

2025年4月2日

## 大盘或延续区间震荡走势

2025年4月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

### 投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

- **2025年3月大盘震荡分化。**沪指收涨，深证成指和创业板指同步调整。其中上证指数先扬后抑，3400点得而复失，整体围绕3300点区间波动。3月A股市场在政策托底与外部扰动中呈现缩量整理行情，两市成交量下降至1万亿附近，资金从科技成长向高股息资产迁移。截至3月31日，上证指数月K线上涨0.45%，深证成指月K线下跌1.01%，创业板指月K线下跌3.07%，科创50月K线下跌5.20%，北证50月K线下跌2.74%。个股板块涨跌互现，有色金属、家用电器、煤炭、美容护理和社会服务等板块涨幅靠前；计算机、房地产、电子、综合和通信等板块跌幅靠前。

- **2025年4月份行情研判：大盘或延续区间震荡走势。**海外方面，美联储3月FOMC会议继续暂停降息的同时放缓缩表步伐，美国经济不确定性增加，需关注通胀预期变化。4月或将是美国关税政策落地最为密集的时间点，国际博弈或将加剧，而美联储也可能因通胀压力进一步降低降息的概率，全球风险偏好或有所压制，关注4月初美国优先贸易政策备忘录调查结果以及“对等关税”的加征方式和范围。国内方面，3月初召开的全国两会明确了全年经济目标以及包括赤字率在内的增量政策力度，整体定调积极，为今年经济工作作出纲领性部署。此外，《提振消费专项行动方案》落地；央行再次重申择机降准降息，并对MLF定价机制进一步改革。数据方面，1-2月国内经济实现平稳开局，3月PMI继续回升，有望带来预期修正。但与此同时，通胀依旧偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠，短期出口也可能面临海外关税政策的冲击，全国“两会”部署的各项政策料将加速落地以维稳内需。**展望4月份，两会后各地生育、消费、科技等领域的政策频出释放积极信号，后续政策面的持续落地将有助于提振市场信心，二季度国内经济有望延续良好修复势头。考虑到市场即将进入公司财报的密集披露期，部分企业业绩不及预期可能导致股价快速波动，叠加海外政策对我国经济仍旧存在一些扰动，短期市场或仍以区间震荡为主。但长期来看，国内经济韧性足、发展前景好的局面仍旧，未来随着上市公司财务信息的逐渐披露，市场有望在基本面不确定性缓解之后重新企稳走强。**

### 市场主要指数 3 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3335.75	0.45%
深证成指	10504.33	-1.01%
沪深 300	3887.31	-0.07%
创业板指	2103.70	-3.07%
科创 50	1022.71	-5.20%
北证 50	1271.14	-2.74%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

### 上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 板块上建议关注金融、有色金属、公用事业、TMT、家用电器、基础化工和汽车等板块。
- **行业配置：超配金融、有色金属、公用事业、TMT等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，4月建议超配：金融、有色金属、公用事业、TMT等。
- **风险提示：**美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自自己公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1、月度行情回顾.....	3
2、2025 年 4 月份市场环境分析.....	4
2.1 全球增长动能温和回升，国内经济修复保持平稳.....	4
2.2 2025 年政府工作报告重磅出炉，《提振消费专项行动方案》落地.....	6
2.3 LPR 继续按兵不动，“择机降准降息”仍可期，新一轮资本市场改革全面启动实施.....	8
3、4 月行情研判：大盘或延续区间震荡走势.....	9
4、行业配置：超配金融、有色金属、公用事业和 TMT.....	11
5、风险提示.....	13

## 插图目录

图 1：近期指数走势.....	3
图 2：3 月份各大指数表现.....	3
图 3：行业板块 3 月份涨跌幅.....	3
图 4：海外 PMI 数据.....	6
图 5：工业增加值增速.....	6
图 6：PMI 数据.....	6
图 7：重要股东交易增减持数据.....	8

## 1、月度行情回顾

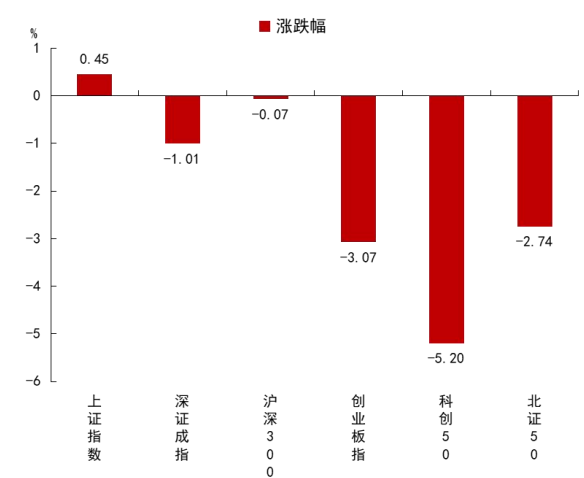
**2025年3月大盘震荡分化。**沪指收涨，深证成指和创业板指同步调整。其中上证指数先扬后抑，3400点得而复失，整体围绕3300点区间波动。3月A股市场在政策托底与外部扰动中呈现缩量整理行情，两市成交量下降至1万亿附近，资金从科技成长向高股息资产迁移。截至3月31日，上证指数月K线上涨0.45%，深证成指月K线下跌1.01%，创业板指月K线下跌3.07%，科创50月K线下跌5.20%，北证50月K线下跌2.74%。个股板块涨跌互现，有色金属、家用电器、煤炭、美容护理和社会服务等板块涨幅靠前；计算机、房地产、电子、综合和通信等板块跌幅靠前。

图 1：近期指数走势



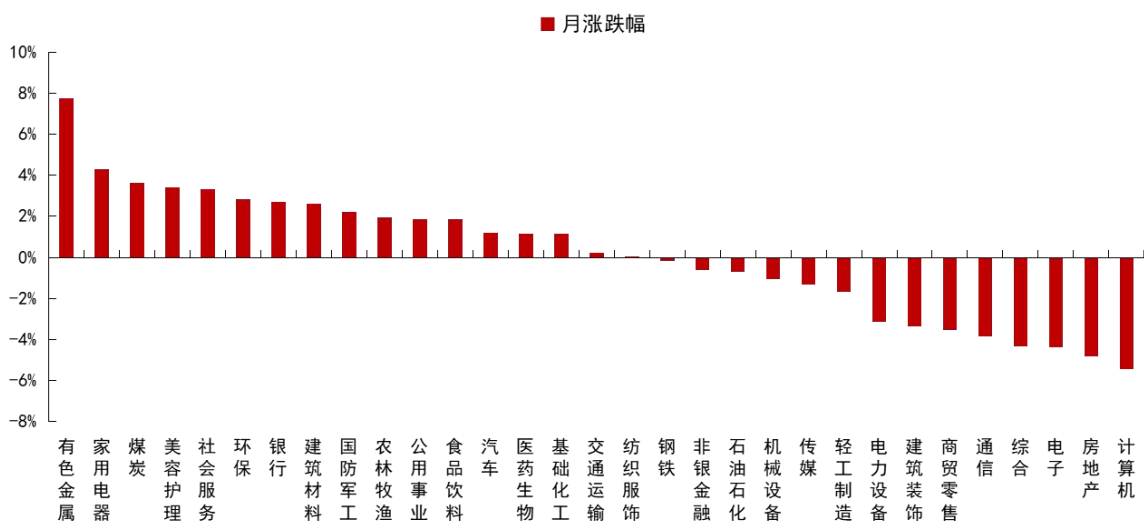
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：3 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 3 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2、2025年4月份市场环境分析

### 2.1 全球增长动能温和回升，国内经济修复保持平稳

#### (1) 海外制造业 PMI 有所分化，美联储继续按兵不动

根据 iFinD 数据显示，2 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 50.6%，较前值上升 0.5 个百分点，创近 8 个月新高。从 PMI 数据来看，全球制造业景气度继续温和回升，经济复苏动能保持平稳。美国方面，季调后，美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.8%，较前值下降 2.9 个百分点，大幅低于预期的 51.8%；服务业 PMI 初值为 54.3%，较前值显著上升 3.3 个百分点，高于预期的 51.0%；综合 PMI 指数上升 1.9 个百分点至 53.5%。整体而言，3 月美国经济分化，其中制造业 PMI 再度落入萎缩区间，但服务业 PMI 超预期回升，后续需关注关税政策对美国的影响。欧元区方面，3 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 48.7%，较前值上升 1.1 个百分点，高于预期的 48.2%，欧洲制造业景气度持续回升，创两年多以来的最高水平；服务业 PMI 初值录得 50.4%，较前值下滑 0.2 个百分点；综合 PMI 初值录得 50.4%，为去年 8 月以来新高，欧元区经济呈现温和复苏迹象，主要的拉动力量来自制造业。日本方面，3 月，日本 Markit 综合 PMI 初值录得 48.5%，较前值下降 3.5 个百分点，其中制造业 PMI 回落 0.7 个百分点至 48.3%，服务业 PMI 回落 4.2 个百分点至 49.5%，3 月日本制造业和服务业 PMI 双双下滑。

货币政策上，美联储 3 月 FOMC 会议将联邦基金利率区间维持在 4.25%-4.50%。从 4 月开始，将每个月 250 亿美元国债的减持上限下降至每个月 50 亿美元。美联储经济预期概要显示，美国经济预期走弱，通胀率预期上行，点阵图显示美联储维持年内 2 次降息的指引。美联储主席表示，经济不确定性加剧，但劳动力市场保持稳固，市场情绪下滑部分与政府在政策上的重大变化有关。通胀率仍在 2% 上方的水平运行，并且受关税影响有所上升，不过美联储基线预期是关税对通胀的影响只是暂时性的。根据 2 月 13 日发布的总统令，美国政府将在 4 月 2 日发布对各国基于对等关税框架的调查结果及加征税率。对于中国而言，虽短期内关税落地存在一定的消极影响，但我们认为与 2018 年中美贸易摩擦对比，当前我国产品对美国的出口比例有所下降。另外当前我国产业链更加完整，贸易合作伙伴更加多元。关税对我国的影响或要比先前更温和，中国企业应对起来或更有经验，但需密切关注后续的政策动态。CME 美联储观察工具显示，市场预期美联储年内可能有 75BP 的降息，再次降息的时间大概率在 6 月。我们认为，美联储 3 月 FOMC 会议继续按兵不动，维持利率水平的同时放缓缩表步伐，整体符合市场预期。此外，美国经济不确定性增加，但整体表现良好，年内降两次仍是基准，需关注通胀预期变化。其他货币当局方面，3 月，欧央行如期再次下调三大利率 25 基点，英国央行将基准利率维持在 4.5% 不变，日本央行维持政策利率在 0.5% 不变，符合市场预期。

#### (2) 1-2 月国内经济实现平稳开局，一季度或延续良好修复势头

生产端，1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，较去年 12 月小幅下降 0.3 个百分点，1-2 月服务业生产指数同比增长 5.6%。节后复产复工节奏加快，供给侧保持平稳较快增长。投资端，1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 4.1%，较前值

上行0.9个百分点。其中，制造业投资同比增长9.0%、狭义基建投资同比增长5.6%、房地产开发投资同比下降9.8%。在“两新”政策加力扩围以及出口保持增长的背景下，制造业投资维持高速增长，财政发力靠前叠加地方化债工作快速推进支撑基建投资高增，而房地产销售、投资降幅同步收敛。消费端，1-2月社会消费品零售总额同比增长4.0%，较去年12月反弹0.3个百分点，社零同比依然偏低，但政策支撑的通讯器材、家电等方向表现较好。外贸方面，以美元计价，1-2月出口总额同比增加2.3%，进口同比减少8.4%。除了高基数、工作日偏少，出口回落主因美关税政策影响显现、叠加“抢出口”透支效应，进口数据则反映国内经济仍有压力。整体来看，开年经济弱修复，工业延续稳增长，制造业投资继续挑大梁，房地产有所回暖，“以旧换新”政策继续助力消费温和复苏。尽管1-2月处于政策空窗期，经济基本面依然表现稳健，展现出较强韧性。展望后市，2025年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是经济回升向好态势的巩固关键之年，政府工作报告将全年GDP增长目标设定在5%左右，以确保经济稳定增长。从当前经济趋势判断，我们预计一季度经济有望实现“开门红”。

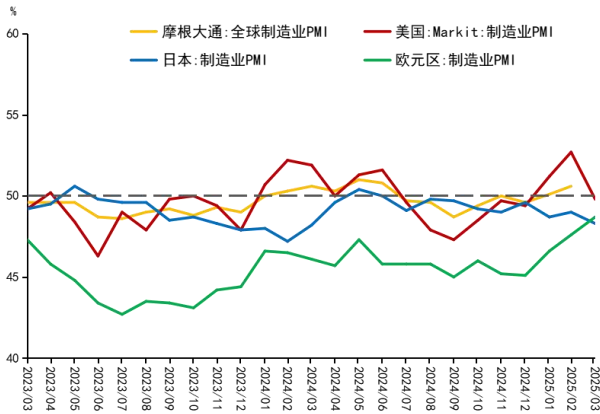
通胀数据方面，2月CPI同比回落1.2个百分点至-0.7%；2月份PPI同比下降2.2%，降幅收窄0.1个百分点。一方面，统计局表示扣除春节错月影响2月份CPI同比上涨0.1%，当前物价温和回升的态势没有改变。另一方面，2月物价固然有春节错月因素的影响，但在短期扰动之外，核心CPI同比四年以来首次转负、服务业拉动明显走弱，均反映出需求修复存在症结。往后看，当前通胀水平或处于筑底回升的早期阶段，有效需求恢复的空间仍然较大，预计后续降准、降息等总量性货币宽松政策有望渐进落地。金融数据方面，2月社会融资规模增量为2.23万亿元，同比多增7374亿元，社融增速录得8.2%，环比上升0.2个百分点。在财政政策“更加积极”的定调下，2025年政府债发行节奏前置，2月政府债券融资新增1.7万亿，同比大幅多增1.1万亿，依然是支撑社融增长的主要力量。信贷方面，信贷投放在1月开门红后季节性回落，2月新增人民币贷款1.01万亿元，同比少增4400亿元，信贷增速录得7.3%，环比回落0.2个百分点。其中，居民信贷在春节效应和周期性因素共振下需求仍弱；地方化债提速对企业中长贷形成明显压制。另外，2月末M1余额同比增长0.1%；M2余额同比增长7.0%，M2增速持平前值，财政存款仍待释放。

3月制造业PMI指数录得50.5%，较前值上升0.3个百分点。随着春节因素影响逐步消退，企业生产经营活动加快，3月制造业景气水平继续回升，其中产需两端扩张加快，生产指数和新订单指数分别为52.6%和51.8%，比前值上升0.1和0.7个百分点，此外出口指数小幅回升、价格指数有所回落。3月非制造业商务活动指数录得50.8%，较前值上升0.4个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。服务业方面，服务业商务活动指数为50.3%，比前值上升0.3个百分点，服务业市场活跃度总体有所提升；建筑业方面，受气候转暖，各地建设项目加快推进等因素影响，建筑业商务活动指数继续回升，建筑业商务活动指数为53.4%，比前值上升0.7个百分点。总体来看，随着节后复工复产，以及两会政策利好持续落地，3月制造业PMI小幅上升，产需两端也延续回暖，指向经济继续平稳修复。此外，3月服务业、建筑业PMI亦企稳上行。

综上所述，1-2月国内经济实现平稳开局，3月PMI继续回升，一季度或延续良好修复势头。整体来看，前两月经济数据基本符合预期，工业延续稳增长，制造业投资继续挑大梁，基建仍然稳健，房地产有所回暖，“以旧换新”政策继续助力消费温和复苏。尽管1-2月处于政策空窗期，经济基本面依然表现稳健，展现出较强韧性。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，短期出口也可能面临海外关税政策的冲击。展望后市，2025年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是巩固经济回升向好态势的关键之年，叠

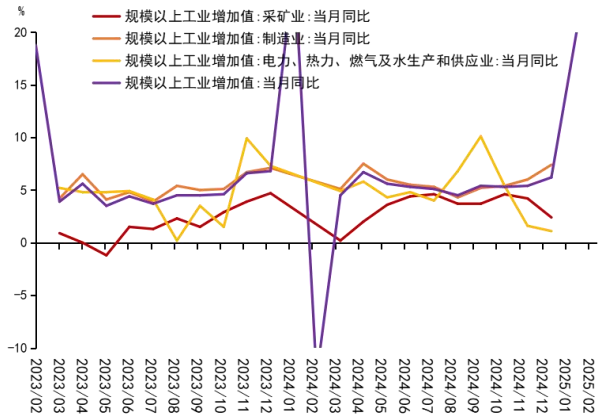
加后续出口仍面临较大不确定性，全国“两会”部署的各项政策料将加速落地以维稳内需。我们预计，随着化债带来地方政府资金面改善，投资端预计对经济增长的贡献增大，同时经济转型背景下中央层面或进一步强化对科技和消费的重视与支持力度，一季度经济有望实现“开门红”。

图 4：海外 PMI 数据



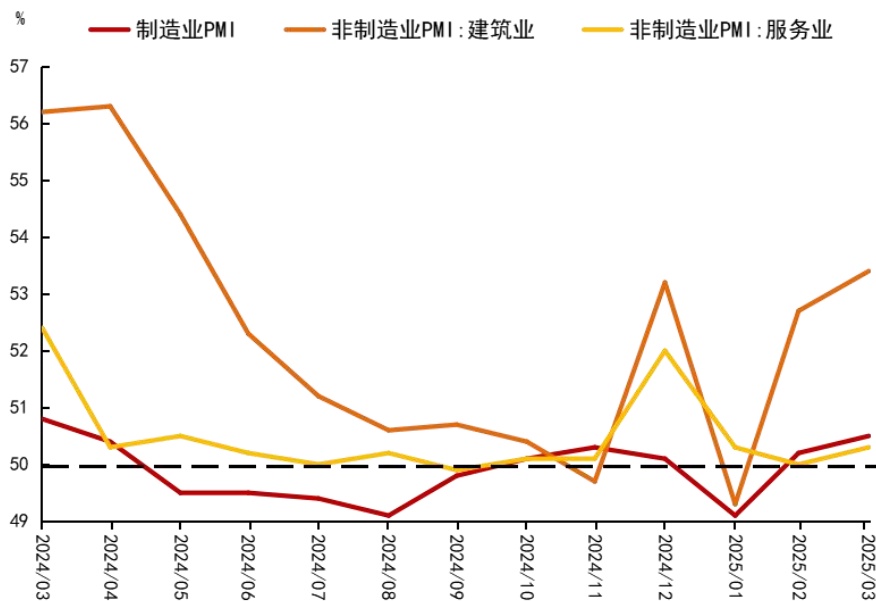
资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 5：工业增加值增速



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 6：PMI 数据



资料来源：iFinD 资讯、东莞证券研究所

## 2.2 2025 年政府工作报告重磅出炉，《提振消费专项行动方案》落地

2025 年 3 月 5 日，十四届全国人大三次会议在人民大会堂开幕，国务院总理向大会作政府工作报告。总体来看，2025 年政府工作报告对经济发展定调积极，多项市场关注的政策目标落地，整体符合预期，有助于市场风险偏好的回升。2025 年作为“十四五”规划收官之年，也是全面巩固经济回升向好态势的关键之年。因而，综合考虑外部风险和内部增长潜力，《报告》对 2025 年经济增速继续设定在 5%左右，CPI 目

标调整为 2%左右。今年的报告提出“实施更加积极有为的宏观政策”，是去年 9 月 26 日中央政治局会议调控思路的延续。同时强调，坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，对外释放积极的政策信号。宏观政策方面，财政政策更加积极，4%左右赤字率，4.4 万亿地方专项债，1.3 万亿超长期特别国债均创历史新高，指向财政支出规模明显扩张。货币政策适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度。消费方面，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。此外，《报告》针对投资、科技以及进出口均有政策部署，同时更注重相关风险化解的稳步推进，统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定。随着政府工作报告释放政策新风，增量政策不断出台，经济有望加快修复。

2025 年政府工作报告对于内需和消费的重视程度进一步上升。2025 年政府工作任务的首条便是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，强调促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。我们认为，2025 年外部环境变化带来的不利影响增多，外需对中国经济增长的贡献很可能明显下降，如何提振国内有效需求是维持 2025 年经济增速处于合理区间的关键。3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》重磅出台，其中提出促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、加大生育养育保障力度、加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、强化信贷支持等举措。值得注意的是，今年将安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。我们认为，今年除消费品以旧换新政策加力扩围外，支持居民增收的相关政策举措也有望进一步加码；而拓宽居民财产性收入渠道方面，最重要的或是稳住股市和楼市。在此背景下，2025 年“就业—收入—消费”循环的堵点有望逐步疏通，从而促进消费市场的持续恢复和扩张。前瞻地看，各项促消费政策的积极提振下，3 月社零消费增速或再度上行。

货币政策方面，3 月 24 日，央行官网发布公告，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。MLF 不再有统一的中标利率，标志着 MLF 利率的政策属性完全退出。与此同时，MLF 作为银行间机构补足流动性工具的定位也愈发显著，多重定价也能更好满足不同参与机构差异化资金需求。我们认为，MLF 定价机制改革进一步完善了央行数量型货币政策工具箱，标志着我国货币调控框架越发成熟。央行货币政策委员会第一季度例会表示，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，并再次重申择机降准降息。此外，会议明确将推动社会综合融资成本“下降”而非上季度的“稳中有降”。我们认为，货币政策适度宽松取向不改，但节奏受多重目标影响，结构性政策工具或首先迎来调降，总量工具或相对后置，二季度或打开降准降息窗口。股市楼市方面，2025 年《政府工作报告》明确提出“稳住楼市股市”“更大力度促进楼市股市健康发展”“持续用力推动房地产市场止跌回稳”“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设”等。《政府工作报告》首次把稳住楼市股市写进总体要求，在宏观调控中对资产价格的重视进一步上升。

总体来看，3 月 2025 年政府工作报告重磅出炉，“两会”顺利闭幕后，各项工作部署加速落地，扩张性的总量政策与提振消费举措逐步落地生效。首先，政府工作报告为今年经济工作作出纲领性部署，各项任务指标设定考虑到了经济发展需要和可实现性，具有良好的引导意义。在宏观政策方面，今年的财政政策更加积极，赤字率、赤字规模、地方专项债，超长期特别国债均创历史新高，指向财政支出规模明显扩张。货币政策适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获

得性和便利度。消费方面，《提振消费专项行动方案》落地，提出促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、加大生育养育保障力度、加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、强化信贷支持等举措。货币政策方面，央行再次重申择机降准降息，并对MLF定价机制进一步改革，完善了央行数量型货币政策工具箱，标志着我国货币调控框架越发成熟。总体而言，3月公布的政府工作报告释放政策新风，增量政策不断出台，经济有望加快修复，预期国内经济将逐渐呈现出更加积极的趋势。

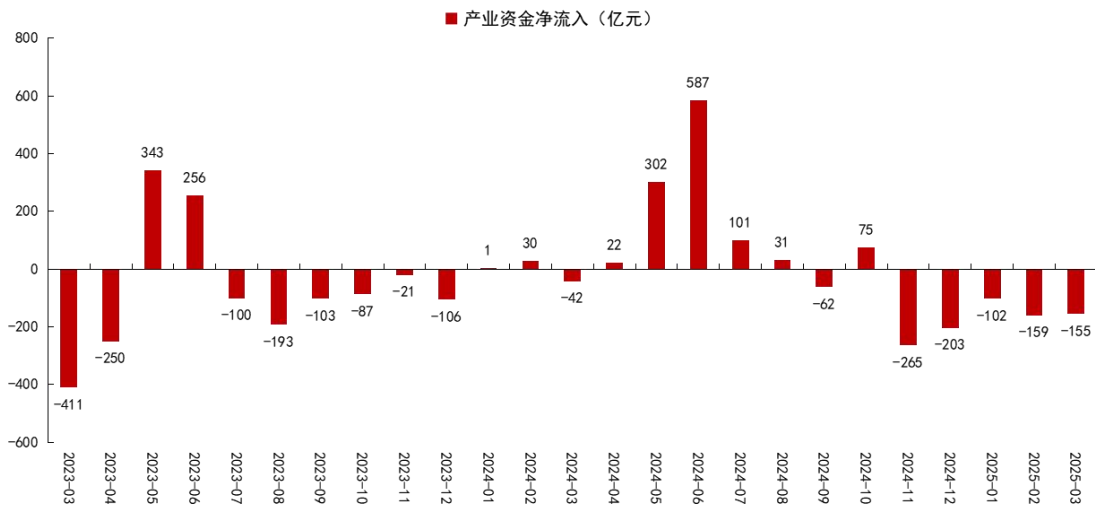
## 2.3 LPR 继续按兵不动，“择机降准降息”仍可期，新一轮资本市场改革全面启动实施

公开市场操作方面，2025年3月央行累计开展了41478亿元逆回购以及4500亿元MLF操作，鉴于当月有51070亿元资金到期，央行3月公开市场累计净回笼3592亿元，较2月回笼金额明显收敛。3月以来，央行货币政策操作依旧保持定力，银行体系资金面维持偏紧状态，我们认为背后或体现了维稳汇率、防范资金空转和遏制长债收益率过快下行的政策目标。值得注意的是，今年3月，央行买断式逆回购小幅净投放1000亿元，MLF净投放630亿元，保持中长期资金净投放，展现出央行适度宽松的货币政策取向。此外，近期央行货币政策委员会一季度例会提出“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”，此前收紧态度或边际放缓。LPR方面，3月贷款市场报价利率报价出炉：5年期以上LPR为3.6%，1年期LPR为3.1%，均与上月持平。年初宏观经济增长动能保持稳定，叠加净息差和汇率压力，央行保持定力，作为LPR定价基础的7天期逆回购操作利率并未发生变化。往后看，货币政策时隔14年再度转向“适度宽松”，2025年货币宽松仍是大方向，近期央行重申“择机降准降息”，我们认为在海外不确定风险加大的背景下，二季度仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。

3月11日，证监会党委召开扩大会议提出，要以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革。此外，证监会明确六个方面的重点工作：一是全力巩固市场回稳向好势头；二是在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力；三是进一步全面深化资本市场改革；四是坚定扩大资本市场高水平制度型开放；五是着力提升监管执法效能；六是加快建设“三个过硬”的监管铁军。今年政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写进总体要求，并提出，“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展”“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设”。

两融资金方面，随着节后市场交易回暖，投资者信心修复，A股市场两融余额呈现攀升态势。截至3月末，沪深两市两融余额为19186.70亿元。其中，融资余额为19075.62亿元，较2月末小幅增加约200亿元。此外，3月末两融余额占A股流通市值的比重约为2.43%，较2月末的2.41%小幅上升。重要股东交易方面，3月份重要股东净减持约155.11亿元，减持力度较2月有所收窄。股权融资方面，按网上发行日进行统计，3月份股票融资规模约为1322.33亿元，较2月显著回升。近期，监管频频提及支持优质科技型企业发行上市、支持优质未盈利科技企业发行上市。此外，三大交易所发审全线启动，IPO市场释放回暖信号，预计年内IPO将提速。

图7：重要股东交易增减持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，LPR 继续按兵不动，“择机降准降息”仍可期，新一轮资本市场改革全面启动实施。资金面方面，3 月银行体系资金面维持偏紧状态，随着 3 月央行再度加量续作 MLF 并保持买断式逆回购净投放，以及货币政策委员会一季度例会表态，流动性收紧态度或边际放缓。3 月 LPR 继续按兵不动，但后续货币适度宽松仍是大方向，近期央行重申“择机降准降息”，二季度仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。资本市场端，3 月份 A 股市场两融余额继续小幅攀升，重要股东净减持力度较 2 月有所收敛，股票融资规模显著回暖。此外，今年政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写进总体要求；证监会党委召开扩大会议提出，要以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革；三大交易所发审全线启动，IPO 市场释放回暖信号。

### 3、4 月行情研判：大盘或延续区间震荡走势

对于 2025 年 4 月份的行情走势，我们认为：

**第一，全球增长动能温和回升，国内经济修复保持平稳。**2 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 50.6%，创近 8 个月新高，全球制造业景气度继续温和回升。3 月美国经济分化，制造业 PMI 再度落入萎缩区间，服务业 PMI 超预期回升；欧元区经济呈现温和复苏迹象，主要的拉动力量来自制造业；日本制造业和服务业 PMI 双双下滑。货币政策上，美联储 3 月 FOMC 会议继续按兵不动，维持利率水平的同时放缓缩表步伐。美国经济不确定性增加，年内降两次仍是基准，关注关税和通胀变化。国内方面，1-2 月国内经济实现平稳开局，3 月 PMI 继续回升，一季度或延续良好修复势头。整体来看，前两月经济数据基本符合预期，工业延续稳增长，制造业投资继续挑大梁，基建仍然稳健，房地产有所回暖，“以旧换新”政策继续助力消费温和复苏。尽管 1-2 月处于政策空窗期，经济基本面依然表现稳健，展现出较强韧性。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，短期出口也可能面临海外关税政策的冲击。展望后市，2025 年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是巩固经济回升向好态势的关键之年，叠加后续出口仍面临较大不确定性，全国“两会”部署的各项政策料将加速落地以维稳内需。我们预计，

随着化债带来地方政府资金面改善，投资端预计对经济增长的贡献增大，同时经济转型背景下中央层面或进一步强化对科技和消费的重视与支持力度，一季度经济有望实现“开门红”。

**第二，2025年政府工作报告重磅出炉，《提振消费专项行动方案》落地。**总体来看，3月2025年政府工作报告重磅出炉，“两会”顺利闭幕后，各项工作部署加速落地，扩张性的总量政策与提振消费举措逐步落地生效。首先，政府工作报告为今年经济工作作出纲领性部署，各项任务指标设定考虑到了经济发展需要和可实现性，具有良好的引导意义。在宏观政策方面，今年的财政政策更加积极，赤字率、赤字规模、地方专项债，超长期特别国债均创历史新高，指向财政支出规模明显扩张。货币政策适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度。消费方面，《提振消费专项行动方案》落地，提出促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、加大生育养育保障力度、加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、强化信贷支持等举措。货币政策方面，央行再次重申择机降准降息，并对MLF定价机制进一步改革，完善了央行数量型货币政策工具箱，标志着我国货币调控框架越发成熟。总体而言，3月公布的政府工作报告释放政策新风，增量政策不断出台，经济有望加快修复，预期国内经济将逐渐呈现出更加积极的趋势。

**第三，LPR继续按兵不动，“择机降准降息”仍可期，新一轮资本市场改革全面启动实施。**资金面方面，3月银行体系资金面维持偏紧状态，随着3月央行再度加量续作MLF并保持买断式逆回购净投放，以及货币政策委员会一季度例会表态，流动性收紧态度或边际放缓。3月LPR继续按兵不动，但后续货币适度宽松仍是大方向，近期央行重申“择机降准降息”，二季度仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。资本市场端，3月份A股市场两融余额继续小幅攀升，重要股东净减持力度较2月有所收敛，股票融资规模显著回暖。此外，今年政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写进总体要求；证监会党委召开扩大会议提出，要以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革；三大交易所发审全线启动，IPO市场释放回暖信号。

从4月份的市场环境来看，海外方面，美联储3月FOMC会议继续暂停降息的同时放缓缩表步伐，美国经济不确定性增加，需关注通胀预期变化。4月或将是美国关税政策落地最为密集的时间点，国际博弈或将加剧，而美联储也可能因通胀压力进一步降低降息的概率，全球风险偏好或有所压制，关注4月初美国优先贸易政策备忘录调查结果以及“对等关税”的加征方式和范围。国内方面，3月初召开的全国两会明确了全年经济目标以及包括赤字率在内的增量政策力度，整体定调积极，为今年经济工作作出纲领性部署。此外，《提振消费专项行动方案》落地；央行再次重申择机降准降息，并对MLF定价机制进一步改革。数据方面，1-2月国内经济实现平稳开局，3月PMI继续回升，有望带来预期修正。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，短期出口也可能面临海外关税政策的冲击，全国“两会”部署的各项政策料将加速落地以维稳内需。**展望4月份，两会后各地生育、消费、科技等领域的政策频出释放积极信号，后续政策面的持续落地将有助于提振市场信心，二季度国内经济有望延续良好修复势头。考虑到**

市场即将进入公司财报的密集披露期，部分企业业绩不及预期可能导致股价快速波动，叠加海外政策对我国经济仍旧存在一些扰动，短期市场或仍以区间震荡为主。但长期来看，国内经济韧性足、发展前景好的局面仍旧，未来随着上市公司财务信息的逐渐披露，市场有望在基本面不确定性缓解之后重新企稳走强。

板块上建议关注金融、有色金属、公用事业、TMT、家用电器、基础化工和汽车等板块。

## 4、行业配置：超配金融、有色金属、公用事业和 TMT

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，4 月建议超配：**金融、有色金属、公用事业和 TMT**

### (1) 金融

根据东莞证券《金融行业双周报（20250307-20250320）：2 月社融增量 2.24 万亿元，中国平安 2024 年净利润同比增长 47.8%》报告的观点，银行方面，当前市场环境不确定性较高，美国将于 4 月 2 日加对等关税，而且征税的范围非常广，包含汽车、药品和半导体等行业，叠加财报季资金避险情绪有所升温，当下环境高股息低估值的银行板块仍有一定配置价值。一方面是目目前 10 年国债到期收益率降至 1.84%，银行股息率为 6.64%，高股息配置价值更加凸显。另一方面是《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》正式出台，强调从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。除了险资，政策支持社保基金、养老金等中长期资金提高权益投资比例，以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势大概率将延续，而占比最大的银行也将继续承接被动资金的流入，有助于推升银行板块的流动性和估值水平。若消费和房地产数据持续改善得到数据验证，兼顾稳定分红、低估值和基本面修复的股份行或有更大的上涨空间与潜力。

证券方面，从整个 A 股上市券商业绩情况来看，截至 3 月 20 日，至少已有 25 家上市券商通过业绩预告或业绩快报的形式披露了 2024 年业绩概况，行业业绩回暖势头强劲，约九成业绩预喜，主要得益于 2024 年 9 月 24 日以来，股基交易额及融资余额大幅增长，同时权益及债市下半年双双走强，带动自营板块的投资净收益大幅提升，建议继续关注后续券商年报披露的业绩驱动行情。保险方面，五大上市险企均发布 2024 年业绩预增公告或年报，受益于资本市场环境回暖，各险企 2024 年净利润均大幅上涨。基于低基数效应、投资端向好、负债端稳健增长等考虑，市场对今年一季度业绩延续乐观态度，尤其是资产端弹性较大的保险公司的  $\beta$  属性或更为凸显。

### (2) 有色金属

根据东莞证券《有色金属与钢铁行业双周报（20250314-20250327）：美国关税预期扰动铜价，金价接连刷新历史高点》报告的观点，小金属方面，小金属是新质生产力的代表，在科技变革、国防军工、资源战略等方面意义重大。2 月 4 日，商务部、海关总署联合发布公告，决定对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。2 月 21 日，刚果（金）宣布，自 2 月 22 日起，实施为期四个月的钴出口临时禁令。资源国的政策影响使得小金属供应趋紧的预期再度抬升。需求方面，新兴产业包括人工智能、半导体、新能源、先进制造等对小金属的需求激增，且传统领域如国防军工、化工等行业需求稳步增长，供弱需强的背景下，相关小金属价格快速上扬。

稀土方面，稀土行业供给侧持续改革，在《总量办法》及《追溯办法》的出台下，稀土行业集中度及透明度有望提升，有助于实现供需的动态平衡与资源的优化配置，对稳定稀土价格具有重要意义。需求端，新能源汽车市场持续景气，为稀土磁材需求托底，人形机器人量产元年的启动以及低空经济商业化进程的推进，为稀土需求打开新的增长空间，未来稀土产品价格有望逐步回升。

工业金属方面，随着“金三银四”传统消费旺季的来临，铜铝等金属的加工端开工率逐步提振，下游接单情况有所好转，持续关注国内政策端对工业金属板块的推动。截至 3 月 13 日，LME 铜价收于 9749 美元/吨，LME 铝价收于 2705 美元/吨，LME 铅价收于 2073 美元/吨，LME 锌价收于 2958.50 美元/吨，LME 镍价收于 16465 美元/吨，LME 锡价收于 36210 美元/吨。

黄金方面，当地时间 3 月 12 日，美国劳工统计局数据显示，美国 2 月 CPI 同比增长 2.80%，低于预期的 2.90% 以及前值的 3.00%。尽管美国 2 月 CPI 低于预期，但仍高于美联储 2% 的目标。截至 3 月 13 日，CME 美联储观察工具显示市场对于美联储 5 月维持利率区间不变的概率提升至 67.10%。美国通胀数据的放缓以及关税政策的不确定性增强，使得黄金价格在短期快速冲高，但后续仍需警惕美国加征关税带来的再通胀压力。

### （3）公用事业

根据东莞证券《公用事业行业双周报（20250314-20250327）：多家火电企业业绩同比高增长》报告的观点，电力需求情况方面，今年我国稳经济政策举措持续深化，2025 年 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 5.9%，工业生产有序开展。同时，用电需求同比增长，2025 年 1-2 月我国全社会用电量 1.6 万亿千瓦时，同比增长 1.3%。

电力方面，根据海关总署，2025 年 1-2 月我国进口煤及褐煤 0.8 亿吨，同比增长 2.1%，我国煤炭进口量同比增长。截至 2025 年 3 月 24 日，今年以来秦皇岛港动力煤（Q5500）平仓价的均值为 724 元/吨，同比下降 20%。综合来看，在进口煤和长协煤的补充下，动力煤平均采购成本同比下降。建议跟踪煤电业绩改善逻辑。

燃气方面，近年来，我国持续深化天然气价格改革，出台天然气上下游价格联动指导意见，进一步完善市场化天然气价格形成机制，促进终端销售价格灵敏反映市场供需变化。在国家政策指引下，上海、深圳等多地对天然气销售价格进行调整，有助于当地燃气公司向下游疏导天然气采购成本。建议跟踪天然气上下游价格联动逻辑。

### （4）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（20250307-20250320）：英伟达召开 GTC 大会，腾讯、运营商业绩出炉》报告的观点，本月电子行业跌幅较大，主要是前期涨幅较多的泛 AI 领域出现较多回撤，特别是在腾讯、运营商财报出来后加速下跌，估计是市场预期随着涨幅而抬升，但产业层面对 AI 需求依旧旺盛，多家上市公司密集披露算力订单。考虑到市场情绪偏弱，下月为业绩密集披露期，建议围绕两个方向布局，一是业绩已经落地或有超预期可能方向，目前来看主要是 PCB，但受 AI 影响较大；二是有涨价预期方向，比如因大宗商品上涨而有调价预期的覆铜板。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（20250307-20250320）：年报披露期已至，关注行业业绩表现》报告的观点，华为、中国电信、中国移动、vivo 四家中国企业的专家入选全球性的通信技术组织 3GPP 三大技术规范组主席团，进一步巩固我国在通信标准制定中的主导地位，推动全球 6G 技术研发与产业协同。展望后市，

2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释放增长动能，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报（20250314-20250327）：谷歌发布新一代 AI 大模型 Gemini 2.5，AI 领域进展不断》报告的观点，在政策方面，近期，2025 年政府工作报告中指出，要“推进高水平科技自立自强，充分发挥新型举国体制优势，强化关键核心技术攻关和前沿性、颠覆性技术研发，加快组织实施和超前布局重大科技项目”，这部分内容再次强调了实现科技自主可控的重要性，信创行业有望得到进一步重视，加速我国国产替代发展进程。工作报告中还提到要“持续推进‘人工智能+’行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用”，进一步明确了人工智能在我国发展新质生产力中的重要引擎地位。在 AI 产业方面，近期，阿里巴巴、华为、腾讯等国内大厂均表达出了对 AI 发展的高度重视。阿里巴巴宣布未来三年将投入超过 3800 亿元人民币，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和；华为在中国合作伙伴大会上宣布将全面推进全面智能化战略，包括打造算力底座，繁荣昇腾 AI 生态，用 AI 赋能华为产品；腾讯则重组 AI 团队以聚焦于快速的产品创新及深度的模型研发、增加 AI 相关的资本开支、并加大对原生 AI 产品的研发和营销力度等。随着各科技巨头继续加码 AI 领域投入，未来 AI 仍将保持较高的发展速度。结合本次政府工作报告内容以及各大厂动态，我们建议持续关注计算机行业信创及人工智能领域投资机遇。

## 5、风险提示

美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
增持	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
持有	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
标配	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深300指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn