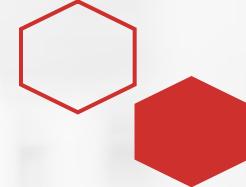


如何看待“两会行情”的风格切换？



——2025年3月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

/ 2025年3月6日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国内生动能尚稳，关税政策不确定性未来仍将高企

➤ 劳动力市场稳固，通胀继续反弹

- ◆ 1月新增非农就业14.3万人低于预期主要受到天气影响。失业率维持低位同时时薪同比回升显示美国劳动力市场仍然稳固。
- ◆ 1月美国CPI同比继续反弹。随着特朗普政府对加拿大和墨西哥实质性加征进口关税，二手车价格可能会进一步上升，加大通胀回落的难度。

➤ 未来关税政策不确定性仍将高企

- ◆ 特朗普政府关税政策将继续呈现“高频试探-动态调整”特征。
- ◆ 加征关税的动机可能在于：1、通过关税威胁重塑政治话语权。2、通过关税收入填补财政赤字缺口，为后续推行减税政策预留空间。3、制造经济前景波动以推动10年期国债收益率回落，从而减少美国国债偿息压力并通过金融条件放松来刺激经济。
- ◆ 若经济出现超预期下滑，特朗普政府可能会暂时停止关税施压，延长《减税与就业法案》实施企业税减免来刺激经济复苏。

国内宏观

外部扰动上升，经济温和修复，耐心等待两会部署后政策落地见效

➤ 2月景气度回升但略弱于季节性，海外扰动有所加大

- ◆ 2月PMI回升，但总体仍然略弱于季节性，1-2月经济修复或仍然偏慢，处于筑底阶段。
- ◆ 特朗普威胁进一步加征关税，对华关税或从此前提及的10%升至20%，外部扰动风险仍然较大。

➤ 两会定调全年发展目标，财政支出加力，并预留政策后手

- ◆ 两会定调全年经济增长目标仍为5%左右。财政支出加力，且更重质效。赤字率提升至4%，且地方专项债较去年多5000亿元。
- ◆ 特别国债拟发行1.8万亿元，不及预期的3万亿元，但用于消费品以旧换新领域的规模为3000亿元符合市场预期。
- ◆ 此次报告着重提及消费、就业、创新、改革等领域，有望持续在相关领域发力，且为对外部扰动，后续仍有望追加财政支出用于消费、民生以及支持科技创新、加大投资等。

| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 配置建议 |
|-------|--|-------------------|
| A股大盘 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ “两会行情”后科技股有望迎来二次上涨： <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力带来的修复脉冲边际减弱，关税扰动提升，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：A股成交额近期回升至偏高水平，处于情绪积极阶段； ◆ 政策面：两会政策或基本延续中央经济工作会议基调，仍待关税扰动后的“政策后手”； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动，市场波动加大。 ➤ “两会行情”风格切向大盘，会后科技有望二次上涨：A股“春季躁动”后或将转入“两会行情”，3月上旬稳定风格占优，科技板块或将有所调整，但仅银行具备配置价值。考虑到两会尚无明显超预期政策，在“后手”增量政策出台前，通胀偏低的环境难有明显改善，市场大概率重新聚焦科技板块，叠加博弈后续科技板块业绩报，3月中旬到4月上旬以AI+、消费电子为代表的科技板块有望迎来二次上涨。 | 相对乐观 |
| 行业/风格 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 两会后交易主线或将重回科技，若逢高可择机止盈： <ul style="list-style-type: none"> ◆ 3月上旬偏大盘：从日历效应看，两会期间往往存在科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求现象，从配置角度来看，银行有配置价值，顺经济周期板块可逢高减持。市场博弈两会政策，以及指数有维稳诉求，但消费领域财政支出尚未显著超预期，仍需耐心观察政策效果，会后顺经济周期板块或呈冲高回落走势，银行板块则仍具配置价值。 ◆ 会后科技有望迎来二次上涨，可逢高止盈：在两会后，市场或重新聚焦科技主线，科技、小盘有望在3月中旬迎来二次上涨，建议关注AI+领域，机器人、计算机、电子、通信、传媒等板块。需要注意的是，科技板块的二次上涨稳定性相对弱于“春季躁动”，波动风险加大，后续也存在阶段性见顶的可能，可在3月末至4月上旬适度逢高止盈。 | AI+仍是主线 波动加大 |
| 配置策略 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 科技仍是A股主线，但适度止盈：总体来看，3月上旬科技或存调整压力，中下旬市场有望重新聚焦科技但二次上涨波动加大，可在3月末、4月初适度止盈。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。 | 适度逢高止盈权益 多资产配置 |

资产配置观点一览



| 大类资产配置观点 | | |
|----------|------|-----------|
| 资产类别 | 月度展望 | 中期展望（3个月） |
| A股 | 相对乐观 | 中性 |
| 港股 | 相对乐观 | 相对乐观 |
| 利率债 | 相对乐观 | 相对乐观 |
| 信用债 | 中性 | 中性 |
| 可转债 | 相对乐观 | 中性 |
| 美股 | 中性 | 中性 |
| 美债 | 相对谨慎 | 中性 |
| 美元 | 中性 | 中性 |
| 黄金 | 中性 | 相对乐观 |
| 原油 | 相对谨慎 | 中性 |
| 货币/存款 | 低配 | 低配 |

注：国际形势演变超预期，地缘风险；海外经济超预期变化；国内经济复苏不及预期，政策效果不及预期。

内容目录

- 01 市场回顾**
- 02 海外经济环境及政策影响**
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望**



大类资产表现回顾：东升西落



2025年2月大类资产表现特征回顾：

- 中国资产表现亮眼，恒生科技领涨；海外市场出现分化；债市小幅调整；原油价格回落，美元震荡。**
- A股整体上涨。**2月，在DeepSeek技术突破及AI+、自动驾驶、机器人等政策红利密集释放的驱动下，A股市场情绪回暖，整体上涨。
- 港股科技继续领涨。**2月17日，民营企业座谈会释放了国家扶持民营经济发展的积极信号；2月26日香港特区政府在年度财政预算案中提出多项支持科技发展的政策，港股科技继续上涨。
- 海外市场出现分化。**特朗普上台后关税政策密集发布且反复无常，同时美国通胀回落进程停滞，市场对经济陷入“滞胀”担忧加剧，美股回落。俄乌局势趋于缓和，欧股维持上涨。
- 黄金小幅走强。**特朗普2月关税政策密集发布且态度反复，不确定性支撑金价小幅走强。
- 石油价格回落。**俄乌冲突谈判取得进展，同时特朗普政府施压伊拉克库尔德地区恢复原油出口，油价大幅下跌。
- 债市小幅回落。**2月央行在公开市场的操作和政府债的大量发行导致资金面紧张，进而推动了短端利率的持续上行，并传导至长端。
- 美元指数震荡。**2月俄乌冲突和平解决的概率上升，美元指数震荡回落。

| 资产类别 | 区间涨跌幅 | | | |
|------|----------|---------|---------|-------|
| | 2025年2月 | 2025年1月 | 2025年以来 | |
| A股 | Wind全A | 4.74 | -2.32 | 12.55 |
| | 上证指数 | 2.16 | -3.02 | 11.63 |
| | 沪深300 | 1.91 | -2.99 | 13.38 |
| | 中证500 | 4.84 | -2.38 | 7.93 |
| | 中证1000 | 7.26 | -1.87 | 6.51 |
| | 创业板指 | 5.16 | -3.63 | 14.75 |
| 港股 | 恒生指数 | 13.43 | 0.82 | 34.57 |
| | 恒生中国企业指数 | 14.02 | 1.27 | 45.92 |
| | 恒生科技指数 | 17.88 | 5.72 | 47.92 |
| 海外股市 | 标普500 | -1.42 | 2.70 | 24.84 |
| | 纳斯达克指数 | -3.97 | 1.64 | 25.55 |
| | 德国DAX | 3.77 | 9.16 | 34.62 |
| | 日经225 | -6.11 | -0.81 | 11.03 |
| | 英国富时100 | 1.57 | 6.13 | 13.92 |
| | 法国CAC40 | 2.03 | 7.72 | 7.54 |
| 债券 | 中债总财富指数 | -0.76 | 0.36 | 7.18 |
| | 中债信用债指数 | -0.21 | 0.10 | 4.35 |
| | 中证转债指数 | 2.33 | 1.34 | 10.00 |
| 商品 | 南华商品指数 | -0.28 | 2.54 | 0.97 |
| | ICE布油 | -4.69 | 2.85 | -5.04 |
| | COMEX黄金 | 1.26 | 6.85 | 37.46 |
| 汇率 | 美元指数 | -0.88 | 0.03 | 6.10 |
| | 美元兑人民币 | 0.26 | -0.46 | 2.70 |

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年2月28日，单位：%

A股行业风格回顾：2月A股整体上涨



- **2025年2月市场整体上涨。**

2月，受到DeepSeek持续催化以及政策面利好频出的影响，A股市场情绪回暖，整体上涨。其中小盘成长领涨，成长、消费和周期风格涨幅居前。

- **行业方面，2025年2月涨多跌少，计算机、机械、电子、汽车等领涨。**

从具体行业来看，2月行业涨多跌少。在DeepSeek技术突破及AI+、自动驾驶、机器人等领域政策红利密集释放的驱动下，计算机、机械、电子、汽车、传媒板块领涨。偏向防守的高股息板块如煤炭、石油石化、交通运输、银行、有色下跌。

2月小盘成长领涨 (%)

■ 2025年以来涨跌幅 (%) ■ 2025年2月涨跌幅 (%)

小盘价值

小盘成长

中盘价值

中盘成长

大盘价值

大盘成长

国证价值

国证成长

-4

-2

0

2

4

6

8

2月稳定和消费跌幅居前 (%)

■ 2025年以来涨跌幅 (%) ■ 2025年2月涨跌幅 (%)

稳定

成长

消费

周期

金融

-6

-4

-2

0

2

4

6

8

10

-20.00

-15.00

-10.00

-5.00

0.00

5.00

10.00

15.00

20.00

2月计算机、机械、电子、汽车等领涨 (%)

■ 2025年以来涨跌幅 (%) ■ 2025年2月涨跌幅 (%)

机械

汽车

综...

电...

房...

医药

建筑

消...

商...

纺...

非...

家电

有...

交...

煤炭

-20.00

-15.00

-10.00

-5.00

0.00

5.00

10.00

15.00

20.00

内容目录

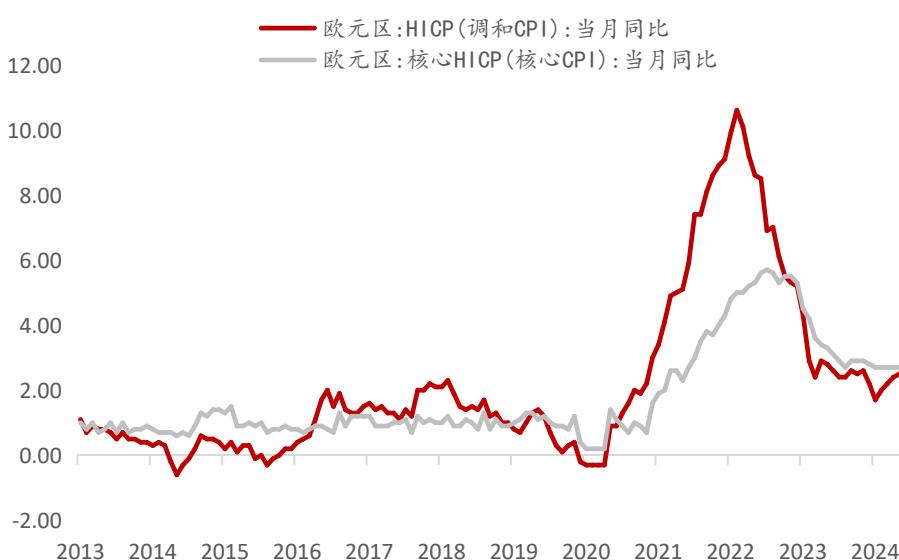
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



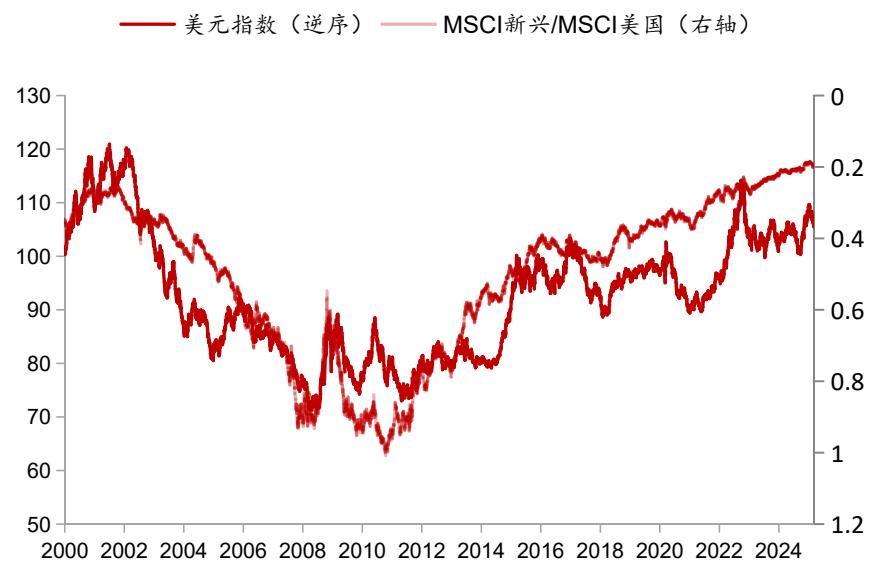
欧洲：俄乌冲突有望解决

- 2月欧洲通胀小幅回落，为欧央行再次降息铺路。**2月欧元区通胀率按年率计算为2.4%，低于1月的2.5%。同时核心通胀率从2.7%降至2.6%。这为欧洲央行进一步降息提供了“绿灯”。市场普遍预期欧洲央行3月将再次将存款利率降息25个基点至2.5%。3月4日，欧盟宣布实施8000亿欧元的“重新武装欧洲”计划，包括向成员国提供1500亿欧元贷款用于国防投资。随着利率逐步回落及财政支出发力，投资者对欧洲信心增强，欧元及相关资产自年初以来持续走强。
- 俄乌冲突有望解决。**3月4日乌克兰总统泽连斯基表示，他和乌方团队愿尽快开启谈判以实现持久和平。3月5日特朗普表示，乌克兰准备签署矿产协议。收到的强烈信号表明俄罗斯为停战做好了准备。这显示俄乌冲突的紧张局势有望在短期内得到进一步缓解，并最终实现和平解决。欧元有望在经济预期回暖和地缘政治局势缓解的支撑下进一步走强。相应地，美元则可能在短期内延续震荡，这将有利于非美资产的表现。

欧元区通胀小幅回落（%）



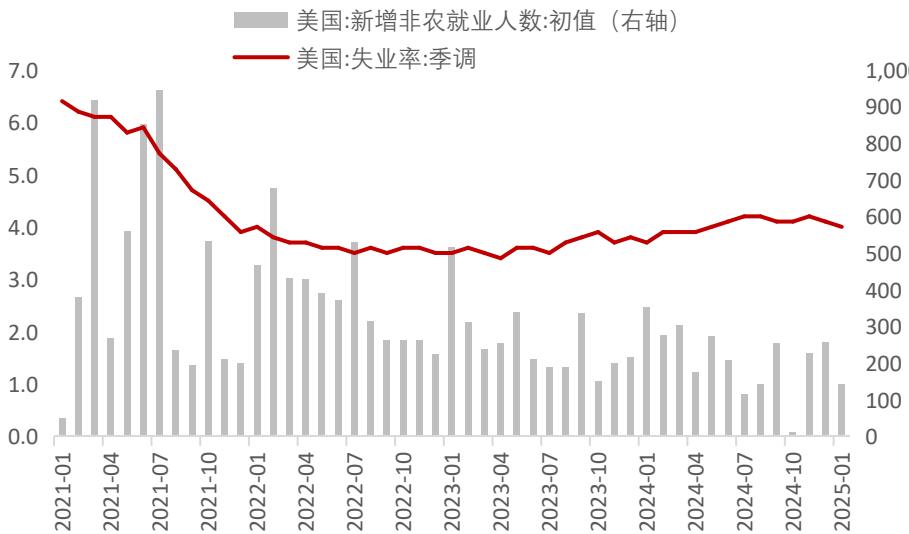
美元走弱利好于非美资产表现



美国：劳动力市场稳固，通胀继续反弹

- 美国劳动力稳固：**1月新增非农就业14.3万人，预期17.0万人，前值由25.6万人修正至30.7万人；1月失业率4.0%，预期4.1%，前值4.1%；平均时薪同比升4.1%，预期升3.8%，前值由升3.9%修正至升4.1%。具体来看，1月加州山火袭击洛杉矶和冬季风暴“布莱尔”导致服务业出行受阻并影响日常生活，因此服务业新增就业大幅回落，拖累新增就业表现。与此同时，失业率维持低位同时时薪同比上升显示美国劳动力市场仍然稳固。
- 美国通胀继续反弹：**1月美国CPI同比+3.0%，超出前值+2.9%以及市场预期+2.9%；核心CPI同比+3.3%，同样超出前值+3.2%以及市场预期+3.1%。1月美国CPI超预期反弹，主要因商品端受到二手车价格上涨的影响，以及服务端年初保险公司调价导致运输服务涨幅较大。随着特朗普政府对加拿大和墨西哥实质性加征进口关税，二手车价格可能会进一步上升，加大通胀回落的难度。

美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



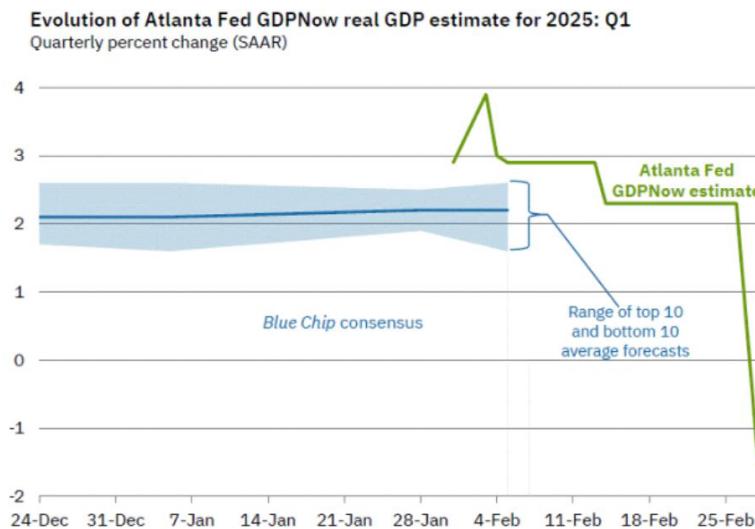
美国通胀继续反弹（%）



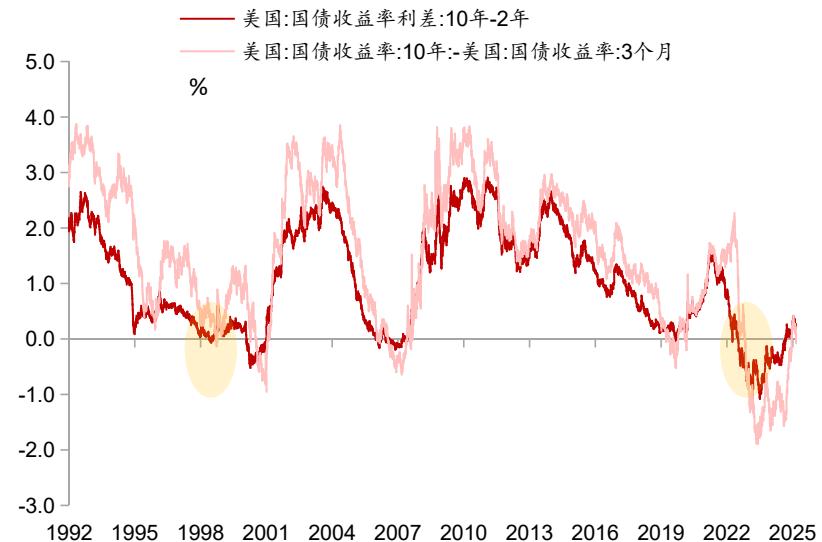
美国会陷入衰退吗？

- **美国一季度经济预测增速降低，主要受到关税政策和暂时性因素影响。**亚特兰大联储GDPNow模型3月1日下调对2025年Q1的预测（ $2.3\% \rightarrow 1.5\%$ ），这主要因美国关税不确定性（进口激增态势，拖累净出口增速）以及1月恶劣天气导致，并非由于经济内生动力不足。
- **收益率曲线倒挂的衰退预警并非绝对可靠。**近期10Y-3M美债再现倒挂引发衰退担忧，但1998与2022年倒挂后均未出现实质衰退。2月25日财长贝森特表态“10Y收益率应自然回落”触发月末债市情绪化交易，导致曲线倒挂再现，此现象更多反映市场交易博弈而非经济动能衰减。
- **2月美国消费者对未来5-10年的长期通胀率预期升至3.5%，主要因为民主党人预期大幅上升，创1995年4月以来的最高水平。**从内部结构来看，民主党人士的预期达到4.2%，而共和党人士的预期仅为1.5%。
- **近期美国市场的衰退交易主要受到关税政策、交易情绪、两党博弈和暂时性因素的影响，美国内生经济动能尚未出现明显下滑。**

亚特兰大联储 GDPNow 模型大幅下调对一季度的GDP预测增速



收益率曲线倒挂在预测衰退方面并非“百试百灵”



未来关税政策不确定性仍将高企



- 特朗普政府关税政策将继续呈现“高频试探-动态调整”特征。自特朗普上任一个多月来，先后对北美主要贸易伙伴（加/墨）、中国、传统盟友（欧盟）以及全球其他国家依次施压，聚焦基础金属（铜/铝/钢）及战略商品。这些关税政策发布频繁、覆盖范围广泛，且态度多变，预计未来政策的不确定性将保持在较高水平。

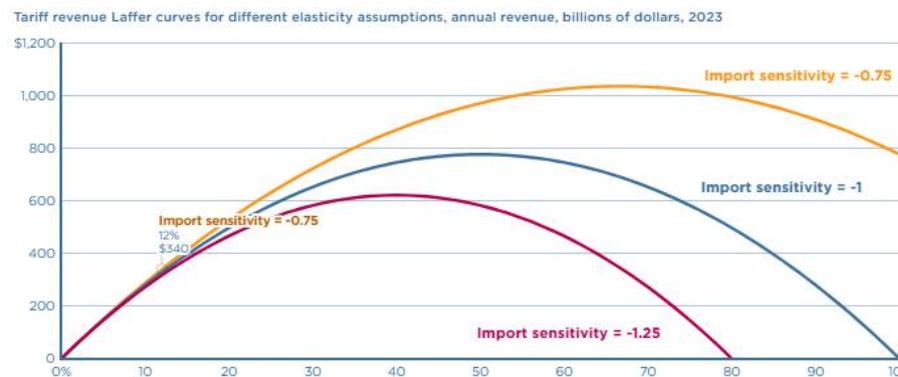
表：2月以来美国关税政策密集发布且出现反复

| 日期 | 国家/地区 | 类别 | 描述 |
|------------|------------|--------|---|
| 2025年1月20日 | 美国 | - | 白宫发布《美国优先贸易政策》的备忘录，概述了政府的贸易优先事项，要求各部门和机构在2025年4月1日前完成相关研究。 |
| 2025年2月1日 | 加拿大、中国、墨西哥 | 芬太尼和移民 | 特朗普宣布，将从2025年2月4日起对加拿大、墨西哥和中国征收关税，同步取消上述国家小额跨境包裹进口免税待遇。 |
| 2025年2月1日 | 加拿大 | 反制关税 | 加拿大宣布将针对美国实施两轮报复性关税，其中第一轮关税将在美国关税生效后立即启动。 |
| 2025年2月3日 | 墨西哥 | 暂停关税 | 暂停对墨西哥的关税。 |
| 2025年2月3日 | 加拿大 | 暂停关税 | 暂停对加拿大的关税。 |
| 2025年2月4日 | 中国 | 芬太尼和移民 | 美国对中国宣布的进口商品征收10%的关税，同时取消小额跨境包裹进口免税待遇。 |
| 2025年2月4日 | 中国 | 反制措施 | 中国商务部于美东时间2025年2月10日正式实施组合反制措施1) 对等加征战略性商品关税；2) 升级关键技术出口管制清单；3) 将美企纳入不可靠实体目录。4) 将对谷歌中国展开反垄断立案调查。 |
| 2025年2月5日 | 中国 | 芬太尼和移民 | 暂时恢复对中国的小额跨境包裹进口免税待遇（联邦公报通知）。 |
| 2025年2月10日 | 全球 | 钢铁和铝 | 对钢铁征收25%的进口关税，对铝征收25%的关税，自2025年3月12日起生效。 |
| 2025年2月13日 | 全球 | - | 白宫办公厅签发《互惠贸易与关税调整》总统备忘录，配套发布事实清单及政策声明：1) 界定非互惠贸易损害评估标准；2) 建立跨境关税动态平衡机制； |
| 2025年2月14日 | 全球 | | 特朗普签署行政命令，计划在调查后加征对等关税。 |
| 2025年2月21日 | 中国、全球 | - | 白宫发布《美国优先投资政策》总统备忘录及配套事实清单1) 对中国等特定战略竞争对手实施“制度性防火墙”审查机制；2) 北约成员国和其他贸易伙伴设立快速审查通道；3) 建立动态更新的敏感技术投资负面清单。 |
| 2025年2月21日 | 欧盟等 | 美国科技公司 | 白宫发布保护美国公司和创新者免受海外敲诈和不公平罚款和处罚备忘录，表达了对欧盟对美国数字公司的待遇的担忧，并要求贸易代表重新审查这些国家的数字服务税（DST）。 |
| 2025年2月25日 | 全球 | 铜 | 要求商务部根据1962年《贸易扩展法》调查铜进口是否对美国国家安全构成威胁。 |
| 2025年2月27日 | 加拿大、中国、墨西哥 | 芬太尼和移民 | 特朗普表示对墨西哥和加拿大25%的关税将在3月4日日期实施，同时对中国额外增加10%的关税。 |
| 2025年3月1日 | 全球 | 木材 | 要求商务部根据1962年《贸易扩展法》调查木材和 lumber 进口是否对美国国家安全构成威胁。 |

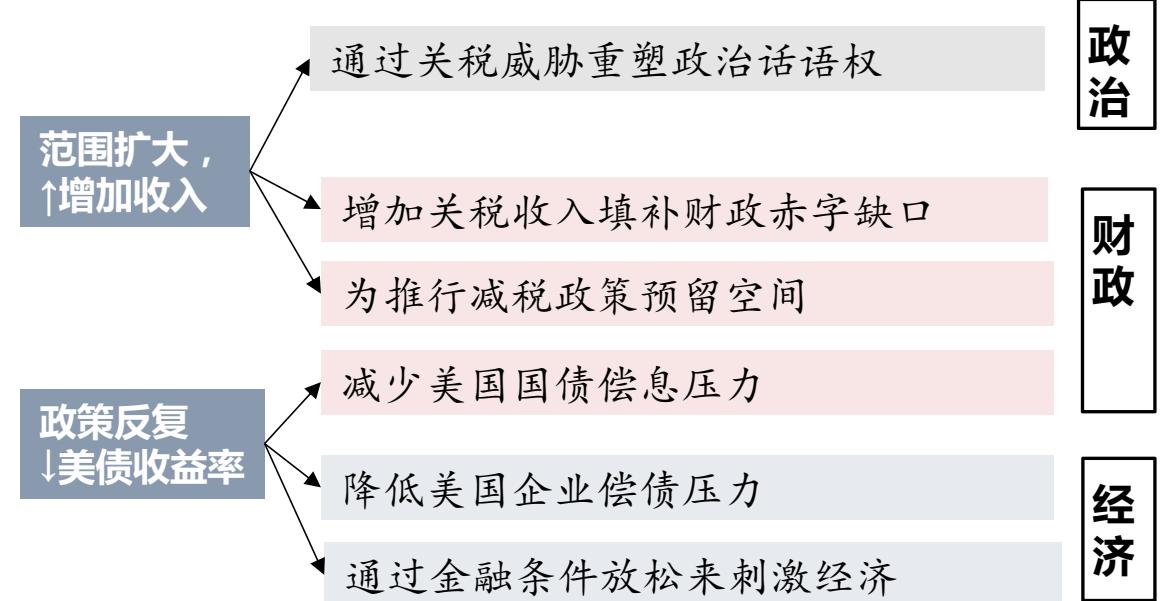
未来关税政策不确定性仍将高企

- 特朗普政府关税政策将继续呈现“高频试探-动态调整”特征。特朗普加征关税的动机可能在于：1、通过关税威胁重塑政治话语权。2、通过关税收入填补财政赤字缺口，为后续推行减税政策预留空间。3、制造经济前景波动以推动10年期国债收益率回落，从而减少美国国债偿息压力并通过金融条件放松来刺激经济。
- 根据美国彼得森国际经济研究所在去年发布的报告，若不考虑关税反制及美元升值影响，特朗普对全球征收10%、对中国征收60%的关税，将使政府财政收入每年增加2250亿美元，占2023年美国财政赤字的12.7%。若特朗普将关税税率提高到50%，关税收入最高可达7300亿美元，占2023年美国财政赤字的41%。
- 若经济出现超预期下滑，特朗普政府可能会暂时停止关税施压，延长《减税与就业法案》实施企业税减免来刺激经济复苏。2月25日，美国众议院通过了2025财年预算决议案（该法案包含了4.5万亿美元的减税计划），整个立法过程可能需要数月时间。

图：加征关税理论上可为美国带来7300亿美元的财政收入
(不考虑关税反制措施以及美元升值)

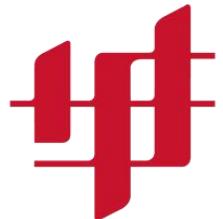


图：特朗普关税政策潜在的动机分析



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望

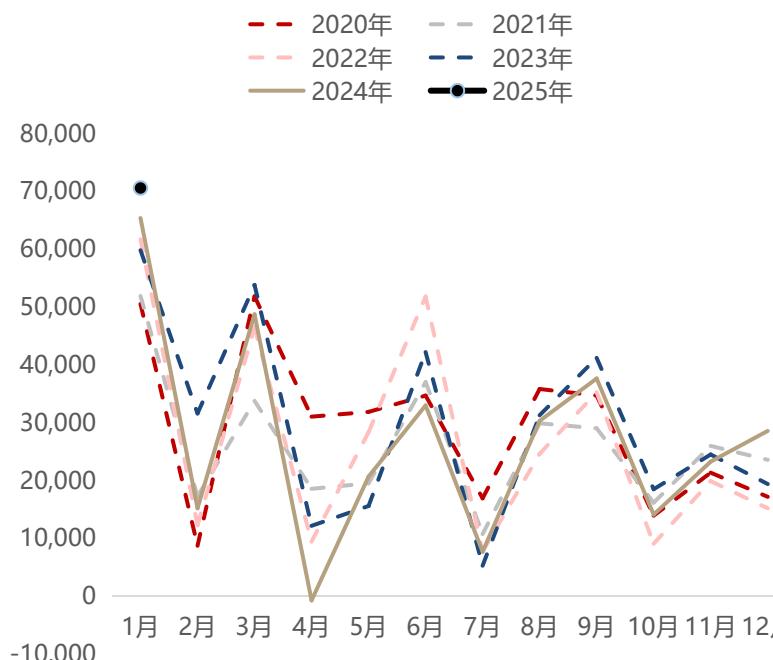


金融数据：企业融资改善，但信贷持续性仍待观察

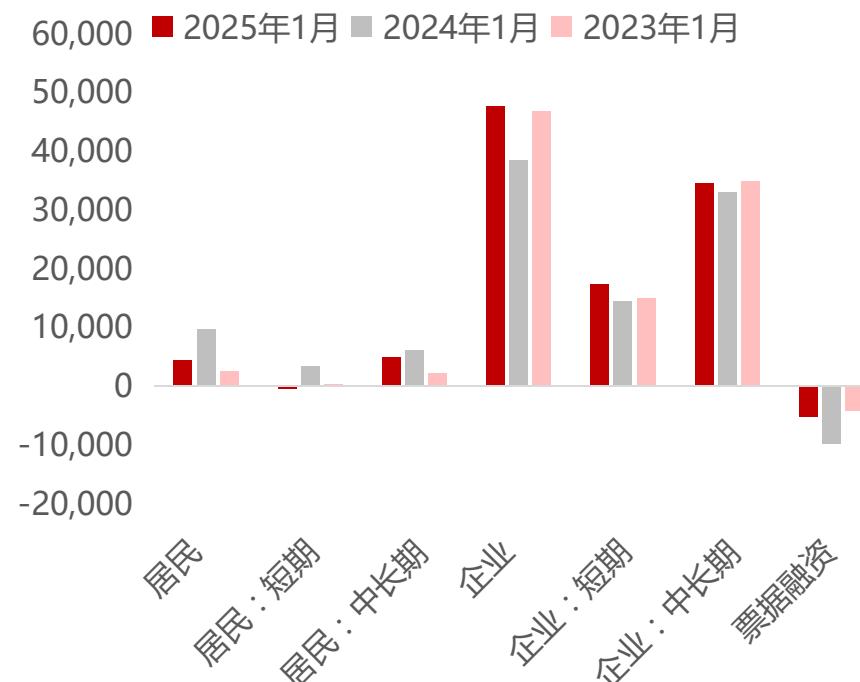


- **1月社融、信贷数据强于往年同期。M1、M2均较前值回落**，受M1统计口径修改影响，纳入了个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，后续M1整体波动性或将进一步降低，且针对企业现金流状况的指示意义有所弱化。
- **1月社融、信贷走强，持续性及资金流向仍待观察**。1月社融同比8.0%，持平前值，当月增量高于往年同期水平，主因新增人民币贷款多增。新增人民币贷款分项中，企业贷款强于往年同期，一改2024年10月以来明显低于往年同期水平的局面，但居民信贷改善放缓，且从资金流向来看，居民存款大幅多增，非金融企业存款减少，或意味着企业信贷主要以薪资的形式流向居民存款，而非企业投资、扩产（企业存款增加）。因此，后续信贷扩张的持续性以及资金流向仍待观察。

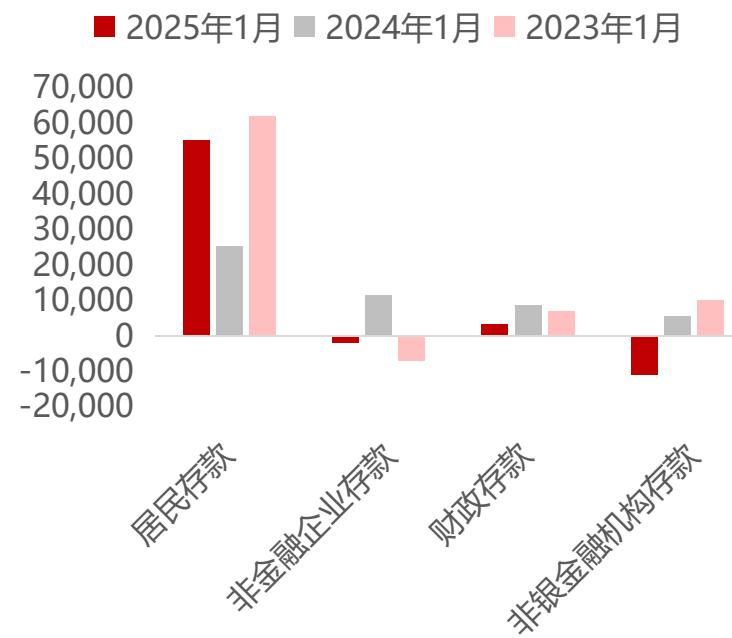
社融增量高于往年同期（亿元）



社融分项：政府债发行量明显提升（亿元）



新增贷款：居民信贷小幅改善，企业信贷需求明显较弱（亿元）

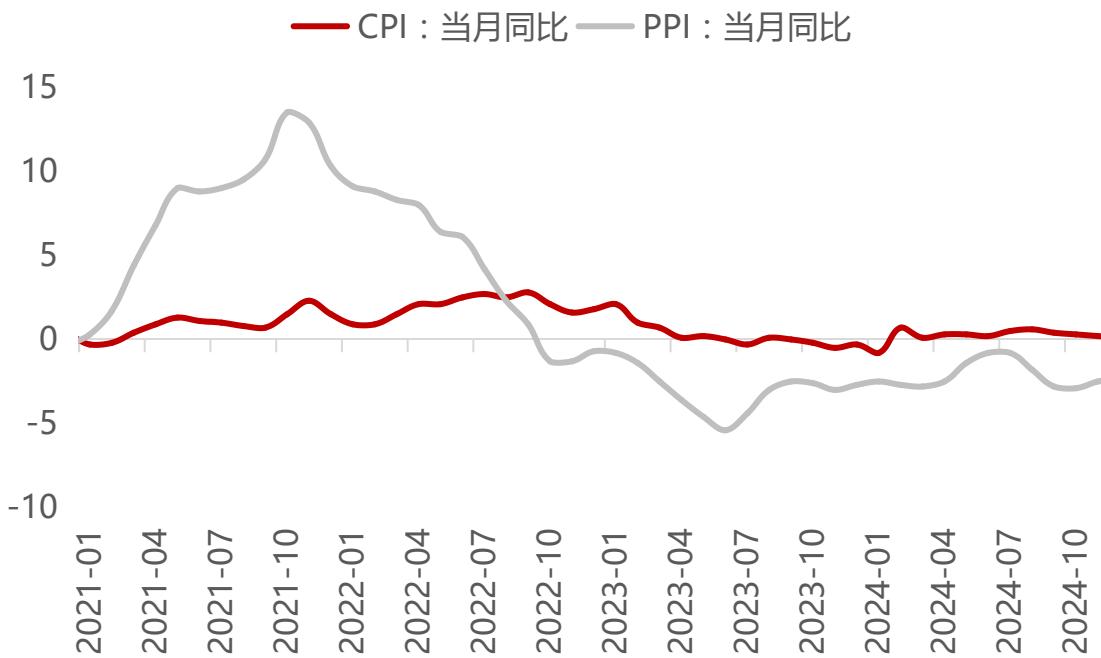


通胀前景：CPI弱于季节性，2月有较大幅下行压力

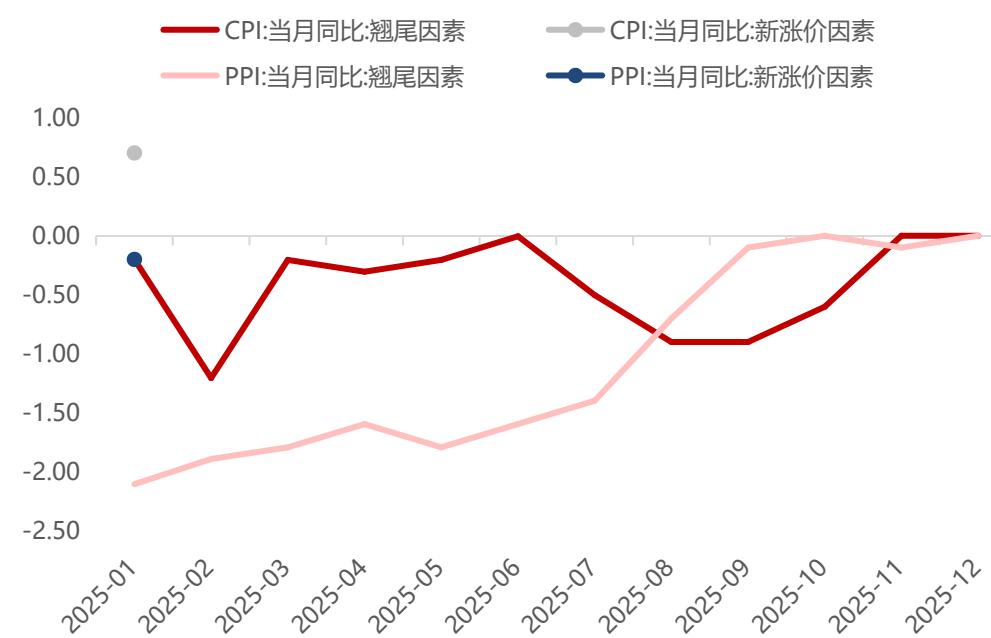


- **1月CPI明显弱于季节性。**1月CPI同比回升至0.5%，环比升至0.7%，但从季节性看，过去10年春节月份CPI环比均值为1.1%，此次CPI回升幅度弱于季节性。PPI同比2.3%，持平前值，环比-0.2%较前值走低，总体来看延续偏弱运行态势。
- **翘尾因素偏弱，2月CPI或有大幅下行压力。**从翘尾因素看，全年CPI、PPI均为负贡献，上半年PPI仍将保持在较低水平，2月CPI同比或有大幅下行压力。

CPI回落，PPI低位回升（%）



CPI、PPI新涨价因素偏弱，PPI修复主因翘尾因素（%）

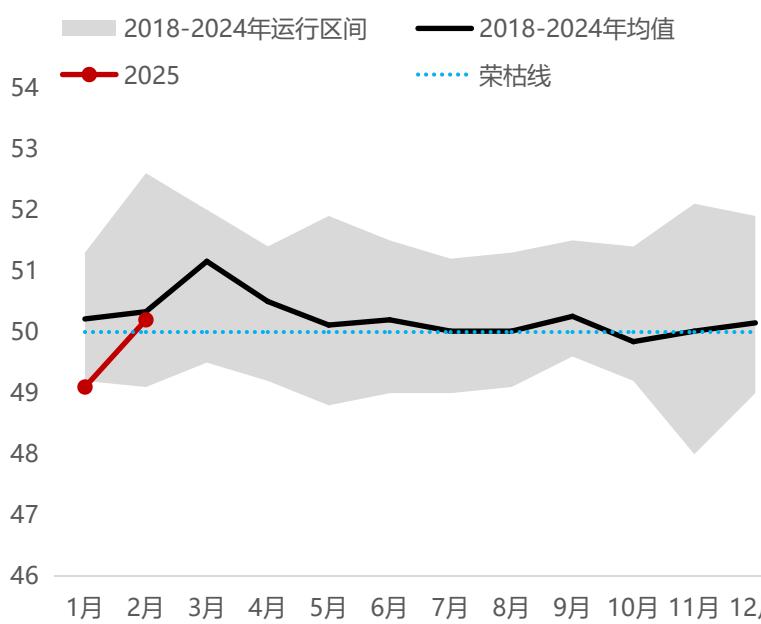


PMI：制造业、非制造业景气度季节性回升

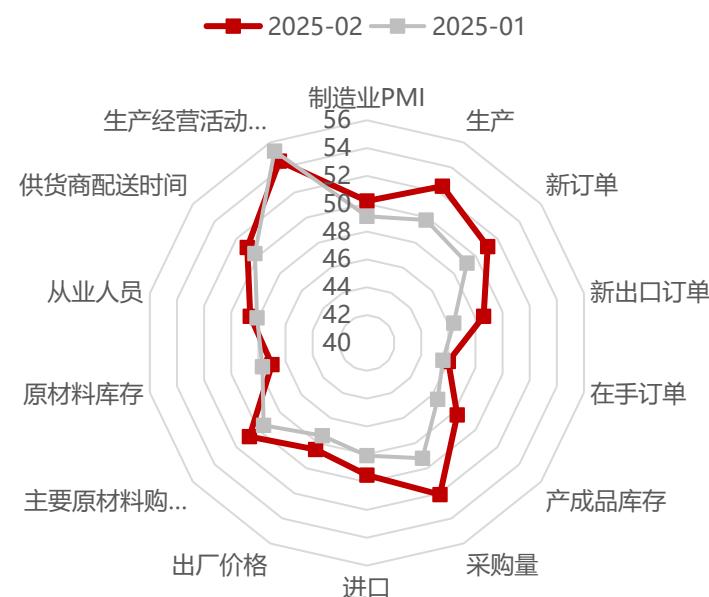


- 2月制造业、非制造业景气度回升，略弱于季节性但好于预期。**2月制造业PMI回升至50.2（前值49.1，预期50），较前值回升1.1，2018年以来，剔除疫情影响年份，春节所在月的次月平均回升幅度为1.5，制造业经济度回升略弱于季节性但好于预期。非制造业PMI回升至50.4（前值50.2，预期50.2），其中服务业PMI降至50（前值50.3），同样弱于季节性但好于预期。
- 生产、订单、就业分项季节性回升，但不同规模企业景气度显著分化。**2月制造业PMI分项中，生产、新订单、从业人员等均季节性回升。但不同规模企业景气度显著分化，大型企业景气度大幅扩张，中小型企业景气度进一步回落，或反映出当前政策发力以及政策环境变化对大型企业效果更显著，而中小型企业仍待改善。

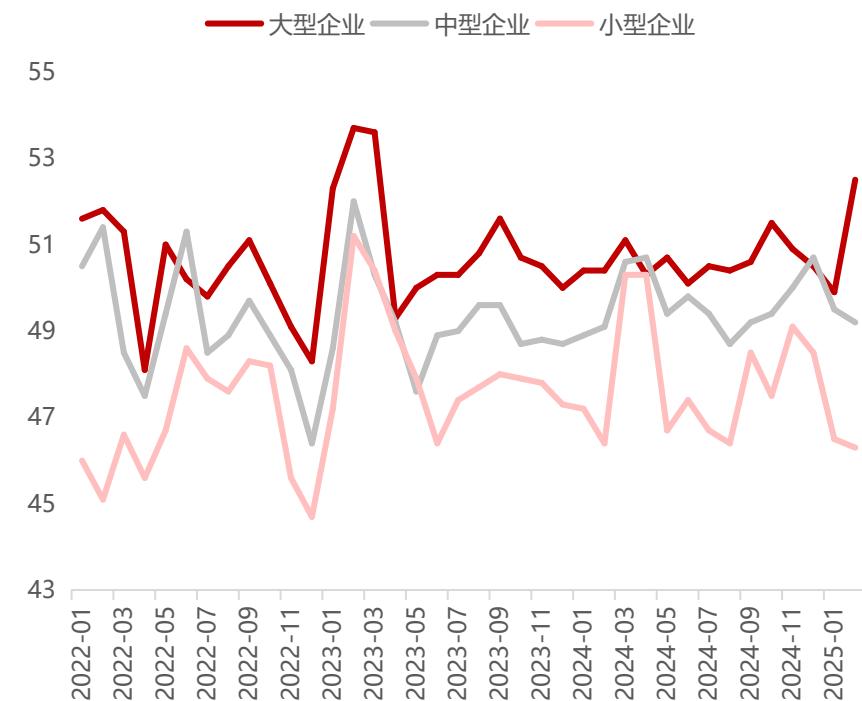
制造业PMI回升



生产、订单、采购量普遍回升



不同规模企业景气度分化



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

两会政府工作报告：财政支出强度加大，并预留后手

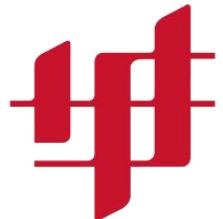


- 财政支出强度明显加大，货币政策适度宽松：**赤字率提升至4%，地方专项债较去年多5000亿元，并发行1.8万亿元特别国债，今年合计新增政府债务总规模比上年增加2.9万亿元。货币政策适度宽松，将适时降准降息。
- 内需再回首位，重点提及消费、就业、创新、改革开放，应对外部风险预留后手。**主要工作任务重扩大内需重回首位，且此次报告提及消费、就业、创新、改革等关键词频率较高。考虑到特别国债发行规模略弱于市场预期，或主要考虑到应对外部风险预留后手，若外部扰动增加，有望追加财政支出用于消费、民生以及支持科技创新、加大投资等。

| 政府工作报告要点对比 | | | | |
|------------|---------|---|--|--|
| | 2025年 | 2025年预期值 | 2024年 | |
| 主要经济目标 | GDP | 5%左右 | 5%左右 | 5%左右 |
| | CPI | 2%左右 | 2%左右 | 3%左右 |
| | 城镇新增就业 | 1200万人以上 | 1200万人以上 | 1200万人以上 |
| | 失业率 | 5.5%左右 | 5.5%左右 | 5.5%左右 |
| 财政政策 | 整体工作 | 实施更加积极的财政政策。 | | 积极的财政政策要适度加力、提质增效 |
| | 财政赤字率 | 4% (约5.66万亿) | 4% | 3% (4.06万亿) |
| | 特别国债 | 1.8万亿特别国债 (3000亿消费品以旧换新, 5000亿国有大型商业银行补充资本) | 3万亿特别国债 (3000亿消费品以旧换新, 10000亿国有大型商业银行补充资本) | 1万亿特别国债 |
| | 地方专项债 | 4.4万亿 | 4.4万亿 | 3.9万亿元 |
| 货币政策 | 整体工作 | 实施适度宽松的货币政策。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。推动社会综合融资成本下降。 | | 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。 |
| | M2和社融增速 | 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。 | | 社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 |
| 主要任务 | | 1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 2、因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系 3、深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能 4、推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用 5、扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资 6、有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线 7、着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴 8、推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局 9、协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型 10、加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能 | | 1、大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力 2、深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑 3、着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环 4、坚定不移深化改革，增强发展内生动力 5、扩大高水平对外开放，促进互利共赢 6、更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险 7、坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴 8、推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局 9、加强生态文明建设，推进绿色低碳发展 10、切实保障和改善民生，加强和创新社会治理 |

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



A股交易结构：轮动速度继续上升，行业间收益差提升



2025年2月，A股走势与行业轮动速度继续上升，行业间收益差维持低位。

- ✓ 行业轮动：2月行业轮动速度继续上升，市场交易热情提升。
- ✓ 行业收益分布差：2月A股整体上涨，行业间收益差异有所提升。
- ✓ 行业拥挤度：2月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：电力设备、汽车、计算机、通信等方向。

行业轮动速度上升至高位



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异提升



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

| | 行业拥挤度（近三年） | 月度分位数变化 |
|------|------------|---------|
| 纺织服饰 | 0.16 | -57.9% |
| 环保 | 0.08 | -52.1% |
| 社会服务 | 0.35 | -48.7% |
| 轻工制造 | 0.13 | -44.9% |
| 美容护理 | 0.00 | -40.2% |
| 交通运输 | 0.00 | -30.8% |
| 公用事业 | 0.00 | -29.1% |
| 国防军工 | 0.08 | -28.8% |
| 商贸零售 | 0.71 | -28.4% |
| 房地产 | 0.00 | -26.3% |
| 非银金融 | 0.32 | -25.6% |
| 银行 | 0.09 | -24.5% |
| 建筑装饰 | 0.18 | -20.7% |
| 煤炭 | 0.07 | -20.6% |
| 综合 | 0.26 | -19.7% |
| 基础化工 | 0.12 | -9.4% |
| 农林牧渔 | 0.00 | -7.8% |
| 石油化工 | 0.00 | -6.9% |
| 食品饮料 | 0.00 | -5.5% |
| 传媒 | 0.76 | -3.8% |
| 建筑材料 | 0.01 | -3.0% |
| 机械设备 | 1.00 | -0.4% |
| 家用电器 | 0.97 | 0.3% |
| 医药生物 | 0.01 | 1.1% |
| 有色金属 | 0.02 | 1.5% |
| 钢铁 | 0.43 | 2.4% |
| 电子 | 0.93 | 7.5% |
| 通信 | 0.97 | 8.8% |
| 计算机 | 0.99 | 11.2% |
| 汽车 | 0.74 | 12.4% |
| 电力设备 | 0.34 | 16.8% |

市场风险偏好：回暖

- 上证红利股债性价比维持稳定：**2月国债收益率小幅回升，上证红利股息率 - 十年期国债收益率维持平稳，为5.01（前值5.01），超过3年滚动均值水平（4.37），上证红利的股债性价比维持平稳。
- A股风险溢价率回落，市场风险偏好回暖：**截至2月28日，万得全A风险溢价率为3.56（前值3.90），目前回落至5年滚动正一倍标准差以下的水平（3.65），市场整体风险偏好回暖。

上证红利股债性价比快速攀升



风险溢价率回落

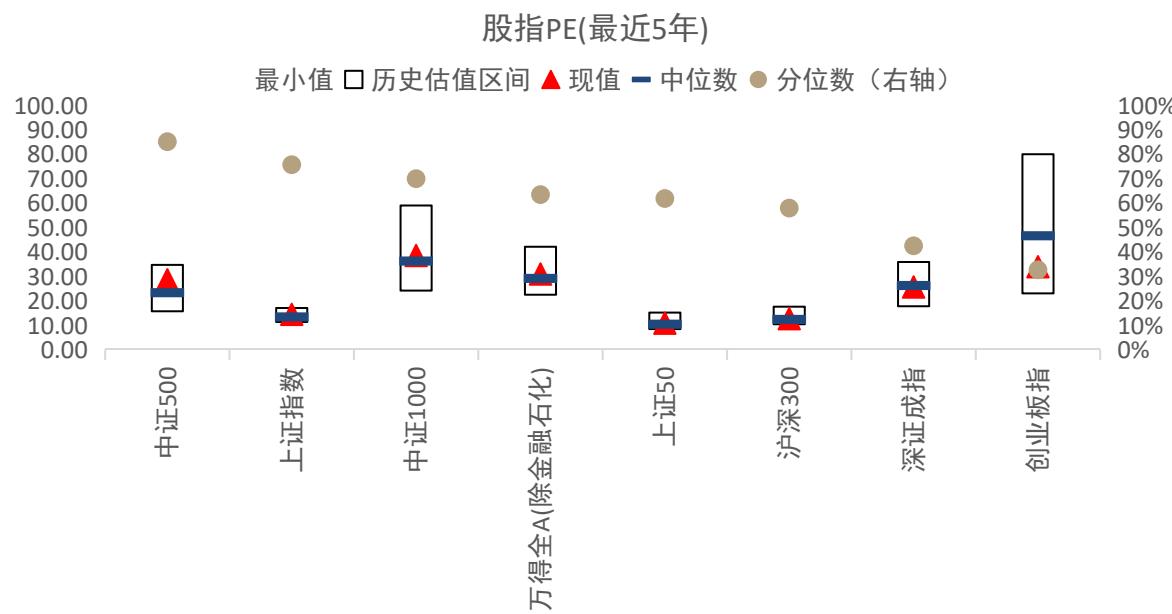


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：

- 2025年2月，跟踪的8个股指中，估值均有所上升，其中，**中证500、上证指数**处于至3/4以上区间，**创业板指、深证成指**处于**中位数以下区间**，**上证50、万得全A（除金融、石油石化）、沪深300、中证1000**处于**中位数区间以上**。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



| | 上月涨跌幅 (%) | 2025年涨跌幅 (%) | PE | 百分位 |
|----------------|-----------|--------------|-------|-------|
| 创业板指 | 5.16 | 1.34 | 33.54 | 32.18 |
| 深证成指 | 4.48 | 1.89 | 25.36 | 40.43 |
| 万得全A(除金融、石油石化) | 5.57 | 3.17 | 30.71 | 62.87 |
| 沪深300 | 1.91 | -1.14 | 12.55 | 58.17 |
| 中证500 | 4.84 | 2.34 | 28.31 | 84.41 |
| 中证1000 | 7.26 | 5.25 | 38.31 | 69.80 |
| 上证指数 | 2.16 | -0.92 | 14.33 | 76.16 |
| 上证50 | 2.14 | -1.71 | 10.75 | 63.04 |

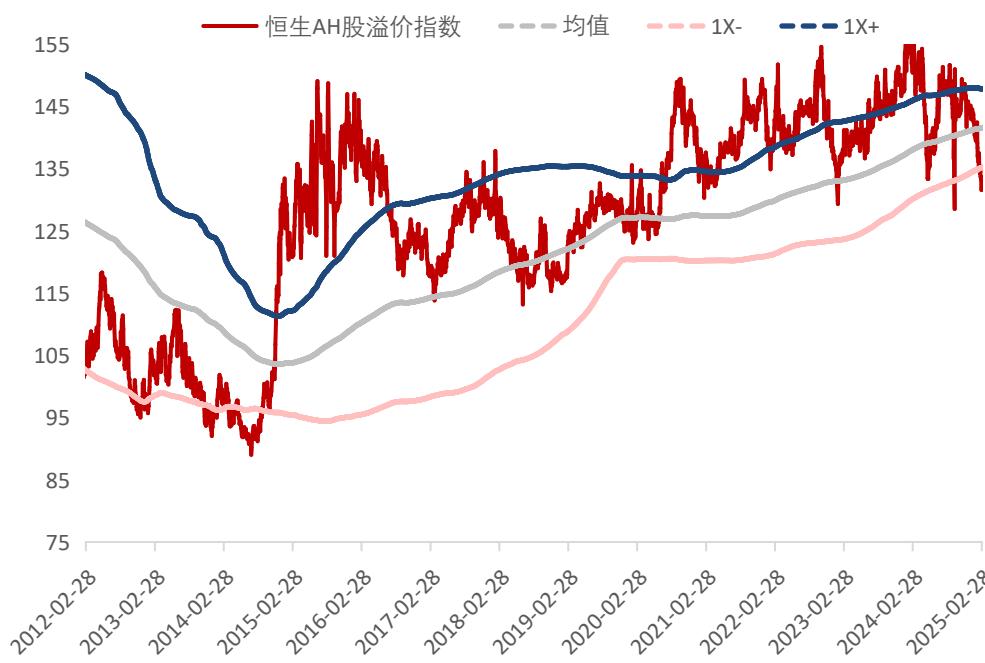
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/2/28

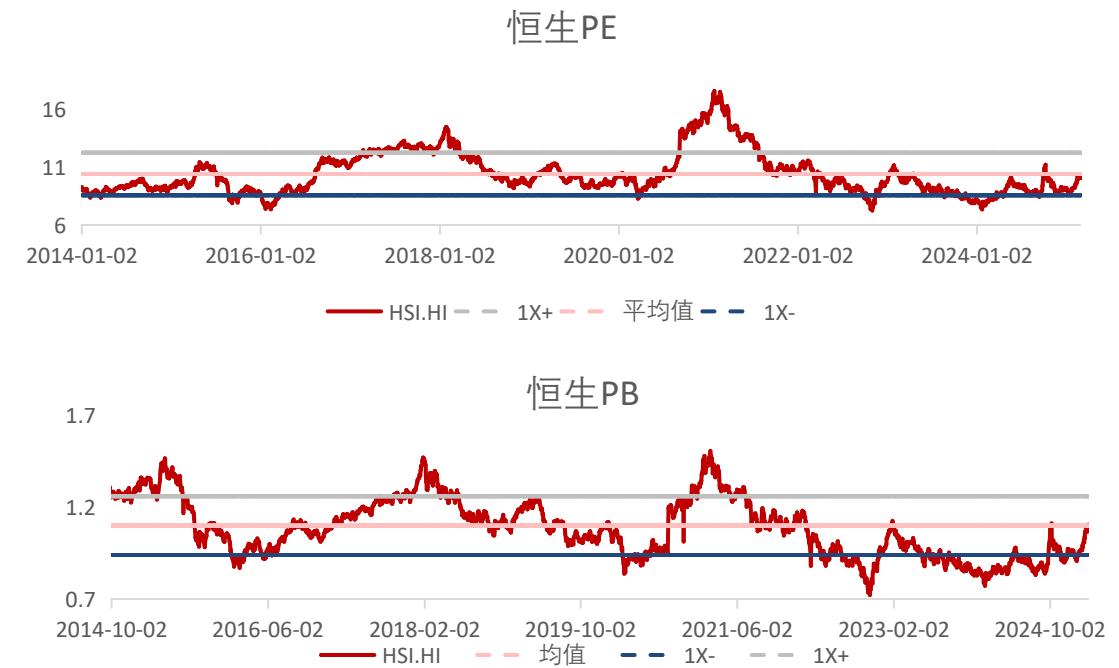
港股：AH股溢价率收敛，估值修复

- **2月AH股溢价率快速回落：**
- 2月17日，民营企业座谈会释放了国家扶持民营经济发展的积极信号。恒生指数中大型科网公司权重占比比较高，受益于AI应用场景加速商业化以及数字经济发展政策红利集中释放，港股涨幅高于A股，AH溢价快速收敛，相比于前值141.31而回落至133.62，港股配置性价比有所降低。
- **港股估值抬升，处于均值水平附近：**
- 2月港股延续上涨势头，估值显著抬升，整体位于历史均值附近的位置，结合AH股溢价率来看，配置性价比有所降低，但估值仍在合理区间。

AH股溢价率快速回落



恒生PE

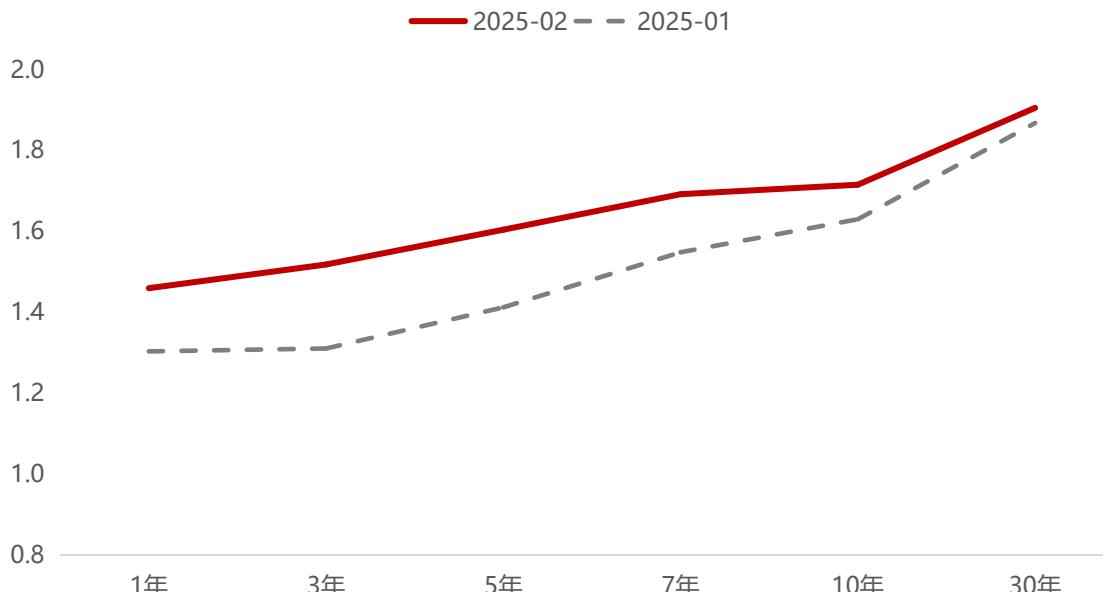


债市回顾：央行保持流动性紧平衡，债市调整

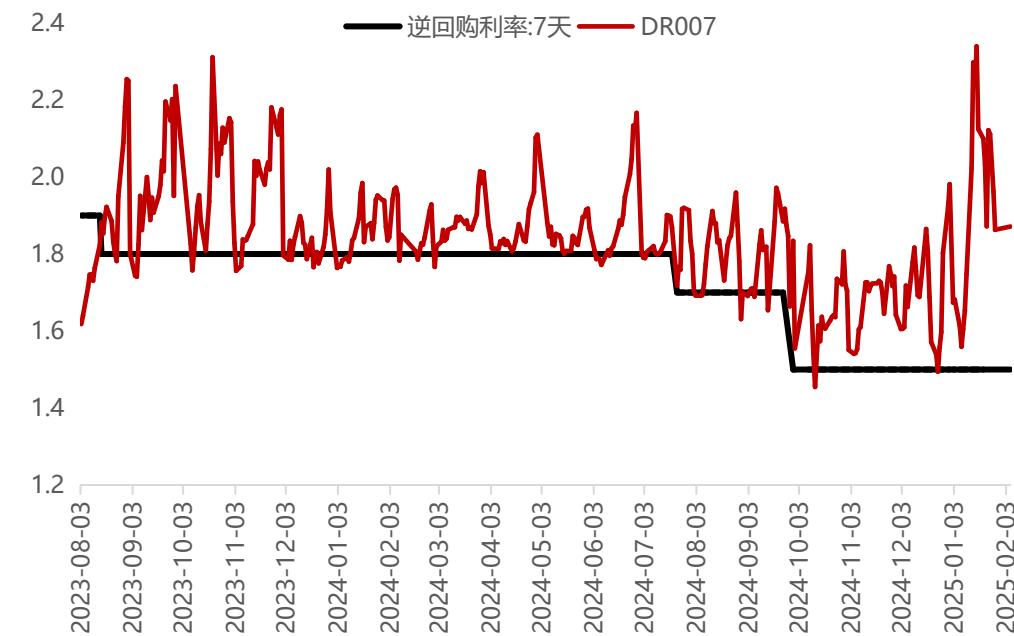


- 央行保持流动性紧平衡，资金面偏紧：**春节后央行仍然保持资金面紧平衡，总体回收市场流动性，资金面持续偏紧，叠加权益市场持续上涨，债市赎回压力有所上升，形成一轮调整。
- 资金面收紧，利率曲线熊平：**资金面偏紧对短端影响更为明显，短端收益率上行较多，且随着资金面偏紧持续时间较长，压力逐渐传导至长端，2月国债收益率曲线呈熊平走势。若资金面阶段性缓解，则短端的修复空间更大。
- 两会后资金面或迎来缓和窗口：**两会后宏观政策发力或需央行流动性支持，预计资金面偏紧的状况有望缓解，且从日历效应看，2020年以来，3月份，尤其是两会后，收益率震荡回落的概率较高，3月债市有望迎来阶段性修复窗口。不过考虑到央行对资金面管控的态度较难预测，短期内债券收益率下行空间相对有限，或偏震荡。

国债收益率曲线平坦化 (%)



跨年资金利率上升 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 月度观点 |
|------|---|-------------|
| 港股 | <p>港股仍有修复空间</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 近期市场对美国经济不确定性担忧上升，美股偏弱，美联储降息预期升温，利好港股。 ➤ 民营企业政策迎来新变化，尤其是对互联网平台企业政策影响由负面转向正面。 ➤ 近期南下资金踊跃增持港股，推动港股大幅上行，尽管上行空间收窄，但对港股仍形成支撑。 ➤ 配置性价比有所下降，但短期仍有望偏强运行，观点维持相对乐观。 | 相对乐观 |
| 美股 | <p>美股或维持震荡</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 历史上来看，过去30年美股超过20%的回调多与美国陷入实质性经济衰退相关。鉴于就业市场韧性和消费支出稳健，美国经济实现软着陆的概率仍占主导地位。若后续美国公布经济数据维持强劲，将会支撑美股。 ➤ 特朗普政府推行的关税政策存在显著的二次通胀风险，加之其政策框架的高度不确定性可能加剧市场波动。 ➤ 我们维持对美股市场整体中性展望的判断。 | 中性 |
| 美债 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 美债收益率在2月下旬快速回落，主要受到美国财长贝森特表态以及美国衰退预期升温的影响。 ➤ 美国衰退预期主要受到特朗普政策不确定性和部分暂时性因素的拖累，后续若发布的美国经济数据维持强劲，衰退逻辑可能被证伪。 ➤ 美国通胀处于高位，限制了美联储的降息空间。 ➤ 因此美债收益率3月进一步下行的空间有限，整体易涨难跌。 | 相对谨慎 |
| 美元 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 俄乌冲突的紧张局势有望在短期内得到进一步缓解，并最终实现和平解决。欧元有望在经济预期回暖和地缘政治局势缓解的支撑下进一步走强。 ➤ 特朗普发布的政策较为反复，不确定性将对美元有所支撑。 ➤ 美元后续或延续震荡。 | 中性 |

| 资产类别 | 核心逻辑观点 | | | | | 月度观点 |
|------|--------|---|-------------|--|--|------|
| 债券 | 利率债 | <p>两会后资金或边际改善，债市有望阶段性修复</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 外部关税扰动上升，国内政策提振通胀效果有待观察，债市进一步走弱的风险相对较低。 ➤ 两会后或需央行配合宏观政策发力，资金面压力有望改善，缓和债市走弱压力，从季节性看，若两会未有明显超预期的消费刺激政策，债市收益率3月下旬概率提升。 ➤ 央行对资金面的调控较难预测，利率下行空间尚未打开，短端修复空间更大但不确定性偏高。 ➤ 3月债市有望小幅回暖，长端仍可坚定持有，观点相对乐观。 | 相对乐观 | | | |
| | 信用债 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 2月资金面收紧对短端信用债形成一定压力，调整过后性价比有所提升。 ➤ 3月资金面有望边际放缓，但央行对市场的调控不确定性仍然偏高。 ➤ 短期偏震荡，短端性价比回升，总体观点维持中性。 | | | | |
| | 可转债 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 由于权益市场总体表现较好，带动可转债走强。 ➤ 仍建议以科技方向为主，3月上旬仍可逢低布局。 ➤ 权益市场有望延续良好表现，观点相对乐观。 | | | | |
| 商品 | 黄金 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 展望未来，特朗普政策框架反复导致全球不确定性上升，黄金的储备、投资、对冲汇率风险的价值仍然较强，慢牛趋势尚未改变。 ➤ 俄乌冲突的缓解削弱了黄金的避险需求，同时黄金价格在持续上涨后积累了大量获利盘，因此黄金短期或以震荡为主。 ➤ 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。 | 中性 | | | |
| | 原油 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 俄乌冲突的紧张局势有望在短期内得到进一步缓解，并最终实现和平解决。后续美国可能放松对俄制裁，俄罗斯原油可能加速回归国际市场，供应增加将限制原油价格的上涨空间。 ➤ 原油价格或将延续弱势。 | | | | |

| 资产类别 | 核心逻辑观点 | 配置建议 |
|-------|--|-------------------|
| A股大盘 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ “两会行情”后科技股有望迎来二次上涨： <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力带来的修复脉冲边际减弱，关税扰动提升，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：A股成交额近期回升至偏高水平，处于情绪积极阶段； ◆ 政策面：两会政策或基本延续中央经济工作会议基调，仍待关税扰动后的“政策后手”； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动，市场波动加大。 ➤ “两会行情”风格切向大盘，会后科技有望二次上涨：A股“春季躁动”后或将转入“两会行情”，3月上旬稳定风格占优，科技板块或将有所调整，但仅银行具备配置价值。考虑到两会尚无明显超预期政策，在“后手”增量政策出台前，通胀偏低的环境难有明显改善，市场大概率重新聚焦科技板块，叠加博弈后续科技板块业绩报，3月中旬到4月上旬以AI+、消费电子为代表的科技板块有望迎来二次上涨。 | 相对乐观 |
| 行业/风格 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 两会后交易主线或将重回科技，若逢高可择机止盈： <ul style="list-style-type: none"> ◆ 3月上旬偏大盘：从日历效应看，两会期间往往存在科技、小盘获利了结，红利、大盘指数稳指数诉求现象，从配置角度来看，银行有配置价值，顺经济周期板块可逢高减持。市场博弈两会政策，以及指数有维稳诉求，但消费领域财政支出尚未显著超预期，仍需耐心观察政策效果，会后顺经济周期板块或呈冲高回落走势，银行板块则仍具配置价值。 ◆ 会后科技有望迎来二次上涨，可逢高止盈：在两会后，市场或重新聚焦科技主线，科技、小盘有望在3月中旬迎来二次上涨，建议关注AI+领域，机器人、计算机、电子、通信、传媒等板块。需要注意的是，科技板块的二次上涨稳定性相对弱于“春季躁动”，波动风险加大，后续也存在阶段性见顶的可能，可在3月末至4月上旬适度逢高止盈。 | AI+仍是主线 波动加大 |
| 配置策略 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 科技仍是A股主线，但适度止盈：总体来看，3月上旬科技或存调整压力，中下旬市场有望重新聚焦科技但二次上涨波动加大，可在3月末、4月初适度止盈。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。 | 适度逢高止盈权益 多资产配置 |

风险提示



- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 欧洲经济衰退风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

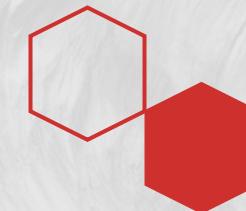
- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢 !

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES