

总量趋稳，结构突围

文/东方红资产管理 权益研究团队

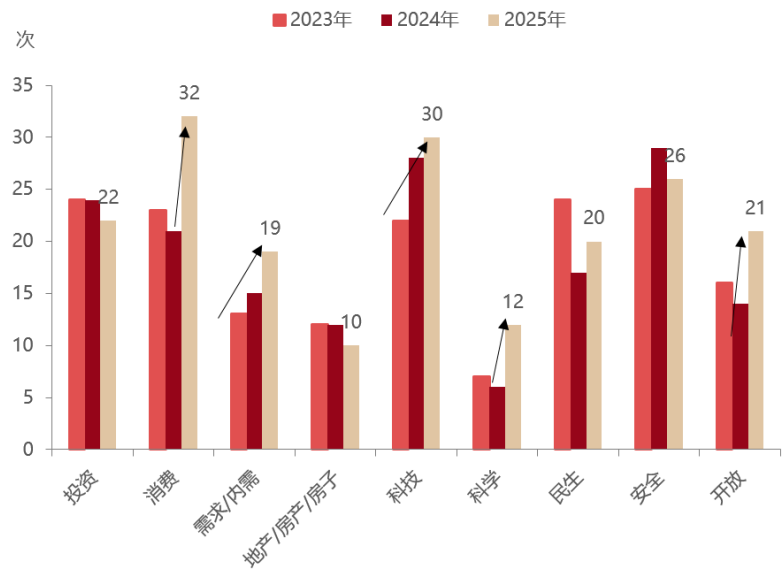
摘 要

- 当前经济形势的新特征：从总量到结构的重心转移。**中国经济进入“政策托底”与“创新破局”的双轮驱动阶段，总量上政策托底效果显现，结构上本土创新驱动的“新质生产力”崛起成为亮点。一方面，地产下行周期步入磨底阶段，物价目标权重显著提升，供需再平衡趋势初现。另一方面，“未来已来”，新质生产力呈现星火燎原、多点突破之势。政策端，消费与科技是今年的政策重心，凸显“稳增长”与“促转型”之间的战略平衡。财政与货币双宽松基调下，将通过“储备政策”适时发力。
- 全球再平衡视角下的资产配置。**从全球配置视角，美国经济和科技绝对优势的“神话”消解，全球资金或将在美国与非美地区之间重新进行分配。横向对比，中国股市估值较同等创新能力的经济体仍明显折价，说明市场尚未完全定价中国的创新能力，随着海外投资者重塑对于中国创新能力的认知，这一估值差距可能会继续缩小。从国内配置视角，稳定资产价格是本轮宏观调控框架的重要抓手，权益资产回报率趋稳与居民财富再配置有望形成良性循环，“存款搬家”可能成为股市的增量资金来源。风格上，价值向成长切换的拐点已现。结构上，2025 年可能类似于 2013 年，指数平稳，产业演进“奇点时刻”或将重演，以人工智能为代表的产业周期驱动有望带来超额收益。需警惕 4 月业绩披露季不确定性和中美博弈反复带来的阶段性扰动。
- 风险与不确定性。**地缘政治风险，美国货币政策超预期风险，经济增速下行超预期风险。

一、宏观经济

2025 年全国两会给出了经济稳增长+支持产业创新的政策组合，“消费”和“科技”成为本次政府工作报告的高频词，不仅体现了高质量发展框架下消费和科技的重要性，也是中国在“稳增长”与“促转型”之间的战略平衡：一方面，总量托底政策，“大力提振消费”，稳住国内内需；另一方面，“坚持创新引领发展”，以科技创新引领产业转型，增强新动能的培育。

图：近年来政府工作报告重点词汇词频统计



数据来源：Wind，东方红资产管理

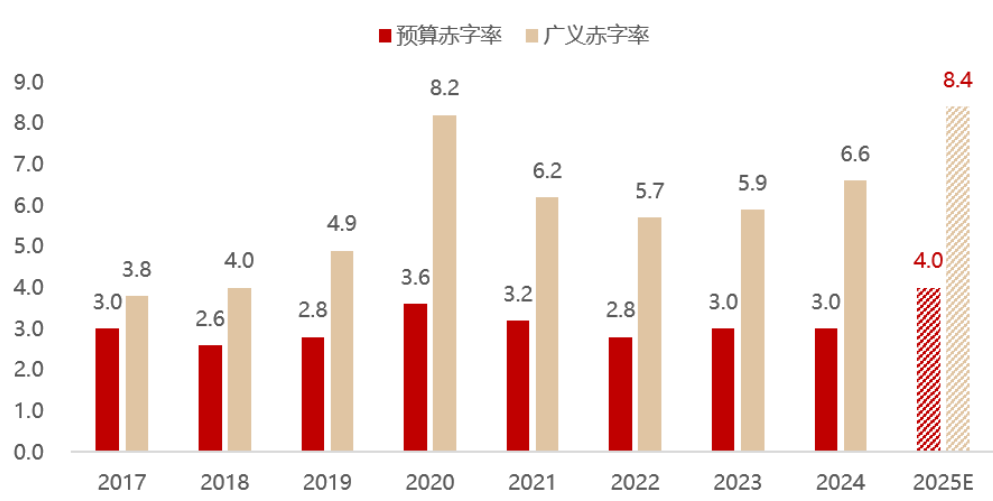
宏观政策方面，财政与货币双宽松，但以“储备政策”为主。具体来看：

财政政策方面，整体扩张，但有省有花。“省”的方面，继续强调“坚持政府过紧日子”“严禁铺张浪费”“严控财政供养人员规模”等。“花”的方面，赤字率提高至 4%，创历史新高。广义赤字率预计将达到 8.4%，较去年提升 1.8%，甚至高于 2020 年水平。从增量来看，2025 年增量财政资金达到 2.9 万亿，包括提高 1%赤字率的 1.6 万亿+专项债增加 5000 亿+特别国债多增 3000 亿+注资银行 5000 亿。即使剔除掉注资银行的 5000 亿，直接用于经济建设的增量资金也比去年多 2.4 万亿。根据预算报告，2025 年全国广义财政支出增速（第一本账+第二本账）为 9.3%，去年实际值 2.7%。实际支出强度还要看财政收入实现情况，存在一定不确定性。

货币政策方面，计划适时降准降息。全年降息、降准仍可期待，但“适

时”表明落地时机需结合内外部情况而定。央行行长潘功胜表示，与美联储虽降息但政策利率仍处高位不同，中国货币政策已连续几年降准降息，呈支持性且总量宽松。2025 年将依据国内外形势，择机降准降息。

图：历年预算赤字率与广义赤字率

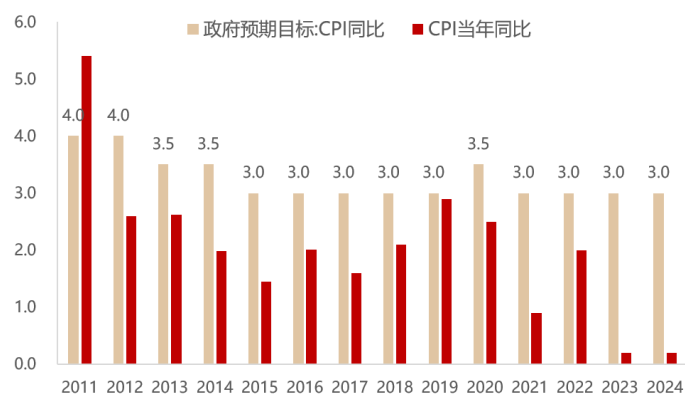


数据来源：Wind，东方红资产管理，2025 年数据为预测值

物价回升将成为重要目标考量。2025 年 CPI 目标定在 2%左右，而过去几年目标都是 3%。看似降低，但 3%是约束性的上限（2024 年 CPI 只有 0.2%，在当前环境下显然不再适用），而 2%是追求性的物价水平目标，从防止通胀转为提高物价，预计宏观政策将更注重推动物价合理回升。

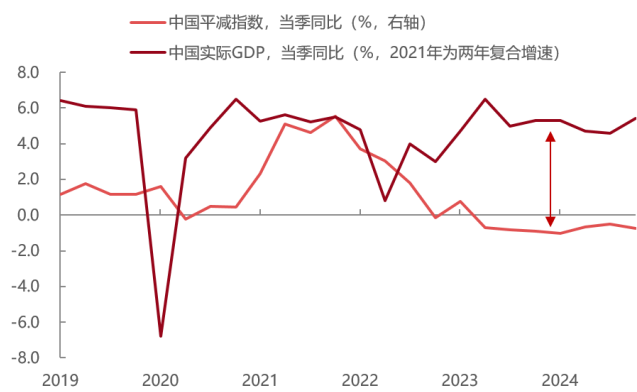
作为衡量价格总水平的指标，GDP 平减指数已经连续七个季度负增长。根据 4%赤字率和 5.66 万亿财政赤字，隐含 2025 年名义 GDP 141.5 万亿、名义 GDP 增速 4.9%，对应 GDP 平减指数约-0.1%，较 2024 年降幅收窄 0.6 百分点，将基本结束价格负增长状态，名义 GDP 增速也有望在 2025 年企稳反弹。可能实现上述目标的路径包括加大宏观政策逆周期调节力度，综合整治“内卷式”竞争，更大力度稳住楼市股市等等。

图：过去两年 CPI 涨幅显著低于预期目标



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：量价背离有望改观



数据来源：Wind，东方红资产管理

当前中国经济运行呈现出“总量趋稳、结构质变”的新特征，总量上政策托底效果显现，结构上本土创新驱动的“新质生产力”崛起成为亮点。

图：当前经济形势的新特征：从总量到结构的重心转移

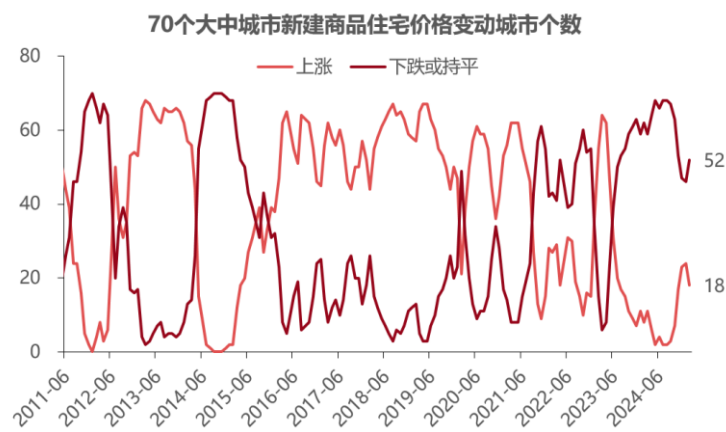


数据来源：Wind，东方红资产管理

地产方面，下行最快阶段可能已经过去，从下行转为磨底。2024 年四季度以来，统计局口径 70 大中城市新房环比上涨城市数增加、二手房价格同比降幅收窄。从租售比来看，2025 年 1-2 月百城住宅租金回报率升至 2.3%，高出 10 年期国债收益率 0.6%，央行也曾在货币政策执行报告中表示“租赁住房总的收益率将高于多数资产回报率”。2025 年房地产量价可能已经具备了企稳的基础，企稳可能性增大。

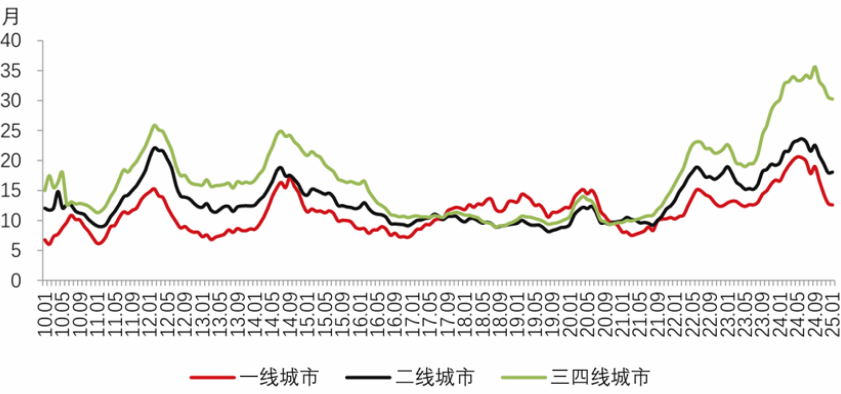
易居研究院数据显示，截至 2025 年 1 月，百城新建商品住宅库存同比减少 11.0%，库销比降至 21.3 个月；其中，一、二、三四线的新建商品住宅库销比分别为 12.6、18.1 和 30.3 个月，一线城市库存周期已回到合理区间，高能级城市去库压力放缓，低能级城市去库压力仍高。

图：部分城市房价呈现止跌



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：2024Q4 以来住宅去化周期下降，一线回到合理区间



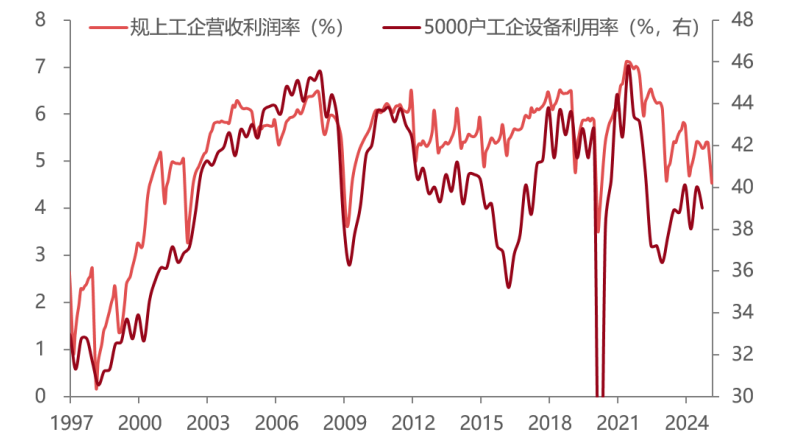
数据来源：中房网，东方红资产管理

2024 年下半年以来，政策强调整治“内卷式”竞争，工业产能利用率开始改善，进而缓解价格压力，供需再平衡进程初现曙光。

2024 年 7 月中央政治局会议首提“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”“强化市场优胜劣汰机制”，而后各部委陆续出台相关政策，如财政部取消、下调部分行业出口退税，工信部上调光伏制造项目投资最低资本金要求，倒逼无效产能自然出清。“反内卷”政策框架完成顶层设计。

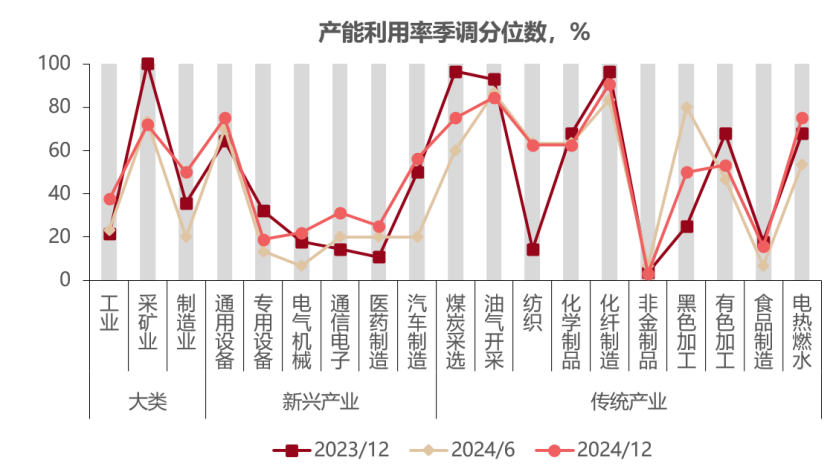
从结构上看，以光伏为代表的部分新兴产业仍处于产能利用率的历史低位，“新三样”产能利用率的修复将带动整体工业产能利用率的提升，进而带动企业盈利中枢的上移。

图：工业企业利润率与设备利用率高度相关



数据来源：Wind，东方红资产管理

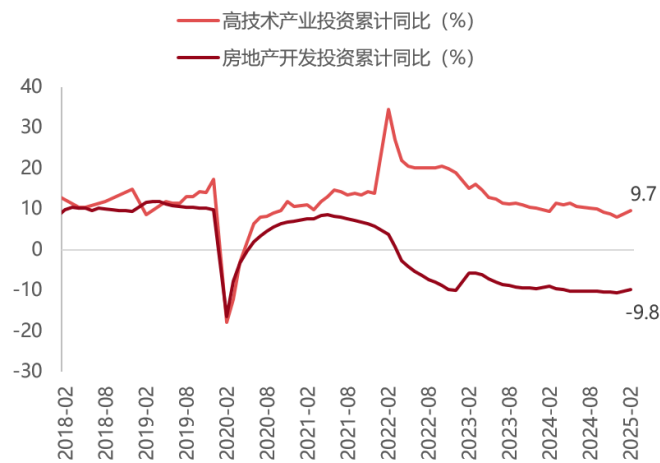
图：新兴产业的产能利用率自低位出现边际改善



数据来源：Wind，东方红资产管理

内需方面，本土创新驱动的新质生产力呈现“星火燎原、多点突破”之势，成为结构性亮点。2月外交部发布高燃视频《未来已来》，六代机、机器狗、DeepSeek等齐聚一堂，细数了我国近年来所实现的诸多科技飞跃，从海外映射到自主创新，微观产业亮点不断涌现；同月民企座谈会增强企业家信心，中国科技领域可能进入“百花齐放”的加速阶段，民间投资增速有望重新回到整体制造业投资增速之上。

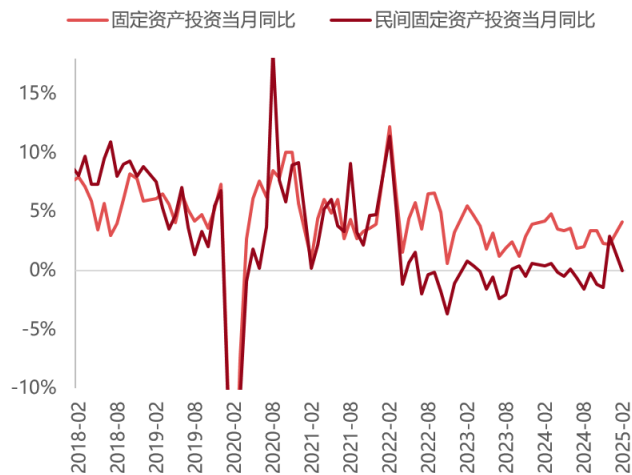
图：高技术产业投资与地产投资 2022 年后开始分化



注：2021 年为两年复合增速。

数据来源：Wind，东方红资产管理

图：民间投资增速有望重回整体之上



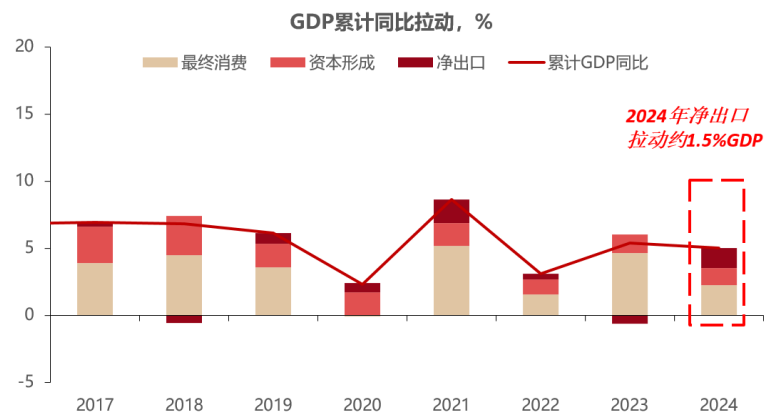
注：2021 年为两年复合增速。

数据来源：Wind，东方红资产管理

外部环境方面，主要不确定性在于全球产业链重构下的压力测试。近几年我国经济增长对外需的依赖较大，2024 年净出口贡献了实际 GDP 增长的 30%。

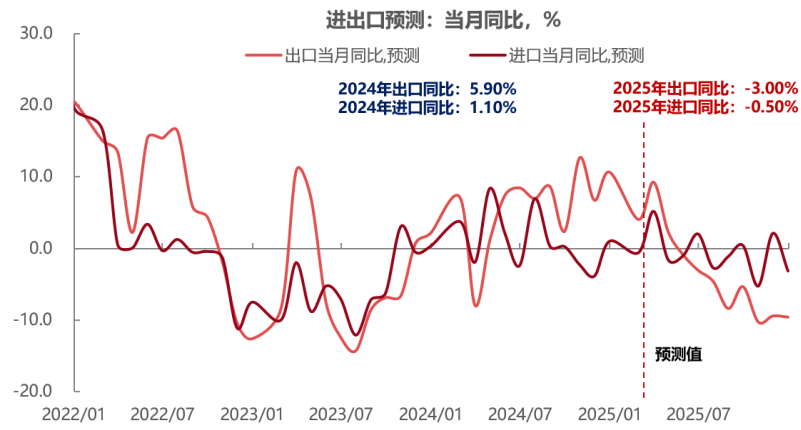
从 1 月 20 日特朗普上任以来的政策节奏看，一是优先精简内政；二是加征关税的矛头指向墨西哥、加拿大、欧盟等此前的美国盟友，一季度对中国加征的“10+10”关税未强于市场预期。进入二季度，外部不确定性偏大。随着关税逐步落地加码，预计中国出口将面临一定回落风险。此外，美国对其他国家征税对中国外需也有间接传导，一方面可能导致被征税的其他经济体需求收缩，在自身供给难以消化的背景下，可能会采取更多的贸易保护措施；另一方面，部分国家或通过提升对华关税以换取与美方谈判的筹码。

图：近几年我国经济增长模式较依赖外需



数据来源：Wind，东方红资产管理

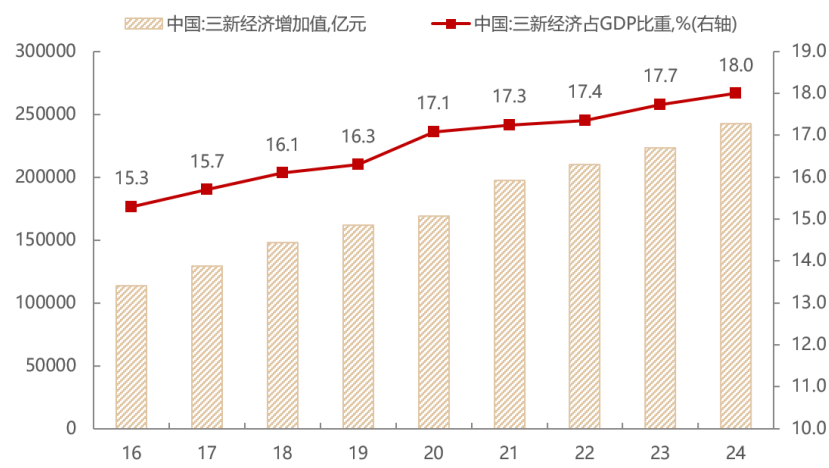
图：中国出口或面临一定下行压力



数据来源：Wind，东方红资产管理

总结来看，经过三年经济结构转型的阵痛期，中国宏观经济的结构调整已经初具成效，进入“政策托底”与“创新破局”的双轮驱动阶段。一方面，经过过去三年的持续调整，地产和建筑在经济中的占比已经从 2020 年高点的 15.3% 下降到 2024 年的 12.9%，在政策托底下，传统动能有望进入“止跌回稳”阶段，对于经济的影响有望减弱；另一方面，中国“三新”经济（新产业、新业态、新商业模式）占 GDP 的比重呈现持续上升趋势，2024 年已经超过 18%。新兴产业在经济中的重要性日渐上升。

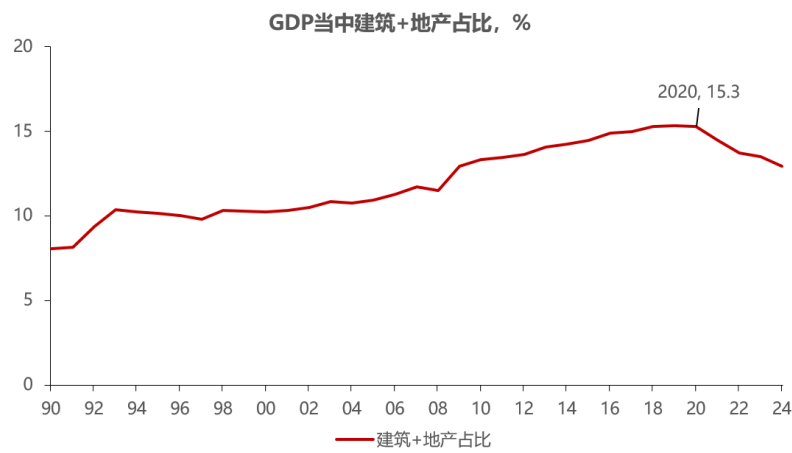
图：2024 年“三新”经济在 GDP 中占比超过 18%



注：2024 年“三新”经济占比具体数值尚未公布，此处 18% 是出自发改委表述“超过 18%”。

数据来源：Wind，国新办，东方红资产管理

图：2021 年以来，建筑业+房地产业在名义 GDP 当中占比持续回落



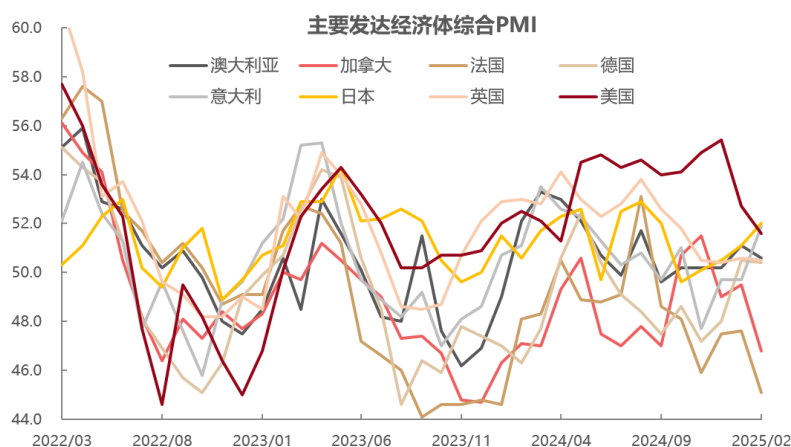
数据来源：Wind，东方红资产管理

二、市场展望

全球配置方面，重点关注美国 VS 非美地区的再平衡。

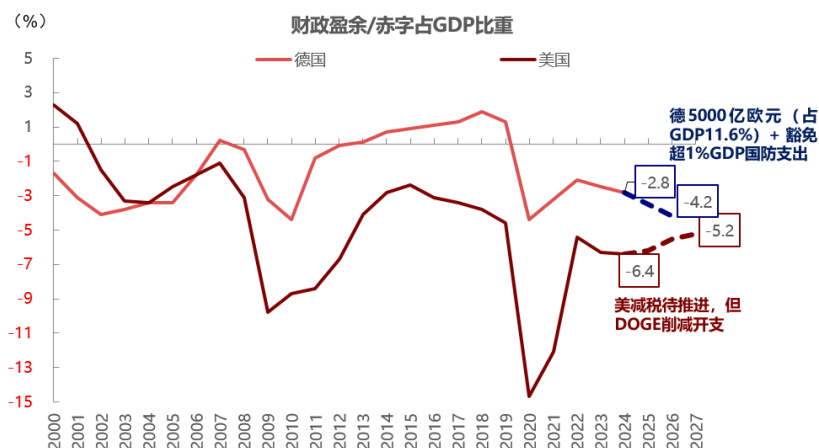
经济层面，美国与非美地区的相对优势持续缩小。美国综合 PMI 已经向全球其他国家靠拢，“美国例外论”暂告段落，考虑到此前市场对美国经济的共识过于一致乐观，任何经济疲软信号都可能触发美元资产剧烈的估值修正。特朗普混乱且摇摆的政策不确定性正在形成新的风险溢价因子，供给侧通胀压力与劳动力市场降温可能迫使美联储陷入“进退失据”的政策困境。欧洲经济在双重利好催化下呈现复苏态势，俄乌停火预期缓解能源安全焦虑，欧盟突破国防开支上限和德国财政立场的大幅转向将重塑欧元区增长动能。

图：美国综合 PMI 已经向全球其他国家靠拢，“美国例外论”被打破



数据来源：Wind，东方红资产管理

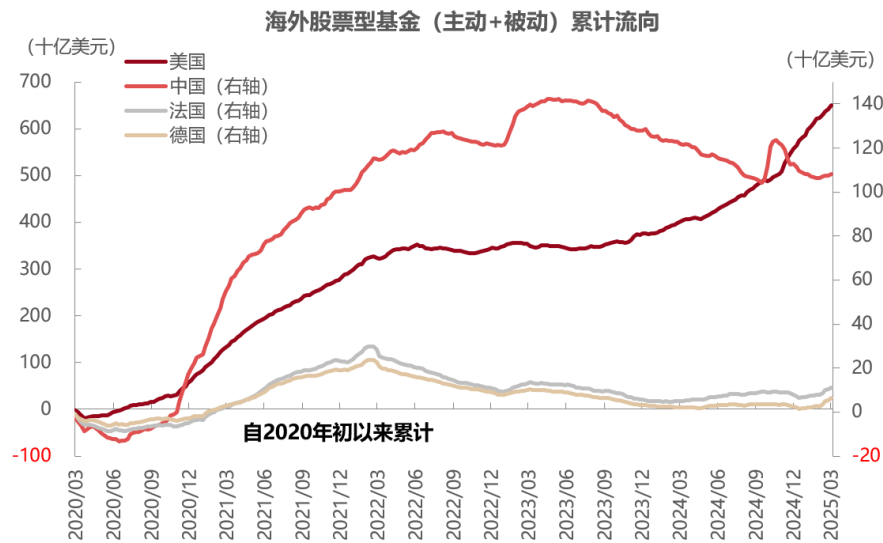
图：欧洲财政扩张 VS 美国财政收缩的格局变化



数据来源：Wind，东方红资产管理，虚线部分为预测值

科技层面，AI 叙事对美股的支撑减弱。此前，AI 叙事是“美国例外论”的重要组成部分，美国“一枝独秀”的科技产业趋势是 2023 年以来持续吸引全球资金通过金融账户不断流入、推高美股和帮助美国融资的重要驱动力。但 DeepSeek 崛起之后，AI 叙事从纯粹依赖硬件支持的算力逻辑开始回归到算法创新驱动的模式，美国科技企业巨额投入带来的上下游正循环预期被打破。预计海外资金流入美国的动力将会减弱，全球资金或将在美国与非美市场之间重新进行分配。

图：过去两年，全球资金不断流入美国市场



数据来源：Wind，东方红资产管理

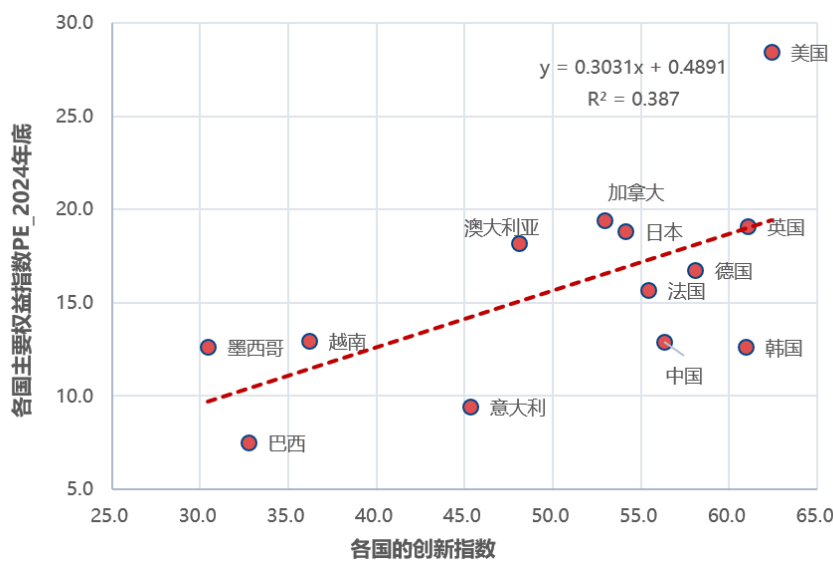
图：美国科技股与非科技股形成巨大背离



数据来源：Wind，东方红资产管理

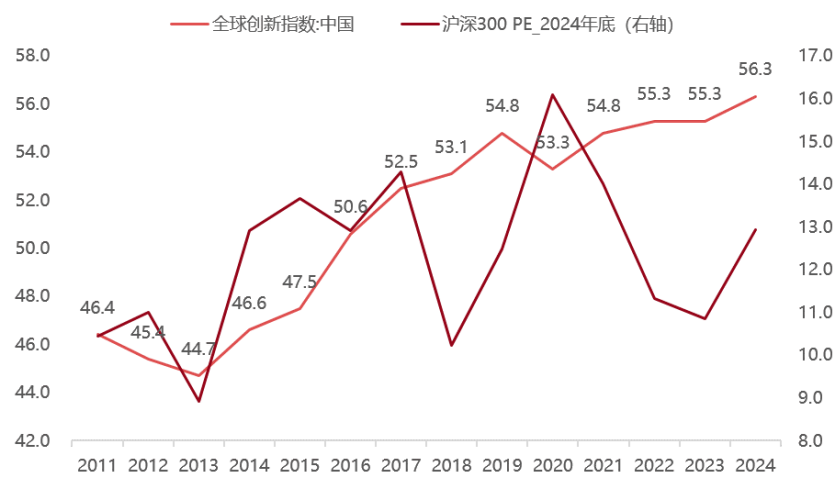
从股市定价来看，全球主要权益指数的估值与该国家的创新水平（由世界知识产权组织编制的全球创新指数表征）呈现一定的正相关性。中国的创新指数由 2011 年的 46.4，上升至 2024 年的 56.3；同期，沪深 300 的 PE 估值由 10.4 倍升至 12.9 倍。但相比同等创新水平的国家，比如法国、日本等，中国股市的估值水平仍明显偏低，说明了市场尚未完全定价中国的创新能力，随着海外投资者重塑对于中国创新能力的认知，这一估值差距可能会继续缩小。

图：各国创新指数与权益市场估值



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：中国创新指数与沪深 300 估值

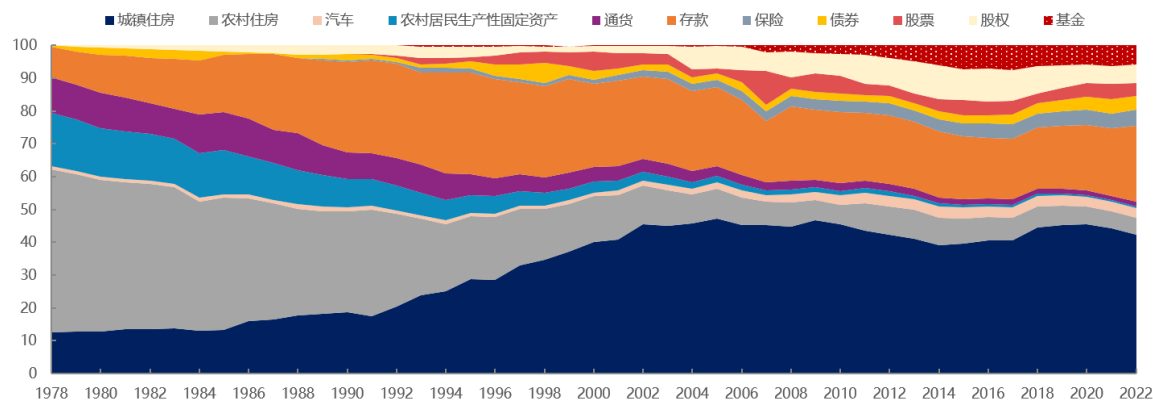


数据来源：Wind，东方红资产管理

资本市场是本轮宏观政策调控的重要抓手之一。2024 年三季度以来，稳定资产价格已经成为我国宏观调控框架体系的重要组成部分。2024 年 12 月中央经济工作会议明确提出“稳住楼市股市”，2025 年全国两会政府工作报告再次强调在宏观调控中重视资产价格。楼市股市是居民资产负债表重要组成部分，住房占比较高，影响财富基础；金融资产（持股市值约 26 万亿）波动较大，影响财富弹性，楼市股市价格稳住有助于释放财富效应，提振消费。

2025 年 1 月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》为中长期资金入市划定了“时间表”与“路线图”，如引导大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股。耐心资本占比的提高，有助于平抑市场波动、增强市场内在稳定性，提升投资者获得感。

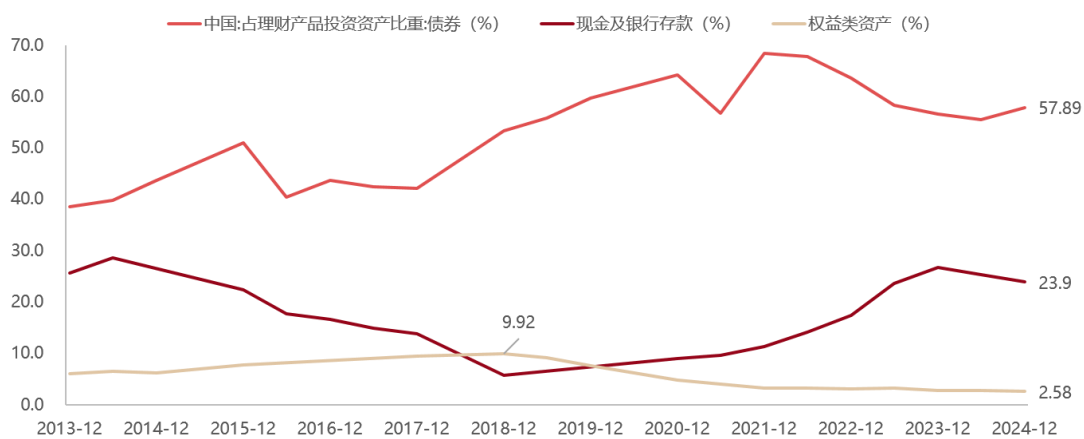
图：居民资产结构中，
住房占比接近 50%，股票 4%，基金 5.8%（截至 2022 年）



数据来源：Wind,《中国国家资产负债表 1978—2022》，东方红资产管理

股市回报率有望吸引居民财富再配置，“存款搬家”可能成为股市的增量资金来源。过去三年中国居民形成大量的“超额存款”，截至 2024 年 12 月，我国银行理财产品资金余额为 30 万亿元，其中，债券占比 57.9%，现金及存款占比 23.9%，为历史最高水平，而权益占比仅 2.58%，为历史最低水平。随着股市回报逐步走向稳定且可预期，股市赚钱效应与社会财富再配置将形成良性循环，在存款利率持续下降、债券收益提前透支 2025 年空间的背景下或推动居民存款“搬家”至权益资产。

图：银行理财端的权益资产配比为历史最低水平



数据来源：Wind，东方红资产管理

站在主动管理规模共计 5 万亿的机构投资者视角(主动管理公募 3 万亿、保险机构 2.1 万亿)，基于静态市盈率来看 A 股不算便宜。从各大宽基指数来看，当前上证指数、沪深 300、中证 500 的估值已经分别回到了过去 5 年 77%、57%、86%的历史分位数。股票风险溢价(ERP)已经修复到中枢水平附近，反映当前 A 股估值已经明显修复。但站在拥有 26 万亿持股规模的个人投资者视角，股票相较于居民存款是相对便宜的。截至 2 月底，A 股总市值 100 万亿相比于 157 万亿的居民存款规模，比值 65%，仍处于近十年低点。中性假设若该比值回归近 5 年均值（77%），A 股总市值或存在 11%的上行空间，对应 11 万亿增量资金流入股市，颇具想象空间。

图：各大宽基指数估值普遍修复

证券代码	指数	PE分位(5年滚动)		
		2025年3月	2024/9/23	2021年2月
		(当前)	(去年低点2689)	(近五年高点3732)
000001.SH	上证综指	76.9	11.3	99.7
399001.SZ	深证成指	36.0	3.3	99.8
399006.SZ	创业板指	27.9	0.6	97.2
000016.SH	上证50	62.9	30.0	99.8
000300.SH	沪深300	56.6	7.1	99.9
000905.SH	中证500	85.6	7.8	53.0
000852.SH	中证1000	71.6	7.4	44.6
399303.SZ	国证2000	71.9	1.7	29.5
000688.SH	科创50	98.6	52.5	78.7
HSTECH.HI	恒生科技	23.3	14.0	89.3
HSI.HI	恒生指数	63.5	23.5	99.6

数据来源：Wind，东方红资产管理

图：目前 A 股市值与居民存款的比例处于低位



数据来源：Wind，东方红资产管理

风格上，价值转成长的拐点已现。A 股风格基本三年一轮回，除了经济周期，成长 VS 价值风格受全球利率环境影响较大。2016-2018 年美国加息周期，A 股价值风格有相对收益；2019-2021 年美国降息周期，成长风格跑赢；自 2022 年美国进入加息周期后，价值风格在过去三年占优。2024 年 9 月美联储进入降息周期后，价值转成长的拐点隐现。此外，当前美联储降息空间较为充足，预计渐进式降息依然是美联储政策操作的思路，大方向上有利于成长风格。

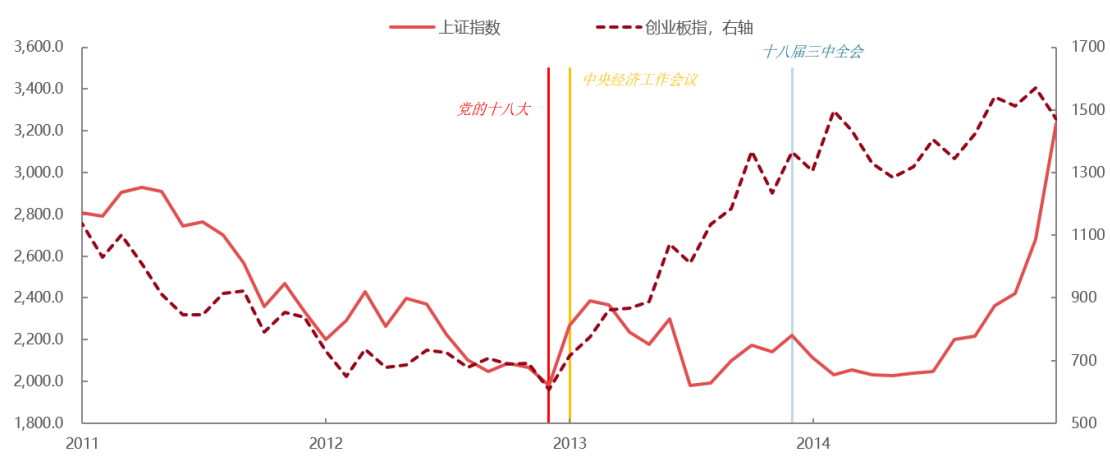
图：价值 vs 成长风格切换与美联储货币周期



数据来源：Wind，东方红资产管理

结构上，2025 年宏观环境与 2013 年有一定相似之处，弱复苏、强科技。2024 年类似 2012 年，经济增速下台阶，2012 年 GDP 增速首次破 8，此后进入 6-8% 区间，所以实体经济感受和市场表现都存在一定落差。2012 年底重要会议先后召开，市场信心逐渐恢复。尽管 2013 年经济“L 形”探底，上证指数底部震荡，但并没有限制资金展望长期经济增长动力，在“移动互联网+”大浪潮下，创业板 2013 年跑出明显的超额收益。此轮“AI+”的第四次工业革命有望复刻 2013 的表现。

图：2013 年经济企稳后，市场展望长期结构性机会



数据来源：Wind，东方红资产管理

当下 AI 技术革命与 2013 年移动互联网浪潮呈现出相似的演进轨迹，从产业技术向下游应用发展。2013 年智能手机渗透率接近 80%，海量 C 端用户普及开始催生庞大的手机端应用需求，移动支付、O2O 服务等创新商业模式的涌现，驱动“互联网+”行情由硬件供应商向应用服务商传导。

在本轮自 2023 年初 ChatGPT 问世以来的 AI 产业周期当中，此前市场热度集中体现在上游算力端，但随着技术突破，当前发展阶段已显现转折信号。一方面，美股 AI 应用企业开始兑现商业化预期，部分标杆企业验证了 AI 赋能的商业可行性；另一方面，国内 DeepSeek 开源模型的普惠化进程显著降低应用开发门槛，推动 AI 技术向智能制造、数字营销、智慧医疗等多元化场景渗透。

图：2013 年“互联网+”行情由硬件供应商向应用服务商传导



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：2024 年下半年海外 AI 行情率先向中下游软件服务和应用端扩散



数据来源：Wind，东方红资产管理

作为生产型经济体，经济增长往往依赖产业周期驱动。历史上，有产业周期驱动的时候，A 股相应的产业指数超额收益往往非常突出，比如 2013-2015 年互联网、2019-2020 年自主可控、2020-2021 年新能源等。

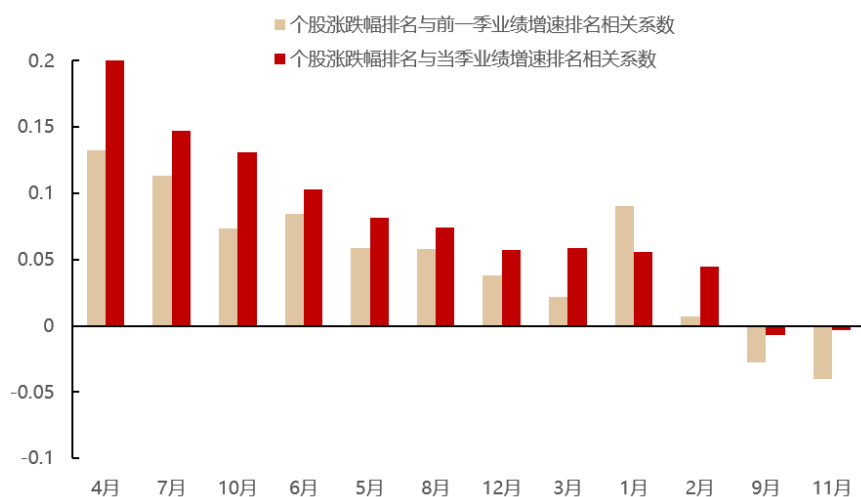
图：2013-2021 年产业周期驱动带来超额收益



数据来源：Wind，东方红资产管理

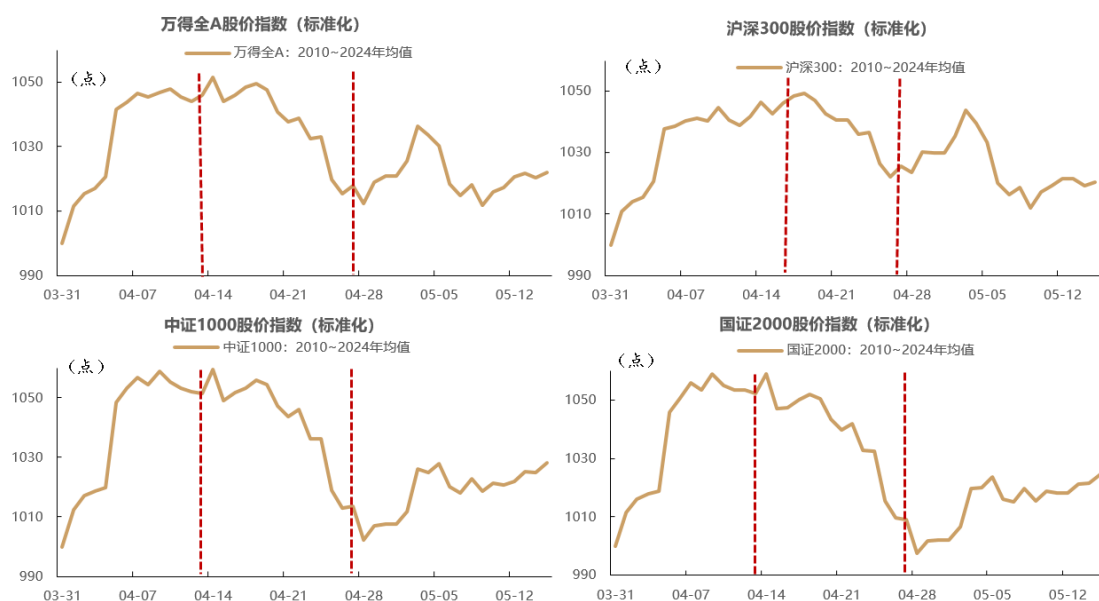
短期来看，4 月行情可能有阶段性回调风险。4 月是全年最看业绩的时段，一季度“最不基本面”，二季度“最基本面”。从业绩与股价的相关性上可以看出，4 月是全年中业绩对股价表现解释力最强的月份。此外，4 月也是中美经贸关系的一个关键节点。4 月 1 日美国贸易代表办公室将发布对中国贸易行为的审查结果，结果及影响有待观察；4 月初开始“对等关税”行动，需关注美国拉拢盟友对华形成的“关税同盟”风险。

图：4 月是全年最看业绩的时段



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：4月指数层面的胜率往往有所回落



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、风险与不确定性

1、**大国博弈风险**：地缘政治风险，以及经贸、科技、金融等方面的摩擦或制裁风险。

2、**美国货币政策超预期风险**：美联储不降息的风险以及引发局部金融市场动荡风险。

3、**经济增速下行超预期风险**：如果海外经济动能持续回落，存在外溢效应超预期风险。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，历史情况不代表未来表现，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至2025年4月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。