

# 【媒体聚焦华源证券春季宏观策略会①】

## 券商中国 | 中国资产"叙事反转"! 刘煜辉最新演讲

中国资产"叙事反转"! 刘煜辉最新演讲

胡飞军 券商中国 2025年03月23日 13:36 广东

看 券 商 中 国



知 天 下 财 经

3月20日至21日，武汉金控集团2025年资本峰会·华源证券春季宏观策略会在武汉举行，主论坛齐聚中国社会科学院学部委员李扬、中国首席经济学家论坛理事刘煜辉等财经大咖。

3月20日至21日，武汉金控集团2025年资本峰会·华源证券春季宏观策略会在武汉举行，主论坛齐聚中国社会科学院学部委员李扬、中国首席经济学家论坛理事刘煜辉等财经大咖。

刘煜辉在演讲中表示，中国正稳步走在转型路上，不应低估内生动力，不必高估外部压力。当前美国的政治层面正面临MAGA（美国再次伟大运动）与传统建制派之间的纷争，对于特朗普而言，左翼的风险性远大于外部压力。经济层面正面临债务极其严峻的供需失衡。

刘煜辉表示，因此中美关系或从“Decoupling”走向“Deal”，这将缓释美国的通胀和提振国内有效需求，构成中国资产重估的经济底层逻辑；安全和发展的再平衡构成中国资产重估的政策底层逻辑。

与此同时，华源证券总经理助理、研究所所长刘晓宁带领多位首席分析师在会上分享了精彩观点，来自政府机构、产业、学界的权威专家、超过400家上市公司高管及1000多名投资者参会。



## 武汉需要金融合伙人

3月20日至21日，武汉金控集团2025年资本峰会·华源证券春季宏观策略会在武汉举行。

武汉市委金融办常务副主任叶晓飞在开场致辞中表示，武汉市经济向好、向新的态势持续凸显，对资源、人才的吸引力进一步增强。作为实体经济的血脉，金融如何为武汉产业升级精准发力、深度赋能，是亟待探讨与实践的重大课题。

叶晓飞表示，当前多重利好因素正加速向武汉聚集，国务院批复武汉市国土空间总体规划，明确武汉作为中部经济中心、科

技创新中心、商贸物流中心、对外交往中心及长江中游航运中心的定位。与此同时，资本市场新政密集出台，推动金融供给向直接融资与间接融资均衡发展转型，这为武汉加快金融业发展、扩大直接融资能级，加快打造全国科技金融中心和碳金融中心带来了重大机遇。

“今天的武汉，比任何时候都更需要金融合伙人，也更有底气成为价值倍增器。”叶晓飞说。

武汉市江汉区区委书记叶文静在致辞中表示，江汉作为武汉金融强区，金融文化底蕴深厚，近年来，优化确立了以总部经济引领、数字经济赋能，以现代金融、商贸物流和商务服务为主导的“235”现代化产业体系，更大力度推动金融服务实体经济，连续四年荣登“全国投资竞争力百强区”榜单全省第一。期待未来与武汉金控、华源证券的合作深化，共建江城科创产融基地，以金融活水赋能实体经济建设，以市场活力共赴发展新征程。

武汉金控集团党委书记、董事长，华源证券党委书记、董事长梅林在致辞时表示，当前金融制度开放持续深化，改革红利与创新势能已凝聚成破局之力。武汉金控集团将深入贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，习近平总书记考察湖北重要讲话精神，深入践行湖北加快建成中部地区崛起的重要战略支点及武汉市委市政府“专注主业、立足本地、回归本源”要求，深度融入经济社会发展，持续加强对科技、绿色、养老、外贸等领域的优质金融服务，全力做好金融“五篇大文章”，为经济社会

发展贡献力量。

梅林表示，作为武汉市属唯一一级金融国资平台，武汉金控集团金融牌照齐全，产业布局广泛，坚持走“金融+实业”融合发展之路。旗下华源证券是武汉唯一市属国资控股券商，自2023年融入武汉金控体系以来，积极向金融科技和研究赋能的大财富管理方向转型。华源证券研究所作为集团战略布局关键落子，已实现从0到1的突破，未来将进一步强化行业研究深度与广度，让研究真正成为连接资本与产业的桥梁，为经济社会发展贡献华源智慧。

在主会场嘉宾分享环节，国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院学部委员李扬表示，中国正以更加积极的财政与适度宽松的货币双策协同应对内外挑战：财政端聚焦赤字传导与债务影响机制，构建政策协同框架；货币端强化流动性管理，关注资产价格与汇率弹性。面对全球经济复苏、低利率进程及AI技术发展交织的变局，中国以制度创新多维度平衡“稳增长、防风险、促转型”，为全球经济注入韧性动能。

中芯聚源董事长、江城基金名誉董事长、中芯国际原董事长、长电科技原董事长高永岗表示，近年来中国半导体产业取得突出进展，展现强大的发展韧性与攻坚克难的信心。步入集成电路产业投资下半场，需密切关注国家战略，精准把握全球技术趋势及产业动态，留意国际形势、潜力地区发展，最大限度地融入国际供应链，加强国际人才交流合作，同时关注国内资本市场政策变



化。

## 中国资产“叙事反转”的背后

与此同时，中国首席经济学家论坛理事刘煜辉在《中国资产的“叙事反转”》为主题的演讲表示，中国正稳步走在转型路上，不应低估内生动力，不必高估外部压力。



刘煜辉表示，最近关于中国经济最明显的一个变化是“心气”提起来了，根本原因是，中国过去几年面临的外部条件从去年美国总统选举结果出炉后产生了巨大变化。

在政策层面，美国现在处在“MAGA”（美国再次伟大运动）与传统建制派激烈党争的阶段，以特朗普为代表的右翼崛起，其对抗的是统治西方近半个世纪的左翼传统价值观的政府。特朗普上台已经两个月时间了，在此期间推行了一系列政策举措，这些政策引发了诸多争议与讨论。

经济层面，美国债务进入了一个极其严峻的供需失衡状态。美国当下最核心的问题可能是投资和储蓄面临巨大的缺口。过去十多年以来缺口逐步形成，且长期不能收敛。这个缺口理论上对应着国际收支经常账户的巨大逆差，美国财政赤字与当今储蓄和投资间缺口的平衡关系存在的必然联系。

刘煜辉分析，如今美国在宏观账户上的内在平衡面临极其严峻的挑战，主要来自以下两个方面：

一是今年年初以中国 DeepSeek 为代表的平权崛起。DeepSeek 的突破在于开源，平权导致美国高科技高溢价的绝对信仰难以维持。平权冲击下，资本面临巨大的贬值风险。从国际收支角度去认知，即直接导致了美国服务贸易的高顺差能力可能很快萎缩。这也是最近英伟达股价面临较大压力的原因，因为传统算力的根本逻辑受到动摇。

二是关税战的启动，某种意义上讲即是经常账户逆差的扩大。当前美国存量债务比例、通胀水平越来越高，未来财政的可持续性面临极大的结构性挑战。

刘煜辉说，当前美国的问题核心是 2021 年 G2 脱钩后外国资本净流入的动力越来越弱，因为脱钩溢出的巨大成本外化为顽固的通货膨胀，是根本的原因。因此美国不得不提升利率，相当于向外国投资人让渡越来越多的美元资产的收益率，不断提高其“负债经营”的强度。

而利率长时间高企，将触发美元资产释放“高波”，科创股

高溢价破裂，如果这个状态延续到明年中选时，特朗普或将失去“硅谷右翼”的支持。实际上，如果美联储愿意加大买债（财政赤字货币化），短期内可以平抑利率，但美联储代表的是传统犹太金融资本的利益，是特朗普的政治对立面。因此，对特朗普而言要解这个局只有一个选项，就是要从根上缓释通货膨胀的压力，而2021年以来的通货膨胀，本质上是一轮地缘政治成本外化的结果，即G2“Decoupling”巨大的成本溢出。

### 中国重要的战略机遇已打开

刘煜辉表示，在上述背景下，“东升西落”存在较强的趋势性。中美之间愈发可能从“Decoupling（分歧）”走向“Deal（交易、合作）”，或将缓释美国的通胀和提振国内有效需求，这不仅能够提升美国财政的可持续性，也构成中国资产重估或风险偏好修复的经济底层逻辑。

从政策层面理解，过去四五年中国面临严峻的外部条件下，国内的政策或有所倾斜，但如果这个条件发生根本性边际变化，那么安全与发展的权重也将面临再平衡，从最新的提振消费专项行动政策也可看出。因此，刘煜辉认为，安全和发展的再平衡构成了中国资产重估的政策底层逻辑。

他认为，乘数效应本质上源于预期和情绪的传导，而情绪本身具有强烈的传染性和扩散性，因此呈现出螺旋式的变化特征。螺旋的运行机制是自我强化与自我实现的——当心理预期处于下行趋势时，人们的消费行为会变得极为谨慎，情绪不断累积并

自我强化,形成一种向下的螺旋,最终导致消费行为的持续收缩。相反,当预期处于上行趋势时,人们会表现出更高的消费意愿。

刘煜辉表示,股市是预期的风向标。对于同一家公司,当市场情绪低迷时,投资者可能会对10倍PE的估值感到不满,期望更低的8倍市盈率,甚至进一步降至5倍。预期的螺旋式下行推动股价不断走低。相反,市场预期高涨时,投资者或将一再推高估值,情绪推动了市场的上涨。市场波动并非单纯由基本面决定,而是市场预期的集中体现。

“风动、幡动,都是心动。相由心生,真正心动了,世界也就改变了。”刘煜辉说,“相信未来一年半到两年时间,中国重要的战略机遇已经打开,可以好好把握。”(来源:券商中国 记者:胡飞军)