

金融市场分析周报

(2025.03.10-2025.03.14)

报告摘要

- **金融数据：**融资需求疲软及环比回落下，信贷新增不及预期，票据冲量特征明显，社融新增仍主要依赖政府债券。2月人民币贷款新增1.01万亿元，同比少增约4400亿元；社会融资规模增量为2.23万亿元，同比多增7374亿元，两者均低于市场预期值。2月历史上本来就属于信贷“小月”，贷款前移或后摆的情况较为明显，不过整体看金融数据依旧偏弱，社融总量主要依赖与政府债规模提振，同时信贷总量及企业中长贷受化债影响，结构上有一定的票据冲量特征，地产成色和居民中长贷数据表现一般。后续看，特殊再融资债供给短期内将有所回落，但化债进度将继续扰动企业中长期贷款，信贷边际改善可能性不大。
- **资金面分析：**央行持续净回笼下，资金价格维持波动；下周税期叠加MLF到期，央行支持仍关键。本周央行公开市场累计进行了5262亿元逆回购操作和1500亿元国库现金定存操作，本周央行公开市场共有7779亿元逆回购和900亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场全口径净回笼1917亿元。央行持续净回笼下，资金价格维持波动。3月份税期为3月17至19日，下周一开始税期来临，3月份虽非传统缴税大月，但当前资金环境下，税期对于资金面的影响仍需关注。下周政府债净融资额持续缩减，持续位于相对低位，预计对于资金面影响有限。下周央行资金面回笼仍较为明显，虽然逆回购到期额环比持续回落，但同时存在近4000亿元MLF到期，以及超一万亿元国库现金定存到期，资金面持续偏紧的大环境下，央行对于市场支持仍较为关键。
- **利率债：**经济数据方面，金融数据发布，整体较弱，贷款在1月开门红之后进入低迷，政府债继续支持，未来由于赤字率及政府债供给增加，将继续对社融拉动。供给方面，利率债发行量维持高位，但需求转

主要数据

上证指数	3429.7593
沪深300	4007.7229
深证成指	11014.7474

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

美国2月CPI不及预期，国内政府债券支撑社融增长 —2025-03-16
金融市场分析周报 —2025-03-13
季节性因素致通胀走弱，强力稳增长政策稳定预期 —2025-03-12

弱，周五 2 年和 30 年期国债中标利率高于二级市场。利率债“发飞”可能成为市场转折。政金债认购倍数尚可，但地方债供给压力显现。目前市场首先继续博弈资金放松，短端表现明显好于长端，长端受近期消费刺激及权益走强风险偏好提高影响。当前债市依旧处于博弈资金面+弱修复的情形之中，供给扰动较小，近期长端利率债已有较高配置价值，利率震荡下行趋势下继续把握交易性机会。

- **权益市场：本周市场多数上涨，消费风格表现较强。**本周市场多数上涨，消费风格表现较强。本周市场多数上涨，上证指数（1.39%）、深证成指（1.24%）、沪深 300（1.59%）、创业板指（0.97%）、中证 500（1.43%）、中证 1000（0.97%）表现较强；科创 50（-1.76%）表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 3.54%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、食品饮料、煤炭表现较强，分别上涨 8.18%、6.19%、4.84%；计算机、机械设备、电子表现较弱，分别下跌 1.36%、0.68%、0.62%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 16557.35 亿元，较上周减少 451.91 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。
- **美元指数分析：本周美国 2 月份数据显示通货膨胀边际降温，美国关税不确定性仍大，美元指数本周小幅回落。**本周美国 2 月份通胀数据公布，其中美国 2 月份 CPI 同比增长 2.8%，环比增 0.2%，均不及市场预期。随后公布的 PPI 数据延续弱势，同比增长 3.2%，低于市场预期的同时也较前值有所回落。本周美国关税政策持续变化，其中对所有进口钢铝征收 25%关税如期生效，但对加拿大等地区的关税亦存在反复。随美联储 FOMC 会议临近，美联储官员进入缄默期，本周对外发言较少。但本周欧洲央行行长表示，当前环境充满高度不确定性，可能对于欧洲央行短期通胀目标存在影响。整体来看，本周美国 2 月份数

据显示通货膨胀边际降温,美国关税不确定性仍大,美元指数本周小幅回落。

风险提示:货币政策超预期收紧,经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹,地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现,美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

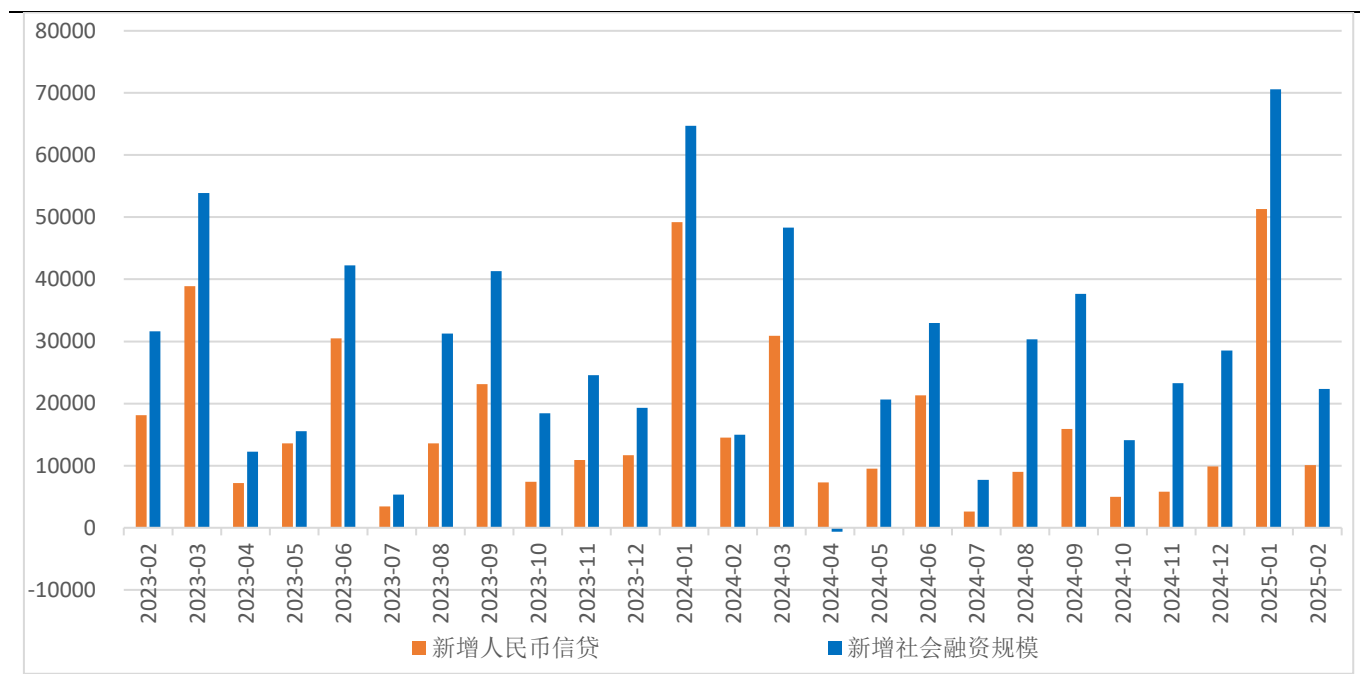
一、 本周重点经济	5
1.1 融资需求疲软及环比回落下，信贷新增不及预期，票据冲量特征明显，社融新增仍主要依赖政府债券	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：央行持续净回笼下，资金价格维持波动；下周税期叠加 MLF 到期，央行支持仍关键	8
2.2 利率债走势分析：央行本周继续回笼资金，振幅明显加大，市场仍在预期降准加息，金融数据较弱，利率债本周震荡上行	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率涨跌不一	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股	13
3.2 美元指数分析：本周美国 2 月份数据显示通货膨胀边际降温，美国关税不确定性仍大，美元指数本周小幅回落	14

一、 本周重点经济

1.1 融资需求疲软及环比回落下，信贷新增不及预期，票据冲量特征明显，社融新增仍主要依赖政府债券

需求疲软背景下，叠加 2 月是信贷“小月”，新增信贷和社融数据不及市场预期。2 月，人民币贷款新增 1.01 万亿元，同比少增约 4400 亿元；社会融资规模增量为 2.23 万亿元，同比多增 7374 亿元，两者均低于市场预期值。2 月历史上属于信贷“小月”，特别是春节落在 2 月，贷款前移或后摆的情况较为明显，整体看金融数据仍偏弱，社融总量依靠政府债规模提振，信贷总量及企业中长贷受化债影响，结构上有一定的票据冲量特征，地产成色和居民中长贷数据表现一般。后续看，预计 3 月特殊再融资债供给将有所回落，同时化债进度将继续扰动企业中长贷。

图 1：2 月新增信贷和社融规模均不及预期（亿元）

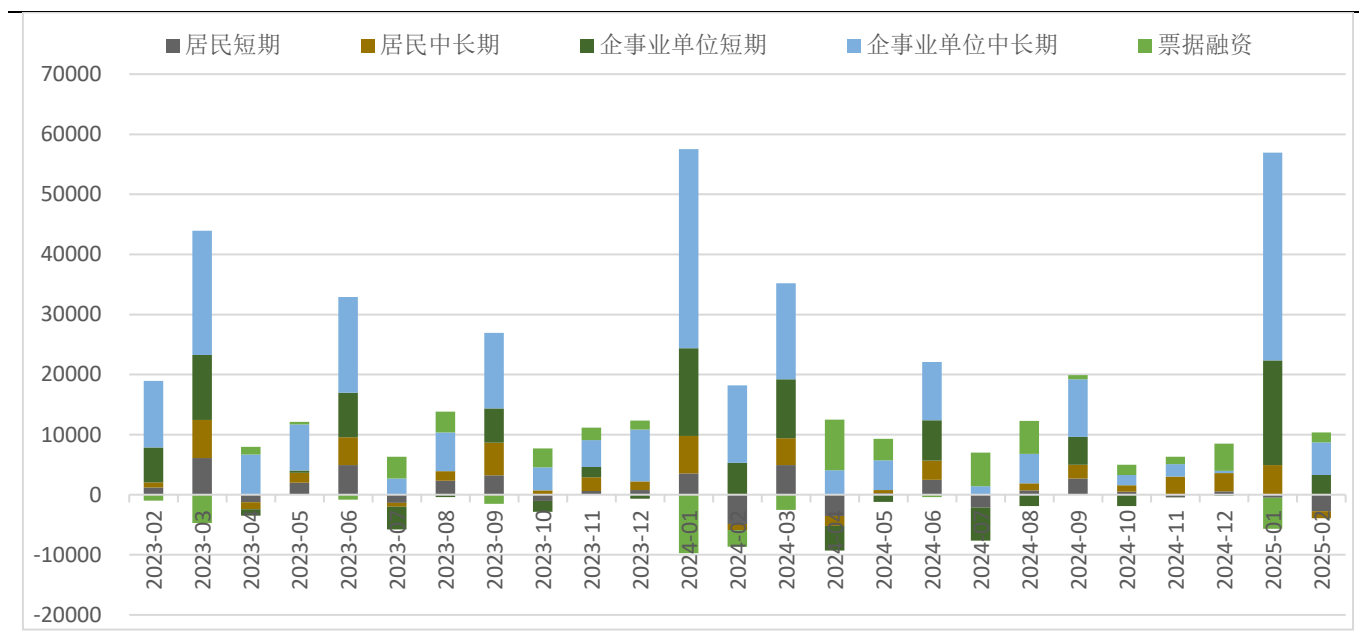


资料来源：Wind、中航证券研究所

信贷结构看，居民端，中长贷偏弱挂钩地产销售动能有所回落。2 月，住户贷款减少 3891 亿元，同比少减 2016 亿元，其中短期贷款减少 2741 亿元，同比少减 2127 亿元，去年四季度“降息”和第二轮调降存量房贷利率已改善居民提前还贷倾向，同时政府“大力提振消费”，并针对长期大额消费需求，研究提高消费贷款额度，预计后续居民部门短期贷款或将受政策提振；中长贷款减少 1150 亿元，同比多减 112 亿元。背后的主因反映季节性因素影响偏多，但也反映购房需求整体偏弱，今年春节过后 30 大中城市的销售量低于去年同期水平，二手房挂牌量环比回升幅度也低于过去两年回升幅度。企业端，中长贷受化债影响较大，总量上呈现一定的票据冲量特征。2 月，企（事）业单位贷款新增 1.04 万亿元，同比少增 5300 亿元，其中短期贷款增加 3300 亿元，同比少增 2000 亿元；中长期贷款增加 5400 亿元，同比少增 7500 亿元；票据融资增加 1693 亿元，同比多增 4460 亿元。票据是仅有的“同比多增项”，1 月国有大行贷款多增主要依赖票据融资，2 月这一趋势延续，而中小行 1

月信贷增长受春节因素和“早投放早受益”的策略推动，2-3月预计出现回落。

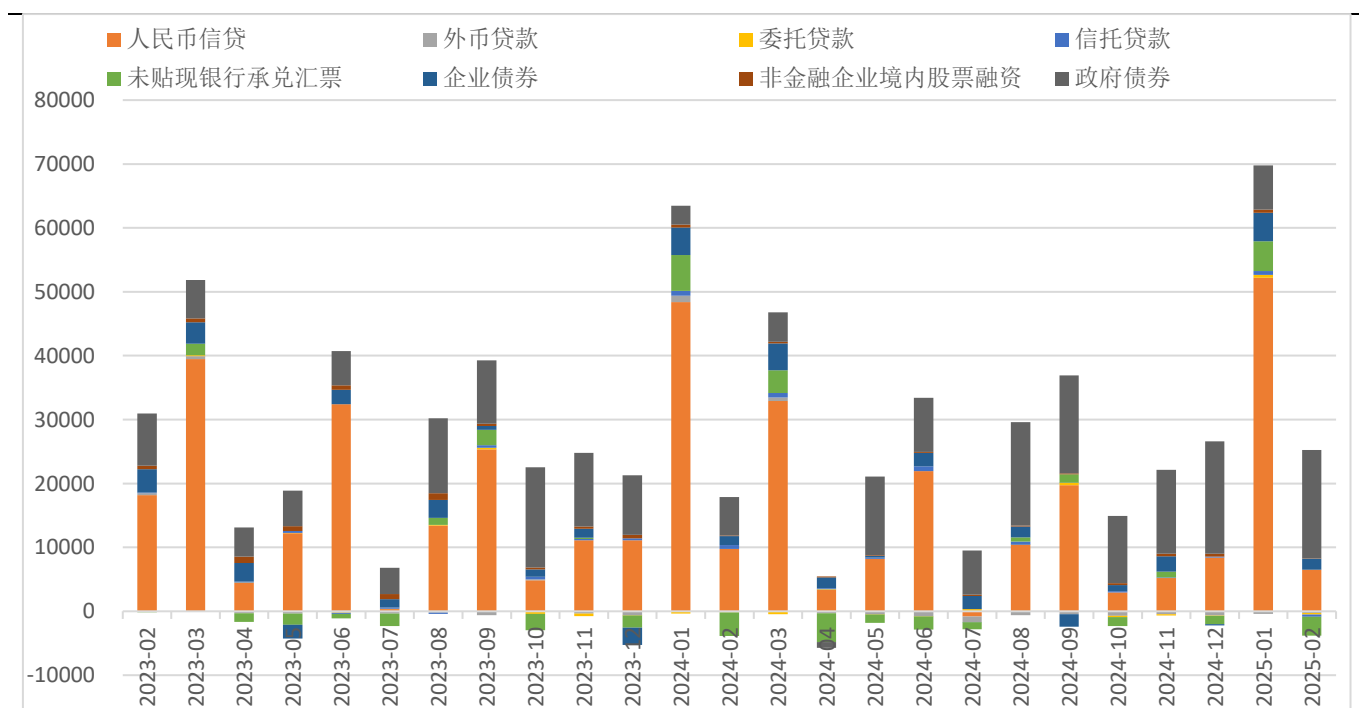
图 2：2 月居民端和企业端融资均偏弱，主要依赖银行票据冲量（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

社融结构看，同比多增主要是政府债贡献，不及预期的部分主要是信贷。2 月政府债券净融资约 1.7 万亿元，同比多增约 1.1 万亿元；企业债券净融资 1702 亿元，同比多增 279 亿元；社融口径的人民币贷款 6506 亿，同比少增 3267 亿元；其他方面的增量不多，非标融资基数较低，同比少增 257 亿。政府债券加速发行是支撑社会融资规模增长的主要因素，企业债券净融资较快增长也对社融有一定支撑作用，其中 2 月用于化解地方债务的置换债券发行近 8000 亿元，超过去年整年的三分之一，比 1 月还高出 6000 亿元以上，不过随着置换债券加快发行，融资平台等主体用发债资金归还银行贷款的情况会有所增多，短期内可能会影响信贷总量。

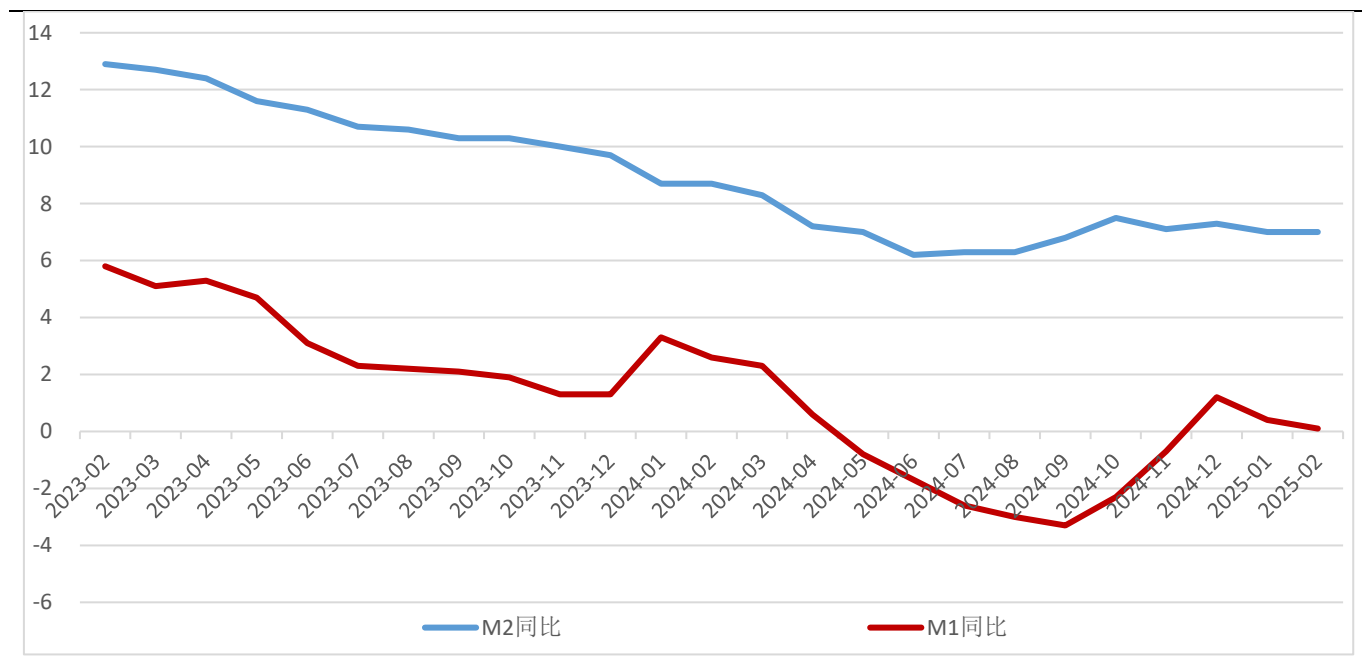
图 3：2 月社融新增主要贡献项是政府债券，人民币信贷是主要拖累（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

货币供应方面，M2 增速持平，M1 增速转正。2 月末，广义货币（M2）同比增长 7%，增速与 1 月持平；狭义货币（M1）同比增长 0.1%，增速较 1 月加快 1.8 个百分点。春节后存款回流银行体系速度减缓导致银行体系在负债端承压，另一方面社融和贷款导致银行体系资产端承受扩张压力，从而形成“负债慌、资产荒”特征。后续看，通过“降准”为银行体系补充基础货币的必要性增大，但短期央行或继续通过扩大买断式逆回购等适度补水。

图 4：2 月 M2 同比增速持平，M1 同比增速转正（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 本周呼和浩特市发布育儿补贴实施细则：生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元；生育二孩补贴 5 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上补贴 10 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 10 周岁。

2) 中国 2 月金融数据重磅出炉。据央行统计，今年前两个月，人民币贷款增加 6.14 万亿元；社会融资规模增量累计为 9.29 万亿元，比上年同期多 1.32 万亿元。2 月末，M2 同比增长 7%，M1 同比增长 0.1%，社会融资规模存量同比增长 8.2%。2 月份企业新发放贷款加权平均利率约 3.3%，个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%，保持在历史低位水平。。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行持续净回笼下，资金价格维持波动；下周税期叠加 MLF 到期，央行支持仍关键

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 1917 亿元

本周央行公开市场累计进行了 5262 亿元逆回购操作和 1500 亿元国库现金定存操作，本周央行公开市场共有 7779 亿元逆回购和 900 亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场全口径净回笼 1917 亿元。下周央行公开市场将有 5262 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 965 亿元、377 亿元、1754 亿元、359 亿元、1807 亿元；此外，下周一还将有 3870 亿元 MLF 到期，下周二将有 1200 亿元国库现金定存到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	970	382	3532	1045	1850
7 天	965	377	1754	359	1807
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	1500	0	0	0	-900
净投放	1495	-5	-1778	-686	-943

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：央行持续净回笼下，资金价格维持波动。本周为 3 月中上旬，3 月 15 日为周末，税期后延至下周。外界对于资金面冲击减小下，本周央行持续公开市场操作净回笼。在此影响下，本周资金面维持平衡状态，资金价格维持小幅波动。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.8111%，R007 加权平均升至 1.8312%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8680%，GC007 加权平均升至 1.9000%。

表 2: 本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.8084	1.7739	1.7660	1.7779	1.8111
	R007	1.8247	1.8232	1.8220	1.8194	1.8312
	R014	1.9170	1.9247	1.9266	1.9203	1.9276
	R021	2.0066	2.0718	2.1555	2.1735	2.1414
	R1M	2.1278	2.1348	2.1520	2.1261	2.1590
上交所协议回购	206001	2.0760	2.0460	2.1020	2.1260	
	206007	2.1540	2.1690	2.2560	2.1370	2.1450
	206014	2.4140	2.5960	2.7000	2.5560	2.8030
	206021	5.1790	4.0430	3.1600	3.3120	2.6250
	206030	3.3020	3.6760	3.3970	3.2150	4.0400
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.7770	1.7733	1.7410	1.7163	1.7247

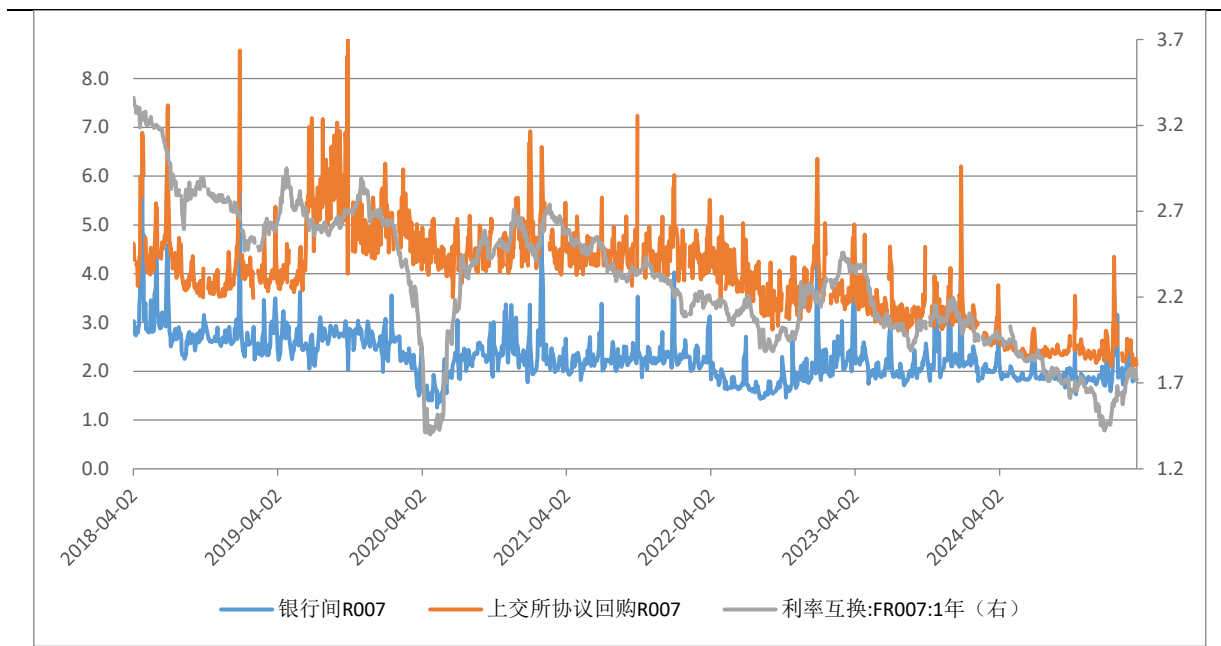
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周税期叠加 MLF 到期, 央行支持仍关键

近期央行党委召开扩大会议指出, 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, 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。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据恢复持续性仍有待观察, 实体经济融资需求有待增强, 货币政策多年来重提适度宽松, 但同时随近期美国大选落地, 美国经济通胀韧性超预期, 美元指数维持强势, 短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率, 对货币政策宽松路径存在一定影响。

3 月份税期为 3 月 17 至 19 日, 下周一开始税期来临, 3 月份虽非传统缴税大月, 但当前资金环境下, 税期对于资金面的影响仍需关注。下周政府债净融资额持续缩减, 持续位于相对低位, 预计对于资金面影响有限。下周央行资金面回笼仍较为明显, 虽然逆回购到期额环比持续回落, 但同时存在近 4000 亿元 MLF 到期, 以及超一千亿元国库现金定存到期, 资金面持续偏紧的大环境下, 央行对于市场支持仍较为关键。

图 5：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周继续回笼资金，振幅明显加大，市场仍在预期降准加息，金融数据较弱，利率债本周震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行本周继续回笼资金，振幅明显加大，市场仍在预期降准加息，金融数据较弱，利率债本周震荡上行

周一，央行开展了 965 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 970 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 5 亿元。小幅净回笼，机构继续卖出，利率上行，日终 10y 国债上行 2bp；

周二，央行开展了 377 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 382 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 5 亿元。恐慌情绪下大幅抛售，债市整体大幅上行，日终 10y 国债上行 5.75bp；

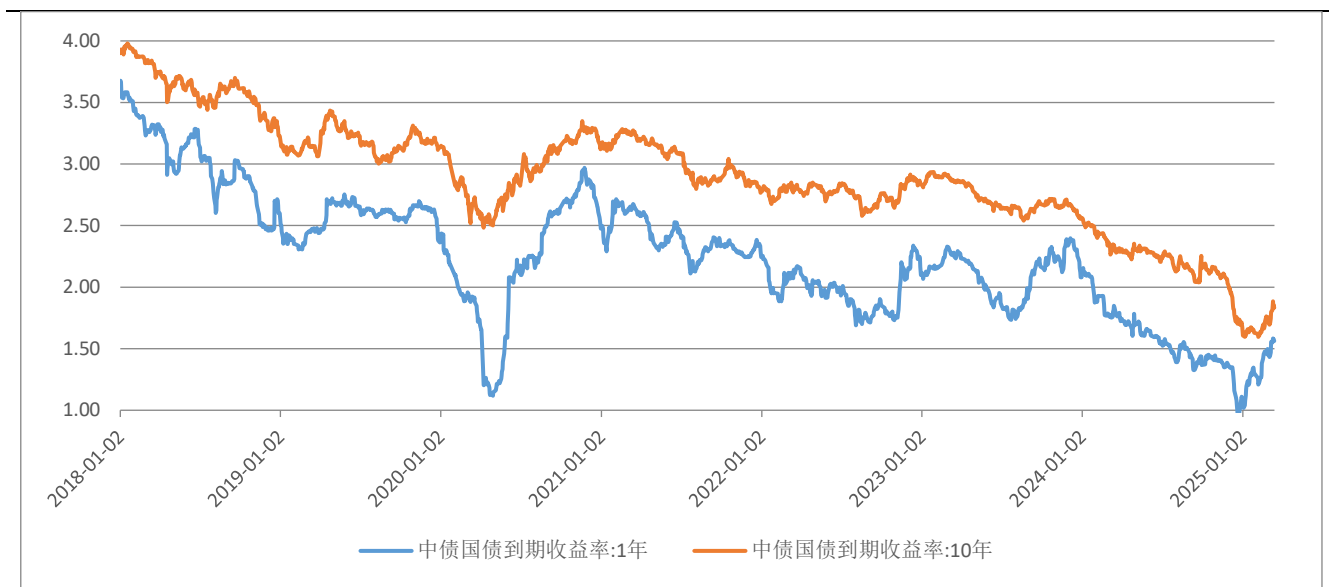
周三，央行开展了 1754 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 3532 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1778 亿元。资金小幅转松，超跌反弹叠加放松预期，债市大幅下行，日终 10y 国债下行 5.5bp。

周四，央行开展了 359 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1045 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 686 亿元，为连续三天净回笼。央行继续净回笼，放松预期落空，持续上行，尾盘央行会议择机降准，小幅下行后收回。日终 10y 国债上行 3bp；

周五，央行开展了 1807 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1850 亿元逆回购到期及 900 亿元国库现金定存到期，据此计算，单日全口径净回笼 943 亿元。今日偏震荡，短端表现好于长端，权益虽涨势较好仅影响债市早盘，长端上行，下午降准消息带动利率下行，10 年翻红，但权益市场走势较好对债市形成翘板，日终 10y 国债小幅上行 0.5bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.7875% 上行 5.75bp 至 1.8450%，10 年国开活跃券 250205 由 1.7975% 上行 7.00bp 至 1.8675%。

图 6：本周 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：经济数据方面，金融数据发布，整体较弱，贷款在 1 月开门红之后进入低迷，政府债继续支持，未来由于赤字率及政府债供给增加，将继续对社融拉动。供给方面，利率债发行量维持高位，但需求转弱，周五 2 年和 30 年期国债中标利率高于二级市场。利率债“发飞”可能成为市场转折。政金债认购倍数尚可，但地方债供给压力显现。目前市场首先继续博弈资金放松，短端表现明显好于长端，长端受近期消费刺激及权益走强风险偏好提高影响。当前债市依旧处于博弈资金面+弱修复的情形之中，供给扰动较小，近期长端利率债已有较高配置价值，利率震荡下行趋势下继续把握交易性机会。

金融数据：新增人民币贷款 10100 亿元，Wind 预期 12430 亿元，前值 51300 亿元。社会融资规模 22333 亿元，Wind 预期 26500 亿元，前值 70567 亿元。M2 同比 7.0%，市场预期 7.0%，前值 7.0%；M1 同比 0.1%，前值 0.4%；M0 同比 9.7%。

信贷方面整体同比少增 4400：非金融企业贷款少增 5300 亿，其中中长期少增 7500 亿。居民贷款少减 2016 亿，其中中长期多减 112 亿。社融多增 7374 亿，存量增速 8.2%，社融信贷少增 3538 亿，非标融资多减 257 亿元，企业债券融资多增 279 亿元，企业股票融资少增 38 亿元，政府债券融资多增 10956 亿元。居民存款 36000 亿元，同比多增 4000 亿元。。

整体看，经济数据方面，金融数据发布，整体较弱，贷款在 1 月开门红之后进入低迷，政府债继续支持，未来由于赤字率及政府债供给增加，将继续对社融拉动。供给方面，利率债发行量维持高位，但需求转弱，周五 2 年和 30 年期国债中标利率高于二级市场。利率债“发飞”可能成为市场转折。政金债认购倍数尚可，但地方债供给压力显现。目前市场首先继续博弈资金放松，短端表现明显好于长端，长端受近期消费刺激及权益走强风险

偏好提高影响。当前债市依旧处于博弈资金面+弱修复的情形之中，供给扰动较小，近期长端利率债已有较高配置价值，利率震荡下行趋势下继续把握交易性机会

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回落

同业存单净融资规模为 3,951.60 亿元，发行总额达 11,535.40 亿元，平均发行利率为 2.0555%，到期量为 7,583.80 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.30bp 报 2.0749%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 2.70bp 报 2.0521%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.33bp 报 2.0595%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.01bp 报 2.0377%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,954.94 亿元，环比增加 363.49 亿元，偿还量约 3,405.08 亿元，净融资额约-450.15 亿元，环比回升减少 1.85 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌不一，1 年期各评级信用债收益率下行 4.49bp~下行 3.49bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.22bp~上行 2.78bp，5 年期各评级信用债收益率上行 4.02bp~上行 16.00bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

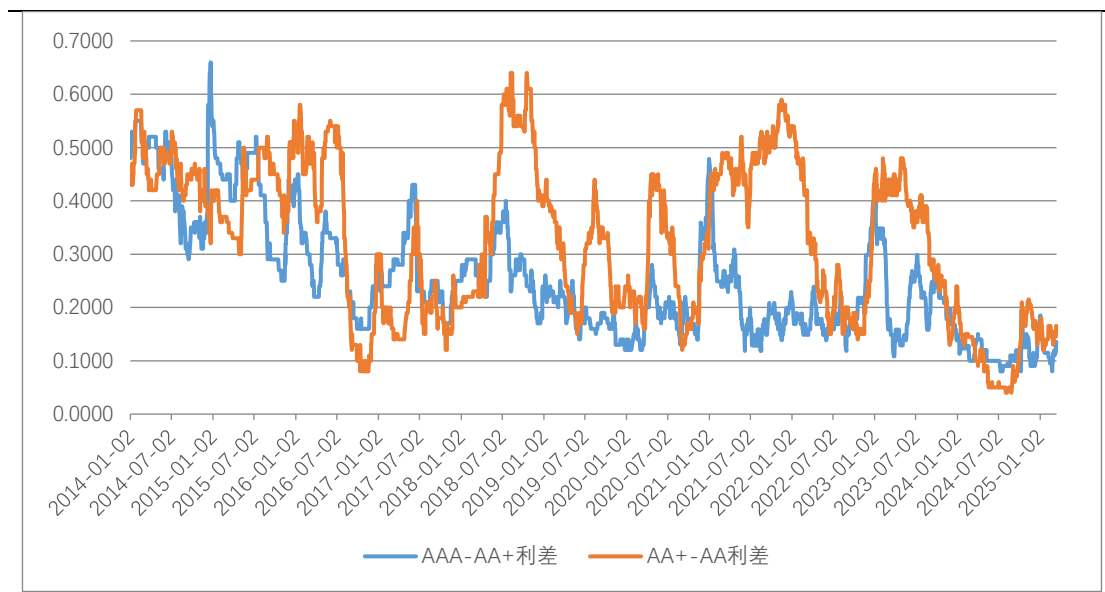
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.0365	6.20%	-4.49
信用债(AAA):3 年	2.0978	3.50%	-1.22
信用债(AAA):5 年	2.2302	3.60%	4.02
信用债(AA+):1 年	2.1215	5.40%	-3.99
信用债(AA+):3 年	2.2328	4.10%	0.78
信用债(AA+):5 年	2.3852	4.30%	5.02
信用债(AA):1 年	2.1915	4.60%	-3.49
信用债(AA):3 年	2.3978	5.10%	2.78
信用债(AA):5 年	2.6152	5.10%	16.00

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 3.27bp、扩大 4.77bp、扩大 6.27bp，5Y-3Y 利差分别扩大 5.24bp、扩大 4.24bp、扩大 13.22bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 17bp，较上周扩大 2bp。

图 7：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股

1) 权益市场走势复盘：本周市场多数上涨，消费风格表现较强

本周市场多数上涨，上证指数（1.39%）、深证成指（1.24%）、沪深 300（1.59%）、创业板指（0.97%）、中证 500（1.43%）、中证 1000（0.97%）表现较强；科创 50（-1.76%）表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 3.54%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、食品饮料、煤炭表现较强，分别上涨 8.18%、6.19%、4.84%；计算机、机械设备、电子表现较弱，分别下跌 1.36%、0.68%、0.62%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 16557.35 亿元，较上周减少 451.91 亿元。

2) 权益市场展望：

近期美国经济政策不确定性指数持续飙升，本周美股波动依旧较大，“美国衰退”叙事仍在延续。从经济数据来看，虽然美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱，但整体看尚无衰退迹象。美国通胀放缓下，降息约束条件减弱，市场降息预期有所提升。因此，当前美国经济政策不确定性走高的最主要原因或为特朗普政府的不确定性，而美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破更多是为美国资产空头的“衰退交易”叙事起到推波助澜的作用。

短期来看，美国经济数据走弱和中国人工智能产业不断突破或较难被证伪，因此预计“美国衰退”叙事或将持续。此外，2024 年 7 月至 9 月的“美国衰退”交易初期，本轮“美国衰退”交易初期标普 500 风险溢价更低，即美股风险积累得更大，预计本轮美股回调将更深。

中期看，预计特朗普高政策不确定的风格将延续，美国经济或将温和回落但并非衰退。中国自 2024 年 9 月底政策转向，两会明确赤字率拟按 4% 左右安排，创历史新高。若中国经济稳步回升，从而形成中美基本面实质上的“东升西落”，有望引发全球资金重新配置，流向中国资产。

目前国内基本面改善趋势尚不稳定，全球资金能否持续流入中国资产需关注国内经济数据变化和政策执行情况。内需消费政策有望快速加码，“东升西落”交易正在酝酿中。近期的育儿补贴政策的落地短期有望带动家庭消费，长期有助于缓解此前市场对于中国生育率的担忧。

中国股票资产性价比较高，A 股和港股估值的绝对水平、相对水平和全球其他主要指数相比估值修复空间相对较大。AH 股溢价指数年初以来趋势性下行，处于 2021 年以来最低水平附近。而 A 股较港股相对拥有更多的传统经济相关产业，近期内需消费政策加码，预计 A 股更为受益。但中期看，港股拥有中国较多新经济相关产业，未来估值重塑空间更大。

今年以来中美股市逐渐呈现一定负相关，国内外政策角力的天平或已经开始向有利于中国资产的方向倾斜。中美科技板块同样逐步呈现负相关，且 A 股科技板块先于 A 股整体脱离与美股的正相关性。

鉴于当前中国科技股的估值提升主要还由预期拉动，基本面较美国相头部大型科技股尚存一定差距。美股科技股估值持续回落，或在短期内对中国科技股估值重塑形成一定压力。近期政府工作报告提振消费和综合整治“内卷式”竞争的政策驱动下，消费、顺周期板块有望实现估值修复。近期 A 股和港股均呈现出较明显的风格切换。

展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

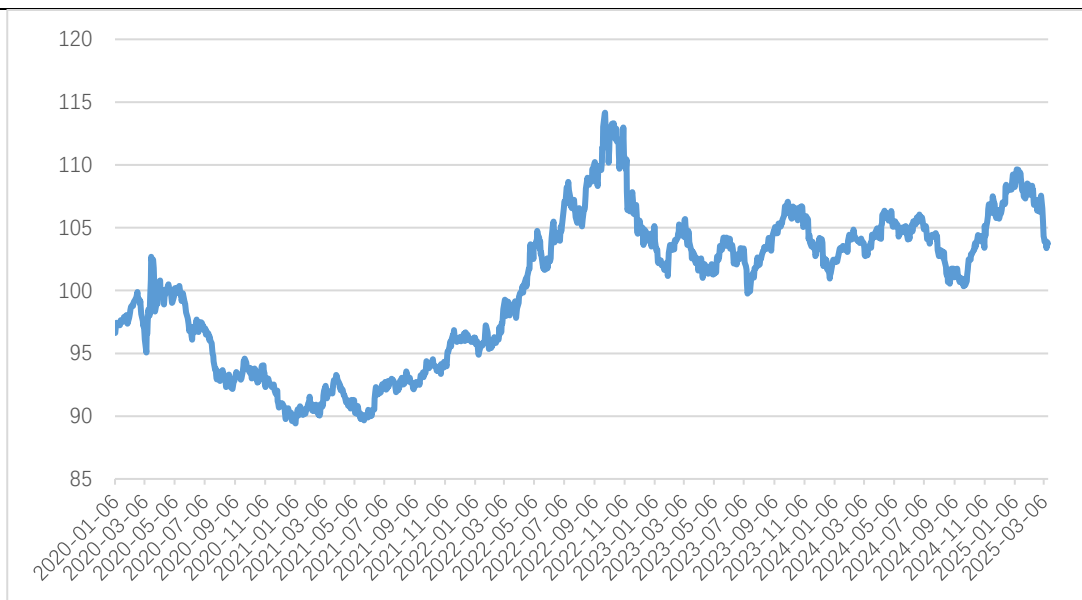
3.2 美元指数分析：本周美国 2 月份数据显示通货膨胀边际降温，美国关税不确定性仍大，美元指数本周小幅回落

本周美元指数报 103.7363，较上周下行 0.1582。本周美国 2 月份通胀数据公布，其中美国 2 月份 CPI 同比增长 2.8%，环比增 0.2%，均不及市场预期。随后公布的 PPI 数据延续弱势，同比增长 3.2%，低于市场预期的同时也较前值有所回落。本周美国关税政策持续变化，其中对所有进口钢铝征收 25% 关税如期生效，但对加拿大等地区的关税亦存在反复。随美联储 FOMC 会议临近，美联储官员进入缄默期，本周对外发言较少。但本周欧洲央行行长表示，当前环境充满高度不确定性，可能对于欧洲央行短期通胀目标存在影响。整体来看，本周美国 2 月份数据显示通货膨胀边际降温，美国关税不确定性仍大，美元指数本周小幅回落。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后声明表示失业率在低位企稳，劳动力市场状况依然稳固，同时删除了通胀朝着 2% 通胀目标取得进展的措辞，指出“通胀在某种程度上依然高企”。会后美联储主席鲍威尔表示，关于通胀的措辞修改主要为了精简表述，并非对市场发出信号。他也表述目前美联储的

利率水平显著高于中性利率，但考虑到近期就业及通胀形式，美联储不急于降息。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 8：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637