

Make Others Great Again?

相关研究报告

<<无人问津与人声鼎沸>>--2025-03-03

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

研究助理：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123050005

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

关于交易策略与资产逻辑详见 3 月 3 日发布的报告《无人问津与人声鼎沸》，本文仅作补充与完善。

欧股：建议观望，对欧洲复兴论谨慎。

欧元/美元：短期涨幅过大，预计将下跌修复与均线的乖离率。

未完待续的底气与消费的选择。

两会的五点解读、两条主线与两个底气：(一)消费怎么选？一、消费：服务消费优先级最高。1、空间与时间：起点都在 3 月提出方案，量能翻倍提升至 3000 亿元；2、方向上：发力点集中在供给端，服务消费是重点，但也认识到了商品消费需求端的不足；3、内容上：以旧换新与服务消费，前者扩围，后者对内多元化（冰雪、影视、会展、旅游以及一老一小），对外有序推动电信、医疗、教育和互联网等。(二)财政与货币是经济的底气。二、财政的亮点是赤字与后手：逆周期调节的决心来自于近年最高的赤字率 4%，中央财政预留了充足的储备工具和政策空间来应对内外部可能出现的不稳定因素。三、货币博弈的是节奏，明确的是方向：择机降准降息，节奏上市场博弈宽松落地的时点会滞后，但方向上流动性的宽松是确定的，从稳健到适度宽松意味着全年的降息幅度一定高于 24 年。(三)中长期资金是股市的底气。四、资本市场“中长期资金流入”机制开始提速完善：1. 保险每年新增保费的 30% 用于投资股市——25 年以来已有 1120 亿元保险资金批复；2. 公募持有 A 股流动市值每年增长 10%——公募基金持有 A 股流通市值已有 6 万亿。(四)科技未完待续。五、政策、资金支持力度不减，经济主题记者会科技含量高，科技长牛未央：政策支持力度高——政府工作报告中明确提出发展新质生产力，支持量子科技、具身智能、6G、人工智能+等新兴产业建设；资金支持力度强——创新推出债券市场“科技板”，拓宽科技企业融资渠道；话题热度高——科技成为经济主题记者会热点，反映出新质生产力的发展在经济中发挥着越来越重要的作用。

Whatever it takes?

美国“例外论”遭到质疑，欧洲“复兴论”引发市场乐观情绪。美国方面，就业数据疲软且看似大超预期的制造业 PMI，从细分来看基本由物价上涨所驱动。数据继续指向通胀上行和增长乏力的滞胀基本面。欧洲方面，时隔近 13 年后“Whatever it takes”的声音和德国 5000 亿欧元预算外基础设施基金的消息引爆市场情绪。德国中长期国债收益率带动整个欧洲国家的债券收益率快速上涨并与美债收益率拉近差距。数据上看，欧元区周内经济数据表现多强于预期，服务业 PMI 延续扩张趋势，制造业 PMI 下行但略超市场预期，通胀体现出韧性但就业市场强于市场预期。

市场对欧美预期的南辕北辙使得周内欧美资产表现分化明显，但欧洲的债务问题或在未来发酵，警惕宏大叙事的戛然而止。从资产表现看，美国股市和美元表现不佳，欧洲债市大跌但股市表现亮眼。汇率方面，欧元/美元周涨幅创下 16 年来最大。从技术上看，欧元/美元周涨幅过大，且处于空头制造的颈线压力之下，短期有技术性调整的需求。从持仓来看，欧元投机性多头快速加仓，空头减仓，交易整体并不拥挤。从全球各国的国防开支来看，欧洲提升国防支出有其合理性和必要性，但预期过快的反转对未来欧洲部分国家的债务问题产生较大的压力。目前欧洲各国国债收益率陡升，法国和意大利的借债成本正向欧债危机时期靠近，而欧洲除德国外的各国杠杆率依旧较高，法国意大利等国家政府杠杆率甚至高于欧债危机时期。13 年前，时任欧洲央行行长的德拉吉喊出拯救欧元“Whatever it takes”的口号，将欧洲从欧债危机中拯救而出。13 年后德国总理又一次喊出“Whatever it takes”的口号，这一次是如市场目前所预期的将欧洲重新推上安全和繁荣的道路，还是再次将欧洲卷入债务危机的困境，时间会给我们答案。

风险提示：

1. 中美贸易摩擦超预期；
2. 欧洲主权信用危机爆发；
3. 美国退出北约；
4. 俄乌冲突加剧。

目录

一、 未完待续的底气与消费的选择	5
(一) 消费怎么选?	5
(二) 财政与货币是经济的底气.....	5
(三) 中长期资金是股市的底气.....	5
(四) 科技未完待续	5
二、 Whatever it takes?	7
三、 风险提示	8

图表目录

图表 1: 两会详情一览.....	6
图表 2: 欧元区制造业 PMI 超预期, 服务业 PMI 延续扩张趋势。.....	8
图表 3: 欧元区就业好于预期, 失业率历史低位。.....	9
图表 4: 欧元区通胀粘性显现, 但保持了下行趋势。.....	9
图表 5: 欧央行再次降息 25 个 bp。.....	9
图表 6: 法国和意大利的国债收益率正逼近欧债危机时期。.....	9
图表 7: 除德国外, 欧洲各国债务压力依旧较大。.....	9
图表 8: 欧洲各国国防开支有增长的必要性。.....	9
图表 9: 欧元短期有技术性调整的需求。.....	10
图表 10: 欧元投机性净多单快速上行, 交易未显拥挤。.....	10
图表 11: 美国就业数据疲软, 不及市场预期。.....	10
图表 12: 美国制造业 PMI 超预期基本来自于物价的上涨。.....	10

一、 未完待续的底气与消费的选择

两会的五点解读、两条主线与两个底气。

(一) 消费怎么选？

一、消费：服务消费优先级最高

1、空间与时间：起点都在3月提出方案，量能翻倍提升至3000亿元；

2、方向上：发力点集中在供给端，服务消费是重点，但也认识到了商品消费需求端的不足；

3、内容上：以旧换新与服务消费，前者扩围，后者对内多元化（冰雪、影视、会展、旅游以及一老一小），对外有序推动电信、医疗、教育和互联网等。

(二) 财政与货币是经济的底气

二、财政的亮点是赤字与后手：逆周期调节的决心来自于近年最高的赤字率4%，中央财政预留了充足的储备工具和政策空间来应对内外部可能出现的不稳定因素。

三、货币博弈的是节奏，明确的是方向：择机降准降息，节奏上市场博弈宽松落地的时点会滞后，但方向上流动性的宽松是确定的，从稳健到适度宽松意味着全年的降息幅度一定高于24年。

(三) 中长期资金是股市的底气

四、资本市场“中长期资金流入”机制开始提速完善：1. 保险每年新增保费的30%用于投资股市——25年以来已有1120亿元保险资金批复；2. 公募持有A股流动市值每年增长10%——公募基金持有A股流通市值已有6万亿。

(四) 科技未完待续

五、政策、资金支持力度不减，经济主题记者会科技含量高，科技长牛未央：政策支持力度高——政府工作报告中明确提出发展新质生产力，支持量子科技、具身智能、6G、人工智能+等新兴产业建设；资金支持力度强——创新推出债券市场“科技板”，拓宽科技企业融资渠道；话题热度高——科技成为经济主题记者会热点，反映出新质生产力的发展在经济中发挥着越来越重要的作用。

图表1：两会详情一览

文件/会议	机构	分类	具体内容
政府工作报告	国务院	宏观经济及政策	今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右 ；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.4万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善。实施更加积极的财政政策，今年赤字率拟按4%左右安排；拟发行超长期特别国债1.3万亿元、比上年增加3000亿元。拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本，拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。实施适度宽松的货币政策，适时降准降息提升政策目标、工具、时机、力度、节奏的匹配度。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，提高政策实效
		消费	安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新 。城乡居民基础养老金最低标准再提高20元，适当提高退休人员基本养老金。居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高30元和5元。落实和优化休假制度
		产业	推动商业航天低空经济等新兴产业安全健康发展，建立未来产业投入增长机制，培育 生物制造、量子科技具身智能、6G 等未来产业；持续推进“人工智能+”行动；支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程
		资本市场	大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设 。改革优化股票发行上市和并购重组制度
		防风险	推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展，综合采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险
3月6日经济主体记者会要点总结			
领域	部委	涉及工具	具体内容
科技资金支持	央行	债券	中国人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场“科技板”，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，丰富科技创新债券产品体系 ，优化科技创新和技术改造再贷款政策。进一步扩大再贷款规模， 从目前的5000亿元扩大到8000亿元至10000亿央行元，更好满足企业融资需求 。降低再贷款利率，强化对银行的政策激励。扩大再贷款支持范围，大幅提高政策的覆盖面。保持财政贴息力度，切实降低企业融资成本
		再贷款	
	发改委	国家级基金	国家正在推动设立“航母级”的国家创业投资引导基金，将吸引带动地方、社会资本近1万亿元 。聚焦人工智能科技资金 发改委 国家级基 量子科技、氢能储能等前沿领域，通过市场化方式投资种子期、初创期企业，适当兼顾早中期中小微企业，支撑原创性、颠覆性技术创新和关键核心技术攻关，培育发展战略性新兴产业和未来产业。今年政府工作报告中支持提到的生物制造、具身智能、6G等，也均在投资领域之内
	证监会	资本市场融资	聚焦科技创新活跃、体现新质生产力方向的领域，用好“绿色通道”、未盈利企业上市等制度，稳妥实施科创板证监会融资第五套上市标准，更精准支持优质科技企业发行上市
资本市场	证监会	其他金融产品	将加大支持科创的金融产品供给，资本市场支持科技企业不只有上市一条路，债券、可转债、优先股等都可其他金融证监会以有所作为。持续打好支持科技创新组合拳，稳步发展知识产权资产证券化，为科技创新提供更加全面、更加产品高效的资本市场服务
		中长期资金入市	财政部、人社部等部门正积极推进长期资金长周期考核政策文件的制定修订工作，目前已征求了相关方面的意中长期资见建议，将尽快推出。文件的出台将 全面建立全国社保基金五年以上以及年金基金、保险资金三年以上长周期金入市考核机制 。证监会在即将推出的公募基金改革方案中，也将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重
	证监会	分红	2024年全市场分红达到2.4万亿元，分红金额创历史新高。超300家上市公司在今年春节前2个月实施分红，金资本证监会超额3400亿元，创造了历史记录。去年上市公司还实施了股份回购近1500亿元，也创了历史新高。算了一下市场的分红回购已远超IPO、再融资和减持的总规模，沪深300指数股息率达到了3.4%
		监管	坚持严监严管，在发行上市信息披露、公司治理、并购重组交易以及退市等全链条各环节都进一步健全监管制度机制，进一步提升监管效能，聚焦市场关切，特别是对投资者深恶痛绝的财务造假、欺诈发行、操纵市场以及内部交易等一些严重的违法违规行为，依法快查严惩
财政政策	财政部	政策储备	为应对外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间
货币政策	央行	降准降息&结构性工具	今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。目前金融机构存款准备金率平均为6.6%央行&结构性还有下行空间，还可研究降低结构性货币政策工具利率
	央行	利率调控	人民银行将进一步完善利率调控机制，持续强化利率政策执行和监督，对一些不合理的容易削弱货币政策传导央行 利率调控的市场行为，加强规范，推动落实银行补充资本金措施，畅通利率传导机制
	国家发改委	专项行动	近期，多部门联合制定了《提振消费专项行动方案》，很快将公布实施
消费	财政部	贷款贴息政策	将加大财政与金融政策联动力度，新增实施两项贷款贴息政策。一项是对重点领域的个人消费贷款，给予财政贷款贴息财政部贴息，减轻当期支出压力。另一项是对餐饮住宿、健康、养老、托幼、家政这些与老百姓生活密切相关的领域政策财政对经营主体贷款分类给予贴息
	商务部	以旧换新	商品消费主要矛盾在需求端 服务消费主要矛盾在供给端 。2025年，要把扩消费和惠民生结合起来统筹商品消费和服务消费，推出更多务实管用举措。其中，以旧换新“加力扩围、惠民升级”，扩大“换新”补贴的品类范围
外贸	商务部	政策储备	针对外贸企业遇到的困难和问题，进一步扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，指导金融机构加大对外贸企业外贸 商务部 政策储备 的融资支持力度。2025年，将从“政策加力、拓展增量、帮扶企业”三方面下功夫，全力以赴稳外贸。政策加力方面，抓紧研究储备新的支持政策，将根据需要及时出台
产业	国家发改委	供给侧改革	国家发展改革委将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好适应市场需求变化
	央行	供给侧改革	加强金融政策与产业政策的协同，在金融资源政策支持方向上做到有保有控
	国家发改委	医疗	今年，我们将实施医疗卫生强基工程，为人口较多的县乡两级配齐急需的医疗设备…尽快完成已规划的125个国家区域医疗中心建设任务

资料来源：中国人大网，太平洋证券整理

二、 Whatever it takes?

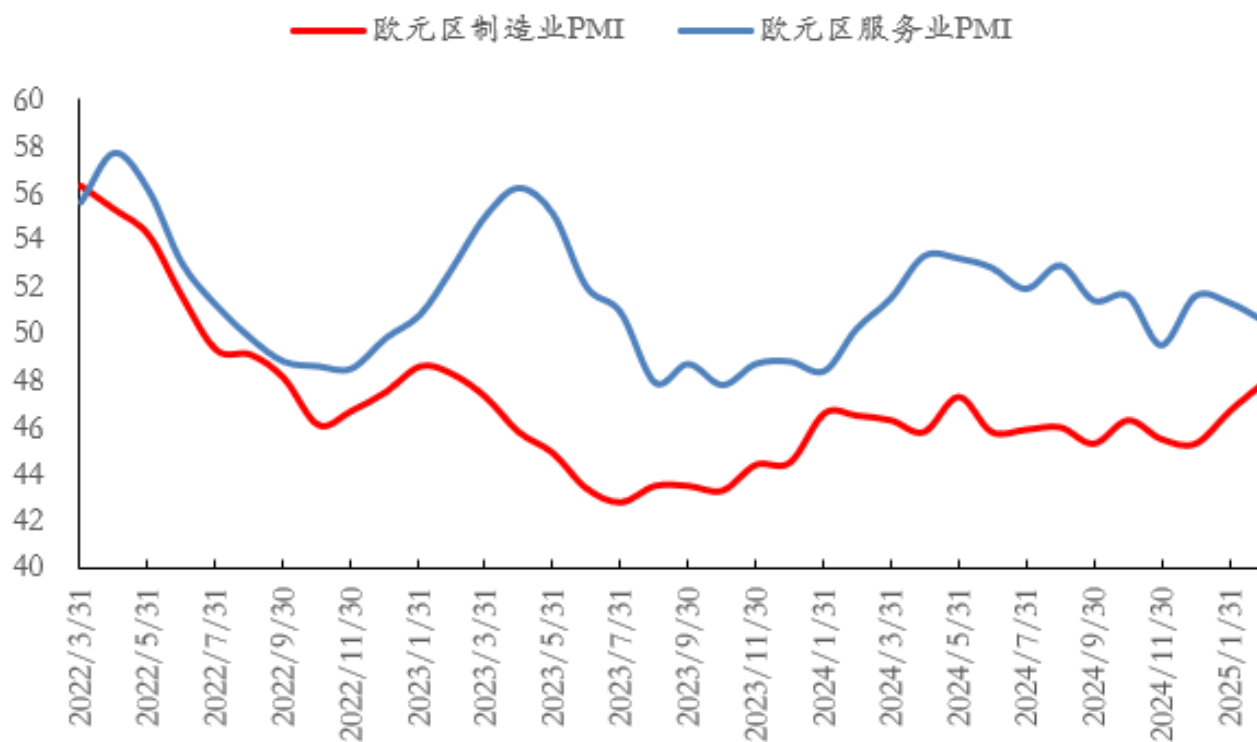
美国“例外论”遭到质疑，欧洲“复兴论”引发市场乐观情绪。美国方面，大小非农和失业率皆不及市场预期，指向就业市场疲软。制造业 PMI 看似大超预期，但细分来看基本由物价上涨所驱动。数据继续指向通胀上行和增长乏力的滞胀基本面。欧洲方面，时隔近 13 年后“Whatever it takes”的声音和德国 5000 亿欧元（约占德国 GDP12%）预算外基础设施基金的消息引爆市场情绪，这一次宏大的叙事指向德国财政扩张引领下的欧洲“复兴论”。在欧央行周内降息 25 个 bp 的背景下，德国中长期国债收益率带动整个欧洲国家的债券收益率快速上涨并与美债收益率拉近差距。数据上看欧元区周内经济数据表现多强于预期，服务业 PMI 延续扩张趋势，制造业 PMI 下行但略超市场预期，通胀体现出韧性但就业市场强于市场预期。

市场对欧美预期的南辕北辙使得周内欧美资产表现分化明显，但欧洲的债务问题或在未来发酵，警惕宏大叙事的戛然而止。从资产表现来看，美国股市和美元表现不佳，欧洲债市大跌但股市表现亮眼。3 月 3 日-3 月 7 日当周，美国股市领跌全球，其余市场皆表现亮眼，同以美元计价的 MSCI 美国指数周跌幅-3.7%，而 MSCI 欧洲上涨 3.6%，MSCI 新兴市场上涨 3.1%。同期美国 10 年期国债收益率上涨不到 10 个 bp，而欧洲各国普遍上涨超 40 个 bp。汇率方面，欧元/美元暴涨，欧元周涨幅创下 16 年来最大。从技术上来看，欧元/美元周度涨幅过大，且处于空头制造的颈线压力之下，有技术性调整的需求。从持仓来看，欧元投机性多头快速加仓，空头减仓，交易整体并不拥挤。从全球各国的国防开支来看，欧洲各国的国防开支占 GDP 比例普遍较低，显著低于美国和俄罗斯，甚至低于印度，欧洲提升国防支出有其合理性和必要性，但预期过快的反转对未来欧洲部分国家的债务问题将产生较大的压力。目前欧洲各国国债收益率陡升，法国和意大利的借债成本正在向欧债危机时期靠近，而欧洲除德国外的各国杠杆率依旧较高，法国、意大利等国家政府杠杆率甚至高于欧债危机时期。13 年前，时任欧洲央行行长的德拉吉喊出拯救欧元“Whatever it takes”的口号，将欧洲从欧债危机中拯救而出。13 年后德国总理又一次喊出“Whatever it takes”的口号，这一次是如市场目前所预期的将欧洲重新推上安全和繁荣的道路，还是再次将欧洲卷入债务危机的困境，时间会给我们答案。

三、 风险提示

1. 中美贸易摩擦超预期；
2. 欧洲主权信用危机爆发；
3. 美国退出北约；
4. 俄乌冲突加剧。

图表2：欧元区制造业 PMI 超预期，服务业 PMI 延续扩张趋势。



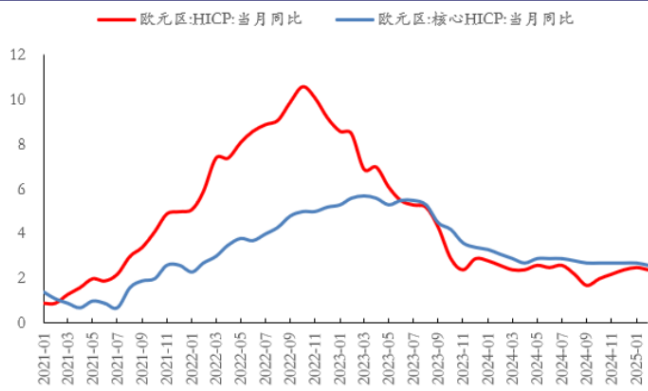
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表3：欧元区就业好于预期，失业率历史低位。



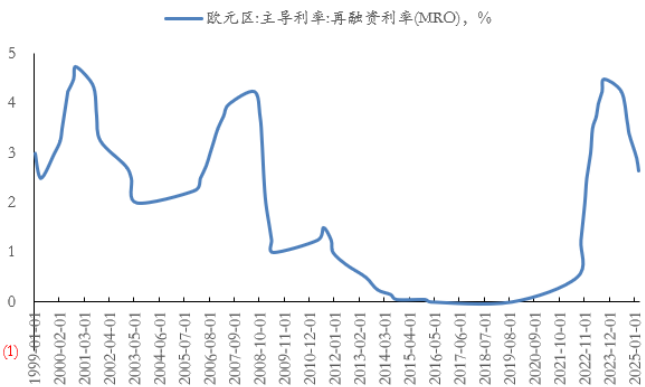
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表4：欧元区通胀粘性显现，但保持了下行趋势。



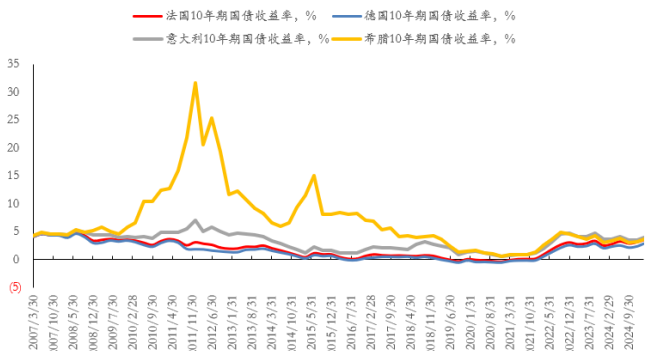
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表5：欧央行再次降息 25 个 bp。



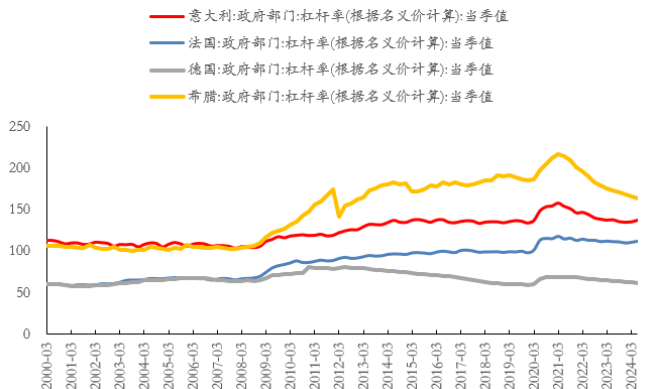
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表6：法国和意大利的国债收益率正逼近欧债危机时期。



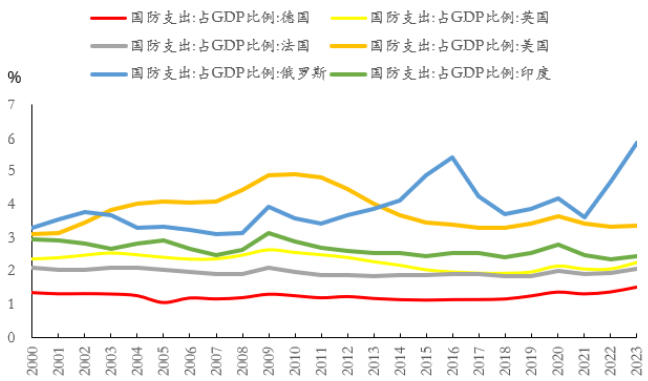
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表7：除德国外，欧洲各国债务压力依旧较大。



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表8：欧洲各国国防开支有增长的必要性。



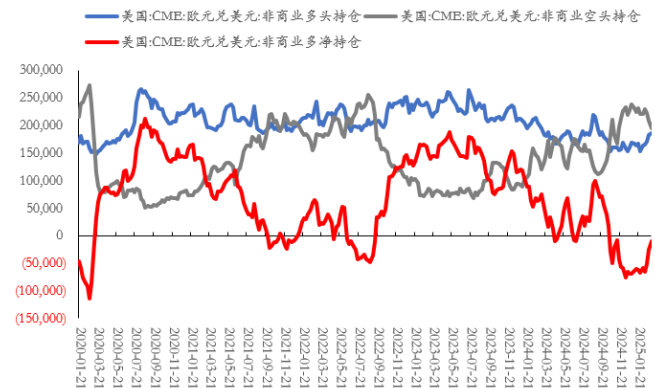
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表9：欧元短期有技术性调整的需求。



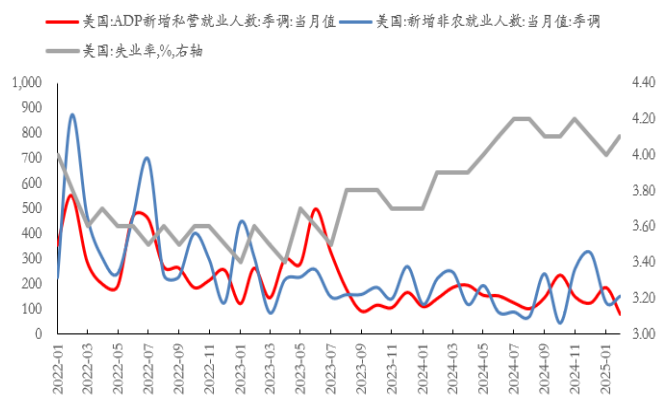
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表10：欧元投机性净多单快速上行，交易未显拥挤。



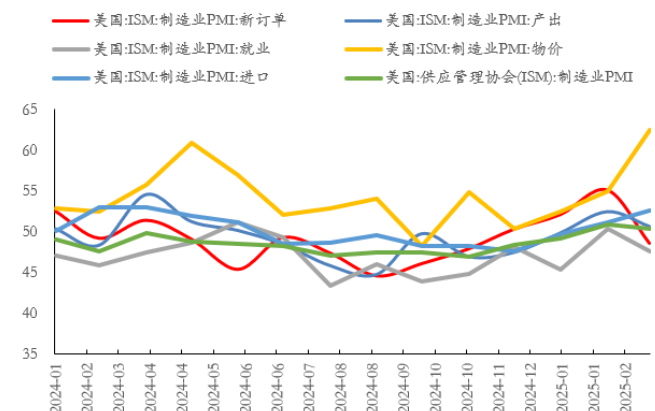
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表11：美国就业数据疲软，不及市场预期。



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表12：美国制造业 PMI 超预期基本来自于物价的上涨。



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。