

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

3月19日（星期四），美联储公开市场委员会（FOMC）2025年第二次议息会议。

点评：

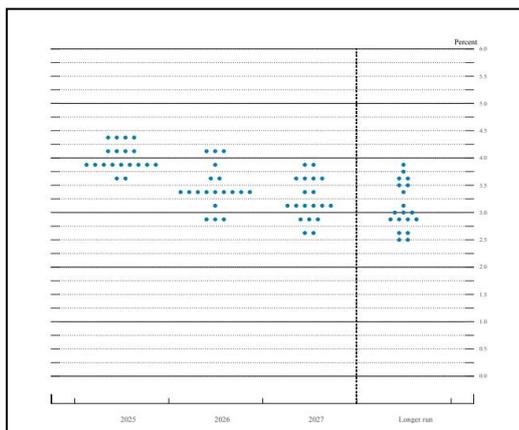
3月19日凌晨2点，美联储公布了2025年的第二份利率决议。其中显示，美联储决定将联邦基金利率区间维持在4.25%—4.50%不变，这是美联储自去年9月开启降息周期以来再次暂停降息，符合市场预期。

本次声明与1月相比，有两点不同：一是删掉了有关“就业和通胀目标风险大体均衡”的说法，改成“经济前景的不确定性增加”；二是放慢缩表的方式为，将美国国债的每月赎回上限从250亿美元下调至50亿美元，机构MBS每月350亿美元赎回上限不变。值得一提的是，本次会后决议FOMC（公开市场委员会）12位有投票权委员中有一人反对，美联储理事沃勒支持暂停降息，但希望保持当前缩表速度不变。

在点阵图中，以每次降息25个基点计算，与去年12月相比，19位FOMC委员中：今年不再降息的人数为1人增至4人，再降息一次的人数由3人增至4人，再降息两次由10人降至9人，再降息三次由1人增至2人。以中位数计算，“点阵图”表明美联储2025年将降息两次，累计降息50个基点；明年也将降息两次，累计50个基点（中位数同样是9人）。会后公布的美联储官员利率预测中位值显示，相比12月的上次展望相比，今年过后所有时间段的利率预期没有变化，今年的利率预期中位值为3.9%，2026年的预期中位值为3.4%，2027年的预期中位值为3.1%。

美联储还发布最新一期经济前景预期。与去年12月相比，美联储下调了今明两年的GDP增长预期，下调了今年的失业率预期，上调了今明两年的PCE通胀预期和今年核心PCE通胀预期。具体如下：今年GDP增长预期调低0.4个百分点至1.7%，明年调低0.1个百分点至1.8%；将今年失业率分别调高0.1个百分点至4.4%；同时，将今年和明年的PCE分别上调0.2和0.1个百分点，分别为2.7%和2.2%；今年核心PCE分别上调0.3个百分点至2.8%。

3月点阵图



3月经济前景预期

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0

美联储主席鲍威尔在货币政策例会后的记者会上，一是对于利率前景，联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息；“我们认为现在是等待进一步澄清的好时机”；美联储可能在劳动力市场意外疲软或通胀意外下降时降息。而如果通胀率不能继续持续向2%这一美联储的目标迈进，“我们可以更长时间地维持（货币）政策的限制”。二是对于通胀预期，美联储上调通胀预期“很大一部分”源于关税，今年通胀下行的进展可能延迟，但长期通胀预期仍保持稳定，因此美联储能忽略关税对通胀影响；现在预测特朗普政策对经济数据的显著影响为时过早。三是对于经济数据，鲍威尔仍很乐观看待就业前景，称失业率“非常接近其自然水平”；调查类“软”数据的疲软可能与特朗普执政初期的动荡有关，密歇根大学的通胀预期数据是个“异常值”，而“硬”数据显示失业率低、就业增长水平健康、消费支出放缓但依然稳健，表明美国经济“健康”；放慢缩表未释放任何信号，放慢可以让QT持续更久；删除就业和通胀风险均衡的说辞不代表更担心相关风险，滞胀是一个非常具有挑战性的情况，但我们还没有到那个地步。四是对于衰退前景，经济衰退的风险“有所上升，但还不高”，外部预测者提高了经济衰退的可能性，但仍处“相对温和的水平”。

从美债市场看，鲍威尔提及关税对通胀的影响后，两年期美债收益率跌穿4%，盘后2年期美债收益率跌1.05个BP报3.993%，10年期美债收益率跌0.38个BP报4.243%。从美元指数看，直接从103.2一线上涨至103.9以上，收盘回落收于103.5。贵金属方面，隔夜收盘时伦敦现货黄金涨0.4%至3047美元/盎司，而白银跌0.6%至33.8美元/盎司。而美股也大幅收涨，其中道指涨0.92%，标普500指数涨1.08%，纳指涨1.41%。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、策略和先进制造组：

3月18日，交通运输部、国家发展改革委、财政部公布了《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，《通知》明确支持国三、国四排放标准营运货车报废更新。3月19日交通运输部、国家发展改革委等印发《2025年新能源城市公交车及动力利用超长期电池更新补贴实施细则》，对城市公交企业更新新能源城市公交车及更换动力电池，每辆车平均补贴8万元，其中，对更换动力电池的每辆车平均补贴4.2万元。总体看货车单车补贴强度和2024年基本一致，公交车补贴由2024年的平均6万元提升至8万元，不过卡车的补贴范围扩大到国四货车，而且去年政策基本都是下半年实行，因此今年的补贴时间会更长，有利于国内重卡和商用客车企业盈利的改善。

乘联分会发布数据，3月1-16日全国乘用车市场零售77.2万辆，同比去年3月同期增长24%，较上月同期增长33%，今年以来累计零售394.8万辆，同比增长5%。3月1-16日，全国乘用车新能源市场零售42.7万辆，同比去年3月同期增长41%，较上月同期增长63%，今年以来累计零售185.3万辆，同比增长36%。增速明显高于1~2月乘用车1.2%的增长，新能源车35.5%的增长。也明显好于2024年全年乘用车零售同比5.3%，新能源汽车40.7%的增速。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

三、消费组：

2月产业在线空调数据解读

2025年伊始，家用空调行业在1-2月展现出强劲的增长动能。产业在线数据显示，该时段家用空调产量达3,346万台，同比增幅达14.76%；销量攀升至3,452万台，同比增长20.56%。从销售结构来看，内销为1,457万台，同比增长8.82%，彰显出国内市场的稳健增长态势；出口量则高达1,995万台，同比大幅上扬30.88%，凸显了海外市场需求的强劲拉动作用，这一数据反映出行业在国内外市场的双重驱动下，开局态势良好。

内销方面，二线品牌在1-2月呈现出明显超越一线品牌的增长活力。以格力、美的、海尔为代表的一线品牌，内销增速均处于个位数区间。海信、长虹等二线品牌表现亮眼，内销增速分别达21.33%与64.38%。长虹的高速增长，在一定程度上得益于小米的协同带动效应。小米空调于线上零售市场呈现量价齐升的良好态势，零售量同比增长36%，零售价格同比增长26%，展现出较强的市场竞争力。从各品牌具体数据来看，格力累计增长11.53%（内销+2.86%，出口+28.49%）；美的累计增长17.27%（内销+5.06%，出口+26.54%）；海尔累计增长17.91%（内销+8.59%，出口+32.38%）；海信累计增长34.42%（内销+21.33%，出口+41.10%）；长虹累计增长75.93%（内销+64.38%，出口+93.68%）；TCL累计增长29.21%（内销+14.08%，出口+34.09%），二线品牌在内销市场展现出更强的增长弹性与市场潜力。

外销市场在1-2月同样呈现出二线品牌增长优势显著的格局。美的、格力空调外销出货量同比分别增长27%、28%，而海尔、海信、长虹、TCL等二线品牌的外销增速更为突出，分别达32%、41%、94%、34%。全行业家空外销出货量同比增长31%，相较于2024年同期19%的增速，今年前两个月外销增速明显加快。然而，展望后续季度，鉴于2024年Q2-Q4空调外销出货量同比增速分别高达39%、38%、49%，基数处于高位，预计2025年全年外销同比增速将有所收敛，行业需应对基数效应带来的增长压力。

综合前两个月家用空调市场数据，行业延续了2024年出口高增长的强劲势头，且在市场份额争夺中，二线品牌相较于一线品牌展现出更高的增长弹性与市场适应性，在内外销市场均有出色表现。

风险提示：

政策兑现不及预期；原材料价格及汇率波动；外需不及预期及关税风险。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140