

# A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 03 月 16 日

## 高切低怎么看？

### 市场思考：如何理解高切低的持续性？

我们在《中国两会前瞻：Ai+与提振消费》(20250216)提示两会日历效应与政策前瞻，《回调怎么看？》(20250302)指出调整的背后或主要是一些技术性因素，两会政策的落地及后手有望逐步对冲特朗普冲击，《3月，继续攻坚》(20250302)，交易情绪尚未过热、配置指标显示也有空间。

1) 拥挤度(成交占比)意味着该板块对于其他板块的“侵占”程度，换言之，当 TMT 拥挤度占比回升时意味着其他板块的拥挤度回落。当第一阶段拥挤度上行的 TMT 行情主升段，若全 A 指数同样处于上行，这可能表明 TMT 对于其余板块的“侵占”程度较小，只是 TMT 在其中处于龙头地位，引领市场上涨，在第二阶段拥挤度下行的行情段，可能出现释放流动性，并且加速其余板块的补涨现象，进而推动指数上行。复盘经验上来看，在 13-15 年的 4 轮、23 年的 2 轮 TMT 拥挤度上升-回落中有类似特征出现。2) 由于此前沪深 300 拥挤度处于历史相对低位，但春节后仍录得正涨幅，上周受益流动性溢出效应，超额显著回升。在 3/14 行情中，全 A 指数的涨幅则创下节后的单日最大涨幅。考虑到，目前 TMT 的单日成交占比已经出现明显下行，与 2025 年年初 TMT 行情未启动时接近。若宽基指数后续继续新高，由于拥挤度高切低带动的扩散效应可能已经有限，后续或需要场外资金的推动，结合之前的历史经验上看，成交额会是一个行之有效的辅助判断指标，因此，在本周五超过 1.8 万亿的基础上，至少可能要维持该量级水平。

### 国内：2 月 CPI 转负，社融脉冲回升

1) 2 月 CPI 同比回落转负，PPI 同比降幅小幅收窄，PPI-CPI 剪刀差收窄。2 月 CPI 同比-0.7%，前值 0.5%；环比-0.2%，前值 0.7%。PPI 同比-2.2%，前值-2.3%；环比-0.1%，前值-0.2%。PPI-CPI 剪刀差由 25 年 1 月的-2.8%收窄至 2 月的-1.5%。2) 2 月社融规模增量为 2.23 万亿元，比上年同期多 7374 亿元，社融脉冲指数回升至 2 月的 24.63%，信贷结构方面，新增企业中长贷同比转负，居民中长贷同比少增收窄。3) 交运高频指标方面，地铁客运量指数回升。4) 工业生产腾落指数回升，唐山高炉、山东地炼、轮胎回升，甲醇、纯碱回落。5) 国内政策跟踪：中国人民银行党委召开扩大会议；总理李强主持召开国务院第八次全体会议。

### 国际：美国 2 月通胀降温

1) 俄乌冲突跟踪：美乌发表联合声明，乌将实施 30 天临时停火；普京表示俄方同意停火但许多“严肃”问题需要商讨解决；总统助理表示俄美两国已重建对话。2) 中东冲突跟踪：巴以展开新一轮谈判；也门胡塞武装宣布恢复对海上打击。3) 美国 2 月通胀、核心通胀均低于预期且边际下行。2 月 CPI 同比增长 2.8%，前值 3%，预期 2.9%，环比录得 0.2%，前值 0.5%，预期 0.3%；核心 CPI 同比 3.1%，前值 3.3%，预期 3.3%，环比增长 0.2%，前值 0.4%，预期 0.3%。

### 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，重视恒生互联网

赛点 2.0 第三阶段攻坚，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+ (详见《DeepSeek 系列：AI+ 投资图谱》(20250206))，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏(《让一部分人先消费起来》(20250102))，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头(哪怕是很弱的斜率)，以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

### 风险提示：地缘冲突超预期，海外通胀持续超预期，流动性收紧超预期。

#### 作者

**吴开达** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524030001  
wukaida@tfzq.com

**林晨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524040002  
linchen@tfzq.com

**汪书慧** 联系人  
wangshuhui@tfzq.com

**陈英奇** 联系人  
chenyingqi@tfzq.com

#### 相关报告

- 《投资策略：行业比较周报-两会后主线的持续性》2025-03-15
- 《投资策略：首单数据中心公募 REITs 正式申报-周观 REITs》2025-03-15
- 《投资策略：海外与外资周观察-内资南下夺取港股定价权？》2025-03-12

## 内容目录

1. 市场思考：如何理解高切低的持续性？	4
1.1. 周复盘：风格切换至低位的消费、金融	4
1.2. 拥挤度：场内流动性迁移的刻画指标	4
1.2.1. 理论上高切低的两种演绎形式	4
1.2.2. 历史上几轮 TMT 引领行情后的高切低复盘观察	5
1.2.3. 当前市场启示	7
2. 国内：2月 CPI 转负，社融脉冲回升	10
2.1. 2月 CPI 同比转负，PPI 跌幅收窄	10
2.2. 社融脉冲小幅回升，新增政府债同比回升	11
2.3. 交运高频指标跟踪	12
2.4. 普林格同步高频指标跟踪	13
2.4.1. 工业生产腾落指数	13
2.5. 国内政策跟踪	13
3. 国际：美国 2月通胀降温	15
3.1. 国际大事跟踪	15
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	15
3.1.2. 中东冲突跟踪	15
3.2. 美国 2月通胀降温	15
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网	17
5. 重点大事前瞻	18
6. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：从 y 轴看，3/14 当周消费、金融上升幅度最大	4
图 2：TMT 拥挤度变化二阶段中全 A 指数的变化	5
图 3：2013-2015H1 TMT 超额、全 A、拥挤度走势复盘	6
图 4：2023 年至今 TMT 超额、全 A、拥挤度走势复盘	7
图 5：复盘总结情况	7
图 6：沪深 300 占比回到低位后明显反弹	8
图 7：TMT 拥挤度单日已经处于低位，MA20 也显著回落	8
图 8：13-15 年 4 区间的成交额在拐点前后变化情况	9
图 9：23 年 2 区间的成交额在拐点前后变化情况	9
图 10：PPI-CPI 剪刀差由 25 年 1 月的-2.8%收窄至 2 月的-1.5%	10
图 11：CPI 食品项、非食品项同比转负	11
图 12：PPI 生产资料降幅收窄，生活资料降幅持平	11
图 13：CPI 食品烟酒分项下行	11
图 14：核心 CPI 同比回落（单位%）	11
图 15：2025 年 2 月社融脉冲升至 24.63%	12

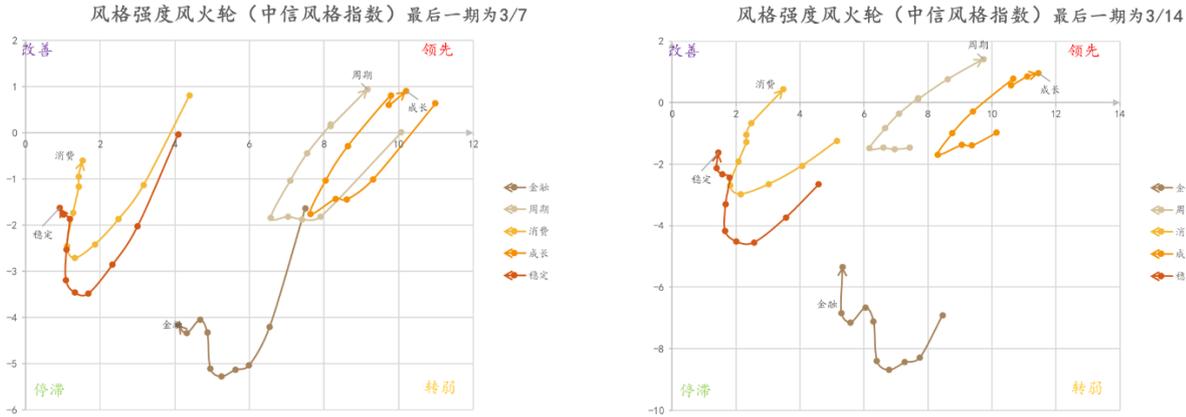
图 16: 社融同比结构中新增政府债同比回升 .....	12
图 17: 新增人民币贷款同比回落 .....	12
图 18: M1 回落, M2 持平, M1-M2 剪刀差走阔至-6.9% .....	12
图 19: 一线城市地铁客运量 .....	13
图 20: 工业生产腾落指数 .....	13
图 21: 工业生产腾落指数(分年度) .....	13
图 22: 国内政策跟踪 .....	14
图 23: 美国 2 月 CPI 同比回落, 核心 CPI 回落 .....	16
图 24: 美国 2 月 CPI 细分(环比) .....	16
图 25: CME 降息概率情况 .....	16
图 26: 重点大事前瞻 .....	18

## 1. 市场思考：如何理解高切低的持续性？

### 1.1. 周复盘：风格切换至低位的消费、金融

在成长进入高位震荡的同时，市场资金开始寻找进攻新主线。上周是成长、周期风格领涨，涨幅分别为 3.52%、3.25%，而本周则是消费、金融领涨，周涨幅分别达到 3.54%、2.1%，市场风格再度转向更加低位的风格。过去两周所有风格指数的周涨跌为正，从下图过去 10 周状态来看，目前风格指数均呈现出顺时针旋转的特征。

图 1：从 y 轴看，3/14 当周消费、金融上升幅度最大



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 拥挤度：场内流动性迁移的刻画指标

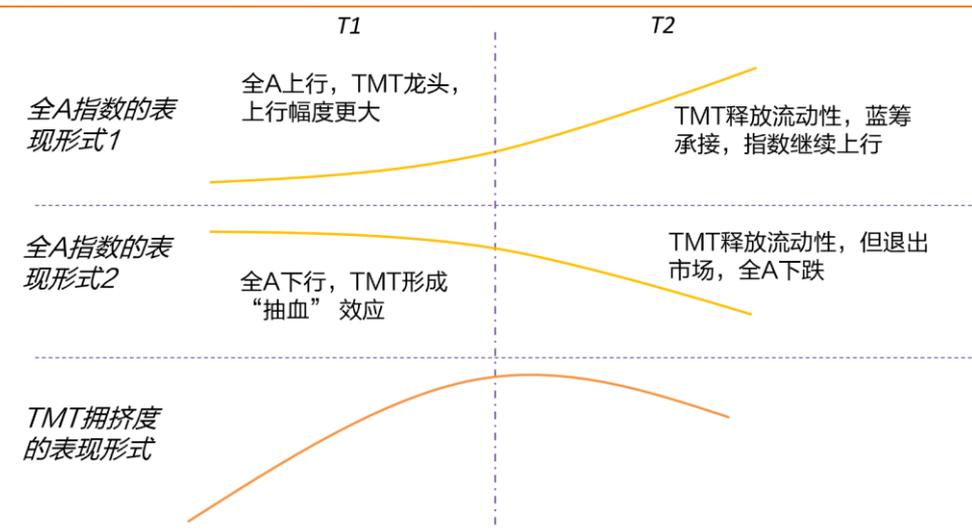
#### 1.2.1. 理论上高切低的两种演绎形式

拥挤度（成交占比）意味着该板块对于其他板块的“侵占”程度，换言之，当 TMT 拥挤度占比回升时意味着其他板块的拥挤度回落。

当第一阶段拥挤度上行的 TMT 行情主升段，若全 A 指数同样处于上行，这可能表明 TMT 对于其余板块的“侵占”程度较小，只是 TMT 在其中处于龙头地位，引领市场上涨，在第二阶段拥挤度下行的行情段，可能出现释放流动性，并且加速其余板块的补涨现象，进而推动指数上行。

但若在第一阶段 TMT 主升段，全 A 指数表现弱势，这表明 TMT 挤占了其余板块的流动性，其余板块处于“失血”状态，而当 TMT 拥挤度下行时，由于低位的板块先前处于跌势，承接流动性作用弱，对应这批流动性可能阶段性退出市场。这种情形属于失败的“高切低”。

图 2：TMT 拥挤度变化二阶段中全 A 指数的变化



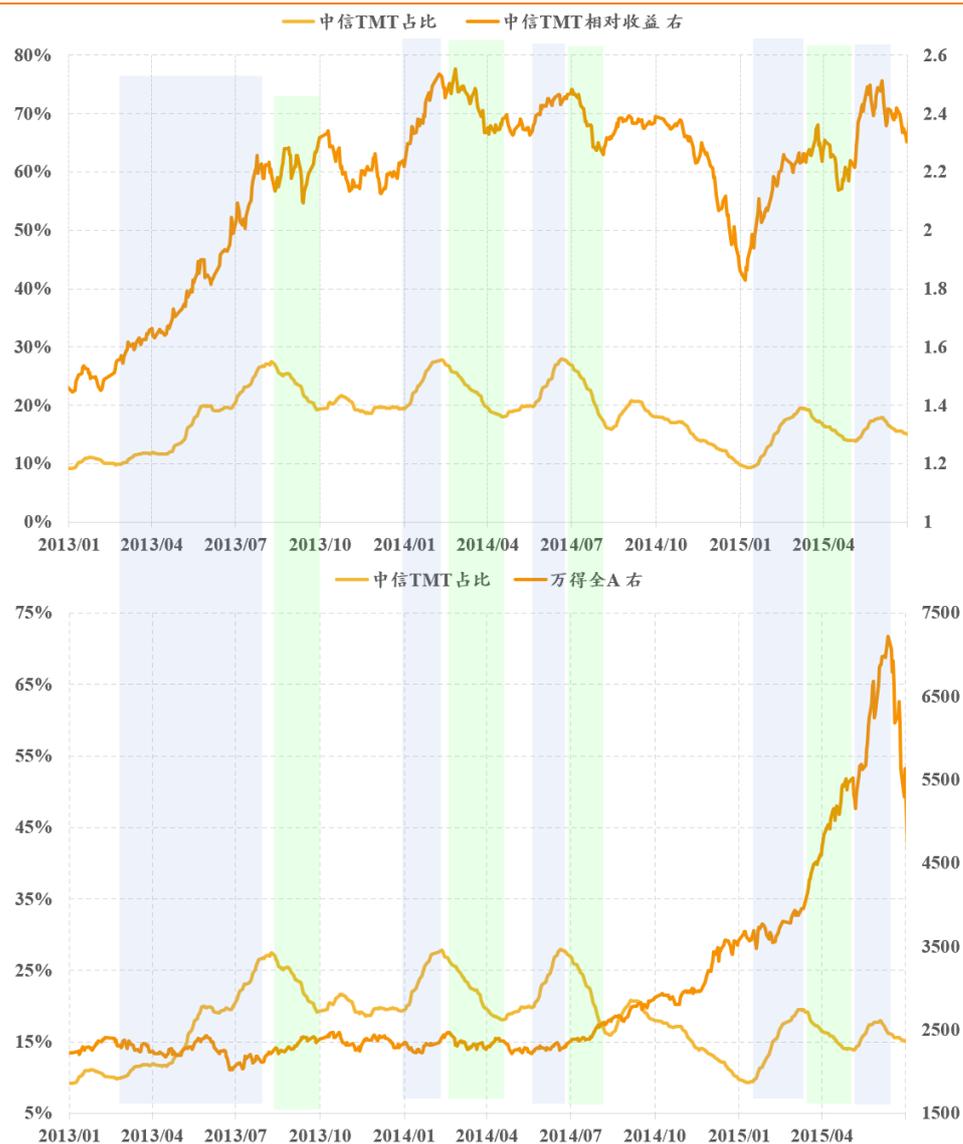
资料来源：天风证券研究所

### 1.2.2. 历史上几轮 TMT 引领行情后的高切低复盘观察

如下图所示，在 13-15 年中 TMT 主导的行情中，我们首先观察 TMT 超额收益走强，并且同期伴随着拥挤度占比走阔阶段中全 A 的表现，再观察在第二阶段拥挤度占比回落（表明 TMT 对其余板块的挤压情况）以后全 A 的表现。

- 1) 在【**第一阶段**】2013 年 3 月至 2013 年 7 月，Wind 全 A 指数期间存在着一小段时间反弹，但整体趋势上处于下跌，另外，在 2013 年 6 月“钱荒”上演以后，市场处于普跌，但随后至 7 月行情均处于修复上行途中，此后在【**第二阶段**】2013 年 8 月至 2013 年 9 月拥挤度处于下行，在这一段中超额收益指数处于高位波动，2013 年 8-9 月全 A 仍然处于修复态势，但未超过 2013 年的前高位置。
- 2) 在【**第一阶段**】2014 年 1 月-2 月上半月，全 A 指数先跌后涨，区间表现平稳，此后【**第二阶段**】拥挤度回落以后，全 A 指数延续了一段涨势以后回落。
- 3) 在【**第一阶段**】2014 年 5 月下半月-2014 年 6 月中旬，全 A 指数仍然保持相对平稳，此后【**第二阶段**】拥挤度回落以后，在 2014 年 8 月上旬，全 A 指数开始走高且创下 2013 年以来新高。
- 4) 在【**第一阶段**】2015 年 1 月至 2015 年 3 月上旬，Wind 全 A 指数震荡走高，续创 2013 年以来新高，此后在【**第二阶段**】全 A 指数出现加速上涨。

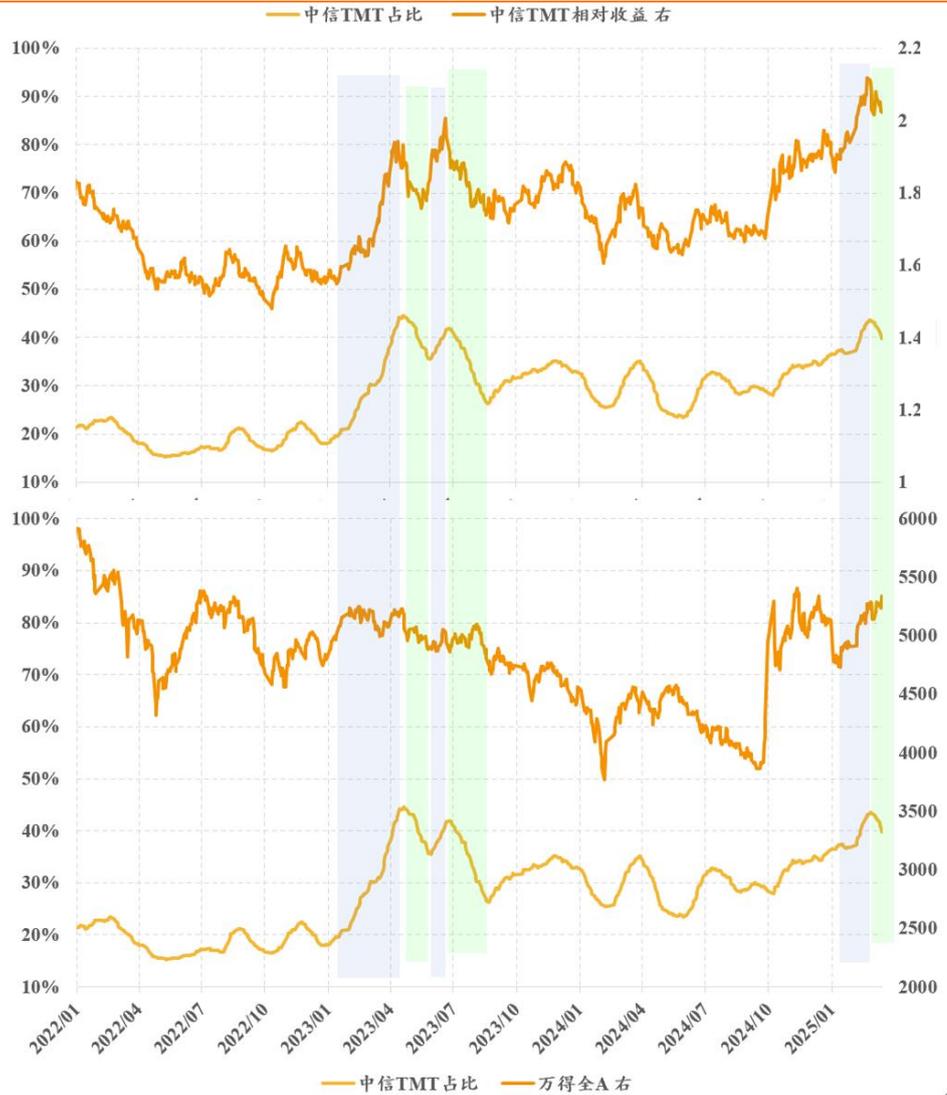
图 3：2013-2015H1 TMT 超额、全 A、拥挤度走势复盘



23 年 H1 同样也有 TMT 超额明显回升并且伴随着拥挤度上行的阶段，复盘如下：

- 1) 在【**第一阶段**】2023 年 1 月中旬至 2023 年 4 月上旬，全 A 指数震荡走弱，在【**第二阶段**】拥挤度占比回落以后，全 A 指数则明显下行；
- 2) 在【**第一阶段**】2023 年 5 月下半月-6 月中旬，全 A 指数表现低迷，在【**第二阶段**】2023 年 6 月下旬-8 月中旬，指数先是震荡此后走弱。

图 4：2023 年至今 TMT 超额、全 A、拥挤度走势复盘



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：蓝色阴影为 TMT 拥挤度占比上行区域，绿色阴影为下行区域

图 5：复盘总结情况

序号	行情区间段	第1阶段开始日期	拐点日期	第2阶段结束日期	第1阶段全A涨跌幅%	第2阶段%	第1阶段TMT涨跌幅	第2阶段%
1	13~15年区间段1	2013/6/26	2013/7/24	2013/9/27	8.32	7.82	23.36	8.76
2	13~15年区间段2	2013/12/31	2014/2/25	2014/3/31	(0.14)	(2.23)	12.44	(9.53)
3	13~15年区间段3	2014/5/16	2014/6/30	2014/8/4	5.20	9.38	10.91	0.12
4	13~15年区间段4	2015/1/5	2015/2/16	2015/4/17	5.72	37.28	28.47	29.75
5	23~25区间段1	2023/1/13	2023/4/25	2023/5/23	(0.29)	(0.46)	19.67	(5.54)
6	23~25区间段2	2023/5/23	2023/6/26	2023/8/20	(2.66)	(1.06)	4.15	(9.96)

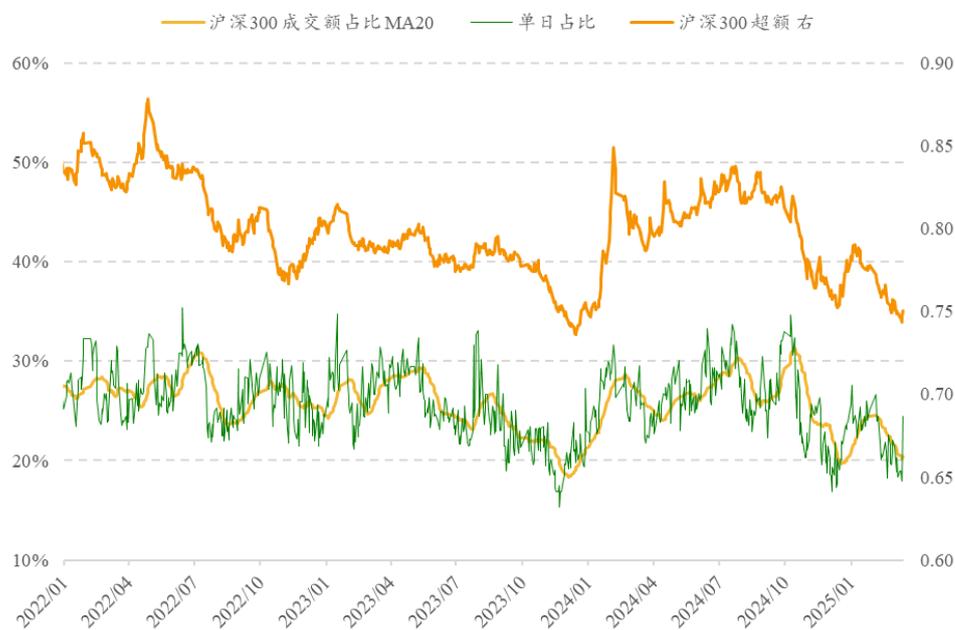
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2.3. 当前市场启示

此前沪深 300 的拥挤度处于历史相对低位，但上周受益流动性溢出出现回升，春节后仍然录得正涨幅。近期沪深 300 成交额占比（MA20）再度回到低位，进入 3 月以后占比延

续回落趋势，回到 20%左右，24 年 12 月中旬、23 年末均回到 20%以下，而在此之后沪深 300 的超额收益均出现明显走阔。沪深 300 的拥挤度处于低位，则代表着沪深 300 并不是市场交易热点板块，但这也意味着一旦预期出现修复、流动性从高位出现溢出，那么沪深 300 板块就具备较强的修复动能。本周五单日，沪深 300 的占比单日明显回升，单日回到 24%左右，超额也出现一定程度的修复。目前春节后至 3/14，沪深 300 的涨跌幅为 4.96%。

图 6：沪深 300 占比回到低位后明显反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前 TMT 的拥挤度已经下行至低位。春节后至今的行情中，TMT 同样出现了相对收益上行叠加拥挤度上行的情况，而在拥挤度从高位回落以后，全 A 指数仍然震荡上行，并且创下了年后的新高，并且在 3/14 行情中，由于此前涨幅滞后的蓝筹指数出现补涨，全 A 指数的涨幅则创下节后的单日最大涨幅。而目前 TMT 的单日成交占比已经出现明显下行，下降至 32%左右，与 2025 年年初 TMT 行情未启动时接近。

图 7：TMT 拥挤度单日已经处于低位，MA20 也显著回落

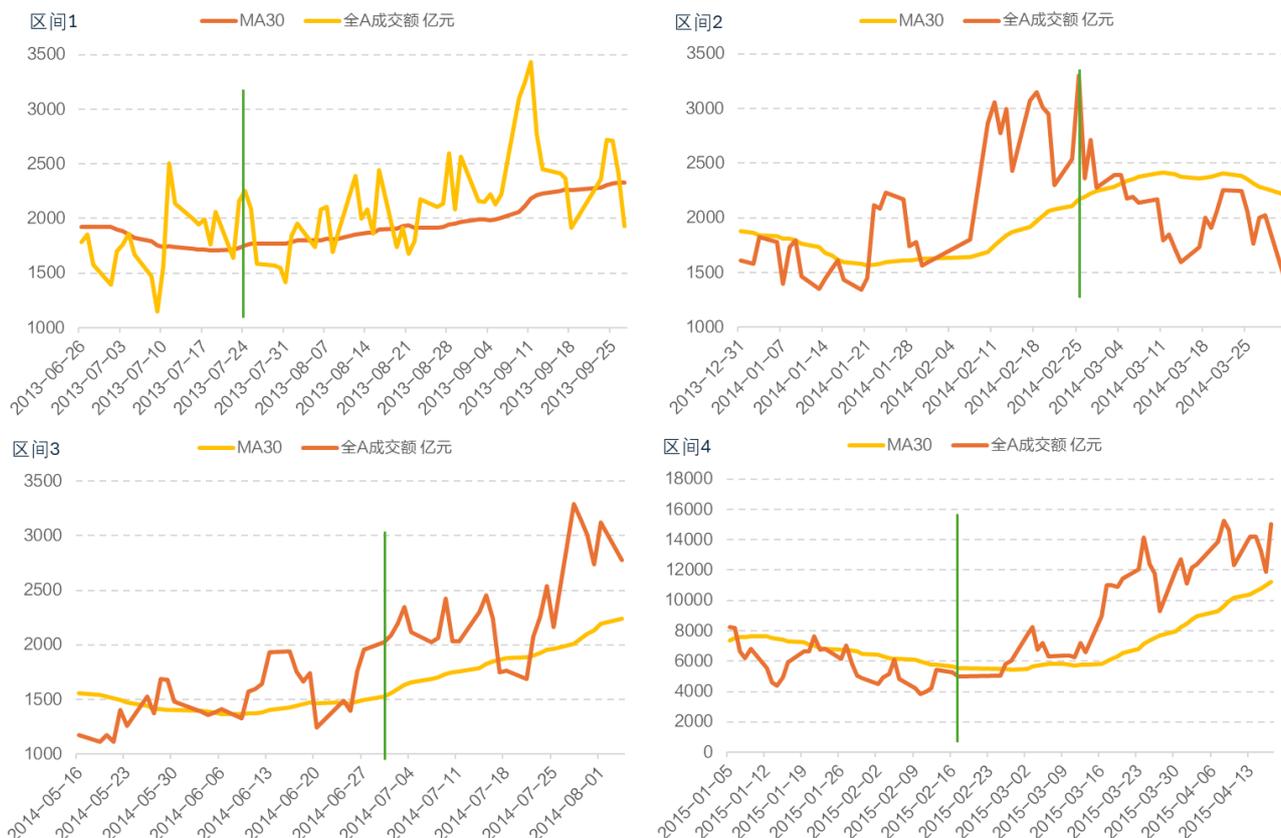


资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，值得观察注意的是，在 TMT 拥挤度下行、市场指数持续上行的周期中，同样也能

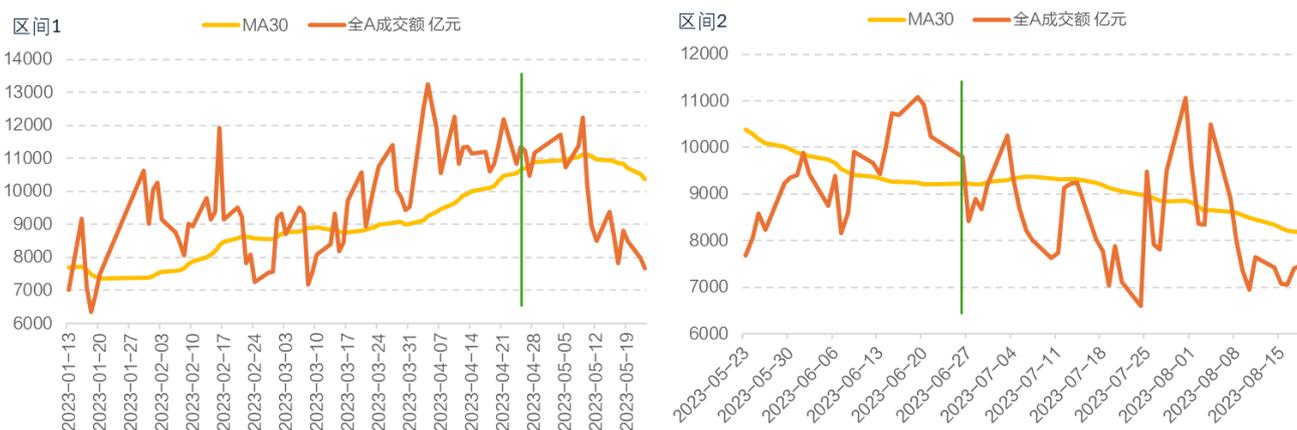
观察到成交额的持续回升，比如说 13 年-15 年的区间 1、3、4；13-15 的区间 2、23 年的区间 1、2 则是相反呈现，成交额见顶回落，全 A 指数走势偏弱。

图 8：13-15 年 4 区间的成交额在拐点前后变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：绿线表示拐点日期

图 9：23 年 2 区间的成交额在拐点前后变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

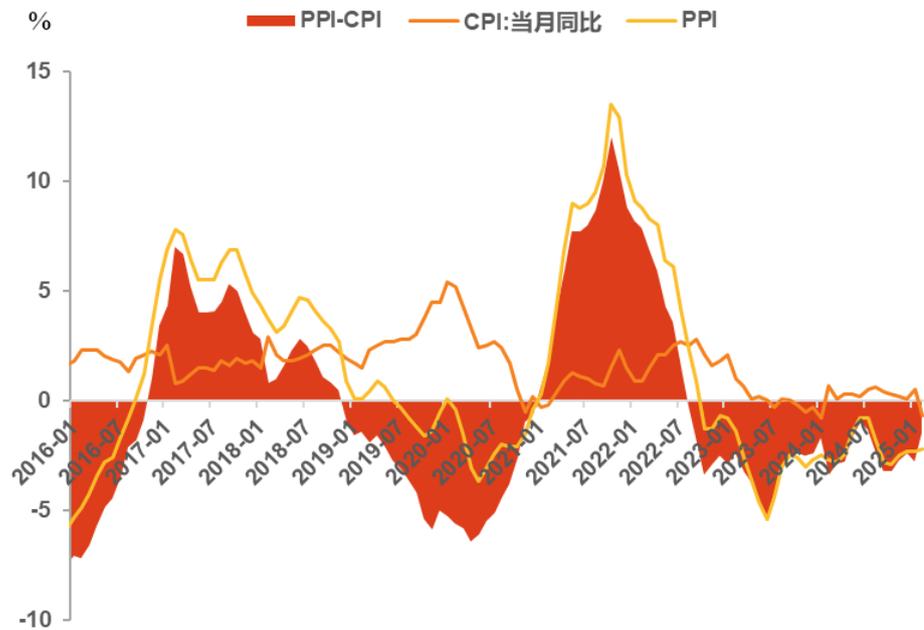
后续来看，若指数继续出现新高，当前考虑由于高切低带动的扩散效应可能已经有限，后续或需要场外资金的推动，这在历史经验上看，成交额会是一个行之有效的辅助判断指标，因此，在本周五的超过 1.8 万亿的基础上，至少可能要维持该量级水平。

## 2. 国内：2月CPI转负，社融脉冲回升

### 2.1. 2月CPI同比转负，PPI跌幅收窄

**2月CPI同比回落转负，PPI同比降幅小幅收窄，PPI-CPI剪刀差收窄。**2月CPI同比-0.7%，前值0.5%；环比-0.2%，前值0.7%。PPI同比-2.2%，前值-2.3%；环比-0.1%，前值-0.2%。PPI-CPI剪刀差由25年1月的-2.8%收窄至2月的-1.5%。

图 10：PPI-CPI 剪刀差由 25 年 1 月的-2.8%收窄至 2 月的-1.5%



资料来源：Wind，天风证券研究所

**CPI 方面，食品项、非食品项同比转负。**食品项同比为-3.3%，前值 0.4%，非食品项当月同比为-0.1%，前值 0.5%。1) CPI 食品项环比为-0.5%，前值 1.3%，其中鲜菜和猪肉环比均转负，分别为-3.8%、-1.9%；2) CPI 非食品项环比为-0.1%，前值 0.6%，其中教育文化和娱乐的旅游分项回落，环比-4.4%，前值 11.6%。

**核心 CPI 回落。**核心 CPI 同比为-0.2%，前值 0.6%，环比-0.2%，前值 0.5%。CPI 八分法中，衣着、生活用品及服务、其他用品和服务分项走高，居住分项持平，其余分项走低。

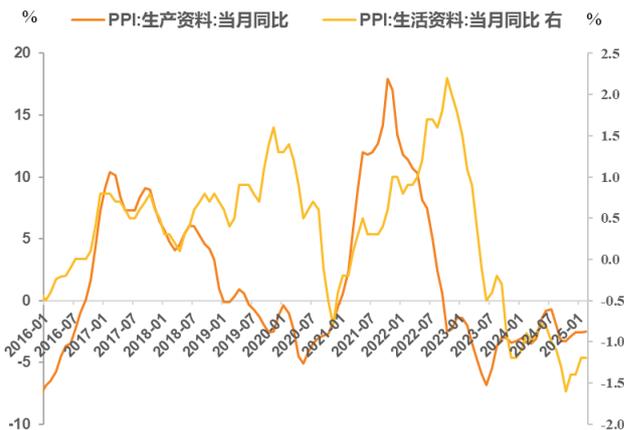
**PPI：生产资料降幅收窄，生活资料降幅持平。**2月生产资料同比-2.5%，前值-2.6%，环比-0.2%，前值持平；生活资料同比-1.2%，前值-1.2%，环比 0%，前值持平。其中，石油和天然气开采业环比 0.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比 0.9%，煤炭开采和洗选业环比为-3.3%，电力、热力的生产和供应环比为-0.5%。

图 11: CPI 食品项、非食品项同比转负



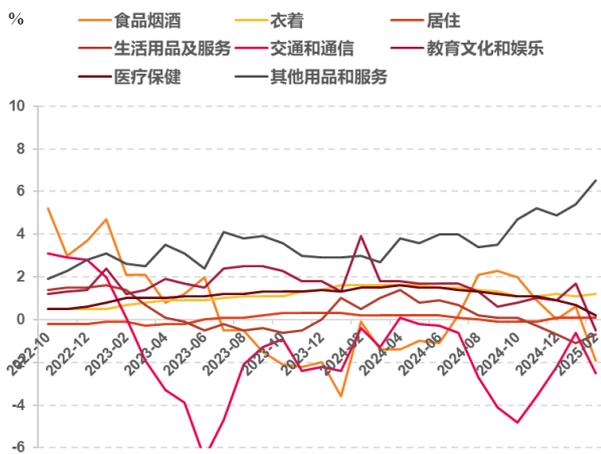
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: PPI 生产资料降幅收窄, 生活资料降幅持平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: CPI 食品烟酒分项下行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 核心CPI 同比回落 (单位%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 社融脉冲小幅回升, 新增政府债同比回升

2025 年 2 月社融规模增量为 2.23 万亿元, 比上年同期多 7374 亿元, 社融存量同比 8.2%。社融脉冲小幅回升, 社融脉冲指数由 1 月的 24.21%回升至 2 月的 24.63%。新增社融的同比变化结构中, 新增政府债同比回升, 同比增 10956 亿元, 表外三项同比收窄, 新增人民币贷款同比转负, 同比减 3267 亿元。

信贷结构方面, 新增企业中长贷同比转负, 居民中长贷同比少增收窄。2 月金融机构新增人民币贷款同比增加 7374 亿元, 居民新增贷款同比转正。分项方面, 1) 居民短贷同比增加 2127 亿元, 上个月为减少 4025 亿元, 中长贷同比减少 112 亿元, 上个月为减少 1337 亿元, 居民中长贷 TTM 同比增速报-23.84%, 前值-28.36%; 2) 企业方面, 票据同比增加 4460 亿元, 前值为增加 4584 亿元, 企业短贷同比减少 2000 亿元, 上个月为增加 2800 亿元, 中长贷同比减少 7500 亿元, 上个月为增加 1500 元, 企业中长贷跌幅小幅走阔, TTM 同比报-30.1%, 前值-23.5%。

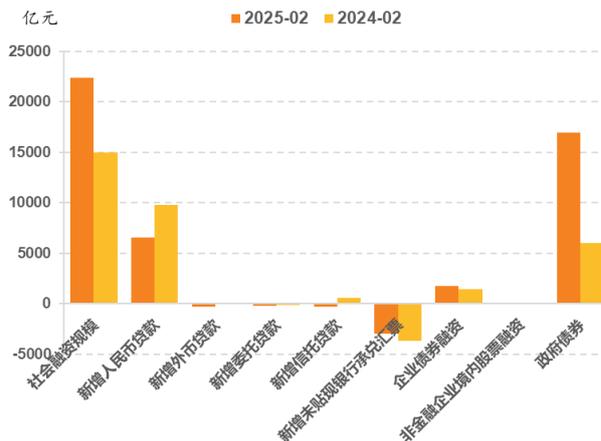
社融-M2 的剪刀差回升至 1.2%, 反映超额流动性回落。2 月 M1 增速为 0.1%, 前值 0.4%, M2 增速为 7%, 前值持平, 社融同比增速为 8.2%, 前值 8%。M1-M2 剪刀差为-6.9%, 前值-6.6%。

图 15：2025 年 2 月社融脉冲升至 24.63%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：社融同比结构中新增政府债同比回升



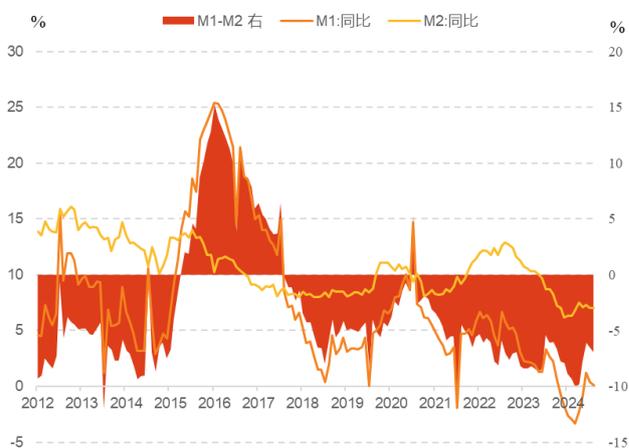
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：新增人民币贷款同比回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：M1 回落，M2 持平，M1-M2 剪刀差走阔至 6.9%



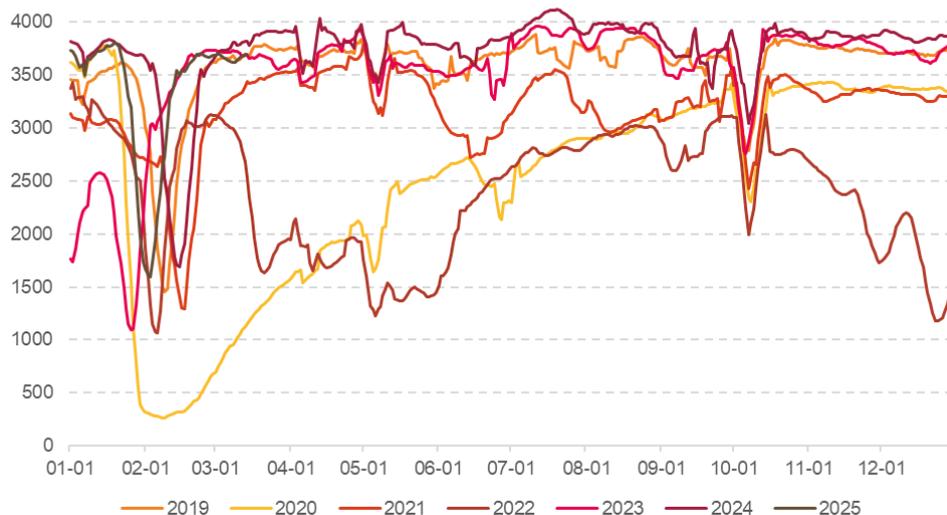
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 交运高频指标跟踪

截至 2025/3/14，一线城市地铁客运量（MA7）报 3688 万人次，较上周五的 3620 万人次回升。

图 19：一线城市地铁客运量

一线城市地铁客运量：万人次(MA7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 普林格同步高频指标跟踪

### 2.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/3/16，工业生产腾落指数为 119，3/9 为 118。从分项上看，唐山高炉、山东地炼、轮胎回升，甲醇、纯碱回落。（水泥数据滞后，当期记为 0，涤纶长丝本期未更新，记为 0）

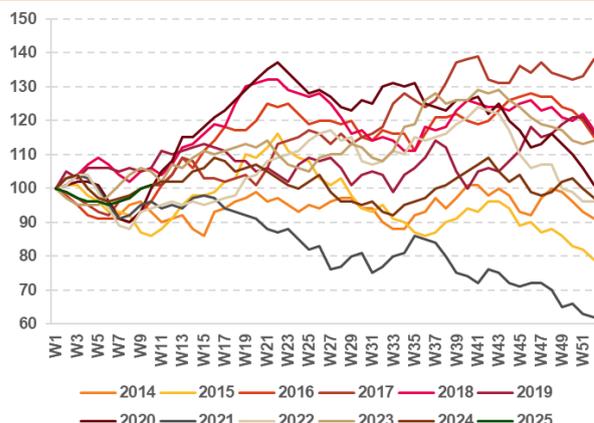
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 20：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：工业生产腾落指数（分年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.5. 国内政策跟踪

本期关注重点：中国人民银行党委召开扩大会议；总理李强主持召开国务院第八次全体会议。

图 22：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年3月11日	《深圳市促进风投创投高质量发展行动方案（2025-2026）》	到2026年底，力争在全市范围内形成“双万”格局——万亿级“20+8”产业基金群、经备案的股权投资及创业投资基金数量突破1万家（只），风投创投基金以IPO（首次公开募股）等形式退出的规模位居全国前列，“投早投小投硬科技”基金规模以年均15%增长，持续投入“20+8”产业集群，加快建成香蜜湖、深圳湾、前海湾、光明科学城等风投创投集聚区，提供不少于500万平方米产业空间载体和配套设施，风投创投生态氛围及营商环境国内领先，成为立足深圳、服务全国、联通港澳和全球的创新资本集聚地和耐心资本、大胆资本发展高地。
2025年3月12日	李强主持召开国务院常务会议	李强主持召开国务院常务会议，讨论通过《国务院2025年重点工作分工方案》，审议通过《国务院关于修改〈快递暂行条例〉的决定（草案）》。会议指出，刚刚闭幕的十四届全国人大三次会议审议通过的《政府工作报告》，明确了全年经济社会发展目标任务。各部门、各单位要主动对号入座，以更加强烈的担当、更加积极的作为，把各项工作任务完成好，以实干实绩兑现向人民作出的庄严承诺。要细化措施加快落实，与各种不确定因素抢时间，紧抓快干、靠前发力。同时密切跟踪形势变化，做好政策储备，确保需要时能够及时推出、尽快见效。
2025年3月12日	工业和信息化部党组书记李乐成主持召开干部大会	要推进科技创新和产业创新融合发展，大力提升产业科技创新能力，深入实施国家科技重大专项和国家重点研发计划重点专项。要推动产业体系优化升级，开展标准提升引领传统产业优化升级行动，加快制造业数字化、绿色化转型，持续推进“人工智能+”行动，培育壮大智能网联新能源汽车、商业航天、低空经济、生物制造、具身智能等新兴产业和未来产业。优化国防科技工业体系和布局。要持续推动信息通信业高质量发展，扩大5G规模化应用，加快6G研发进程，推动工业互联网创新发展，推进算力中心建设布局优化，创新行业监管方式，强化网络和网络安全保障，加强无线电管理，提升频谱技术创新能力和频谱资源开发利用水平。
2025年3月13日	中国人民银行党委召开扩大会议	实施好适度宽松的货币政策。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。进一步疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制，推动社会综合融资成本下降。加强与市场沟通，提升政策透明度。坚持市场在汇率形成中的决定性作用，强化预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2025年3月13日	内蒙古呼和浩特发布育儿补贴细则	生育一孩一次性发放育儿补贴10000元；生育二孩发放育儿补贴50000元，按照每年10000元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴100000元，按照每年10000元发放，直至孩子10周岁。
2025年3月14日	总理李强主持召开国务院第八次全体会议	总理李强主持召开国务院第八次全体会议，深入学习贯彻习近平总书记在全国两会期间的重要讲话和全国两会精神，对落实国务院2025年重点工作进行部署。李强指出，本届国务院履职之初，就明确提出要“当好贯彻党中央决策部署的执行人、行动派、实干家”。两年来的实践使我们深切感到，这一定位是本届政府的立身之本，也是本届政府最鲜明的标识。今后一个时期，我们面临的形势更加复杂多变，承担的任务更为艰巨繁重，进一步履行好职责使命，必须更加坚定更加自觉地贯彻落实好习近平总书记重要指示精神和党中央决策部署，做雷厉风行的执行人、攻坚克难的行动派、善作善成的实干家。

资料来源：中国政府网，深圳市地方金融管理局，工信部，央行，呼和浩特市人民政府网，天风证券研究所

### 3. 国际：美国 2 月通胀降温

#### 3.1. 国际大事跟踪

##### 3.1.1. 俄乌冲突跟踪

**美乌发表联合声明：乌将实施 30 天临时停火。**据路透社报道，当地时间 3 月 11 日，美国和乌克兰高级别代表团在沙特吉达的会谈结束，随后美乌发表联合声明，乌克兰愿接受美国提出的 30 天临时停火。乌克兰表示，愿意接受美国的建议，立即实施为期 30 天的临时停火，经双方同意可延长停火期限，但须经俄罗斯接受并同时实施。声明还称，双方同意尽快达成一项开发乌克兰关键矿产资源的全面协议。

**普京：俄方同意停火但许多“严肃”问题需要商讨解决。**俄罗斯总统普京 3 月 13 日表示，俄方支持以和平方式结束乌克兰危机的倡议，但需要商讨解决一系列“严肃”问题。普京当天在莫斯科与到访的白俄罗斯总统卢卡申科会晤后举行的联合记者会上表示，俄方同意与乌方停止作战行动的建议，但前提是停火能够带来持久和平并消除这场危机的根源。

**俄总统助理：俄美两国已重建对话。**据俄罗斯卫星通讯社 3 月 15 日报道，俄总统助理乌沙科夫表示，俄罗斯与美国政府之间已重建对话，并将定期通过多种渠道进行对话。乌沙科夫表示，俄总统普京正密切关注在与现任美国政府重建对话期间，提出的所有问题。针对在俄库尔斯克州的军事行动，乌沙科夫表示，俄方已经收到美国总统特朗普发出的信号，普京保证如果乌克兰同意下令让乌军放下武器投降，在库尔斯克州被围困的乌军官兵将得到生命安全保障和体面待遇。

以上消息来源于中新网。

##### 3.1.2. 中东冲突跟踪

**巴以展开新一轮谈判。**据卡塔尔半岛电视台报道，哈马斯高级官员阿卜杜勒·拉赫曼·沙迪德(Abdel Rahman Shadid)3 月 11 日晚间发表声明称，哈马斯与以色列当天在多哈展开新一轮谈判。哈马斯方面正在积极、负责任地处理谈判事宜，并认为谈判可能会就加沙地带停火协议的第二阶段取得“切实进展”。《以色列时报》、以色列 12 频道电视台(Channel 12)报道称，以色列代表团的谈判重点仍在于推动延长停火协议的第一阶段，要求哈马斯释放被扣押人员、同意非军事化并离开加沙地带。加沙地带停火协议于 1 月 19 日生效，分三阶段实施。第一阶段已于 3 月 1 日到期，但巴以双方未能就进入协议的第二阶段达成一致。以色列总理办公室于 3 月 2 日宣布，暂停允许一切物资进入加沙地带。

**也门胡塞武装宣布恢复对以海上打击。**据路透社、法新社报道，也门胡塞武装发言人叶海亚·萨雷亚 3 月 11 日在该组织控制的马西拉电视台发表讲话时宣布，结束自加沙地带停火以来的平静期，即刻恢复禁止所有以色列船只只在红海、阿拉伯海、曼德海峡和亚丁湾等指定区域内通行的禁令，将对违反通行禁令的以色列船只进行军事打击。萨雷亚表示，该禁令将“一直有效”，直到以色列重新开放过境点，恢复允许食品、药品等人道主义援助物资进入加沙地带。

以上消息来源于中新网。

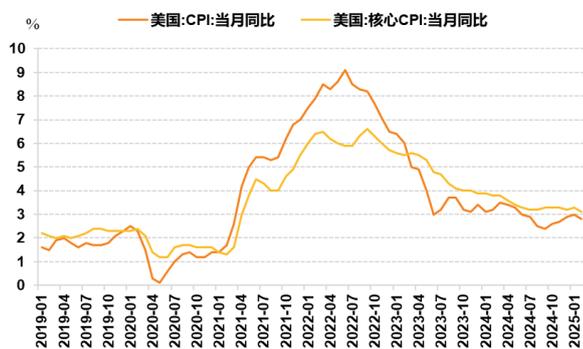
#### 3.2. 美国 2 月通胀降温

**美国 2 月通胀、核心通胀均低于预期且边际下行。**2 月 CPI 同比增长 2.8%，前值 3%，预期 2.9%，环比录得 0.2%，前值 0.5%，预期 0.3%；核心 CPI 同比 3.1%，前值 3.3%，预期 3.3%，环比增长 0.2%，前值 0.4%，预期 0.3%。

分项看，能源 CPI 环比为 0.2%，前值 1.1%。核心商品 CPI 环比增速 0.2%，前值 0.3%，其中

新交通工具价格环比-0.1%，前值 0%。核心服务通胀环比为 0.3%，前值 0.5%，其中房租环比 0.3%，前值 0.4%，运输服务和医疗保健环比增速分别为-0.8%、0.3%，前值 1.8%、0.2%。

图 23：美国 2 月 CPI 同比回落，核心 CPI 回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：美国 2 月 CPI 细分（环比）

指标 (单位: %)	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
CPI	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
食品	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
能源	0.2	1.1	2.4	0.1	(0.2)	(1.0)
核心CPI	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
商品, 不含食品和能源类商品	0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2
新交通工具	(0.1)	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1
二手汽车和卡车:季调	0.9	2.2	0.8	1.3	1.2	0.5
服务, 不含能源服务	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
收容所 (房租)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
运输服务 (机票)	(0.8)	1.8	0.5	0.1	0.4	1.2
医疗保健	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4
教育	(0.2)	0.1	(1.3)	(0.9)	(0.3)	(0.6)

资料来源：Wind，天风证券研究所

据 CME “美联储观察”，截至 2025/3/15，美联储 2025 年 3 月降息 25 基点的概率为 2%，维持现有利率的概率为 98%。

图 25：CME 降息概率情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	27.7%	71.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.0%	57.7%	22.9%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.9%	32.6%	45.5%	14.8%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.2%	22.4%	40.3%	27.1%	5.9%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.6%	27.7%	36.4%	20.7%	4.2%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	16.7%	31.1%	30.3%	14.3%	2.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.1%	1.0%	5.9%	18.3%	31.0%	28.5%	13.0%	2.3%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.3%	2.0%	8.6%	21.0%	30.5%	25.1%	10.7%	1.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.6%	9.6%	21.8%	30.0%	23.9%	9.9%	1.6%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.6%	3.1%	10.6%	22.5%	29.6%	22.9%	9.3%	1.5%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.7%	3.4%	11.1%	22.8%	29.3%	22.3%	8.9%	1.4%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.7%	11.4%	23.0%	29.1%	21.9%	8.7%	1.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.4%	10.7%	21.9%	28.5%	22.5%	9.9%	2.0%	0.1%
2026/12/9	0.6%	3.1%	9.8%	20.5%	27.7%	23.3%	11.5%	3.0%	0.4%	0.0%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

## 4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

赛点 2.0 第三阶段攻坚，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+ (详见《DeepSeek 系列：AI+ 投资图谱》(20250206))，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏(《让一部分人先消费起来》(20250102))，3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头(哪怕是很弱的斜率)，以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

## 5. 重点大事前瞻

图 26：重点大事前瞻



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 6. 风险提示

地缘冲突超预期, 海外通胀持续性超预期, 流动性收紧超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com