

如何看宏大叙事对资产定价的重塑？

郭磊

摘要 从叙事经济学视角出发，宏大叙事正成为影响近年全球资产定价的力量。围绕美元信用弱化、黄金重塑货币锚、供应链重构、人工智能基础设施化及有色金属“新原油”地位，金融市场形成相互支撑的叙事星座，引致贵金属、有色金属、新兴市场股票与科技资产跑赢。宏观环境连续性被打破，传统依赖基本面与均值回复的定价框架受到挑战，叙事驱动的量价交易兴起。为应对叙事主导格局，有必要构建叙事分级和生命周期框架，结合跨资产主题配置与验证指标，在承认叙事定价作用的同时坚守估值约束。

关键词 宏大叙事 叙事经济学 资产定价 跨资产配置 全球金融市场

经济学家罗伯特·席勒曾经提出过一个重要观点，经济行为不仅取决于理性分析和市场机制，还在很大程度上受到流行“叙事”（Narrative）的塑造。在著作《叙事经济学》中他将叙事视为时代思潮和经济行为发生快速变化的主要载体，强调叙事通过影响主体的预期与情绪，引发宏观波动与资产价格大幅调整，主张应把“叙事”纳入经济分析。沿着这一思路，近年来宏观与资产定价领域的研究开始尝试对叙事进行建模和量化：Flynn & Sastry (2024) 在一般均衡模型中嵌入“叙事”，利用企业年报文本度量叙事扩散，发现叙事冲击可解释相当比例的产出下行与持久性波动；Bybee et al. (2023) 则从新闻文本中提取“叙事因子”，建立叙事资产定价模型，在解释横截面收益方面优于传统特征因子模型；Morag & Loewenstein (2025) 的实验研究进一步表明，仅通过引导个体讲述所持物品的故事，就会系统性抬升主观估值和保留意愿，揭示叙事对估值决策

的直接影响。综合这些证据，我们认为这一视角颇具启发性，叙事的框架对当下经济和资产现象有明显的解释力。

一、2025 年全球金融市场的流行叙事

站在 2025 年的时间截面回望近几年全球金融市场，可以看到，资产价格越来越多地被少数几个带有“宏大叙事”色彩的主题所主导，而不仅由传统经济周期与盈利预期驱动。本节拟从全球宏观与跨资产配置实践出发，梳理当前最具代表性的五类流行叙事：围绕美元信用边际弱化及其外溢影响的叙事、关于黄金重新塑造“货币锚”的叙事、地缘格局重组推动供应链再布局的叙事、人工智能基础设施化并重写生产函数的叙事以及关于有色金属和关键资源充当“新原油”的叙事，由此勾勒出支撑近年来资产价格表现的叙事图谱。

一是美元信用长期走弱。2025 年美元指数整体下行，一度形成过去十年以来最

郭磊，广发证券首席经济学家。



大幅度调整。美元走弱背后一则利差驱动，即美国降息周期伴生；二则存在美国新一轮政策框架的影响。特朗普政府对外加税、对内减税和赤字扩张的新政策组合带来对美国中长期可持续性的担忧，并引发美元信用风险溢价上升。在上一理解的基础上，流行观点认为美元将形成信用弱化的长期趋势。

二是黄金将成为新一轮货币体系的锚。美元走弱过程中黄金走强。对于本轮黄金的超常规上涨，市场流行观点认为其背后不只包括实际利率的定价，还包含全球货币体系切换的影响，即黄金将是新一轮货币体系的定价“锚”之一。近年来不少经济体央行战略性增加黄金储备，以降低美元储备风险，这一过程亦被视为打破全球货币体系原框架的支撑逻辑之一。

三是全球产业链、供应链重塑。近年来在地缘政治风险升级、逆全球化关税升温的背景下，全球产业链和供应链出现近岸化、碎片化、备份化的特征，“近岸外包”“友岸外包”“回岸外包”的现象增多。流行观点认为这一趋势可能会打破当前的全球产业链分工。在这一认识的基础上，市场认为关键原材料和供应链网络的价值上升。

四是人工智能（AI）将成为新一轮产业链变革的基础设施。以AI技术突破为引领的新一轮科技革命如火如荼。流行观点认为就像曾经的电力、计算机一样，AI将成为新一轮产业链变革的基础设施。这一基础设施的底层是算力、框架和平台；中间是计算机视觉、自然语言处理等具体技术能力；上层是在消费、医疗、教育、安防等垂直领域的前沿应用。

五是有色金属将成为新一轮产业链变

革的“原油”。原油是工业时代的血液，是诸多工业原材料的原料；而流行观点认为有色金属在新一轮技术变革中承担着类似原油的角色，它将被广泛用于半导体和消费电子、AI算力基础设施、新型能源体系等领域。

二、叙事明显影响资产定价

这五类流行叙事在金融市场中并非彼此割裂，而是相互关联、逻辑上相互支持的，是围绕“全球货币-生产体系-资产载体”这一主线层层展开、相互嵌套的。这就是席勒所说的“叙事星座”。席勒认为因为叙事星座有其宏大性，它往往比单一叙事更具有影响力。以“美元信用边际弱化”为起点，投资者开始质疑既有国际货币体系的可持续性，由此催生对“黄金重塑货币锚”的想象，将部分价值锚定从信用货币转向实物资产；与此同时，地缘格局重组推动供应链从单一效率导向转为“安全+弹性”导向，生产空间和贸易版图的重构又强化了对区域货币安排和实物资产定价权的再分配诉求。人工智能的基础设施化叙事在这一过程中扮演“技术加速器”的角色：一方面重写生产函数、塑造未来增长预期，推动科技资产溢价；另一方面通过算力、数据中心和能源消耗的扩张，显著抬升对铜、铝等关键有色金属的结构性需求，使其在市场想象中从传统周期品上升为承载技术与安全双重属性的“新原油”。

由此，从货币锚的重估，到生产与贸易格局的再布局，再到技术路径与资源约束的重塑，构成了一个自上而下闭环的宏大叙事体系，并在定价层面共同指向贵金属、有色金属、部分新兴市场资产和科技

板块的相对收益优势。

这五类流行叙事，并非停留在话语体系层面，而是已经通过多种路径参与资产定价过程。

一是通过预期与贴现率通道重塑“合理价格区间”。当“美元信用边际弱化”“黄金重塑货币锚”等叙事占据主导时，投资者会系统性地下调对部分美元资产的安全性评估、上调对实物资产的稀缺性溢价预期，相应地改变未来现金流折现的风险无差别曲线，使得传统估值模型给出的“公允价值”在市场博弈中被不断上移或下移。

二是通过风险溢价与波动率通道放大资产价格的顺周期性。围绕人工智能基础设施化、供应链重构的叙事，在媒体和研究报告中不断被重复、放大，提升了相关资产在投资者组合中的“存在感”，强化了趋同交易和杠杆配置，推动科技股、有色金属等板块出现明显的“叙事溢价”。当叙事情绪反转或遭遇现实检验时，又容易引发跨资产的集中减仓和相关性上升，加剧价格回调与波动聚集。

三是通过跨资产与跨市场的“主题联动”重塑价格关系结构。黄金、有色金属、新兴市场股债等原本受各自基本面驱动资产，在“去美元化”“新原油”等叙事下被归入同一投资主题，实现了估值重排与相关性重构：部分资产的表现更多取决于是否被纳入某一叙事星座，而非各自独立的盈利与产能周期。这种叙事主导的联动结构，使得资产定价越来越呈现出“故事驱动-资金响应-价格验证”的自我强化特征。

以黄金和科技资产为例，两者的低频与高频相关性明显背离。年度视角下，两者趋势齐扬；日度视角下，两者却保持低

相关。这意味着长期 beta 与短期 beta 出现了“非线性定价”，这背后实际上就是“叙事交易”。在流行叙事的影响下，2025 年全球金融市场有几类资产明显“跑赢”：一是贵金属，如黄金白银；二是有色金属；三是新兴市场的股票；四是全球主要市场的科技类资产。截至 2025 年 11 月 14 日，COMEX 黄金、COMEX 银较 2024 年底涨幅分别为 55.5%、75.9%；COMEX 铜、LME 锡较 2024 年底涨幅分别为 26.8%、27.8%。MSCI 新兴市场指数、越南 VN30 指数较 2024 年底涨幅分别为 26.5%、39.2%；费城半导体指数涨幅为 36.8%。

和全球金融市场相比，国内资产基本面驱动特征相对更明显，如外需的高景气、“两新”的政策红利，以及中长期资金入市所带来的风险偏好回暖。但同样存在全球流行叙事的影响，如年内收益率相对较高的资产集中于贵金属、有色、AI 产业链。

三、为什么在 2025 年会出现叙事的升温？

需要强调一下的是，“叙事”是一个中性和专业的词汇，其背后既有特定宏观阶段下对现状的概念性理解，也一定程度包含着客观的基本面趋势。换言之，叙事既是对复杂现实的抽象框架，也是对部分客观变量变化的高度概括：例如，“美元信用边际弱化”“AI 基础设施化”等叙事之所以能获得市场广泛共鸣，正是因为其背后对应着主权债务扩张、技术投入加速等可量化事实。

我们理解 2025 年以来全球金融市场叙事的升温和全球宏观变量“连续性”出现变化有关。传统经济学对宏观经济的理解依赖于连续性假设，如马歇尔所说的“自



然界没有突变”。2024—2025年，全球财政货币条件、贸易环境、地缘政治、产业技术在较短时间内出现较大的非连续性变化，包括美国和部分欧洲经济体财政赤字率的大幅扩张；在通胀尚未完全回落至目标区间的背景下，海外主要央行被迫讨论乃至启动新一轮的货币政策宽松周期；同期，贸易环境也出现罕见逆全球化趋势，传统以效率最大化为目标的全球价值链被安全和地缘考量重塑；新一轮科技革命尤其是人工智能、算力和能源技术的突破，亦带来了不同产业之间盈利与资本开支的快速分化。

在一系列变化叠加的背景下，沿用以往经验建立的宏观预测模型和资产定价框架，其解释力和说服力明显下降：一方面，历史样本对于高债务与高利率并存、逆全球化与技术革命交织的情形缺乏足够先例；另一方面，未来路径出现明显“多峰分布”，投资者难以用单一情景来描述中长期前景。宏观面的可预知性下降，人们就会尝试从模糊化的新框架解释未来。市场参与者转而借助更具概括力、可传播性和情绪张力的宏大叙事，对这些看似杂乱的变量进行重新归纳和解释，从而在不确定性陡然上升的环境中，为自己的资产配置寻找一个相对自洽的坐标系。从“叙事经济学”的角度来看，这是宏大叙事出现的绝佳土壤。

同时，信息传播和市场结构的变化也为叙事升温提供了技术与制度基础。社交媒体、金融自媒体和卖方报告大大提高了叙事的复制效率，使某些关键词和框架在全球范围内迅速同步；主题型基金、ETF和量化因子策略则将“叙事主题”直接转化为可交易的投资标的，一旦某一叙事被市场广泛接受，资金便在短时间内集中配

置，放大价格与仓位对叙事的响应。由此，非连续性的宏观环境、传统模型解释力的削弱以及“信息-交易”机制的演进，共同推动了2025年前后全球金融市场叙事的显著升温，使“以叙事为轴理解资产价格”从边缘视角逐渐走向分析框架的前台。

四、近期主流叙事出现了一定的松动迹象但尚未逆转

2025年10月以来，全球主流叙事有阶段性松动的迹象，几类叙事在资产价格与资金流向层面均出现了涨势放缓、板块分化和仓位降温的表现，部分品种甚至经历了较明显的阶段性回调。同时，随着美国通胀与增长数据、主要央行利率路径、地缘冲突节奏以及供应链再布局进展不断超出或低于此前“剧本”，市场开始对原有叙事的适用范围、持续时间和强度进行重新评估，促使投资者从“无条件跟随故事”转向更注重估值约束和基本面验证。

一是美元反弹。2025年初以来美元一直震荡下行，2025年9月中旬后悄然开始一轮低斜率反弹，11月初一度重回100以上。这一过程包含美元较集中定价后，空头交易拥挤度下降，易出现技术性反弹的特征；也包含美联储货币政策较预期偏鹰的影响。

二是黄金价格单边趋势打破。地缘政治、全球贸易关系缓和是一个触发因素，美元短期趋势的变化又进一步形成了共振。央行购金预期的单边性也被打破，2025年10月27日菲律宾央行货币委员会成员、前央行行长 Benjamin Diokno 表示菲央行“目前的黄金持有量已经过高”。

三是中美吉隆坡经贸磋商达成新的成果，之前一系列关税或取消或暂停，双方

还在农产品贸易、相关企业个案以及禁毒执法合作等方面达成共识，市场普遍将之解读为对“加征关税-技术脱钩”情景的实质性降温；亚太区域经济一体化进程亦取得积极进展，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）自生效三年多来，借助 2025 年 10 月第五次领导人会议通过的联合声明，继续在关税减让、原产地规则和服务贸易开放上推动区域内经贸联系“提质扩容”；同月，中国与东盟正式签署中国—东盟自贸区 3.0 版升级议定书，涵盖九大领域的升级内容，使亚太继续成为全球开放合作与经济一体化程度最高的区域之一。有关全球产业链供应链的叙事缓和。

四是美股大型科技企业一直延续的“AI 基础设施投资增加-市场提升未来预期-估值上修”的正循环开始打破，2026 年 AI 基建投资面临较高基数，对未来审慎的观点开始关注产业链供求关系的缓和、尚未出现引领性的爆款商业模式、美国电力供应瓶颈等线索。市场对产业“愿景”和不确定性的买单意愿开始出现动摇。

五是对于新产业发展所带来的有色金属需求量级，市场分歧有所加大。一方面，AI 数据中心、算力基础设施和新能源电网改造被视为未来铜、铝需求的长期引擎，机构普遍上调需求预测；另一方面，镍等品种在印尼扩产、动力电池增速不及预期的影响下仍然过剩，高库存压力突出，投资者对部分有色金属“过剩循环”延长的担忧有所升温。

不过整体来看，目前主流叙事根基尚未逆转：一是全球财政货币政策格局未变，高债务、高赤字与“高利率但不紧缩”的组合仍在延续，主要经济体在通胀压力缓解后也只是微调利率路径，支撑了关于“法币信用稀释、实物资产受益”的基础叙事；二是地缘政治、全球贸易秩序、央行购金趋势等尚未出现单边逆转，供应链重构依然在推进，央行增持黄金的趋势亦只是阶段性放缓而非掉头，强化了围绕货币锚重塑、资源与安全边际溢价的中长期想象；三是 AI 相关资本开支的二阶拐点尚未出现，算力、数据中心和网络基础设施投资仍处于加速阶段，产业链上游的设备、能源与资源需求也在部分兑现，使“AI 基础设施化”及“有色金属新原油”的逻辑更多呈现节奏波动，而不是趋势反转。综合来看，价格可以调整，但承载这些主流叙事的结构性条件仍在，对资产定价的深层影响尚未削弱。

五、下一轮流行叙事可能是什么？

站在现在看未来五年，可能会有哪些新流行叙事？本文有几点猜测。

一是“南方国家工业化”。就像“金砖四国”的工业化曾经对全球经济和资产格局产生重大影响一样^①，南方国家占全球人口的 85%，在工业化上具有巨大空间^②。2024 年，非洲是全球经济增速第二快的大洲，仅次于亚洲。2024 年，非洲外商直接投资流量同比增长达 75.1%。东部非洲

① 携手全球南方：共绘发展合作新蓝图[EB/OL].2025-11-08).https://www.cast.org.cn/2025kfhzy/xxsd/art/2025/art_8bf043abb91647e99b6ac855881ce8a3.html.

② 戴楷然，郑翔.非洲经济保持稳健增长[N].人民日报,2025-02-10 (016).



是高增长的代表，2024年GDP增速高达4.9%。“东非六国”基础设施投资、工业投资均增长较快。2025年前10个月，中国对非洲出口同比增速高达26.2%，远快于整体。拉美同样在工业化过程中，和中国经济在产业链有广泛合作。对中国企业来说，南方国家工业化过程是一个正在加速的机会。

二是“中国企业第二轮全球化”及“GNP取代GDP”。在新的贸易环境下，中国企业不再单纯依靠贸易这一窄出口。中国制造业在规模、创新能力、供应链效率上均具备一定优势，未来全球化赋能是合理趋势。从发达经济体曾经的经验路径看，至一定发展阶段后，企业的全球化对其国内经济和产业链也将形成关联带动。“十五五”规划建议稿提出“巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力”“引导产业链供应链合理有序跨境布局”。近年来，一些制造类行业由于海外渗透率提升，全球化订单的增速大于国内订单。在产能出海和全球化的大背景下，未来可能更多行业会呈现出这样的趋势。

三是“AI场景化”。从技术革命的基本规律来看，每一轮从技术端的探索开始，以广泛带来新的应用场景和商业模式为突破口，以进一步催生新的行业和产业链完成对宏观经济的影响。政策也非常重视场景端的突破，《国务院办公厅关于加快场景培育和开放推动新场景大规模应用的实施意见》指出对人工智能来说，要“加快高价值应用场景培育和开放，更好满足科技、产业、消费、民生、治理、全球合作等各领域发展需要”。预计未来几年可能是“AI场景化”加速的阶段，对AI入口级场景、

爆款垂直场景、AI原生场景的捕捉有可能成为流行叙事。

四是“新品质消费”或“新一轮服务消费升级”。政策提出提升居民消费率的目标，在“以旧换新”已经把耐用商品消费潜能充分释放的前提下，未来的空间主要在拓宽服务消费。从全球经验来看，随着经济发展，商品消费占比逐步下降、服务消费占比逐步上升是长期趋势，服务消费会有“S曲线”效应。中国的服务消费存在几个较大的想象空间：①发展入境消费，激发全球旅游需求，“十五五”规划建议稿也提出要“培育国际消费中心城市，拓展入境消费”；②扩展居民消费时间，这方面应该有很大空间，“十五五”规划建议稿也提出“落实带薪错峰休假”；③激活新消费群体，“十五五”规划建议稿提出逐步提高城乡居民基础养老金；④培育出新的消费行业，“十五五”规划建议稿提出“打造一批带动面广、显示度高的消费新场景”。

六、叙事对金融市场投研方法论的挑战和应对探讨

对于自上而下的投研体系来说，可验证的“基本面”是方法论的基础坐标，“均值回复”是关键预设前提，资产轮动和“性价比”（夏普比率）是重要的决策依据。但在叙事影响定价的阶段，上述几个要素均会不同程度被打破：一则宏大叙事时间线偏长，会跳过短期验证；二则叙事往往带来很强的预期“正反馈循环”，会有自强化“二元”效应，打破均值回复；三则传统资产配置依赖于资产间的相关性分散风险，但叙事资产常形成一个与传统资产无关的、独立的风险收益范式，使得基于整

体组合的夏普比率原则失效。

应如何客观应对叙事带来的影响，优化投研方法论？与其将叙事简单视作可以忽略的“噪声”，或在情绪高涨时不加分辨地追随，不如在现有“基本面-估值-流动性”框架之上，将叙事作为一个可以被识别、分级和跟踪的变量纳入考量。关键在于：一方面，要回答哪些叙事真正具有定价意义、如何在海量信息中加以筛选和分层管理；另一方面，需要厘清叙事与宏观变量、盈利预期、估值水平之间的约束与偏离程度，避免“只有故事，没有数据”的决策失真。基于这一思路，我们从以下几个维度谈一下理解。

一是区分叙事层级，以更好地实现资金久期和风险收益匹配。比如，可以分为战略级叙事、战役级叙事、战术级叙事，以匹配叙事经济学关于“叙事星座”的特征。

二是跨越传统资产分类，更灵活地运用大类资产主题类别来直接对标叙事。比如，一个大的叙事主题可能会同时涵盖上游矿产、商品，中游技术、关键行业，下游主要地域市场、关键应用场景，它是跨国别、跨行业范畴的，类似于一个宏观主题驱动策略。

三是叙事流行的阶段是“动量策略”较为适用的阶段，可适度提高动量策略在投研中的比重。相对于资产“应该”值多少钱，动量策略的关注点在于资产价格“正在”做什么，这和叙事的传播特征较为契合。从2025年以来的资产定价特征来看，“动量策略”比简单的价值投资策略更为有效。

四是识别核心叙事，建立叙事分析框

架，评估“叙事生命周期”。按照叙事对资产的影响路径，可以量化叙事强度，把叙事分为萌芽期、认同期、狂热期、消退期，在不同阶段赋予不同的投资策略；引入“反身性”分析，预判叙事的演进方向。

五是设立“叙事验证”的客观指标，对长叙事进行动态验证。比如，对一些科技叙事来说，可以设置头部公司的营收增速、应用端的用户增长和付费转化率、企业使用后的生产效率提升幅度等客观指标；对于商品类的叙事则可以以实际供需平衡表的边际变化速度作为跟踪变量。

六是相信叙事，也要敬畏“地心引力”。可以在叙事之间适度分散化，比如对任何单一叙事的投资，设置投资比重上限；在叙事主导的框架下，增加一部分“非相关性资产”；设立分批止盈的投资纪律；在有条件的市场利用期权工具来控制风险；提前关注叙事泡沫化的迹象，比如叙事的泛化、循环交易等；此外，叙事只是在现金流折现模型下扩大估值弹性，估值仍是“地心引力”，估值过高会带来调整压力。

综上所述，在宏观环境连续性被打破、宏大叙事深度嵌入资产定价的背景下，将叙事视作连接宏观变量、基本面趋势与市场情绪的中介层，纳入可识别、可验证、可约束的投研框架之中，既有助于更好地理解当前阶段全球资产价格的结构化表现，也为在不确定性抬升时代实现更有纪律、更具前瞻性的配置决策提供了坚实基础。■

学术编辑：卢超群



参考文献

- [1] Bybee L, Kelly B, Su Y. Narrative asset pricing: interpretable systematic risk factors from news text[J]. *The Review of Financial Studies*, 2023, 36(12): 4759-4787.
- [2] Flynn J P, Sastry K. The macroeconomics of narratives[R]. National Bureau of Economic Research, 2024.
- [3] Morag D, Loewenstein G. Narratives and valuations[J]. *Management Science*, 2025, 71(6): 5376-5395.
- [4] Shiller R J. Narrative economics: how stories go viral and drive major economic events[M]. Princeton: Princeton University Press, 2019.

How Grand Narratives Reshape Asset Pricing

GUO Lei

(Chief Economist, GF Securities)

Abstract Seen through the lens of narrative economics, grand narratives have become a major force behind global asset pricing in recent years. Markets have formed a mutually reinforcing constellation of narratives around five core stories: the weakening of dollar credit, gold's comeback as a monetary anchor, the restructuring of global supply chains, the build-out of artificial intelligence as core infrastructure, and the rise of nonferrous metals as the "new oil." This has helped push precious metals, nonferrous metals, emerging-market equities, and technology assets to outperform alternative investments. The continuity of the macroeconomic environment has been disrupted, challenging the traditional pricing framework reliant on fundamentals and mean reversion. At the same time, narrative-driven momentum trading has emerged. To deal with this narrative-dominated environment, it is necessary to build a tiered framework and life-cycle view for narratives, and to link that to cross-asset thematic allocation and practical verification metrics. In doing so, investors can recognize the pricing power of narratives without letting them override valuation anchors.

Keywords Grand Narratives, Narrative Economics, Asset Pricing, Cross-Asset Allocation, Global Financial Markets

JEL Classification E44 G12 D84