

宏观和大类资产配置周报

2025年财政支出力度有望明显加大

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**据海关统计，2025年前2个月，我国货物贸易进出口总值6.54万亿元，同比下降1.20%。其中，出口3.88万亿元，规模创历史同期新高，同比增长3.40%；进口2.66万亿元，同比下降7.30%。（万得）
- **要闻：**十四届全国人大三次会议在京开幕，国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.4万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深300指数上涨1.39%，沪深300股指期货上涨1.16%；焦煤期货本周下跌1.42%，铁矿石主力合约本周下跌3.43%；余额宝7天年化收益率下跌2BP至1.33%；十年国债收益率上行9BP至1.80%，活跃十年国债期货本周下跌0.44%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**3月5日，十四届全国人大三次会议开幕会在北京人民大会堂举行。国务院总理李强作政府工作报告。（下文简称“报告”）。在扩大内需方面，报告提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。促消费层面，报告要求，“经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费”，要“以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级”；并“安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新”。着眼2024年限额以上社零结构，粮油食品、家电及通讯器材是当年出口同比增速的主要支撑；而受到2023年较高基数的影响，汽车消费对当年社零同比增速的贡献较为有限。我们认为，汽车、地产下游相关消费仍将是年内促消费的重要抓手。首先，随着消费品“以旧换新”政策的持续推进，年内汽车、家电销售有望持续改善，对年内社零增速形成支撑。其次，报告再次提及股市、楼市，地产销售回暖或对下游家具、家装等消费有所带动；此外，房价趋稳有望形成“正财富”效应，从而带动居民消费意愿。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

- 《2025年1-2月进出口数据点评》20250307
- 《科技产业蓄势上行》20250306
- 《正视困难、坚定信心》20250305

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.3.8）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注2025年政府工作报告表述	不变
三个月内	= 关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	= 欧美经济前景仍有较大不确定性	不变
大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 关注“增量”政策落实情况	超配
债券	- “股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	- 收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	= 关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
本周 A 股指数表现较好	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：本周 A 股市场表现较好	9
债券：十年国债收益率小幅上行	10
大宗商品：本周商品期货指数下跌 1.03%	11
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方	12
外汇：人民币兑美元中间价本周下行	12
港股：本周仅能源业微幅下跌	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点 (2025.3.8) 1

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议 4

图表 2. 大类资产收益率横向比较 4

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %) 5

图表 4. 原材料产品高频指标周度表现 7

图表 5. 建材社会库存周度表现 7

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现 7

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现 7

图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动 7

图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现 8

图表 10. 汽车消费周同比增速表现 8

图表 11. 汽车周消费规模表现 8

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅 9

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势 10

图表 14. 信用利差和期限利差 10

图表 15. 央行公开市场操作净投放 10

图表 16. 7 天资金拆借利率 10

图表 17. 大宗商品本周表现 11

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (单位: %) 11

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势 12

图表 20. 理财产品收益率曲线 12

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动 12

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势 12

图表 23. 恒指走势 13

图表 24. 陆港通资金流动情况 13

图表 25. 港股行业涨跌幅 13

图表 26. 港股估值变化 13

图表 27. 本期观点 (2025.3.8) 15

一周概览

本周 A 股指数表现较好

本周沪深 300 指数上涨 1.39%，沪深 300 股指期货上涨 1.16%；焦煤期货本周下跌 1.42%，铁矿石主力合约本周下跌 3.43%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.33%；十年国债收益率上行 9BP 至 1.80%，活跃十年国债期货本周下跌 0.44%。

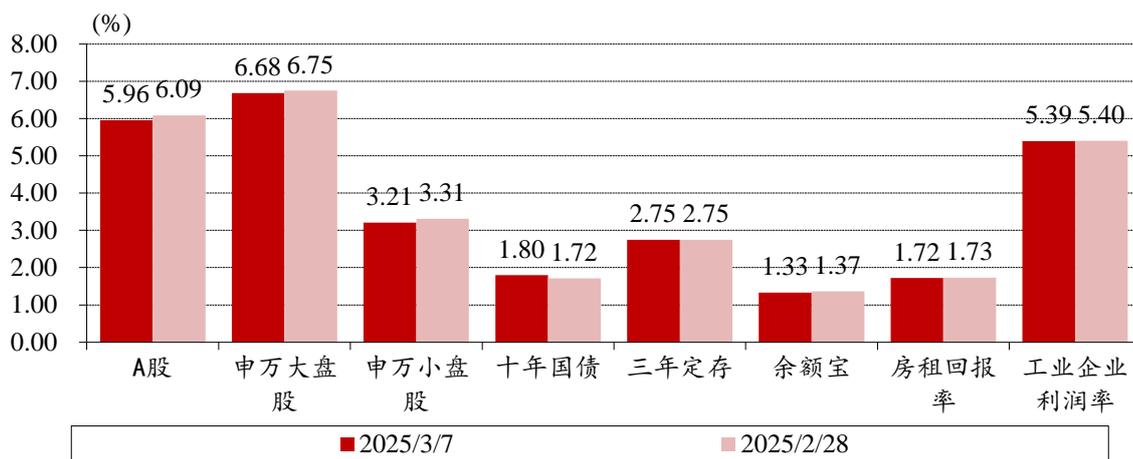
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +1.39% 沪深 300 期货 +1.16% 本期评论：关注“增量”政策落实情况 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 1.80%/本周变动 +9BP 活跃 10 年国债期货 -0.44% 本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 -3.43% 焦煤期货 -1.42% 本期评论：关注财政增量政策落实进度 配置建议：标配	余额宝 1.33%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP 本期评论：收益率将在 2% 上下波动 配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

3 月 5 日，十四届全国人大三次会议开幕会在北京人民大会堂举行。国务院总理李强作政府工作报告。报告提出，“实施更加积极的财政政策”；“2025 年赤字率拟按 4% 左右安排，赤字规模 5.66 万亿元”；其中，赤字率安排较 2024 年增长 1.0 个百分点。此外，报告提出，今年“拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元”及特别国债 5000 亿元，其中，5000 亿元特别国债专项用于国有大型商业银行资本补充；考虑到年内特别国债发行规模较大，据我们测算，2025 年实际赤字率或将达到 5.0% 以上，财政支出力度有望明显加大。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

股市方面，本周 A 股市场表现较好，领涨的指数包括中证 1000 (3.79%)、中证 500 (2.63%)、万得全 A (2.43%)，仅上证红利指数出现下跌，周内下滑 0.37%。港股方面恒生指数上涨 5.62%，恒生国企指数上涨 5.90%，AH 溢价指数下行 2.19% 收于 131.43；美股方面，标普 500 指数本周下跌 3.10%，纳斯达克下跌 3.45%。债市方面，本周国内债市指数整体下跌，中债总财富指数本周下跌 0.26%，中债国债指数下跌 0.42%，金融债指数下跌 0.14%，信用债指数下跌 0.04%；十年美债利率上行 8 BP，周五收于 4.32%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 2 BP，周五收于 1.33%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.88%，收于 67.05 美元/桶；COMEX 黄金上涨 2.43%，收于 2917.70 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 1.99%，LME 铜上涨 2.61%，LME 铝上涨 3.20%；CBOT 大豆下跌 0.05%。美元指数下跌 3.41% 收于 103.89。VIX 指数上行至 23.37。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/3/3 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/3/7 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,372.55	1.56	(1.72)	1.56	0.62
	399001.SZ	深证成指	10,843.73	2.19	(3.46)	2.19	4.12
	399005.SZ	中小板指	6,733.23	2.03	(3.78)	2.03	5.50
	399006.SZ	创业板指	2,205.31	1.61	(4.87)	1.61	2.97
	881001.WI	万得全 A	5,262.83	2.43	(2.53)	2.43	4.80
	000300.SH	沪深 300	3,944.01	1.39	(2.22)	1.39	0.23
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	245.77	(0.26)	(0.32)	(0.26)	(0.65)
	CBA00603.C	中债国债	243.93	(0.42)	(0.15)	(0.42)	(0.81)
	CBA01203.C	中债金融债	244.11	(0.14)	(0.28)	(0.14)	(0.73)
	CBA02703.C	中债信用债	220.69	(0.04)	(0.16)	(0.04)	(0.15)
	885009.WI	货币基金指数	1,715.76	0.02	0.03	0.02	0.26
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	67.05	(3.88)	(0.64)	(3.88)	(6.51)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,917.70	2.43	(2.91)	2.43	10.48
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,252.00	(1.99)	(1.13)	(1.99)	(1.81)
	CA.LME	LME 铜	9,602.00	2.61	(2.07)	2.61	9.51
	AH.LME	LME 铝	2,689.00	3.20	(3.13)	3.20	5.39
	S.CBT	CBOT 大豆	1,025.25	(0.05)	(3.05)	(0.05)	1.46
货币	-	余额宝	1.33	-2 BP	10 BP	-2 BP	7 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USD.X	美元指数	103.89	(3.41)	0.86	(3.41)	(4.23)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.24	0.63	(0.39)	0.63	0.83
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.86	(3.79)	0.14	(3.79)	(3.32)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.91	(1.57)	(0.19)	(1.57)	(5.18)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,231.30	5.62	(2.29)	5.62	20.79
	HSCEI.HI	恒生国企	8,914.03	5.90	(2.88)	5.90	22.28
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	131.43	(2.19)	(0.10)	(2.19)	(11.57)
美国	SPX.GI	标普 500	5,770.20	(3.10)	(0.98)	(3.10)	(1.89)
	IXIC.GI	NASDAQ	18,196.22	(3.45)	(3.47)	(3.45)	(5.77)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.32	8 BP	-18 BP	8 BP	-26 BP
	VIX.GI	VIX 指数	23.37	19.05	7.80	19.05	34.70
	CRB.RB	CRB 商品指数	301.07	(0.25)	(3.02)	(0.25)	1.47

资料来源: 万得, 中银证券

注: 货币类产品单位: %; 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

十四届全国人大三次会议在京开幕，国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右；城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人以上；居民消费价格涨幅 2% 左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量 1.4 万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，生态环境质量持续改善。

政府工作报告提出 2025 年经济社会发展政策取向：实施更加积极的财政政策，赤字率拟按 4% 左右安排，赤字规模 5.66 万亿元，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，拟发行特别国债 5000 亿元，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元；实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，更大力度促进楼市股市健康发展，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；强化宏观政策民生导向，打好政策“组合拳”。

国家领导人在参加江苏代表团审议时强调，圆满实现“十四五”发展目标，经济大省要挑大梁。江苏要把握好挑大梁的着力点，在推动科技创新和产业创新融合上打头阵，在推进深层次改革和高水平开放上勇争先，在落实国家重大发展战略上走在前，在促进全体人民共同富裕上作示范。

国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》。意见提出，科学设计、精准实施再贷款等结构性货币政策工具，为做好金融“五篇大文章”提供良好货币金融环境；深化资本市场投资端改革，壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；加大对突破关键核心技术的科技型企业的股权融资支持力度；发挥多层次资本市场支持科技创新关键枢纽作用，着力投早、投小、投长期、投硬科技。

国务院关税税则委员会公告，自 3 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15% 关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10% 关税。

商务部公告，决定将莱多斯公司等 15 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止两用物项对其出口。同一天，特科姆公司等 10 家美国企业被列入不可靠实体清单，禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动，禁止上述企业在中国境内新增投资。此外，商务部宣布将美国因美纳公司列入不可靠实体清单，禁止其向中国出口基因测序仪。

国新办发布《中国的芬太尼类物质管控》白皮书。白皮书除前言和结束语外，分为科学准确界定芬太尼类物质、保障合理用药与严格管制双管齐下、依法严厉打击芬太尼类物质犯罪等七个部分。随后，外交部就此答记者问时表示，坚决反对美方以芬太尼问题为借口对华施压、威胁和讹诈。

2025 年国民经济和社会发展计划草案提出，实施提振消费专项行动，制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境政策举措；加快拓展文化、旅游、健康、养老、托幼、家政、数字等服务消费；清理对消费的不合理限制。扩大有效益的投资，2025 年安排中央预算内投资 7350 亿元，优化完善专项债券管理机制，实施好投向领域“负面清单”管理、下放项目审核权限等措施。

十四届全国人大三次会议经济主题记者会于 3 月 6 日下午 3 时举行，邀请国家发改委主任郑栅洁、财政部部长蓝佛安、商务部部长王文涛、央行行长潘功胜、证监会主席吴清就发展改革、财政预算、商务、金融证券等相关问题回答中外记者提问。

财政部部长蓝佛安表示，为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政预留了充足的储备工具和政策空间。在提振消费方面，新增实施两项贷款贴息政策。一项是对重点领域的个人消费贷款给予财政贴息，减轻当期的支出压力；另一项是对餐饮住宿、健康、养老、托幼、家政等与老百姓生活密切相关的领域，财政对经营主体贷款分类给予贴息，降低融资成本。

商务部部长王文涛表示，将推动扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，推动互联网、文化等领域有序开放，推进服务业扩大开放综合试点示范。将全面实施跨境服务贸易负面清单，稳步推进梯度开放。还将启动国家服务贸易创新发展示范区建设，打造一批服务贸易综合改革开放示范平台。

国务院国资委修订印发了《企业国有资产交易操作规则》。此次修订重点完善了三项核心机制：首先，在制度层面新增了国有企业增资和实物资产转让的具体操作规范，填补了相关制度空白，促进各类资产规范交易，有效防范国有资产流失；其次，新规着重优化资源配置效率；此外，新规还强化了对各方权益的保护。

今年前两个月我国外贸开局总体平稳，出口规模创历史同期新高。据海关统计，2025 年前 2 个月，我国货物贸易进出口总值 6.54 万亿元，同比下降 1.20%。其中，出口 3.88 万亿元，规模创历史同期新高，同比增长 3.40%；进口 2.66 万亿元，同比下降 7.30%。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周均有上升，螺纹钢、线材开工率分别变动 1.32 和 0.58 个百分点；建材社会库存微幅下滑，较上周变动-1.58 万吨。3 月 5 日当周，石油沥青装置开工率环比上周整体上行，其中，华南、西北和东北地区开工率较前一周上升，华北地区开工率与前一周持平。

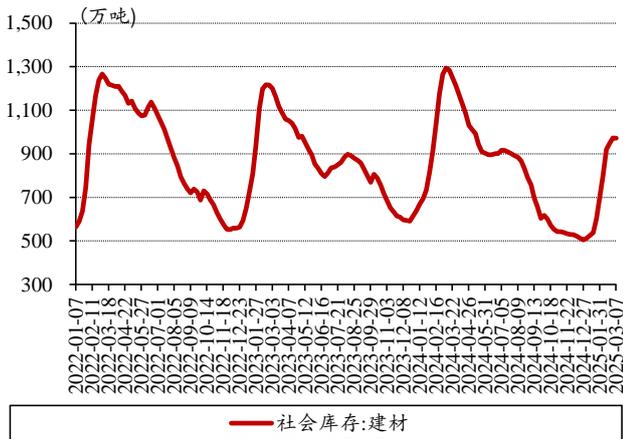
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率 (%)	41.00	1.32	(0.99)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	44.20	0.58	(4.05)
石油沥青装置	开工率:华北地区	25.10	0.00	(13.10)
	开工率:华南地区	37.10	1.30	12.90
	开工率:东北地区	12.40	0.10	(6.50)
	开工率:西北地区	29.40	2.30	8.50

资料来源：万得，中银证券

海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 2.25%。原油库存方面，2 月 28 日当周，美国 API 原油库存延续回落，本周环比变动-145.50 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 6.北方港煤炭库存周度表现



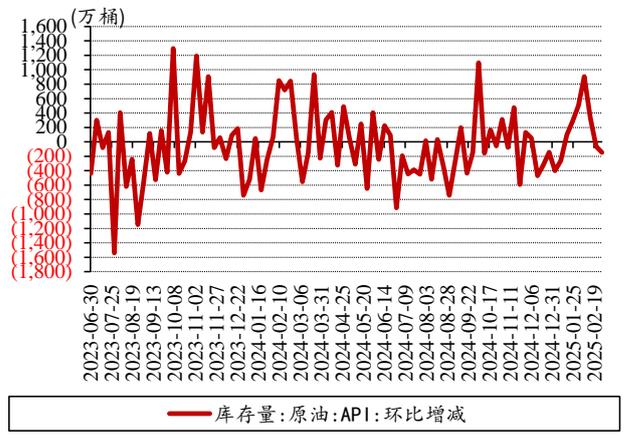
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大城市商品房周成交面积表现

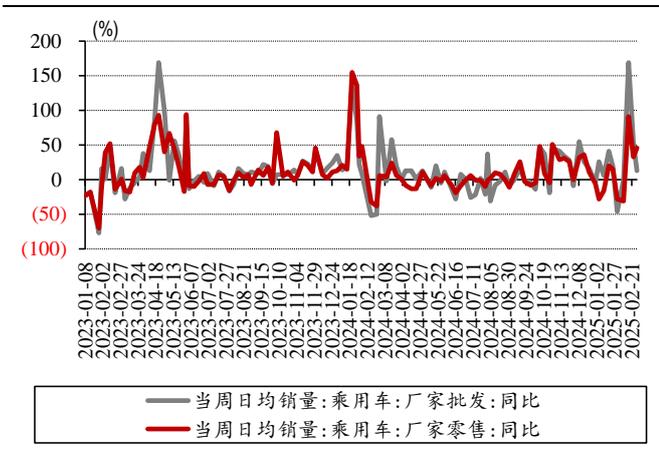


资料来源: 万得, 中银证券

商品房成交环比延续回升。3月2日当周, 30大城市商品房成交面积环比延续上升, 单周成交面积环比变动62.28万平方米, 当周实现217.91万平方米。2024年四季度以来, 政策组合效应持续发挥, 商品房销售有望持续出现“止跌回稳”迹象。

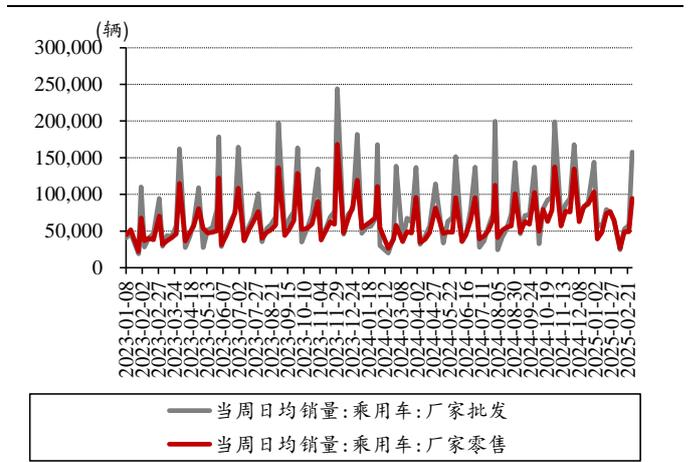
汽车方面, 2月28日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为13%和46%。2025年政府工作报告提出“以消费提振畅通经济循环, 以消费升级引领产业升级”, 汽车作为“促消费”政策的重要发力点, 我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10. 汽车消费周同比增速表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源: 万得, 中银证券

大类资产表现

A 股：本周 A 股市场表现较好

本周 A 股市场表现较好，领涨的指数包括中证 1000(3.79%)、中证 500(2.63%)、万得全 A(2.43%)，仅上证红利指数出现下跌，周内下滑 0.37%。行业方面，领涨的行业有国防军工(7.44%)、有色金属(7.07%)、计算机(6.46%)，领跌的行业有石油石化(-1.28%)、房地产(-0.74%)、电力及公用事业(-0.02%)。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
中证 1000	3.79	国防军工	7.44	生物识别指数	8.51
中证 500	2.63	有色金属	7.07	共享单车指数	8.08
万得全 A	2.43	计算机	6.46	军民融合指数	8.01
中证 100	1.47	电力及公用事业	(0.02)	丝绸之路指数	(0.62)
沪深 300	1.39	房地产	(0.74)	特色小镇指数	(0.62)
上证红利	(0.37)	石油石化	(1.28)	油气改革指数	(1.22)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

政府工作报告提出，深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展。

在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，证监会主席吴清表示，权益类基金发展明显加快，去年 9 月至今，共注册权益类基金 459 只，占同期注册基金产品总数的七成。权益类基金规模从 6.3 万亿元增长到 7.7 万亿元，占公募基金总规模的比例从 20% 提高到 24%。

中国证券业协会下发征求意见稿，拟对《首次公开发行证券网下投资者管理规则》进行修订，增加理财公司作为网下投资者参与新股网下询价和配售业务。

《证券公司文化建设实践评估指标》修订征意，其中，增设扣分指标，加大对重大负面事项的扣分力度，防范奢靡、炫富等不良风气。

全国人大代表、深交所理事长沙雁在广东团全体会议上表示，以深化创业板改革为牵引，优化投融资制度机制；支持优质创新企业适用创业板第二套、第三套标准申报发行，支持成熟期企业利用不动产投资信托基金融资，实现资产上市。

国家金融监督管理总局网站陆续公布支持科技创新的“四项试点”开展或扩围的相关信息，明确金融资产投资公司股权投资试点扩围，适度放宽科技企业并购贷款政策试点，开展知识产权金融生态综合试点。此外，国家金融监督管理总局再次批复 5 家保险公司开展保险资金长期投资改革试点。

2 月，包括高盛、摩根士丹利、摩根大通等在内的 213 家外资机构对 152 家 A 股上市公司进行了调研，较 1 月分别增长 18% 和 23%。其中，机器人概念股汇川技术获贝莱德、摩根士丹利、摩根大通、淡马锡等外资机构调研，公司在人形机器人领域的业务布局受到重点关注；奥比中光获贝莱德、瑞银、阿布扎比投资局、千禧基金等外资调研。

债券：十年国债收益率小幅上行

十年期国债收益率周五收于 1.80%，本周上行 10BP，十年国开债收益率周五收于 1.80%，较上周五上行 9BP。本周期限利差下行 2BP 至 0.25%，信用利差下行 4BP 至 0.52%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

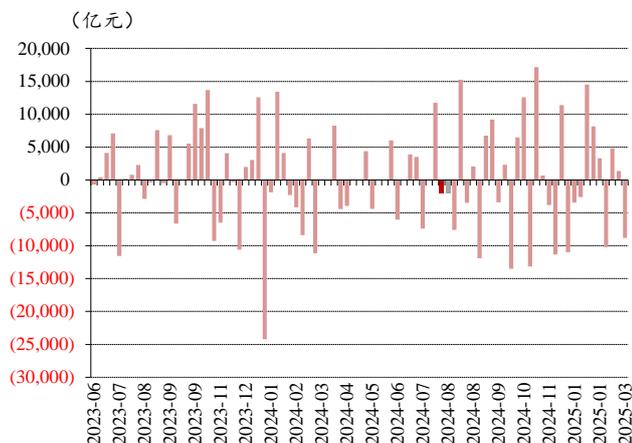
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

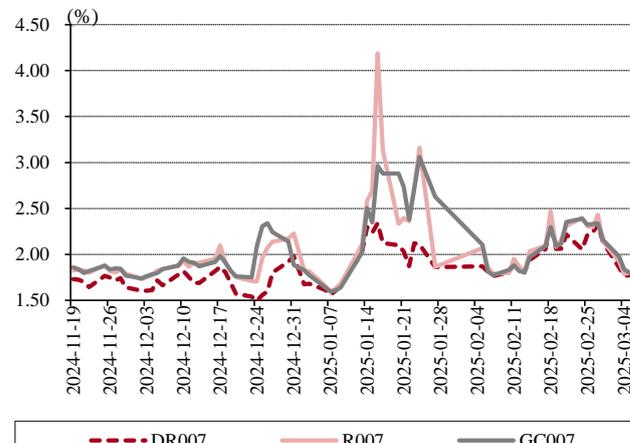
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.8066%、1.8107% 和 1.8300%，较上周分别下行 5BP、11BP 和 15BP。本周央行在公开市场净回笼 8813 亿元，货币市场流动性维持稳定。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

政府工作报告提出，稳妥化解地方政府债务风险。完善和落实一揽子化债方案，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。做好地方政府隐性债务置换工作，坚决遏制违规举债冲动。加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型和债务风险化解。

在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，财政部部长蓝佛安表示，将坚持在发展中化债、在化债中发展，加快落实落细债务置换政策，坚决遏制新增隐性债务。

地方债券发行迎“开门红”。数据显示，今年前 2 个月，全国共发行地方债券 18632.96 亿元，规模为近三年来新高（2024 年同期 9444.11 亿元、2023 年 12196.31 亿元），较去年同期大幅增长。

大宗商品：本周商品期货指数下跌 1.03%

本周商品期货指数下跌 1.03%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属（3.21%）、贵金属（1.38%）、谷物（0.86%）；下跌的有油脂油料（-1.56%）、煤焦钢矿（-2.93%）、化工（-2.99%）、非金属建材（-4.00%）、能源（-4.75%）。

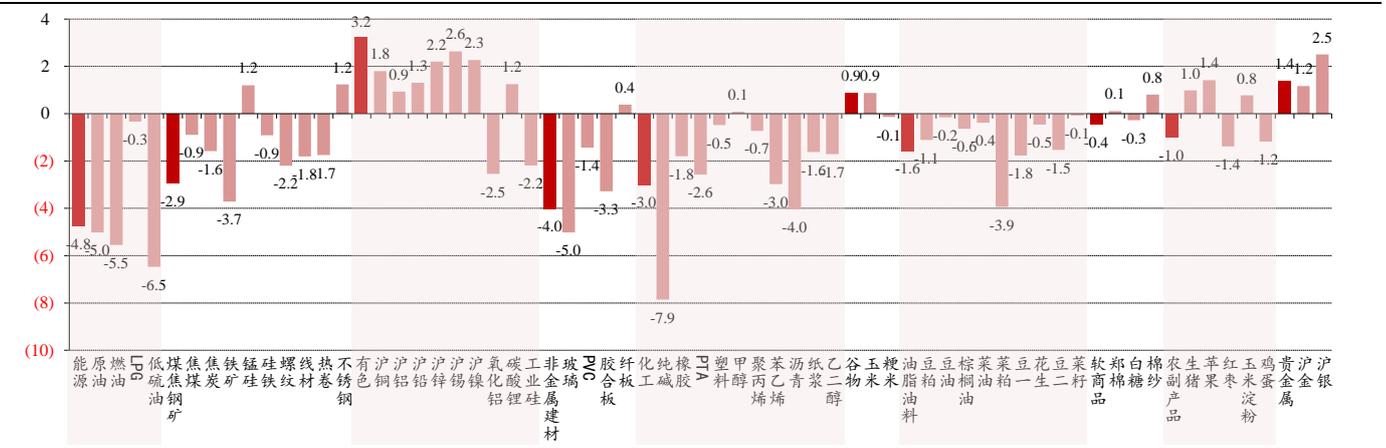
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪锡（2.63%）、沪银（2.50%）、沪镍（2.27%），跌幅靠前的则有纯碱（-7.86%）、低硫油（-6.47%）、燃油（-5.55%）。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -1.03%	能源 -4.75%	煤焦钢矿 -2.93%
有色金属 +3.21%	非金属建材 -4.00%	化工 -2.99%
谷物 +0.86%	油脂油料 -1.56%	贵金属 +1.38%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

政府工作报告提出，持续增强粮食等重要农产品稳产保供能力。稳定粮食播种面积，主攻单产和品质提升。巩固大豆扩种成果，挖掘油料扩产潜力。推动棉糖胶等稳产提质。深入实施种业振兴行动。综合施策推动粮食等重要农产品价格保持在合理水平。

生态环境部拟研究制定锂离子电池用再生黑粉原料进口管理要求。这是国内第一次允许进口锂离子电池用再生黑粉。

中国物流与采购联合会公布，2月份中国大宗商品价格指数为 112.6 点，环比上涨 1.3%。

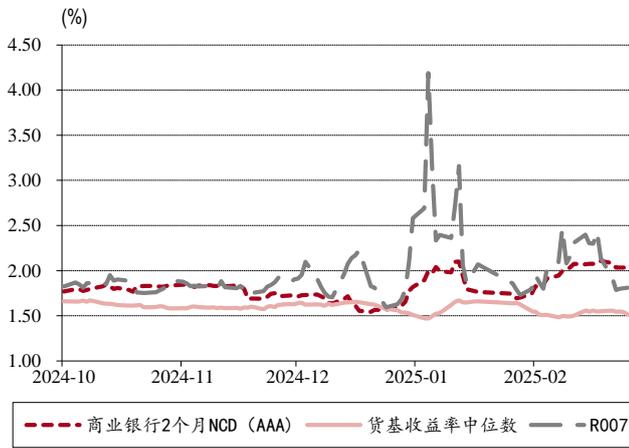
印尼棕榈油协会称，印尼 2024 年棕榈油产品的出口量为 2954 万吨，同比下降 8.3%；预计 2025 年棕榈油出口为 2750 万吨。

日本农林水产省计划提前进行第二轮拍卖，释放 6 万吨政府储备大米，以遏制大米价格持续上涨。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

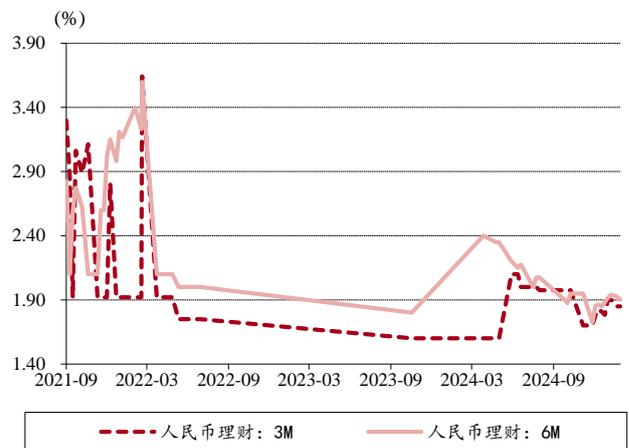
本周余额宝 7 天年化收益率下行 2BP，周五收于 1.33%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.52%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

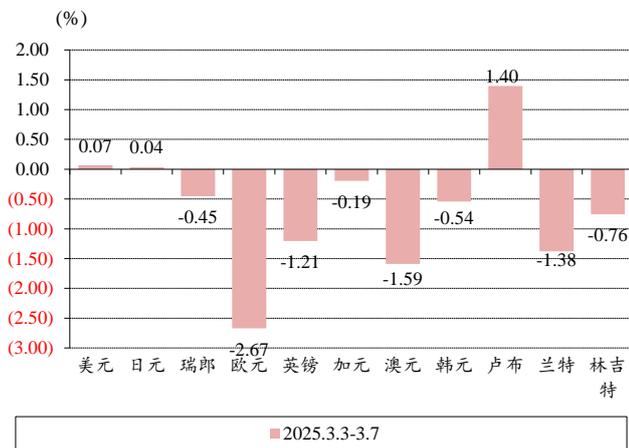


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

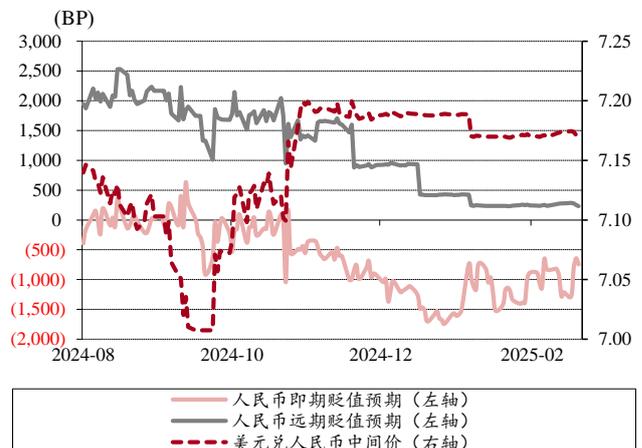
人民币兑美元中间价本周下行 46BP，至 7.1705。本周人民币对以下货币升值：卢布(1.40%)、美元(0.07%)、日元(0.04%)；对以下货币贬值：加元(-0.19%)、瑞郎(-0.45%)、韩元(-0.54%)、林吉特(-0.76%)、英镑(-1.21%)、兰特(-1.38%)、澳元(-1.59%)、欧元(-2.67%)。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，央行行长潘功胜表示，在汇率问题上的政策和立场是一贯的，坚持市场在汇率形成之中的决定性作用，保持汇率弹性，同时强化预期引导，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

港股：本周仅能源业微幅下跌

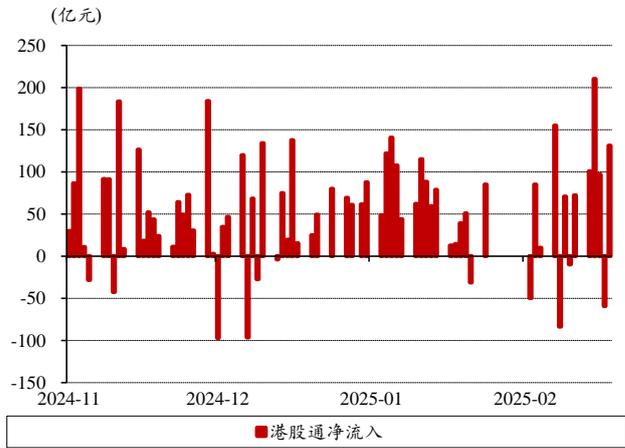
行业方面，本周领涨的有综合企业（15.57%）、原材料业（11.20%）、资讯科技业（8.85%），仅能源业微幅下跌，跌幅实现 0.04%；本周南下资金总量 332.29 亿元。

图表 23. 恒指走势



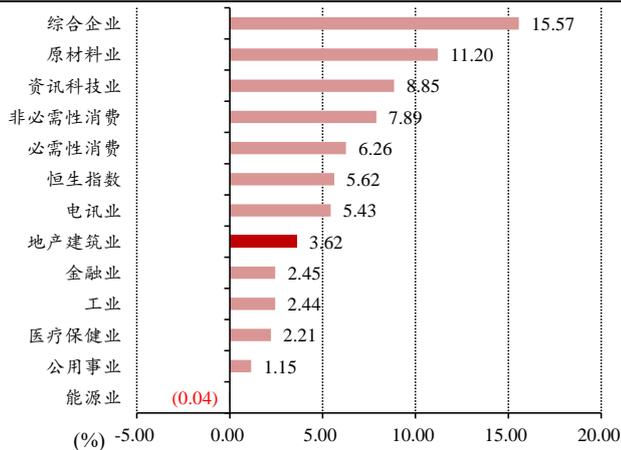
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



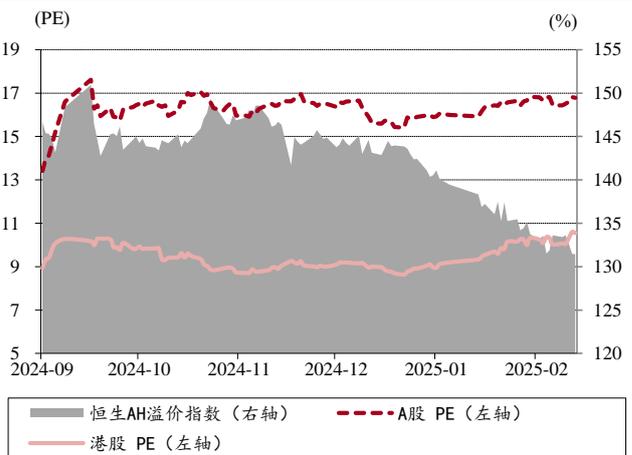
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美国总统特朗普表示，将缩减政府规模，扩大私营部门。加拿大在木材上的关税极高，他们对乳制品的征税超过 200%。最快可能会在周五、下周一、或下周二对加拿大的木材和乳制品实施对等关税。此外，印度已同意大幅降低关税。

美国总统特朗普表示，4 月 2 日将对进口农产品加征关税，美国农产品将在美国国内销售。特朗普还宣布，台积电计划在美国进行 1000 亿美元的投资，大部分投资将在亚利桑那州进行。特朗普表示，美国将于 3 月 4 日对加拿大和墨西哥加征 25% 的关税，并称与这两个美国盟友已没有谈判空间。加拿大外交部长回应称，准备对价值 1550 亿加元的美国商品征收关税。除此之外，特朗普还表示，美国将从 4 月 2 日起采取对等关税，同时将对那些采取货币贬值手段的国家征收关税来予以制裁。

美国总统特朗普表示，钢铁和铝关税将不进行调整；明年可以实现预算平衡；将签署命令放开森林（采伐限制）；加拿大和印度是高关税国家。

加拿大总理特鲁多宣布，对从美国进口的产品征收 25% 的报复性关税。特鲁多在记者会上重申，面对关税，加拿大人不会退缩，加拿大将立即对价值 300 亿加元的美国进口商品征收 25% 的关税，将在 21 天后对价值 1250 亿加元的美国进口商品征收 25% 的关税。

加拿大财政部长表示，加拿大将对价值 1250 亿美元美国商品的第二波关税推迟至 4 月 2 日实施。

美国总统特朗普与加拿大总理特鲁多通话，就两国之间的关税问题进行讨论。美国总统特朗普表示，与加拿大总理特鲁多讨论了关税问题；通话在“某种程度上”以友好的方式结束。

美联储主席鲍威尔表示，美联储不需要急于调整利率。劳动市场稳健，整体处于平衡状态。通胀水平略高于 2% 的目标，但正逐步接近该目标。关于特朗普政府政策及其经济影响的不确定性仍然很高。一些近期的通胀预期调查和市场指标因关税而上升。美联储已充分准备好静待更清晰的局势。

欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.5%，为连续第五次会议降息；将主要再融资利率下调 25 基点至 2.65%；将边际贷款利率下调 25 基点至 2.9%。欧洲央行预计 2025 年、2026 年、2027 年通胀率分别为 2.3%、1.9%、2.0%；预计 2025 年、2026 年、2027 年 GDP 增长率分别为 0.9%、1.2%、1.3%。

美国 2 月季调后非农就业人口增 15.1 万人，前值从增 14.3 万人修正为增 12.5 万人。

美国 1 月贸易帐逆差 1314 亿美元，创历史新高，前值逆差 984 亿美元。

美国 2 月挑战者企业裁员人数 17.2017 万人，前值 4.9795 万人。同比升 103.2%，前值降 39.50%；环比升 245.45%，前值升 28.36%。

欧元区 1 月零售销售环比降 0.3%，前值从降 0.20% 修正为持平；同比升 1.5%，前值从升 1.90% 修正为升 2.2%。

瑞士 2 月季调后失业率 2.7%，前值 2.7%；未季调失业率 2.9%，前值 3.0%。

中国物流与采购联合会发布，2 月份全球制造业 PMI 为 50.0%，与上月持平。

美国白宫发言人表示，正在重新审视对乌克兰的资金支持，关于矿产交易的谈判正在进行中，特朗普致力于和平协议；将对通过《美墨加协定》进口的任何汽车给予一个月的关税豁免；对等关税仍自 4 月 2 日起生效。

美国总统特朗普在国会联席会议演讲中透露两大动作：一是呼吁美国应该废除《芯片法案》，另外则是宣布将于 4 月 2 日开始征收对等关税。农产品关税也将于 4 月 2 日生效。

美联储“褐皮书”显示，自 1 月中旬以来，整体经济活动略有上升。大多数地区的价格温和上涨，但多个地区报告，相较于上一报告期，价格上涨速度有所加快；就业人数总体上略有上升，各区表现不一。大多数地区联系人预计关税将导致提价，有个别报告显示公司提前提高了价格。

美国 2 月 ADP 就业人数增 7.7 万人，前值从增 18.3 万人修正为增 18.6 万人。美国 1 月工厂订单环比升 1.7%，为 2024 年 7 月以来最大增幅，前值由降 0.9% 修正为降 0.6%。

美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 为 53.5%，前值 52.8%。

欧元区 1 月 PPI 环比升 0.8%，前值从升 0.40% 修正为升 0.5%；同比升 1.8%，前值从持平修正为升 0.1%。

下周大类资产配置建议

财政支出力度有望明显加大。3月5日，十四届全国人大三次会议开幕会在北京人民大会堂举行。国务院总理李强作政府工作报告。报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右，与2024年目标持平。粮食产量1.4万亿斤左右，较2024年有所上调。此外，在生态环境质量方面，报告提出2025年单位国内生产总值能耗降低3.0%左右，较去年增加0.5个百分点。值得一提的是，2024年12月，中国CPI累计同比增速实现0.2%，国内通胀仍显不足。报告将2025年居民消费价格上涨幅目标定为2.0%左右，较去年下调1.0个百分点，政策端对物价形势的判断更加务实，且与2024年中央经济工作会议“物价合理回升”的表述相呼应。

报告提出，“实施更加积极的财政政策”；“2025年赤字率拟按4%左右安排，赤字规模5.66万亿元”；其中，赤字率安排较2024年增长1.0个百分点。此外，报告提出，今年“拟发行超长期特别国债1.3万亿元”及特别国债5000亿元，其中，5000亿元特别国债专项用于国有大型商业银行资本补充；考虑到年内特别国债发行规模较大，据我们测算，2025年实际赤字率或将达到5.0%以上，财政支出力度有望明显加大。

在扩大内需方面，报告提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。促消费层面，报告要求，“经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费”，要“以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级”；并“安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新”。着眼2024年限额以上社零结构，粮油食品、家电及通讯器材是当年出口同比增速的主要支撑；而受到2023年较高基数的影响，汽车消费对当年社零同比增速的贡献较为有限。我们认为，汽车、地产下游相关消费仍将是年内促消费的重要抓手。首先，随着消费品“以旧换新”政策的持续推进，年内汽车、家电销售有望持续改善，对年内社零增速形成支撑。其次，报告再次提及股市、楼市，地产销售回暖或对下游家具、家装等消费有所带动；此外，房价趋稳有望形成“正财富”效应，从而带动居民消费意愿。

我们维持后续大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.3.8)

宏观经济	本期观点	观点变化	
一个月内	=	关注 2025 年政府工作报告表述	不变
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	=	欧美经济前景仍有较大不确定性	不变
大类资产	本期观点	观点变化	
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371