

硬数据指向滞胀 静待关税落地

投资评级：无

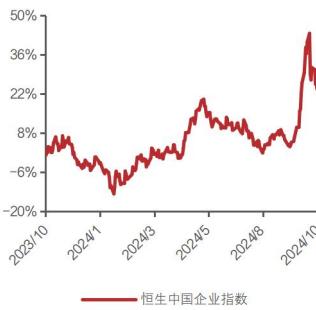
证券分析师

郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
于炳麟
SAC: S1350524060002
yubinglin@huayuanstock.com

联系人

郑冰倩
zhengbingqian@huayuanstock.com

板块表现：



投资要点：

- **海外 AI：本周 CoreWeave 上市遇冷。**CoreWeave 虽作为新兴 AI 云基础设施的代表企业，具备高速增长、技术领先与大客户背书等优势，但其上市遇冷、定价不及预期，叠加近期美股 AI 板块整体回调，反映出市场对其商业模式与风险结构的高度关注。公司当前营收高度依赖少数头部客户，2024 年前两大客户收入占比高达 77%，其中 Microsoft 一家贡献超六成，客户集中度极高。一旦合作关系变动或议价能力下降，将对收入和利润率产生重大冲击。此外，CoreWeave 承担了大规模的长期租赁与电力采购承诺，未来需持续依赖高利用率与强需求以对冲这些“类债务”成本。尽管 GPU 资源与电力储备充足，但公司是否具备持续盈利与客户多元化的能力仍待验证。在当前市场波动与估值修正背景下，需警惕其业务集中、资本结构重与未来现金流匹配等风险，不宜对其增长前景盲目乐观，应保持审慎评估态度。
- **板块行情回顾：本周（2025/3/24 至 2025/3/28）全球科技板块继续回调。**本周恒生科技收于 5506.5，指数下跌 2.4%，跑输恒生指数 1.3pct；费城半导体指数收于 4284.9，指数下跌 6.0%，跑输纳斯达克 100、标普 500 指数。**本周华尔街针对算力需求放缓表示担忧，美股 AI 基础设施、AI 能源板块下跌。**个股方面，本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别为伟仕佳杰 (+8%)、同程旅行 (+7%)、特斯拉 (+6%)、比亚迪股份 (+4%)、网易-S (+4%)；跌幅 TOP5 的公司分别为 WOLFSPEED (-59%)、超微电脑 (-19%)、OKLO (-18%)、NUSCALE POWER (-17%)、VERTIV (-16%)。
- **Web3 与加密市场：**1) 本周加密核心资产现货 ETF 仅周五录得净流出。根据 Farside 数据，本周加密核心资产现货 ETF 除周五外其余各日均录得净流入，累计录得净流入 1.96 亿美元。本周 IBIT 录得净流入 1.72 亿美元，GBTC 录得净流入 0 亿美元，FBTC 录得净流入 0.87 亿美元。2) 通胀尚未降温叠加关税临近，宏观不确定性增加拖累加密市场。本周加密市场波动较大，主要受到通胀数据及关税政策带来的冲击。美东时间 3 月 25 日，随着特朗普家族 USD1 稳定币的推出及山寨币 ETF 预期升温，市场资金持续流入，加密核心资产价格上升。美东时间 3 月 26 日，穆迪关于“关税政策或导致经济衰退”的警告以及监管争议使得涨幅有所收窄，市场避险情绪升温，加密核心资产价格开始小幅回调。美东时间 3 月 28 日公布的美国 2 月核心 PCE 数据超预期，显示通胀压力顽固，市场对美联储降息预期显著降温，与此同时，特朗普计划在未来几天公布新的关税政策，并威胁扩大贸易摩擦范围，引发市场对“滞胀”风险和经济衰退的担忧，受此影响，美股三大指数全线大跌，市场避险情绪急剧升温，加密市场价格也迅速下跌。
- **板块行情回顾：**1) 本周全球加密货币总市值有所下降，加密市场情绪当前处在恐惧区间。根据 CoinMarketCap 数据，截至 2025 年 3 月 28 日，全球加密货币现货市场总市值达 2.77 万亿美元，本周五市值较上周五的 2.79 万亿美元有所下降。交易层面，根据 CoinMarketCap 数据，2025 年 3 月 28 日，全球加密货币总交易额为 903.9 亿美元，占总市值比重为 3.26% 2) 本周加密市场相关标的整体走势较差。本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别为 BitFuFu、Marathon Patent Group、MicroStrategy、CleanSpark、OSL 集团；本周相关标的跌幅 TOP5 的公司分别为 Cipher Mining、Mawson Infrastructure Group、Iris Energy、Digi Power X、TeraWulf。
- **投资分析意见：**美国商务部公布的数据显示，2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.79%，高于市场预期的 2.7% 和前值 2.6%；环比增长 0.4%，同样超过预期的 0.3%。近期硬数据指向滞胀，给市场带来较大不确定性，整体美股仍然震荡，AI 经济发动机制能不足，静待 4.2 关税落地。
- **风险提示：**大模型技术发展不及预期、PC/手机等终端需求复苏不及预期、美国联邦基金利率剧烈波动。

内容目录

1. 海外 AI	4
1.1. 市场行情回顾	4
1.2. 本周重要事件回顾	6
1.3. 近期重要事件预告	7
2. Web3 与加密市场	7
2.1. 加密货币市场行情回顾	8
2.2. 本周重要事件回顾	10
2.3. 近期重要事件预告	11
3. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 港美股重要科技指数涨跌幅（截至 2025/3/28）	4
图表 2: 本周板块涨幅前五公司	4
图表 3: 本周板块跌幅前五公司	5
图表 4: 海外 AI 重点标的市场表现（截至 2025/3/28）	5
图表 5: 近期 AI 领域重要事件	7
图表 6: 加密货币总市值（万亿美元）	8
图表 7: 加密货币交易额（千亿美元）	8
图表 8: CMC 加密货币恐惧贪婪指数	8
图表 9: 加密市场重点标的市场表现（截至 2025/3/28）	9
图表 10: 现货 ETF 流入情况（单位：百万美元）	10
图表 11: 现货 ETF 每日净流入情况（单位：百万美元）	11
图表 12: 现货 ETF 累计净流入情况（单位：十亿美元）	11
图表 13: 加密核心资产价格情况（单位：美元）	11
图表 14: 近期加密货币领域重要事件	12

1. 海外 AI

1.1. 市场行情回顾

本周(2025/3/24至2025/3/28)全球科技板块继续回调。本周恒生科技收于5506.5，指数下跌2.4%，跑输恒生指数1.3pct；费城半导体指数收于4284.9，指数下跌6.0%，跑输纳斯达克100、标普500指数。

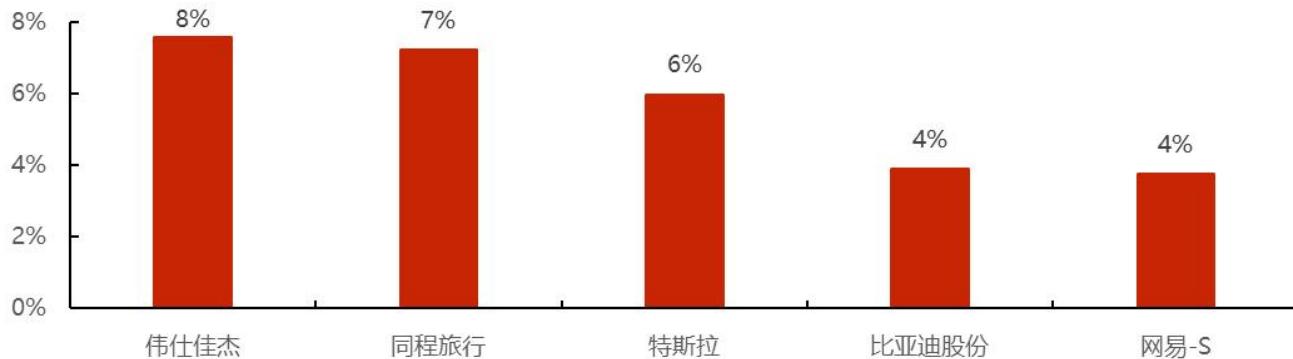
图表1：港美股重要科技指数涨跌幅（截至2025/3/28）

指数代码	指数简称	指数点位	本周涨幅	月内涨幅	年内涨幅
SPX.GI	标普500	5580.9	-1.5%	-6.3%	-5.1%
NDX.GI	纳斯达克100	19281.4	-2.4%	-7.7%	-8.2%
SOX.GI	费城半导体指数	4284.9	-6.0%	-10.1%	-14.0%
HSI.HI	恒生指数	23426.6	-1.1%	2.1%	16.8%
HSTECH.HI	恒生科技	5506.5	-2.4%	-1.1%	23.2%
8884057.WI	TAMAMA科技指数	14686.5	-3.1%	-9.9%	-15.3%
931734.CSI	港美上市中美科技	4824.8	-2.2%	-3.6%	7.4%

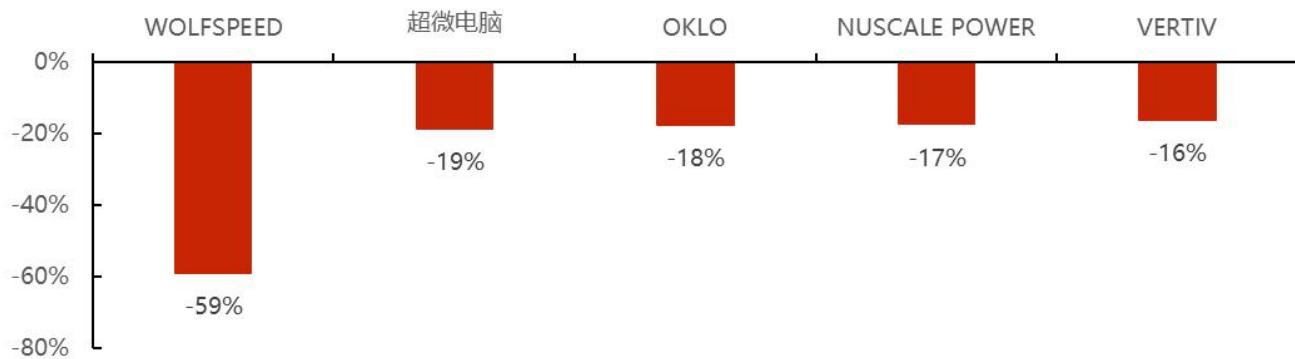
资料来源：wind、华源证券研究所

本周华尔街针对算力需求放缓表示担忧，美股AI基础设施、AI能源板块下跌。个股方面，本周相关标的涨幅TOP5的公司分别为伟仕佳杰(+8%)、同程旅行(+7%)、特斯拉(+6%)、比亚迪股份(+4%)、网易-S(+4%)；跌幅TOP5的公司分别为WOLFSPEED(-59%)、超微电脑(-19%)、OKLO(-18%)、NUSCALE POWER(-17%)、VERTIV(-16%)。

图表2：本周板块涨幅前五公司



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 3：本周板块跌幅前五公司


资料来源：wind、华源证券研究所

图表 4：海外 AI 重点标的市场表现（截至 2025/3/28）

板块	细分板块	证券代码	证券简称	市值(亿美元;亿港元)	收盘价(美元;港元)	本周涨幅	月内涨幅	年内涨幅
AI 基础设施	云厂商	AMZN.O	亚马逊	20423.9	192.7	-1.8%	-9.2%	-12.2%
	云厂商	GOOGL.O	谷歌	18907.9	154.3	-5.9%	-9.3%	-18.4%
	云厂商	MSFT.O	微软	28159.9	378.8	-3.2%	-4.6%	-10.0%
	云厂商	META.O	脸书	14612.6	576.7	-3.3%	-13.6%	-1.4%
	云厂商	ORCL.N	甲骨文	3950.3	140.9	-7.5%	-15.2%	-15.3%
	云侧芯片	NVDA.O	英伟达	26759.5	109.7	-6.8%	-12.2%	-18.3%
	云侧芯片	AMD.O	超威半导体	1672.7	103.2	-3.0%	3.4%	-14.5%
	服务器	SMCI.O	超微电脑	203.3	34.3	-18.7%	-17.4%	12.4%
	服务器	DELL.N	戴尔科技	644.0	92.3	-5.4%	-10.2%	-19.6%
	液冷	VRT.N	VERTIV	282.7	74.3	-16.2%	-21.9%	-34.6%
AI 能源	网络	APH.N	安费诺 (AMPHENOL)	806.5	66.6	0.0%	0.2%	-3.9%
	网络	ANET.N	ARISTA 网络	982.9	77.9	-6.2%	-16.2%	-29.5%
	网络	MRVL.O	迈威尔科技	549.7	62.0	-11.9%	-32.4%	-43.8%
	网络	AVGO.O	博通	7951.9	169.1	-11.8%	-14.9%	-26.8%
	核电	CEGO.O	CONSTELLATION ENERGY	643.5	205.4	-7.7%	-17.9%	-8.0%
	核电	VST.N	VISTRA	405.0	119.1	-8.8%	-10.8%	-13.5%
	SMR	SMR.N	NUSCALE POWER	42.3	15.0	-17.4%	-12.9%	-16.5%
	SMR	OKLO.N	OKLO	31.1	22.4	-17.6%	-32.9%	5.5%
	SMR	NNE.O	NANO NUCLEAR ENERGY	9.9	26.8	-11.3%	-7.0%	7.5%
	浓缩铀	LEU.A	CENTRUS ENERGY	11.1	66.3	-10.5%	-27.0%	-0.5%
边缘 AI	浓缩铀	ASPI.O	ASP ISOTOPES	3.0	4.2	-0.1%	-12.1%	-7.6%
	天然铀	UEC.A	URANIUM ENERGY	21.3	5.0	-10.1%	-11.3%	-25.7%
	天然铀	CCJ.N	卡梅科	369.1	41.8	-6.1%	-5.0%	-18.6%
	天然铀	UUUUA.A	ENERGY FUELS	7.9	3.8	-14.0%	-9.0%	-26.9%
	端侧芯片	INTC.O	英特尔	983.3	22.7	-6.4%	-4.3%	13.3%
	端侧芯片	QCOM.O	高通	1689.1	152.7	-2.6%	-2.3%	0.0%

	AI 应用	ADBE.O	奥多比	1643.9	385.7	-0.4%	-12.1%	-13.3%
AI 应用	AI 应用	CRWD.O	CrowdStrike	885.2	357.1	-1.4%	-8.4%	4.4%
	AI 应用	DUOL.O	DUOLINGO	142.5	315.0	1.8%	0.9%	-2.8%
	智能驾驶	TSLA.O	特斯拉	8477.1	263.6	6.0%	-10.0%	-34.7%
	品牌厂	1810.HK	小米集团	12819.5	51.1	-6.7%	-1.5%	48.0%
	品牌厂	0992.HK	联想集团	1347.1	10.9	-3.9%	-6.2%	7.7%
消费电子	零部件&组装	0285.HK	比亚迪电子	936.2	41.6	-12.1%	-17.1%	-1.2%
	零部件&组装	1415.HK	高伟电子	253.6	29.4	-8.8%	-1.7%	3.9%
	零部件&组装	2382.HK	舜宇光学科技	797.6	72.9	-13.9%	-15.9%	5.8%
	零部件&组装	2018.HK	瑞声科技	566.9	47.3	-9.5%	5.6%	26.1%
	零部件&组装	6088.HK	鸿腾精密	180.2	2.5	-7.8%	-18.8%	-32.3%
	IT 分销商	0856.HK	伟仕佳杰	93.9	6.54	7.6%	11.0%	25.8%

资料来源: wind、华源证券研究 注: 美股市值单位为亿美元、港股市值单位为亿港元; 美股收盘价单位为美元、港股收盘价单位为港元

1.2. 本周重要事件回顾

本周 Nvidia 支持的云服务提供商 CoreWeave 正式上市，上市遇冷，发行价低于公司原计划发行区间。CoreWeave 此次发行 3750 万股，发行价为 40 美元，募资总额为 15 亿美元。公司此次上市遇冷，CoreWeave 原计划发行区间为 47 美元到 55 美元，发行 4900 万股，最高募资约 27 亿美元，最终公司发行价定为 40 美元，估值约为 230 亿美元。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有一个由 32 个专用建设的数据中心组成的网络，这些数据中心共部署了超过 25 万块 GPU。公司在大规模部署 AI 基础设施方面的专业能力，使公司能够服务于全球领先的 AI 提供商，这些客户需要大规模部署，并可从明显的规模经济中受益，相较于竞争对手拥有明显优势。在电力资源方面，截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有超过 360 兆瓦的活跃电力容量，以及约 1.3 吉瓦的总签约电力容量。

公司目前客户高度集中，Microsoft 是其最大客户。CoreWeave 的收入高度集中于少数客户，2024 年来自前两大客户的收入占比高达 77%，其中 Microsoft 是最大客户，在 2023 和 2024 年分别贡献了 35% 和 62% 的营收。当前客户结构主要包括 AI 原生公司和 AI 企业客户，公司也在积极拓展间接使用平台的普通企业用户，随着企业客户对 AI 的采用加深，CoreWeave 预计未来将通过定制化解决方案与更多企业建立直接合作关系。

本周 Oklo 发布 2024 年年报。Oklo 技术路线加码，功率提档至 75MW。Oklo 宣布将其反应堆设计从原本的 50MW 升级至最高支持 75MW，在不改变反应堆设计、占地或许可路径的前提下提升输出功率，针对数据中心客户的“60 - 75MW”为理想单体负载的反馈。该变更有望改善单位燃料产出功率，进而带来更优的经济性。

Oklo 的一体化商业模式加快监管许可流程。Oklo 宣布，正与美国核能管理委员会(NRC)积极推进其联合许可申请(COLA)的“预申请准备评估”流程。该评估将允许 NRC 提前审阅 Oklo 的许可材料，重点关注选址与环境部分，预计将有助于简化正式审查流程。Oklo 正在为其在 INL 部署的首个 Powerhouse 申请 COLA，并进入 NRC 的“预申请准备评估”阶段。Oklo 认为该流程有助于加速正式审查流程，提高审批效率。Oklo 已在 INL 开始钻探、测试及场地评估工作，拥有场地使用许可，首个 Powerhouse 的部署目标是 2027 年底至 2028

年初。公司的“自建-自持-自运营”(build-own-operate)商业模式可加快审批流程，首个项目的许可审查目标时间为 24 - 36 个月，后续部署 (S-COLA) 的许可审查时间预计为 6 - 18 个月。

与 RPower 合作，加速数据中心能源过渡。1月 17 日，Oklo 与 RPower 签署谅解备忘录，旨在加快为数据中心提供能源服务。RPower 是一家专注于主用和备用电力的发电公司，客户主要来自数据中心和油气行业。双方计划部署一个三阶段的供电模型：1) 在前 24 个月内部署 RPower 天然气发电机，满足初始电力需求；2) 当 Oklo 的核电系统具备商用条件时，加装至现有站点；3) 随着 Oklo 系统接入，天然气机组转为备用及弹性角色。

联邦支持增强，公司新任命两位董事，深耕产业与金融领域。管理层强调，核能特别是先进核能，已获得美国新一届政府的大力支持。现任能源部长 Chris Wright 上任前曾为 Oklo 董事。Oklo 新任命两位董事：1) Daniel Poneman：曾任美国能源部副部长 (2009 - 2014)，后任 Centrus 总裁兼 CEO (2015 - 2023)。2) Michael Thompson：拥有 25 年以上科技公司投资与管理经验，自 2017 年起担任 Reinvent Capital 的 CEO 及管理合伙人。

1.3. 近期重要事件预告

图表 5：近期 AI 领域重要事件

日期	公司	事件
2025-04-16	阿斯麦	披露业绩报告
2025-04-17	台积电	披露业绩报告
2025-04-17	奈飞	披露业绩报告
2025-04-22	德州仪器	披露业绩报告
2025-04-22	特斯拉	披露业绩报告
2025-04-23	VERTIV	披露业绩报告
2025-04-23	拉姆研究	披露业绩报告
2025-04-23	meta	披露业绩报告
2025-04-23	安费诺(AMPHENOL)	披露业绩报告

资料来源：各公司官网、wind、华源证券研究所

2. Web3 与加密市场

2.1. 加密货币市场行情回顾

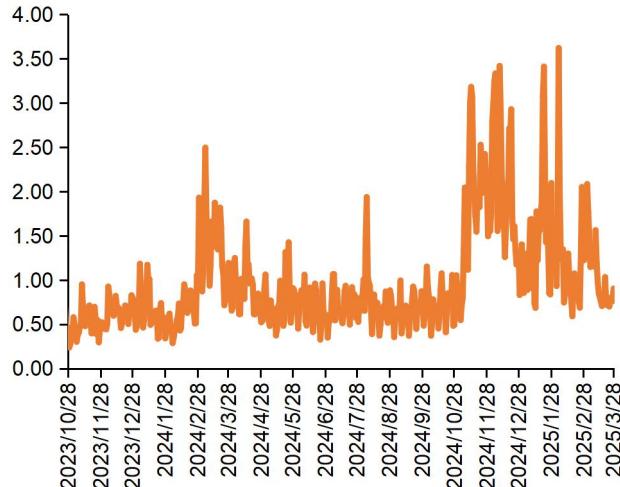
本周全球加密货币总市值有所下降。根据 CoinMarketCap 数据，截至 2025 年 3 月 28 日，全球加密货币现货市场总市值达 2.77 万亿美元，本周五市值较上周五的 2.79 万亿美元有所下降。交易层面，根据 CoinMarketCap 数据，2025 年 3 月 28 日，全球加密货币总交易额为 903.9 亿美元，占总市值比重为 3.26%。

图表 6：加密货币总市值（万亿美元）



资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究所

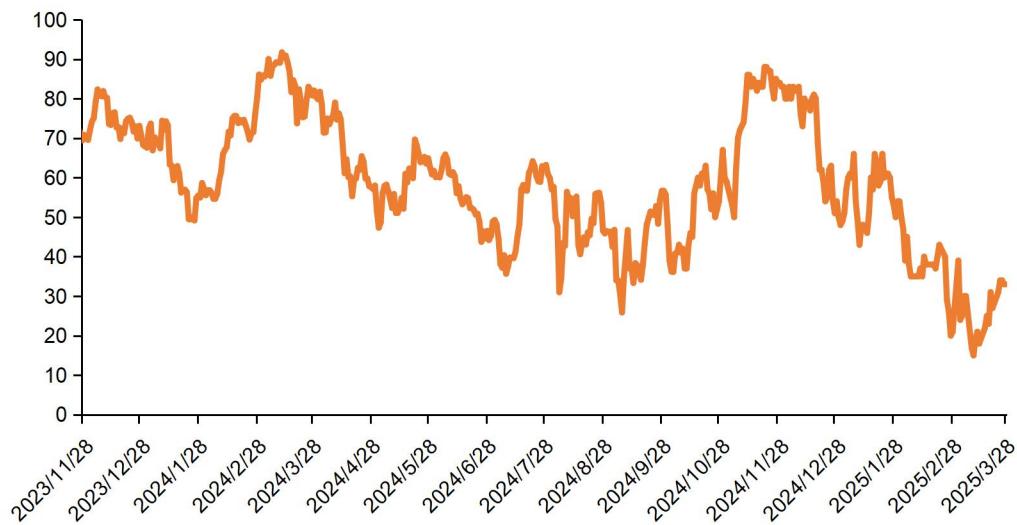
图表 7：加密货币交易额（千亿美元）



资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究所

加密市场情绪当前处于恐惧区间。根据 CoinMarketCap，3 月 28 日，CMC 加密货币恐惧贪婪指数为 33，处于“Fear”区间，市场当前处于恐惧情绪。

图表 8：CMC 加密货币恐惧贪婪指数



资料来源：CoinMarketCap，华源证券研究所

本周加密市场相关标的的整体走势较差。本周相关标的涨幅 TOP5 的公司分别为 BitFuFu、Marathon Patent Group、Microstrategy、CleanSpark、OSL 集团；本周相关标的跌幅 TOP5 的公司分别为 Cipher Mining、Mawson Infrastructure Group、Iris Energy、Digi Power X、TeraWulf。

图表 9：加密市场重点标的市场表现（截至 2025/3/28）

板块	证券代码	证券名称	上市日期	市值	收盘价	本周涨幅	月内涨幅	年内涨幅
交易所	COIN.O	Coinbase Global, Inc.	2021-04-14	441.6	173.93	-1%	-19%	-30%
	0863.HK	OSL 集团（港币市值）	2012-04-27	55.1	8.8	4%	3%	10%
屯币	MSTR.O	Microstrategy Incorporated	1998-06-11	744.8	289.41	7%	13%	0%
	0434.HK	博雅互动（港币市值）	2013-11-12	26.7	3.76	-1%	11%	-14%
挖矿及矿机	MARA.O	Marathon Patent Group, Inc.	2014-07-28	43.1	12.47	10%	-10%	-26%
	RIOT.O	Riot Blockchain, Inc.	2007-08-28	26.0	7.41	-2%	-20%	-27%
	CLSK.O	CleanSpark Inc	2020-01-16	20.2	7.19	5%	-10%	-22%
	CORZ.O	Core Scientific, Inc.	2021-04-08	22.0	7.48	-7%	-33%	-47%
	FUFU.O	BitFuFu Inc	2021-12-09	7.6	4.68	15%	-6%	-5%
	CIFR.O	Cipher Mining Inc.	2020-12-07	8.4	2.32	-13%	-43%	-50%
	BTDR.O	BitDeer Technologies Group	2021-07-28	17.6	9.14	-1%	-26%	-58%
	HUT.O	Hut 8 Mining Corp.	2021-06-15	12.2	11.72	-3%	-21%	-43%
	WULF.O	TeraWulf Inc.	2000-03-13	10.4	2.72	-8%	-35%	-52%
	BITF.O	Bitfarms Ltd.	2021-06-21	6.5	0.8427	-6%	-27%	-43%
	IREN.O	Iris Energy Ltd	2021-11-17	13.0	6.07	-10%	-26%	-38%
	HIVE.O	HIVE Blockchain Technologies Ltd	2021-07-01	1.2	1.5	-3%	-28%	-47%
	CAN.O	Canaan, Inc.	2019-11-21	2.8	0.9106	-4%	-30%	-56%
	BTBT.O	Bit Digital Inc.	2018-03-20	3.8	2.1	-3%	-15%	-28%
	EBON.O	Ebang International Holdings, Inc.	2020-06-26	0.3	4.05	-2%	-6%	-29%
	DGXX.O	Digi Power X	2021-11-15	0.3	1.05	-9%	-24%	-30%
	BTCM.N	BIT Mining Ltd	2013-11-22	0.2	1.79	-5%	-9%	-29%
	ANY.O	Sphere 3D Corp	2013-08-12	0.1	0.4189	-4%	-34%	-56%
	GREE.O	Greenidge	2021-09-15	0.1	0.8238	-3%	-5%	-47%
	MIGI.O	Mawson Infrastructure Group Inc	2021-09-29	0.1	0.505	-12%	-13%	-39%
	SOS.N	SOS Limited	2017-04-28	0.1	4.525	-6%	-15%	-34%

资料来源：wind、华源证券研究所

注：香港交易所上市的公司市值单位为亿港元，收盘价单位为港元；其他公司市值单位为亿美元，收盘价单位为美元

2.2. 本周重要事件回顾

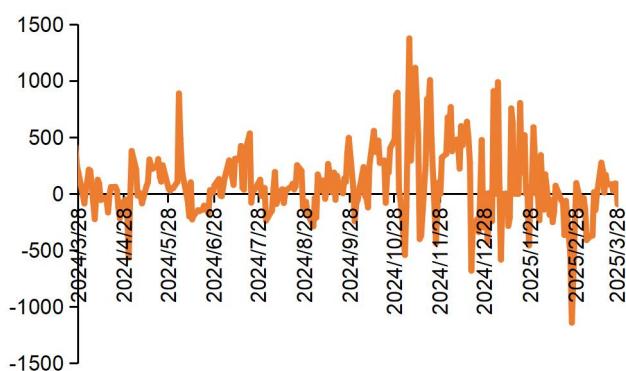
本周加密核心资产现货 ETF 仅周五录得净流出

根据 Farside 数据，本周加密核心资产现货 ETF 除周五外其余各日均录得净流入，累计录得净流入 1.96 亿美元。本周 IBIT 录得净流入 1.72 亿美元，GBTC 录得净流入 0 亿美元，FBTC 录得净流入 0.87 亿美元。

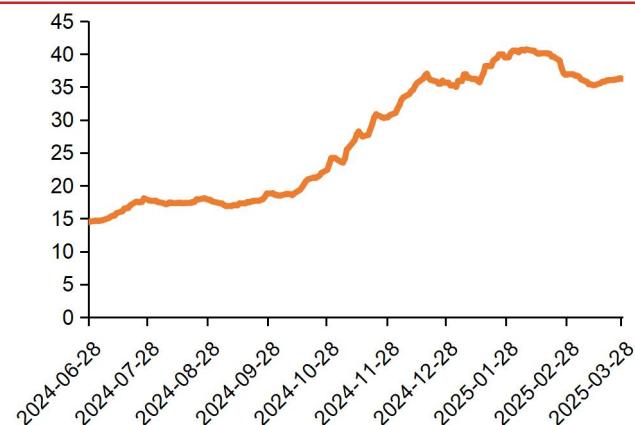
图表 10：现货 ETF 流入情况（单位：百万美元）

	Blackrock	Fidelity	Bitwise	Ark	Invesco	Franklin	Valkyrie	VanEck	WTree	Grayscale	Grayscale	Total
	IBIT	FBTC	BITB	ARKB	BTCO	EZBC	BRRR	HODL	BTCW	GBTC	BTC	
Fee	0.25%	0.25%	0.20%	0.21%	0.25%	0.19%	0.25%	0.20%	0.25%	1.50%	0.15%	
10 Mar 2025	(89.2)	(134.0)	(6.8)	(90.9)	(14.2)	(13.6)	0.0	0.0	0.0	(20.6)	0.0	(369.3)
11 Mar 2025	(151.3)	(107.1)	(9.1)	0.0	(14.9)	(33.7)	(3.4)	(0.6)	(15.4)	(35.5)	0.0	(371.0)
12 Mar 2025	(47.1)	0.0	0.0	82.6	(12.4)	0.0	0.0	0.0	(3.5)	(11.8)	5.5	13.3
13 Mar 2025	45.7	(75.5)	(11.0)	(60.2)	0.0	(7.0)	0.0	0.0	(14.5)	(12.7)	0.0	(135.2)
14 Mar 2025	(96.2)	9.2	23.0	100.5	0.0	0.0	0.0	4.8	0.0	0.0	0.0	41.3
17 Mar 2025	42.3	127.3	2.3	88.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.2	274.6
18 Mar 2025	218.1	0.0	0.0	(9.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	209.1
19 Mar 2025	0.0	0.0	12.1	0.0	(10.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4	4.5	11.8
20 Mar 2025	172.1	9.2	(17.4)	0.0	0.0	(7.3)	0.0	11.9	0.0	(8.0)	5.2	165.7
21 Mar 2025	105.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(21.9)	0.0	83.1
24 Mar 2025	18.1	82.9	19.2	(41.0)	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	84.2
25 Mar 2025	42.0	0.0	(10.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(5.1)	0.0	0.0	26.8
26 Mar 2025	107.9	0.0	(18.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	89.6
27 Mar 2025	4.0	97.1	0.0	0.0	(7.0)	0.0	0.0	0.0	(5.1)	0.0	0.0	89.0
28 Mar 2025	0.0	(93.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(93.2)
Total	39,946	11,478	2,011	2,637	98	236	417	849	93	(22,526)	1,093	36,334
Average	131.4	37.8	6.6	8.7	0.3	0.8	1.4	2.8	0.3	(74.1)	3.6	119.5
Maximum	1,119.9	473.4	237.9	267.3	63.4	60.9	43.4	118.8	118.5	73.8	191.1	1,373.8
Minimum	(418.1)	(344.7)	(280.7)	(212.6)	(62.0)	(74.1)	(100.0)	(38.4)	(53.8)	(642.5)	(188.6)	(1,138.9)

资料来源：Farside, 华源证券研究所

图表 11：现货 ETF 每日净流入情况（单位：百万美元）


资料来源：SoSoValue，华源证券研究所

图表 12：现货 ETF 累计净流入情况（单位：十亿美元）


资料来源：SoSoValue，华源证券研究所

通胀尚未降温叠加关税临近，宏观不确定性增加拖累加密市场走势

本周加密市场波动较大，主要受到通胀数据及关税政策带来的冲击。美东时间 3 月 25 日，随着特朗普家族 USD1 稳定币的推出及山寨币 ETF 预期升温，市场资金持续流入，加密核心资产价格上升。美东时间 3 月 26 日，穆迪关于“关税政策或导致经济衰退”的警告以及监管争议使得涨幅有所收窄，市场避险情绪升温，加密核心资产价格开始小幅回调。美东时间 3 月 28 日公布的美国 2 月核心 PCE 数据超预期，显示通胀压力顽固，市场对美联储降息预期显著降温，与此同时，特朗普计划在未来几天公布新的关税政策，并威胁扩大贸易摩擦范围，引发市场对“滞胀”风险和经济衰退的担忧，受此影响，美股三大指数全线大跌，市场避险情绪急剧升温，加密市场价格也迅速下跌。

图表 13：加密核心资产价格情况（单位：美元）


资料来源：Coinmarketcap，华源证券研究所

2.3. 近期重要事件预告

图表 14：近期加密货币领域重要事件

日期	地点/公司	事件
2025-03-31	Digi Power X	披露业绩预告
2025-04-02	Sphere 3D Corp	披露业绩预告
2025-04-09	Greenidge	披露业绩预告
2025-04-25	Ebang International Holdings, Inc.	披露业绩预告

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

3. 风险提示

大模型技术发展不及预期，目前 AI 技术尚未完全成熟，仍处早期快速迭代阶段，大模型技术发展不及预期可能会导致后续的应用落地存在较大不确定性。

PC/手机等终端需求复苏不及预期，AI 大幅提升了终端设备的使用体验，可能会使换机周期加速到来，拉动手机、电脑等终端设备销量，但对于消费者的吸引程度仍存较大不确定性，需求复苏可能不及预期。

美国联邦基金利率剧烈波动，若美国联邦基金利率超预期上涨，可能会对加密货币资产价格带来负面影响；若美国联邦基金利率超预期下跌，也可能引发加密货币市场的剧烈波动。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。