



“ 从今天开始，只有美国优先。每一个关于贸易、税收、移民、外交的决定都将为了美国工人和
美国家庭的利益而做出。

——特朗普总统 2017 年就职演说 ”

- 1.良好的环境是因，DeepSeek 是果。企业家们信心恢复不仅影响经济活力，还会通过承担一定风险投入带动整个社会经济发展、就业、信心等。
2. 国内资本开支的节奏类似于海外 2023 年的阶段，刚刚进入加速增长期，但技术的节奏可能和海外接近，已经进入推理阶段，AI 推理应用的广泛相比起技术上追求 AGI 更能推动资本开支的稳定预期。
- 3.投资最大的两个机会或是周期和时代，每一个大周期也往往叠加大时代，推动每一个时代都有若干个核心公司，守正出奇就是自始至终坚持重点布局这些公司。
- 4.定价是能力圈的结晶，而所谓买公司，是在不确定和困难的时候以低估或者合理的资产价格 all in 买入股权等，赚的是认知判断行业发展企业成长壮大的钱，期待明确了行业拐点再布局或者退出反而风险加大。
- 5.去年 10 月中国的十年期国债和国开债收益率均跌破 2%，日本十年期国债收益率从 1998 年开始一直低于 2%，而美国十年期国债收益率在次贷危机后仅阶段性低于 2%，从经济增速、股票资本回报率以及房地产长期回报率等角度对比日美的表现差异，中国利率进入 1 时代或是阶段性的。
- 6.要区分支持家庭的财政扩张和支持金融部门的财政扩张。就宏观经济影响而言，面向家庭的财政扩张直接促进消费对总需求的拉动率更高。
- 7.“东升西落”不再仅仅是宏大叙事，宏观层面，中国在三年去杠杆后开启财政扩张，欧洲借防务问题打开债务上限，而美国在清理疫情以来的高债务问题。科技层面，天平也开始缓慢向我们倾斜，市场对于美国科技股大规模资本开支合理性的担忧，体现为估值的收缩和对此前过度乐观预期的反思。AI 影响的不仅是科技和经济，而是全球竞争格局。



投资最大的机会莫过于周期和时代 不贪不怕面对结构行情上半场



年初以来，美股跌落，A股港股上涨，美债中债趋势也反向。印日股市调整，欧洲股指普遍上涨，欧元罕见犀利反弹。美元指数年初以来贬值超过4%，布伦特原油下跌近6%，美国资产全面risk off，黄金大涨突破了3000美金。

中短期看，本轮美股调整的背景在于：2月以来美国部分经济数据低于预期，引发经济衰退担忧，再叠加关税、移民政策变化、DOGE（美国政府效率部）主导的政府部分裁员等因素，市场对于经济回落的担忧加剧；DeepSeek以低成本复现最先进模型、以开源（开放权重）应对闭源、以算法优化对抗算力限制，引发对于美国科技企业AI基建巨额投入带来上下游正循环的预期，包括“美国例外论”的叙事均产生了质疑，叠加美科技股的较高估值也诱发了调整，取而代之是欧洲股市的崛起，和中国科技资产的重估，还有美国财政收缩的潜在风险。

苏联解体后进入了全球化时代，贸易和投资奔向自由化，中美欧等几大主要世界经济体的经济和金融市场大体上是同频共振的关系，这一趋势在2017年达到顶峰。2018年以来，全球自由化趋势逆转，美国先是通过贸易战科技战金融战全方位抑制中国发展，后是隔岸观火俄乌战争放血欧洲，也导致了全球转向了“安全优先，发展其次”。中美双方都越来越意识到，自身的改革和发展才是决定性的。

全球资金流向美国，促进美元和美股一轮又一轮的螺旋式上涨。中国房地产和债务问题对总需求产生影响，表现为消费和投资需求的收缩，港股和A股从2021年开始调整。欧洲深受俄乌战争的拖累，能源价格飙升，德国法国等主要经济体连年负增长，欧元兑美元持续贬值。中美欧等国金融市场开始呈现一定程度上此消彼长的竞争关系。

美国经济“例外主义”表现在资本市场上，过去两年美股在全球股票市场市值中的占比，从53%上升到63%，即在OpenAI推出ChatGPT之后两年中提升了十个百分点。科技行业占美国市场的30%，其中7大科技巨头占了25%，对比美国经济按购买力平价计算的全球GDP中占比不到20%，但美国的科技巨头的垄断依靠AI技术得到了极大的强化，如亚马逊、微软、谷歌控制了65%的云计算市场。

2020年美国为应对疫情，启动无限量宽松货币政策，如今美国国债总额已跃升至约36.2万亿美元，超过了GDP的120%，制造业空心化趋势难以扭转，基础设施老化和更新缓慢等问题积重难返，通胀的反弹更是雪上加霜。

政治追随权力，特朗普总统信奉丛林法则、实力政治，就职演讲不讳言美国是一个正在“衰退的国度”，主要就移民、能源、关税三个经济相关政策展开论述，核心思想是“美国优先”，立刻解决边境问题、国家能源紧急状态、对外建立税务局、反ESG是特朗普议程中的重中之重，**减少财政赤字和贸易赤字**。特朗普政府对外加征关税、收缩国际战线，对内要裁撤数以万计的公职人员，拟减少压缩包括军费在内的万亿美元的政府支出，这应该是正确的方向和举措，但走钢丝的经济政策平衡将殊为不易。

而目前的边际变化恰是对财政扩张、科技投资、移民，和全球化这几大“美国红利”基础逻辑的破坏。近期美10年国债收益率的快速下挫，从特朗普就职后的4.8%跌至4.1%，很大程度是在担心引发衰退（Trumpcession）。

历史从不真正循环，他只会螺旋中寻找新的破局者。

2025 年伊始，美欧在安全、经济和意识形态上的裂痕进一步加深，跨大西洋伙伴关系进入新调整期。两会全国人大发言人主动向欧投出橄榄枝：中欧没有根本利害冲突，也没有地缘政治矛盾，是相互成就的伙伴。中欧关系不针对、不依附，也不受制于第三方。

中国在去年 9 月，德国在今年 3 月，都分别推出大规模财政刺激计划，扭转金融市场预期，和各自经济的下滑局面。背后是中国和德国中央财政过去几十年一直谨守全球主要经济体中最低 3% 左右的财政赤字上限。德国将修改宪法，允许国防开支超过 GDP 的 1% 时不受“债务刹车”限制，以“不惜一切代价”保护国家。此外，德国将设立 5000 亿欧元基础设施基金。欧盟委员会主席冯德莱恩也紧接着提出了一个 8000 亿欧元规模的军事投资计划。

德国股市创历史新高，国债创 1990 年来最差表现。中国国内去年 9 月底 10 月初资本市场剧烈反应，系统性风险下降，市场止跌后大幅反弹，仅十几个交易日，A 股单日成交金额从不足 5000 亿上升到 3.48 万亿的历史纪录。

宏观政策托底资产负债表，中长期投资者更加期待增长前景明朗和积极改善。DeepSeek 是中国本土研发团队，在资源限制的条件下，发挥出来的绝佳创意结晶，是中国目前对世界大模型领域显著的贡献。英雄出少年！中国年轻的民营科技企业有望打破美国巨型科技企业的垄断，显示出中国有能力参与引领本轮 AI 浪潮。

由近及远，全球投资者对中国的科技公司重新建立信任并打开了想象空间，对中国资产的久期信心开始修复。受益于大型科技公司的重估，恒生科技指数 2 月上涨 17.88%，今年上涨超过 30%。A 股呈现出局部行情的特征：TMT 板块成交额持续占到全 A 总成交额的一半，科创 50 指数从 9 月 24 日至今上涨近 70%。

随着长久期国债终于停止上涨并回落，人民币兑美元离岸汇率也见顶止跌，一度涨破 7.22 创三个月新高，有望告别 3 年来的震荡下行。而 2 月下旬以来，随着“大选蜜月期”的过去，美股经历一轮较为集中的调整。至 3 月 13 日，纳斯达克指数、标普 500 指数、道指较年底年初的纪录高点跌幅分别超过了 17%、11% 和 10%，正式进入回调区间，7 巨头集体走弱，特斯拉较去年 12 月纪录高位腰斩。

“时来天地皆同力，运去英雄不自由”。“东升西落”不再仅仅是宏大叙事，宏观层面，中国在三年去杠杆后开启财政扩张，欧洲借防务问题打开债务上限，而美国在清理疫情以来的高债务问题。科技层面，天平也开始缓慢向我们倾斜，市场对于美国科技股大规模资本开支合理性的担忧，体现为估值的收缩和对此前过度乐观预期的反思。AI 影响的不只是科技和经济，而是全球竞争格局。

也许正如平型关战役，“八路军的大捷，其估价不仅在于双方死亡的惨重，而在于打破了‘皇军’不可战胜的神话，提高我们的士气。在敌人方面，从南口战役以来，日寇长驱直入，如入无人之境，在平型关忽然受到惨重的打击与包围被歼，使日寇知道中国大有人在，锐气挫折，不敢如以前那样的长驱直进”。

中美 AI 创新你来我往，美国经济因为 AI 的破局再创新高，在美国的带动下，中国 AI 紧紧跟随部分领域略微超出。“当前，外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战。主要是：国内需求不足；部分企业生产经营困难；群众就业增收面临压力；风险隐患仍然较多”。

2025 年政府工作报告经济增速目标稳定，关注点是就业和通胀。总量政策方面赤字扩张力度提升，中央发力明显；结构政策角度扩大消费带动需求，新质生产力提升供给质量。

“**稳经济的关键是稳企业**”。良好的环境是因，DeepSeek 是果，只要所有的中国企业不放弃，一切皆有可能！

“若前方无路，我就踏出一条路；若天地不容，我就扭转这乾坤”。企业家们信心恢复不仅影响经济活力，还会通过承担一定风险投入带动整个社会经济发展、就业、信心等。中国民营企业不仅仅以“五六七八九”的贡献推动成为中国经济和社会的基本盘，而且在人工智能、新能源等战略性前沿领域大显身手，成为全球市场有力的竞争者。

从本次民营企业座谈会代表企业的阵容来看，与会企业均为中国各个科技创新领域的代表性企业，显示了中国动能转换的重要成果。会议指出，“**现在我国民营经济已经形成相当的规模、占有很重的分量**”。可以预料，当下和未来，民营经济发展的法治环境、政策支持和舆论生态将进一步回暖提升。

“**国家的创新需要年轻一代贡献力量**”。Deepseek、宇树们的出现，绝不仅是对技术路线的颠覆替升，未来将显现出更多的价值，包括对构建我国的科教模式、创新体制的善意警示，对政策路径和社会价值判断的启发。只有全社会积极做出顺应性的调整，才能**将孤例变为常态，全球竞争力量变到质变，经济社会市场持续发展进步**。

过去几年“去地产化”过程中，无风险利率持续下行，国内居民财富缺乏“好的”投资渠道，甚至可以说是资产荒。而经过三年震荡行情，中国股票市场对未来预期进行了比较充分的定价：Wind 数据显示去年底 A 股的风险溢价高达 6% 左右。而另一方面，我们通过调研发现基本面进入底部的行业和公司逐渐增加，包括少数需求预期向上变化的细分领域和线索，尤其 AI 供给突破激发各方面需求爆发等等。结合 9.26 以来中央政府出台了一系列宽松的金融政策和积极的财政政策分析，我们认为**内因是关键！**

2015 年 11 月总书记在中央财经领导小组第十一次会议上首次提出，要“在适度扩大总需求的同时，着力**加强供给侧结构性改革**”，开启了“三去一降一补”。2018 年 11 月召开了民营企业座谈会之后，便迎来了**2 年多的新能源产业驱动下的全面牛市**。

去年底中央经济工作会议总书记发表重要讲话，提出“**扩大内需既关系经济稳定，也关系经济安全，不是权宜之计，而是战略之举**”，“**加快发展新一代人工智能是我们赢得全球科技竞争主动权的重要战略抓手**”，能否再次**驱动资本市场出现大的机遇？**

对比两次特朗普上台，都正好对应着大的产业趋势，**2018 年对应的是半导体国产化（从 0-1）和新能源、电动车大趋势起步的阶段，2023-2024 年的 AI，现在看是中美 AI 大趋势起步的阶段**。产业趋势都是主导性因素，并且一旦确定，大概率就不是一个短期的机会。

2024 年以来，我们已经观察到 AI 的投资从基础设施扩散到应用，随着技术的进步，AI 的商业前景变得越来越清晰。未来 AI 的投资，在 scaling law 的范式下，**国家层面集中投资可能是必须**，AI 的地位和核武器类似，在实现之前，可能无法停下脚步，需要国家之间协调解决安全问题。大模型成本的下降，对于垂直领域是重大的利好，2025 年可能是 AI 应用落地、AI 推理爆发的元年。

国内资本开支的节奏类似于海外 2023 年的阶段，刚刚进入加速增长期，但技术的节奏可能和海外接近，已经进入推理阶段，AI 推理应用的广泛相比起技术上追求 AGI 更能推动资本开支的稳定预期。科技主线是清晰的，云→算力→应用滚雪球。算力芯片的空间在提升、传输所需要的高速材料、设备的空间在提升、专业软件应用的空间在提升、社交服务的空间在提升.....

吴清主席说，（两会）经济主题记者会快变成科技主题记者会了。“更大力度促进楼市股市健康发展”，国家发展、民间创富，通过资本市场形成闭环，有赖于制度设计和不断进步。监管部门的思路也已经从重融资转向重投

资，要求上市公司提供股东回报。“加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务”。

近期吴主席发表了《充分发挥资本市场功能 更好服务新型工业化》文章中明确，资本市场支持新型工业化具有以下三大途径和要求，一是以科技创新引领新型工业化；二是深刻把握新型工业化的数字化、智能化、绿色化融合发展方向；三是将培育壮大科技领军企业和链主型龙头企业作为新型工业化的重要抓手。

冬藏春生。投资和科技创新有相通之处，都需要赌未来，甚至长时间“烧冷灶”。“对于投资而言，未来总是不确定的。但是，**如果你放眼更加长远，会发现某种程度上，一些趋势或是可知的**”。在大的趋势中找到成功的成长型企业，即使不能确定所有变化的细节和时间点。当然，这也要求投资者同时具备乐观和耐心的心态、时刻迎接挑战的精神。

投资最大的两个机会或是周期和时代，每一个大周期也往往叠加大时代，推动每一个时代都有若干个核心公司，守正出奇就是自始至终坚持重点布局这些公司，可以尝试拿相关产业链的二线公司辅助拓展视野。**抓大放小，聚焦优秀**，学习社会发展新方向，学习优秀公司和杰出的企业家，这样投资就是一场充满挑战的乐事，而不会纠结于选时、投机等等。

定价是能力圈的结晶，而所谓买公司，是在**不确定和困难的时候以低估或者合理的资产价格 all in 买入股权等**，赚的是认知判断行业发展企业成长壮大的钱，期待明确了行业拐点再布局或者退出反而风险加大。**人算不如天算**，朱雀基金面对结构行情上半场，心态平和，以核心公司定价为基础，不贪不怕，调整仓位与主线动迁和行情性质变化相结合。

“

从“小院高墙”到“全面封锁” DeepSeek 海外技术垄断论

”

穷则独善其身，达则兼济天下。美国的孤立主义历史，相比国际主义更长久。华盛顿告别演说中提出“避免永久结盟”，认为美国应保持独立自主，在扩大的贸易关系时，尽量少同外国发生政治上的牵连。这便是美国孤立主义的起源。2016年4月，特朗普最早在竞选演说中使用“America First”，将其称为他领导的政府“压倒一切的重要主题”。

重返白宫后，施政重点落在移民、边境、能源、经济、对付“深层政府”等领域。就职不到两个月的时间内已经让美国退出多个重要国际组织和机构，同时冻结美国大部分对外援助。与传统盟友关系也陷入紧张，先是将加拿大称为美国第51个州，随后又把格陵兰岛和巴拿马运河加入了“购物清单”，极端瓦解世界秩序。

对外事务中，俄乌、巴以冲突是头等关切。最新数据显示，北约每年1.47万亿美元经费的68%由美国支付，截至2024年底美国国会批准的援乌资金总额为1750亿美元，特朗普政府不想也难以继续背负这些支出。“**一场巨大的解构正在进行**”。拜登在告别演说中警示，美国正在被“科技复合体”绑架：今天，一个拥有极大财富、权力和影响力的寡头政治正在美国形成，这实际上威胁着我们的整个民主、我们的基本权利和自由，以及每个人向前发展的公平机会。

历史的进程由精英推动，由大众见证。马斯克和特朗普都经历过起死回生式的成功。特朗普实现了美国政治史上最惊人的回归。所以马斯克和特朗普都坚信，只有他们才能带领美国走上正确的方向。马斯克复制其经营特斯拉、

整改推特等经验，美国联邦政府成为其新的试验台。美国式资本主义，从未如此张扬。但特朗普重回孤立主义、放弃西方自由主义推动的全球化，本质上与华尔街的长期利益相对立，股票市场下跌的压力会制约特朗普通过关税等经济手段极限施压的空间？在现代世界历史上，不平等现象只有通过革命、战争或通货紧缩的经济崩溃才能结束。在美国贫富差距重回二战前历史高位的当下，这三种情况中的哪一种将在今天发生，或者是否存在第四种出路？

2月12日特朗普宣布，自己和俄罗斯总统普京及乌克兰总统泽连斯基进行了通话。表示不久后他将和普京在沙特阿拉伯会晤。关于俄乌停战事宜将由其二人进行谈判。乌克兰和欧盟都不得参与。可能的结果是，克里米亚不可能收回，乌东四州也不可能收回，乌克兰不可能加入北约，以及乌克兰将用稀土等资源偿还美国的5000亿美元援助。

新上任的美国国防部长皮特·赫格塞斯未参加慕尼黑安全会议，表示“严峻的战略现实使美国无法将主要精力放在欧洲安全上，欧洲安全已经不是美国的首要任务”。美国优先考虑的是自身国家利益，旨在减轻美国在欧洲的地缘战略负担。债务减记，同时提高关税以增加收入，并加强国内基础设施建设。

英国首相基尔·斯塔默爵士称这是欧洲大陆面临的“世代挑战（generational challenge）”。自第一次世界大战结束以来，美国的外交战略始终围绕着一个核心目标，通过制衡与操控维持其全球霸权地位。其中“以俄制欧”的策略贯穿了美国近百年的历史。特朗普政府希望达成的结果是让美国从欧洲和中东抽身，把大部分资源转向印太。但随着意大利梅罗妮走向更加独立的外交路线，和德国大选极右翼入阁的希望破灭，未来几年欧盟依然是建制派当家。这意味着特朗普想借助欧洲极右翼来实现“联俄抗中”的难度大幅提升。泽连斯基到美国谈判，既代表乌克兰，也代表着欧洲。

英法元首访美，与欧美在很多问题上并不能达成共识，一方面特朗普主张从东欧撤军，放任波罗的海三国自生自灭。另一方面特朗普威胁对欧洲征收25%的关税，以平衡贸易逆差，已触及欧洲底线。这次泽连斯基到访美国白宫，与美国总统特朗普和美国副总统万斯就乌克兰问题，在镜头前爆发了一场世界瞩目的激烈争吵，背后也直接反映出欧洲对美国的态度，事后欧洲各国领导人也在第一时间表达对泽连斯基的支持，在战线上形成一致。这场冲突的背后，是跨大西洋联盟的信任危机，也是欧洲战略自主幻象被现实击碎的缩影。但相比欧洲人和亚洲人觉得世界秩序要被重新书写的震惊，美国人可能到觉得不是什么事。

美俄关系的缓和，可能是以牺牲欧洲乃至中国利益为代价的。对欧洲来说，乌克兰不是一个乌克兰的问题，而是普京想要恢复苏联的野心，无论是小苏联还是大苏联。2月24日下午，国家主席习近平应约同俄罗斯总统普京通电话。习近平指出，历史和现实昭示我们，中俄是搬不走的好邻居，是患难与共、相互支持、共同发展的真朋友。中俄关系具有强大内生动力和独特战略价值，不针对第三方，也不受任何第三方影响。普京表示，发展对华关系是俄方着眼长远作出的战略选择，绝非权宜之计，不受一时一事影响，不受外部因素干扰。普京介绍了俄美接触最新情况和俄方在乌克兰危机问题上的原则立场。

拜登卸任前推出了算力配额制度。小院高墙结束，相当于是主动脱钩。2月21日，美国总统特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，显著增加中美在关键领域的双向投融资难度。通过“双向限制”（限制中资对美战略领域投资+限制美资对华关键技术投资）实现经济安全目标。标志着对华经济战略从“选择性脱钩”转向“系统性遏制”，从“小院高墙”到“全面封锁”。

3月3日，美国政府宣布以芬太尼为由对所有中国输美商品进一步加征10%关税。中方也推出一系列较为温和的反制措施。特朗普上任即宣布了5000亿美元“星际之门”人工智能基建项目。在达沃斯论坛上，特朗普再次誓言要让美国成为人工智能的“世界之都”。而2024年11月习主席在巴西出席二十国集团领导人第十九次峰会

时曾指出：要加强人工智能国际治理和合作，确保人工智能向善、造福全人类，避免其成为‘富国和富人的游戏’。

马斯克认为，“我们现在基本上耗尽了人类知识的累积总和.....在人工智能训练方面”。奥特曼也预测，使用特定水平 AI 的成本大约每 12 个月下降 10 倍，以及线性增长的智能所带来的社会经济价值本质上是超指数级的。“到 2035 年，每个人都应该能够获得相当于 2025 年全人类智力总和的能力”。

春节之前，对于市场影响最大的事件除关税预期之外，莫过于中国本土团队的 DeepSeek R1 大模型的横空出世。科技平权，“知识与信息平权，至此又往前迈出了坚实的一步”。最直接的理解是，DeepSeek 利用非常低廉的成本做到了和海外同样甚至在某些领域更加优秀的模型性能，打破了海外的技术垄断论，打破了国内的“技术自卑”，提振了全社会的信心：中国的许多工业成就可以更直接地归因于其强大的市场环境和创业文化，而非政府产业政策。

人民日报报道任正非说，“我们曾经‘缺芯少魂’的忧虑已经减弱了。我坚信，一个更伟大的中国将加速崛起”。某互联网公司宣布，未来三年将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。

“中美竞争不会像和美苏联冷战主要是意识形态之争，而是将以科技竞争为主线。中美科技竞争的主线又将是人工智能的竞争”。阎学通教授指出，坚持改革开放的路线能够给我们在中美竞争中带来机遇，提高我们的胜算。现在需要研究的一个新问题是：在逆全球化的潮流中，怎么结合当前的时代特征继续自强、对外合作、深化改革开放。

“

面向家庭部门的财政扩张 或是稳增长的关键之一

”

2024 年全国一般公共预算收入 219702 亿元，同比增长 1.3%。其中，全国税收收入 174972 亿元，同比下降 3.4%；全年非税收入 44730 亿元，同比增长 25.4%。政府性基金收入全年下降 12.2%，土地出让收入全年下降 16%。全年经济运行“前高、中低、后扬”。1、2 月份，中采制造业 PMI 分别为 49.1%和 50.2%，春节过后，经济活动整体季节性回升。价格继续边际改善，库存分化。但值得注意的是，继春节错位因素导致 1 月总体物价环比明显上行之，2 月总体物价下行较为显著。

对于 2025 年的面临的问题和挑战，政府工作报告清醒判断：从国际看,世界百年变局加速演进,外部环境更趋复杂严峻,可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击。世界经济增长动能不足,单边主义、保护主义加剧,多边贸易体制受阻,关税壁垒增多,冲击全球产业链供应链稳定,对国际经济循环造成阻碍。地缘政治紧张因素依然较多,影响全球市场预期和投资信心,加剧国际市场波动风险。

从国内看,经济回升向好基础还不稳固,有效需求不足,特别是消费不振。部分企业生产经营困难,账款拖欠问题仍较突出。群众就业增收面临压力,民生领域存在短板。一些地方基层财政困难。社会矛盾化解和风险防范工作还需要加强。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。总书记在参加江苏代表团审议时强调,经济大省要挑大梁,主动破除地方保护、市场分割和“内卷式”竞争。要全面落实民营企业座谈会精神,一视同仁对待各种所有制企业,持续优化营商环境。

财政政策切实加大了力度。去年底国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》(国办

发 52 号文），给地方财政打开了空间。专项债实行“负面清单”管理，扩大可用范围，资本金比例提高（10-20%），10 个经济大省（直辖市）和 1 个国家重大战略地区试点专项债“自审自发”，意味着专项债在很大程度上，可以有效对冲税收和土地出让收益下降带来的影响，成为地方财力的重要补充。2025 年实施更加积极的财政政策，提高赤字率，扩大债务规模：“今年赤字率拟按 4%左右安排”，合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元,财政支出强度明显加大。

摆在 2025 年政府工作任务首位的是，“大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合,加快补上内需特别是消费短板,使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。内需包括投资和消费这两个方面，促进消费可以推动宏观经济回稳向好。消费是就业和收入的函数，多渠道增加居民就业和收入，来增强实际消费能力，这是逆周期宏观调控最主要的目的。

彭文生博士认为，面向家庭部门的财政扩张或是稳增长的关键之一。如果考虑到政府发行的特别国债以及各种专项债，我国的广义财政赤字率在 2024 年达到 8%以上，如果再考虑土地财政的净收入本质上是政府的融资，则广义财政赤字率已超过 10%。这样规模的财政扩张力度还不够吗？要区分支持家庭的财政扩张和支持金融部门的财政扩张。就宏观经济影响而言，面向家庭的财政扩张直接促进消费，对总需求的拉动率高，而用于置换地方政府隐性债务的国债或专项债等资金，直接或间接地帮助金融机构降低风险，对总需求的扩张作用相对有限。并且面向家庭部门的财政扩张形成的政府债务具有内在可持续性。

长期以来，中国经济增长动能主要靠投资和出口，消费占经济比重偏低。中国目前居民最终消费占 GDP 的比重不足 40%。从服务消费占 GDP 的比重来看，中国大概是 26%。刘世锦老师概括原因为：长期以来，我们的体制机制和政策倾向于重投资而轻消费；其次，基本公共服务的均等化水平相对滞后；再次，城市化的比重和质量偏低。还有一个值得深入探讨的因素，政府部门财富占社会财富比重较高可能是消费率过低的重要原因。

需要切实落实二十届三中全会的文件中，关于完善市场经济基础制度、调整中央与地方的财政关系、提升农村人口的基本公共服务水平、以及推进农村土地制度改革等方面的改革要求和部署。首先，以扩大中央政府基本公共服务均等化事权为突破口，加强社会保障和提升人力资本的能力建设。其次，以城乡结合部农村土地市场化改革为突破口，推动城乡之间人员、土地、资金等要素双向流动、融合发展，带动中国的第二轮城市化浪潮。第三，通过划拨约 20 万亿元国有资本补充社保基金，以国有资本充实社保基金、扩大消费需求。最后，以调整经济活动中所有制属性界定范围为突破口，促进社会主义市场经济基础制度的创新完善，创造更多的较高收入就业机会。

自改革开放以来，有六次三中全会做出重要改革决定，分别是十一届、十二届、十四届、十六届、十八届以及二十届。江小涓老师将这六次重要会议大致划分为三个阶段：第一阶段旨在解放和发展生产力，致力于建设社会主义市场经济体制。改革的成效极为显著，生产力获得了极大的解放与发展。第二阶段以治理现代化为目标，全面推进深化改革。改革开放三十多年后，以全面深化改革解决发展中积累下来的突出问题成为全社会的共同要求，例如脱贫攻坚、依法行政、党风廉政建设和反腐败斗争、环境保护与生态建设等，都是亟待解决的重大问题。要通过改革，全面提升国家治理能力，解决经济社会各方面存在的突出矛盾。第三阶段则以制度建设为主线，进一步全面深化改革。

2024 年 10 月 29 日，省部级主要领导干部学习贯彻党的二十届三中全会精神专题研讨班在中央党校开班。总书记在开班式上发表了重要讲话。强调进一步全面深化改革必须坚持守正创新。要坚持继续完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的改革总目标。要顺应时代发展新趋势、实践发展新要求、人民群众新期待，突出经济体制改革这个重点，全面协调推进各方面改革，大力推进理论创新、实践创新、制度创新、文化创新以及其他各方面创新，为中国式现代化提供强大动力和制度保障。坚持用科学方法指导和推进改革。要坚持改革和法治相统一。要坚持破和立的辩证统一。破立并举、先立后破。要坚持改革和开放相统一。营造市

场化、法治化、国际化一流营商环境。要处理好部署和落实的关系（“做雷厉风行的执行者、攻坚克难的行动派、善作善成的实干家”）。广泛凝聚共识、充分调动一切积极因素，对顺利推进改革十分重要。正确对待改革中的利益关系调整和个人利害得失。

“

中国利率“1时代”或是阶段性的 美债规模庞大带来的货币贬值

”

2025年政府工作报告要求“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。总量的表态变化不大，基调仍然是“适度宽松”，重点关注“优化和创新结构性货币政策工具”。“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

1月在稳汇率的关键时候，央行决定阶段性暂停在公开市场买入国债，屡次约谈市场大型机构，“经济预期的好转最终一定会反映到国债收益率水平中”。2月债券收益率随资金价格走高持续波动上行，收益率曲线走平，货币金融数据反映系统仍在化债进程中，内生需求尚未抬头，政府加杠杆持续发力。整体还是政府扩表、私人部门谨慎的态势。3月现券情绪震荡分化，银行间主要利率债收益率走势不一，10年期国债、国开债活跃券分别收在1.84%、1.865%附近。

去年10月中国的十年期国债和国开债收益率均跌破2%，日本十年期国债收益率从1998年开始一直低于2%，而美国十年期国债收益率在次贷危机后仅阶段性低于2%，从经济增速、股票资本回报率以及房地产长期回报率等角度对比日美的表现差异，中国利率进入1时代或是阶段性的。

债务就是货币，货币也是债务。但当债务过多，货币的价值就会下降。如米塞斯所说过的：所有法币体系终将因无限信用扩张而崩溃。纵观200多年的历史，国际黄金价格的飙升，恰恰就是开始于纸币脱钩黄金后的时代。在1971年之前的近200年里，美元兑黄金只贬值了57%，而从1971年至今，美元对黄金贬值了近99%。其它纸币的贬值幅度更大，但主要发达经济体货币对美元的贬值幅度远远小于新兴经济体。全球货币更像是一场比“差”的比赛。黄金从2002年的300美元左右，涨到如今3000美元左右，年均复合涨幅超过10%。投资股票的原因之一也是为了对抗货币贬值。

美国国债总额已至约36.2万亿美元。这一数字反映出长期以来政府大规模举债所带来的隐患。达里奥认为，债务规模的激增不仅会侵蚀经济发展的韧性，还可能在关键时刻引发系统性风险，进而对全球市场产生连锁反应。建议美国应通过调整税制和削减开支，将赤字比例从当前占GDP 7.2%的预测水平压缩至3%。避免未来因财政恶化而导致更大范围的经济崩溃。但是，The End of US Exceptionalism，只是一个经济/市场的周期，如果现在特朗普总统的“美国优先”，确实是代表了美国主流民意，不再给其他国家提供包括安全在内的各项承诺和保障的话，恐怕还会动摇美元作为全球最主要的储备货币的地位，进而负面美元资产的定位：从周期性波动和估值修正，甚至转变为重新全方面的结构性的重估，与美国在全球的新定位重新匹配，那就可能是一个结构性的周期。

同时，考虑到美国在全球的地位和影响，美国若出现问题全球都可能重新洗牌，有没有可能再现一次全球性的大衰退？从美国退出全球安全体系，到对美元资产的重新定义？也许市场现在可能还不会顾及那么远，但是观察泽连斯基白宫争吵之后欧洲和英国的表现，“政治家心里已经埋下了怀疑的种子”，就是美国这个盟友到底

有多可靠？所以“纽约时报”才会说：这已超越了历史上周期性经济波动的范畴。这是一种深入经济根基的不确定性，源于目睹一个运行了 80 年之久的世界秩序正被最具影响力的参与者解构。

复盘黄金和铜的历史，可以发现在大萧条期间美国对商品价格影响程度更深。黄金的定价模式已经完全转变，铜的核心还是看供需。有意思的是，在大萧条初期美国推出关税政策，引发了贸易伙伴的报复性关税，一定程度上加重了大萧条的衰退程度。1930 年美国为了保护本国经济，推出关税政策 the Smoot-Hawley Tariff，将超过 2 万种进口商品的关税提高到历史最高水平，平均关税提高了近 60%。这一举措引发了国际社会的强烈反应，多个国家对美国采取了报复性关税措施，导致全球贸易急剧下降。统计数据显示，1933 年的世界贸易水平只有 1929 年的三分之一，自 1929 年到 1934 年，世界贸易规模缩水了 66%。彼时美国是铜生产大国，欧洲取消了对美进口铜的订单，铜价进一步下跌至每磅 0.11 美元。1933 年罗斯福新政实施，经济逐步复苏，铜价回升。

“

结语

”

“更大力度促进楼市股市健康发展”，政府工作报告重视资产价格稳定对于社会信心的提振作用。银行也可以提供资金，但资本市场提供的不仅是资金，更重要的是信用体系。

《伟大的博弈》告诉我们，人类文明就是一部由技术、资本、制度推动的演进史。美国经济的成功是资本市场和实体经济之间协同发展的很好的例证。A 股发展了 30 多年，仍在不断进步中。

2 月初吴清主席发表文章指出：新形势下推动资本市场高质量发展，是服务经济高质量发展的应有之义、加快建设金融强国的紧迫任务、有效破解资本市场自身矛盾和问题的必然选择。下一阶段推动资本市场高质量发展的重点任务包括：坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。加快改革开放，深化资本市场投融资综合改革。聚焦主责主业，着力提升监管执法效能和投资者保护水平。强化功能发挥，有力支持经济回升向好。注重固本强基，培育更多体现高质量发展要求的上市公司。

作为资产管理机构，除了通过投资对抗货币贬值，更有责任在全球范围内保持并且提升自身和客户的购买力占比。从指数基金、到量化和主动权益基金，对个人的依赖依次递增，对计算机和 AI 的依赖递减。

结合海外经验，主动权益基金的规模一般小于指数和量化基金，与研究覆盖面和持股集中度成正比。如果说量化私募遵照摩尔定律每 18 个月投资能力翻一倍，那主动权益基金要生存下来，研究的能力圈和投资转化也必须快速进化，可以结合 AI 赋能基础研究，同时提升了对领头人综合能力和带领团队作战的要求，勤奋努力建设能力，并保持谦逊和空杯心态，敬畏市场向领先超越者学习。

本文件非基金宣传推介材料，仅作为本公司旗下基金的客户服务事项之一。

本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考，既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据，亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性，也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。基金有风险，投资需谨慎。

本文所载的意见仅为本文出具日的观点和判断，在不同时期，朱雀基金可能会发出与本文所载不一致的意见。本文未经朱雀基金书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。