



三月转换：新的变化

2025 年 03 月 09 日

➤ **欧洲财政转向 VS 美国战略收缩：大宗商品的新机遇。**本周（2025 年 3 月 3 日至 2025 年 3 月 7 日，下同）全球大类资产表现发生较大震荡，一方面，特朗普政府频繁变化的地缘政策与衰退预期持续对美股市场形成扰动；而另一方面，欧盟为应对地缘压力在大幅增加国防支出上态度坚决，核心国德国做出强硬表态，下一任德国总理候选人喊出的“不惜一切”来重振经济、加强国防，这被视为德国财政发生根本性转向，引发市场对欧洲资产的重新定价。此刻，可能迎来了以大宗商品为代表的实物资产的一个关键节点：**历史上看，非美发达经济边际强于美国经济时，往往对应着大宗商品/标普 500 的估值修复。**背后逻辑是：**美国经济 1980 年以来逐步制造空心化，科技金融成为主要驱动，服务业是主要占比；相对来讲，非美市场仍然更多以生产和制造活动为主。**当下看，全球制造业 PMI 近两年来以来首度 超过服务业，表明当下全球经济增长动能逐渐由美国科技与金融为代表的服务业繁荣切换至制造业生产活动的修复，而以欧洲为代表的非美经济体的财政扩张进有望进一步在需求侧对冲未来美国经济走弱风险，对大宗商品价格形成持续性带动。**而另一方面，随着美国在全球范围内的战略性收缩与衰退预期的增强，美国例外的叙事被打破后，市场将对美元资产进行重新定价。全球配置资金将需要重新平衡在美股为代表的金融资产和实物资产之间的配置。**

➤ **全球地缘政治格局日趋复杂化，对中国而言是挑战亦是机遇。**一方面，特朗普地缘政策对中国的针对性有增无减，这使得 2025 年外需尤其是对美出口依然承压，但截止当前节奏与幅度上均没有超出市场预期。而另一方面，随着美国主动调整对欧与俄战略，欧洲也不得不重新思考与中国的关系，近期双方也频繁释放出友好信号，两大经济体的贸易关系修复有望迎来曙光，如果中欧关系可以修复，**一方面能够支持欧洲实现更高效的重建计划，另一方面上也将对中国出口韧性形成支撑。**当然考虑到当下欧洲内部相对割裂的政治格局，各成员国之间严重分化的财政状况，以及对中美两国外交政策上依然存在着大量的博弈周旋空间，财政的转向计划能否顺利推行，最终对中国的影响几何依然充满大量不确定性，**短期最为重要的观测时点便是德国联邦议院下议院于 3 月 18 日对“债务刹车改革”政策的投票结果，即默茨政府能否赶在新议会组建完成前在旧议会中通过其相关提案；此外法国“核保护伞”扩张计划的推行进展以及英法乌三国访美的外交成果、特朗普对欧关税政策最新表态等同样需要关注；而中期视角下，则密切跟踪国债收益率上行后欧盟边缘国财政风如何顺利平抑，中欧之间贸易相关的重要人员往来情况以及中欧投资协定谈判重启等。**

➤ **如何理解两会：积极的政策表述稳定市场信心，然而预期外的增量信息似乎相对有限。**在扩内需的方式上，提出要打破消费是慢变量的常规思路，增加通过稳定资产价格，释放财富效应的方式来提振消费的表述，与过去提供消费补贴、健全社保保障与完善工资增长等政策相比，财富效应可能是让居民消费信心回归的相对更快的方法，**这对大消费板块而言无疑是新的利好，而考虑到政策稳住资产价格的路径选择，红利可能也不再仅仅是防御性品种。**而在另一关注度颇高的领域，决策层对科技的定位如期抬升，然而整体上似乎并没有出现明显超出前期市场预期的表述，**考虑到前期市场对科技板块的定价已然偏积极，两会的定调似乎无法成为其进一步大幅抬升估值的理由与驱动，甚至 IPO 节奏的放松反而可能会对部分存量科技股的稀缺性溢价造成的冲击。**

➤ **3 月转换进行时。**过去制造业活动的走弱带来了市场产业赛道投资的占优，但宏观环境的变化正在孕育。未来一段时间，用电量的企稳可能成为关键。配置建议上：第一，受益于全球制造业活动趋势性回升，**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，相较之下**原油**短期面对扰动，但要看到较低油价对传统制造强国是受益，这在中期反而从供需两端支撑油价中枢。第二，部分供给格局相对良好或有积极变化，且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、化学制品、自动化设备、锂电设备等**），居民消费者信心逐步修复，**顺周期消费（品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等）**与；第三，稳定股票价格工具+低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险。**

➤ **风险提示：**国内库存周期超预期波动；部分行业格局调整时间超预期。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

- 1.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
- 2.2025 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
- 3.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
- 4.A 股策略周报 20250302：“3 月转换”拉开帷幕-2025/03/02
- 5.策略专题研究：民生研究：2025 年 3 月金股推荐-2025/03/02

目录

1 全球宏观叙事逆转，资产定价逻辑重塑	3
1.1 欧洲财政转向 VS 美国战略收缩：大宗商品的新一轮重估有望开启	3
1.2 地缘政治格局复杂化，是挑战亦是机遇	5
2 如何理解两会：稳定预期，增量信息可能有限	8
3 转换正在逐步开始	9
4 风险提示	11
插图目录	12

1 全球宏观叙事逆转，资产定价逻辑重塑

1.1 欧洲财政转向 VS 美国战略收缩：大宗商品的新一轮

重估有望开启

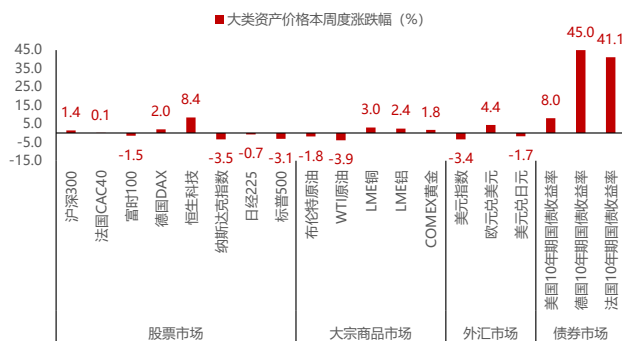
在过去的一周中（2025 年 3 月 3 日至 2025 年 3 月 7 日，下同），海外市场大类资产表现发生较大震荡，一方面，特朗普政府频繁变化的经济贸易与地缘政策持续对市场形成扰动；而另一方面，欧盟为应对美国对俄关系缓和后的地缘压力，在大幅增加国防支出上态度坚决，作为欧盟的核心国，德国做出强硬表态，下一任德国总理候选人喊出的“不惜一切”来重振经济、加强国防，其财政支出扩张的表态被视为德国财政发生根本性转向的信号，引发市场对欧洲资产的重新定价，欧元相较美元快速走强，欧美债券收益率利差也显著收敛。

图1：近期美国经济政策不确定性显著抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：本周全球大类资产表现分化，市场纷纷对欧洲资产进行重定价

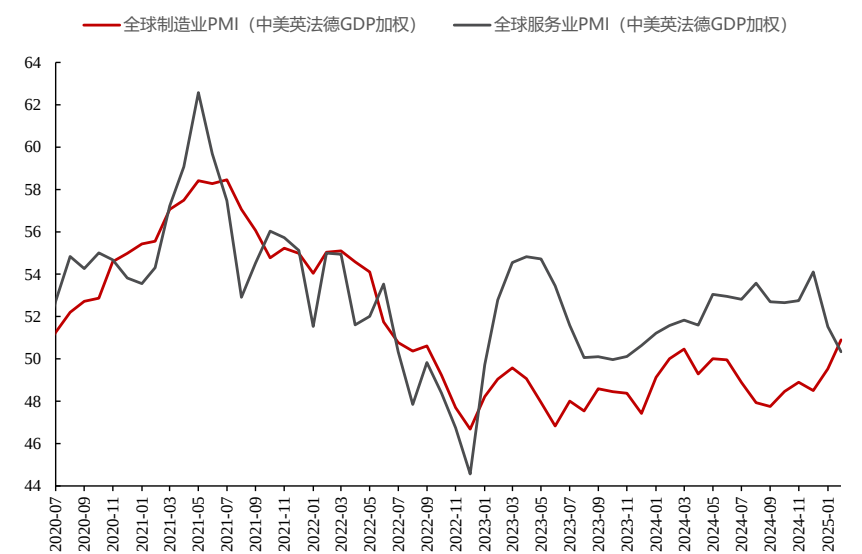


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：债券收益率读数为变化多少基点。

事实上，以德国为代表的欧洲财政转向对于大宗商品而言同样意义深远：一方面，当下全球制造业 PMI 自 2023 年 1 月以来首度超过服务业，这或许表明当下全球经济增长动能由以美国科技与金融为代表的服务业繁荣切换至以国防、基础设施建设等偏制造业活动的增加，而以欧洲为代表的非美经济体的财政扩张有望进一步在需求侧对冲未来美国经济走弱风险，对大宗商品价格形成带动。

图3：当下全球制造业 PMI 自 2023 年 1 月后首度超过服务业，这或许表明当下全球经济增长动能由以美国科技与金融为代表的服务业繁荣切换至以国防、基础设施建设等偏制造业活动的增加



资料来源：wind，民生证券研究院

而另一方面，随着美国在全球范围内的战略性收缩与衰退预期的增强，美国例外的叙事被打破后，市场将对美元资产进行重新定价。尤其对于在过去美国主导的全球政治与贸易体系中获取最高的资本回报，并由此享受最高安全性与全球化估值溢价的标普 500 而言，其分子分母端都将迎来严峻考验。对于大宗商品而言，受益于非美经济体制制造业活动的走强与其在国防与基础设施建设中的战略地位，其相较于标普 500 的系统性跑赢时刻也许正在到来。

图4：历史上看，当更以生产制造为主的非美经济跑赢科技金融与服务为主导美国经济时，大宗商品相对于标普 500 更具有相对优势

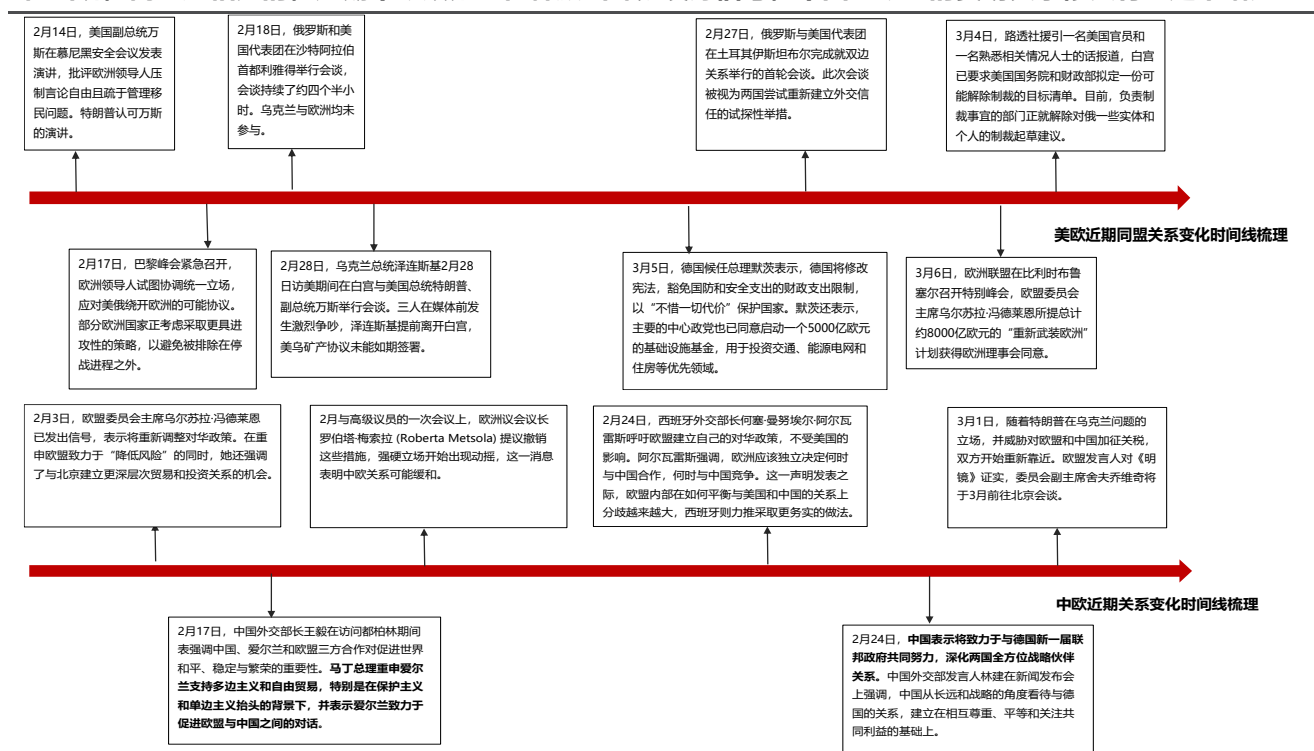


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 地缘政治格局复杂化，是挑战亦是机遇

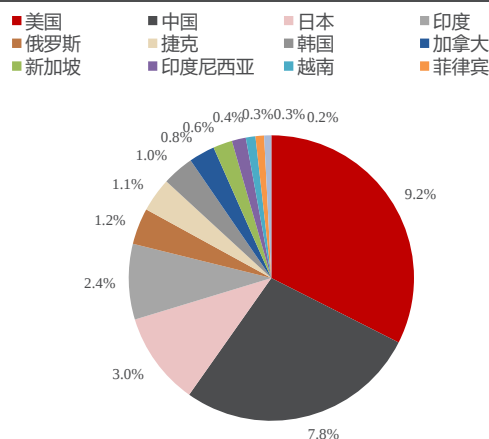
一方面，特朗普地缘政策虽然多变，然而对华的针对性与关税政策不断加码确定性依然较高，这使得 2025 年外需尤其是对美出口可能依然面临着一定的走弱风险。然而另一方面，随着美国主动调整对欧与俄战略，拜登政府所构建的美欧共同抑制中国与俄罗斯的同盟格局裂隙似乎正在出现，而与之相应的，近期中欧双方也在释放出部分友好信号，中国与欧盟的贸易关系修复有望迎来曙光。未来如果欧洲当下超预期的财政扩张计划顺利实施，欧洲制造业短期内大概率无法实现自给自足，而在美欧关税政策加码之下，如果欧洲未来能够将一部分过去对美的需求转移至中国，一定程度上也将对中国出口形成支撑。

图5：随着美国主动调整对欧与俄战略，拜登政府所构建的美欧共同抑制中国与俄罗斯的同盟格局裂隙似乎正在出现，而与之相应的，近期中欧双方也在释放出部分友好信号，中国与欧盟的贸易关系修复有望迎来曙光



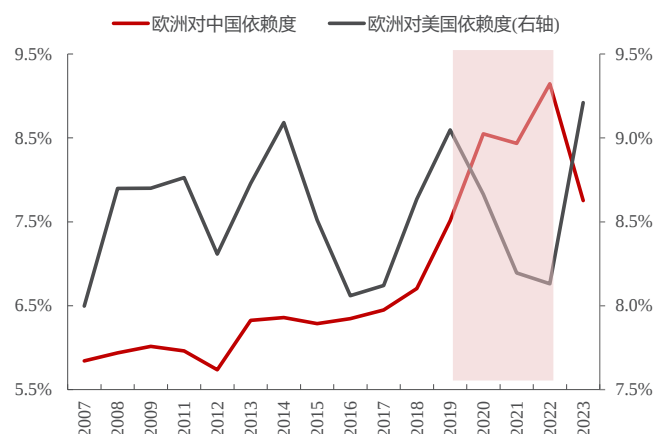
资料来源：新华网，环球资讯，SCMP，第一财经，民生证券研究院

图6：中国是欧洲除美国外的第二大贸易依赖国



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：在俄乌冲突后，欧洲系统性地降低了对中国的依赖度，并增加对美依赖，如果欧洲未来能够将一部分过去对美的依赖度转移至中国，一定程度上也将对中国出口形成支撑

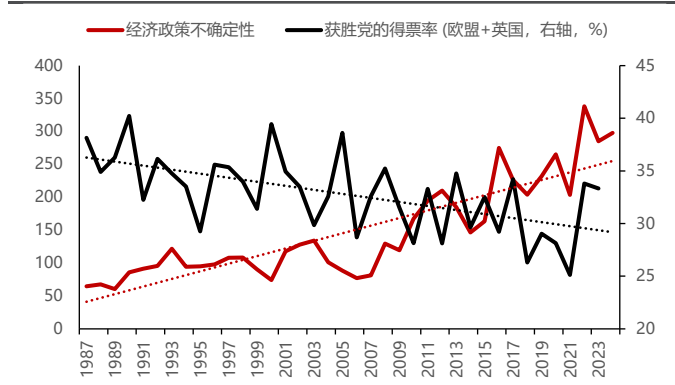


资料来源：wind，民生证券研究院

依赖度计算方法：中国体现在欧洲最终使用中的增加值/所有国家体现在欧洲最终使用中的增加值（剔除英国）。

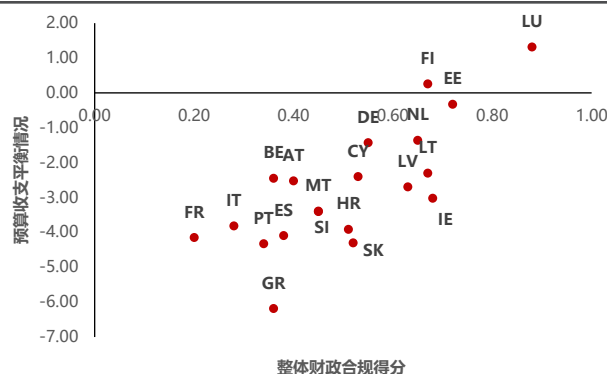
需要注意的是，当下欧洲内部相对割裂的政治格局，各成员国之间严重分化的财政状况，以及对华与对美两国政策的巨大分歧，都将对欧洲内部的团结性与政策一致性形成挑战，因此欧洲财政的转向计划并非一蹴而就，能否顺利推行与实现路径上依然面临着大量不确定性，我们对此均需要时间来观测，短期的重要验证时点有：德国联邦议院下议院于3月18日对“债务刹车改革”政策的投票结果，即默茨政府能否赶在新议会组建完成前在旧议会中通过其相关提案（在新议会中极右翼的德国另类选择党与极左翼的左翼党可能阻止默茨提出的重大财政改革），法国“核保护伞”扩张计划的推行进展以及特朗普对欧关税政策、俄乌冲突的最新表态等；中期密切关注利率上行后欧盟边缘国财政风险能否得到平抑，中欧两大经济体之间贸易相关的重要人员往来情况、中欧投资协定谈判重启等。

图8：从历史上看，欧洲获胜政党的得票率与经济政策的不确定性成明显的负相关性



资料来源：《金融稳定报告》，2024 年 11 月，欧央行，民生证券研究院

图9：整个欧元区的财政合规得分情况以及预算收支平衡状况分化同样较大

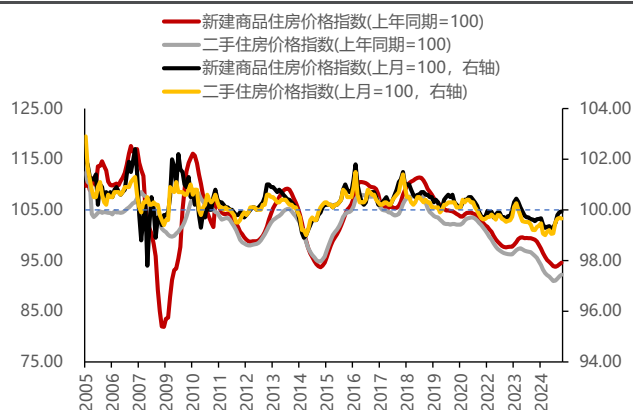


资料来源：《金融稳定报告》，2024 年 11 月，欧央行，民生证券研究院
备注：纵轴为占 GDP 比重，单位为%。其中 AT (奥地利)，BE (比利时)，BG (保加利亚)，CY (塞浦路斯)，CZ (捷克共和国)，DE (德国)，DK (丹麦)，EE (爱沙尼亚)，ES (西班牙)，FI (芬兰)，FR (法国)，GR (希腊)，HR (克罗地亚)，HU (匈牙利)，IE (爱尔兰)，IT (意大利)，LT (立陶宛)，LU (卢森堡)，LV (拉脱维亚)，MT (马耳他)，NL (荷兰)，PL (波兰)，PT (葡萄牙)，RO (罗马尼亚)，SE (瑞典)，SI (斯洛文尼亚)，SK (斯洛伐克)。

2 如何理解两会：稳定预期，增量信息可能有限

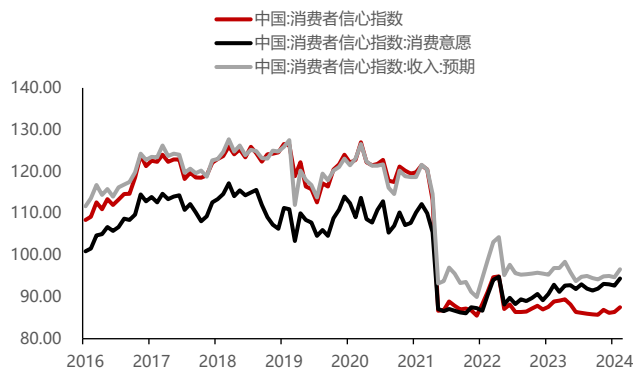
对于国内而言，本周市场最为关注的无疑是 2025 年两会中决策层对于 2025 年的工作目标与相关的产业政策表态。对于前者而言整体符合市场预期，相较往年更高的政府扩表意愿延续了“924”以来扭转市场预期的积极表态，一定程度上也稳定了市场信心。产业层面，延续了前期政治局的表态，消费地位提前至第一顺位，而在随后的官方解读中，提出要打破消费是慢变量的常规思路，增加财富效应这一路径的表述，即“通过稳住楼市股市等资产价格，释放财富效应，也可以更好地提振消费，更好地促进物价温和回升。”与过去提供消费补贴、健全社保保障与完善工资增长等政策相比，财富效应可能是让居民消费信心回归的相对更快的方法（在股票市场领域采取的具体措施可能包括进一步推动长钱入市、鼓励企业分红等）。结构上最为利好的无疑是消费类资产，不确定的是从宏观有利但上市公司有利的路径；在未来实物消耗逐步企稳后，未来红利资产会对部分长期资金重新形成吸引力，可能也不再仅仅只是过去的防御性资产。

图10：近期房地产市场价格出现一定的止跌企稳信号



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2022 年以来，居民收入预期持续处于低位，一定程度上压制了消费意愿与信心的回升，财富效应可能是让居民消费信心回归的相对更快的方法



资料来源：wind，民生证券研究院

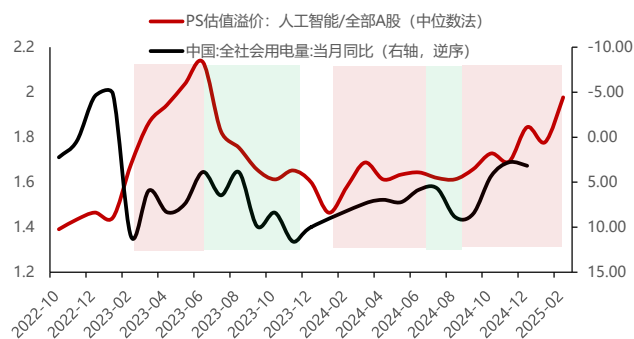
而在另一市场关注度颇高的领域，科技的重视力度如期抬升，提出了科创债的思路来拓展民营科技企业的资金来源，为民间自主扩表打通渠道，借此抵御企业资产负债表的收缩。一定程度上而言，决策层当下抬高赤字率，通过两新两重投资、扩张消费内生动能等方式稳定整体经济增长基本盘的基础，而在发展新质生产力与制造业转型上给予了大型民营科技企业更大的空间。然而需要注意的是，IPO 节奏的放松反而可能会对部分存量科技股的稀缺性溢价叙事造成的冲击。考虑到当下市场较高估值溢价，市场交易应该转向于更有性价比的间接受益领域。

3 转换正在逐步开始

从交易面上来看，当下科技板块依然处于相对极致阶段，需要指出的是，考虑到前期市场基于技术的突破与相应政策态度的转变对科技板块已然给予了积极定价，两会上边际的新增利好似乎相对有限。往后看，随着对两会政策期待落地，市场高风险偏好阶段正在逐渐过去，未来市场的交易重心可能回归至经济基本面验证与即将到来的季报季，科技板块的波动可能进一步加剧。事实上本周涨幅靠前两大板块已然是国防军工与有色金属，而部分顺周期消费与制造板块（如消费者服务、机械设备等）排名同样靠前，全球宏观叙事的切换与国内需求侧的潜在亮点已然在市场中开始有所反应，风格切换正在途中。事实上即使在估值侧，政府工作报告指出无论是 AI+ 还是人形机器人，鼓励其与制造业优势、市场优势的融合，随着产业链的不断延伸与挖掘，一定程度上也会带动中国传统优势制造业的重估。

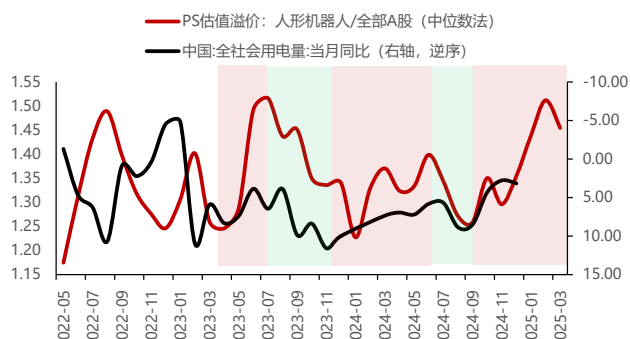
未来看，本轮制造业的周期性回落可能接近尾声，用电量的企稳或许较为重要，将成为风格转换进一步确认的信号。

图12：自2023年以来，制造业生产活动的下行一定程度上支撑了人工智能主题相较于大盘估值溢价抬升（%）



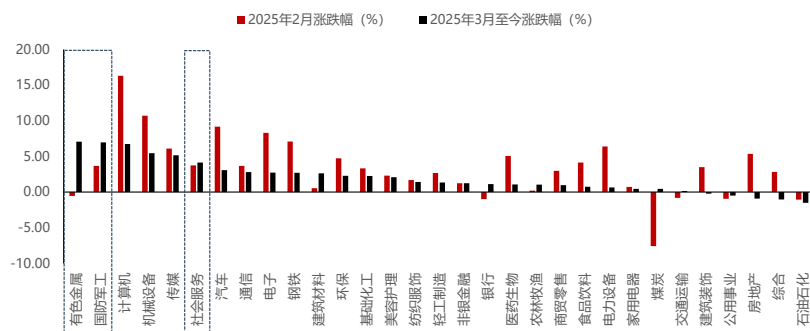
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：同样地，制造业生产活动的下行一定程度上也支撑了机器人主题相较于大盘的估值溢价抬升（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：本周涨幅靠前两大板块已然是国防军工与有色金属，而部分顺周期消费与制造板块（如消费者服务、机械设备等）排名同样靠前

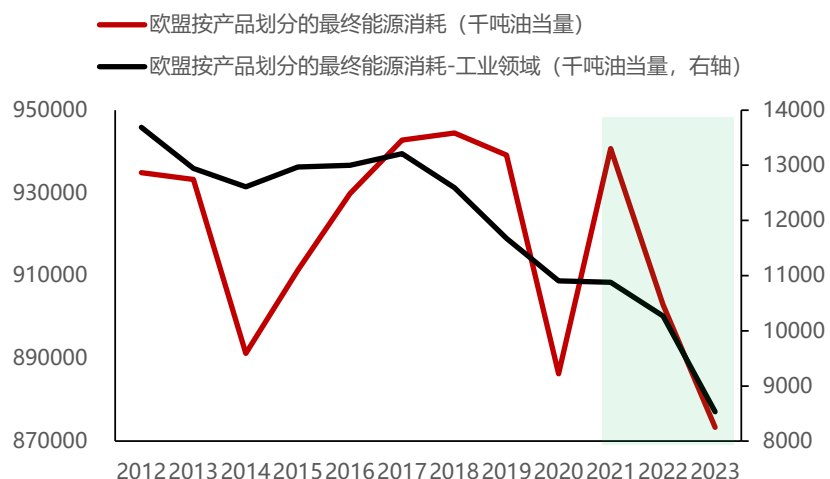


资料来源：wind，民生证券研究院

在最终的行业配置上：

- 第一，美国金融服务与科技主导的全球经济增长叙事发生转变，美元资产遭遇逆风，而受益于全球制造业活动趋势性回升，大宗商品相较于标普 500 的趋势性跑赢进程开启，其中有色金属（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、锑、锆等）也将迎来机遇，相较之下原油短期可能依然存在扰动，然而中期来看，低油价实际利好中欧等原有制造业强国，未来也有望在全球制造活动重新抬升中逐渐实现见底；
- 第二，政策加码下居民消费者信心回归，内需相关顺周期消费（品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等）与部分供给格局相对良好或有积极变化，且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、化学制品、自动化设备、锂电设备等）；
- 第三，决策层稳定股票价格工具属性+低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：银行、保险。

图15：俄乌冲突以来，高额的能源成本抑制了欧盟工业生产的活跃度，往后看能源价格的下降也有利于欧盟能源消耗量的恢复，一定程度也对原油需求形成支撑



资料来源：欧盟统计局，民生证券研究院

4 风险提示

- 1) **国内库存周期超预期波动。**库存周期往往基于历史数据对外进行判断，如果未来波动超出预期，尤其是企业补库行为就未发生，这将对实物资产与顺周期制造业景气度形成打击。
- 2) **部分行业格局调整时间超预期。**如果部分行业的产业格局加速下行或出清时间超出预期，那么中期问题将在短期内提前暴露，进而一定程度上压制市场情绪。

插图目录

图 1：近期美国经济政策不确定性显著抬升	3
图 2：本周全球大类资产表现分化，市场纷纷对欧洲资产进行重定价	3
图 3：当下全球制造业 PMI 自 2023 年 1 月后首度超过服务业，这或许表明当下全球经济增长动能由以美国科技与金融为代表的服务业繁荣切换至以国防、基础设施建设等偏制造业活动的增加	4
图 4：历史上看，当更以生产制造为主的非美经济跑赢科技金融与服务为主导美国经济时，大宗商品相对于标普 500 更具有相对优势	4
图 5：随着美国主动调整对欧与俄战略，拜登政府所构建的美欧共同抑制中国与俄罗斯的同盟格局裂隙似乎正在出现，而与之相应的，近期中欧双方也在释放出部分友好信号，中国与欧盟的贸易关系修复有望迎来曙光	5
图 6：中国是欧洲除美国外的第二大贸易依赖国	6
图 7：在俄乌冲突后，欧洲系统性地降低了对中国的依赖度，并增加对美依赖，如果欧洲未来能够将一部分过去对美的依赖度转移至中国，一定程度上也将对中国出口形成支撑	6
图 8：从历史上看，欧洲获胜政党的得票率与经济政策的不确定性成明显的负相关性	7
图 9：整个欧元区的财政合规得分情况以及预算收支平衡状况分化同样较大	7
图 10：近期房地产市场价格出现一定的止跌企稳信号	8
图 11：2022 年以来，居民收入预期持续处于低位，一定程度上压制了消费意愿与信心的回升，财富效应可能是让居民消费信心回归的相对更快的方法	8
图 12：自 2023 年以来，制造业生产活动的下行一定程度上支撑了人工智能主题相较于大盘估值溢价抬升（%）	9
图 13：同样地，制造业生产活动的下行一定程度上也支撑了机器人主题相较于大盘的估值溢价抬升（%）	9
图 14：本周涨幅靠前两大板块已然是国防军工与有色金属，而部分顺周期消费与制造板块（如消费者服务、机械设备等）排名同样靠前	9
图 15：俄乌冲突以来，高额的能源成本抑制了欧盟工业生产的活跃度，往后看能源价格的下降也有利于欧盟能源消耗量的恢复，一定程度也对原油需求形成支撑	10

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。	公司评级	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
	行业评级	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