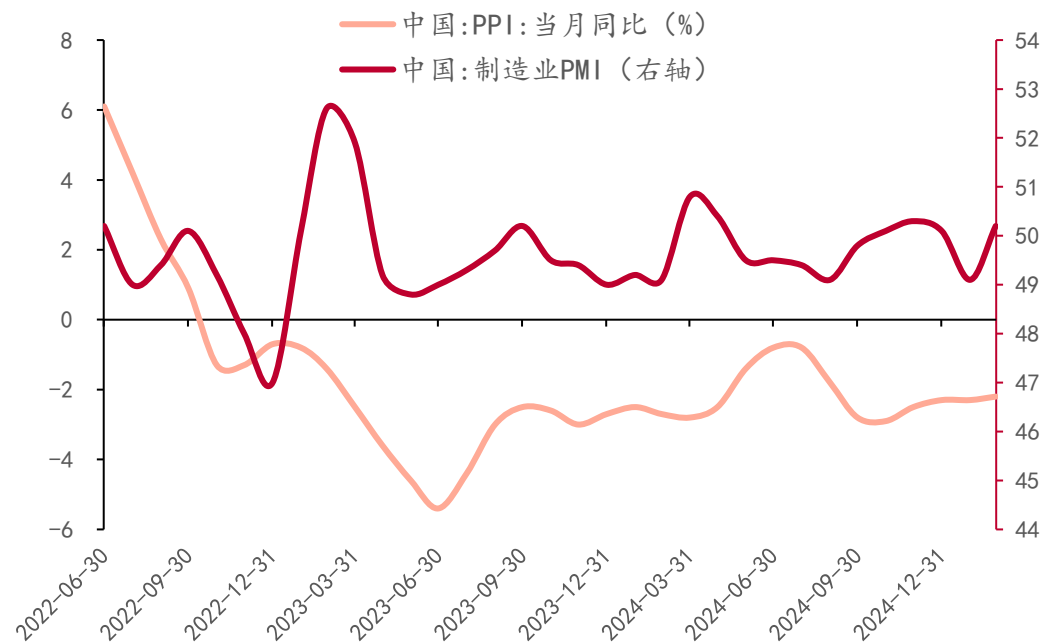
## 资本市场视角下的中国企业典型模式：“重资产-低利润”

- “重资产-低利润”下的经典“凯恩斯循环”：企业盈利能力不足，带来员工薪资预期下降，这又进一步降低了内需，形成“负向循环”，并进一步的对企业现金流、资产负债表和长期研发能力形成影响
- 2023年二季度以来，我国内需与外需均出现了一定的弱化。随着各项经济数据公布且持续低于预期，国内消费需求较弱，房地产低迷，外贸承压的问题逐渐凸显。另一方面，为拉动经济增长，中国企业在供给侧持续发力，大量投资带来的产能对价格产生较大压力，使得企业利润承压。

图表：2022年二季度以来我国社会消费品零售总额累计同比与CPI：当月同比



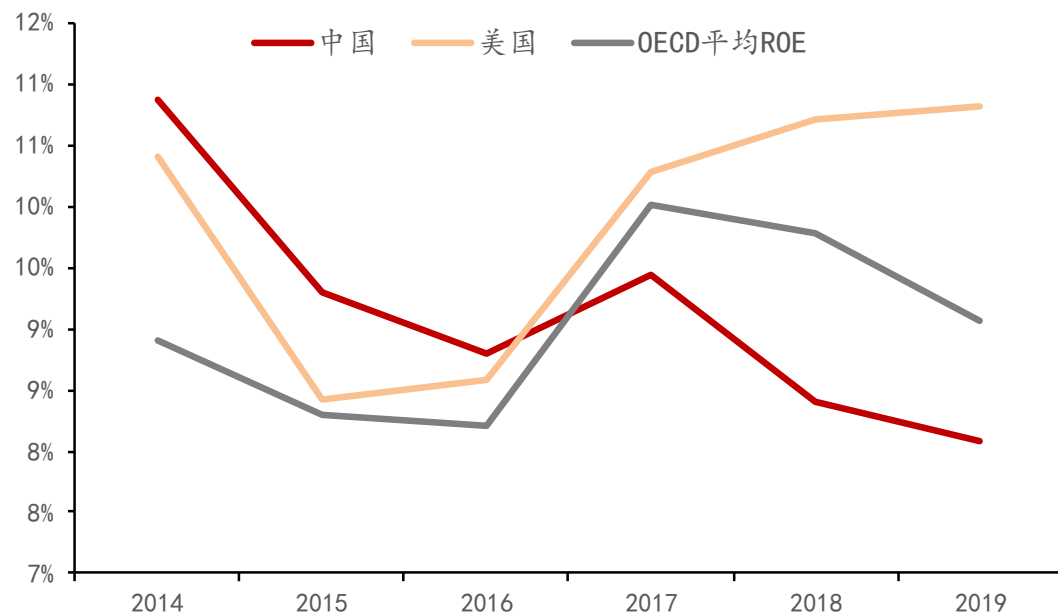
图表：2022年二季度以来我国PPI：当月同比与制造业PMI



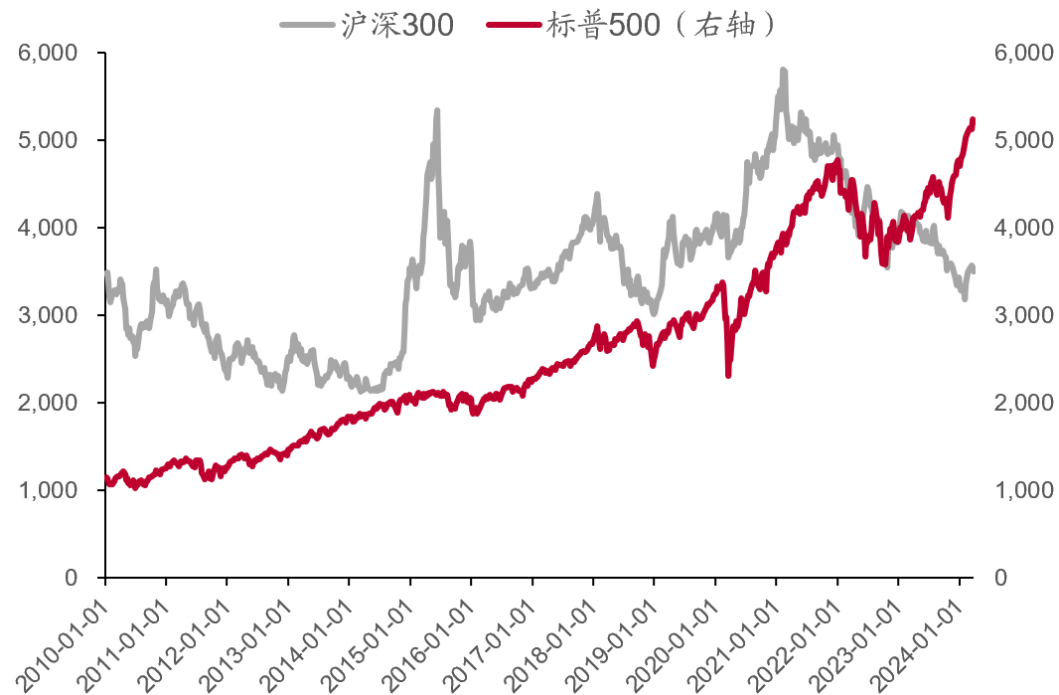
## 资本市场视角下的中国企业典型模式：“重资产-低利润”

- 另外，中国上市企业也面临盈利能力弱，负债压力大等问题，导致中国股票市场相较于其他发达资本市场长期表现相对较弱。
- 资本市场和股票的本质是给企业盈利能力定价，从市场视角看，中国上市公司盈利能力整体弱于美国。对比中美两国上市公司的盈利数据可发现，我国上市公司的ROE整体低于美国以及OECD国家的平均水平。

图表：中国、美国、OECD国家股票市场ROE



图表：2010年以来中国沪深300与美国标普500走势

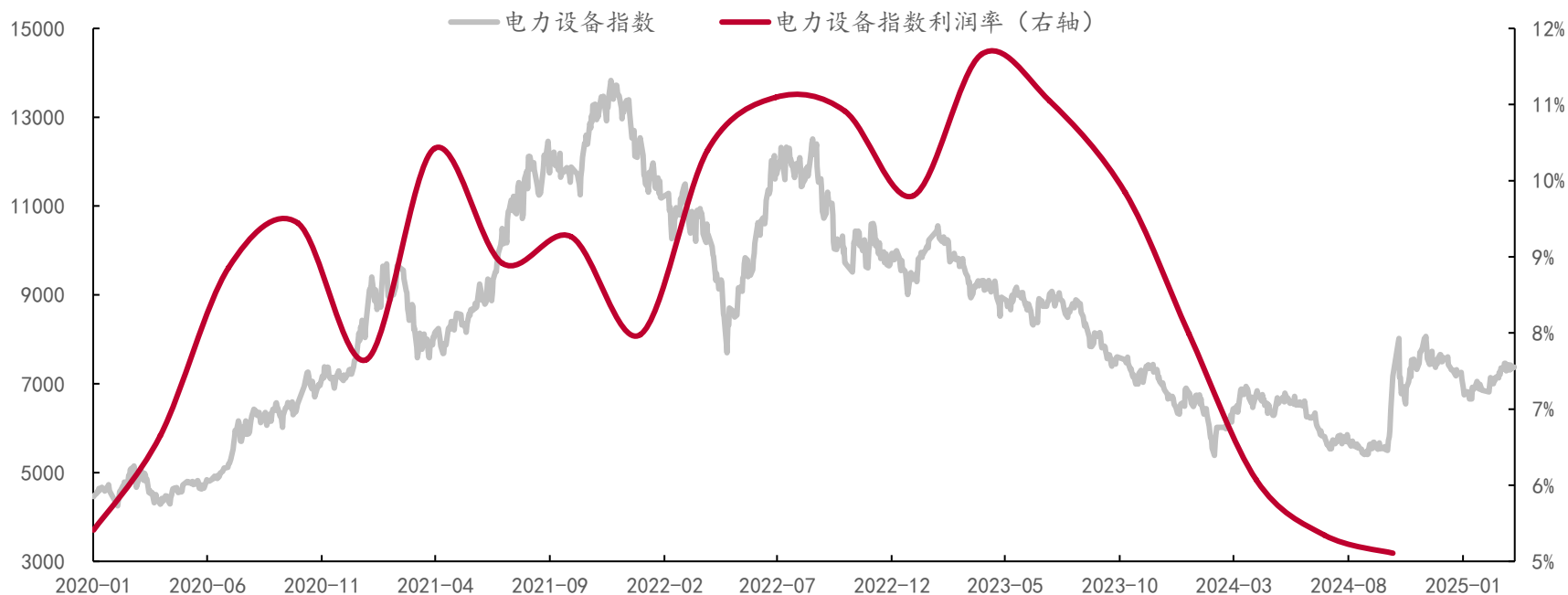


资料来源：Wind，中泰证券研究所

## 25年新能源车、半导体等行业产能压力将进一步显现

- 企业利润是资本市场中期定价中枢所在，当前我国制造业在光伏、锂电池、新能源车、功率半导体领域产能面临一定压力。
- 以新能源为例，电力设备板块利润率自2022年就逐渐见顶，当前板块利润率相对2022年高位已腰斩。
- 考虑到25年供给端半导体、新能源车整体的新增产能压力，以及需求端海外关税风险带来的出口需求走弱压力，25年制造业整体盈利能力仍将承压。

图表：2020年以来申万电力设备指数和电力设备指数利润率

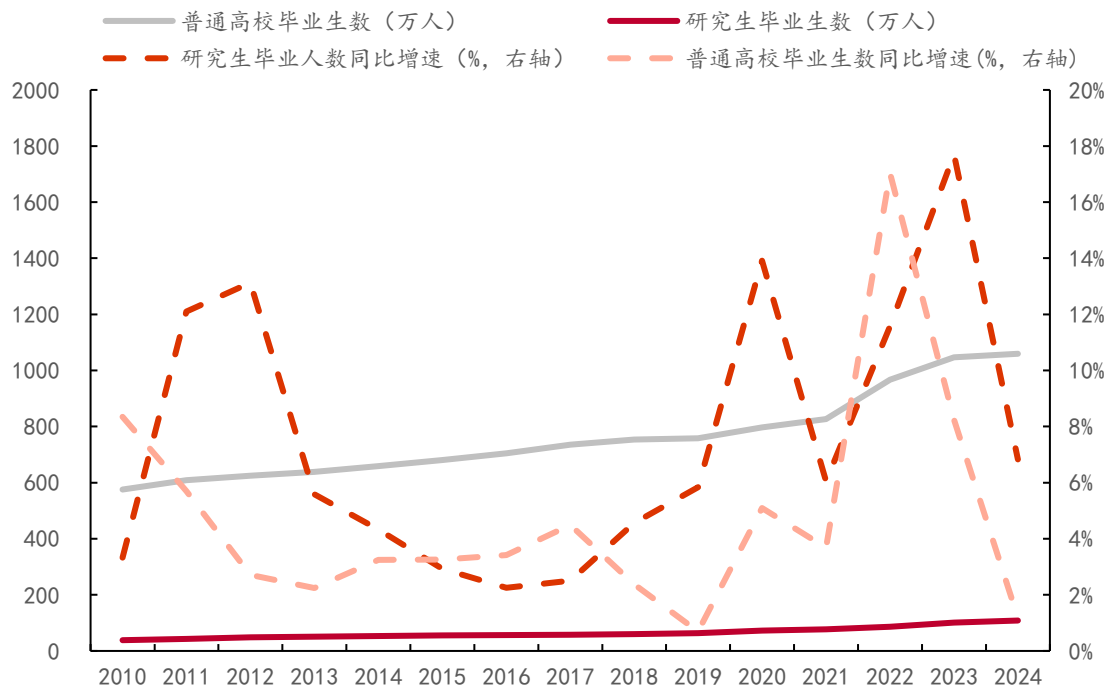


资料来源：WIND，中泰证券研究所

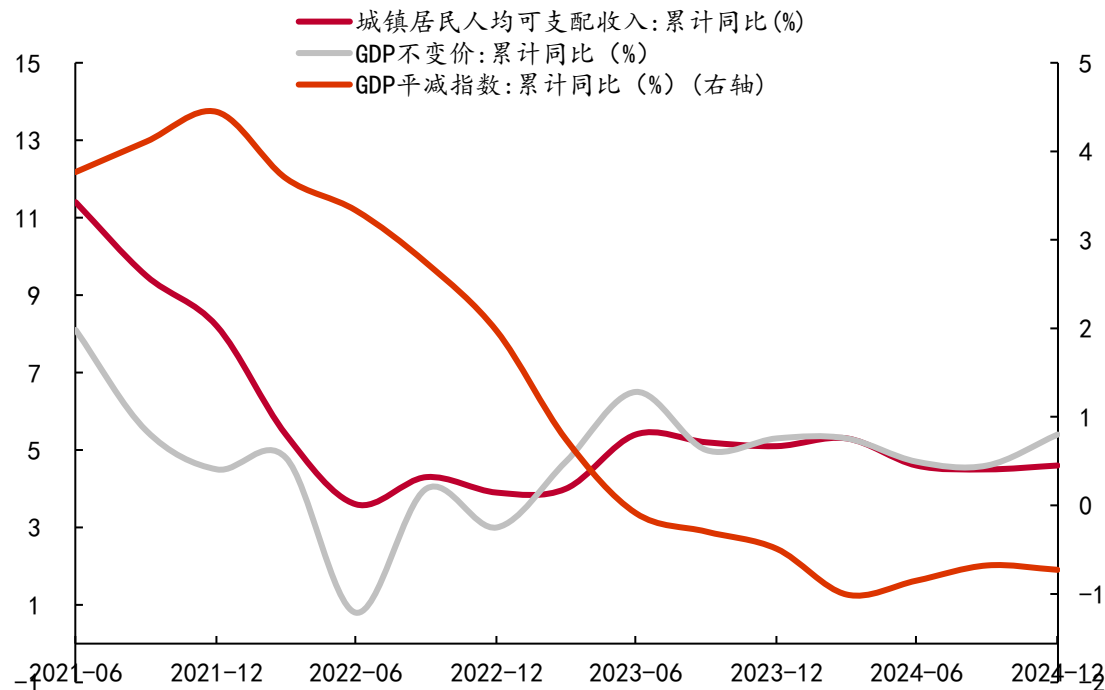
## 供需增速错位，居民收入增速或承压

- 就经济长期的内生动能而言，人口结构带来的劳动力供需变化或使得居民收入增长的内生动力减弱。当前高校毕业生人数整体处于快速上升阶段。毕业生短期供给扩大将使得劳动力市场供需结构短期或难以好转，带来居民可支配收入增长承压。
- 另外，我国大力发展以高端制造为代表的新质生产力，科技进步以及大量资本开支带来劳动生产率快速提升。随着科技的进步以及生产效率提升，单位产能对于劳动力的需求持续减少。
- 短期来看技术进步对进口产品形成替代，所带来的需求并不能满足供给侧的增长，导致经济整体需求侧压力仍较大。

图表：2021年以来高校毕业生快速增加



图表：2021年二季度以来我国经济供需压力加大，居民支配收入增速承压

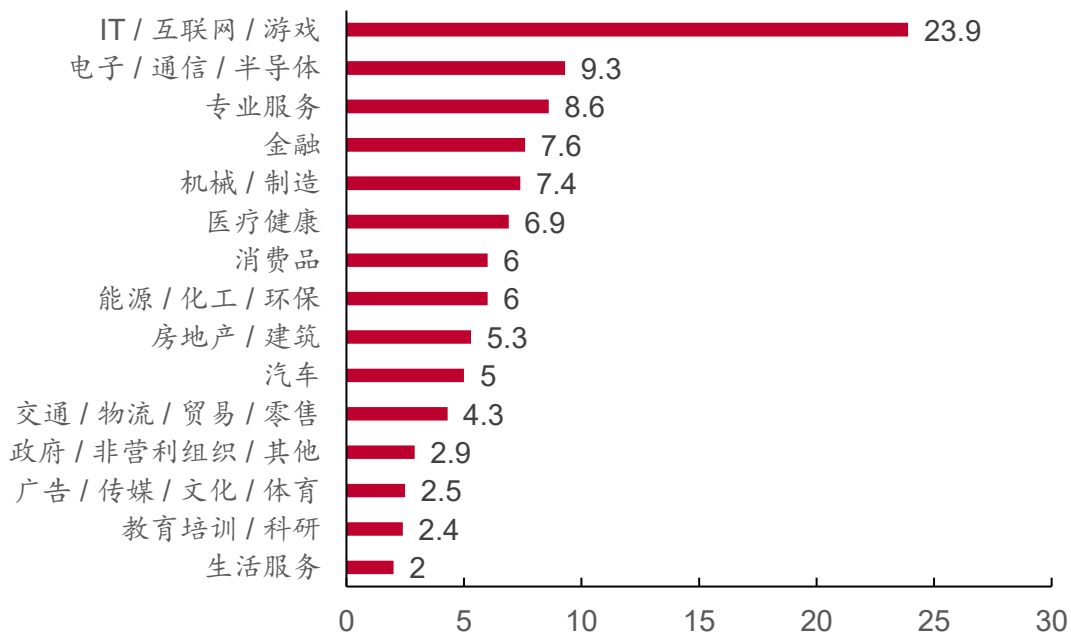


资料来源：WIND，中泰证券研究所

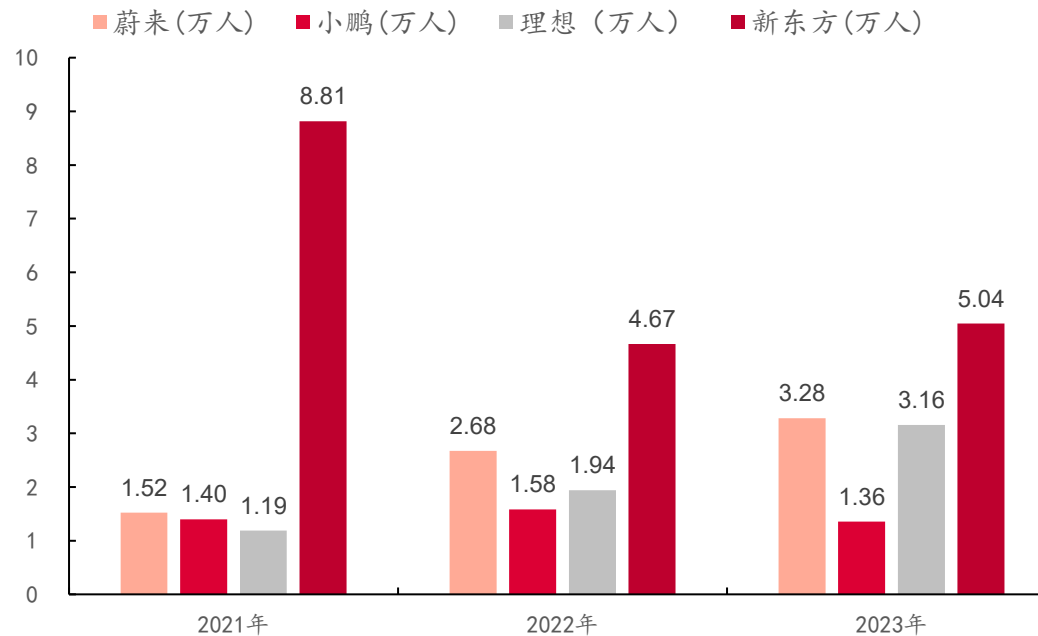
## “老五样” VS “新三样” 对于就业的拉动作用对比

- 当前我国大力发展以高端制造为代表的新质生产力，科技进步以及大量资本开支带来劳动生产率快速提升。随着科技的进步以及生产效率提升，单位对于劳动力的需求持续减少。
- 就总量而言，高端制造业对于就业的吸纳能力本身较弱，远不如互联网、教培等行业。
- 以新能源车为例，“造车新势力”虽然总体员工数量增加较快，但个体企业员工数量相比一些传统企业仍然较少。2021年巅峰期的新东方（教培行业）员工数量高达8.81万人，而2023年“造车新势力”中员工最多的蔚来仅3.2万余人，小鹏汽车员工数量甚至在减少。

图表：2024年Q1新发校招职位行业分布（%）



图表：2021年以来“造车新势力”与新东方正式员工数量



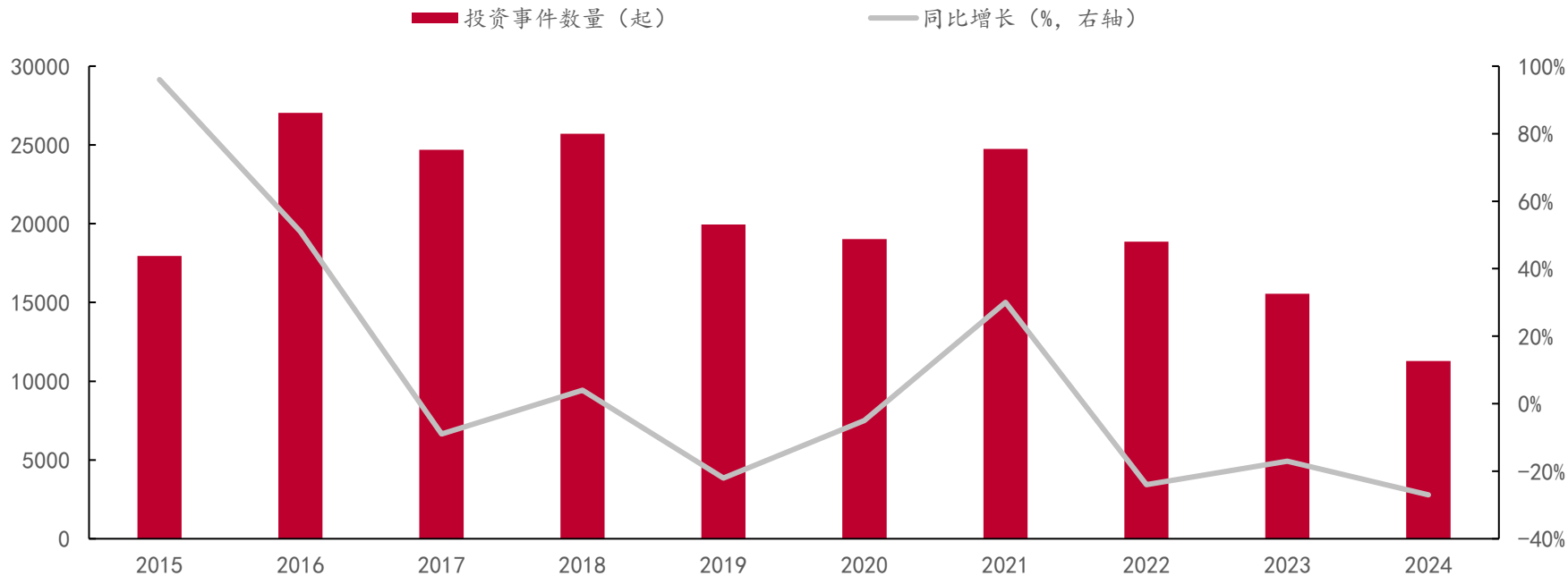
资料来源：猎聘大数据，中泰证券研究所

资料来源：WIND，中泰证券研究所

## 一级市场投资数据拆解：决定核心城市居民就业与收入的重要领先指标

- 2022年以来中国创业市场热度持续下降。根据企名片数据，2024年中国创业投资市场公开投资事件11289起，同比下滑27%，低于2015年同期水平，从数量上看相较2021年高点腰斩。
- 创投整体周期较长，当前投资规模下滑或预示未来3年新兴产业发展速度下滑。新产业蓬勃发展与早期风险资本的支持密不可分。以新能源为例，宁德时代，蔚来等新能源企业均在2015年左右融资，带来2020年新能源产业周期爆发，中间相隔大约5年时间。然而，当前科创企业融资规模持续下滑，或使得未来新兴产业发展增速下滑，带来更加长远的影响。

图表：2015年-2024年中国创业投资市场公开投资事件数量

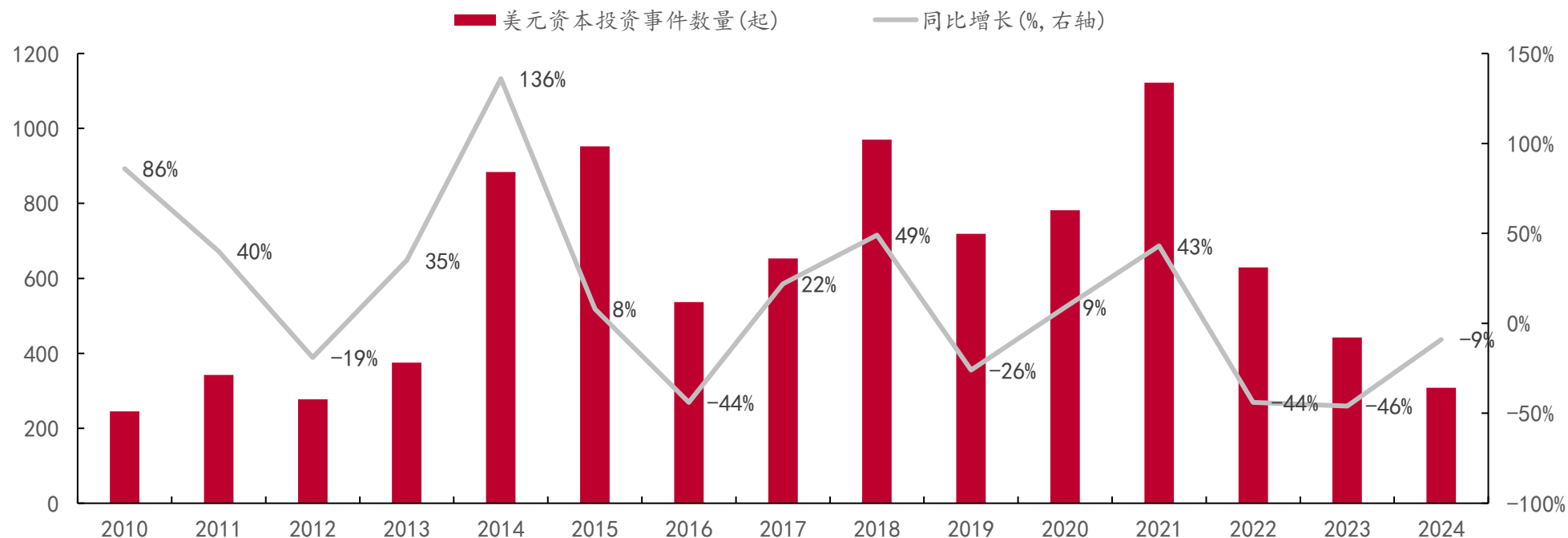


资料来源：企名片，中泰证券研究所

## 一级市场融资数据拆解：融资数据是投资数据的领先指标

- 从融资端来看，过去几年新成立基金数量与规模均呈现下跌趋势。
- 一方面，GDP增速中枢下降带动投资回报率下滑，进而使得投资需求下降。
- 另一方面，海外资本撤退也是导致我国创投规模大幅下滑的原因之一。2022年以来海外资本持续撤出。2024年全年国内美元投资一共308起，同比下滑9%，不足2021年高峰的1/3。

图表：2010年-2024年美元资本投资事件数量



资料来源：企名片，中泰证券研究所



4

海外：特朗普2.0或带来哪些影响？

## 特朗普2.0的焦点问题

一、如何看待特朗普2.0  
的政策框架

三、特朗普2.0对华关税冲  
击的关键时间节点是哪些

1

2

3

4

二、特朗普2.0下的全球地缘  
是“全球和平”还是“显著  
加剧”

四、中方的应对是全面转向  
刺激还是更加注重安全？

## 特朗普2.0的短期影响与交易特征

- 10月以来全球资产价格波动的核心“特朗普交易”：
- 特朗普的政治主张核心是“美国优先”，一方面通过减税与增加赤字，进而利好美股盈利。另一方面，这一行为或抬升美国实际利率，通胀预期以及缩减流动性，使得美债利率持续攀升。特朗普偏好传统能源，释放页岩油产能的政策预期利空油价。其当选带来的强地缘动荡预期进一步推高黄金需求。
- 国内方面，强关税预期我国政策或更加强调军工与科技自主可控。同时，市场预期政策将进行内需对冲。

图表：10月份全球大类资产显示出明显“特朗普交易”特征

日期	债汇			商品				股市				
	美债↑	美元↑	人民币汇率↓	铜↓	黄金↑	原油↓	南华工业品↓	美股↑	MSCI新兴市场↓	MSCI发达市场	沪深300↓	港股↓
2024-10-29	4.28	104.26	7.14	96.0	103.8	96.7	96.4	102.2	96.9	100.7	97.7	98.0
2024-10-28	4.28	104.31	7.13	96.1	102.8	97.1	97.9	102.0	97.0	100.6	98.7	97.5
2024-10-25	4.25	104.32	7.12	96.2	102.4	103.4	97.3	101.7	96.8	100.3	98.5	97.4
2024-10-24	4.21	104.03	7.12	96.2	102.4	101.1	97.6	101.8	96.8	100.4	97.8	97.0
2024-10-23	4.24	104.42	7.13	95.6	102.6	101.9	96.9	101.6	97.4	100.1	98.9	98.2
2024-10-22	4.20	104.08	7.12	96.7	102.6	103.4	96.9	102.5	97.4	101.0	98.5	97.0
2024-10-21	4.19	103.99	7.12	96.1	102.6	101.0	96.9	102.5	97.9	101.3	97.9	96.9
2024-10-18	4.08	103.46	7.10	96.8	101.7	99.3	96.9	102.7	98.5	101.6	97.7	98.4
2024-10-17	4.09	103.78	7.12	95.6	100.8	101.2	95.6	102.3	96.8	101.2	94.3	95.0
2024-10-16	4.02	103.52	7.12	96.4	100.3	100.9	98.2	102.3	97.6	101.1	95.4	96.0
2024-10-15	4.03	103.21	7.12	95.7	99.3	100.9	98.9	101.9	98.1	100.9	96.0	96.1
2024-10-14	4.03	103.20	7.07	97.0	99.5	105.3	100.1	102.6	98.9	101.6	98.6	99.8
2024-10-11	4.08	102.93	7.07	98.6	99.3	107.4	99.6	101.9	98.9	101.0	96.7	100.6
2024-10-10	4.09	102.85	7.08	97.9	98.6	107.9	98.2	101.2	98.7	100.5	99.5	100.6
2024-10-09	4.06	102.90	7.08	97.4	97.9	104.1	99.2	101.5	97.9	100.6	98.5	97.7
2024-10-08	4.04	102.46	7.06	98.1	99.0	104.9	100.0	100.7	98.6	100.0	105.9	99.0
2024-10-07	4.03	102.49	7.02	100.1	99.0	110.0	100.0	99.8	101.0	99.6	100.0	109.3
2024-10-04	3.98	102.49	7.02	100.1	99.3	106.1	100.0	100.7	100.6	100.1	100.0	107.6
2024-10-03	3.85	101.97	7.02	99.5	99.3	105.5	100.0	99.8	100.0	99.5	100.0	104.6
2024-10-02	3.79	101.64	7.02	101.6	99.8	100.5	100.0	100.0	101.3	99.8	100.0	106.2
2024-10-01	3.74	101.21	7.02	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：WIND，中泰证券研究所

## 特朗普2.0政策冲击或显著强于第一任期

- “特朗普2.0”任期下，其权力较2016年或显著上升。2016年特朗普成功当选美国总统是“超预期”事件。作为政治新人的特朗普党内根基尚不深，这使得其最终落地的政策“冲击力”已大幅削弱。过去8年，特朗普利用其在共和党基层选民中的巨大影响力，已经对共和党进行了全面的改造，传统建制派力量已减弱。
- 另外，共和党“横扫参众两院”无疑使得特朗普新一任期权力较上一任期显著增加，几乎缺少制衡力量。

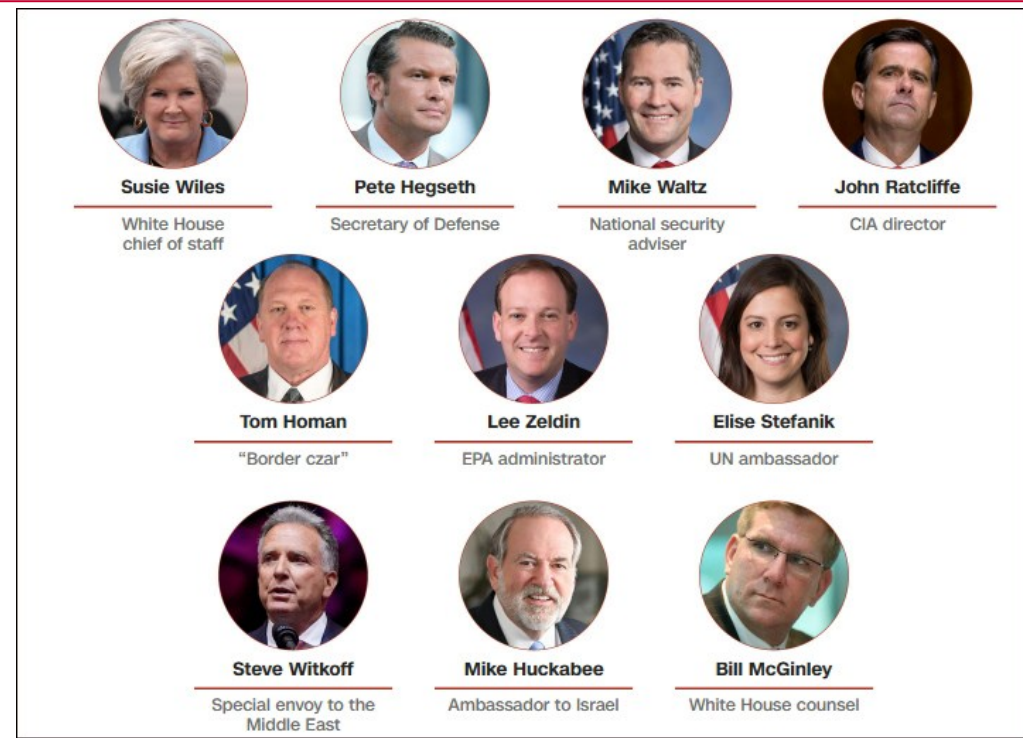
对华态度方面，特朗普新一轮内构成显示出明显“反华”倾向。特朗普提名卢比奥出任国务卿，沃尔兹出任国家安全助理。卢比奥因在涉疆、涉港问题上表现恶劣，在2020年7月和2020年8月两次被中方列入制裁名单。沃尔兹被视作众议院最重要的“对华鹰派人物”之一，曾主导并参与发起多项涉华法案。

这些人事任命不仅表明了特朗普第二任期关税等对华不利政策不可避免，且高科技限制方面执行的严格程度或将显著超过第一任期。

另外，其内阁成员的强硬立场与行径或使得中美沟通机制本身都会受到重大冲击，使得双方容易出生误判，进而有形成进一步地缘风险的可能。

对华相对友好的马斯克尽管会在特朗普内阁中发挥重要作用，但其更多主导美国政府机构改革，而非外交。

图表：特朗普部分公布内阁成员（CNN）

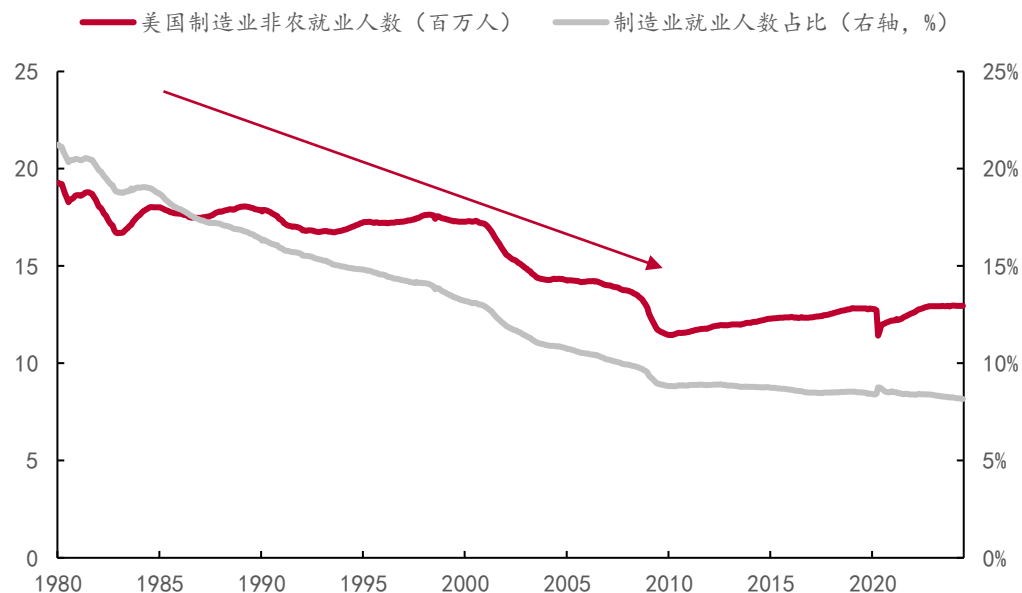


资料来源：CNN，中泰证券研究所

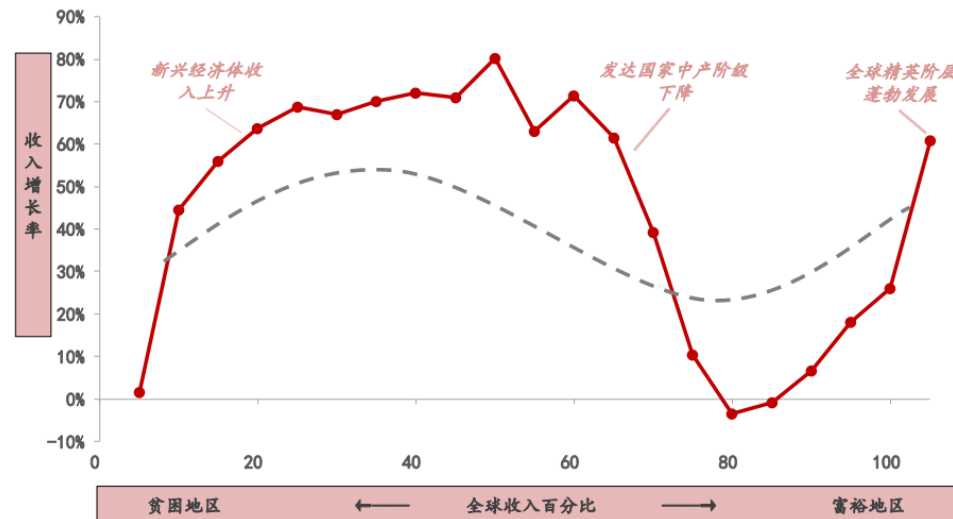
## 特朗普2.0的本质：“反秩序性”，对冷战后美国主导的内外秩序全面颠覆

- 《乡下人的悲歌》：美国制造业“空心化”，造成了美国工薪阶层收入改善的乏力，中产阶级的萎缩和贫富分化的加剧。美国中产阶级的“萎缩”不仅改变了美国的经济格局，还深刻影响了社会结构和政治生态，加剧了社会居民的“政治疏离感”及“经济不安”。
- **特朗普2.0的本质：“反秩序性”对大类资产的影响：**
  1. 现有国际秩序加速崩塌，黄金或将迎来大机会。
  2. 美国资产：“反秩序性”使得美元信用遭受根本性冲击，“二次通胀”，“宪法秩序”冲击或对美股等美国资产造成持续扰动。
  3. 中国：地缘政治与经济贸易或出现“分化”。冷战后国际地缘政治秩序有改变诉求。美国秩序崩塌，将带来大国影响力进一步提升，进而提升国内资产价格的估值中枢。但是，中国贸易顺差较高，国际经贸秩序的崩塌或对出口、转口和国内商品价格带来压力。

图表：1980-2010年美国制造业“空心化”导致就业人数大幅下滑



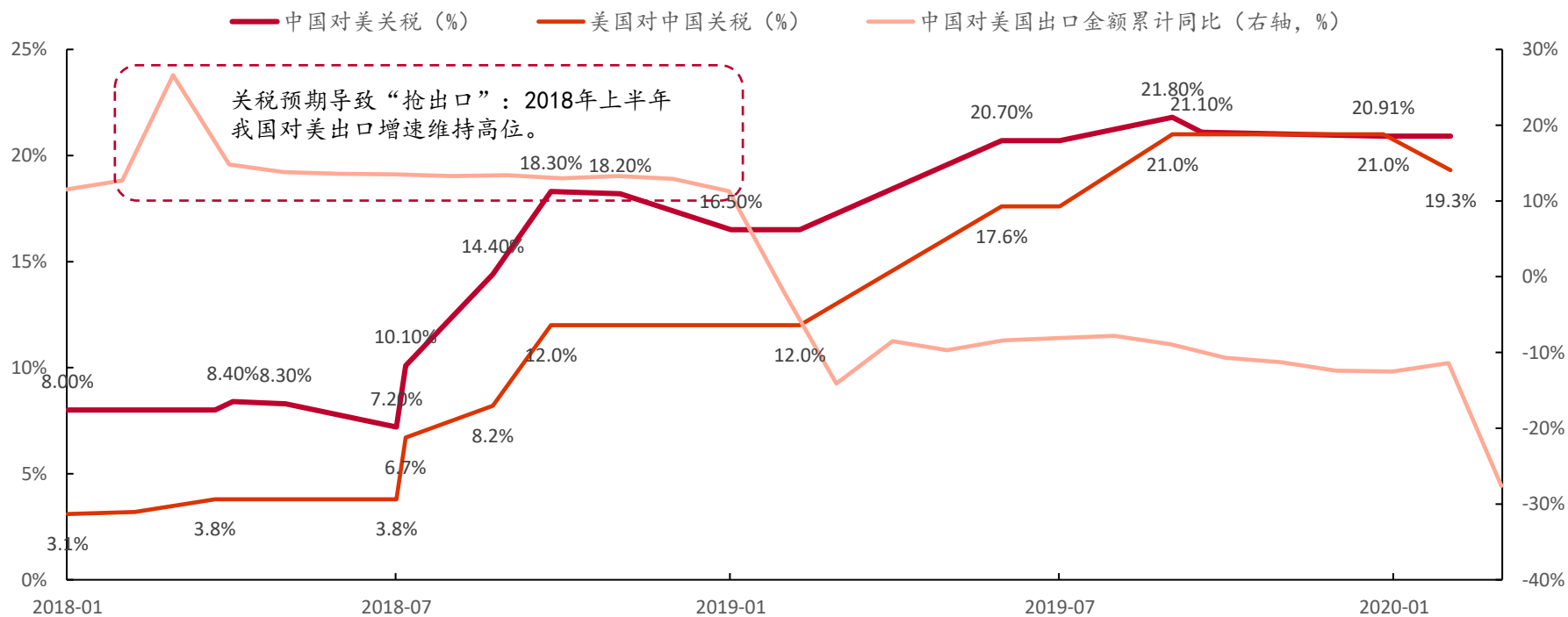
图表：“大象曲线”：发达国家中产与精英阶层的分化加剧



## 以史为鉴，美国关税政策或带来“关税螺旋”

- 以史为鉴：主要消费国大幅提高关税后，其他经济体都倾向提升关税，以保护本国产业免受转口贸易的冲击。
- 一国加征关税会使得出口国同样实施惩罚性关税进行反制，即关税的“螺旋效应”。最后，关税的传导将使得世界主要贸易国关税整体上升。以2018年为例，中美贸易争端爆发后两国互相加征关税，使得关税比例与范围呈现“螺旋上升趋势”。
- **与2018年房地产是中国经济的核心支柱所不同，2024年出口是中国经济增长主要支柱。**考虑到半导体、新能源车等行业新增产能压力以及特朗普2.0的影响，预计2025年，特别是下半年我国整体出口压力或较大。

图表：关税“螺旋效应”2018-2020中美加征关税与出口变化

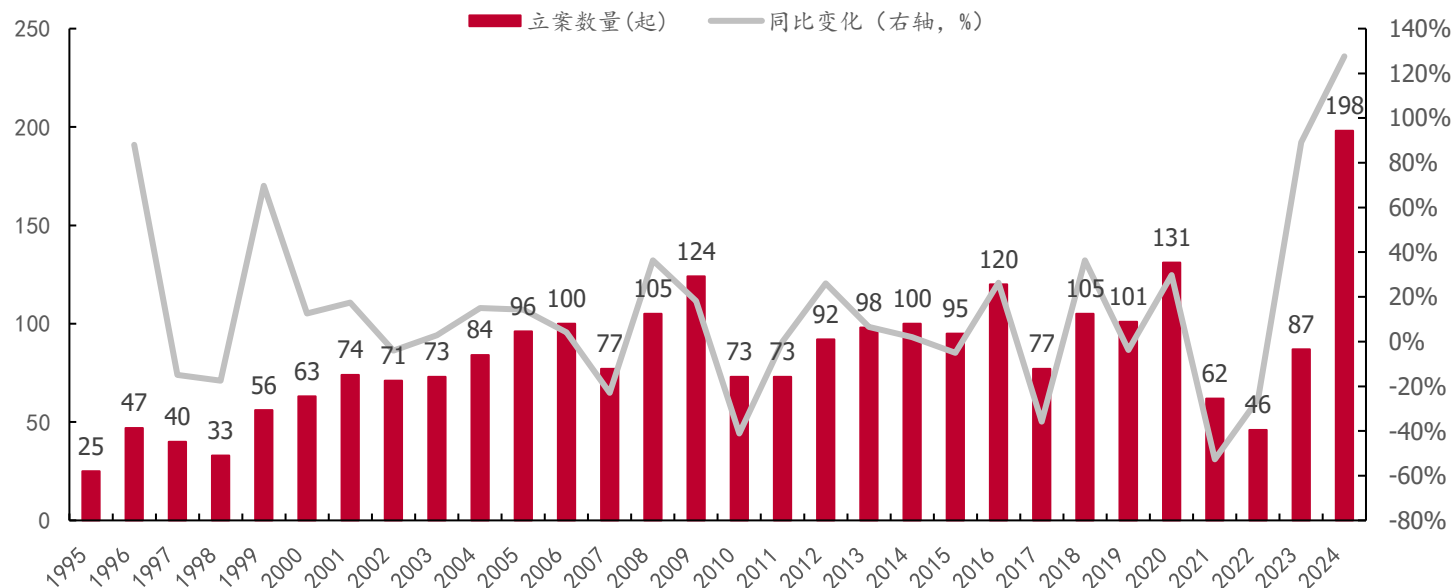


资料来源：Wind, 中泰证券研究所；

## 特朗普“贸易争端2.0”间接影响或被低估

- 当前我国综合国力相比2018年显著上升。故面对美国加征关税时，将比18年时更加自信且强硬的对特朗普进行回击，以维护国家利益。今年2月美国加征关税后我国迅速出台反制措施，宣布对美国煤炭、液化天然气加征15%关税。
- 在国际地缘动荡与国际秩序崩塌下，全球各区域冲突或将显著上升。国际贸易秩序瓦解将使得我国对其他国家出口，以及对美国的转口贸易造成一定负面影响。近几年全球对我国发起贸易救济立案数量明显上升，地缘扰动下出口难度持续上升。
- **特朗普政策对国内经济的间接影响或被低估：**
  1. 中美地缘关系影响下，外资与部分跨国企业预期或受影响：中概股退市风险与港股风险；
  2. 国内经济政策更加注重安全，中央或进一步强化党中央集中统一领导。
  3. 中国香港、中国台湾、南海等中美潜在地缘风险凸显。

图表：1995年至2024年全球对中国发起贸易救济原审立案数量

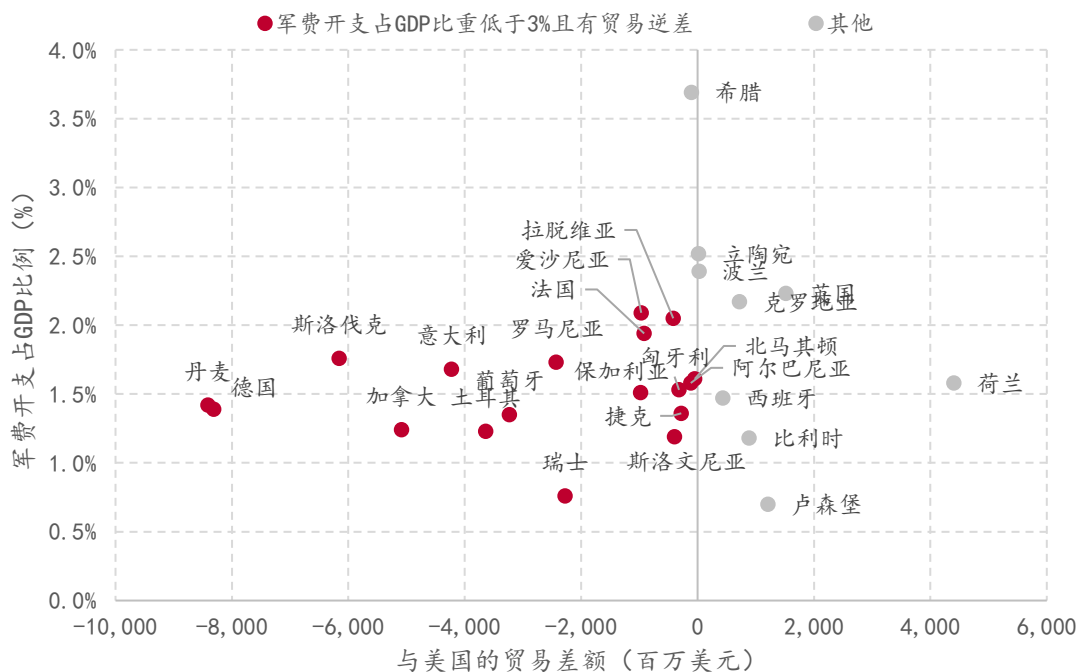


资料来源：中国贸易救济信息网，中泰证券研究所

## 全球地缘动荡加剧下，制造业扩张与供应链重构将是未来5年最重要的趋势

- 在特朗普2.0带来的地缘强动荡背景下，以国家安全相关的高科技“军民两用”与高端制造为代表的“新质生产力”仍将是包括特别国债为代表的财政政策最重要的发力方向，且紧迫性越来越强。
- 战后国际秩序进一步瓦解带来的地缘风险上升背景下，军用耗材战备“补库存”相关军民两用产品或将迎来新的增量。
- 特朗普“美国优先”政治主张下，对盟友的保护力度或明显减弱。部分军费开支相对较低，且对美国有贸易顺差（赚取美国利润）的北约以及美国亚洲盟国与合作伙伴或处于“危险区”，未来国防支出或上升。

图表：2022年各国军费占GDP比重与对美贸易赤字



图表：军工VS奢侈品股价：各国财政或将更多由居民消费转向国防支出



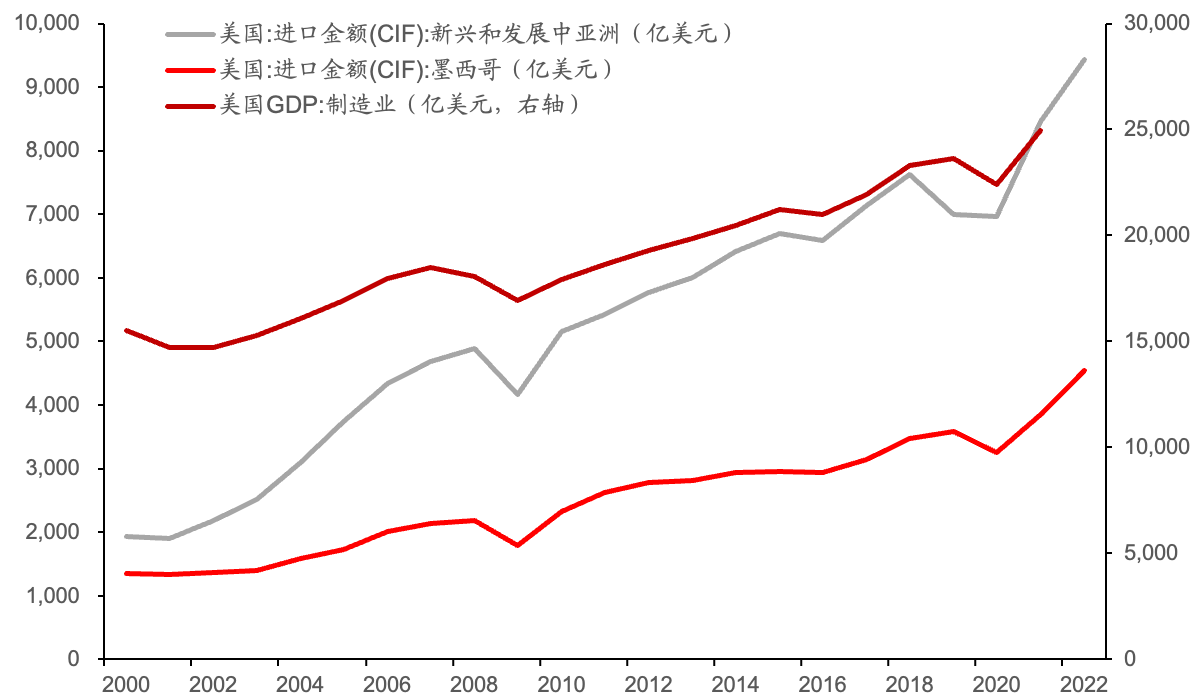
资料来源：iFind, 中泰证券研究所

资料来源：WIND, 中泰证券研究所； 股价定基100点

## 美国“跨国企业模式”的繁华表象下的代价：制造业空心化与霸权基础的松动

- 过去世界经济的发展以经济效率而非安全性为主导，资本市场的逐利性使得欧美国家制造业空心化。
- 美国过去几十年的全球化进程本质上是为了迎合华尔街资本对于利润的追求。企业为了降低成本和寻求更广阔的市场，将制造业转移到劳动力成本较低的国家，如中国和墨西哥等。
- 在全球化过程中过度追求利润使得美国在大力发展设计，研发等具有高附加值的制造服务业以及金融业的同时，国内制造业空心化的现象愈发严重。进一步，美国本土制造业整体竞争力明显下滑使得美国对进口的依赖上升，美国本土供应链风险加大。
- 除此之外，本土制造业向外迁移同时也导致美国区域发展不平衡加剧，国内贫富差距加大，政治越来越极化。

图表：美国从亚洲新兴地区、墨西哥进口以及美国国内制造业总产值对比

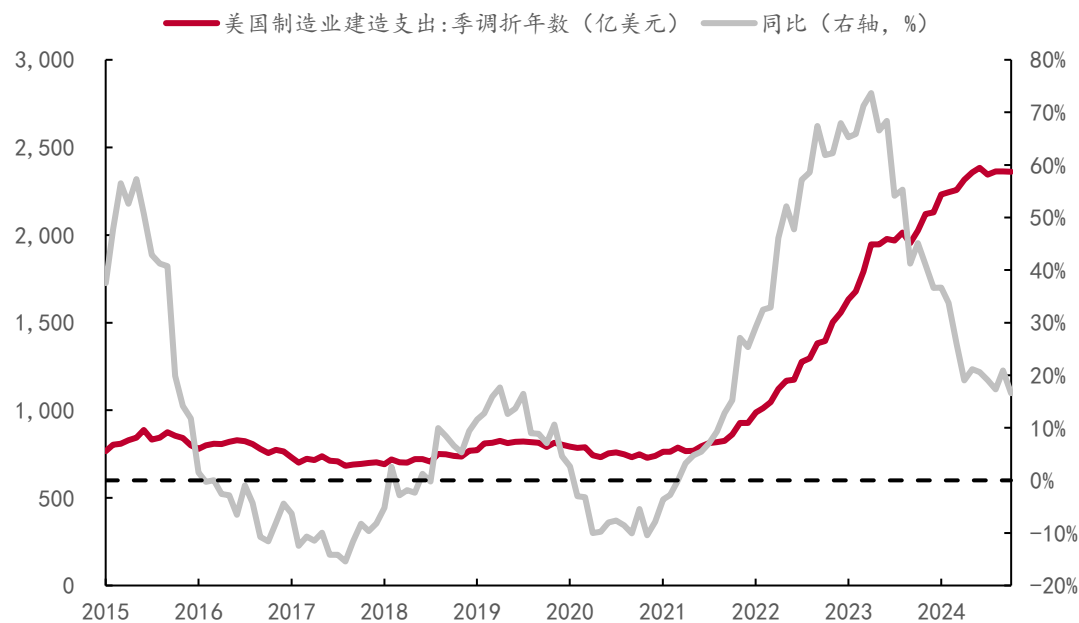


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

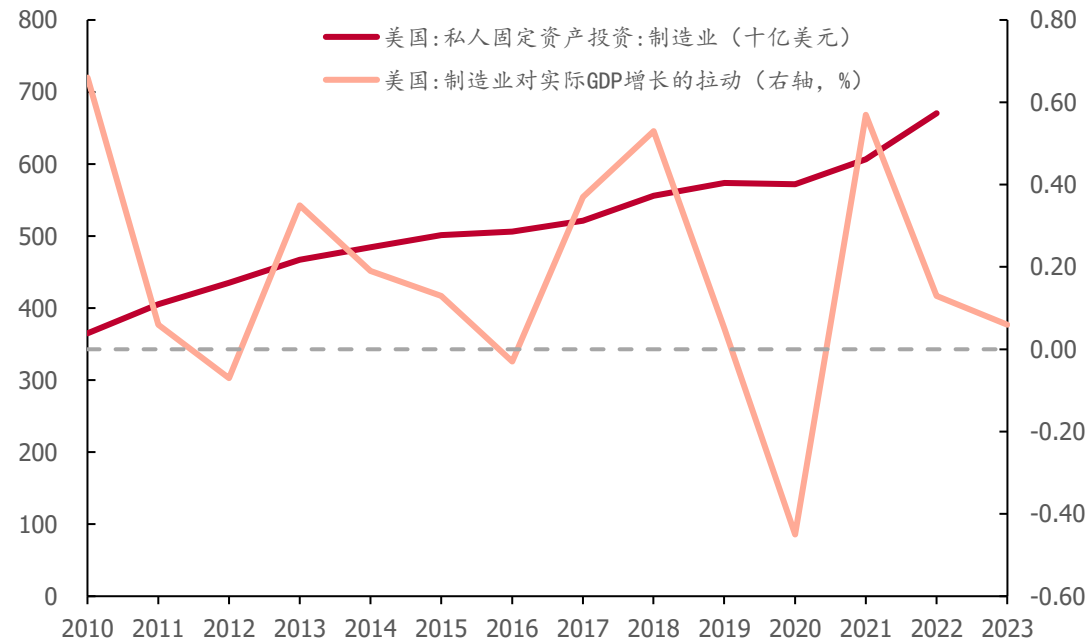
## 全球制造业扩张周期“新阶段”：或由推动“制造业转移”转变为“本土制造业回流”

- 近年来，欧美国家开始不遗余力推动制造业回流，如：特朗普对美国企业留存海外的利润一次性征税，拜登执政后，加大了补贴和公共投资力度，先后签署《基础设施投资和就业法》《芯片与科学法》《通胀削减法》等法案，为基础设施、半导体、清洁能源等关键产业提供大量补贴。
- 近几年来美国在制造业领域的投资显著增加，尤其是在半导体和清洁技术领域。另一方面，美国制造业就业人数增加，制造业增加值对GDP贡献有所提升。2021年初拜登就任美国总统，2022年全年美国制造业投资额达到6705亿美元，同比增长10.5%。
- 在这一过程中，预计上游有色等资源品的需求和挖掘机、重卡等制造业建厂密切相关的工程机械等的出口将持续强势。

图表：2021年以来美国制造业资本开支明显上升



图表：美国私人固定资产制造业投资增长



## “新大航海”：马斯克主导下的“特朗普2.0”硬科技革命

- 参考历史可发现，四次科技革命均诞生于大国竞争。当前国际地缘秩序的进一步崩坏，美国进一步强化军备为代表的制造业科技革命是其紧迫的客观要求。考虑到马斯克在美国新政府的关键性作用，预计25年起全球“硬科技”革命将进一步拉开帷幕。
- “新大航海”颠覆性潜力巨大：Space X（大幅降低太空发射成本，使得太空工厂成为可能）、超级储能、火星探索、Optimus机器人、无人机、无人驾驶等或将是25年起科技革命的突破的焦点所在。

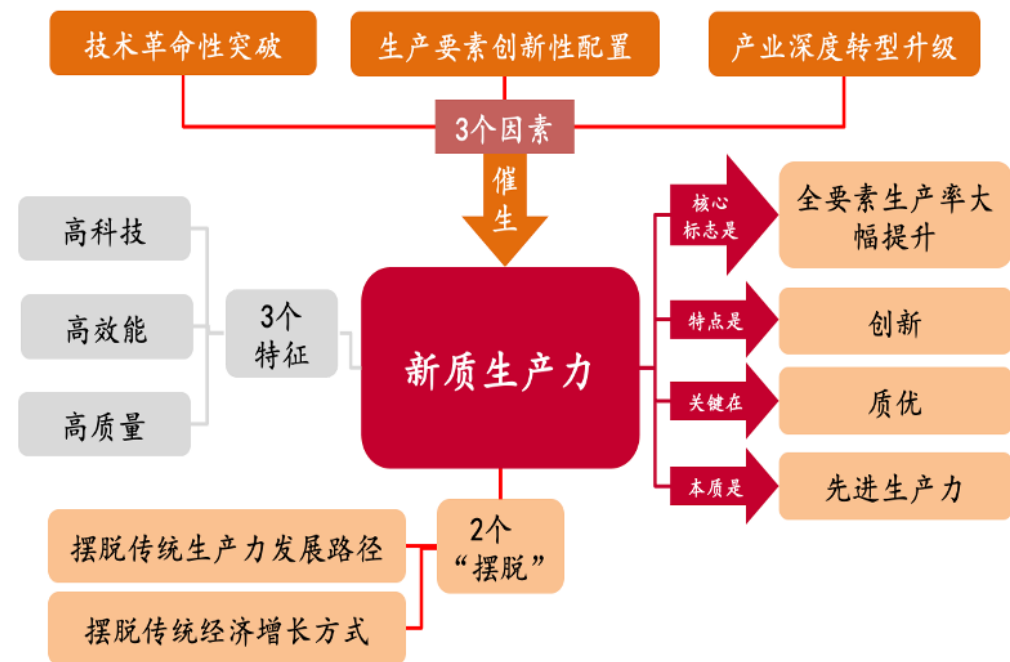
	大国博弈	科技井喷
事件	英国称霸欧洲	第一次工业革命
时间	17世纪中叶~18世纪中叶	18世纪中叶~19世纪中叶
涉及国家	英国、荷兰；英国、法国	英国为源头向世界扩散
过程	英国与荷兰争夺贸易权；英法争夺殖民地统治权。英国均胜利，极大强化英国在欧洲地位。	1) 1764年“珍妮纺纱机”——揭开了工业革命的序幕。2) 1784年瓦特改良蒸汽机并广泛应用——世界进入“蒸汽时代”。
影响	英国开始重视科技创新，设立了一系列学术机构，孵化出牛顿等先驱学者。	极大地提高了生产力，巩固了资本主义各国的统治地位，同时引起了社会的重大变革，使社会日益分裂成为两大对抗阶级即工业资产阶级和无产阶级，工人运动兴起。
事件	普奥战争；英德战争	第二次工业革命
时间	19世纪前期~20世纪前期	19世纪60年代后期~20世纪30年代
涉及国家	英国为首的老牌资本主义强国、德国为首的新兴资本主义国家	德国、日本及美国等新兴资本主义国家率先完成
过程	1) 普奥战争：普鲁士与奥地利争夺统一德意志的领导权，最后汉诺威王国战败并被普鲁士合并。2) 德国发展速度极快，在殖民地和海上领导权等方面与英国逐步发生摩擦，最后英德战争爆发。	1) 电力逐步取代蒸汽，成为工厂机器的主要动力，人类历史进入了“电气时代”。2) 19世纪90年代，柴油机、内燃机——交通运输业迅速发展。3) 19世纪70年代美国人贝尔发明电话，90年代意大利人马可尼试验无线电报——信息传递方式革新。
影响	普奥战争：钢铁、电力汽车、铁路运输和电报通讯行业兴起。 英德战争：间接引发第一次世界大战，全世界各国不断加大对各项技术的开发。	整体人类社会生产力发展再上一个台阶，西方资本主义国家强势力量彻底形成，国际局面变成“西强东弱”，形成了资本主义对全球的全面统治。
事件	美苏冷战	信息科技革命
时间	1947年~1991年	20世纪50年代二战后
涉及国家	美苏两国及其各自同盟国	以美苏两国科技创新为源头向全球扩散
过程	1) 二战结束后，苏联意图在古巴设立导弹基地，引起古巴危机。2) 古巴危机后苏联大力发展重工业和军事，威胁到了美国的安全。3) 里根任职美国总统后不断加强军事投入，准备随时与苏联对抗。同时苏联经济不景气，难以维持军备竞赛，最终苏联解体，冷战结束。	1) 空间技术：人造地球卫星、人类登月。2) 原子技术：原子弹、氢弹、核武器、原子能电站 3) 电子计算机技术：从第一代电子管计算机不断发展，人类社会进入网络信息互连时代。
影响	美苏竞争是推动第三次科技革命的重要动力。军备竞赛催生新技术和两国工业转型升级，进而影响全球。	重塑生产结构，第三产业的比重上升。各国加大科技投入，加剧了各国发展的不平衡，扩大了世界范围的贫富差距，社会主义国家在与西方资本主义国家抗衡的斗争中具有强大的动力。

资料来源：中国科学报，证券时报，趣历史网，环球网，中泰证券研究所；

## “马斯克科技链”：海外科技革命与国内产业政策共振

- “颠覆性技术、前沿性技术”：马斯克的科技方向，往往会得到国内最高层级政策的快速响应：
- 2023年底中央经济工作会议：以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。完善新型举国体制，实施制造业重点产业链高质量发展行动，加强质量支撑和标准引领，提升产业链供应链韧性和安全水平。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。
- 国资委：到2025年，中央企业战略性新兴产业占比要达到35%，在类脑智能、量子信息科技、可控核聚变等方面要提前布局。

图表：新质生产力逻辑关系



资料来源：中泰证券研究所



5

# 投资建议

## 投资建议

- 两会后，市场开始关注“现实”时，特朗普关税政策、国内政策定力、经济基本面等因素压力或逐步显现。另一方面，当前中小市值杠杆资金和估值历史高位和民企IPO逐步放开下，“壳价值”或明显削弱，使得高位中小市值风险逐步加大。
- 恒生科技代表的国内AI产业趋势，政策定力下的债市、红利为代表的防御类资产，以及特朗普全球冲击下的安全类资产，将是今年三大产业趋势：
  - **一、中国科技密集突破与科技重估下的局部投资机遇：互联网龙头，算力与机器人等。**
    - DeepSeek带来的低成本AI热潮或显著降低AI部署成本，利好AI下游产业，如互联网、新能源车、机器人等，但整体“扩散”有限。我们认为无需被“逼空式”追高科技股，特别是转向A股中估值过高的中小市值、科创。
    - 从估值角度来看，当前科创50指数市盈率处于历史极高值，且盈利增速为负，故短期从基本上较难有支撑，A股科技股更多是跟涨状态。港股方面，恒生科技估值约为25倍，24Q3盈利增速则为23%，更具投资价值。
  - **二、总量政策定力下的“防御类”主线：债券、红利类资产（公用事业等）**
    - 中期而言，供给端新能源车、半导体等行业新的产能压力，叠加特朗普2.0下，全球贸易、科技升级的风险将带来出口需求侧压力，预计25年A股整体盈利依然将面临较大的增长压力。
    - 就投资而言，当前红利类资产盈利能力稳定，且估值偏低，具备较强的安全边际。同时，预计2025年资本市场政策或反复活跃。在市值管理等政策支持下，稳健类央国企红利估值或修复。
    - 2025年总量政策或依然以“防风险”为主。各项化债政策或有效减轻地方政府债务压力，进而利好下游的央国企。其中应收账款占比较高的，与地方政府合作密切的行业，如建筑、环保等行业或明显受益。
  - **三、特朗普2.0全球地缘秩序崩塌下的“安全类”主线：黄金、有色、电力设备、核电产业链、军工等。**
    - 特朗普“美国优先主义”或进一步造成世界地缘动荡加剧，黄金等资产的“避险”属性或上升。另一方面，特朗普当选或导致美元走弱，推升长期通胀，黄金“抗通胀”属性或带来更大的配置需求。
    - 全球地缘持续动荡，或推动世界各国迎来新一轮制造业扩张周期，我国上游有色等资源品的需求中期持续强势。同时，帮助西方建设制造业工厂的挖掘机、重卡等工程机械、设备的出口也将持续强势。
    - 中美地缘关系持续动荡或使得我国发展路线更加强调“安全”，军工等国家安全相关板块持续活跃。其中核电板块同时受益于科技与军工，值得重点关注。



6

# 风险提示

领先一步

## 风险提示

---

- (1) 受消费乏力、投资减弱、外贸承压等影响，国内经济增长或不及预期；
- (2) 超预期风险未完全释放，“底线思维”下稳增长政策不及预期；
- (3) 外围扰动超预期变化，导致出口承压；
- (4) 数据统计误差；
- (5) 历史规律失效；
- (6) 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



谢谢大家!

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本人力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。