

A 股策略周思考

证券研究报告

2025 年 03 月 23 日

如何理解今年内外资在港股市场的分歧？

市场思考：如何理解今年内外资在港股市场的分歧？

1) 从总量上看，港股通资金大幅净流入至港股市场，国际中介、中资中介、香港本地中介资金处于净流出；而今年港股市场仍然录得了较为不错的涨幅，这表明从总体方向上，新增流入的港股通资金形成了支撑。另外，国际中介净流出的部分个股恰好也是南向资金净流入的个股，尤其是在科技板块此趋势更为明显。从结构上来看，南向资金也同样占据上风。港股通近年来明显上升，目前在 11% 左右，国际中介持股占比仍然超过 40%。

2) 今年港股通流入的个股特征与 22、24 年均有相似之处：恒科成分股流入占比高于 22 年，而 22 年通过港股通南下配置港股的投资者群体具有一定的“进攻”属性，另外今年金融行业的流入占比较 24 年出现小幅下行，但仍然明显高于 23、22 年。南向资金的配置思路是“科技+红利”的哑铃型策略。

3) 从边际上来看，通过国际中介流入的资金其对港股形成了明显的推动作用。存量上外资持股规模前三的行业分别为可选消费、信息技术、金融板块，增量方面，年初至今外资仅对医疗保健行业有所增持。

国内：25 年 2 月 3 大经济数据增速均提升

1) 3 大经济数据表现积极，投资超预期回升，消费增速不及预期。其中工业生产同比、环比均回升，社消同比、环比均回升，投资同比回升、环比回落。2) 央行召开 25Q1 例会，基调方面提出“货币政策适度宽松，强化逆周期调节”，且明确指出“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”。3) 交运高频指标方面，地铁客运量指数小幅回落。4) 工业生产腾落指数回落，涤纶长丝、唐山高炉回升，山东地炼、甲醇、纯碱、轮胎回落。5) 国内政策跟踪：习近平总书记在贵州和云南进行考察调研；总理李强在福建进行考察调研；李强主持召开国务院常务会议并研究建立健全涉企收费长效机制有关举措。

国际：3 月美联储维持基准利率不变

1) 俄乌冲突跟踪：美乌领导人通话；俄外交部称乌克兰已违反特朗普提出的停火协议；特朗普称美国将很快与乌克兰签署矿产协议。2) 中东冲突跟踪：以军在加沙发动地面行动；哈马斯发射炮弹回应以色列袭击；特朗普称也门胡塞武装将被“彻底消灭”。3) 据 CME “美联储观察”，截至 2025/3/23，美联储 2025 年 5 月降息 25 基点的概率为 14.3%，维持现有利率的概率为 85.7%。

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+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，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，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-俄乌若止战，潜在的外溢效应》2025-03-21
- 《投资策略：谁在进，谁在退？-微观流动性跟踪(2025.3.3-2025.3.16)》2025-03-21
- 《投资策略：向海图强——海洋经济产业链分析-海洋经济专题》2025-03-19

内容目录

1. 市场思考：如何理解今年内外资在港股市场的分歧？	4
1.1. 谁在定价港股？	4
1.2. 港股通具体流入的配置方向	5
1.2.1. 今年港股通流入的行业特征与 22、24 年均有相似之处	5
1.2.2. 今年南向资金的具体配置方向	6
1.3. 国际中介总量显著流出，关注边际信号	8
1.3.1. 边际上需要关注外资的转向	8
1.3.2. 外资年初至今仅增持医药行业	8
2. 国内：25 年 2 月 3 大经济数据增速均提升	11
2.1. 25 年 2 月 3 大经济数据表现积极，投资增速超预期回升，消费增速不及预期	11
2.1.1. 工业生产同比、环比均回升	11
2.1.2. 25 年 2 月社消同比、环比均回升	11
2.1.1. 投资同比回升，环比回落	13
2.2. 央行 25Q1 例会：实施适度宽松的货币政策、新设立工具常态化	15
2.3. 交运高频指标跟踪	16
2.4. 普林格同步高频指标跟踪	17
2.4.1. 工业生产腾落指数	17
2.5. 国内政策跟踪	17
3. 国际：3 月美联储维持基准利率不变	19
3.1. 国际大事跟踪	19
3.1.1. 俄乌冲突跟踪	19
3.1.2. 中东冲突跟踪	19
3.2. 3 月美联储维持基准率不变	20
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	21
5. 重点大事前瞻	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：整体来看，港股通渠道净流入港股金额最多，国际中介渠道净流出最多	4
图 2：年初至今通过国际中介渠道净流出额排名前 10 个股	4
图 3：港股各类型机构持有港股市值占整体港股流通市值情况	5
图 4：今年港股通流入情况	5
图 5：2022-2024 年全年流入个股情况	6
图 6：2023-2025 年至今通过港股通渠道持有港股各行业市值情况（单位：亿港元）	6
图 7：2023-2025 年至今通过港股通渠道港股各行业净流入额（单位：亿港元）	6
图 8：年初至今通过港股通渠道净流入额排名前 10 个股	7
图 9：年初至今通过港股通渠道净流出额排名前 10 个股	8
图 10：自 24 年 10 月开始，恒生指数处于上涨时往往国际中介处于流入	8

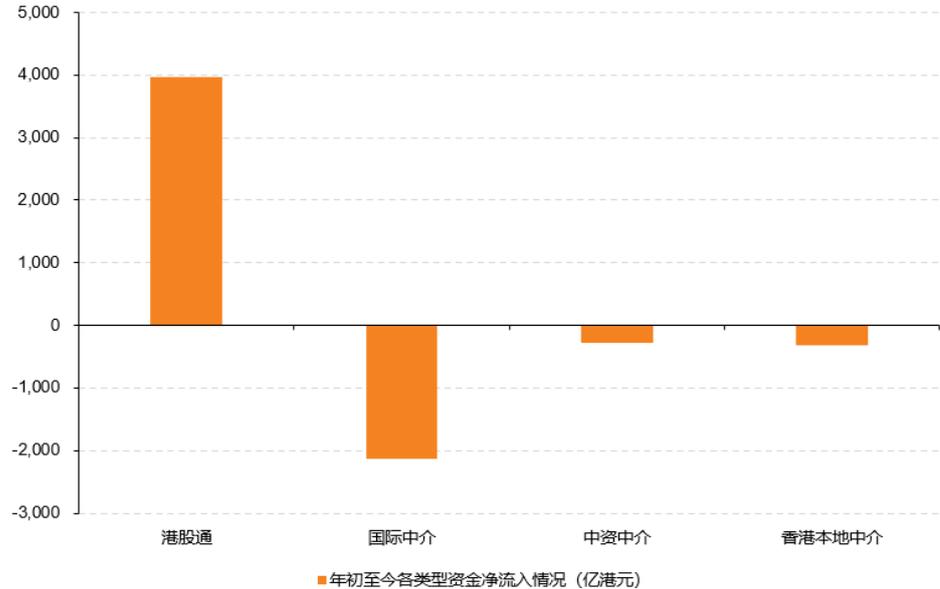
图 11: 2023-2025 年至今通过国际中介渠道持有港股各行业市值情况 (单位: 亿港元)	9
图 12: 2025 年初至今通过国际中介渠道港股各行业净流入额 (单位: 亿港元)	9
图 13: 年初至今通过国际中介渠道净流入额排名前 10 个股	10
图 14: 年初至今通过国际中介渠道净流出额排名前 10 个股	10
图 15: 25 年 2 月三大经济数据表现分化, 其中投资高于万得预期, 消费低于预期	11
图 16: 工业增加值 25 年 2 月累计同比增速为 5.9%	11
图 17: 25 年 2 月工业增加值环比为 0.64%	11
图 18: 25 年 2 月城镇调查失业率报 5.4%	12
图 19: 25 年 2 月社消季调环比为 0.35%	12
图 20: 25 年 2 月考虑基数效应的社消增速在趋势线附近	12
图 21: 多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升	13
图 22: 25 年 2 月投资分项分化	13
图 23: 25 年 2 月固投季调环比增速为 0.49%	13
图 24: 基建各分项增速多数回升	14
图 25: 制造业主要分项累计同比增速情况	14
图 26: 2 月竣工面积同比跌幅收窄, 新开工面积同比跌幅走阔	15
图 27: 2 月商品房销售额同比由正转负	15
图 28: 央行 Q1 例会: 实施适度宽松的货币政策、择机降准降息	15
图 29: 一线城市地铁客运量	16
图 30: 工业生产腾落指数	17
图 31: 工业生产腾落指数 (分年度)	17
图 32: 国内政策跟踪	18
图 33: CME 降息概率情况	20
图 34: 重点大事前瞻	22

1. 市场思考：如何理解今年内外资在港股市场的分歧？

1.1. 谁在定价港股？

从总量上看，港股通资金大幅净流入至港股市场，而国际中介资金则为净流出。截至2025/3/19，通过港股通流入港股的资金达 3967 亿港元，而国际中介、中资中介、香港本地中介的资金则为净流出，分别为-2136、-274、-318 亿港元。而今年港股市场仍然录得了较为不错的涨幅，这表明从总体方向上，新增流入的港股通资金形成了支撑。

图 1：整体来看，港股通渠道净流入港股金额最多，国际中介渠道净流出最多



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：数据截止日期至2025/3/19，下同）

值得注意的是，外资净流出的部分个股恰好也是南向资金净流入的个股，尤其是在科技板块此趋势更为明显。年初至今，阿里巴巴、腾讯、中国移动、中芯国际、理想汽车都是南向资金大幅净流入的方向，但是外资却大幅净流出，同时中国银行、招商银行的主体资金流动方向也符合该趋势。从结构上来看，南向资金也同样占据上风。

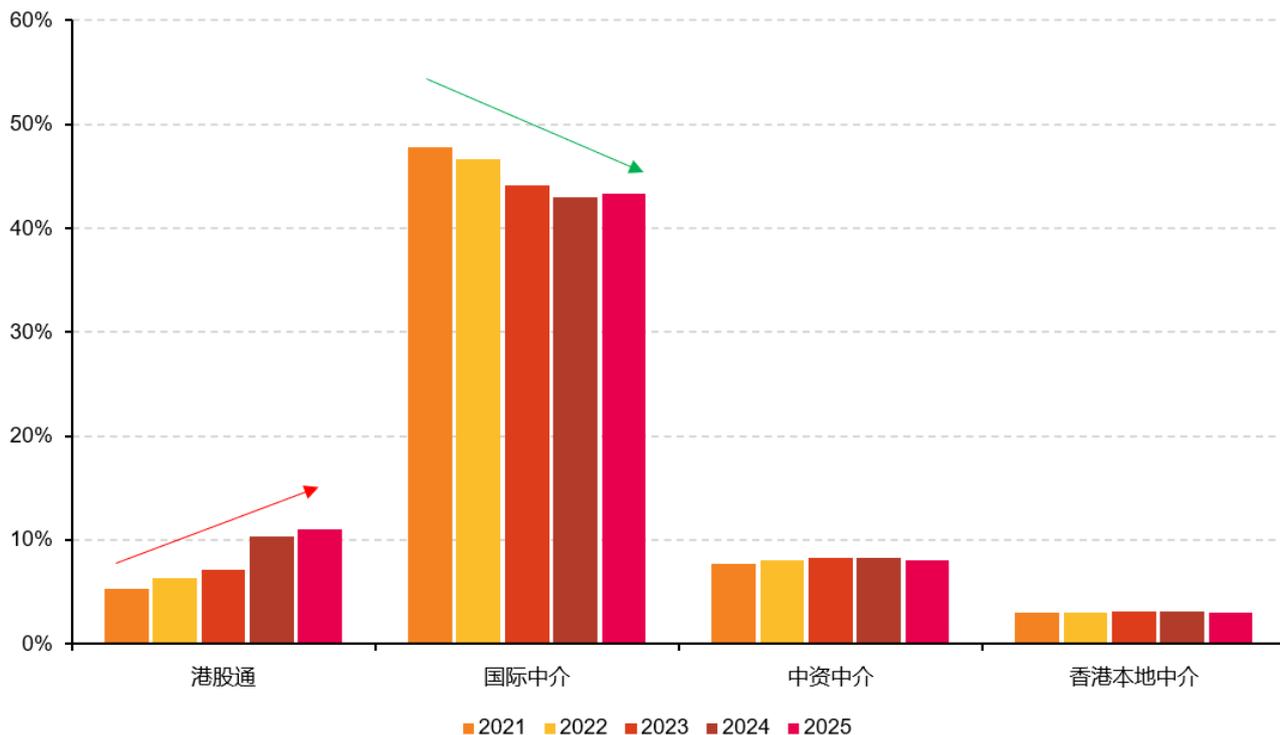
图 2：年初至今通过国际中介渠道净流出额排名前 10 个股

公司代码	公司名称	所处行业	净流入 (亿港元)	市值 (亿港元)	年初至今涨跌幅 (%)
9988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	-579.42	26,811.66	72.07
0700.HK	腾讯控股	信息技术	-348.98	49,565.64	28.88
0998.HK	中信银行	金融	-146.73	4,228.60	17.88
0005.HK	汇丰控股	金融	-140.74	15,943.30	22.28
3968.HK	招商银行	金融	-103.10	12,594.80	26.73
0941.HK	中国移动	通讯服务	-97.97	18,535.97	11.23
2015.HK	理想汽车-W	可选消费	-88.09	2,327.14	10.81
0981.HK	中芯国际	信息技术	-86.83	5,079.39	56.60
2318.HK	中国平安	金融	-84.70	10,171.64	11.97
3988.HK	中国银行	金融	-83.66	16,382.69	24.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

国际中介持股占比仍然超过 40%，港股通近年来明显上升，目前在 11%左右。截至2025/3/19，港股通、国际中介、中资中介、香港本地中介的存量持有港股市值分别为 4.59、17.99、3.34、1.25 万亿港元，分别占港股整体市值的 11.07%、43.38%、8.06%、3.02%。从存量市场来看，当前外资依然在港股中占据主要地位，在定价权方面享有主要的话语权。但值得注意的是，2021-2025 年至今，港股通持有港股市值比重正逐年提高，由 5.3%增至 11.07%；而外资的持股比重整体在逐步下滑，由 47.76%降至 43.38%，本地中资和港资的持股市值比重无明显变化。

图 3：港股各类型机构持有港股市值占整体港股流通市值情况



资料来源：Wind, 天风证券研究所

1.2. 港股通具体流入的配置方向

1.2.1. 今年港股通流入的行业特征与 22、24 年均有相似之处

今年恒科成分股流入占比高于 22 年。从今年港股通流入行业来看，截至 2 月份，恒科成分股流入占比为 48%；2023、2024 年则均在 20%左右；22 年则为 43.3%。从 22 年全年净流入最高的前 10 家公司来看，其中具有红利风格特征的公司仅有 3 家，这一比例也明显低于 23 年、24 年。表明 22 年通过港股通南下配置港股的投资者群体具有一定的“进攻”属性，这也表现为无 A 股的港股上市公司流入占比为 93%。

今年金融行业的流入占比较 24 年出现小幅下行，但仍然明显高于 23、22 年。金融行业的成分股流入方面，23 年占比为 11.2%，24 年 25.5%，25 年截至 2 月占比为 19%。

图 4：今年港股通流入情况

区间净买入额(亿港元)	2025M2	2024	2023	2022
整体流入	2695.9	8603.6	3291.6	3953.8
恒科成分股	1299.5	1854.8	646.8	1712.9
占比	48.2%	21.6%	19.6%	43.3%
无A成分股	1497.6	3944.1	2007.6	3681.4
占比	55.6%	45.8%	61.0%	93.1%
金融	511.03	2192.09	367.35	(191.63)
占比	19.0%	25.5%	11.2%	-4.8%
CR3	40.7%	19.6%	20.0%	36.5%
CR5	48.1%	27.8%	25.2%	46.0%
CR10	60.0%	38.8%	36.3%	62.1%

资料来源：Wind, 天风证券研究所 注：2025 年为截至 2 月数据

图 5：2022-2024 年全年流入个股情况

	2022年	区间净流入	2023年	区间净流入	2024年	区间净流入
1	腾讯控股	840.54	美团-W	325.72	阿里巴巴-W	811.24
2	美团-W	375.80	中国移动	223.62	中国银行	476.55
3	中国海洋石油	227.15	中国海洋石油	109.84	中国移动	394.59
4	药明生物	191.64	小鹏汽车-W	90.41	建设银行	392.79
5	理想汽车-W	185.15	哔哩哔哩-W	81.06	工商银行	317.24
6	快手-W	183.04	中国银行	76.78	腾讯控股	235.73
7	李宁	142.28	中国电信	74.34	小米集团-W	228.97
8	中国海外发展	113.89	中国石油化工股份	74.32	农业银行	168.16
9	小鹏汽车-W	100.20	工商银行	69.87	中国平安	162.89
10	中国移动	95.42	中国平安	68.78	中国石油化工股份	152.14

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：净流入单位为亿港元，紫色底色公司为估值绝对数较低的公司

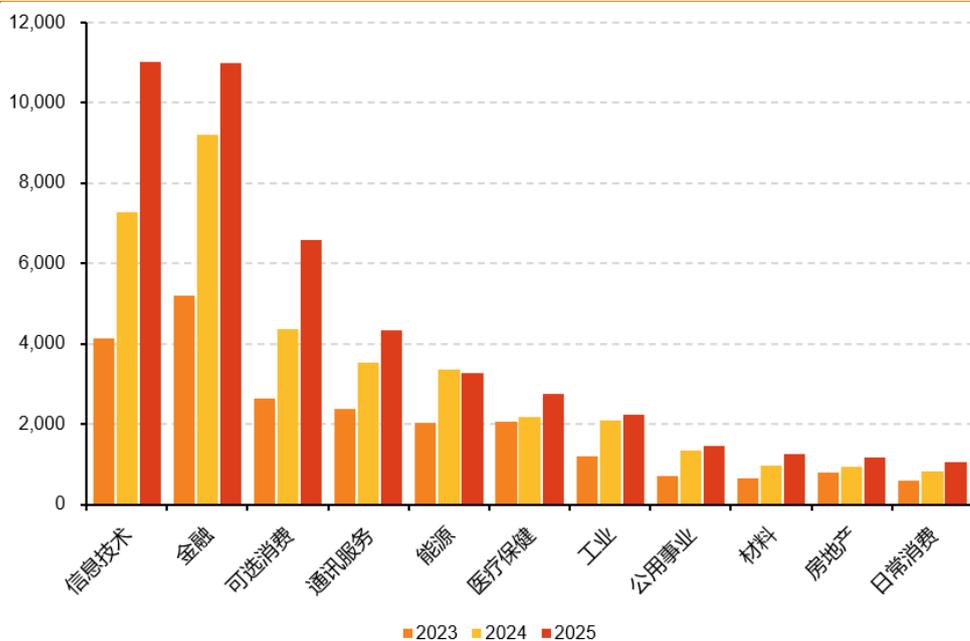
1.2.2. 今年南向资金的具体配置方向

从行业角度分析，南向资金的配置思路是“科技+红利”的哑铃型策略。

存量方面，截至 2025/3/19，南向资金持股规模前五的行业分别为信息技术、金融、可选消费、通讯服务、能源板块。25 年至今信息技术、金融、可选消费板块持股市值分别大幅提升 3762、1770、2201 亿港元。

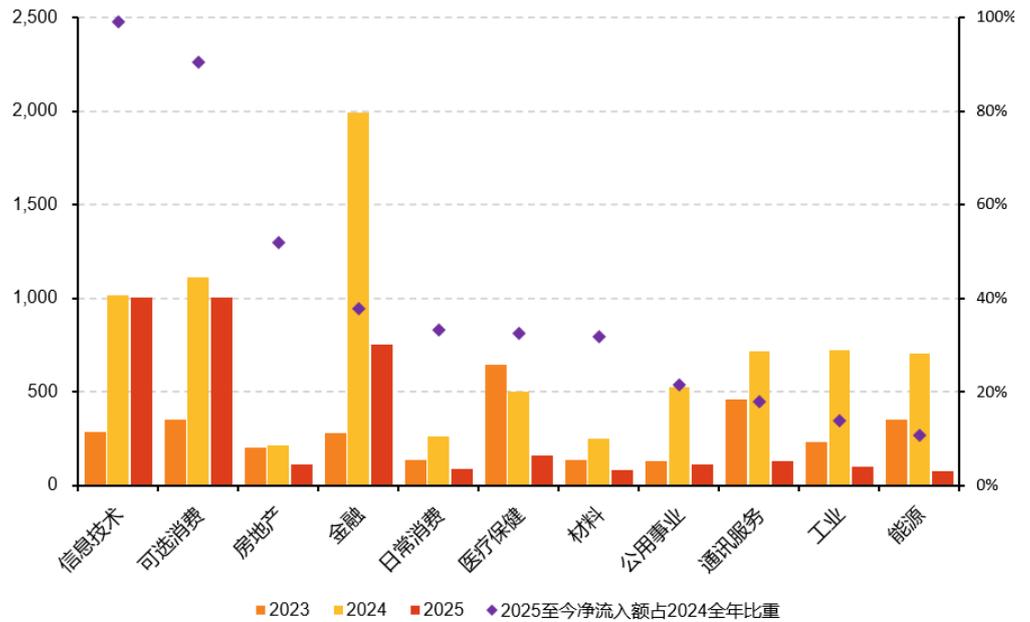
增量市场方面，年初至今通过港股通渠道增配规模前三的行业分别为可选消费、信息技术、金融板块，净买入额分别为 1005、1004、754 亿港元。值得注意的是，25 年至今信息技术和可选消费的净流入额占 24 年全年同板块净流入额的比重达 99%和 90%，已基本与 24 年全年的值相同。

图 6：2023-2025 年至今通过港股通渠道持有港股各行业市值情况（单位：亿港元）



资料来源：同花顺 iFinD，Wind，天风证券研究所

图 7：2023-2025 年至今通过港股通渠道港股各行业净流入额（单位：亿港元）



资料来源：同花顺 iFinD，Wind，天风证券研究所

从个股角度来分析，南向资金更加偏好“科技+银行”龙头企业，而减持石油及消费品企业，但整体来看资金流入规模要远超于流出规模。

在前十大流入个股中，截至 2025/3/19，南向资金主要大幅度增持阿里巴巴和腾讯，资金流入规模分别为 768.83、528.32 亿港元；另外中国银行、招商银行、工商银行为代表的高股息银行红利板块今年也是明显增配。

在前十大流出个股中，南向资金主要减持中石油和中海油，资金流出规模分别为 21.86、10.27 亿港元；同时华润啤酒、安踏体育等消费品企业以及美团、比亚迪电子等科技企业也出现了一定程度的减持。但整体来看，资金在科技板块的增持幅度远超减持幅度。

图 8：年初至今通过港股通渠道净流入额排名前 10 个股

公司代码	公司名称	所处行业	净流入（亿港元）	市值（亿港元）	年初至今涨跌幅（%）
9988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	768.83	26,811.66	72.07
0700.HK	腾讯控股	信息技术	528.32	49,565.64	28.88
0941.HK	中国移动	通讯服务	171.56	18,535.97	11.23
0981.HK	中芯国际	信息技术	150.14	5,079.39	56.60
3988.HK	中国银行	金融	126.34	16,382.69	24.72
3968.HK	招商银行	金融	111.37	12,594.80	26.73
1398.HK	工商银行	金融	100.76	24,993.57	13.03
2611.HK	国泰君安	金融	97.98	3,145.90	7.94
1024.HK	快手-W	通讯服务	85.13	2,827.42	56.80
2015.HK	理想汽车-W	可选消费	82.62	2,327.14	10.81

资料来源：同花顺 iFinD，Wind，天风证券研究所

图 9：年初至今通过港股通渠道净流出额排名前 10 个股

公司代码	公司名称	所处行业	净流入（亿港元）	市值（亿港元）	年初至今涨跌幅（%）
0386.HK	中国石油化工股份	能源	-21.86	7,198.20	-1.83
3690.HK	美团-W	可选消费	-20.69	10,746.83	15.12
0291.HK	华润啤酒	日常消费	-20.02	974.88	18.77
0285.HK	比亚迪电子	信息技术	-16.67	1,133.36	19.62
2367.HK	巨子生物	日常消费	-14.76	728.76	42.70
3323.HK	中国建材	材料	-12.66	321.18	17.17
2020.HK	安踏体育	可选消费	-10.63	2,748.26	25.51
6030.HK	中信证券	金融	-10.38	4,297.98	6.45
0883.HK	中国海洋石油	能源	-10.27	9,029.06	-2.44
0489.HK	东风集团股份	可选消费	-9.84	383.75	24.66

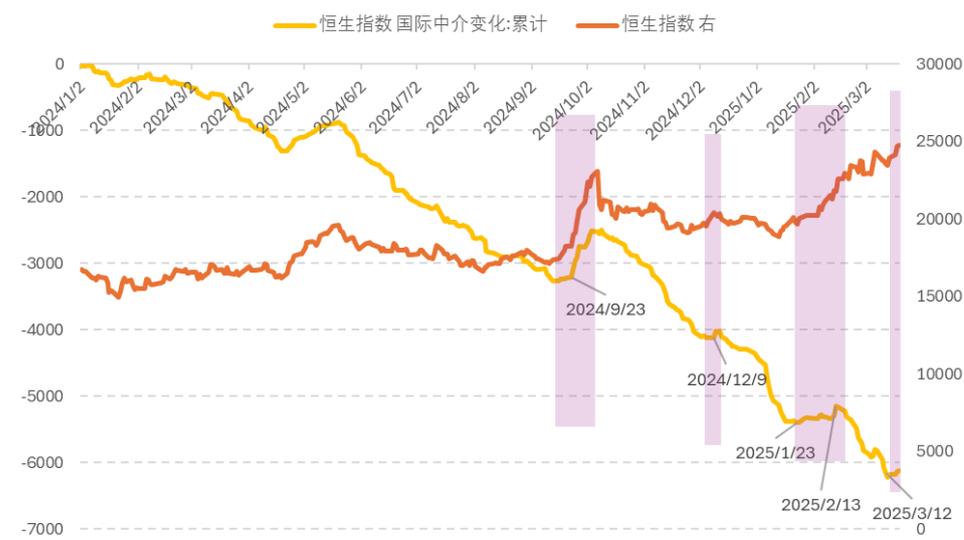
资料来源：同花顺 iFinD, Wind, 天风证券研究所

1.3. 国际中介总量显著流出，关注边际信号

1.3.1. 边际上需要关注外资的转向

尽管今年港股通成交占比处于持续回升的态势，并且年初至今，港股通流入规模持续扩大，然而我们将恒生指数与国际中介的累计净流入展示在同一张图中，恒生指数处于上涨时往往同期国际中介处于流入。这也意味着，从边际上来看，通过国际中介流入的资金其对港股形成了明显的推动作用。

图 10：自 24 年 10 月开始，恒生指数处于上涨时往往国际中介处于流入



资料来源：Wind, 天风证券研究所

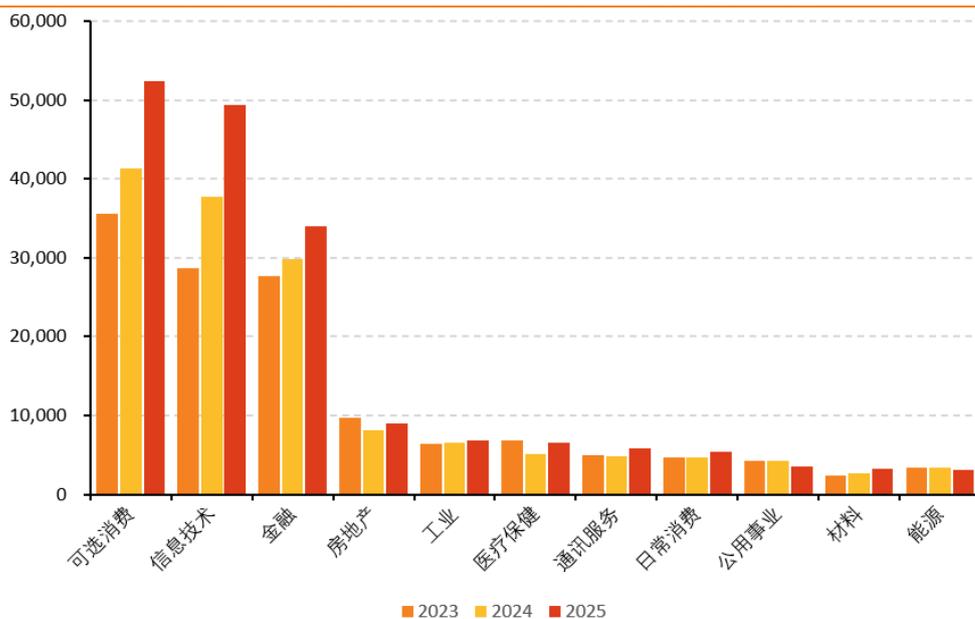
1.3.2. 外资年初至今仅增持医药行业

外资同样偏好可选消费、信息技术、金融板块，但今年资金却持续净流出。

存量方面，截至 2025/3/19，外资持股规模前三的行业分别为可选消费、信息技术、金融板块，当前持股规模分别为 5.24、4.94、3.39 万亿港元，

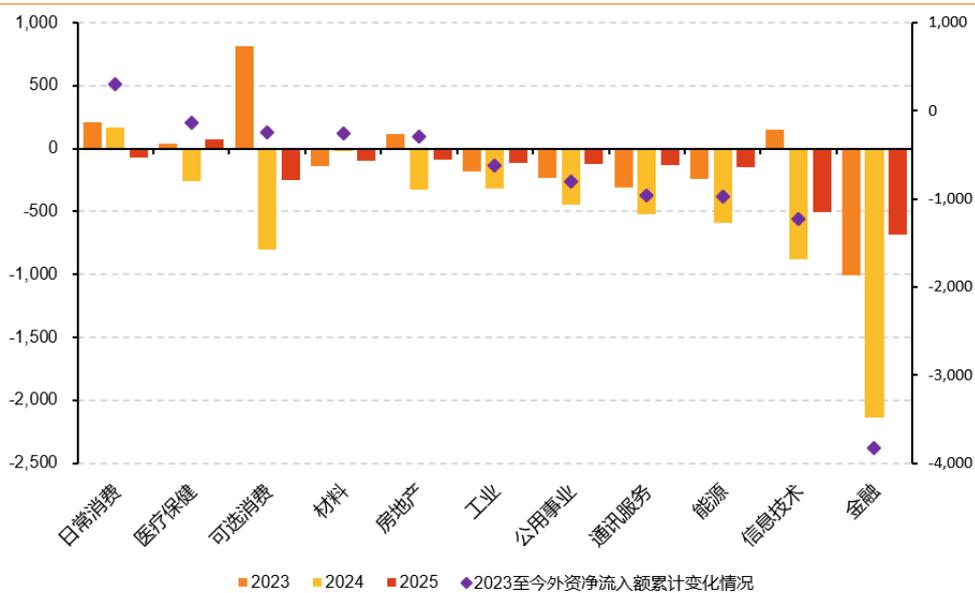
增量方面，年初至今外资仅对医疗保健行业有所增持，期间净流入额为 76.03 亿港元，而对于其重仓方向金融、可选消费、信息技术行业有较大幅度减持，资金净流出额分别为 683、501.25、253.60 亿港元。2023 年仅可选消费行业有较高净流入额，2024 年仅日常消费行业有净流入额。另外从 2023-2025 年至今的净流入额变化情况来看，仅日常消费板块录得累计净流入，为 301.32 亿港元，而金融板块整体则大幅净流出。因此，行业层面资金整体呈现大幅净流出趋势。

图 11：2023-2025 年至今通过国际中介渠道持有港股各行业市值情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2025 年初至今通过国际中介渠道港股各行业净流入额（单位：亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从个股角度来分析，外资过去更加偏好增配“科技+消费”，减配银行和保险板块的个股数量更多。

在前十大资金流入个股中，截至 2025/3/19，外资大幅度净流入至比亚迪，年初至今累计净流入 408 亿港元，主因 3/11 公司配售约 1.3 亿股 H 股新股，募资总额达 435 亿港元，而此次配售由阿联酋 Al-Futtaim 家族办公室作为战略投资者参与交易，因此我们看到外资净流入的结构可能正从以美国为主导的传统金融机构逐步转移至以中东国家为主的主权基金、家族办公室等。同时，国泰君安、美团资金净流入规模也超过 100 亿港元，整体来看，外资净流入至医疗保健和可选消费的个股数量较多。

在前十大流出个股中，外资主要在减持科技龙头企业阿里巴巴、腾讯，其净流出额分别为 579.42、348.98 亿港元；同时对于中信银行、汇丰控股、招商银行等高股息板块减持较多，资金整体的净流出规模要大幅超过净流入规模。

图 13：年初至今通过国际中介渠道净流入额排名前 10 个股

公司代码	公司名称	所处行业	净流入 (亿港元)	市值 (亿港元)	年初至今涨跌幅 (%)
1211.HK	比亚迪股份	可选消费	408.05	12,913.76	55.48
2611.HK	国泰君安	金融	102.23	3,145.90	7.94
3690.HK	美团-W	可选消费	102.20	10,746.83	15.12
0388.HK	香港交易所	金融	95.87	4,754.39	28.92
9688.HK	再鼎医药	医疗保健	69.22	327.24	43.51
6160.HK	百济神州	医疗保健	46.63	2,297.29	42.22
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	41.32	683.22	12.69
2097.HK	蜜雪集团	可选消费	36.05	1,765.23	60.34
9863.HK	零跑汽车	可选消费	32.07	664.47	48.58
3311.HK	中国建筑国际	工业	31.02	688.80	6.19

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：年初至今通过国际中介渠道净流出额排名前 10 个股

公司代码	公司名称	所处行业	净流入 (亿港元)	市值 (亿港元)	年初至今涨跌幅 (%)
9988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	-579.42	26,811.66	72.07
0700.HK	腾讯控股	信息技术	-348.98	49,565.64	28.88
0998.HK	中信银行	金融	-146.73	4,228.60	17.88
0005.HK	汇丰控股	金融	-140.74	15,943.30	22.28
3968.HK	招商银行	金融	-103.10	12,594.80	26.73
0941.HK	中国移动	通讯服务	-97.97	18,535.97	11.23
2015.HK	理想汽车-W	可选消费	-88.09	2,327.14	10.81
0981.HK	中芯国际	信息技术	-86.83	5,079.39	56.60
2318.HK	中国平安	金融	-84.70	10,171.64	11.97
3988.HK	中国银行	金融	-83.66	16,382.69	24.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 国内：25 年 2 月 3 大经济数据增速均提升

2.1. 25 年 2 月 3 大经济数据表现积极，投资增速超预期回升，消费增速不及预期

2025 年 2 月 3 大经济数据表现分化，其中投资高于万得预期，消费低于预期，工业增加值同比 5.9%，前值 5.8%，社消同比 4.0%，预期 4.5%，前值 3.7%，固投增速 4.1%，前值 3.2%，预期 5.1%。

图 15：25 年 2 月三大经济数据表现分化，其中投资高于万得预期，消费低于预期

(%)		较前值	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	
生产	工业增加值		5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.9	6.0	6.2	6.3	6.1	
	固定资产投资		4.1	3.2	3.3	3.4	3.2	3.3	3.5	3.8	4.0	4.4	4.8	
	制造业		9.0	9.2	9.3	9.3	7.7	7.5	7.5	7.7	7.8	8.0	8.4	
	房地产		-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-9.6	-9.5	-9.4	-9.0	-8.7	-8.0	-7.7	
需求	基建		10.0	9.2	9.4	9.4	8.9	8.4	8.8	8.9	8.1	8.8	9.8	
	社会消费品零售		4.0	3.7	3.0	4.8	4.3	3.3	2.6	2.5	8.1	10.1	6.8	
	出口(人民币)	-9.20	-1.9	7.3	10.9	5.7	11.2	0.1	2.5	-1.6	0.7	4.9	10.0	7.0
	进口(人民币)	17.80	2.5	-15.3	1.3	-4.8	-3.7	-0.8	-0.9	-0.5	-1.9	3.4	4.9	3.6
(当月值, %)		较前值	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
就业	调查失业率	0.20	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.2
	16—24岁人口	0.80	16.9	16.1	15.7	16.1	17.1	17.6	18.8	17.1	13.2	14.2	14.7	15.3
	25—29岁人口	0.40	7.3	6.9	6.6	6.7	6.8	6.7	6.9	6.5	6.4	6.6	7.1	7.2
	30—59岁人口	0.30	4.3	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	4.1
景气	制造业PMI	1.10	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8
	PMI 同比	-1.20	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1
通胀	CPI 同比	0.10	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8
	PPI 同比	0.20	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3	8.7
	社融同比	0.00	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0	7.2	8.3
信用	M2 同比	-0.30	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3.0	-2.6	-1.7	-0.8	0.6	2.3

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：0.0代表未披露）

2.1.1. 工业生产同比、环比均回升

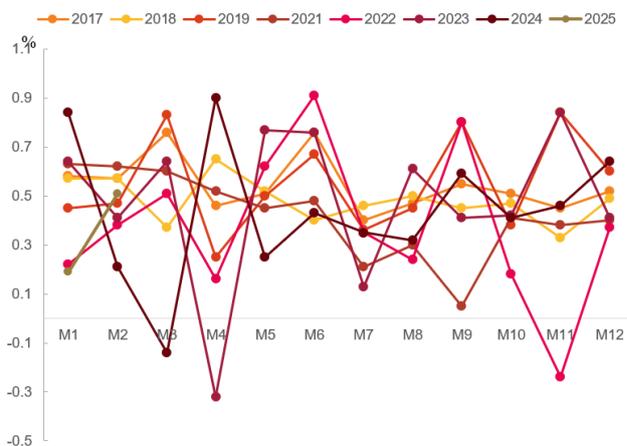
25 年 2 月工业生产同比、环比均回升。2025 年 2 月工业增加值累计同比增长 5.9%，前值 5.8%。

图 16：工业增加值 25 年 2 月累计同比增速为 5.9%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：25 年 2 月工业增加值环比为 0.64%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.2. 25 年 2 月社消同比、环比均回升

2025年2月城镇调查失业率回升至5.4%。统计局自2023年12月起开始公布不含在校生的分年龄段劳动力调查失业率数据。

图 18：25 年 2 月城镇调查失业率报 5.4%

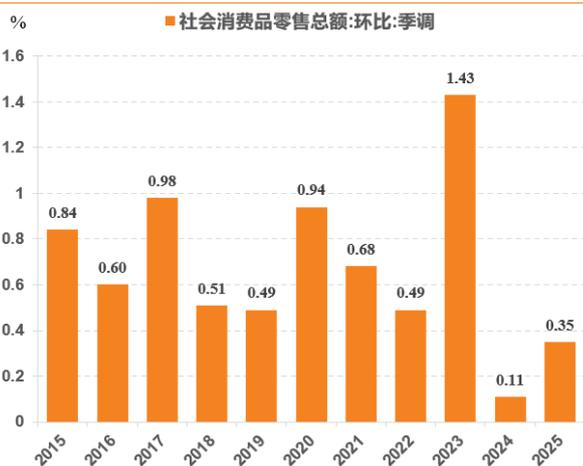


资料来源：Wind，天风证券研究所

社消 25 年 2 月同比、环比均回升。2025 年 2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，前值 3.7%，预期 4.5%。25 年 2 月季调环比报 0.35%，前值 0.19%，另外，从分项来看，商品、餐饮消费 25 年 2 月同比分别为 3.9%、4.3%，24 年 12 月同比为 3.9%、2.7%。

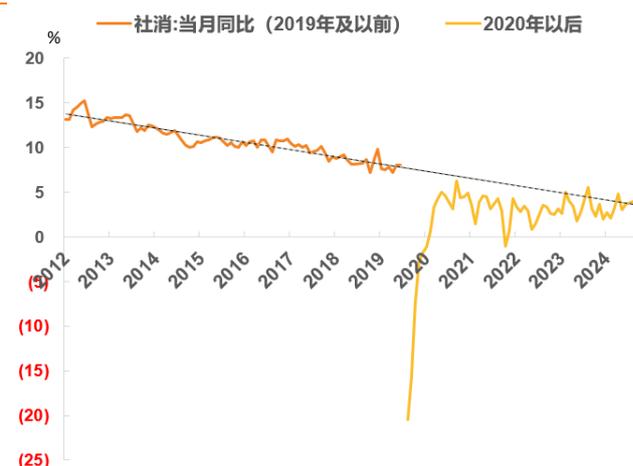
多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升。限额以上企业商品零售总额 25 年 2 月累计同比 4.4%，24 年 12 月为 2.7%，多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升。2025 年 2 月增速较高的细分品类主要有文化办公用品、通讯器材，体育及娱乐用品，累计同比分别为 22.1%、16.3%、13.9%，拖累项主要为汽车、饮料，累计同比为 -8.7%、-6.9%。

图 19：25 年 2 月社消季调环比为 0.35%



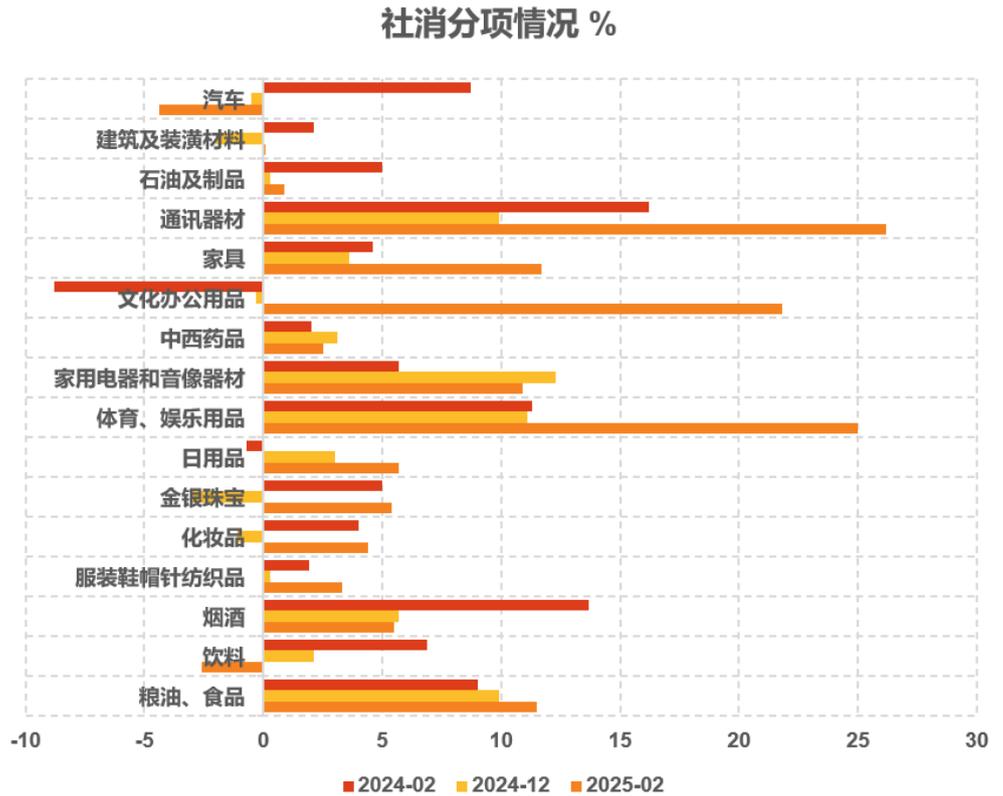
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：25 年 2 月考虑基数效应的社消增速在趋势线附近



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：多数分项累计增速相对 2024 年累计增速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.3. 投资同比回升，环比回落

整体投资 25 年 2 月小幅回升。2025 年 2 月固定资产投资累计同比增速为 4.1%，24 年 12 月为 3.2%，25 年 2 月季调后环比为 0.49%。

25 年 2 月地产回升。分项上来看，广义基建、狭义基建、制造业、房地产 25 年 2 月累计同比增速为 9.95%、5.6%、9.0%、-9.8%，较前值分别变化 0.76、1.2、-0.2、0.8pct，制造业回落，其余分项均回升。

图 22：25 年 2 月投资分项分化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：25 年 2 月固投季调环比增速为 0.49%

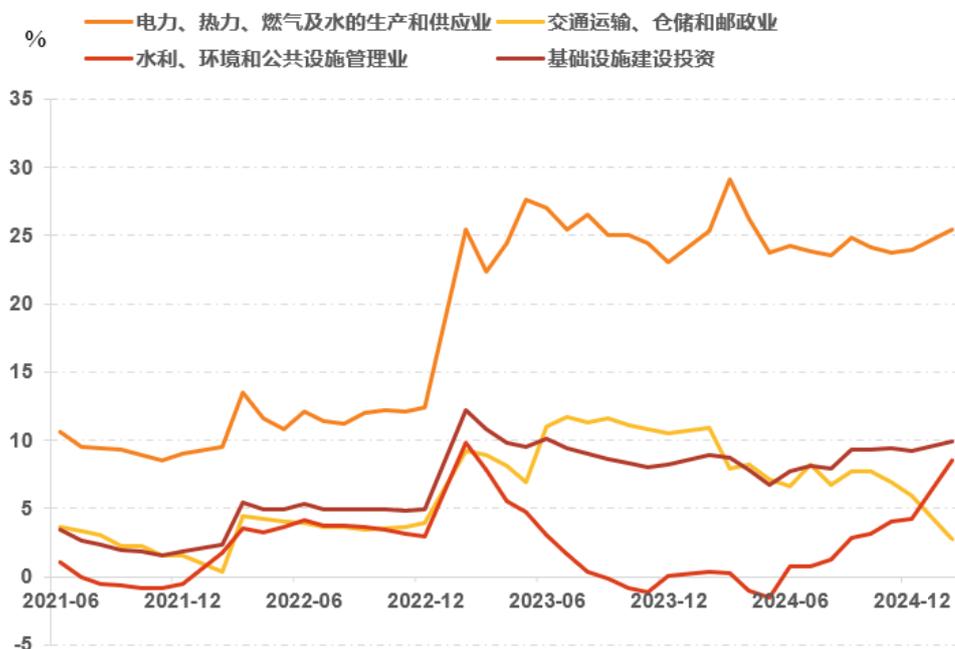


资料来源：Wind，天风证券研究所

基建各分项增速多数回升，基建三大分项累计同比除交通运输仓储和邮政业外均回升，电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业同比增速为 25.4%、8.5%，

环比分别回升 1.5、4.3 个百分点，交通运输仓储和邮政业累计同比增速为 2.7%，环比回落 3.2 个百分点。

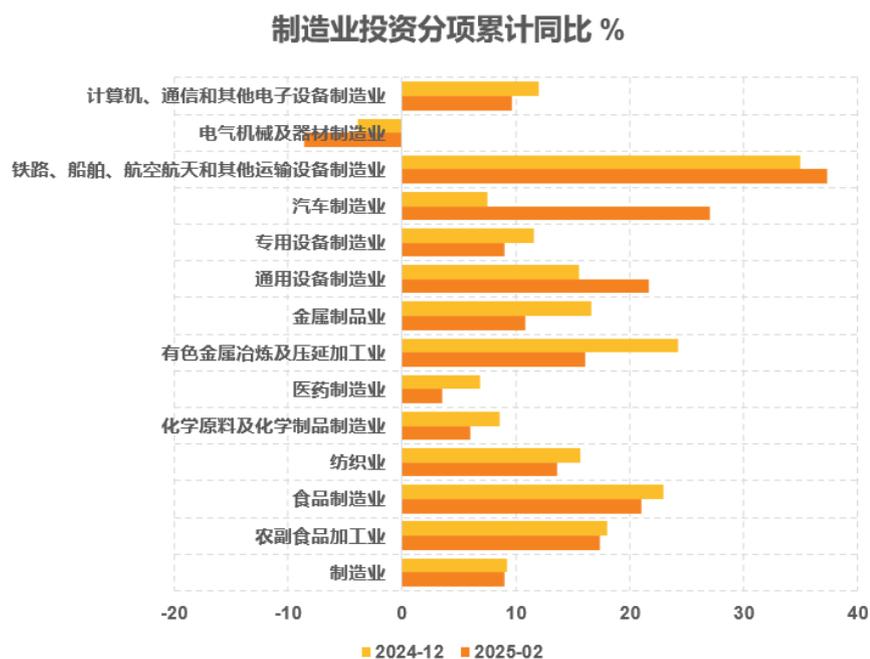
图 24：基建各分项增速多数回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

制造业投资中分项分化。目前公布的制造业主要分项（共 13 个）2025 年 2 月累计同比增速数据中，3 个分项回升，包括铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、汽车、通用设备制造业等，10 个分项回落，包括食品制造业、电气机械及器材制造业等。

图 25：制造业主要分项累计同比增速情况

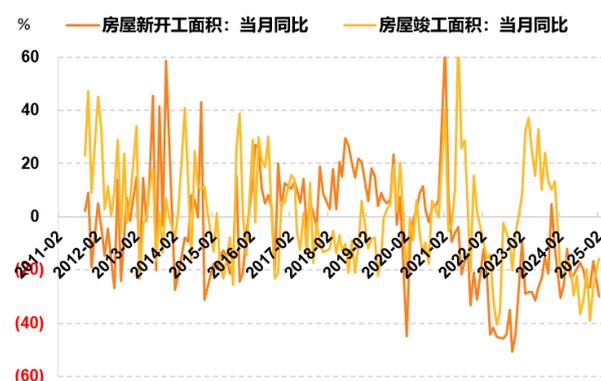


资料来源：Wind，天风证券研究所

25 年 2 月竣工面积同比跌幅收窄，新开工面积同比跌幅走阔。25 年 2 月竣工面积累计同比、当月同比分别为-15.6%、-15.7%，环比变动 12.1、10.3 个百分点。房屋新开工面积当月同比为-29.9%，前值-16.9%，累计同比为-29.6%，前值-23%。

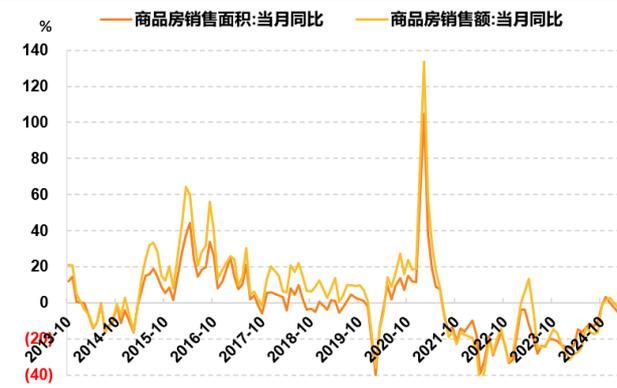
商品房销售额同比由正转负。25 年 2 月商品房销售面积、销售额累计同比为-5.1%、-2.6%，环比回落 7.8、14.5 个百分点；当月同比由正转负，为-5.48%、-2.91%，较上月变化-5.84、-5.75 个百分点。

图 26：2 月竣工面积同比跌幅收窄，新开工面积同比跌幅走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2 月商品房销售额同比由正转负



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 央行 25Q1 例会：实施适度宽松的货币政策、新设立工具常态化

中国人民银行货币政策委员会 2025 年第一季度（总第 108 次）例会于 3 月 18 日召开。

经济运行总体平稳、稳中有进，但仍面临需求不足等挑战。会议判断当前“经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进”，但“面临国内需求不足、风险隐患仍然较多”，对国内经济的评价基本延续 24Q4 表述，对外部环境表述“当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化”，删除“货币政策进入降息周期”，同时对货币政策的表述由“货币政策进入降息周期”转变为“通胀走势和货币政策调整不确定性上升”。

要实施适度宽松的货币政策。基调方面提出“要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节”，与 24 年 12 月政治局会议提出的“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”相呼应。而对于债市方面，25Q1 新增表述为“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”，删除 24Q4 的表述“充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖”，而“关注长期收益率的变化”则维持不变。

结构性工具方面，提出“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具，维护资本市场稳定”，新增“探索常态化的制度安排”表述。市场化利率机制方面，强调“强化央行政策利率引导”，删除 24Q4 “充实货币政策工具箱”、“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”表述转变为“推动社会综合融资成本下降”。

汇率方面，新增“坚决对市场顺周期行为进行纠偏”，删除 24Q4 的“坚决防止形成单边一致性预期并自我实现”表述。

房地产政策供给端方面，强调“着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳”，与 24 年 9 月政治局会议的表述“促进房地产市场止跌回稳”相呼应。

图 28：央行 Q1 例会：实施适度宽松的货币政策、择机降准降息

	2024年第二季度例会	2024年第三季度例会	2024年第四季度例会	2025年第一季度例会
经济背景	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不强，通胀出现高位回落趋势但仍具粘性，主要经济体经济增长和货币政策有所分化。我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	当前外部环境变化带来的不确定性增多，世界经济增长动能不强，通胀压力有所缓解，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，通胀压力有所缓解，但世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难和挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整不确定性上升。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。
政策基调	要稳中求进、以进促稳、先立后破，不断巩固稳中向好的基础。精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节。	要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节。	要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。	要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。
货币政策	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进物价温和回升，保持物价在合理水平。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济持续回升向好。要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价总体稳定。建议加大货币政策调控力度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，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。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。	更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。建议加大货币政策调控力度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，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。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。
结构性工具	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效。	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具落地生效，维护资本市场稳定。	有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具，维护资本市场稳定。	有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，做好科技金融“五篇文章”，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。
供给侧结构性改革	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。
市场化利率机制	完善市场化利率形成和传导机制，充实货币政策工具箱，发挥央行利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。	完善市场化利率形成和传导机制，强化央行利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制作用和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险。	强化预期引导，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，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。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，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。
实体经济/民营企业	构建金融有效支持实体经济的体制机制。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展。落实加大力度支持科技型中小企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。	构建金融有效支持实体经济的体制机制。推进科技创新和技术改造再贷款使用进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。加快形成覆盖科技型型企业全生命周期的多元化接力式金融服务体系，助力科技强国建设和实现高水平科技自立自强。坚持和落实“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	加快推进科技创新和技术改造贷款投放进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。
房地产/平台经济	充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策落地见效，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策举措。	充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策落地见效，支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策举措。	着力推动已出台金融政策落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策举措。	着力推动已出台金融政策落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策举措。
开放	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

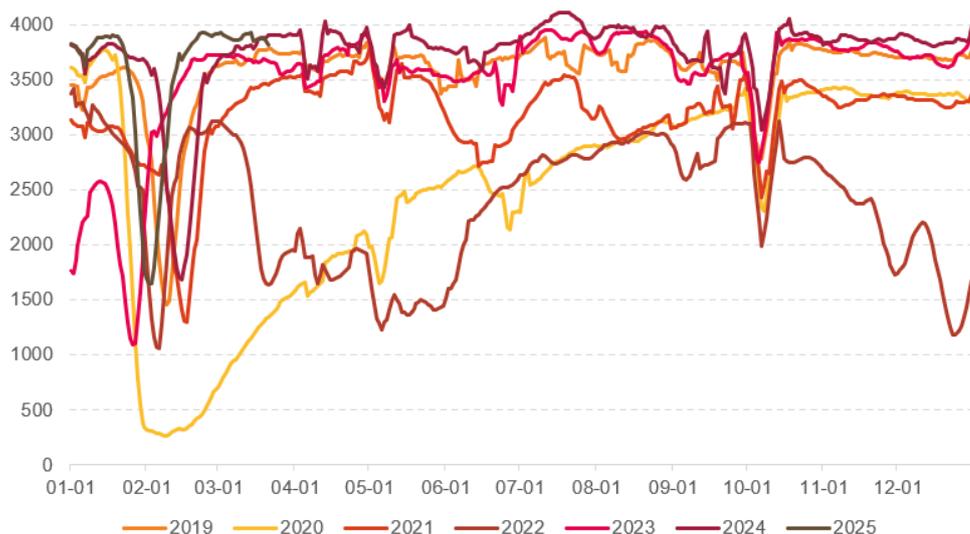
资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

2.3. 交运高频指标跟踪

截至 2025/3/21，一线城市地铁客流量（MA7）报 3816 万人次，较上周五的 3929 万人次回落。

图 29：一线城市地铁客流量

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

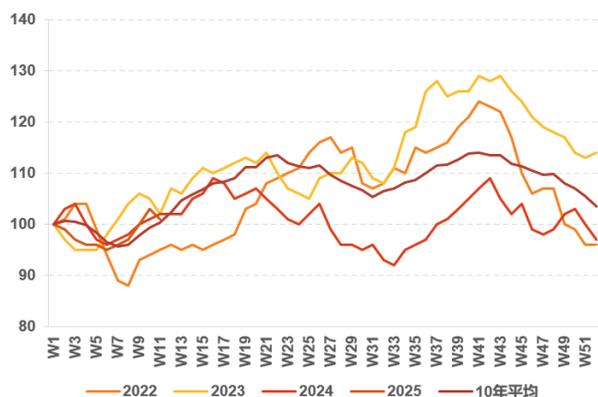
2.4. 普林格同步高频指标跟踪

2.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2025/3/23，**工业生产腾落指数**为 119，3/16 为 121。从分项上看，涤纶长丝、唐山高炉回升，山东地炼、甲醇、纯碱、轮胎回落。（水泥数据滞后，当期记为 0）

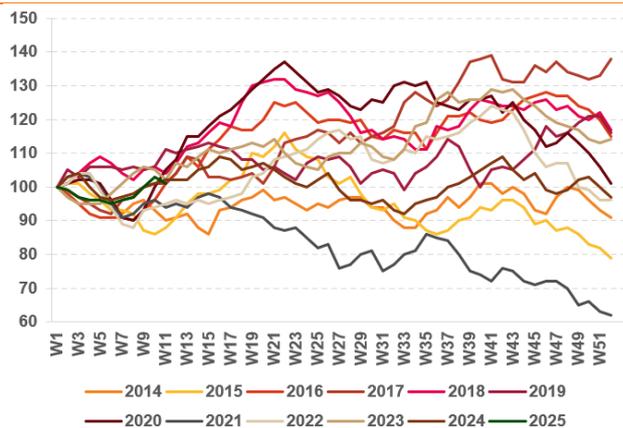
（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）

图 30：工业生产腾落指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：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：习近平总书记在贵州和云南进行考察调研；总理李强在福建进行考察调研；李强主持召开国务院常务会议并研究建立健全涉企收费长效监管机制有关举措。

图 32：国内政策跟踪

发布日期	文件/会议	主要内容
2025年3月18日	习近平在贵州考察时强调：坚持以高质量发展统揽全局 在中国式现代化进程中展现贵州新风采	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在贵州考察时强调，贵州要认真落实党中央关于西部大开发和长江经济带发展的战略部署，坚持以高质量发展统揽全局，以进一步全面深化改革开放为动力，坚定信心、苦干实干，稳中求进、善作善成，在中国式现代化进程中展现贵州新风采。
2025年3月20日	习近平在云南考察时强调：解放思想 改革创新奋发进取真抓实干 在中国式现代化进程中开创云南发展新局面	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在云南考察时强调，云南要认真落实党中央关于西部大开发和长江经济带发展的战略部署，完整准确全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，着力推动高质量发展，解放思想、改革创新，奋发进取、真抓实干，在中国式现代化进程中开创云南发展新局面。
2025年3月20日	李强在福建调研时强调：以开拓创新精神做好稳外贸工作 加快构建高水平对外开放新优势	中共中央政治局常委、国务院总理李强3月18日至20日在福建调研。他强调，要深入贯彻习近平总书记在全国两会期间的重要讲话精神，认真落实两会明确的各项任务，直面各种不稳定不确定因素，坚定信心，克难奋进，以开拓创新精神做好稳外贸工作，加快构建高水平对外开放新优势。
2025年3月21日	李强主持召开国务院常务会议，研究建立健全涉企收费长效监管机制有关举措等	国务院总理李强3月21日主持召开国务院常务会议，研究建立健全涉企收费长效监管机制有关举措，审议通过《婚姻登记条例（修订草案）》。会议指出，加强涉企收费监管是降低企业经营成本、优化营商环境的重要举措。要坚持问题导向、防治并举、标本兼治，聚焦政府部门及下属单位、行政审批中介服务机构、行业协会商会、经营自然垄断环节业务企业等涉企收费主体，强化全过程监管，着力构建协同高效的长效监管机制。
2025年3月21日	商务部：进一步加强贸易政策合规工作有助于营造一流营商环境	国务院办公厅日前印发《关于进一步加强贸易政策合规工作的意见》，商务部世贸司负责人21日表示，进一步加强贸易政策合规工作有助于营造一流营商环境，推动构建全国统一大市场，通过保障非歧视、透明的政策环境，推动生产要素畅通流动和资源高效配置，从而释放市场潜力，为稳步扩大制度型开放、建设更高水平开放型经济新体制打下坚实基础。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

3. 国际：3月美联储维持基准利率不变

3.1. 国际大事跟踪

3.1.1. 俄乌冲突跟踪

美乌领导人通话。美国总统特朗普 19 日与乌克兰总统泽连斯基举行通话，讨论乌克兰和平问题。特朗普向泽连斯基通报了他 18 日与俄总统普京的通话情况，并与乌方就俄乌停止袭击能源基础设施达成一致。在双方通话结束后，特朗普通过社交媒体表示，他与泽连斯基通话持续约 1 小时，“非常顺利”，双方大部分讨论内容都是基于美俄领导人 18 日的通话情况，以使俄乌“在要求和需求方面保持一致”。对于这次通话，泽连斯基当天通过社交媒体表示，特朗普与他分享了同普京的通话细节，乌方接受美方提出的停止袭击能源和民用基础设施的提议，接受美方关于前线无条件停火的提议。乌方认为这些步骤为在停火期间准备“全面和平协议”创造可能性是必须的。双方还讨论了前线局势、释放被俘人员等问题。

俄外交部：乌克兰已违反特朗普提出的停火协议。据俄罗斯卫星网 21 日援引俄外交部发言人扎哈罗娃的话报道称，俄方认为美国总统特朗普提出的临时停火协议，已遭乌克兰方面破坏。据报道，3 月 18 日，俄罗斯总统普京与特朗普进行了约两小时的电话会谈，普京支持美方提出的俄乌 30 天内互不袭击对方能源基础设施的提议，并向军方下达了相应指示。报道称，在会谈结束仅几小时后，乌克兰方面就用三架无人机袭击了俄克拉斯诺达尔边疆区的“高加索”输油泵站。俄国防部指出，乌克兰领导层此举是故意破坏特朗普的和平倡议。

特朗普称美国将很快与乌克兰签署矿产协议。报道称，特朗普在签署了一项旨在提升国内关键矿产和稀土的生产能力的行政令后，在白宫的一次活动中发表了上述评论。特朗普表示，在本周与俄罗斯和乌克兰领导人通话后，有关乌克兰和平协议的进展“相当顺利”。他表示，“我们与乌克兰和俄罗斯的合作非常顺利。我们正在做的事情之一就是与乌克兰很快签署有关稀土的协议。”

以上消息来源于中新网。

3.1.2. 中东冲突跟踪

以军在加沙发动地面行动。以色列军方 19 日称其已在加沙地带发动地面行动，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)指责此举违反加沙停火协议。同日，一名联合国工作人员在加沙地带死亡，联合国秘书长古特雷斯呼吁进行全面调查。以防长卡茨表示，18 日的空袭“只是以色列计划的第一步”，旨在加大对哈马斯的压力，迫使其释放剩余的被扣押人员并放弃对加沙的控制。哈马斯表示，以军的地面行动和对内察里姆走廊的入侵违反加沙停火协议。该组织在一份声明中重申其对该协议的承诺，并呼吁调解人“承担起自己的责任”。

哈马斯发射炮弹回应以色列袭击。巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)20 日向以色列发射炮弹，回应以色列打破停火协议对加沙地带重启攻势。以政府 21 日批准以总理内塔尼亚胡关于解职以国家安全总局(辛贝特)局长罗嫩·巴尔的提议。据《以色列时报》、美国有线电视新闻网报道，哈马斯 20 日向以色列特拉维夫发射火箭弹，回应以色列在加沙地带重启攻势。据卡塔尔半岛电视台 21 日报道，巴勒斯坦加沙地带卫生部门称，自以色列 18 日打破停火协议以来，已有超过 590 名巴勒斯坦人在袭击中死亡，随着空袭和地面攻击加剧，死亡人数将继续上升。

特朗普：也门胡塞武装将被“彻底消灭”。据半岛电视台报道，美国总统特朗普 19 日表示，也门胡塞武装将被“彻底消灭”，并敦促伊朗立即停止向该组织提供支持。据报道，特朗普在社交媒体上发文称：“胡塞武装已经遭受了巨大的损失，接下来他们的处境会越来越糟。这甚至不是一场公平的战斗，也永远不会是。他们将被彻底消灭！”此外，特朗普还表示：“伊朗必须立即停止向胡塞武装运送物资，应该让胡塞武装自己去战斗。无论

如何，胡塞武装都会失败。”

以上消息来源于中新网。

3.2.3 月美联储维持基准率不变

3月美联储维持联邦基金利率不变。3月20日，美联储宣布，将联邦基金利率区间维持在4.25%—4.50%不变。继去年9月启动宽松周期以来，这是美联储第二次议息会议决定暂停降息。同时美联储主席鲍威尔在随后的货币政策新闻发布会表示，美国经济表现依然强劲，但存在不确定性，经济衰退的风险虽然有所上升，但是目前风险还不太高。鲍威尔此次略微偏鸽的表态一定程度缓解了市场对美国经济衰退的担忧。

据 CME “美联储观察”，截至 2025/3/23，美联储 2025 年 5 月降息 25 基点的概率为 14.3%，维持现有利率的概率为 85.7%。

图 33：CME 降息概率情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	67.3%	22.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	36.4%	46.7%	12.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	25.5%	43.2%	24.0%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.3%	32.0%	36.2%	16.8%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	21.3%	34.0%	26.8%	9.9%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	23.3%	32.9%	24.2%	8.6%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	12.8%	26.1%	30.3%	19.5%	6.4%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	14.2%	26.6%	29.2%	18.2%	5.8%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	16.4%	27.0%	27.2%	16.0%	4.9%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	17.1%	27.0%	26.5%	15.3%	4.6%	0.6%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	17.4%	27.0%	26.2%	15.0%	4.5%	0.5%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.7%	6.7%	16.5%	26.2%	26.3%	16.0%	5.4%	0.9%
2026/12/9	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	24.9%	26.3%	17.3%	6.8%	1.5%	0.2%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

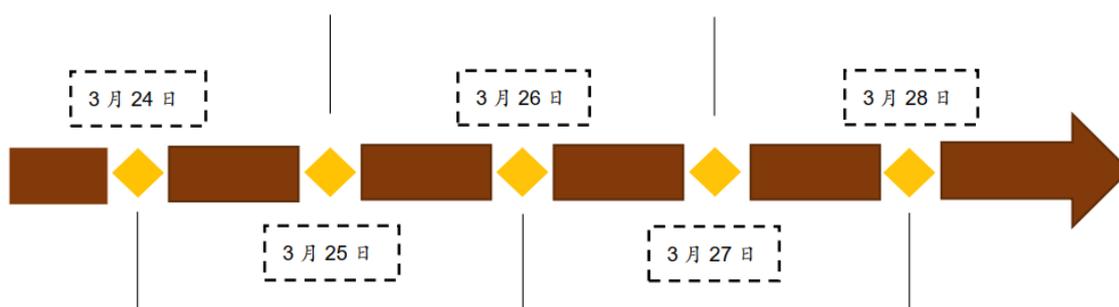
4. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚克难，波折难免，重视恒生互联网

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+，2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，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 34：重点大事前瞻

- 中国 3 月中期借贷便利 (MLF)：投放：1 年：当月值 (亿元)
- 中国 3 月中期借贷便利 (MLF)：利率：1 年
- 美国 2 月新屋销售：季调：折年数 (千套)
- 美国 2 月新屋销售：季调：折年数：环比 (%)
- 德国 3 月 IFO 景气指数：季调 (2015 年=100)
- 德国 3 月 IFO 现状指数：季调 (2015 年=100)
- 德国 3 月 IFO 预期指数：季调 (2015 年=100)
- 美国 第四季度实际 GDP：季调：环比折年率 (终值) (%)
- 美国 第四季度 GDP 价格指数 (终值)：季调 (2017 年=100)
- 美国 3 月 22 日初请失业金人数：季调 (万人)
- 美国 第四季度 PCE 价格指数：季调 (终值) (2017 年=100)
- 美国 第四季度个人消费支出：季调：折年数 (终值) (十亿美元)
- 美国 第四季度核心 PCE 价格指数：季调 (终值) (2017 年=100)
- 欧盟 2 月欧元区：M3：同比 (%)
- 欧盟 2 月欧元区：M2：同比 (%)
- 欧盟 2 月欧元区：M1：同比 (%)



- 美国 3 月 22 日产量：粗钢：当周同比 (%)
- 美国 2 月芝加哥联储全国活动指数
- 美国 3 月 21 日原油和石油产品 (不包括战略石油储备) 库存量 (千桶)
- 美国 3 月 21 日原油库存量 (千桶)
- 美国 3 月 21 日战略石油储备库存量 (千桶)
- 美国 3 月 21 日原油产量引伸需求 (万桶/日)
- 美国 3 月 21 日蒸馏燃油产量引伸需求 (万桶/日)
- 美国 3 月 21 日车用汽油总产量引伸需求 (万桶/日)
- 美国 3 月 21 日炼油厂产能利用率 (%)
- 美国 3 月 21 日炼油厂开工率 (%)
- 美国 2 月 M2：未季调：环比 (%)
- 英国 2 月核心 CPI：环比 (%)
- 英国 2 月 CPI：同比 (%)
- 英国 2 月 CPI：环比 (%)
- 美国 2 月个人消费支出：季调 (十亿美元)
- 美国 2 月人均可支配收入：折年数：季调 (美元)
- 美国 2 月核心 PCE 物价指数：同比 (%)
- 美国 2 月 PCE 物价指数：同比 (%)
- 美国 2 月核心 PCE 物价指数：环比 (%)
- 德国 2 月失业率：季调 (%)
- 德国 2 月失业人数：季调 (千人)

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