

MLF 工具重磅调整，美国关税风云又起

摘要

● 一周大事记

国内：工业企业利润降幅收窄，利率市场化改革持续推进。3月23日，中国发展高层论坛2025年年会在北京开幕，中国将通过释放内需潜力与科技创新动能，为全球经济注入确定性，同时深化与世界的互利共赢合作；24日，财政部公布2025年1至2月财政收支情况，1-2月，全国一般公共预算收入同比减少1.6%，全国一般公共预算支出同比增加3.4%，后续财政空间有望进一步打开，促进财政收入增速改善；24日，中国人民银行宣布自本月起MLF将采用美式招标方式，MLF利率的政策属性完全退出历史舞台，政策利率体系将以DR007为核心，通过精准调控短期利率提升货币政策传导效率；27日，国家统计局公布数据显示，1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降0.3%，降幅较2024年收窄3个百分点，在政策引导与“抢出口”等因素综合作用下，1-2月份企业利润有所改善，未来随着更加积极财政政策落地、提振消费等措施逐步实施，年内工业企业利润有望持续修复。

海外：特朗普加征汽车关税，美国制造业和服务业表现分化。当地时间3月24日，3月日本制造业PMI初值下降0.7个百分点至48.3，服务业PMI初值下降4.2个百分点至49.5，加剧市场对日本经济复苏前景的担忧；当地时间24日，美国3月Markit制造业PMI初值下降2.9个百分点至49.8，服务业PMI初值上升3.3个百分点至54.3，美联储或在二季度保持“观望”，等待更多经济数据验证趋势后，再决定年内降息的节奏与幅度；当地时间25日，美国分别就与俄罗斯和乌克兰代表团在沙特阿拉伯的会谈发表声明，美国和俄罗斯、乌克兰已同意在黑海确保航行安全，且美国将帮助俄罗斯恢复农产品和化肥出口进入世界市场的渠道，为冲突提供短暂缓和窗口，但结构性矛盾未解，冲突长期化风险仍存，未来需关注协议的落实情况；当地时间26日，特朗普宣布对所有进口汽车征收25%关税，同时表示美国将会对木材和药物征收关税，短期可能损害非美车企盈利能力，但在中长期跨国车企可能调整生产布局。

● **高频数据：**上游：本周布伦特原油现货均价周环比上升2.89%，铁矿石价格周环比上升1.30%，阴极铜价格周环比上升1.17%；中游：动力煤价格指数周环比下降1.21%，螺纹钢价格周环比上升0.92%，水泥价格周环比下降0.31%；下游：房地产销售周环比上升27.48%，3月第三周乘用车市场日均零售同比增长8%；物价：蔬菜价格周环比下降0.17%，猪肉价格周环比上升0.29%。

● **下周重点关注：**中国3月制造业、非制造业PMI、日本、德国零售销售同比、德国3月调和CPI同比、美国3月芝加哥PMI（周一）；日本2月失业率、欧元区3月调和CPI同比、2月失业率、美国3月ISM制造业指数、2月JOLTS职位空缺、营建支出环比（周二）；美国3月ADP就业人数变动（周三）；欧元区2月PPI同比、美国2月贸易帐、3月ISM非制造业指数（周四）；德国2月季调后工厂订单同比、美国3月失业率、非农就业人口变动（周五）。

● **风险提示：**政策落地节奏不及预期，海外经济超预期波动。

西南证券研究院

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 促消费政策频出，美联储继续观望（2025-03-21）
2. 开年经济稳中向好，新产业表现亮眼——1-2月经济数据点评（2025-03-18）
3. 社融增速走高，政府债仍是支撑——2月社融数据点评（2025-03-15）
4. 育儿补贴细则出炉，欧美贸易战打响（2025-03-14）
5. 基数扰动进出口增速，“抢出口”效应仍在——1-2月贸易数据点评（2025-03-09）
6. 宏观调控力度不减，德国财政大转向（2025-03-07）
7. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025年全国“两会”解读（2025-03-06）
8. 重回扩张区间，节后复工成色如何？——2月PMI数据点评（2025-03-01）
9. AI+迎来投资机遇，德国大选结果出炉（2025-02-28）
10. 逆周期下的政策变奏——2025年全国“两会”前瞻（2025-02-27）

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：工业企业利润降幅收窄，利率市场化改革持续推进	1
1.2 海外：特朗普加征汽车关税，美国制造业和服务业表现分化	3
2 国内高频数据	6
3 下周重点关注	10

1 一周大事记

1.1 国内：工业企业利润降幅收窄，利率市场化改革持续推进

(1) 全面释放发展动能，共促全球经济稳定增长

3月23日，中国发展高层论坛2025年年会在北京开幕，主题为“全面释放发展动能，共促全球经济稳定增长”。会议聚焦宏观经济政策、科技创新、消费提振、全球化合作及绿色低碳发展等议题，吸引了来自21个国家的750余名代表，共同探讨中国与全球经济发展路径。

点评：此次会议传递出清晰信号，中国正以开放姿态推动高质量发展，通过释放内需潜力与科技创新动能，为全球经济注入确定性，同时深化与世界的互利共赢合作。国务院总理李强在开幕式主旨演讲中，从三个视角阐释中国经济发展方向：一是通过“春节经济”展现内需潜力与创新动能，如文旅消费、人工智能初创企业及新能源产业的亮眼表现；二是明确以5%左右增长目标为核心的经济政策，强调通过“逆周期调节”和深化市场化改革激发动力；三是呼吁国际社会共同应对全球化挑战，反对保护主义，承诺扩大开放并维护全球供应链稳定。两位部长的发言进一步释放积极信号，财政部部长蓝佛安表示将实施“更加积极有为的财政政策”，通过提高赤字率、发行超长期特别国债等工具稳增长，同时指出中国政府负债率(67.5%)显著低于G20国家平均水平，政策空间充足。同日，中央财经委员会办公室副主任韩文秀提出目前我国房地产市场、地方政府债务和中小金融机构“三大风险”都已经得到有效控制，市场呈现回暖态势。跨国企业代表如西门子CEO博乐仁、美敦力CEO杰夫·马萨等，均看好中国在制造业、医疗健康等领域的市场潜力，承诺深化本土化合作。国际组织如IMF副总裁克拉克认为，中国通过政策调整可提升年均经济增长1%，成为全球稳定增长的关键引擎。2025年1-2月，全国规模以上工业增加值同比增长5.9%，较2024年全年增速升高0.1个百分点，全国固定资产投资(不含农户)同比增长4.1%，增速较2024年全年升高0.9个百分点，均高于市场预期，社会消费品零售总额同比增长4%，较去年12月增速提升0.3个百分点，持平于市场预期。2025年经济开年稳中向好发展，未来将通过扩大消费、科技创新及对外开放等政策，加速经济结构转型，为全球提供稳定增长动力。

(2) 1-2月财政收入小幅下降，中央财政支出提速

3月24日，财政部公布2025年1至2月财政收支情况。财政部数据显示，2025年1-2月，全国一般公共预算收入43856亿元，同比减少1.6%，较2024年增速下滑2.9个百分点；全国一般公共预算支出45096亿元，同比增加3.4%，较2024年增速小幅下降0.2个百分点。

点评：从收入端看，2025年1-2月，全国一般公共预算收入进度为19.95%，仅略高于去年同期19.91%，仍低于近五年以来同期平均水平。其中，税收收入36349亿元，同比下降3.9%，降幅较2024年扩大0.5个百分点，延续低迷态势，反映出税源恢复仍显乏力，非税收入7507亿元，同比增长11%，增速较2024年全年(25.4%)有所回落，但仍维持正增长，短期内政府依靠非税收入填补税收缺口的力度有所减弱。税收各主要类别呈现分化走势：国内增值税同比增长1.1%，国内消费税同比增长0.3%，企业所得税同比下降10.4%，而个人所得税同比增长26.7%，企业和个人所得税增速走势分化可能与春节时点有关，企业年终奖发放、企业停工停产时点相较去年同期靠前，另外还受到部分中央金融企业汇算清缴企业所得税入库较去年同期减少的影响；从支出端看，1-2月，一般公共预算支出完成进度为

15.18%，小幅低于去年同期支出进度 15.28%，财政预算内支出进度与去年同期相似，但高于近五年以来同期平均水平 14.36%。其中，中央一般公共预算支出同比增长 8.6%，较去年 6.5% 增速走高，地方一般公共预算支出同比增长 2.7%，较去年 3.2% 增速有所下滑，1-2 月财政支出更多是中央财政发力。从支出分项上看，社会保障和就业、教育、科技支出分别同比增长 6.7%、7.7% 和 10.6%；城乡社区和农林水支出收缩，分别下降 6.6% 和 10.5%，民生和科技类支出增长较快。从政府性基金收支情况来看，1-2 月，全国政府性基金预算收入同比下降 10.7%，其中，地方国有土地使用权出让收入同比下降 15.7%，降幅较去年收敛 0.3 个百分点，地方土地财政仍面临较大压力。全国政府性基金预算支出同比增长 1.2%，回升 1 个百分点。2025 年两会指出今年财政政策要更加积极，赤字率按 4% 左右安排，赤字规模对应为 5.66 万亿元，比 2024 年增加 1.6 万亿元，后续财政空间有望进一步打开，且随着扩内需政策逐步落地，带动国内经济持续回升，有望促进财政收入增速改善。

(3) MLF 利率政策属性完全退出，利率市场化改革持续推进

3 月 24 日，中国人民银行发布《2025 年 3 月中期借贷便利招标公告》，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。3 月 25 日，中国人民银行将开展 4500 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

点评：长期以来，MLF 利率作为中期政策利率，对市场利率形成重要指引。然而，由于政策利率种类较多、关系复杂，中国央行早已着手简化政策利率体系。2024 年陆家嘴论坛上，央行行长潘功胜明确表示，7 天期逆回购操作利率将作为主要政策利率，而其他工具的政策属性将逐步淡化。此次，央行 MLF 操作从原有的单一利率中标模式转向“固定数量、利率招标、多重价位中标”的美式招标方式，意味着不同金融机构可根据自身资金需求差异报价，最终形成多个中标利率，同时也意味着 MLF 利率的政策属性完全退出历史舞台，其定位回归为纯粹的 1 年期流动性管理工具。在流动性投放方面，3 月开展 4500 亿元 MLF 操作，对冲到期量后实现 630 亿元净投放，为 2024 年 7 月以来首次 MLF 净投放，释放货币政策边际宽松信号。此次调整对市场和经济产生多维度影响，一是利率传导效率提升，市场化招标机制增强机构自主定价能力，资金成本更贴近市场供需，推动利率市场化进程；二是降低银行负债成本，当前 1 年期同业存单利率（约 1.92%-1.95%）低于原 MLF 利率（2.0%），美式招标允许银行根据市场化融资成本差异化报价，预计 MLF 加权平均利率将下行 5-8BP，直接减轻 MLF 存量余额超 4 万亿元的银行净息差压力，支持实体经济融资成本下行；三是流动性管理优化，央行通过 MLF、短期逆回购、买断式逆回购及降准等工具构建多层次流动性框架，中长期资金供给结构更合理，MLF 余额将从峰值逐步缩减。未来，央行或进一步推广买断式逆回购等工具，LPR 与 MLF 利率“解绑”常态化，LPR 调整将更独立反映市场供需。政策利率体系以 DR007 为核心，通过精准调控短期利率提升货币政策传导效率。

(4) “抢出口”以及政策效应驱动下，1-2 月工业企业利润降幅收窄

3 月 27 日，国家统计局公布数据显示，1-2 月份，随着一系列增量政策持续发力，市场需求逐步回暖，规模以上工业企业营业收入同比增长 2.8%，增速较 2024 年升高 0.7 个百分点，利润总额同比下降 0.3%，降幅较 2024 年全年收窄 3 个百分点。

点评：总体来看，工业企业呈现“营收改善、利润修复、结构分化”的稳定恢复态势，利润的改善或主要是量的因素贡献，1-2 月工业企业营业收入利润率为 4.53%，较去年同期走低 0.17 个百分点，每百元营业收入中的成本为 85.11 元，同比增加 0.11 元。规上工业企

业利润中，由于“抢出口”以及国内“两新”需求增加，制造业成为拉动工业利润改善的主要动力，制造业利润同比增长 4.8%，逆转了去年的下降态势，而采矿业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增速均有所下滑，尤其采矿业利润同比下降 25.2%，降幅较去年扩大 15.2 个百分点。分行业看，中游制造业增速较 2024 年升高较多，其次是原材料制造业，而上游采矿业和下游消费品制造业增速下滑偏多。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、仪器仪表制造业、汽车制造利润增速分别升高 67.3、23.2、19.7 个百分点至 88.8%、26.7%和 11.7%，采矿业中仅有色金属采选业利润同比增速升高较多，或与国际铜价受关税预期影响快速上涨有关，下游农副食品加工业、燃气生产和供应业利润增速恢复较多。另外，从库存维度来看，1-2 月工业企业产成品存货同比增长 4.2%，增速较 2024 年升高 0.9 个百分点，结合营业收入增速走高，企业或有主动补库倾向，但“抢出口”效应可能是企业库存周期的干扰项，后续还需关注库存增速回升的持续性。总的来看，在政策引导与“抢出口”等因素综合作用下，1-2 月份企业利润有所改善，未来随着更加积极财政政策落地、提振消费等措施逐步实施，年内工业企业利润有望持续修复。

1.2 海外：特朗普加征汽车关税，美国制造业和服务业表现分化

(1) 日本：3 月 PMI 指数全面回落，经济放缓或影响央行收紧步伐

3 月 24 日，日本 au Jibun Bank 与标普全球 (S&P Global) 公布 PMI 数据。3 月日本制造业 PMI 初值录得 48.3，较 2 月终值下降 0.7 个百分点，低于市场预期 (49.2)。服务业 PMI 初值降至 49.5，较前值下降 4.2 个百分点。综合 PMI 初值降至 48.5，较前值下降 3.5 个百分点。同日，日本央行释放谨慎收紧信号，退出宽松步伐取决于经济表现。

点评：日本 3 月制造业和服务业 PMI 指数均陷入收缩，日本经济复苏动能减弱，增长前景承压，日本经济或面临内外需“双重打击”。日本制造业 PMI 已连续九个月处于收缩区间，主要受外需疲软影响，尤其是中美经济增长放缓，抑制了日本出口表现。此外，日元贬值压力推高了进口原材料成本，进一步压缩企业利润空间，导致生产活动下滑；日本服务业 PMI 自 2022 年 10 月以来首次跌破荣枯线，并创下九个月来最大单月降幅，反映内需动能放缓。尽管政府重启能源补贴在一定程度上压低了通胀，使 3 月 CPI 涨幅放缓，但剔除能源与生鲜食品后的核心价格指数仍上涨了 2.6%，为约一年来最快增速，显示出潜在的价格上涨压力仍然较大。与此同时，由于日本失业率维持在 2.5% 的低位，企业用工成本高昂，加之持续的通胀预期侵蚀居民实际消费能力，抑制了其服务业的增长。同日，日本央行行长植田和男表示正在逐步减持国债，副行长内田真一也提到，若经济展望符合预期，央行将考虑上调利率。这一表态暗示日本央行有意退出超宽松政策，释放了货币政策正常化的信号。然而，政策调整的节奏仍取决于经济数据和市场波动。整体来看，日本第一季度 GDP 增长前景并不乐观，日经中心 (JCER) 已于 3 月中旬将第一季度实际 GDP 增长率预期从 1.32% 大幅下调至 0.16%，显示市场对经济前景持谨慎态度。此前市场预计 5 月或 7 月日本央行可能加息至 0.75%，但本次 3 月 PMI 数据明显走弱，可能加剧市场对日本经济复苏前景的担忧，尤其是在美联储短期内不急于降息的背景下，日元或继续承压，日本央行在货币政策正常化调整上可能会更加谨慎。

(2) 美国：制造业与服务业 PMI 分化显著，美联储短期或保持政策观望

3月24日，美国3月Markit PMI数据公布，制造业PMI初值录得49.8，较2月前值下降2.9个百分点，不及市场预期（51.8）。服务业PMI初值录得54.3，较前值上升3.3个百分点，高于预期（51）。3月Markit综合PMI初值53.5，高于市场预期的51.3，较2月前值上升1.9个百分点。

点评：美国经济活动呈现显著分化，制造业产出下降，PMI初值较前值大幅下滑，意外跌破荣枯线，重回收缩区间，与今年前两个月的增长形成鲜明对比（2月份产出增幅为2022年5月以来的最大增幅）。主要原因包括关税提前实施，导致新订单增长趋于停滞，企业补库存周期中断；同时，生产成本大幅上升，制造业通胀率创下两年多来的最高水平，削弱厂商的生产意愿；此外，全球需求疲软也加剧了制造业的承压。然而，与制造业收缩形成鲜明对比，服务业逆势升温，PMI跃升3.3个百分点，创近两年新高。在价格上涨的压力下，服务业产出仍然坚挺，部分原因在于其投入价格黏性较强，调整相对滞后，另一方面也反映出居民消费能力和信心依然稳健，消费需求强劲，推动服务业稳步扩张。3月综合PMI初值为53.5，显示美国经济整体仍具扩张动能。数据公布之后，美股上涨，美债收益率小幅上升，市场更加关注美国服务业动能。然而，在通胀压力、利率高企和就业前景不明朗的背景下，服务业的扩张能否持续仍存较大不确定性。美联储可能延长政策观望期：一方面，制造业疲软可能强化降息预期；另一方面，服务业通胀黏性仍存，限制降息空间。综合来看，美联储或在二季度保持“观望”，等待更多经济数据验证趋势后，再决定年内降息的节奏与幅度。投资者需警惕通胀反弹可能迫使美联储推迟宽松的风险，下周可重点关注美国3月非农就业及失业率等数据。

(3) 地缘政治：俄美“黑海倡议”协议落地，国际油价小幅波动

当地时间3月25日，美国分别就与俄罗斯和乌克兰代表团在沙特阿拉伯的会谈发表声明。声明表示，美国和俄罗斯、乌克兰已同意在黑海确保航行安全，杜绝使用武力，并防止将商业船只用于军事目的；美国将帮助俄罗斯恢复农产品和化肥出口进入世界市场的渠道，降低海上保险成本，并加强此类交易的港口准入和支付系统；美俄乌三方同意制定措施，以实施关于禁止袭击俄罗斯和乌克兰能源设施的协议。

点评：此次声明为冲突提供短暂缓和窗口，首先，黑海航运安全协议要求确保黑海商业船只航行安全，禁止使用武力或利用商船进行军事行动，美国承诺协助俄罗斯恢复农产品和化肥出口，降低海上保险成本并优化港口准入，但俄罗斯要求解除对俄农业银行的制裁、恢复SWIFT接入以及取消粮食和化肥贸易限制。其次，能源设施停火协议规定自2025年3月18日起30天内，俄乌双方不得攻击炼油厂、油气管道、核电站等能源设施，协议可延长但违约方将面临退出风险，乌克兰同时保留自卫权，若俄方军舰在黑海东部活动威胁其安全，有权采取军事行动。从影响来看，黑海航运恢复可能缓解全球粮食价格波动，乌克兰作为“欧洲粮仓”的小麦、玉米出口压力得以释放，同时俄罗斯化肥出口重启可降低农业生产成本，但协议依赖制裁解除，若西方国家（尤其是欧盟）拒绝放松限制，执行效果将大打折扣。能源市场方面，短期能源设施停火减少了冲突对油气和电力供应的冲击，推动国际油价小幅波动，截至3月25日收盘，纽约商品交易所（WTI）5月原油期货下跌0.16%，收于每桶69.00美元，而伦敦布伦特原油期货微涨0.03%，收于每桶73.02美元。此外，双方同意推动战俘交换、释放平民被拘留者及遣返乌克兰儿童，并鼓励土耳其、沙特等第三方国家监督协议执行，但核心矛盾并未解决。泽连斯基表示，“最艰难的问题”即领土问题和全面停火问题并未达成共识，乌美、美俄联合声明中也未明确违反协议的后果，协议执行或将面临高违约

风险。尽管声明短期内提振市场情绪并缓解供应链风险，但结构性矛盾未解，冲突长期化风险仍存，未来需关注协议的落实情况，俄美制裁解除范围是否向能源领域延伸，以及全球主要经济体的政策应对，以评估大宗商品市场的最终走向。

(4) 美国：特朗普对进口车加税 25%，全球贸易战或将升级

当地时间 3 月 26 日，美国总统特朗普宣布对所有进口汽车征收 25% 关税，相关措施将于 4 月 2 日生效。特朗普称，汽车关税将会是永久的。他表示，如果在美国制造汽车，则无需缴纳关税。特朗普还称，美国将会对木材和药物征收关税。

点评： 25% 的关税将适用于进口乘用车（轿车、运动型多功能汽车等）和轻型卡车，以及关键汽车零部件（发动机、变速箱等），并将在必要时扩展至其他零部件。此外，在“美墨加协定”框架下，汽车进口商将有机会认证其在美的国产部分，并将建立相应机制确保 25% 的关税仅适用于非美国产部分的价值。但在商务部长与海关和边境保护局协商之前，符合“美墨加协定”的汽车零部件将继续免征关税。此外，特朗普政府同步宣布将扩大关税范围至木材、半导体、药物等领域，并计划对其他国家设置的贸易壁垒采取“对等关税”作为报复措施，税率将根据具体国家调整。政策公布引发市场剧烈震荡，美国股市在消息公布后迅速反应，标普 500 指数下跌 1.12%，纳斯达克指数创 3 月 11 日以来最大跌幅 2.04%，费城半导体指数下跌 3.27%，英伟达、台积电等科技股跌幅超 4%；中概股逆势上涨，纳斯达克中国金龙指数上涨 0.72%。汽车股遭受重创，通用汽车盘后股价一度暴跌 7%，福特、丰田等车企股价均下跌超 4%。短期来看，投资者担忧关税将导致成本上升和销量下滑，损害企业盈利能力；长期来看，在贸易壁垒的影响下，车企和国家可能采取不同应对措施，全球汽车行业或将面临更加复杂的贸易环境。跨国车企可能调整生产布局，而各国政府则可能通过补贴或税收政策抵消关税影响，削弱美方谈判筹码。此外，若贸易伙伴采取报复性措施，例如对美国产品加征报复性关税，美国产业链的整体竞争力可能受到冲击，进而影响全球需求恢复与经济增长。本质上，该政策是对全球产业链话语权的争夺。特朗普试图以关税为杠杆，迫使贸易伙伴接受“美国优先”条款，其所谓的“对等”本质上是单边重塑产业链规则。尽管欧盟已同意将汽车关税对等降至 2.5%，但特朗普政府并未收手，可能会加大欧洲采取反制措施的压力。不久前，欧盟官员已经宣布计划让特朗普总统第一个任期内制定的关税重新生效，并表示他们将在 4 月中旬之前对各种美国商品征收新关税。汽车关税可能会对欧洲尤其德国的汽车产业带来冲击，消息公布后，德国上市的德系车三巨头——宝马、奔驰、大众分别跌约 2%、2.1% 和 1.6%，欧洲车企的出口可能继续承压。

2 国内高频数据

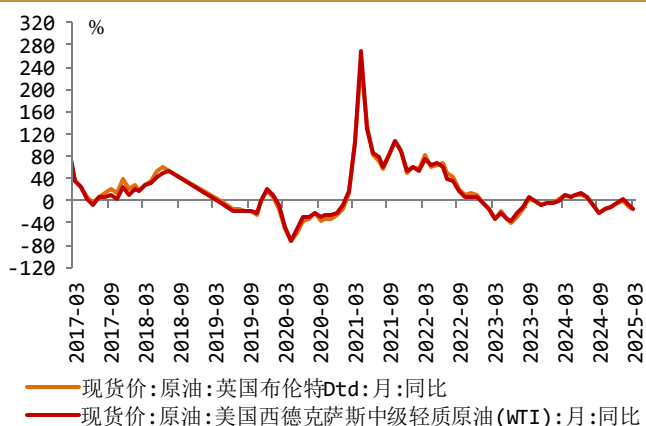
上游：原油、铁矿石、阴极铜价格周环比上升。截至 3 月 27 日，本周布伦特原油现货均价周环比上升 2.89%，铁矿石价格周环比上升 1.30%，阴极铜价格周环比上升 1.17%。

表 1：上游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：上游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值	本周环比增速	上周环比增速
	现货价:原油:英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025/3/27	74.36		72.27	2.89%	0.91%
	现货价:原油:美国WTI (美元/桶)	2025/3/27	69.42		67.60	2.70%	1.29%
	期货结算价(活跃合约):铁矿石 (元/吨)	2025/3/27	778.88		768.90	1.30%	-1.09%
	期货结算价(活跃合约):阴极铜 (元/吨)	2025/3/27	81665.00		80718.00	1.17%	2.26%
	南华工业品指数	2025/3/27	3772.00		3721.62	1.35%	-0.16%
	CRB现货指数:综合	2025/3/26	544.40		543.51	0.16%	0.20%
	CRB现货指数:工业原料	2025/3/26	571.57		571.10	0.08%	0.32%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	现货价:原油:英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025/3/27	72.39	75.31	-3.87%	-5.30%	-15.44%
	现货价:原油:美国WTI (美元/桶)	2025/3/27	67.67	71.21	-4.97%	-5.26%	-15.82%
	期货结算价(活跃合约):铁矿石 (元/吨)	2025/3/27	775.89	816.17	-4.93%	4.59%	-6.83%
	期货结算价(活跃合约):阴极铜 (元/吨)	2025/3/27	79631.58	77009.44	3.40%	2.68%	11.91%
	南华工业品指数	2025/3/27	3738.58	3845.30	-2.78%	0.40%	-6.11%
	CRB现货指数:综合	2025/3/26	547.42	538.26	1.70%	-0.05%	4.87%
	CRB现货指数:工业原料	2025/3/26	568.24	561.17	1.26%	2.61%	3.96%

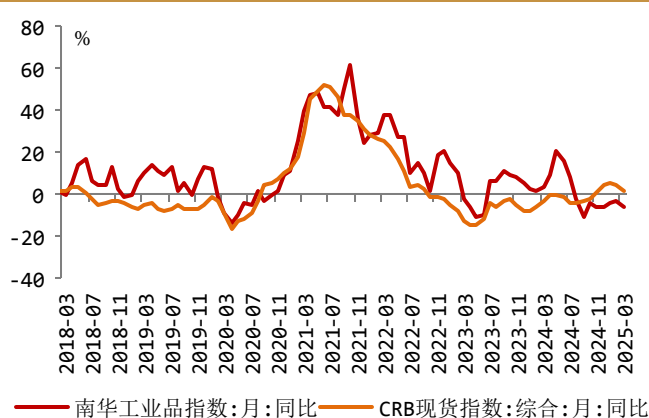
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体

图 1：布伦特原油现货价格同比、WTI 原油现货价格同比降幅扩大（更新至 2025 年 3 月 27 日）



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：CRB 现货指数增速下降、南华工业品指数同比降幅扩大（更新至 2025 年 3 月 26 日、2025 年 3 月 27 日）



数据来源: wind、西南证券整理

中游：动力煤、水泥价格周环比上升，螺纹钢价格周环比下降。截至 3 月 13 日，本周动力煤价格指数周环比上升 0.58%，螺纹钢价格周环比下降 1.35%，水泥价格周环比上升 2.82%。

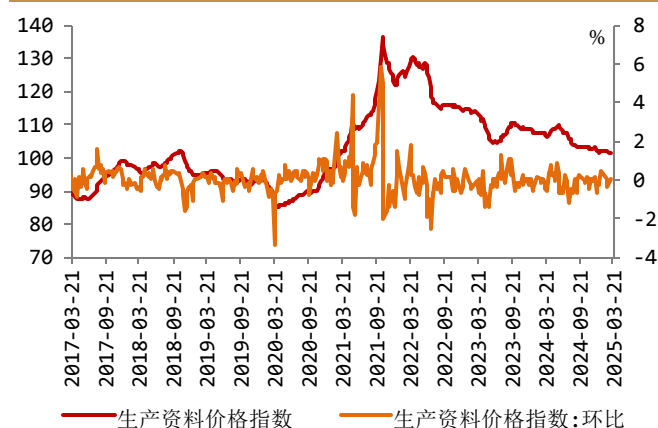
表 2：中游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：中游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/增减
	生产资料价格指数	2025/3/21	101.36		101.87		-0.50%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	2025/3/26	80.87		77.32		3.55个百分点
	唐山:Custeel:高炉开工率 (%)	2025/3/28	89.31		89.31		0.00个百分点
	螺纹钢:HRB400 20mm:全国:价格 (元/吨)	2025/3/27	3376.50		3345.80		0.92%
	水泥价格指数:全国	2025/3/27	126.62		127.01		-0.31%
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产 (元/吨)	2025/3/27	667.00		675.20		-1.21%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速/增减	上月环比增速/增减	月初至今同比增速/增减
	生产资料价格指数	2025/3/21	101.60	101.93	-0.32%	0.12%	-5.20%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	2025/3/26	76.76	81.04	-4.28个百分点	-1.79个百分点	-3.60个百分点
	唐山:Custeel:高炉开工率 (%)	2025/3/28	87.49	90.39	-2.90个百分点	-1.66个百分点	-2.44个百分点
	螺纹钢:HRB400 20mm:全国:价格 (元/吨)	2025/3/27	3378.05	3459.68	-2.36%	0.02%	-10.20%
	水泥价格指数:全国	2025/3/27	124.94	119.85	4.24%	-4.75%	17.49%
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产 (元/吨)	2025/3/27	678.79	729.89	-7.00%	-4.07%	-22.20%

数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于0为红色字体、小于0为绿色字体。

图 3：生产资料价格指数价格平稳

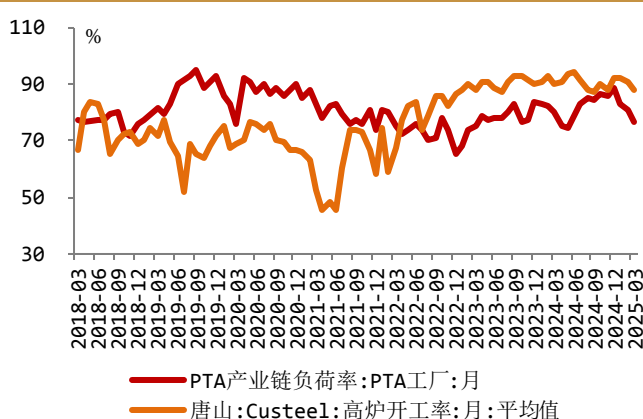
(更新至 2025 年 3 月 21 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 4：PTA 产业链负荷率、高炉开工率走低

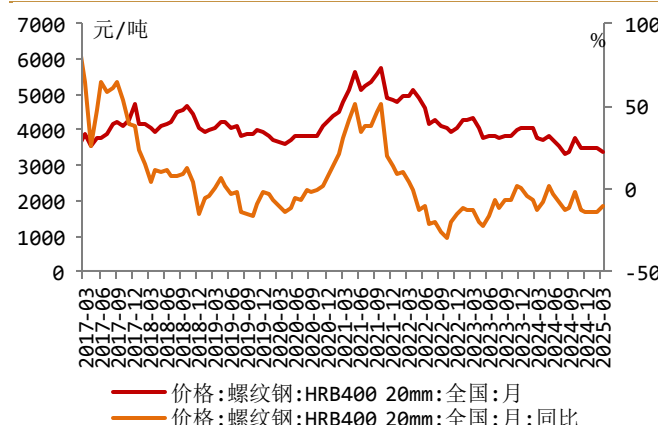
(更新至 2025 年 3 月 26 日、2025 年 3 月 28 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格同比降幅收敛

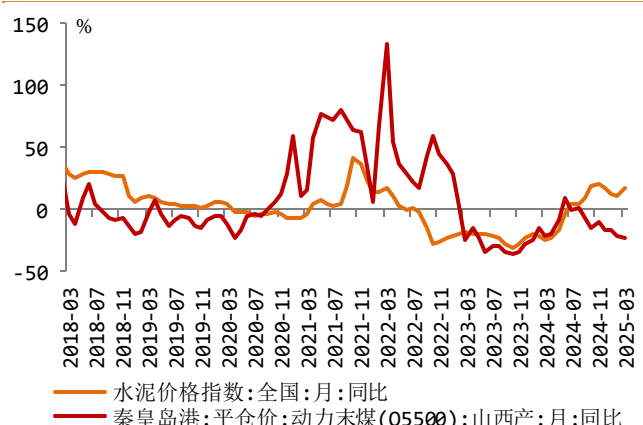
(更新至 2025 年 3 月 27 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 6：动力煤价格同比降幅扩大、水泥价格同比增速回升

(更新至 2025 年 3 月 27 日)



数据来源: wind、西南证券整理

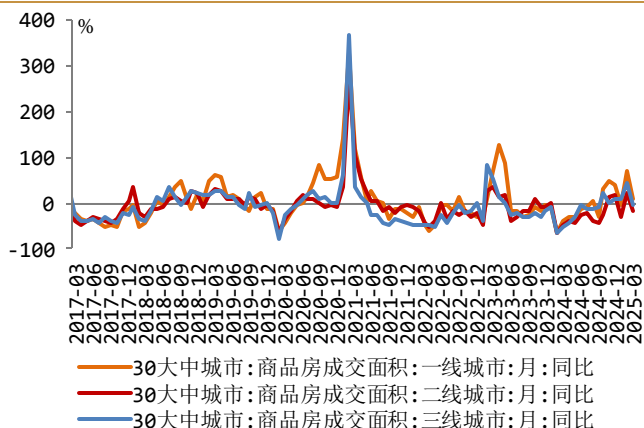
下游：房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。截至3月27日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升27.48%，一线、二线、三线城市分别环比上升14.47%、23.08%、41.63%。3月第三周全国乘用车市场日均零售5.5万辆，同比去年3月同期增长8%，较上月同期增长11%。3月1-23日，全国乘用车市场零售115.4万辆，同比去年3月同期增长18%，较上月同期增长25%；今年以来累计零售433万辆，同比增长5%。

表3：下游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：下游								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/增减	上周环比增速/增减
	30大中城市:商品房成交面积(万㎡)	3/27/2025	160.09		125.58		27.48%	22.72%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万㎡)	3/27/2025	42.55		37.17		14.47%	12.91%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万㎡)	3/27/2025	79.38		64.50		23.08%	49.18%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万㎡)	3/27/2025	33.87		23.92		41.63%	11.52%
	100大中城市:成交土地占地面积(万㎡)	3/23/2025	1254.82		860.17		45.88%	227.68%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万㎡)	3/23/2025	20.30		17.58		15.50%	59.90%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万㎡)	3/23/2025	354.16		342.33		3.46%	176.89%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万㎡)	3/23/2025	880.35		500.27		75.98%	291.21%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	3/23/2025	11.00		15.38		-4.38百分点	7.32百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	3/23/2025	26.76		0.00		26.76百分点	0.00百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	3/23/2025	10.18		20.18		-10.00百分点	20.09百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	3/23/2025	1.26		3.62		-2.36百分点	2.23百分点
	全国乘用车市场日均零售(万辆)	3/23/2025	5.50		5.80		11.00%	19.00%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速
	30大中城市:商品房成交面积(万㎡)	3/27/2025	26.61	19.00	40.08%	-14.32%	-6.34%	36.47%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万㎡)	3/27/2025	8.11	4.90	65.73%	-26.61%	11.54%	70.95%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万㎡)	3/27/2025	12.59	9.64	30.65%	-3.47%	-16.16%	21.43%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万㎡)	3/27/2025	5.75	4.46	28.76%	-19.09%	-6.07%	43.10%
	100大中城市:成交土地占地面积(万㎡)	3/23/2025	938.46	985.98	-4.82%	-33.65%	-42.08%	-11.90%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万㎡)	3/23/2025	24.35	27.53	-11.56%	-1.46%	-44.13%	16.68%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万㎡)	3/23/2025	302.66	323.88	-6.55%	-31.17%	-35.30%	-14.91%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万㎡)	3/23/2025	611.45	634.57	-3.64%	-35.74%	-44.86%	-11.25%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	3/23/2025	11.51	8.90	2.62百分点	0.68百分点	6.88百分点	7.21百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	3/23/2025	10.55	9.04	1.51百分点	-1.75百分点	6.13百分点	6.71百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	3/23/2025	12.76	13.61	-0.86百分点	0.06百分点	6.70百分点	11.76百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	3/23/2025	1.91	3.20	-1.29百分点	1.50百分点	0.20百分点	1.70百分点
	全国乘用车市场零售(万辆)	3/23/2025	115.40	139.70	25.00%	22.00%	18.00%	26.00%

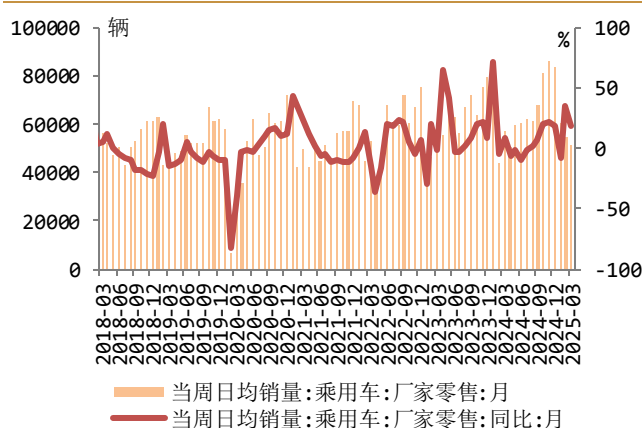
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于0为红色字体、小于0为绿色字体, 商品房成交面积采用合计值。

图 7：一线城市商品房成交同比增速回落、二、三线城市商品房成交同比增速转负（更新至 2025 年 3 月 27 日）



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：乘用车日均零售销量同比增速回落（更新至 2025 年 3 月 23 日）



数据来源：wind、西南证券整理

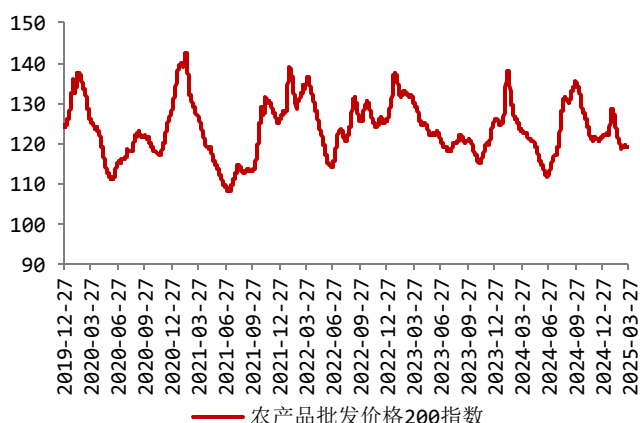
物价：蔬菜价格周环比下降，猪肉价格周环比上升。截至 3 月 27 日，本周蔬菜价格周环比下降 0.17%，猪肉价格周环比上升 0.29%。

表 4：物价高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：物价							
周度变化	高频数据指标	最近更新日	本周均值	上周均值	本周环比增	上周环比增	
	农产品批发价格 200 指数	2025/3/27	119.10	119.10	-0.01%	-14.01%	
	平均批发价：28 种重点监测蔬菜（元/公斤）	2025/3/27	4.81	4.82	-0.17%	-0.34%	
	平均批发价：猪肉（元/公斤）	2025/3/27	20.85	20.79	0.29%	0.03%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	农产品批发价格 200 指数	2025/3/27	119.10	123.27	-3.38%	-0.61%	-4.70%
	平均批发价：28 种重点监测蔬菜（元/公斤）	2025/3/27	4.82	5.13	-6.04%	-2.39%	-7.86%
	平均批发价：猪肉（元/公斤）	2025/3/27	20.81	21.92	-5.04%	-3.77%	3.17%

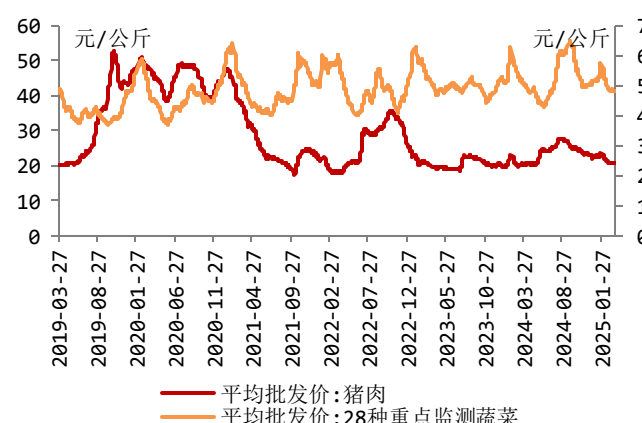
数据来源：wind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体。

图 9：农产品价格指数平稳（更新至 2025 年 3 月 27 日）



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：蔬菜价格略有下降、猪肉价格略上升（更新至 2025 年 3 月 27 日）



数据来源：wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一 (3.31)	周二 (4.1)	周三 (4.2)	周四 (4.3)	周五 (4.4)
中国	3月制造业、非制造业和综合 PMI	3月财新制造业 PMI	——	3月财新服务业 PMI	
海外	日本2月零售销售同比； 德国2月零售销售同比、 3月调和 CPI 同比 美国3月芝加哥 PMI、 达拉斯联储商业活动指数	日本2月失业率、求才求职比、 一季度短观大型制造业前景指数 韩国3月进、出口同比 欧元区3月调和 CPI 同比、2月 失业率 美国3月 ISM 制造业指数、2月 JOLTS 职位空缺、营建支出环比	美国3月 ADP就业人数变动、2月工厂订单环比	欧元区2月 PPI 同比 美国2月贸易帐、3月 ISM非制造业指数	德国2月季调后工厂订单同比 美国3月失业率、非农就业人口变动

数据来源：华尔街见闻、金十数据，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn