

为什么“叙事经济学”大行其道？

华泰研究

2026年3月02日 | 中国内地

张继强

研究员

SAC No. S0570518110002

SFC No. AMB145

zhangjiqiang@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

吴靖*, PhD

研究员

SAC No. S0570523070006

wujing018437@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

李梓豪*

联系人

SAC No. S0570124060040

lizihao@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

在传统的市场分析框架中，我们通常围绕三个核心驱动因素展开：基本面（真实的宏观经济、产业周期、企业盈利状况等）、风险偏好（政策变化、事件等）以及流动性（资金规模、结构与交易拥挤度）。其中，基本面长期居于核心地位，它不仅直接影响分子端的企业盈利预期，也影响分母端，基本面会作用于市场情绪和风险偏好，同时也通过货币政策影响流动性环境等。

但最近两年，我们发现市场越来越被叙事所主导，呈现出几个明显特征：

一是，市场与基本面的分歧时有发生，且市场波动可能远超基本面演绎程度，甚至方向背离；

二是，全球资金再配置容易放大叙事力量，而资金流动经常呈现出趋同特征，容易形成拥挤交易；

三是，波动性显著放大，且往往呈现非线性特征，小事件即可引发剧烈震荡；

四是，不同资产类别的联动性发生变化，传统上股债商汇等有不同的驱动因素，更多是低相关性甚至负相关性，但当叙事主导市场时，资产间的低相关性被打破，增加了资产配置和风险对冲的难度。

为什么叙事开始主导市场？我们认为关键在于“AI革命、地缘秩序重构→叙事演绎→AI传播&注意力稀缺→资金涌入”这一传导链条形成了AI时代的反身性。

第一，当前全球的三大叙事——AI革命、地缘秩序重构、美元信用弱化

叙事也分小叙事和大叙事，历史上小叙事比比皆是，比如2015年左右的“互联网+”影响了部分科技股，2021年的“新能源”推高了相关板块。小叙事的影响范围往往相对有限，影响个别资产和局部标的，持续时间也通常较短，一旦叙事弱化便快速退潮。但当下我们同时面临着三个超级叙事，其宏大性和复杂性前所未有。

(1) AI革命是康波周期级别的大周期，足以覆盖掉很多小的经济周期，远超过传统经济周期解释范畴。

一是，从当前的投资规模看，2025年美国科技企业资本开支占GDP比重已升至约1.9%，2026或将继续上升至2%以上，且全球都在增加AI资本开支；

二是，从增长的拉动看，AI不仅是单纯的产业贡献，其通过全要素生产率的提升，根据我们此前报告《AI：新一轮科技革命改变世界》（2025年4月22日）预测，在未来十年内能为全球潜在GDP增速贡献0.5-1.5个百分点；

三是，从宏观范式看，AI与以往的技术革命都不一样，从辅助劳动力到替代劳动力，这种转变的深度和广度前所未有；

四是，从市场表现来看，AI革命带来了剧烈的结构分化，算力链、capex受益品种的表现远非传统宏观经济所能解释。

可以预见的是，AI革命的影响会非常大，但AI变革的具体路径仍难以预测——我们不知道AI发展的边界在哪里，不知道新的商业模式会是什么样，也不知道会有哪些新的场景和业态，市场容易将长期的、不确定的前景定价到当前的资产价格中。

(2) 地缘秩序重构，只能推演，难以归纳。

当前全球正在经历的地缘秩序重构的影响同样很大，但地缘秩序又是最难以预测的信息。我们对地缘事件的分析往往需要建立在假设推演的基础之上，难以形成归纳性的结论，成为市场波动的源头，俄乌、美以伊等事件不断印证地缘事件的不可预测性。

(3) 美元信用弱化，全球资金需要寻找再配置的方向。

此外，叙事本身也可以相互强化，甚至小叙事也在强化大叙事，比如新能源、芯片、稀土等产业在地缘竞争的大叙事下具有了更多的战略性，从单纯的产业周期上升到国家战略层面，形成了更为一致的宏观叙事，这种叙事的融合进一步强化了市场的一致性。

第二，AI 变革信息的生产和传播方式。

2015 年牛市，新媒体加速信息传递，助涨了主题行情，投资者通过新媒体上的各种观点和故事做出投资决策，淡化了基本面分析。

当前的 AI 技术进一步变革了信息的传播方式，增强叙事能力、降低生成成本、加速传播速度。一是，AI 降低了内容创作的成本，过去创作一篇高质量的分析文章需要花费大量的时间和精力，但当下 AI 可以在几分钟内生成一篇看起来专业的分析文章，市场内容爆炸式增长；二是，AI 会根据算法和投资者的偏好精准推送叙事，并优先展示最吸引用户的内容，再叠加新媒体的运用，进一步加快了信息的传播速度。

信息生成成本接近于零，传播速度呈指数级，结果就是宏大叙事传播地更快更广，共识形成更快，进而驱动资金投向，更容易影响市场。

第三，投资者注意力稀缺。在信息爆炸时代，投资者的注意力反而成了最稀缺资源。在几千只股票、无数种宏观路径中，能够脱颖而出的必然是那个“最宏大、最一致”的叙事。这本质上形成了一种“信息茧房”，投资者被算法和自己的偏好所引导，只关注某些特定的话题和资产，但无疑这种注意力的稀缺与集中吸引了大量的资金流入。

上述因素相互强化，形成了 AI 时代的反身性。传统的索罗斯反身性是，市场参与者的认知与市场现实之间存在双向、循环的相互塑造关系，价格不仅反映基本面，还会反过来改变基本面，导致市场长期处于动态不平衡中。AI 时代的反身性被进一步放大，因为叙事成本更低、演绎速度更快、共识形成更快，资金涌入更容易形成正反馈循环，叙事越强，资金越多，价格越涨，估值和资金又进一步强化共识和叙事。

一个案例是 AI 叙事和科技巨头基本面的自我强化，AI 叙事推动资金涌入科技板块，推高科技巨头估值，高估值又带来更多的资本开支和更为有利的融资条件，资本开支又改善短期基本面，进一步强化叙事，导致叙事强化和更多资金涌入。

另一个案例是预测市场 Polymarket，通过部分人的市场交易形成概率预期，然后经过传播影响市场的预期，又进一步吸引资金进行相关交易，进而强化了市场的一致性。

AI 时代的反身性形成一个强大的反馈循环机制，但也使得市场定价的偏离可能更大，带来了潜在的风险。

一是，不要将叙事混同为现实。叙事本质还是对未来的定价，因此导致其与基本面现实存在一定背离，而当现实推进速度（如能源电力短缺、投资回报预期）显著滞后于叙事想象时，叙事可能阶段性弱化，比如今年开年以来市场不再“奖励”科技巨头的资本开支。

二是，不要简单线性外推。在叙事驱动的市场中，变化往往是非线性的，技术有“奇点时刻”、也可能有“递减规律”；地缘只能推演、而无法归纳，这些都降低了线性外推的有效性。

三是，不要混淆短期交易和长期配置。有些叙事本身是正确的，但不代表会一路上涨，反身性强化了价格偏离，市场可能已经定价了最好或者最坏的极端情景，而高估值和拥挤交易成为最大的脆弱性。当叙事呈现出边际变化时，正反馈循环变成负反馈循环，可能造成更大的流动性冲击，而如果买在叙事强化偏离的顶点，不一定能赚到钱，甚至可能在短期面临较大的亏损风险。

面对叙事主导的市场，投资者该如何应对？我们有几点思考：

第一，建立 AI 时代的交易框架。不单单只看基本面数据（“幡动”），也要同时关注“风动”和“心动”，有时候甚至更为关键。一个简单的框架是：（1）在基本面弱、叙事偏强时，更关注交易性机会；（2）在基本面强、叙事偏弱、拥挤度低的情况下，慢牛蛰伏；（3）在基本面和叙事均较强，拥挤度也高时，需要识别定价是否有偏离、以及偏离有多大；（4）在基本面和叙事均较弱时，关注其他机会。

第二，兴尽知返甚至“反”。即使宏大叙事从长期看是正确的，但当叙事高度一致、资金极度拥挤时，也需警惕反身性顶点。而其中重要的不是预测顶在哪里，而是设定清晰的退出规则，此时，估值分位数、资金流、交易结构等交易性指标显得尤为重要。当交易结构极端拥挤、叙事又不再能吸引增量注意力时，即便基本面依然向好，也需更为谨慎；而当估值得到消化，若长期叙事没有动摇，调整则是重新介入的机会。

第三，跟踪与调试。关键在于边际变化，发现叙事存在边际变化时，及时调整仓位，关键的边际变化可能包括：（1）政策信号变化（监管、产业、货币政策等边际调整）；（2）重大产业信息（资本开支验证、物理瓶颈验证…）；（3）竞争格局演变（新进入者、技术突破、颠覆式应用、市场份额变化……）。跟踪体系上，除了估值、波动率、交易结构等市场情绪指标，还可以关注参与度的变化（个人投资者是否大量涌入、媒体关注度（是否所有媒体都在讨论同一个话题）等）。

第四，叙事最终需要基本面验证，后者仍是长期的称重机和“锚”。叙事往往不是单次博弈，更多是“叙事-证实/证伪-叙事强化/叙事弱化-再验证”的多次博弈过程，定期的基本面验证是叙事修正的关键，也需要保持对基本面数据的跟踪。同时，在 AI、地缘等叙事之外，始终保留一部分组合用于可验证的盈利、现金流配置，关注部分基本面稳健、现金流稳定、估值合理的非叙事板块作为对冲。

总之，我们正身处 AI 革命、地缘秩序重构、美元信用弱化、中国新旧动能转换四大超级叙事的叠加之中，这成为我们最近几年挖掘认知 α 的核心。叙事影响市场情绪和资金走向，放大资产价格表现，甚至通过反身性影响基本面。如果说过去几年，我们基于“新旧动能转换”的判断，得出了“债优于股”的结论；那么如今，面对“AI 革命”的浪潮，我们则看好科技成长的投资机会。与此同时，地缘秩序重塑引申出国防开支、战略储备进而利好资源品和耗材，也推动了全球央行多元化外汇储备并利好贵金属。

在这种环境下，

依托于增长+通胀——>货币政策——>资产价格的美林时钟框架失效

取而代之的是，

宏大叙事（上述几大叙事）+范式转换（效率让位于安全、货币让位于财政等）+AI 时代的传播模式——>新哑铃组合（改变世界的科技，不可再生的资源品和耗材）+多资产轮动+认知 α +正相关性。

风险提示：AI 对就业市场的影响，地缘政治影响。

参考文献

1. 罗伯特·希勒. 《叙事经济学》. 中信出版社, 2020.
2. 贝叶斯之美. 《AI、叙事与反身性投资》. 微信公众号, 2026 年 1 月.

免责声明

分析师声明

本人，张继强、吴靖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、吴靖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司