

2025 年 3 月 15 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股

报告摘要

核心观点：

- ◆ 近期美国经济政策不确定性指数持续飙升，本周美股波动依旧较大，“美国衰退”叙事仍在延续。从经济数据来看，虽然美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱，但整体看尚无衰退迹象。美国通胀放缓下，降息约束条件减弱，市场降息预期有所提升。因此，当前美国经济政策不确定性走高的最主要原因或为特朗普政府的不确定性，而美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破更多是为美国资产空头的“衰退交易”叙事起到推波助澜的作用。
- ◆ 短期来看，美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破或较难被证伪，因此预计“美国衰退”叙事或将持续。此外，2024 年 7 月至 9 月的“美国衰退”交易初期，本轮“美国衰退”交易初期标普 500 风险溢价更低，即美股风险积累得更大，预计本轮美股回调将更深。
- ◆ 中期看，预计特朗普高政策不确定的风格将延续，美国经济或将温和回落但并非衰退。中国自 2024 年 9 月底政策转向，两会明确赤字率拟按 4% 左右安排，创历史新高。若中国经济稳步回升，从而形成中美基本面实质上的“东升西落”，有望引发全球资金重新配置，流向中国资产。
- ◆ 目前国内基本面改善趋势尚不稳定，全球资金能否持续流入中国资产需关注国内经济数据变化和政策执行情况。内需消费政策有望快速加码，“东升西落”交易正在酝酿中。近期的育儿补贴政策的落地短期有望带动家庭消费，长期有助于缓解此前市场对于中国生育率的担忧。

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：《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》

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》

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

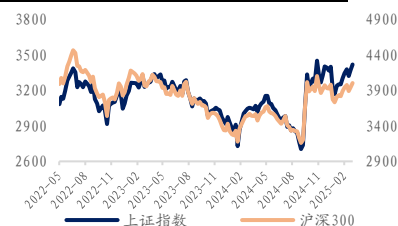
联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

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

- ◆ 中国股票资产性价比比较高，A 股和港股估值的绝对水平、相对水平和全球其他主要指数相比估值修复空间相对较大。AH 股溢价指数年初以来趋势性下行，处于 2021 年以来最低水平附近。而 A 股较港股相对拥有更多的传统经济相关产业，近期内需消费政策加码，预计 A 股更为受益。但中期看，港股拥有中国较多新经济相关产业，未来估值重塑空间更大。
- ◆ 今年以来中美股市逐渐呈现一定负相关，国内外政策角力的天平或已经开始向有利于中国资产的方向倾斜。中美科技板块同样逐步呈现负相关，且 A 股科技板块先于 A 股整体脱离与美股的正相关性。
- ◆ 鉴于当前中国科技股的估值提升主要还由预期拉动，基本面较美国相头部大型科技股尚存一定差距。美股科技股估值持续回落，或在短期内对中国科技股估值重塑形成一定压力。近期政府工作报告提振消费和综合整治“内卷式”竞争的政策驱动下，消费、顺周期板块有望实现估值修复。近期 A 股和港股均呈现出较明显的风格切换。



投资建议：

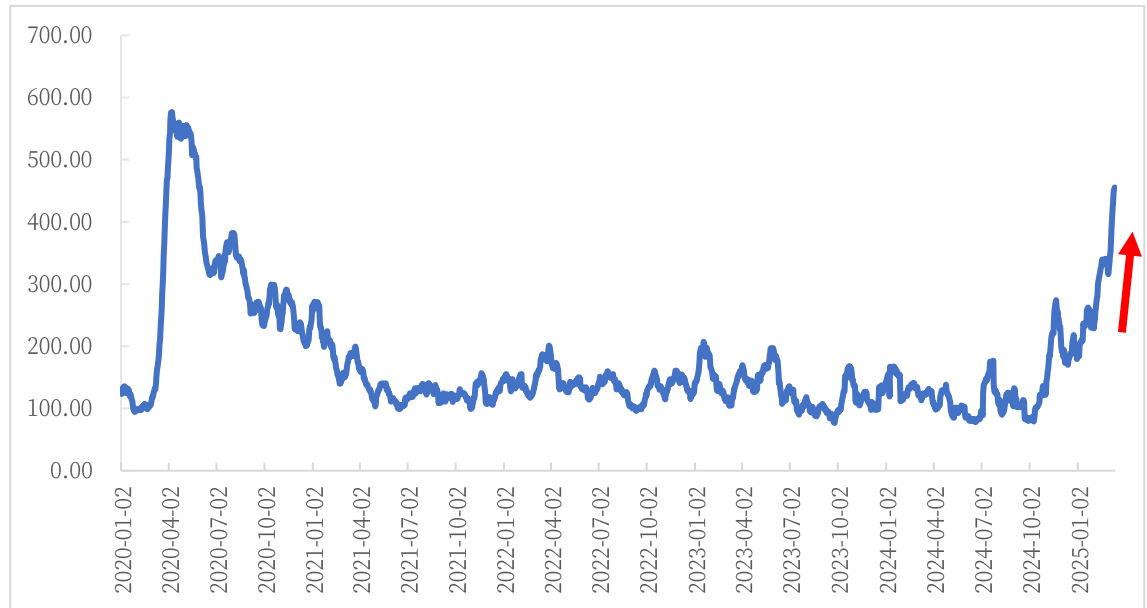
- ◆ 海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

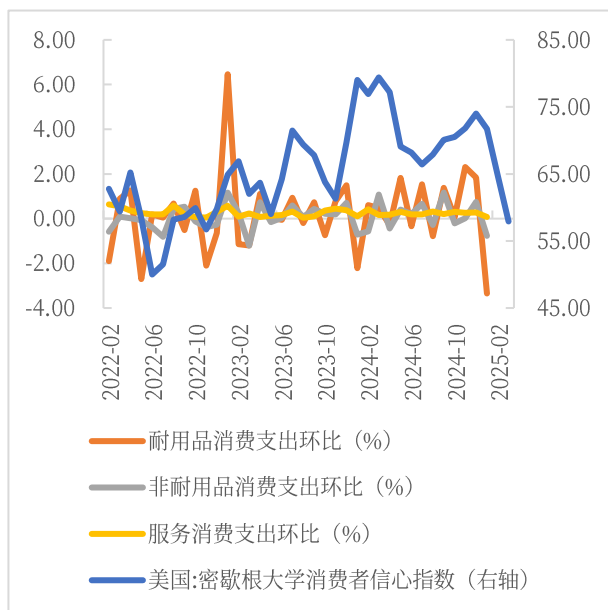
根据同花顺数据，本周市场多数上涨，上证指数（1.39%）、深证成指（1.24%）、沪深 300（1.59%）、创业板指（0.97%）、中证 500（1.43%）、中证 1000（0.97%）表现较强；科创 50（-1.76%）表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 3.54%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、食品饮料、煤炭表现较强，分别上涨 8.18%、6.19%、4.84%；计算机、机械设备、电子表现较弱，分别下跌 1.36%、0.68%、0.62%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 16557.35 亿元，较上周减少 451.91 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 19.35 倍，较上周上涨 1.51%。

正文：

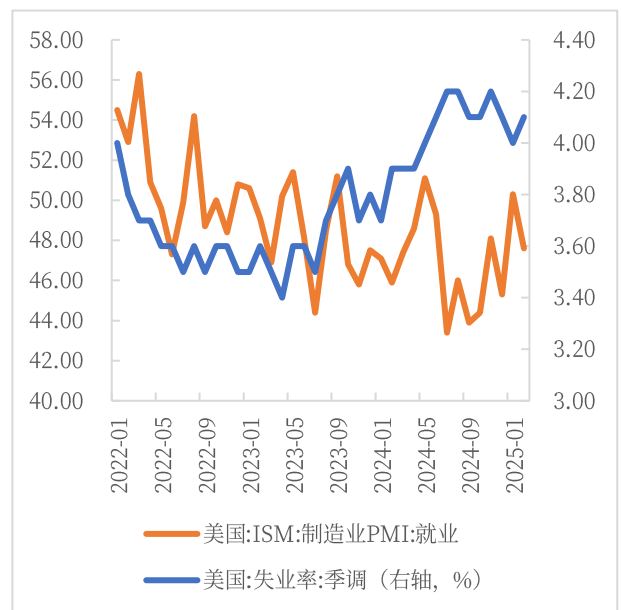
近期美国经济政策不确定性指数持续飙升，本周美股波动依旧较大，“美国衰退”叙事仍在延续。从经济数据来看，虽然美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱，但整体看尚无衰退迹象。参考经济政策不确定性指数 20MA，特朗普政府的摇摆使政策不确定性飙升，3 月 13 日指数已达近五年 95.60% 百分位，仅次于 2020 年第一季度，更为美国经济前景的不确定性雪上加霜。基本面方面，观察月频数据个人消费支出，2025 年 1 月耐用品和非耐用品个人消费支出环比均转负，耐用品个人消费支出环比已经跌至 2021 年 8 月以来的最低点，密歇根大学消费者信心指数连续 3 个月下滑，2025 年 3 月已达 57.90，为 2022 年 12 月以来的最低点。就业市场面临压力，失业率较高，自 2024 年 5 月以来连续 10 个月未曾低于 4%，达近五年 53.30% 百分位，ISM 制造业就业自 1 月的 50.3 下滑至 2 月的 47.6，已跌至近五年 35.00% 百分位。但 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 均呈现回升态势，并连续 2 个月位于扩张区间，显示经济动能仍然充足，目前美国经济下行面临的压力或可归类为边际走弱，尚未出现衰退信号。

图1 美国经济政策不确定性指数（20 日移动平均）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 消费支出全面回落（单位：%）


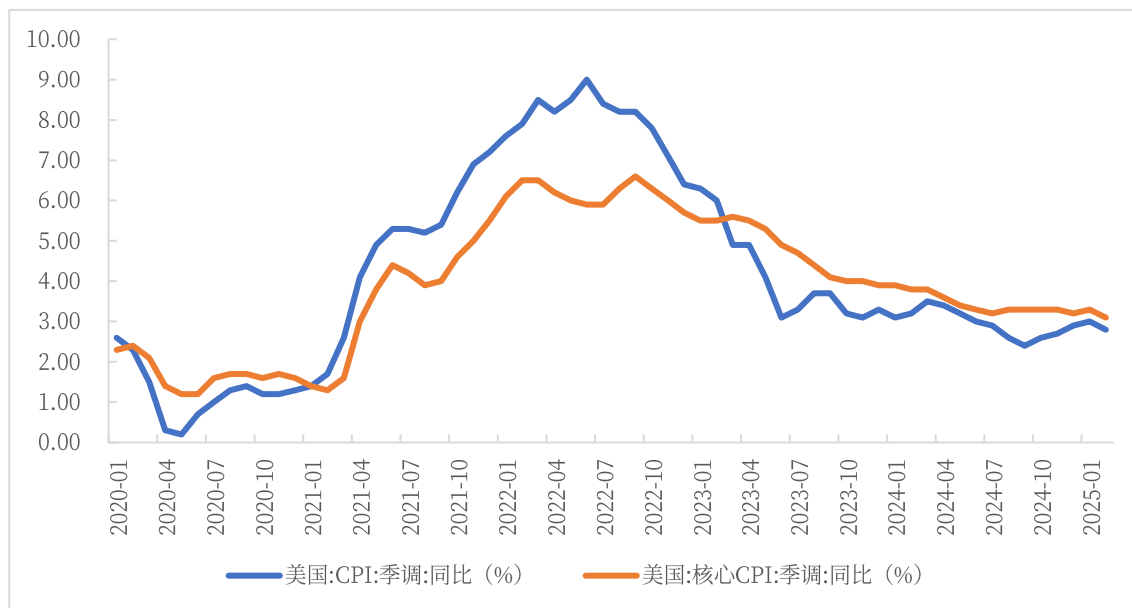
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（个人消费支出环比数据均为不变价季调折年数）

图3 美国就业市场疲软（单位：%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

美国通胀放缓下，降息约束条件减弱，市场降息预期有所提升。在基本面下行的压力下，2 月 CPI 和核心 CPI 同比均放缓，给予美联储降息的条件，年内降息概率已从一个月前 2 月 13 日的 77.6% 上升至 3 月 13 日的 98.5%。但路径面临不确定性，其中年内降息 75bp 的概率最大（32.9%），其次是 50bp（26.7%）和 100bp（20.9%）。

图4 2月美国通胀回落



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图5 美联储降息路径

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	34.2%	65.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	24.5%	56.2%	18.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.9%	37.0%	41.5%	11.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.8%	28.4%	40.1%	21.0%	3.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.0%	31.7%	34.6%	16.0%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.7%	20.9%	32.9%	26.7%	10.3%	1.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	9.4%	23.2%	31.8%	23.6%	8.7%	1.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.6%	3.6%	12.4%	25.0%	30.0%	20.4%	7.0%	0.9%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.3%	13.4%	25.5%	29.2%	19.3%	6.5%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.1%	5.0%	14.3%	25.7%	28.4%	18.3%	6.1%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.3%	5.4%	14.8%	25.9%	28.0%	17.8%	5.9%	0.8%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.4%	5.7%	15.2%	25.9%	27.7%	17.4%	5.7%	0.7%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.3%	5.3%	14.3%	25.0%	27.6%	18.3%	6.8%	1.2%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.7%	13.0%	23.5%	27.2%	19.6%	8.4%	2.0%	0.2%

资料来源: CME, 中航证券研究所整理 (注: 截至 3 月 13 日)

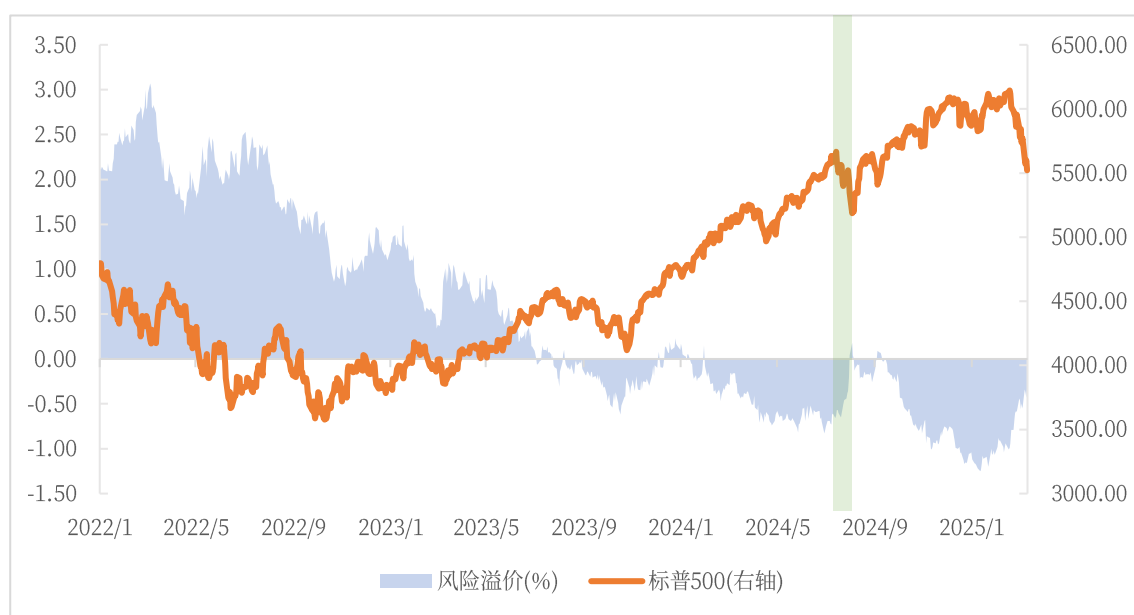
当前美国经济政策不确定性走高的最主要原因或为特朗普政府的不确定性，而美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破更多是为美国资产空头的“衰退交易”叙事起到推波助澜的作用。

短期来看，美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破或较难被证伪，因此预计“美国衰退”叙事或将持续。当地时间 3 月 9 日，美国总统特朗普在接受采访时淡化了近期因他征

收并调整关税而导致的股市大幅波动，并称不能过分关注股市，承认美国经济正处于过渡期，不排除今年衰退的可能性。由此来看，美国经济短期内或仍将承压。

此外，2024年7月至9月的“美国衰退”交易初期，本轮“美国衰退”交易初期标普500风险溢价更低，即美股风险积累得更大，预计本轮美股回调将更深。2024年第二季度曾出现类似的基本面边际下行、资本市场交易衰退预期。风险溢价自2023年7月转负，2024年7月进一步扩大至阶段低点，造成了标普500达9.71%的回撤。2025年1月风险溢价积累到更低的低点，伴随美国10年国债收益率自2月以来下行加速，“美国衰退”交易逐渐形成，标普500再度出现了高斜率回撤。

图6 风险溢价拖累美股表现



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（标普500风险溢价=1/市盈率-美国10年国债收益率）

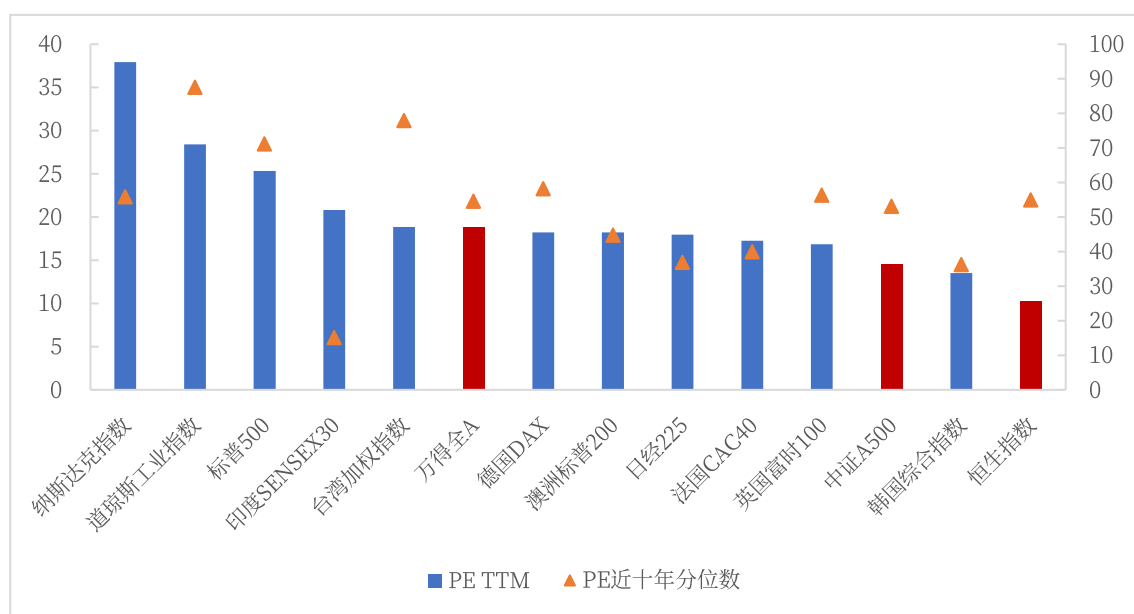
中期看，预计特朗普高政策不确定的风格将延续，美国经济或将温和回落但并非衰退。中国自2024年9月底政策转向，两会明确赤字率拟按4%左右安排，创历史新高。若中国经济稳步回升，从而形成中美基本面实质上的“东升西落”，有望引发全球资金重新配置，流向中国资产。

目前国内基本面改善趋势尚不稳定，全球资金能否持续流入中国资产需关注国内经济数据变化和政策执行情况。内需消费政策有望快速加码，“东升西落”交易正在酝酿中。近期的育儿补贴政策的落地短期有望带动家庭消费，长期有助于缓解此前市场对于中国生育率的担忧。2月份经济数据略弱于预期，反应国内基本面改善趋势尚不稳定。3月13日，国务院新闻办公室发布预告称将于2025年3月17日（星期一）下午3时举行新闻发布会，请国家发展改革委副主任李春临和财政部、人力资源社会保障部、商务部、中国人民银行、市场监管总局有关负

责人介绍提振消费有关情况，并答记者问。同日，呼和浩特市卫健委发布了落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程。根据细则，生育一孩一次性发放育儿补贴 10000 元；生育二孩发放育儿补贴 50000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴 100000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 10 周岁。次日，深圳市称目前国家卫生健康委正在会同有关部门研究育儿补贴实施方案，深圳将根据国家部署积极稳妥做好落实。

中国股票资产性价比比较高，估值绝对水平处于全球主要指数中低水平；相对水平下，A 股、港股估值处于过去十年分位数中间水平，和全球其他主要指数相比估值修复空间相对较大。截至 2025 年 3 月 13 日，相较于全球主要指数估值，AH 股主要指数估值仍处于中低位置。从近十年估值历史分位来看，中证 A500 指数、万得全 A 指数、恒生指数估值分别位于过去十年的 53.15%、54.67%、55.02%，仍存在修复空间。后续随稳增长政策逐渐落地见效，AH 股估值仍存在较大上行空间。

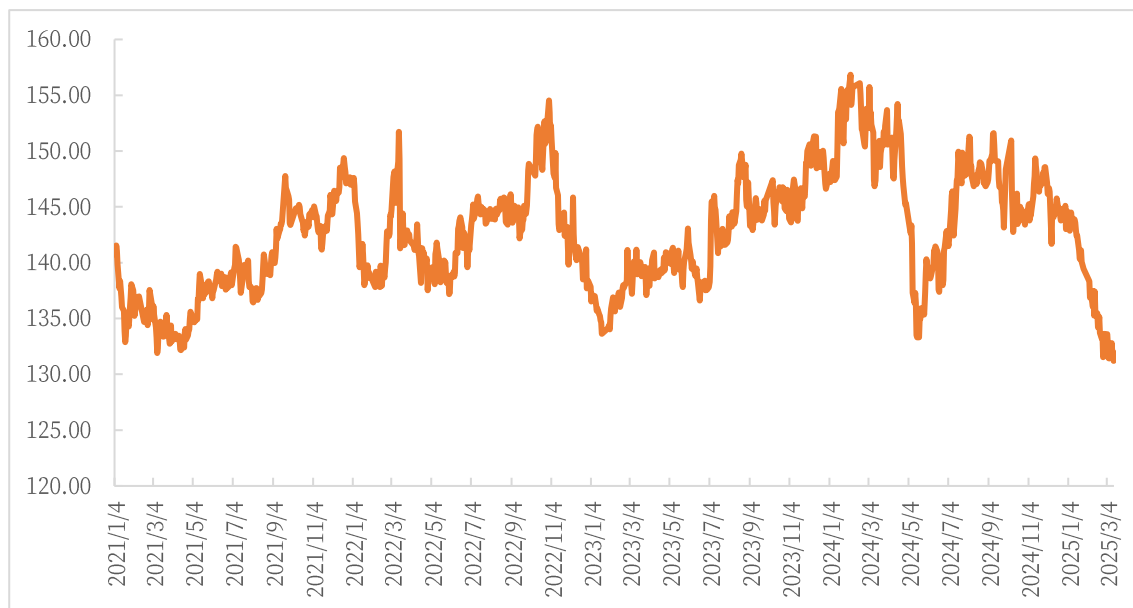
图7 中国股票资产性价比比较高



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：WIND 跟新德国 DAX、法国 CAC40 指数的数据时间晚，因此此两个数据为截至 2025 年 3 月 12 日，其余指数截止至 3 月 13 日；分别计算各指数至各自截止日的历史十年分位数）

AH 股溢价指数年初以来趋势性下行，A 股相对于 H 股的溢价持续收敛，处于 2021 年以来最低水平附近。而 A 股较港股相对拥有更多的传统经济相关产业，近期内需消费政策加码，预计 A 股更为受益，因此短期内 A 股较港股或存在更大的估值修复空间。但中期看，港股拥有中国较多新经济相关产业，未来估值重塑空间更大。

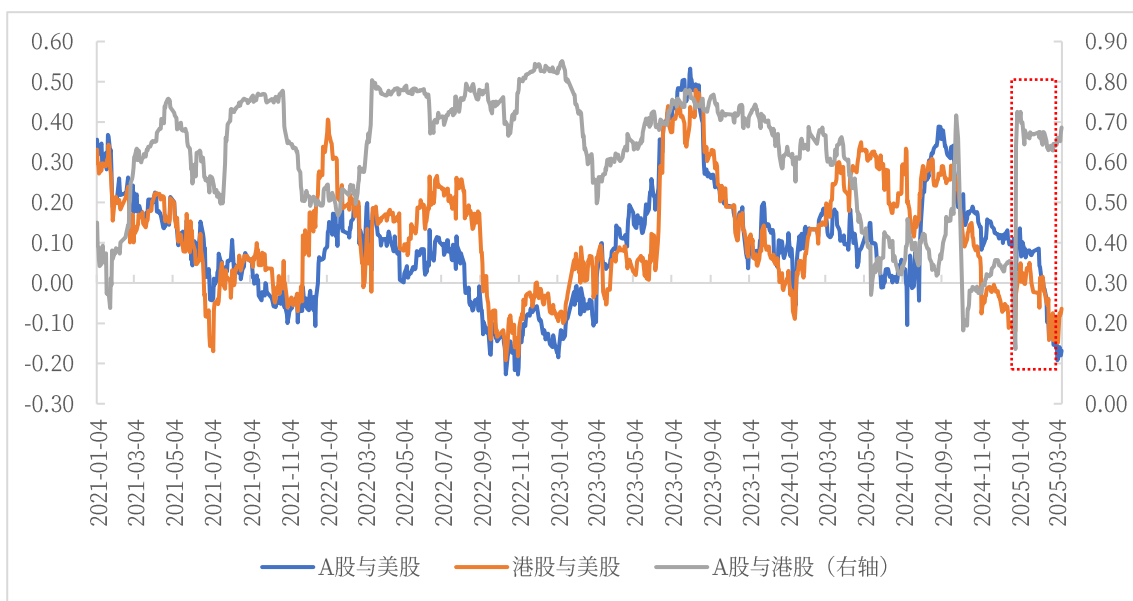
图8 恒生沪深港通 AH 股溢价指数趋势性下行



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

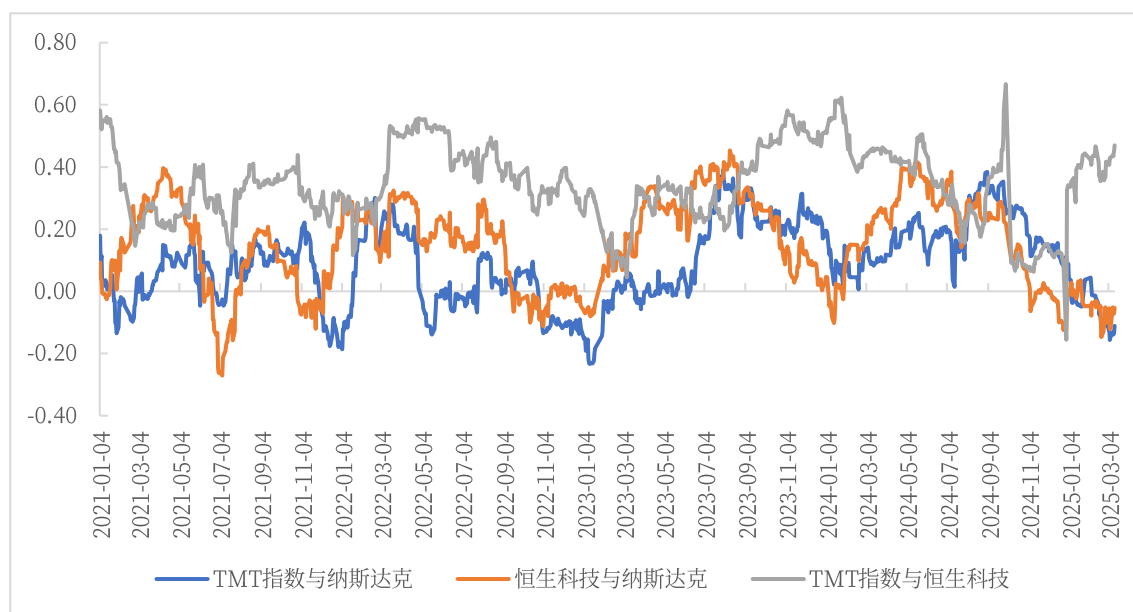
今年以来中美股市逐渐呈现一定负相关，国内外政策角力的天平或已经开始向有利于中国资产的方向倾斜。中美科技板块同样逐步呈现负相关，且 A 股科技板块先于 A 股整体脱离与美股的正相关性。近期美股市场在衰退预期加剧下出现较大回撤，而 A 股和港股则调整幅度较小或出现上涨，相对美股走出一定独立行情，且 A 股与港股间关联性明显上升。本轮科技行情中，港股科技板块强势拉动下，A 股 TMT 板块同步走高，A 股 TMT 指数与港股恒生科技指数呈现出较高相关，而 TMT 指数和恒生科技与美股纳指相关性则趋近于零。

图9 A 股和港股与美股关联性减弱，A 股与港股关联性上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以沪深 300 指数代表 A 股、恒生指数代表港股、标普 500 指数代表美股，计算指数涨跌幅滚动 60 交易日相关系数，数据截止 2025 年 3 月 13 日）

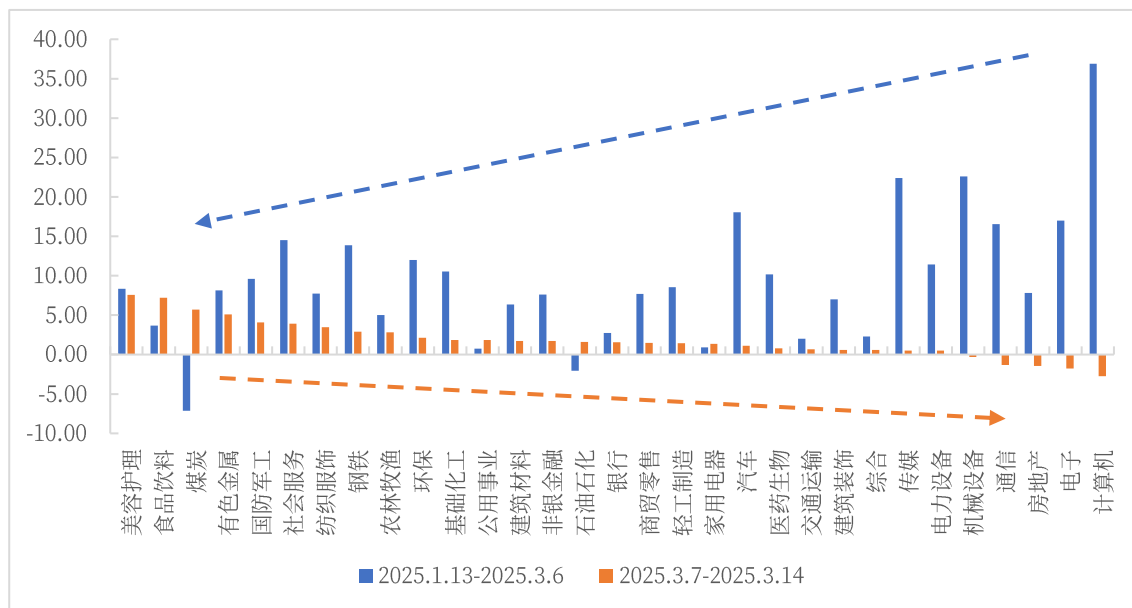
图10本轮科技行情 A 股与港股科技指数关联性上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：计算指数涨跌幅滚动 60 交易日相关系数，数据截止 2025 年 3 月 13 日）

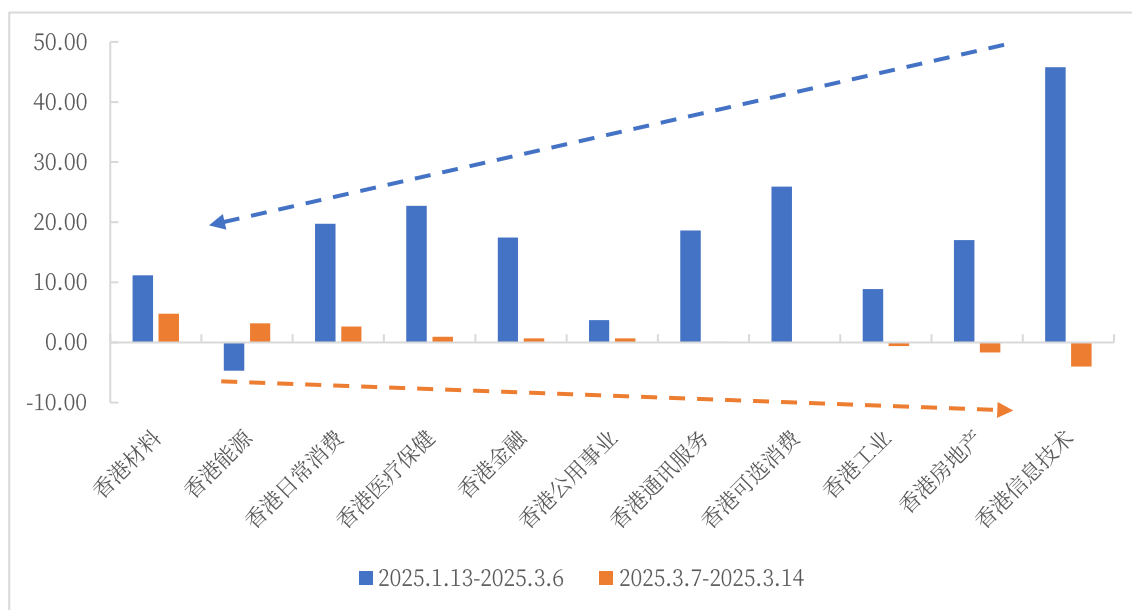
鉴于当前中国科技股的估值提升主要还由预期拉动，基本面较美国相头部大型科技股尚存一定差距。美股科技股估值持续回落，或在短期内对中国科技股估值重塑形成一定压力。近期政府工作报告提振消费和综合整治“内卷式”竞争的政策驱动下，消费、顺周期板块有望实现估值修复。近期 A 股港股均呈现出较明显的风格切换。自万得全 A 年内低点日（1 月 13 日）以来，科技板块热度持续升温，1 月 13 日至 3 月 6 日，申万一级行业中区间涨跌幅前三行业为计算机、机械设备、传媒，区间收益率分别为 36.92%、22.61%、22.39%。然而自 3 月 7 日起，A 股、港股行业风格均出现较明显切换，科技板块出现较大回调，消费、顺周期板块走强。自 3 月 7 日至 3 月 14 日，A 股、港股行业涨跌幅排序呈现逆转态势。A 股涨幅前三行业为美容护理、食品饮料、煤炭，分别上涨 7.57%、7.22%、5.71%；前期涨幅居前的科技板则出现回调，跌幅居前。港股同样显现出行业风格的切换，前期涨幅第一的信息技术自 3 月 7 日至 14 日回调明显，而材料、能源、日常消费领涨市场。

图11自 3 月 7 日以来 A 股行业风格向消费、顺周期板块切换（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：指标为申万一级行业指数在两段时间内区间涨跌幅）

图12自 3 月 7 日以来行业港股风格向消费、顺周期板块切换（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：指标为 Wind 香港一级行业指数两段时间内区间涨跌幅）

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