

# 两会后政策靠前发力

## 政策与大类资产配置周观察

### 海内外政策要闻

**2025年全国两会顺利闭幕。**第十四届全国人民代表大会第三次会议在圆满完成各项议程后，3月11日下午在北京人民大会堂闭幕。会议表决通过了**2025年政府工作报告、执行情况、预算决议以及最高法和最高检工作报告以及《中华人民共和国全国人民代表大会和地方各级人民代表大会代表法（修正草案）》**。3月12日国务院总理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**》，就今年工作开始落实。

**美国会通过短期支出法案避免政府停摆。**3月11日，美国国会众议院通过一项短期支出法案，旨在为联邦政府继续提供资金至9月，以避免部分联邦机构关门。随后，美国国会参议院当地时间3月14日就短期支出法案进行投票，以62票赞成、38票反对的票数，法案已获投票通过。3月15日晚，美国总统特朗普签署了共和党起草的政府支出法案，以避免政府关门。

### 国内外政策导向分析

**上周（3.10-3.14）海外政策聚焦美国国会再度通过短期支出法案，避免政府临时“停摆”。**美乌达成临时停火等共识，随后美国中东问题特使威特科夫13日晚在莫斯科与普京举行会谈。

**上周（3.10-3.14）国内政策主要聚焦于十四届人大&政协三次会议正式闭幕；国务院分别召开常务会议和第八次全体会议，落实好《政府工作报告》中具体工作；总书记在《求是》撰文，坚持和落实“两个毫不动摇”；货币财政方面，中国人民银行党委召开扩大会议以及信贷、征信工作会议，强化实体经济支持；资本市场方面，证监会党委召开扩大会议，研究部署资本市场贯彻落实具体举措；上交所分别发布《践行中国特色金融文化行动》及《进一步做好金融“五篇大文章”》方案；产业方面，四部门联合发布《人工智能生成合成内容标识办法》；中办、国办印发《提振消费专项行动方案》；地产方面，自然资源部&财政部发布土储专项债新规；民营房企座谈会召开。**

**1、权益：**A股方面，3月以来主板各大指数普遍延续反弹，其中中证500指数和深证综指前两周一周反弹超过4%。**政策影响：**央行党委再提“择机降准降息”；证监会召开党委研究部署资本市场贯彻落实具体举措。

**2、固收：**受开年降息预期落空以及央行回笼资金超预期影响，3月以来央行总共回笼资金10730亿元（含国库现金）。3月以来DR007维持在1.8%上下。3月14日收于1.81%。**政策影响：**2025年财政工作会议讲话披露**财政工作五大坚持**。

**3、大宗商品：**有色金属3月一路上行；原油震荡下行；贵金属持续上行；黑色金属震荡走弱；3月猪肉延续回调。**政策影响：**美国铜关税落地强化美铜供应短缺预期；欧佩克维持全球石油需求预测，报告产量跃升；中国央行连续4月增持黄金；政府工作报告强调稳地产新思路；2025年“三农”工作持续强化。

**4、外汇：**受强劲的劳动力市场和通胀缓解的支撑，截至3月14号，美元指数在103.7附近跌势缓解。人民币3月初以来贬值压力有所缓解，但中旬有所反弹，截至3月14日报7.2382，离岸-在岸利差为7bp。**政策影响：**中国人民银行、国家外汇管理局持续**扩大跨国公司本外币一体化资金池业务试点**；国家外汇局召开党组扩大会议传达学习全国两会精神；继欧央行降息后，上周加拿大央行再度降息25bp。

### 大类资产轮动展望

权益赛点2.0第三阶段攻坚（恒生先行，A股滞后），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。重视黄金，债券重点挖掘转债。我们预计两会后**财政扩张和货币适度宽松的协同配合**以及提振消费有关措施落地有望逐步对冲特朗普冲击。

**风险提示：**特朗普新政不确定性超出市场预期；隐债化解落地时滞；地缘政治冲突升级；贸易摩擦再度升级。

### 作者

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

**叶慧超** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525030001  
yehuichao@tfzq.com

### 相关报告

- 《投资策略：强化政策合力提振消费 - 多部委提振消费发布会点评》 2025-03-17
- 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用 - 中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-03-17
- 《投资策略：投资策略 - 高切低怎么看？》 2025-03-16

## 内容目录

<b>1. 海内外政策要闻</b>	<b>4</b>
1.1. 国内政策要闻	4
1.2. 海外政策要闻	6
1.3. 政策导向分析	7
<b>2. 权益市场分析</b>	<b>7</b>
2.1. 市场回顾	7
2.2. 政策影响分析	8
<b>3. 固收市场分析</b>	<b>11</b>
3.1. 市场回顾	11
3.2. 政策影响分析	11
<b>4. 大宗商品市场分析</b>	<b>13</b>
4.1. 市场回顾	13
4.1.1. 有色金属	13
4.1.2. 原油能化	13
4.1.3. 贵金属	14
4.1.4. 黑色金属	14
4.1.5. 农产品	14
4.2. 产业政策影响分析	16
4.2.1. 有色金属	16
4.2.2. 原油能化	16
4.2.3. 贵金属	17
4.2.4. 黑色金属	17
4.2.5. 农产品	17
<b>5. 外汇市场分析</b>	<b>18</b>
5.1. 市场回顾	18
5.2. 汇率政策影响分析	18
<b>6. 大类资产轮动展望</b>	<b>22</b>
<b>7. 本周大事前瞻</b>	<b>22</b>
<b>8. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 美国财政支出占比再度抬头 (%)	7
图 2: 2 月工业品价格出现积极变化 (%)	9
图 3: 主要指数表现 (点)	9
图 4: 主要指数表现 (点)	9
图 5: 主要股指换手率 (%)	10
图 6: 沪深两市市盈率 (倍)	10
图 7: 南向资金变化 (亿元)	10

图 8: 港交所主要指数市盈率 (倍)	10
图 9: 恒生 AH 溢价 (点)	10
图 10: 股指期货走势 (点)	10
图 11: 主要美股波动率 (%)	11
图 12: 主要美股走势 (点)	11
图 13: 今年开年信贷前置较为明显 (亿元)	12
图 14: 春节错位下 M1-M2 剪刀差有所回落 (%)	12
图 15: 美国国债收益率变化 (%)	12
图 16: TIPS 通胀预期 (%)	12
图 17: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)	12
图 18: 中资美元债指数 (点)	12
图 19: 联邦基金利率溢价 (%)	13
图 20: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)	13
图 21: RJ/CBR 指数 (点)	14
图 22: LME 铜价 (美元/吨)	14
图 23: 原油价格 (美元/桶)	14
图 24: EIA 库存 (千桶)	14
图 25: 金价再创新高 (美元/盎司)	15
图 26: 贵金属期货同步回升 (美元/盎司)	15
图 27: 金银比 (美元/盎司, 点)	15
图 28: 黄金 ETF 波动率处于低位 (点)	15
图 29: 螺纹钢价格 (元/吨)	16
图 30: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤)	16
图 31: 美元指数 (点)	19
图 32: 三大人民币汇率指数 (点)	19
图 33: 在岸-离岸利差 (点)	20
图 34: 离岸-NDF 利差 (点)	20
图 35: 海外宽松仍在延续 (%)	20
图 36: FRA-OIS 利差 (点)	20
图 37: 2 月外汇储备小幅增加 (亿美元)	20
图 38: 美国 2 月 CPI 增速小幅回落 (%)	21
图 39: CME 联邦利率观察 (截至 3 月 17 日)	22
表 1: 2024&2025 两会成果	4
表 2: 近期国内政策汇总	5
表 3: 各类资产涨跌幅汇总 (3.2-3.16)	17
表 4: 本周大事前瞻 (3 月 17 日-3 月 21 日)	22

## 1. 海内外政策要闻

### 1.1. 国内政策要闻

**2025年全国两会顺利闭幕。**第十四届全国人民代表大会第三次会议在圆满完成各项议程后，于3月11日下午在北京人民大会堂闭幕。会议经表决，通过了十四届全国人大三次会议关于政府工作报告的决议；通过了关于修改全国人民代表大会和地方各级人民代表大会代表法的决定、十四届全国人大三次会议关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划的决议；决定批准关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告，批准2025年国民经济和社会发展计划；表决通过并批准了十四届全国人大三次会议关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算的决议；另外也表决并通过了全国人大常委会工作报告的决议、关于最高人民法院工作报告的决议、关于最高人民检察院工作报告的决议。

**政策简评：**根据宪法以及相关法律规定，全国层面“一府一委两院”由全国人大产生，对全国人大负责和受其监督。因此，每年人大期间将会审议国务院作的政府工作报告、人大常委会工作报告以及最高法和最高检的工作报告。根据《预算法》，人大还负责审查和批准决算，听取和审议国民经济和社会；发展计划、预算的执行情况报告。除此以外，每年人大都会审议部分法律或是对现有法律进行修改。相比较去年两会表决通过了《中华人民共和国国务院组织法》，今年两会在一府两院报告外还组织审议并通过了《中华人民共和国全国人民代表大会和地方各级人民代表大会代表法（修正草案）》。政协方面，本届政协会议议程为听取和审议全国政协常委会工作报告和提案工作情况报告；列席十四届全国人大三次会议，听取并讨论政府工作报告以及其他有关报告；审议通过全国政协十四届三次会议政治决议、关于常委会工作报告的决议、关于全国政协十四届二次会议以来提案工作情况报告的决议、关于全国政协十四届三次会议提案审查情况的报告，整体安排与去年政协会议相仿。

表 1：2024&2025 两会成果

	2025 年	2024 年
人大立法安排	制定 <b>民营经济促进法</b> 、国家发展规划法、金融法、 <b>金融稳定法</b> 、耕地保护和质量提升法，修改反不正当竞争法、企业破产法、农业法、渔业法、民用航空法、银行业监督管理法等	制定金融稳定法、农村集体经济组织法、增值税法、民营经济促进法，修改矿产资源法、企业破产法、反不正当竞争法、会计法、招标投标法、统计法、民用航空法等
代表议案领域	多元化消费、科技产业创新、“ <b>人工智能+</b> ”、低空经济建设、民企权益、化解风险	新质生产力、数字经济、自贸区、高水平对外开放、城乡融合发展
政协决议	<b>要把服务中国式现代化作为工作主线</b> ，聚焦进一步全面深化改革、推动高质量发展、维护社会和谐稳定等方面的重点难点热点问题	要进一步全面深化改革，推进高水平对外开放，不断解放和发展社会生产力，激发和增强社会活力

资料来源：中国人大网、中国政协网等，天风证券研究所

**国务院落实部署《政府工作报告》工作。**3月12日国务院总理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**。要聚焦重点精准发力，善于找到**牵引性、撬动性**强的切入点，不断谋划新的抓手和载体，以点带面提升抓落实的整体效能。

**政策简评：**根据惯例，每年两会批准当年度《政府工作报告》后，国务院都会第一时间制定具体重点工作分工方案，就政府工作报告中细节部分进行分工。3月14日，国务院时隔1

个半月后召开了第八次全体会议，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**。李强总理表示，要找准工作抓手，集中力量抓好一批**牵引性、带动性强**的重点事项，充分发挥其对发展全局的带动和促进作用。**一是实施提振消费专项行动，二是推进全国统一大市场建设，三是实施“人工智能+”行动，四是推动制造业转型升级，五是推进以人为本的新型城镇化，六是加强高技能人才培养，七是抓好“高效办成一件事”**。同时，要加大高水平对外开放力度，积极稳外贸稳外资，有效应对外部冲击。我们预计在特朗普2.0关税持续加码、地方化债压力仍较大的背景下，**一季度稳消费、产业升级、稳外贸**等措施预计加速推进。

表 2：近期国内政策汇总

	政策名称	市场影响
重大会议&讲话	十四届全国人大三次会议在京闭幕	批准政府工作报告、预算决议、发展执行情况报告
	总书记在《求是》发表署名文章	坚持和落实“两个毫不动摇”
	国务院分别召开常务会议和第八次全体会议	落实政府工作报告具体工作
财政货币政策	中国人民银行召开2025年征信工作会议	持续加大对重点领域的征信支持力度
	中国人民银行召开2025年信贷市场工作会议	进一步增强金融支持的力度、可持续性和专业化水平
	外管局召开党组（扩大）会议	推动外汇领域深层次改革和高水平开放
	交易商协会召开支持民营企业高质量发展座谈会	为民营经济稳定健康发展和做优做大做强营造良好环境
	央行、外汇管理局持续扩大跨国公司本外币一体化资金池业务试点	加力推进外汇领域制度型开放，加快推动跨国公司跨境资金管理政策提质扩面
	中国人民银行党委召开扩大会议	传达学习总书记重要讲话精神和全国两会精神
	交易商协会规范银行间债券市场投资顾问服务有关事项	加强银行间债券市场自律管理，规范机构交易行为
	中国人民银行召开2025年科技工作会议	推动科技工作高质量发展迈上新台阶
证监会系统政策	证监会党委召开扩大会议	传达学习总书记重要讲话精神和全国两会精神
	上交所发布践行中国特色金融文化行动方案	做中国特色金融文化的践行者、引领者和传播者
	上交所发布《关于进一步做好金融“五篇大文章”的行动方案》	推动更多要素资源向科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等领域集聚
	《上市公司“提质增效重回报”专项行动一本通》发布	更好保障投资者特别是中小投资者合法权益
其他金融政策	证监会、公安机关下大力气整治股市虚假“小作文”	规范资本市场信息传播秩序和改善市场生态
	金融赋能民营企业高质量发展推进会召开	持续加大对硬科技、民营经济的支持
	金融监管总局党委召开扩大会议	传达学习总书记重要讲话和全国两会精神
地产政策	公安部&金管总局联合部署开展金融领域“黑灰产”违法犯罪集群打击工作	切实保护金融消费者合法权益，坚决维护金融管理秩序
	自然资源部&财政部发布土储专项债新规	更好支持各地运用专项债券开展土地储备工作
产业政策	民营企业座谈会召开	贯彻落实民营企业座谈会精神，提供政策建议
	推动人工智能与机器人产业创新发展若干政策措施发布	支持关键核心技术攻关、培育优质企业
	数据局召开推进中央企业数据开发利用工作座谈会	推动中央企业开放数据资源、促进数据互联互通
	深圳发布《2025年深圳商务投促领域支持政策要点》	多举措大力提振消费扩大内需
	工信部主持召开干部大会	传达学习贯彻总书记重要讲话精神和全国两会精神
	15部门统筹推进中小企业合规管理体系建设	完善覆盖重点领域、关键环节和重要人员的合规管理体系
	市场监管总局发布《关于推动网络交易平台企业落实合规管理主体责任的指导意见》	降低企业合规经营成本，推动平台经济规范健康持续发展
	国有企业改革深化提升行动第一次专题推进会召开	切实增强高质量完成深化提升行动的政治自觉和行动自觉
	四部门联合发布《人工智能生成合成内容标识办法》	促进人工智能健康发展，规范人工智能生成合成内容标识
	OPEC月报维持全球需求预测	预期全球产量有所提升
海关总署等部门进一步便利化通关措施	进一步促进国际航空客货运输发展，便利贸易和人员往来	

资料来源：中国政府网、中国人民银行等，天风证券研究所

## 1.2. 海外政策要闻

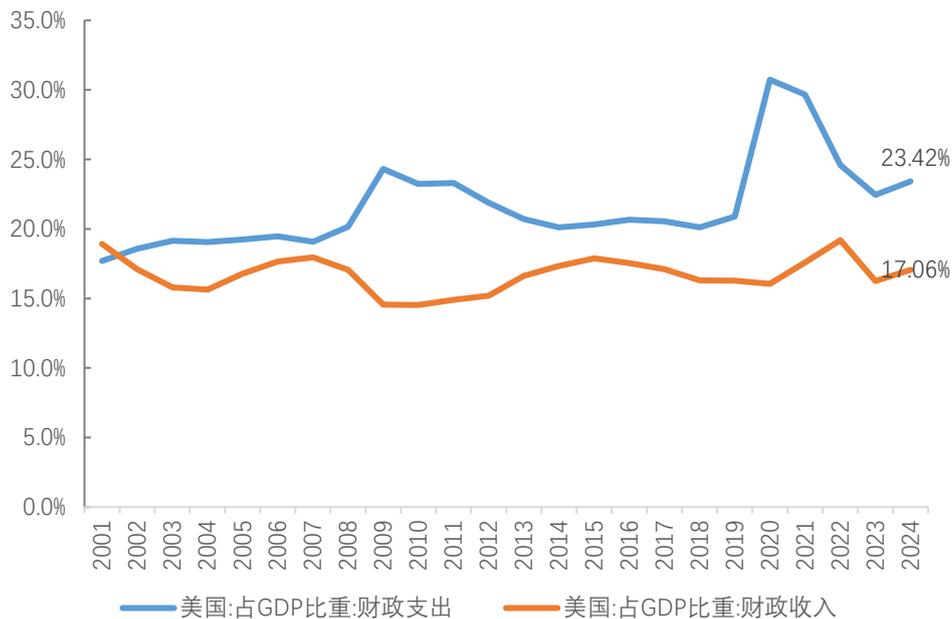
**美国会通过短期支出法案避免政府停摆。**3月11日，美国国会众议院通过一项短期支出法案，旨在为联邦政府继续提供资金至9月，以避免部分联邦机构关门。随后，美国国会参议院当地时间3月14日就短期支出法案进行投票，以62票赞成、38票反对的票数，法案已获投票通过。3月15日晚，美国总统特朗普签署了共和党起草的政府支出法案，以避免政府关门。

**政策简评：**2024年12月，拜登总统任期最后阶段美国上一任国会通过了短期支出法案，允许联邦政府维持现有支出水平至2025年3月14日。目前通过的法案基本按现有支出水平维持联邦政府运转至9月30日即2025财年年度结束。我们认为由于目前共和党同时掌握参众两院，**政府再度“停摆”的概率较低**。但新任财政部长此前一贯主张控制财政支出，将预算赤字削减至GDP的3%，近期发言表示希望市场关注10年期美国国债的收益率，以及如何压低该收益率，我们预计目前相对高利率环境下后续财政赤字仍将有所控制。

**美乌达成临时停火等共识。**3月11日，美国和乌克兰代表团11日晚结束当天在沙特阿拉伯城市吉达举行的会谈，双方宣布在**实施临时停火、恢复情报共享和安全援助**等议题上达成共识。根据会谈后发表的联合声明，乌克兰表示愿意接受美国提出的立即实施为期30天临时停火的建议。这一停火可在双方同意的情况下延长，并须经俄罗斯接受并同时执行。美国方面将立即恢复与乌克兰的情报共享，并恢复对乌克兰的安全援助。

**政策简评：**值得注意的是，自从2月底乌克兰总统泽连斯基和特朗普在白宫的会谈“不欢而散”后，3月以来双方都有所退让。本次达成的声明最后说，美乌两国总统同意尽快达成一项开发乌克兰关键矿产资源的全面协议，“**以加强乌克兰经济，抵消美国援助的成本，并确保乌克兰的长期繁荣和安全**”。泽连斯基也在媒体表示，乌美吉达会谈效果“**良好且富有建设性**”。乌方愿意接受美方30天停火的提议，但需要美方说服俄方采取相同措施，“**如果俄方同意，停火将立即生效**”。3月13日，美国中东问题特使威特科夫在莫斯科与普京举行会谈。随后，俄罗斯总统普京表示，俄方同意与乌方结束敌对状态的提议，但前提是停火能够带来长久和平，并消除引发乌克兰危机的根源。3月6日欧洲讨论防务自主和乌克兰问题的特别峰会上，匈牙利反对军事支持乌克兰的新计划，**凸显了欧盟内部在乌克兰问题上仍存在较大分歧**。3月15日欧洲多国再度召开会议，威胁加大对乌克兰的军事支持力度。我们认为本次美乌声明或仅仅是一个信号，但欧洲正逐步主导对乌克兰的援助，**后续停火依旧要关注德国新政府组阁以及英法两国态度变化**。

图 1：美国财政支出占比再度抬头 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 政策导向分析

**上周 (3.10-3.14) 海外政策聚焦美国国会再度通过短期支出法案，避免政府临时“停摆”。**美乌达成临时停火等共识，随后美国中东问题特使威特科夫3月13日晚在莫斯科与普京举行会谈。欧洲内部分歧仍然存在，后续停火进展仍需进一步观察。

**上周 (3.10-3.14) 国内政策主要聚焦于十四届人大&政协三次会议正式闭幕；国务院分别召开常务会议和第八次全体会议，落实好《政府工作报告》中具体工作；总书记在《求是》撰文，坚持和落实“两个毫不动摇”；货币财政方面，中国人民银行党委召开扩大会议，学习两会精神，择时降准降息；央行召开信贷市场和征信工作会议，加大对实体经济支持力度；资本市场方面，证监会党委召开扩大会议，研究部署资本市场贯彻落实具体举措；上交所分别发布《践行中国特色金融文化行动》及《进一步做好金融“五篇大文章”》行动方案；产业方面，数据局召开推进中央企业数据开发利用工作座谈会；工信部主持召开干部大会；四部门联合发布《人工智能生成合成内容标识办法》；中办、国办印发《提振消费专项行动方案》；其他金融政策方面，金融监管总局党委召开扩大会议学习两会精神；公安部&金管总局联合部署开展金融领域“黑灰产”违法犯罪集群打击工作；地产方面，自然资源部&财政部发布土储专项债新规；民营房企座谈会召开。**

## 2. 权益市场分析

### 2.1. 市场回顾

A股方面，3月以来主板各大指数普遍延续反弹，其中中证500指数和深证综指前两周反弹超过4%。万得微盘股指数3月以来也进一步反弹7.7%，3月14日再度创下今年新高。3月以来南向资金整体依旧为净流入，前两周总共流入908.09亿元。MSCI中国A股指数3月前两周反弹3.2%，3月14日收于突破3450点。股指期货方面，3月以来四大品种持续上涨，其中IC和IM分别反弹4.44%和4.97%。外盘方面受特朗普推出“对等关税”等贸易保护措施影响，3月前两周三大股指普遍再度回落，同时三大指数波动率也再度放大，道琼斯指数波动反弹超过16%。AH溢价指数3月以来持续收敛，3月14日收于131.2点。

## 2.2. 政策影响分析

### 货币财政政策：

央行再提“择机降准降息”。上周两会闭幕后，央行连续召开多个会议，研究今年征信、信贷等工作。信贷方面，央行表示要牵头抓好《国务院办公厅关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》落实，着力推动提升重大战略、重点领域和薄弱环节的融资可得性，增强金融产品服务供需适配度；征信方面，要聚焦金融“五篇大文章”，持续加大对科技创新、普惠小微、绿色发展等重点领域的征信支持力度，有效增加专业化特色化征信供给。3月13日又召开了党委会，传达学习总书记重要讲话精神和全国两会精神。央行表示，今年要注重目标引领，把握政策取向，讲求时机力度，强化系统思维，为推动经济持续回升向好营造良好的货币金融环境。具体要：1. 实施好适度宽松的货币政策，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；2. 加强重大战略、重点领域和薄弱环节的金融服务；3. 稳妥有效防范化解重点领域金融风险；4. 进一步全面深化金融改革开放；5. 纵深推进全面从严治党。

### 证监会系统政策：

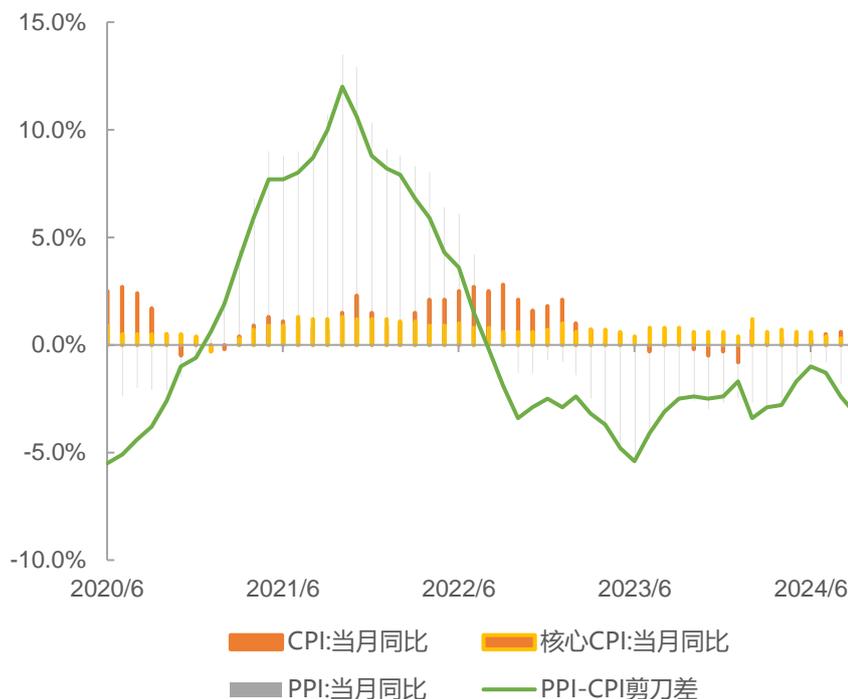
证监会研究部署资本市场贯彻落实具体举措。3月11日，中国证监会党委召开扩大会议，深入学习总书记在全国两会期间的重要讲话精神和全国两会精神，研究部署资本市场贯彻落实具体举措。证监会指出，今年要紧抓防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，强本强基、严监严管，扎实办好资本市场自己的事。具体要：1. 全力巩固市场回稳向好势头；2. 支持科技创新和新质生产力发展上持续加力；3. 进一步全面深化资本市场改革；4. 坚定扩大资本市场高水平制度型开放；5. 着力提升监管执法效能；6. 加快建设“三个过硬”的监管铁军。

上交所发布多个资本市场行动方案。两会闭幕后，上交所率先发布《关于进一步发挥交易所功能 引导行业践行中国特色金融文化的行动方案》。《方案》立足交易所功能发挥，聚焦弘扬和践行中国特色金融文化，围绕引领诚实守信的道德观、培育以义取利的义利观、厚植稳健审慎的风险观、激发守正创新的发展观、强化依法合规的治理观，引导行业机构把牢文化建设正确方向，坚守金融报国担当和为民情怀，将“五要五不”与主责主业有机融合，做中国特色金融文化的践行者、引领者和传播者。随后，又发布了《做好金融“五篇大文章”行动方案》。《方案》提出，充分发挥科创板服务“硬科技”企业功能，大力支持突破关键核心技术的优质科技型企业发行上市。完善适应科技型企业特点的再融资、并购重组、股权激励、股份减持等配套制度。支持符合条件的绿色企业上市融资、并购重组、发行债券等。我们预计在“新国九条”落地临近周年之际，除了公募基金改革方案以外，资本市场或再度出台针对民营企业 and “硬科技”企业的融资支持新政。

### 产业政策：

节后价格指标已出现积极变化。3月9日，统计局数据显示受春节错月、假期和部分国际大宗商品价格波动等因素影响，2月居民消费价格指数(CPI)环比下降0.2%，同比下降0.7%；工业生产者出厂价格指数(PPI)环比下降0.1%，同比下降2.2%。具体分项来看，食品价格回落3.3%，鲜菜、鲜果和水产品价格分别回落12.6%、1.8%和3.6%，猪肉上涨4.1%。受春节错位效应影响，山东寿光蔬菜价格指数2月下旬跌破110点。今年2月份全国雨雪冰冻天气较少，而上年同期部分地区出现两轮雨雪冰冻天气，叠加春节错位下居民CPI下行。工业品方面，2月份PPI环比、同比降幅均收窄0.1个百分点。主要受2月节后复工仍未恢复、国际油价再度下行传导效应所致。但2月PPI-CPI剪刀差较上月有所收窄至-1.5%，另外受消费需求回升影响，扣除能源的工业消费品价格环比和同比均上涨0.2%，工业品出厂价格中生产资料和生活资料环比2个月保持持平。整体来看，今年政府工作报告将通胀目标设定为2%，货币政策依旧强调“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”，我们预计在央行“择机降准降息”、财政“加力发行超长期特别国债”以及工业品补库存依旧延续下2025年一季度PPI同比降幅或再度收窄。

图 2：2 月工业品价格出现积极变化 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：主要指数表现 (点)



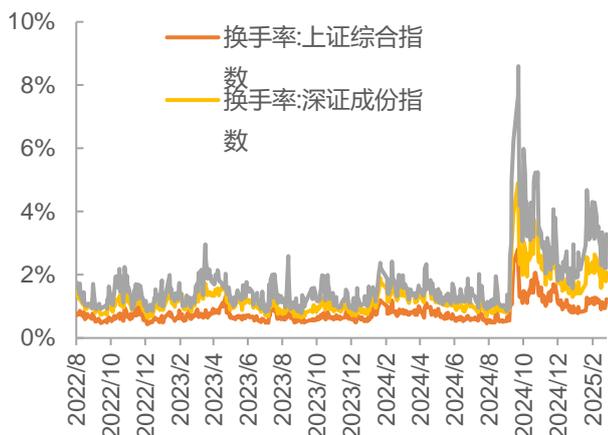
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：主要指数表现 (点)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5: 主要股指换手率 (%)



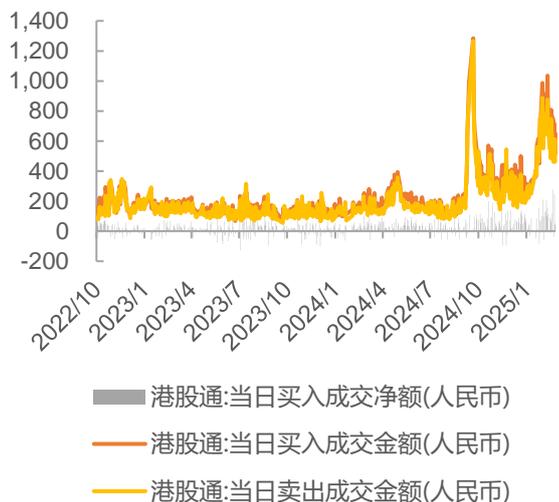
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 沪深两市市盈率 (倍)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 南向资金变化 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 港交所主要指数市盈率 (倍)



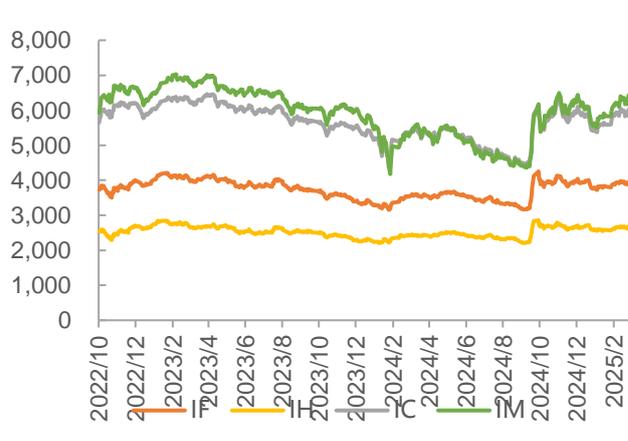
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 恒生 AH 溢价 (点)



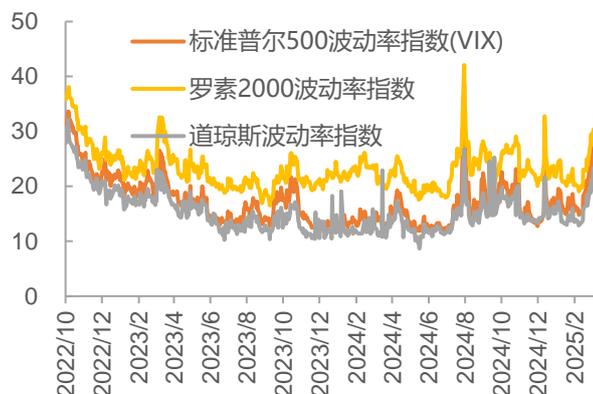
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 股指期货走势 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 主要美股波动率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 主要美股走势 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 固收市场分析

#### 3.1. 市场回顾

受开年降息预期落空以及央行回笼资金超预期影响, 3月资金面紧张整体维持紧平衡, 3月前两周央行总共回笼资金10730亿元 (含国库现金)。3月以来DR007维持在1.8%上下。3月14日收于1.81%。同时受民营企业座谈会提振信心影响, 进一步降息预期延后下长期收益率持续回调, 十年期国债收益率3月以来持续回调, 3月14日收至1.84%以上。

#### 3.2. 政策影响分析

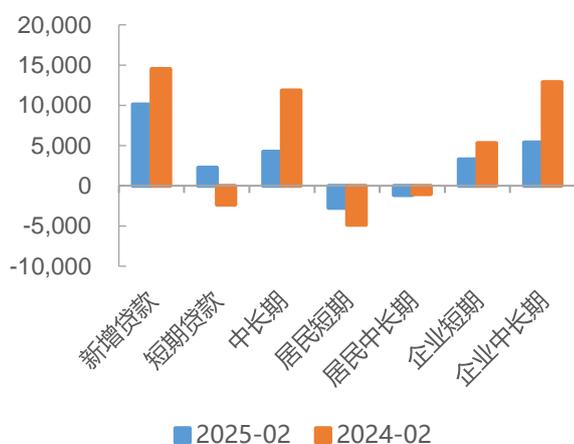
##### 货币财政政策:

**2025年财政工作会议讲话披露。**3月13日,《中国财政》杂志发表财政部部长蓝佛安文章《在全国财政工作会议上的讲话(节选)》。蓝佛安表示,做好2025年财政工作,必须落实稳中求进、以进促稳,守正创新、先立后破,系统集成、协同配合的要求,把握好五个坚持: **一是坚持做优增量、盘活存量;二是坚持小钱小气、大钱大方;三是坚持管理挖潜、花钱问效。稳步推进财政科学管理,全面提升服务党中央当家理财的能力水平;四是坚持防范风险、严肃纪律;五是坚持前瞻谋划、引导预期。**2025年财政重点工作有五个: **1. 支持扩大国内需求;2. 支持现代化产业体系建设;3. 支持保障和改善民生;4. 支持城乡区域融合发展;5. 支持生态文明建设;6. 支持高水平对外开放。**

**开年信贷投持续超预期。**2025年3月14日,央行公布数据显示,2025年2月社会融资规模为22333亿元,同比增速8.2%,较前值反弹0.2pct。**其中社融口径新增人民币贷款增加6506亿元,同比少增3267亿元,前两月累计进万亿,超过市场预期。**央行口径人民币贷款新增10100亿元,同比少增4400亿元。月末人民币贷款余额261.78万亿元,同比增长7.3%。细分结构来看,2月中长期贷款新增4250亿元,同比少增7612亿元。但以房贷为主的居民中长期贷款减少1150亿元,同比仅下降112亿元。企业中长期贷款新增5400亿元。同日公布的数据显示,2月M1和M2增速分别为0.1%及7%,**M1-M2剪刀差略微扩大至-6.9%,整体来看今年开年信贷前置效应明显。**2月社融中政府发债依旧是主要支撑,2月当月发债16967亿元,同比多增10956亿元。此前财政部长在发布会上表示,截至今年3月5日,地方共发行置换债券2.96万亿元。去年发行的2万亿元置换债券,利率水平下降平均超过2.5个百分点,部分地区下降更为明显,预计这部分置换债券5年利息减少2000亿元以上,极大减轻地方资金压力和利息支出。我们预计今年财政“更加给力”的提法下,地方化债进度或再度提前,同时货

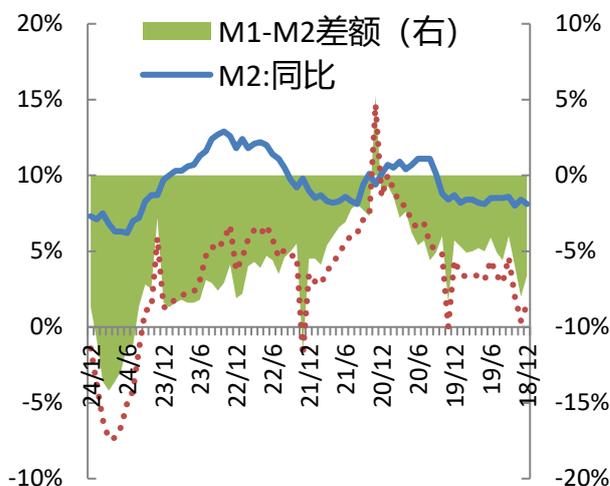
币“适度宽松”，保持流动性充裕。

图 13: 今年开年信贷前置较为明显 (亿元)



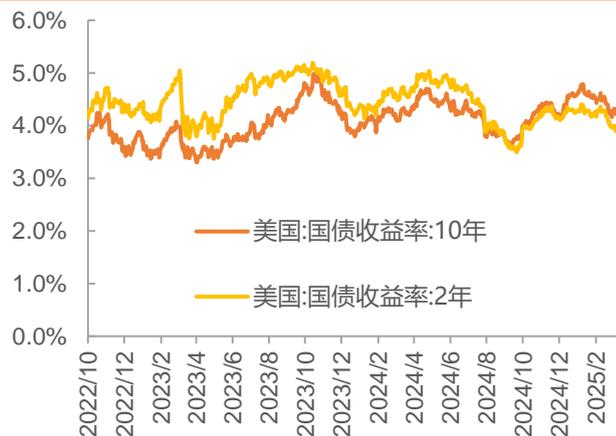
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 春节错位下 M1-M2 剪刀差有所回落 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 美国国债收益率变化 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: TIPS 通胀预期 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

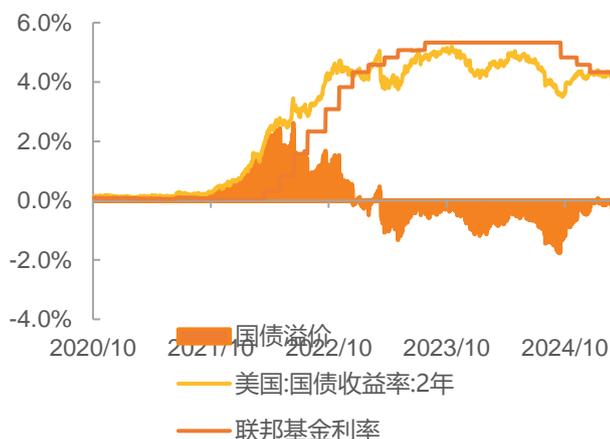
图 17: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)

图 18: 中资美元债指数 (点)

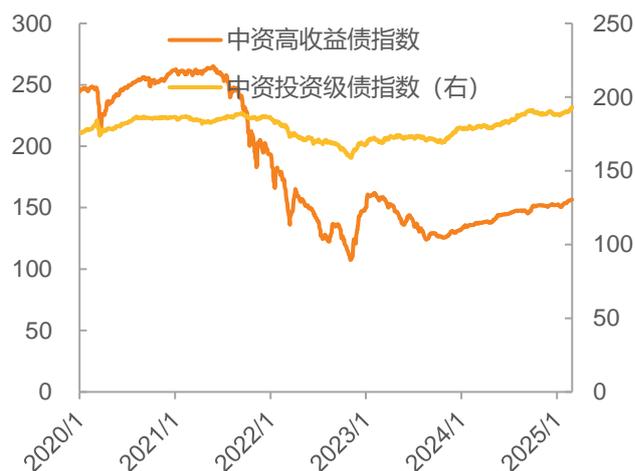


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 联邦基金利率溢价 (%)

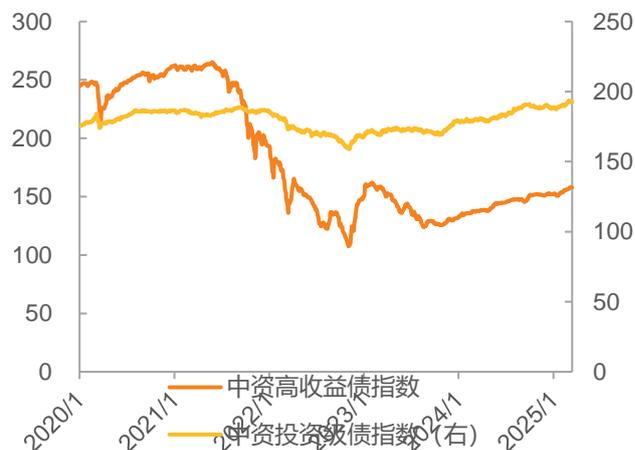


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 20: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4. 大宗商品市场分析

### 4.1. 市场回顾

#### 4.1.1. 有色金属

**有色金属价格一路上行。**3月初以来铜价一路上扬,截止3月14日,南华沪铜指数收于月内高点6586.30点,较月初上涨278.36点。LME铜期货价格走势与国内市场相似,3月初以来价格持续走高,于3月14日触及月内最高收盘价9805美元/吨,较3月初上涨418美元/吨。

#### 4.1.2. 原油能化

**原油价格震荡下行。**受俄乌局势近期有望缓和影响,3月初以来WTI原油现货震荡下行,截止3月14日收于67.18美元/桶,较上月末回落3.7%。布伦特原油价格走势与WTI类似,自月初以来震荡下行,3月14日收于71.67美元/桶,较上月末回落2.56%。

### 4.1.3. 贵金属

**黄金价格持续上行。**3月初以来，黄金避险属性凸显，伦敦现货金价整体维持在2900美元/盎司以上的强势区间，截止3月14日，收于2983.8美元/盎司。COMEX黄金期货主力合约走势与现货市场类似，盘中价格一度站上3000美元/盎司，**创下历史新高**。截止3月14日，COMEX黄金期货主力合约收于2990美元/盎司，较上月末上涨4.99%。**白银市场亦表现强劲，涨势较黄金更大。**COMEX白银期货主力合约3月14日收盘报34.35美元/盎司，较上月末上涨8.23%。由于3月初以来黄金上涨力度小于白银，金银比自91.04收窄至87.86。

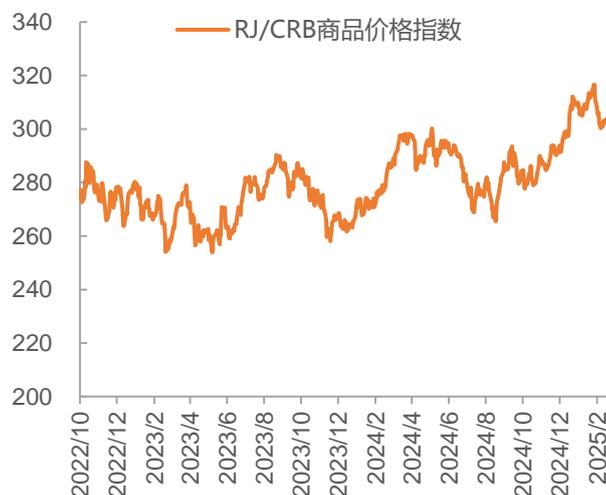
### 4.1.4. 黑色金属

**黑色金属窄幅震荡走弱。**3月初以来上期所螺纹钢主力合约价格逐步震荡回落，截止3月14日收于3257元/吨，较上月末下跌1.84%，整体呈现窄幅震荡偏弱走势。螺纹钢现货价格整体走势与期货市场保持一致，但跌幅较小。3月14日，螺纹钢现货价格收于3300元/吨，较上月末微跌0.3%。Wind数据显示，截至3月14日，h1月螺纹钢库存较一月末减少0.89万吨，热卷库存减少12.06万吨，线材库存增加2.32万吨，冷轧库存减少4.19万吨，整体来看补库存阶段告一段落。

### 4.1.5. 农产品

**猪肉价格降幅有所收窄。**自春节后以来，猪肉批发价持续下降，截止3月14日回落至20.79元/公斤，较2月末下跌0.07元/公斤，边际降幅改善。大商所生猪主力合约价格结束春节后回落趋势上涨，截止3月14日收于13565元/吨，较上月末上涨630元/吨。2月底大中城市出场价格回落至15.5元/公斤以下，猪粮比也跌至近7附近。

图 21: RJ/CBR 指数 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: LME 铜价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 原油价格 (美元/桶)

图 24: EIA 库存 (千桶)

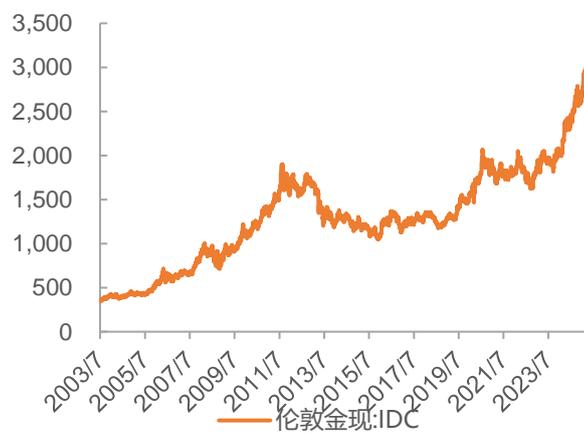


资料来源: Wind, 天风证券研究所



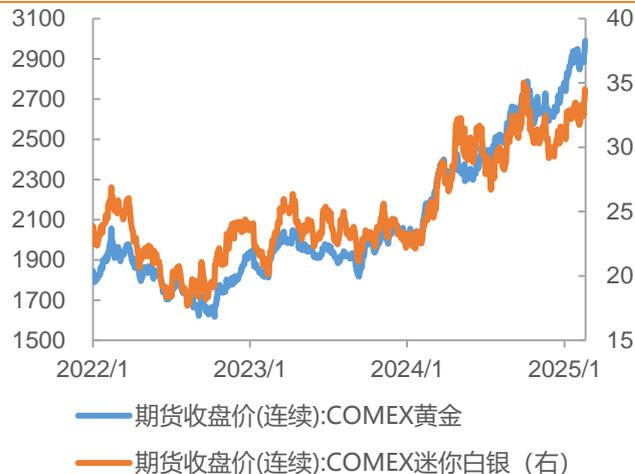
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 金价再创新高 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: 贵金属期货同步回升 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 金银比 (美元/盎司, 点)

图 28: 黄金 ETF 波动率处于低位 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 产业政策影响分析

### 4.2.1. 有色金属

**全球铜价近期持续走高。**伦敦金属交易所 (LME) 铜价已接近每吨 1 万美元关口。市场担忧特朗普政府对铜征收关税的预期，已经引发美国进口抢购潮，这场“抢铜大战”可能导致全球铜库存分布严重失衡，引发金属市场新一轮震荡。3 月 5 日，特朗普在国会发言中再次强调了对铜的关税，**并强调税率为 25%**。由于美国电解铜进口依存度在 50% 左右，铜关税新政落地强化美铜供应短缺预期，COMEX 铜期货急速冲高 5.5%，COMEX-LME 溢价达到 1010 美元/吨，已超过 2024 年 5 月挤仓行情时的溢价。套利交易下，COMEX、LME 和 SHFE 三地铜价同步上涨。

### 4.2.2. 原油能化

**欧佩克维持全球石油需求预测，报告产量跃升。**欧佩克 3 月 12 日发表月度报告，**维持其对 2025 年全球石油需求相对强劲增长的预测**，称航空和公路旅行将支持消费，并报告称，尽管减产协议正在进行，但哈萨克斯坦引领了 2 月份欧佩克+产量的增长。欧佩克在月度报

告中表示，2025年世界石油需求将增加145万桶/日，2026年将增加143万桶/日。这两项预测均与上月持平。欧佩克在报告中表示，**随着贸易政策的不断出台，贸易担忧预计将加剧波动**。然而，预计全球经济将进行调整。欧佩克公布的数据还显示，2月份更广泛的欧佩克+集团的产量增加了36.3万桶/日，其中哈萨克斯坦的产量增幅最大，主要由于该国在遵守欧佩克+的产量配额方面落后于其他国家。

#### 4.2.3. 贵金属

**中国央行连续4月增持黄金**。3月14日，COMEX黄金期货价格首度站上3000美元/盎司，现货黄金同步冲高至2989美元/盎司，**创历史新高**。中国央行黄金储备连续4月增长，总量达2,289.5吨，**成为全球主要购金央行之一**。全球央行2024年净购金量突破800吨，创历史新高，其中新兴市场央行（如印度、土耳其）主导购金趋势，推动黄金供需格局趋紧。世界黄金协会分析认为，央行购金行为反映对多元化储备资产的需求，黄金作为**“去风险”**工具的地位强化。新兴市场央行购金量占全球总量的80%，供需平衡格局料将支撑金价中枢上移。

#### 4.2.4. 黑色金属

**政府工作报告强调稳地产新思路**。3月9日，十四届全国人大三次会议在北京梅地亚中心新闻发布厅举行民生主题记者会。住房和城乡建设部部长倪虹在会上介绍我国城市更新实施情况，并指出，住建部将下功夫实施一批惠民生、促发展、防风险的更新项目。倪虹表示今年住建部将按照《政府工作报告》的部署，着力抓三件事：**一是把2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围**，因地制宜实施改造，也鼓励地方探索居民自主更新改造老旧住宅。**二是城中村改造范围已经扩大到全国地级及以上城市**，要在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模。**三是大力推进完整社区建设**，重点是聚焦“一老一小”，完善无障碍适老化配套设施，增补托育服务设施、儿童活动场地。

#### 4.2.5. 农产品

**2025年“三农”工作持续强化**。3月5日，国务院总理李强代表国务院向大会报告政府工作。2025年的涉农工作主要出现在报告第三部分第七项的**“着力抓好‘三农’工作，深入推进乡村全面振兴”**中，报告强调，“**坚持农业农村优先发展，学习运用‘千万工程’经验，完善强农惠农富农支持制度，千方百计推动农业增效益、农村增活力、农民增收收入**”，从**持续增强粮食等重要农产品稳产保供能力、毫不松懈巩固拓展脱贫攻坚成果、扎实推进农村改革发展**等三个方面对全年的“三农”工作进行了安排部署。

表 3：各类资产涨跌幅汇总 (3.2-3.16)

天风外盘播报

2025/3/16

## 外盘周度收益情况汇总

品种	单位	3月2日	3月16日	涨跌	涨跌幅
标普500	点	5,954.50	5,638.94	-315.56	-5.30%
欧洲STOXX50	点	4,761.56	4,585.91	-175.65	-3.69%
富时中国A50期货	点	13,219.00	13,739.00	520.00	3.93%
美元指数	点	107.56	103.74	-3.83	-3.56%
ICE布油连续	美元/桶	73.16	70.65	-2.51	-3.43%
伦敦金现	美元/盎司	2,857.00	2,983.80	126.80	4.44%
伦敦银	美元/盎司	31.12	33.83	2.72	8.73%
LME铝	美元/吨	2,604.00	2,688.50	84.50	3.25%
LME铜	美元/吨	9,361.00	9,793.00	432.00	4.61%
LME锌	美元/吨	2,798.00	2,985.50	187.50	6.70%
LME镍	美元/吨	15,590.00	16,550.00	960.00	6.16%
ICE11号糖	美分/磅	18.50	19.19	0.69	3.73%
ICE2号棉花	美分/磅	65.33	67.33	2.00	3.06%
CBOT大豆	美分/蒲式耳	1,025.00	1,017.00	-8.00	-0.78%
CBOT豆粕当月连续	美元/短吨	300.20	306.00	5.80	1.93%
CBOT豆油当月连续	美分/磅	44.12	41.65	-2.47	-5.60%
CBOT小麦当月连续	美分/蒲式耳	555.50	557.00	1.50	0.27%
CBOT玉米当月连续	美分/蒲式耳	469.50	458.75	-10.75	-2.29%
MDE原棕榈油指数	林吉特/吨	4,331.00	4,452.00	121.00	2.79%
***各价格为该日收盘价格。					
数据来源: Wind					

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 外汇市场分析

### 5.1. 市场回顾

受强劲的劳动力市场和通胀缓解的支撑，截至3月14号，美元指数在103.7附近缓解跌势。人民币3月初以来贬值压力有所缓解，但中旬有所反弹，截至3月14日报7.2382，离岸-在岸利差为7bp，人民币与NDF利差为11bp，整体来看特朗普关税政策出台以及地缘政治复杂多变下后续贬值压力仍需关注。截止3月14日CFETS人民币汇率指数、BIS货币篮子人民币汇率指数及SDR货币篮子人民币汇率指数分别较2月末下跌1.09、1.22和1.52点。

### 5.2. 汇率政策影响分析

#### 对外贸易政策:

中国人民银行、国家外汇管理局持续扩大跨国公司本外币一体化资金池业务试点。日前，中国人民银行、国家外汇管理局决定，在天津、河北、内蒙古、黑龙江、安徽、福建、山东、湖北、湖南、广西、重庆、四川、贵州、云南、新疆、厦门等省市进一步扩大跨国公司本外币一体化资金池业务试点，便利跨国公司企业跨境资金统筹使用。内容主要包括：一是允许跨国公司根据宏观审慎原则自行决定外债和境外放款的集中比例；二是允许跨国公司通过国内资金主账户办理境外成员企业本外币集中收付业务；三是进一步便利跨国公司可以人民币开展跨境收支业务；四是不涉及外债和境外放款额度的资本项目变更等业务可

以由银行直接办理。下一步，中国人民银行、国家外汇管理局将加力推进外汇领域制度型开放，加快推动跨国公司跨境资金管理政策提质扩面，不断提升跨境贸易和投融资便利化水平，更好服务实体经济高质量发展。

**国家外汇局召开党组扩大会议传达学习全国两会精神。**3月12日，国家外汇管理局党组书记、局长朱鹤新主持召开党组扩大会议，传达学习全国两会精神，研究部署贯彻落实工作。国家外汇管理局党组成员出席会议。会议强调，要认真落实《政府工作报告》明确的重点工作，以更加强烈的担当、更加积极的作为，扎实做好今年各项工作。**首先是要推动外汇领域深层次改革和高水平开放。**会议明确，以支持科技创新为重点，继续做好金融“五篇大文章”。积极稳外贸稳外资，推动贸易便利化政策优化扩围，提升贸易新业态外汇业务便利化水平，推进外商直接投资外汇管理改革，完善跨国公司资金池政策。以银行外汇展业改革为抓手，不断提升跨境贸易和投融资便利化水平。**其次是要防范外部风险冲击。**会议明确，完善跨境资金流动监测预警体系，加强外汇市场逆周期调节和预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，维护国际收支基本平衡。

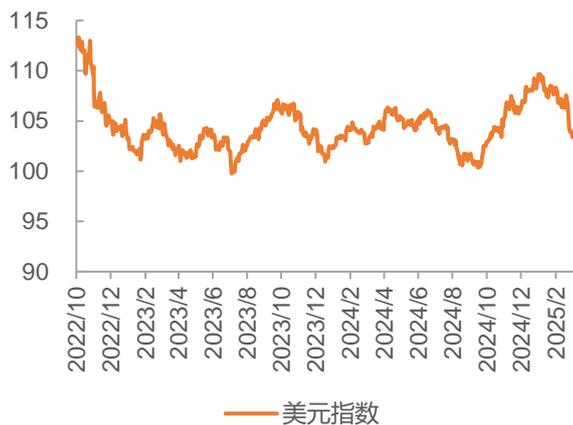
### 国际大事影响：

**美国2月CPI回落并未打消再通胀担忧。**3月12日，美国劳工部发布数据称，美国2月份消费者价格指数(CPI)同比上涨2.8%，环比上涨0.2%。这是美国通胀数据在连续三个月反弹之后，首次出现回落。其环比增幅也回到了2024年10月水平。2月份的数据整体而言要好于市场预期。从环比数据来看，除汽油、新车以及交通服务等部分领域的价格指数有小幅下降外，美国其他领域的物价仍在上涨。助推2月份价格上涨的因素，主要来自**住房、医疗保健等领域**。我们认为2月CPI以及核心CPI小幅回落并未反映出前期特朗普2.0关税政策的影响，且房租居高不下或意味着通胀粘性仍存，后续美国通胀仍有反弹空间，CME观察显示3月FOMC会议接近百分之百维持不变。

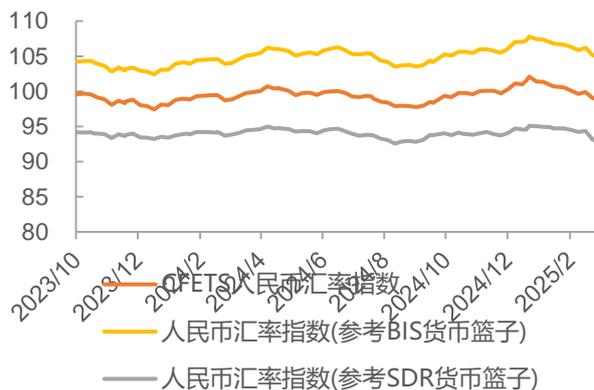
**自月初欧央行宣布降息25bp后，北京时间3月12日晚间加拿大央行宣布，将关键利率下调25基点至2.75%。**此次降息标志着加拿大央行**连续第七次放松货币政策**，在9个月内将基准利率总计下调225个基点，使其成为全球最激进的央行之一。加拿大央行行长麦克勒姆表示，**现在正面临“新危机”**，如果关税范围扩大、时间延长，经济遭受的打击可能会很严重。与此同时，加拿大正式宣布了对美国加征关税的反制措施。加拿大财政部长多米尼克·勒布朗宣布，从当地时间3月13日起，**加拿大将对价值298亿加元的美国钢铝商品征收25%的报复性关税**。随着马克·卡尼3月14日就任新一任加拿大总理，我们预计美加关税摩擦或进一步升级。

图 31：美元指数（点）

图 32：三大人民币汇率指数（点）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 在岸-离岸利差 (点)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 离岸-NDF利差 (点)



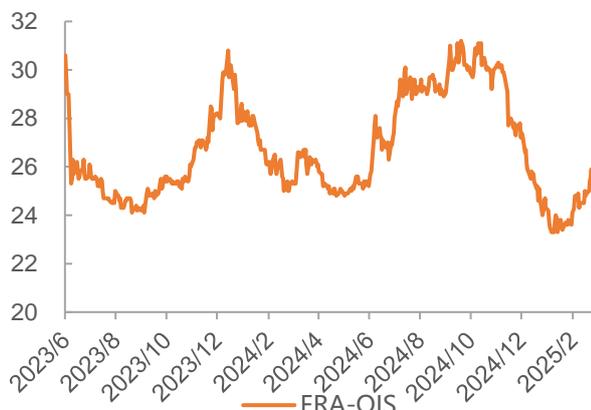
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 海外宽松仍在延续 (%)



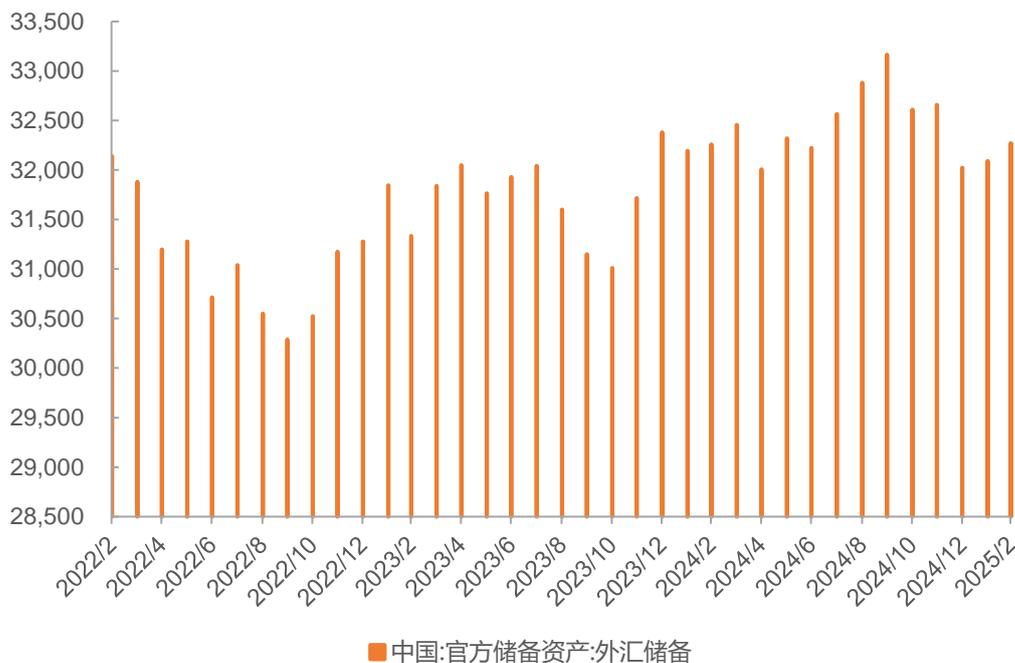
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: FRA-OIS 利差 (点)



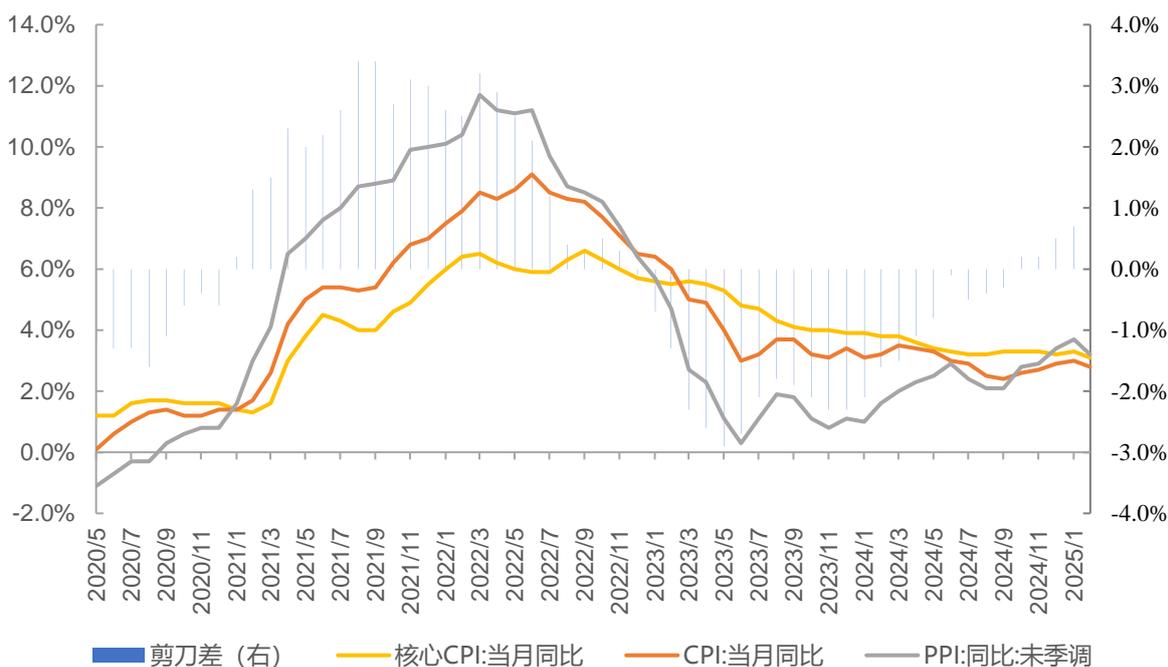
资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 37: 2 月外汇储备小幅增加 (亿美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: 美国 2 月 CPI 增速小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: CME 联邦利率观察 (截至 3 月 17 日)

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
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	15.8%	84.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	12.6%	70.2%	17.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	33.5%	51.0%	10.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	20.7%	43.2%	28.6%	4.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.8%	28.4%	38.2%	20.5%	3.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	15.8%	31.9%	31.9%	14.3%	2.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.8%	5.5%	18.1%	31.9%	29.4%	12.5%	1.7%
2026/3/18	0.0%	0.2%	1.7%	7.8%	20.7%	31.4%	26.2%	10.5%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.4%	9.3%	21.9%	30.8%	24.4%	9.5%	1.3%
2026/6/17	0.1%	0.5%	2.9%	10.3%	22.6%	30.4%	23.3%	8.9%	1.2%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.2%	10.8%	22.9%	30.0%	22.7%	8.5%	1.1%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.4%	11.1%	23.1%	29.8%	22.3%	8.3%	1.1%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.2%	10.4%	22.1%	29.2%	22.9%	9.6%	1.7%
2026/12/9	0.7%	3.4%	10.8%	22.3%	29.1%	22.6%	9.3%	1.7%	0.1%

资料来源: CME, 天风证券研究所

## 6. 大类资产轮动展望

权益赛点2.0第三阶段攻坚(恒生先行, A股滞后), 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。重视黄金, 债券重点挖掘转债。我们预计两会后财政扩张和货币适度宽松的协同配合以及提振消费有关措施落地有望逐步对冲特朗普冲击。

## 7. 本周大事前瞻

表 4: 本周大事前瞻 (3 月 17 日-3 月 21 日)

3月17日	3月18日	3月19日	3月20日	3月21日
国新办就国民经济运行情况、提振消费有关情况举行新闻发布会; 美国2月零售销售	英伟达举行GTC大会; 德国联邦议会审议财政扩张修正案; 欧元区3月ZEW景气指数	日央行利率决议; 欧元区2月CPI	美联储FOMC会议利率决议、季度预测; 中国3月LPR报价; 英国、瑞士央行利率决议	英伟达GTC大会结束; 日本2月CPI; 欧元区3月消费者信心指数

资料来源: 华尔街见闻, 天风证券研究所

## 8. 风险提示

特朗普新政不确定性超出市场预期; 隐债化解落地时滞; 地缘政治冲突升级; 贸易摩擦再度升级。

## 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，并应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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com