下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济深度报告

黄油与大炮——新政策框架下的资产逻辑

核心观点

百年未有之大变局已具象为中美在地缘与AI领域的”二元博弈”，资源从”黄油”向”大炮”倾斜；经济K型分化、政策K型应对、资产K型机遇构成未来一个时期的“K^3”主线。在资产光谱两端的科技/资源股与超长债，有望取得超额收益。

风险提示：经济转型进展不及预期。

经济研究·宏观深度

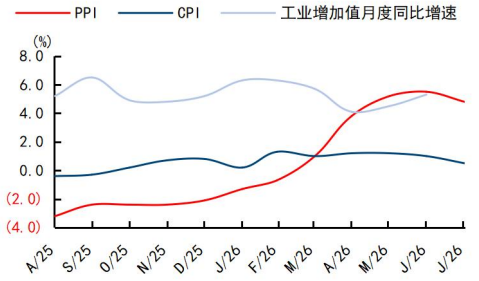
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-5.70
社零总额当月同比	1.00
出口当月同比	23.90
M2	8.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济深度报告-有形之手（6）：详解六张网——“十五五”基建新框架》——2026-08-07
《宏观经济深度报告-有形之手（5）：后续政府债供给怎么看？》——2026-07-24
《宏观经济深度报告-有形之手（4）：财政ABC之政府债务框架》——2026-07-22
《宏观经济深度报告-当宏大叙事遇到微观持仓：基于CFTC数据的黄金择时策略》——2026-07-17
《宏观经济深度报告-基于政策目标框架的流动性收紧分析》——2026-06-29

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

经济：分化的启示 4
政策：迈向“顺周期” 6
资产：两头吃香 9
风险提示 11



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 2025 年末以来，美国算力相关硬件投资飙升 5
图2： 带动主要经济体景气度跨越荣枯线，但近期有所放缓 5
图3： 我国外需受带动高增，与消费等内需 K 型背离 5
图4： 另一种 K 型：美国大众信心低迷，但消费不减 5
图5： “两头在外”，利润大头不在国内 6
图6： 中美在 AI 产业链中优势错位 6
图7： 今年上半年我国进口高增主要来自算力相关产品 6
图8： 2021 年上半年进口高增主要是初级品 6
图9： 我国政府举债的增量资本产出率显著下降 7
图10： 第一本帐支出完成度持续下降，去年创历史新低 7
图11： 自动化与计算机革命利好高学历群体 8
图12： 事后看，国补只能把大宗消费前置，而不是抬升 8
图13： 中美 AI 算法鸿沟远比表观分数差距更大 8
图14： 924 后财政与货币政策力度处于持续下行通道 8
图15： “十四五”时期我国研发投入年复合增速超过 10% 8
图16： 去年底以来，城乡收入增速显著分化，兜底特征明显 8
图17： 当前我国处于新旧动能转换的磨底期，没有近道可抄 10
图18： 生产力约束下，假设生产 7 黄油+7 大炮是最优配置 10
图19： 大炮增产，但降黄油大幅减产，总产出下降 10
图20： 大炮带来生产力突破，总产出回升（8x3→9x7） 10
图21： 美股 AI 主线稳扎稳打，早已启动 10
图22： A 股刚经历“AI 重估”，波动性强但空间更大 10
图23： 随着输入性通胀效应减弱，明年 PPI 料转负 11
图24： 30 年国债将收益于利率下行和期限利差收窄 11

下载日志已记录，仅供内部参考

百年未有之大变局已具象为中美在地缘与 AI 的“二元博弈”。作为挑战方，我国需要将资源进一步从“黄油”（民生与效益）向“大炮”（科技与安全）倾斜。“K^3”将成为这一时期的主要特征：经济 K 型分化、政策 K 型应对、资产 K 型机遇。

经济 K 型分化已然成型。今年上半年出口增长 17.6%，固定资产投资却下降 5.7%；算力设备出口激增，贸易顺差反而萎缩——“新来料加工”模式下，关键部件与核心需求”两头在外”，气氛红火、实惠不多。

政策 K 型应对随之确立。在集中力量办大事的导向下，宏观调控从“托总量”转向“两手抓”：一手抓科技，这是未来；一手兜民生，这是底线。处于中间地带的传统碳基经济，或面临基本面与政策面的“双重挤压”。

资产 K 型机遇由此展开。资源倾斜意味着偏离最优配置，经济产出将阶段性低于潜在水平，低通胀、低利率重回新常态。科技/资源股与超长债作为资产光谱的两头，有望取得超额收益，直至生产力跃升、生产可能性边界（PPF）拓展。科技进攻端是国家意志，长债防守端是改革代价——“全攻全守”，正是 K^3 时期的资产逻辑。

经济：分化的启示

当前全球经济的底色不是动荡，而是分化。外需与内需、硅基与碳基、生产与就业之间全面撕裂，源头正是美国主导的这场算力竞赛。美国私人部门 AI 投资自去年底以来飙升，以谷歌为例，其 2025 财年资本开支为 914.5 亿美元，今年预计翻番至 1950-2050 亿美元。随着美国经济由消费转为投资驱动，全球新一轮需求周期开启，服务器、存储、先进制程芯片的订单沿供应链扩散，主要经济体迎来“开门红”，PMI 快速拉升至荣枯线上方。

我国正处在 K 型裂口的前沿：外需高增，投资与消费持续遇冷。上半年出口在去年高基数上大增 17.6%的同时，内需反向运行，两者裂口超过 20 个百分点：固投 4 月起转负且逐月加深，上半年累计-5.7%；社零上半年仅增长 1.3%，限额以上消费已转负至-1.0%。

这背后无非三方面原因：

（1）需求的高度结构性。本轮算力开支的利好主要集中在硅基高端制造，对就业拉动能力有限，成为“少数人的红利”。这与疫后那轮“大出口”有很大反差，彼时在西方国家多轮财政刺激+全球供应链紊乱的叠加下，不止集成电路等硅基产品短缺，家电、玩具、鞋帽的碳基需求也全面开花，旺盛的出口订单成为国民红利。

（2）红利扩散渠道有限。某种意义上，算力繁荣带来的差异性机遇是一视同仁的，但在我国体现的却更为显著，一个重要的原因是红利扩散机制单一。传统上，我国一次分配主要围绕就业展开，但却在在本轮行情中断裂：

“AI→出口≠就业→消费”

反观美国尽管大众消费信心低迷，但社零增速稳中有升，根源在于以股市为枢纽的再分配机制发挥了作用：

“AI→股市→消费→就业”

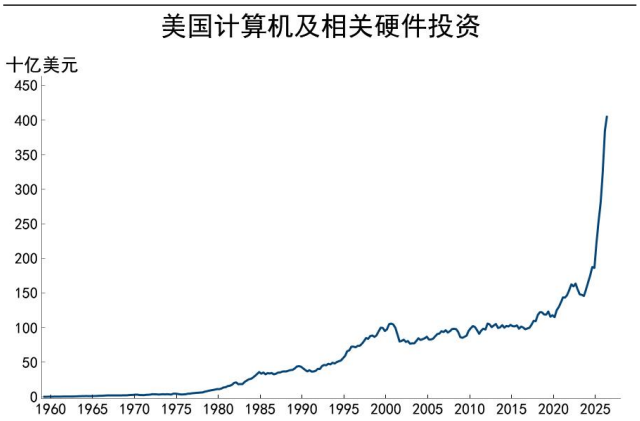
有产阶级通过权益市场获利，并通过消费向劳动阶层扩散。成功背后，是权益资

下载日志已记录，仅供内部参考

产已占美国居民总资产半壁江山（42.6%），显著高于排名第二的地产（37.7%）。

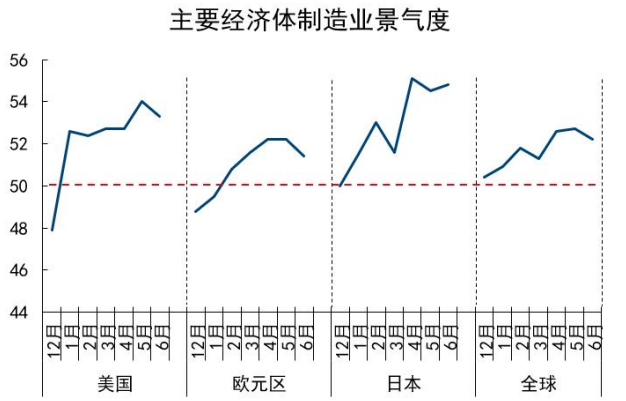
（3）AI 还不是中国的主场。凭借在算法和芯片上的长期积淀，美国占据 AI 产业链的核心环节，我国目前仍处于相对被动的“新来料加工”阶段，核心部件和订单“两头在外”。在 AI 浪潮下，我国配套整机、液冷、PCB、电源、通讯等需求，但红火的订单背后，净出口却在萎缩，主要原因是关键部件只能进口。以 6 月为例，自动数据处理设备和集成电路进口分别增加 157%、72%，拉动进口 15.5 个百分点，且涨价因素主导，利润被海外供应商拿走。这与 2021 年“大出口”时期形成鲜明反差：彼时我国进口初级品与中间品，加工链条留在国内，带动投资、就业、消费广谱复苏。未来随着 AI+向物理和应用端落地，有望激活我国庞大的工业产业体系，凭借人力和能源禀赋占据优势。但眼下，AI 还不是我们的主场。

图1：2025 年末以来，美国算力相关硬件投资飙升



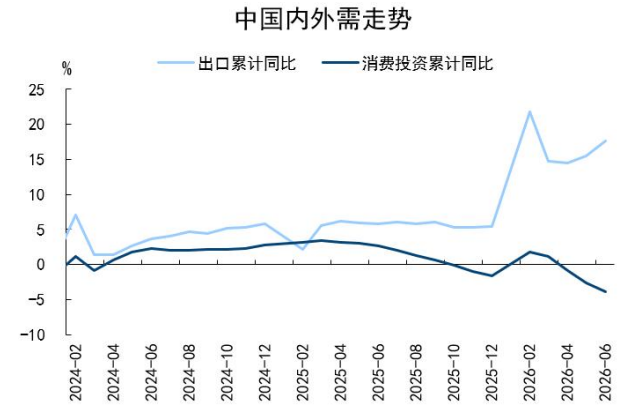
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：带动主要经济体景气度跨越荣枯线，但近期有所放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：我国外需受带动高增，与消费等内需 K 型背离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

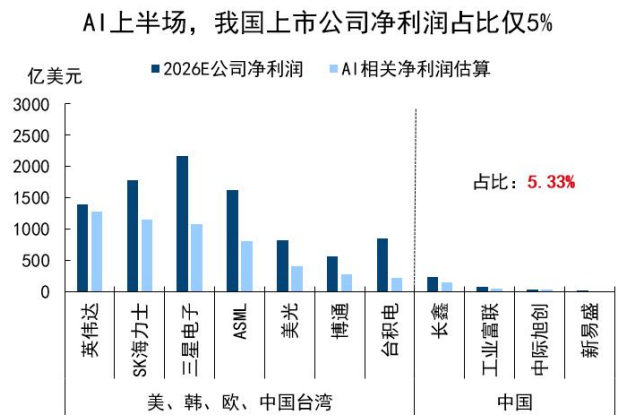
图4：另一种 K 型：美国大众信心低迷，但消费不减



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

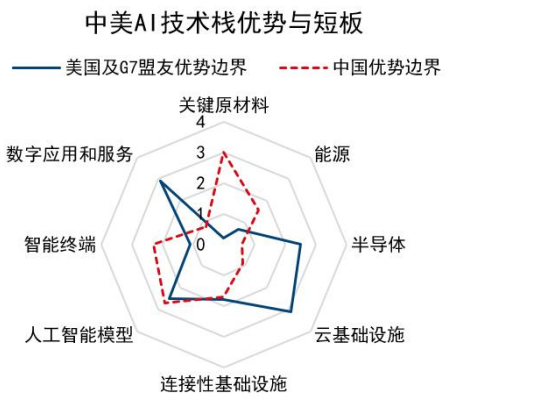
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：“两头在外”，利润大头不在国内



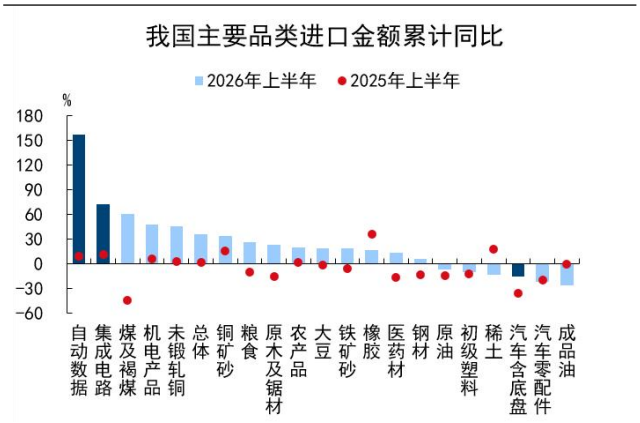
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图6：中美在 AI 产业链中优势错位



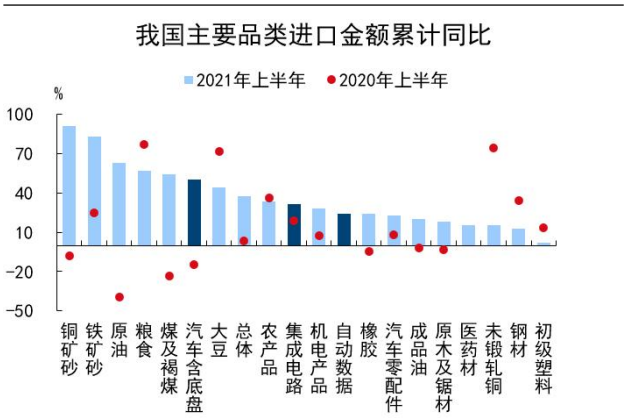
资料来源：Rhodium，国信证券经济研究所整理

图7：今年上半年我国进口高增主要来自算力相关产品



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2021 年上半年进口高增主要是初级品



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策：迈向“顺周期”

理解开年以来的政策定力，需要重新认知宏观调控在科技周期中的角色。在做政策预期时，人们往往容易陷入一个误区，即宏观调控理应“削峰填谷”，因此本质上是逆周期的。但这忽略了一个前提，即经济承压的源头是周期性还是趋势性的。如果是周期，不妨适度平滑；如果是趋势，则应考虑是否“打不过就加入”甚至“早买早享受”。简言之，宏观政策不应对抗趋势。

AI 革命的大潮下，当前经济运行的主要矛盾，已由碳基的“三期叠加”，转为硅基的“范式迭代”，进而带来两个层面的影响：

技术革命首先体现为生产力的迭代。作为技术革命的重要推手，金融资本在追求更高回报的过程中发掘并推动新的技术路径。固投转负表面看是周期性下行，实质是旧动能资本回报枯竭，这时逆势加大投资无异是违背规律，卷上加卷，与“正确政绩观”相悖。近年私人投资持续收缩的背景下，我国实施积极财政所面临的挑战由预算不足转为项目不足，就是一个重要拐点。2020 年以来，政府举债的增

下载日志已记录，仅供内部参考

量资本产出率持续下降，目前已经创下 10%左右的新低，即 10 元债务对应 1 元的 GDP 增量。财政第二本帐支出完成度低位徘徊，即使约束相对较少的第一本帐支出完成度也在去年创下有数据以来的新低，仅为 96.8%。

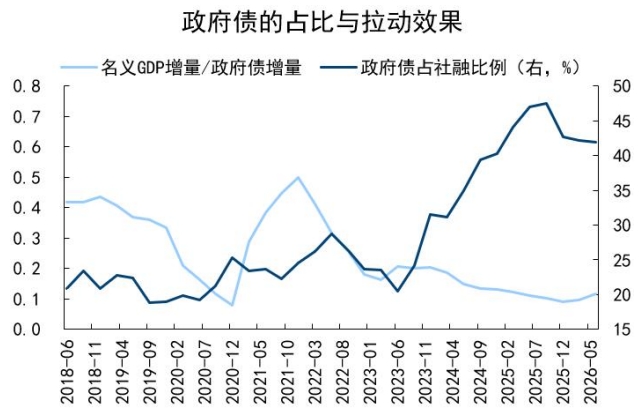
影响更为深远的是人的群体性失意。技术革命本质上是对人的再定价，首当其冲的就是“旧范式”下的高估值群体。这一中坚群体人数未必居多，但活跃度高、购买力强，且乐于发声，因此成为主导经济的边际性力量。当前，他们正经历剧烈的“估值双击”，一是为其带来收入的技能禀赋（如编程），二是与其安身立命的私有财产（如房产）。消费如无根之萍，难以拉动。国补即是一个例子，回头来看，补贴仅改变了消费的节奏，但并未抬升增长的中枢。2024 年 1500 亿元国补撬动 1.3 万亿元销售，去年加码至 3000 亿元撬动 2.6 万亿元，但今年上半年家电和汽车等大宗消费大幅转负（同比-7.4%、-12.6%），仅通讯器材因补贴扩围保持增长，剔除补贴品的核心消费增速稳定在 2.8%附近。

因此，与其说 AI 是战略机遇，不如说是背水一战，“顺周期”别无选择。尽管市场乐于将 924 组合拳解读为新一轮“逆周期”的号角，但这更像是与“旧时代”的诀别。此后宏观政策力度不增反降，我们构建的财政货币政策力度指数显示，924 以来整体力度趋于收敛。

最具标志性的转向，是今年政治局会议中“稳中有进”的被“向新向优”所取代。只有做好顺周期的“优”与“新”，“进”才能水到渠成，反其道则事倍功半。至此，政策路线逐渐清晰：皆大欢喜的“大而美”礼包不再，资源向“大炮”倾斜，有限的“黄油”用于兜底。

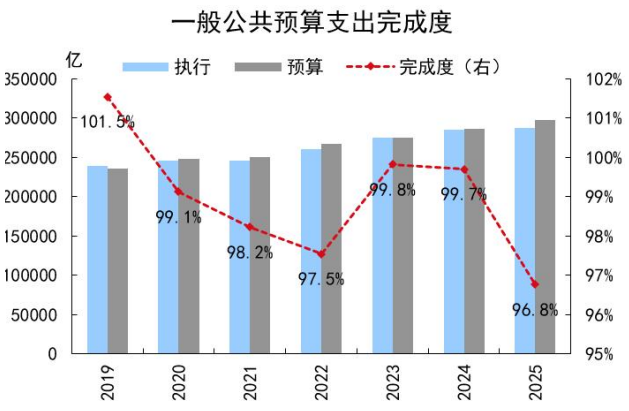
“科技”与“民生”两手抓，两手都要硬。科技是未来，要集中力量攻坚。去年全社会研发总投入逼近 4 万亿大关，“十四五”年化增速超过 10%，与传统基建形成另一个“K”。“十五五”规划 46 次提及“科技”，明确以“超常规措施”全链条攻关集成电路、工业母机等核心卡点。基本民生是底线，将有限资源锚定低收入、弱势群体。上半年农村居民收入增加 6.4%，超过城镇的 4.4%，且在加速上行。其中农村转移净收入上升 6.6%。稳岗、再就业扶持力度不断加大。

图9：我国政府举债的增量资本产出率显著下降



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

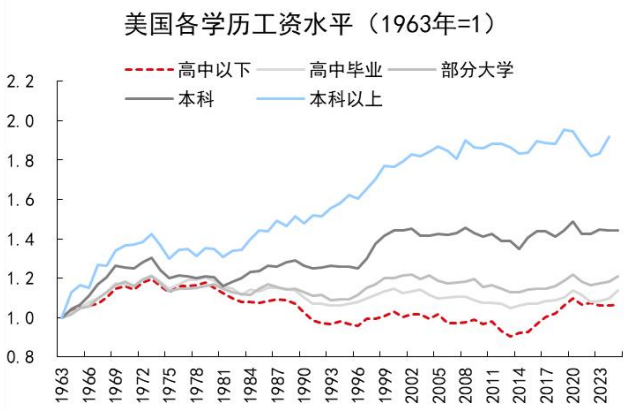
图10：第一本帐支出完成度持续下降，去年创历史新低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

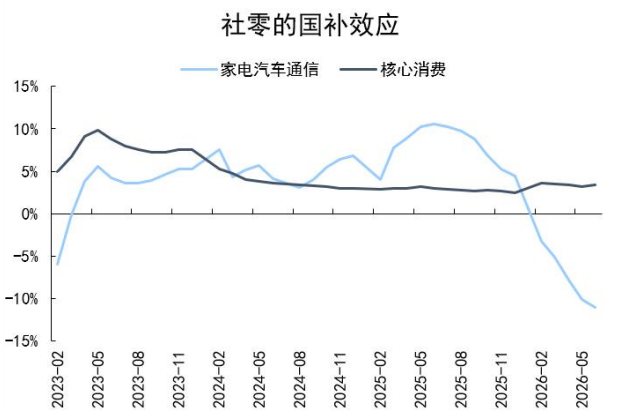
下载日志已记录，仅供内部参考

图11：自动化与计算机革命利好高学历群体



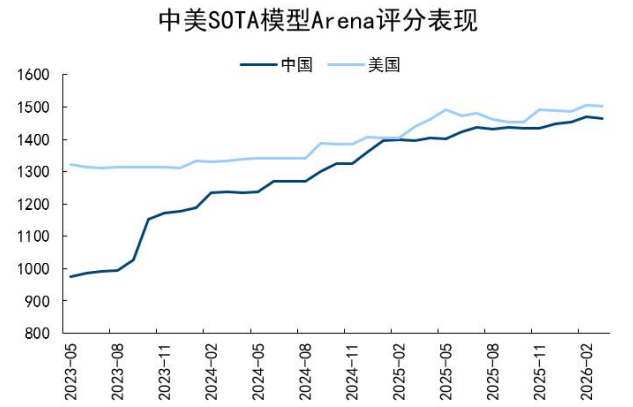
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：事后看，国补只能把大宗消费前置，而不是抬升



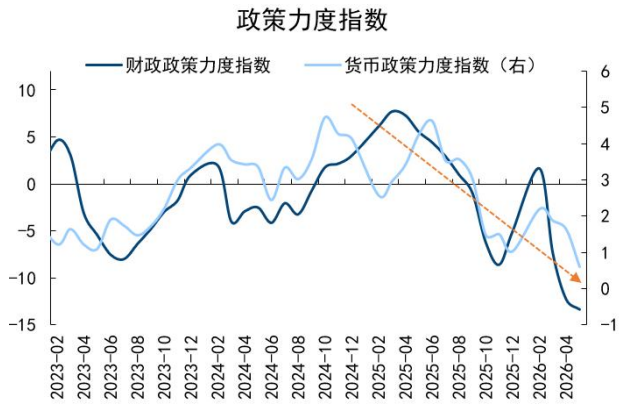
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：中美 AI 算法鸿沟远比表观分数差距更大



资料来源：HAI，国信证券经济研究所整理

图14：924 后财政与货币政策力度处于持续下行通道



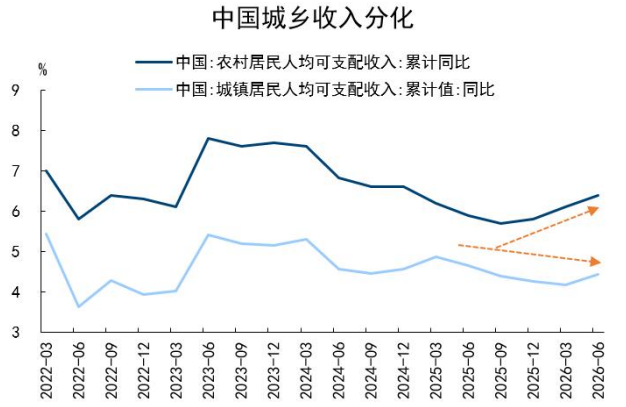
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：“十四五”时期我国研发投入年复合增速超过 10%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：去年底以来，城乡收入增速显著分化，兜底特征明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

资产：两头吃香

极致的基本面与政策，必然带来极致的交易。我们认为，当前我国经济处于新旧动能转换三阶段中的“磨底期”，没有近道可抄，资产定价须从这一状态出发。回到“黄油-大炮”框架：在既有产能约束下，假设“7 大炮+7 黄油”为最优配置，当科技/安全优先级上升，资源向“大炮”靠拢，改为“8 大炮+3 黄油”。但偏离最优点造成产出效率下降，总产出收缩（即大炮增量小于黄油减量），实际增速低于潜在增速。这一状态将持续至技术进步带来生产力跃升、生产边界外扩方能扭转，彼时的新边界上黄油与大炮可以双赢，但那属于下一阶段。现在的问题是：磨底期里什么资产跑赢？

先明确磨底期的宏观特征：总量上，经济运行在低于潜在增速的水平。结构上，碳基仍在失速，硅基刚刚起势，群体性失意下总需求收缩，供强需弱格局深化，物价低位运行。今年上半年 CPI 同比 1.0%、PPI 同比 1.5%并非供需格局改善，而是霍尔木兹事件与算力竞赛推升的输入性通胀。随着两个因素下半年起逐步缓和，明年 PPI 有较大概率重回水面之下。

这清晰地指向两条资产逻辑：

股指重要性超过 GDP 读数，市场主线将回归科技与核心资源。理由有三：①技术革命需要直接融资的支持；②经济承压有赖股指提振预期；③新的改革红利再分配枢纽。而传统权重板块面对基本面与政策面的“双重挤压”，尚难有效承接科技板块的资金和预期。

作为本轮转型的发源地，美股 AI 板块早已启动，并经历了有机增长。从市值结构变化看，这一过程相对缓和，对地产金融等传统行业的虹吸有限。回到 A 股，近期行情更多是 AI 概念对股票的一轮重估，因此也对传统板块形成挤出，波动更大但长期空间明确。估值上，电子、通信、计算机、电力设备等 AI 相关板块二季度翻倍，7 月回撤后企稳；权重上，占沪深 300 权重拉升至 30-35%；热度上，7 月全市场成交额的 49.8%集中在 5%的股票，逼近 2015 年与 2021 年初的拥挤极值。

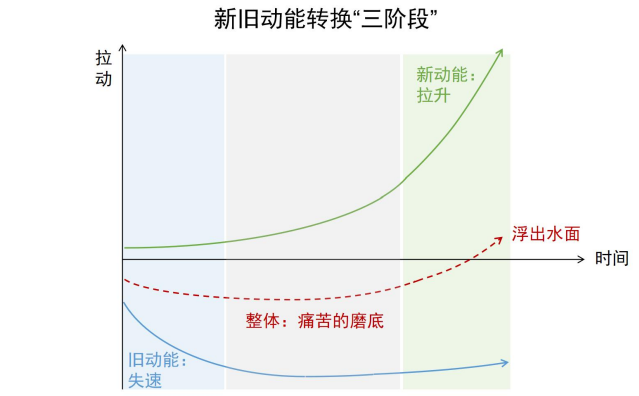
超长债将同时受益于利率下行与期限利差收窄。同样：①低增长低通胀的组合下，政策利率的大方向明确；②PPI 再度转负意味着 2025 年下半年 30-10 利差走阔存在错杀；③磨底期商业银行资产荒持续，需要超配债券。

30 年国债的走势非常典型。2021 年至 2025 年初，在地产调控+适度宽松的接续带动下，30 年国债收益率从 3.8%顺畅下破 1.8%，30-10 利差最低压缩至 10BP。随后，在政策利率未作调整的情况下，去年“反内卷”至今年 3 月反弹至 2.39%，回吐超过 50BP。事后看，PPI 真正走出通缩任重道远，明年的重新转负只是一个温和提示。

总体来看，科技与长债恰好分处资产光谱的两端，“全攻全守”的哑铃策略看似矛盾，实则是同一叙事的两面——科技股定价的是战略意志，超长债定价的是转型代价。在生产边界外推到来之前，这一组合大概率将延续超额收益。

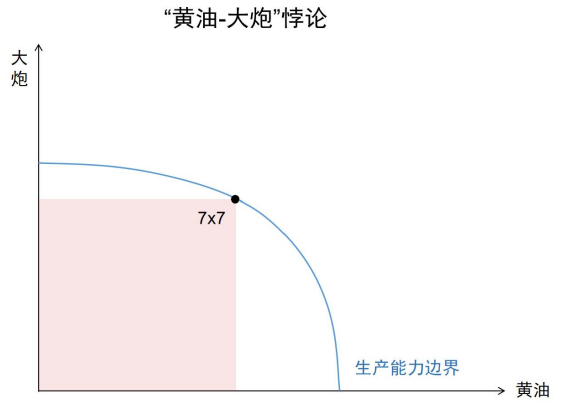
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：当前我国处于新旧动能转换的磨底期，没有近道可抄



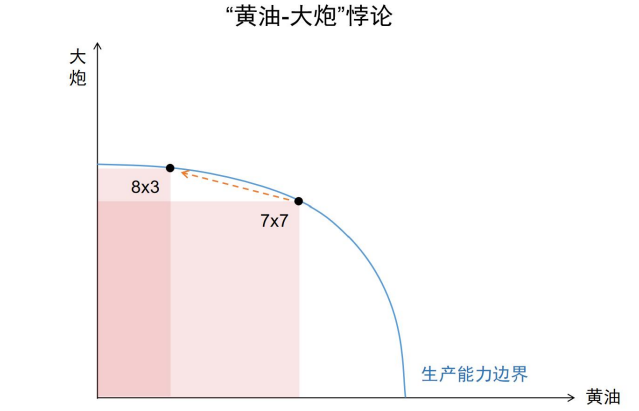
资料来源：国信证券经济研究所绘制

图18：生产力约束下，假设生产 7 黄油+7 大炮是最优配置



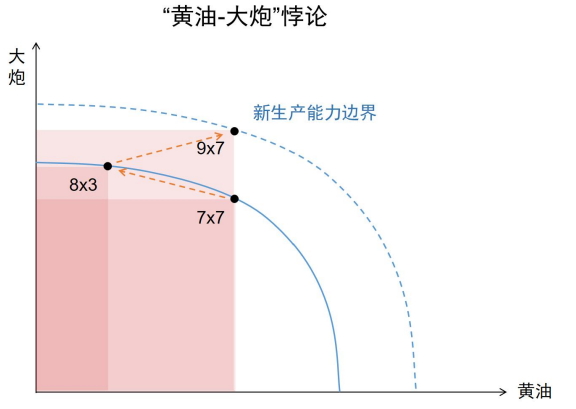
资料来源：国信证券经济研究所绘制

图19：大炮增产，但降黄油大幅减产，总产出下降



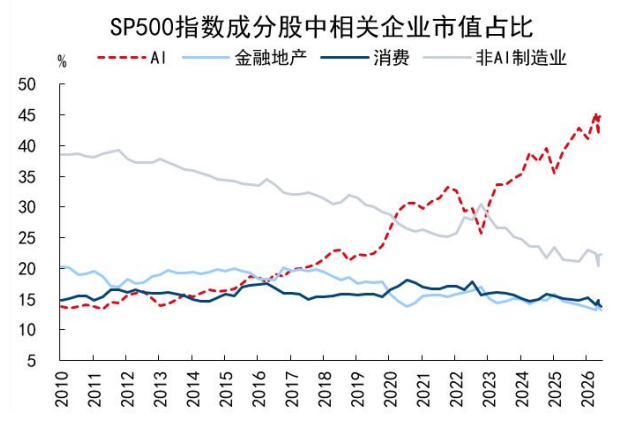
资料来源：国信证券经济研究所绘制

图20：大炮带来生产力突破，总产出回升（8x3➡9x7）



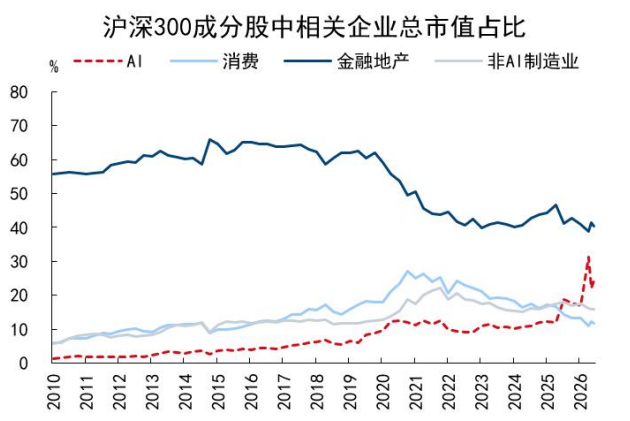
资料来源：国信证券经济研究所绘制

图21：美股 AI 主线稳扎稳打，早已启动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

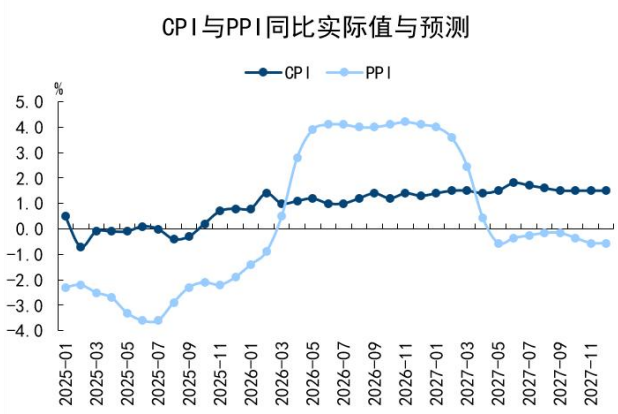
图22：A 股刚经历“AI 重估”，波动性强但空间更大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

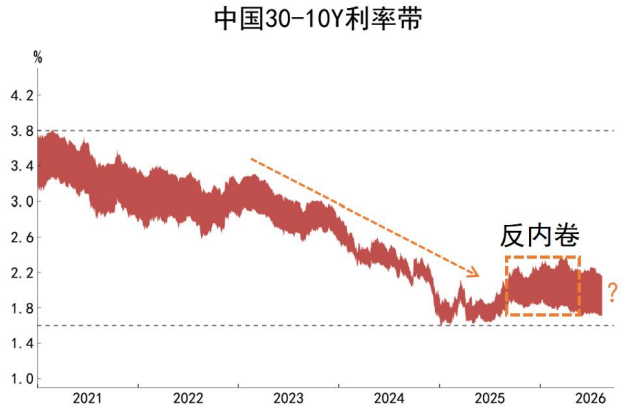
下载日志已记录，仅供内部参考

图23：随着输入性通胀效应减弱，明年 PPI 料转负



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：30 年国债将收益于利率下行和期限利差收窄



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

风险提示

经济转型进展不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032