

美国“对等关税”即将落地，全球资产价格波动加大

——宏观与大类资产周报（2025.03.24—2025.03.30）

宏观周报

● 大类资产表现

A股大势研判：上周A股整体震荡调整，板块表现分化，科技成长方向调整幅度较大，红利和消费板块逆势上涨。日均成交金额为1.23万亿元，较前周继续缩量。从资金面来看，两融余额为1.93万亿元，较前周小幅下降，但融资买入占比小幅上升。两会后，市场关注点转向基本面寻求支撑。2月下旬以来，高位科技板块逐步调整，周期、消费、新能源、军工等行业基本面均有利好释放、资金承接有序，市场稳步高切低。指数层面来看，两会召开前后的2月21日至3月28日，上证指数已震荡调整6周，尚未选择方向。展望后市，市场关注点或转向基本面寻求支撑。宏观角度，二季度基本面数据或出现向下拐点，但在政策支撑下拐点到来可能延后，仍需持续跟踪经济数据。

A股配置策略：短期内关注高股息红利以及年初股价相对低位的涨价周期品、补贴消费品及景气度较高的成长板块。短期内AI应用、机器人、算力等主题前期涨幅较大，目前还有一定整盘压力，可重点关注年初股价相对低位的涨价周期品、补贴消费品及景气度较高的成长板块，如铝、工程机械、零食、二季度景气度向好的白电、风电、光伏板块等。同时二季度中国出口自然回落叠加特朗普关税威胁进一步加码，加剧经济波动预期，高股息红利绝对收益逻辑清晰。从中长期维度来看，持续关注科技、制造、消费、医药等行业的产业趋势机会。

● 宏观经济及政策动态

2025年前2月，公共财政收入同比下降1.6%，而2024年全年是增长1.4%。公共财政支出同比增长3.4%，而2024年全年增长3.6%。其中，中央财政支出同比增速8.6%，高于2024年全年的6.5%；地方财政支出同比增速2.7%，低于2024年全年的3.2%。前2月，全国政府性基金收入同比下降10.7%，2024年全年下降12.2%。其中，国有土地使用权出让收入同比下降15.7%，降幅仍较大。全国政府性基金支出同比增速1.2%，高于2024年全年的0.2%。2月美国PCE物价、核心PCE物价环比增速分别为0.33%、0.37%，前值分别为0.34%、0.3%，PCE物价、核心PCE物价同比增速分别为2.54%、2.79%，前值分别为2.52%、2.66%。

● 行业中观监测

上周，钢铁、汽车产业链开工率高于上年同期，化工产业链开工率低于上年同期；新房成交面积上升，二手房成交下降；水泥发运率周期性回升；集装箱吞吐量高于上年同期。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%。上周，猪肉平均批发价升至20.87元/公斤，同比增速降至2.30%；蔬菜平均批发价格为4.82元/公斤，持平前周，同比增速升至-5.12%；黑色系价格普遍上涨，铁矿石期货、螺纹钢期货、焦煤期货分别上涨3.2%、1.0%与0.5%；原油价格上涨1.3%。

● 资金面跟踪

上周，公开市场操作上周净回笼1429亿元；A股合计减持10.0亿元，前值为减持37.0亿元；全A换手率0.92%（前值1.05%）。3月截至目前，IPO募集92.2亿元（2月1.3亿元），定增募集335.0亿元（2月44.5亿元）；股票与混合型基金共发行224.4亿份（2月共发行509.7亿份）。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；美国“对等关税”即将落地，全球经贸风险较大。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280520050003

钟山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn
 登记编号：S0280123070001

相关报告

《提振消费政策密集出台，消费板块热度上升》2025-03-17

《受外部环境影响，资产价格波动加大》2025-03-02

《民营企业座谈会召开，科技股大幅上涨》2025-02-23

《受春节因素影响，物价涨幅有所扩大》2025-02-10

《春节期间国内文旅消费旺盛，海外市场波动较大》2025-02-04

《特朗普上任临近，市场情绪有所回升》2025-01-19

《高频经济数据季节性回落，同比增速仍稳定》2025-01-12

《PMI继续回升，经济短期动能延续》2024-12-01

《生产端高频数据放缓，需求端仍比较稳健》2024-11-24

目 录

1、 大类资产及行业表现.....	4
1.1、 大类资产：股市震荡调整，债市小幅走强	4
1.2、 行业表现：中信一级行业收益分化	5
1.3、 财经日历	8
2、 宏观经济及政策动态.....	10
2.1、 前2月中央财政支出力度较大	10
2.2、 2月美国核心PCE通胀上升	11
2.3、 政策动态	12
3、 行业中观监测	13
3.1、 生产：钢铁、汽车产业链开工率高于上年同期	13
3.2、 需求：新房销售上升、二手房销售下降	14
3.3、 物价：猪肉、原油、贵金属、黑色系价格上涨	15
4、 资金面跟踪	16
4.1、 央行流动性：上周货币净回笼1429亿元，DR007上升	16
4.2、 股票资金：3月IPO、定增募集资金大幅增加，上周股东减持减少，换手率下降	17

图表目录

图 1： 股市震荡调整，债市小幅走强.....	4
图 2： A股行业指数表现.....	6
图 3： 恒生指数行业表现.....	6
图 4： 中国经济数据.....	10
图 5： 中央财政支出增速高于地方.....	11
图 6： 公共财政支出增速高于财政收入.....	11
图 7： 2月美国核心PCE通胀上升.....	12
图 8： 2月个人支出改善但仍偏弱.....	12
图 9： 高炉开工率上升.....	13
图 10： 电炉开工率持平前周.....	13
图 11： 日均铁水产量小幅上升.....	13
图 12： 电厂日耗煤量周期性下降.....	13
图 13： PTA平均开工率上升.....	13
图 14： 汽车轮胎开工率周期性下降.....	13
图 15： 30大中城市商品房成交面积上升.....	14
图 16： 7城二手房成交下降.....	14
图 17： 沥青开工率下降，同比处于历史低位.....	14
图 18： 水泥发运率周期性上升.....	14
图 19： 集装箱吞吐量上升，高于上年同期.....	14
图 20： 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%.....	14
图 21： 猪肉平均批发价升至20.87元/公斤，同比增速降至2.30%.....	15
图 22： 蔬菜平均批发价格为4.82元/公斤，持平前周，同比增速升至-5.12%	15
图 23： 原油、贵金属、黑色系价格上涨.....	15
图 24： 公开市场操作上周净回笼1429亿元.....	16
图 25： DR007上升	16
图 26： LPR维持不变	16
图 27： 10年期国债收益率于3月28日录得1.81%.....	16

图 28: 3 月截至目前 IPO 募集 92.2 亿元 (2 月 1.3 亿元), 定增募集 335.0 亿元 (2 月 44.5 亿元)	17
图 29: 上周 A 股合计减持 10.0 亿元, 前值为减持 37.0 亿元	17
图 30: 3 月截至目前股票与混合型基金共发行 224.4 亿份 (2 月共发行 509.7 亿份)	17
图 31: 上周全 A 换手率 0.92% (前值 1.05%)	17
表 1: 未来一个月宏观及行业重要事件	9
表 2: 上周重要经济事件	10

1、大类资产及行业表现

上周，上证综指与创业板指分别下跌 0.4%、1.1%，沪深 300 指数持平前周。债市走强，债券市场整体上涨 0.2%，国债收益率下降，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别下降 2.5bp、3.7bp 与 3.5bp。海外港股恒生指数下跌 1.1%，美股三大股指普遍下跌，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别下跌 1.0%、1.5% 与 2.6%。

1.1、大类资产：股市震荡调整，债市小幅走强

图1：股市震荡调整，债市小幅走强

市场		最新指数	周涨跌幅	年涨跌幅	
股票	指数	上证综指	3351.3	-0.4%	0.0%
		沪深300	3915.2	0.0%	-0.5%
		创业板指	2128.2	-1.1%	-0.6%
		上证50	2679.7	0.2%	-0.2%
		中证500	5916.0	-0.9%	3.3%
	中信风格	科创50	1029.5	-1.3%	4.1%
		金融	8129.3	-0.2%	-1.3%
		周期	4742.4	-1.0%	6.1%
		消费	10125.3	0.3%	1.3%
		成长	6313.2	-2.7%	3.9%
到期收益率	银行间回购	7日	2.1	28.2bp	7bp
		14日	2.1	0.7bp	1.9bp
	交易所	GC007	2.3	30.7bp	39bp
		GC014	2.1	1.1bp	32.9bp
	国债	1年	1.53	-2.5bp	44.5bp
		5年	1.65	-3.7bp	26.8bp
		10年	1.80	-3.5bp	13.4bp
	国开债	1年	1.63	-0.5bp	70.6bp
		5年	1.69	-3.3bp	22.5bp
		10年	1.86	-1.3bp	13.3bp
债券（中债财富指数）	债券整体	债券整体	137.0	0.2%	-1.5%
	国债	国债整体	134.6	0.2%	-1.4%
		1-3年	117.2	0.1%	-0.8%
	金融债	金融债整体	130.6	0.1%	-1.6%
		1-3年	118.6	0.0%	-1.4%
		7-10年	141.8	0.3%	-1.7%
		10年以上	152.0	0.5%	-2.7%
	企业债	企业债整体	89.7	0.0%	-0.7%
		1-3年	67.7	0.0%	-0.7%
		7-10年	115.6	0.3%	-1.4%
10年以上		102.7	1.1%	0.3%	
港股与海外	股票指数	恒生指数	23426.6	-1.1%	16.8%
		道琼斯	41583.9	-1.0%	-2.3%
		纳斯达克	17323.0	-2.6%	-10.3%
		标普500	5580.9	-1.5%	-5.1%
	美债	1年	4.0	-0.2bp	-14.1bp
		5年	4.0	-3.3bp	-38.8bp
		10年	4.2	-0.5bp	-29.1bp

资料来源：Wind，诚通证券研究所

大类资产表现：上周，上证综指与创业板指分别下跌 0.4%、1.1%，沪深 300 指数持平前周。上周市场整体震荡调整，主要宽基指数除上证 50 外普遍下跌。从资金面来看，截至 3 月 27 日，两融余额达 1.93 万亿元，较前周小幅下降，但融资买入占比小幅上升。交易量方面，上周两市日均成交金额为 1.23 万亿元，较前周继续缩量。政策面，3 月 25 日，中国人民银行开展 4500 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。行业方面，上周中信一级行业多数收跌，30 个行业中，医药、家电、农林牧渔、食品饮料分别上涨 1.0%、0.7%、0.6% 与 0.3%，领涨市场；计算机、国防军工、机

械分别下跌 4.8%、3.8%、3.6%，领跌市场。

债市走强，债券市场整体上涨 0.2%，国债收益率下降，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别下降 2.5bp、3.7bp 与 3.5bp。海外港股恒生指数下跌 1.1%，美股三大股指普遍下跌，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别下跌 1.0%、1.5%与 2.6%。

A 股大势研判：上周 A 股整体震荡调整，其中板块表现分化，科技成长方向调整幅度较大，红利和消费板块逆势上涨。日均成交金额为 1.23 万亿元，较前周继续缩量。从资金面来看，两融余额为 1.93 万亿元，较前周小幅下降，但融资买入占比小幅上升。两会后，市场关注点转向基本面寻求支撑。2 月下旬以来，高位科技板块逐步调整，周期、消费、新能源、军工等行业基本面均有利好释放、资金承接有序，市场稳步高切低。指数层面来看，两会召开前后的 2 月 21 日至 3 月 28 日，上证指数已震荡调整 6 周，尚未选择方向。展望后市，市场关注点或转向基本面寻求支撑。宏观角度，二季度基本面数据或出现向下拐点，但在政策支撑下拐点到来可能延后，仍需持续跟踪经济数据。

A 股配置策略：短期内关注高股息红利以及年初股价相对低位的涨价周期品、补贴消费品及景气度较高的成长板块。短期内 AI 应用、机器人、算力等主题前期涨幅较大，目前还有一定整盘压力，可重点关注年初股价相对低位的涨价周期品、补贴消费品及景气度较高的成长板块，如铝、工程机械、零食、二季度景气度向好的白电、风电、光伏板块等。同时二季度中国出口自然回落叠加特朗普关税威胁进一步加码，加剧经济波动预期，高股息红利绝对收益逻辑清晰。从中长期维度来看，持续关注科技、制造、消费、医药等行业的产业趋势机会。

美股大势研判：前周美股超跌反弹后，上周美股三大股指普遍下跌。3 月美国 Markit 制造业 PMI 初值下降至 49.8%，低于预期的 51.7%，购进和出厂价格大幅上行，分别升至 58.6%和 66.25%。数据显示美国制造业景气度下降，叠加近期科技巨头估值调整、特朗普宣布对汽车加征 25%关税等因素，美股普遍调整。考虑到美国经济增长放缓以及特朗普政策表态频繁变动的风险，预计美股短期内将延续震荡调整行情。

1.2、行业表现：中信一级行业收益分化

上周中信一级行业多数收跌，30 个行业中，医药、家电、农林牧渔、食品饮料分别上涨 1.0%、0.7%、0.6%与 0.3%，领涨市场；计算机、国防军工、机械分别下跌 4.8%、3.8%、3.6%，领跌市场。

图2: A股行业指数表现

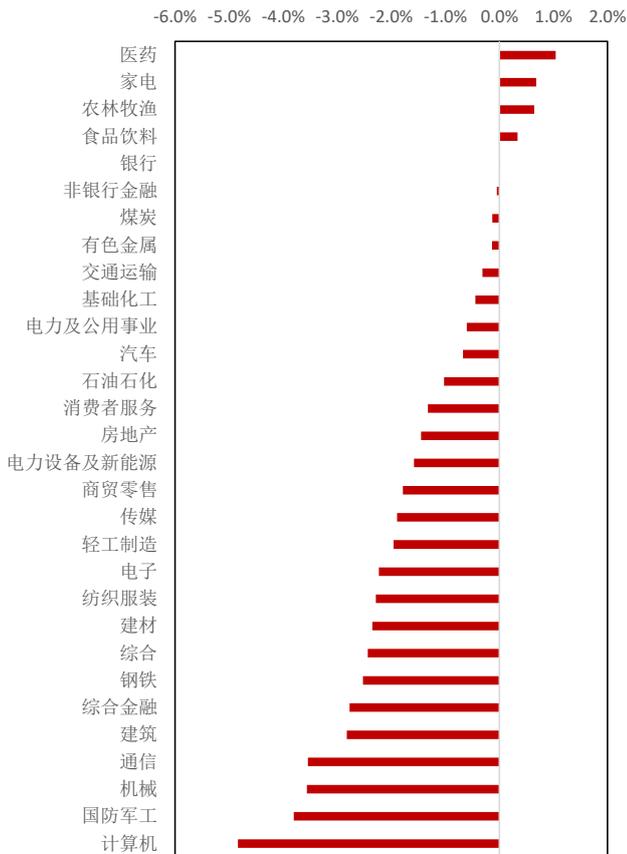
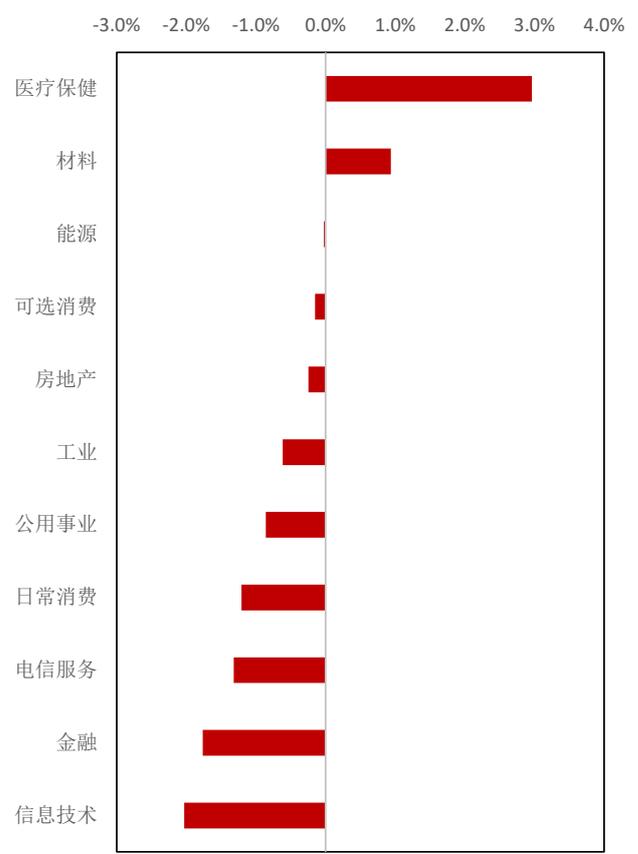


图3: 恒生指数行业表现



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

医药: 国产创新药出海, 化学制剂领涨。

市场表现: 上周医药生物 SW 指数上涨 0.98%, 年初至今累计上涨 3.53%。细分行业涨跌互现, 其中化学制剂板块涨幅最大, 周涨幅 4.59%, 头部药企恒瑞医药周涨幅 8.38%; 医疗服务跌幅最大, 下跌 1.06%。年初以来, 医疗服务累计上涨 12.15%, 是医药细分行业涨幅最大的细分行业; 中药是表现最弱的子行业, 年初以来跌幅 4.20%, 2023 年中药行业业绩基数较高, 2024 年细分行业整体业绩增速承压。

恒瑞医药创新药出海再创新纪录。3 月 25 日, 恒瑞医药与默沙东就 Lp(a) 抑制剂 HRS-5346 签订独家许可协议, 本次交易总金额高达 19.7 亿美元, 其中首付款 2 亿美元, 首付款比例超过 10%, 创恒瑞医药创新药出海交易首付款新纪录。恒瑞医药授予默沙东在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化 HRS-5346 的独家许可权, 除首付款外, 并有资格根据特定的开发、注册和商业化里程碑获得最高 17.7 亿美元的里程碑付款, 且若 HRS-5346 获批, 恒瑞医药可获得净销售额的销售提成。本次交易是恒瑞医药 2023 年以来第五次大型创新药出海授权交易。

HRS-5346 是一款在研的 Lp(a) 口服小分子抑制剂降脂药, 目前正在国内进行 2 期临床试验, 适应症为动脉粥样硬化性心血管疾病 (ASCVD)。Lp(a) 血清浓度升高是 ASCVD 的重要风险因素, Lp(a) 已成为 ASCVD 新兴治疗靶点, 目前全球尚无针对 Lp(a) 的降脂药物获批。全球医药巨头安进、礼来、阿斯利康等均积极布局 Lp(a)

靶向药物研发，呈现两大研发方向：核酸类药物和小分子抑制剂：安进的 olpasiran 和诺华的 pelacarsen 通过 RNA 干扰技术实现长效降脂，礼来 muvalaplin、阿斯利康（石药）YS2302018 和恒瑞的 HRS-5346 均为小分子 Lp(a) 抑制剂。

从 2020 年以来，我国创新药出海交易件数和总金额持续快速上升。2020 年国产创新药 license-out 总金额首次突破百亿美元大关，为 123.2 亿美元；2023 年交易总金额达到 421.2 亿美元，首付款总额为 267.6 亿元人民币，为历史最高水平。2020-2023 年交易总金额年复合增速（CAGR）高达 50.6%。2024 年前三季度，国产创新药海外授权交易累计总金额已经达到 336.0 亿美元。国内创新药海外授权交易频出，不仅体现了国际医药巨头对我国创新药研发实力的认可，也有利于国内创新药企缓解研发资金紧张问题，并借助跨国药企丰富的海外临床经验和雄厚的资金实力，加速推进项目药品海外临床，实现申报上市和销售放量。

机械：船舶方面：当地时间 3 月 24 日至 3 月 26 日，美国贸易代表办公室就对中国造船征收港口停靠费的建议召开公开听证会。该建议被视为特朗普政府“重振”美国造船业计划的一环，却遭到业界普遍反对。其中，农民及能源出口商很可能将首当其冲。据预测，美国小麦、大豆和棉花等农产品出口可能面临两位数的下滑，市场份额或被巴西、澳大利亚等竞争对手占据。美国煤炭、石油、天然气出口也将受到影响，进一步削弱美国在全球贸易中的地位。我们认为，美国针对中国造船征收港口停靠费的建议难以取得全美乃至全球各界的共识，相关措施或难以施行，中国造船产业面临的不确定性有望得到一定缓解，建议继续密切关注相关政策变化、跟进船舶行业相关标的的投资机会。

AI 产业方面：3 月 24 日，上海市经济和信息化委员会印发《上海市关于促进智算云产业创新发展的实施意见（2025-2027 年）》，其中提出到 2027 年，上海智算云产业规模力争突破 2000 亿元，云边端协同、产业链条完备的生态体系基本形成；智算规模力争达到 200EFLOPS，其中自主可控算力占比超 70%。上海市的相关政策顺应了国家不断加大人工智能产业相关政策支持的大背景，我们认为在国家总体政策指引下，全国各地或将陆续推出 AI 产业相关的地方支持性政策与措施，建议继续关注 AI 数据中心、人形机器人等 AI 产业的投资机会。

消费：春糖：白酒展位发力个性化与场景化，酱酒经销商信心犹存。2025 年春糖预计超 6600 家国内外企业参展，与去年基本持平。但走访过程中可以看到，酒店展期间，锦江宾馆、世外桃源等往年黄金展位人流量大幅减少。位于环球中心洲际酒店展位的某头部酒企粤海大区负责人向中国网财经记者表示，去年开始，春糖的人流量已不比往年，而今年的客流量还不到去年的 50%，不少品牌只是来“刷刷脸熟”。参展企业数量虽然与去年基本持平，但不少酒企展位“缩水”，头部酒企展位面积大约缩减 30%。

酱酒中场，价格带重构，经销商信心犹存。据《2024-2025 年度酱酒产业发展报告》数据显示，2024 年酱酒产能同比下降 13.33%，销售收入增速也从 2019 年的 22.7% 下滑至 4.35%。从市场结构来看，酱酒渠道库存已基本消化，品牌集中度也在加速提升。在当前的 2000 余家酱酒企业中，前 20 强企业已经占据了 85% 的市场份额。随着市场竞争的加剧，优势资源正在向头部企业集中。

今年 2 月，贵州茅台首次在 i 茅台上对茅台 1935 及多款酱酒开展限时降价揭示着酱酒价格带行业的阵痛和分化。春糖期间，价格带重构趋势愈发明显，主流酱酒产品从以往印象中 500 元上下探至 300-500 元区间。酱酒风向标茅台推出“茅台 1935” 1.935L 大容量规格新品，通过包装形态拓展礼赠、聚会场景，通过容量分摊单价，间接降低消费门槛；习酒携“知交”全系列现身，瞄准 200-300 元价格带；

金沙酒业携万瓶摘要开展品鉴活动，目前摘要的终端价格探至 450-500 元。此外，国台、贵州贵酒也均将新品与“性价比”和“亲民形象”挂钩，抢占次高端市场。

尽管酱酒整体面临增速放缓，但商业模式的强抗周期性和结构性机会仍吸引经销商向强品牌、高质价比、低风险的产品聚集。2023 年，酱酒在广东市场消费占比超过 60%，渗透率已超过 50%。据广东酒业大会披露数据，2024 年高端价位酒类产品(600 元以上)约 125 亿元，同比下降 24.24%；中价位酒类产品(100-599 元)约 219 亿元，同比增长 13.47%，200-300 元价位成为中小品牌突围关键。

中国酒业协会数据显示，2024 年白酒行业销售收入同比增长 5.3%，但规模以上企业产量连续第八年下降至 414.5 万千升。量缩价升的集中化趋势下，85 后至 95 后年轻消费者占比则进一步攀升至 34%，Z 世代(95 后至 00 后)对白酒消费决策的影响权重持续扩大，波士顿咨询《2025 中国酒类消费洞察》显示，85 后消费者购买白酒的决策因素中，“情感共鸣度”权重从 2020 年的 18% 跃升至 2024 年的 43%，超越“品牌知名度”成为第一要素。创新背后是消费逻辑的质变，这种分化或将倒逼行业重构竞争范式。

轻工:造纸:木浆端,上周针叶浆现货含税均价 6526 元/吨,环比上期下降 0.5%;阔叶浆现货含税均价 4663 元/吨,环比上期下降 0.6%;化机浆现货含税均价 3550 元/吨,环比上期持平。纸浆价格平稳偏弱,针叶浆基差维持坚挺,阔叶浆报价虽稳但实际成交重心下移。截至 2025 年 3 月 20 日,主要地区及港口周度纸浆库存量 198.94 万吨,较上周下降 4.3%。近期下游纸厂观望心态浓郁,意向纸浆周价格明朗后采购,市场需求放量欠佳供应端浆厂挺价与国内倒挂矛盾显著,贸易商及纸厂接盘意愿低迷,叠加港口库存去库速度放缓,供应端宽松局面改善有限,承压浆价。

电子:突破低算力训练瓶颈,MoE 大模型实现国产 GPU 高效部署。蚂蚁集团 Ling 团队在 Arxiv 平台发表论文,推出两款 MoE 大语言模型:百灵轻量版(168 亿参数/27.5 亿激活参数)、增强版(2900 亿参数/288 亿激活参数)MoE 大模型。Ling 团队通过动态参数分配、混合精度调度及自适应容错系统,在国产 GPU 上完成 3000 亿级 MoE 模型训练,性能与完全使用英伟达芯片、同规模的稠密模型及 MoE 模型相当。此前 DeepSeek 通过算法创新及工程优化,基于 H800 实现 V3/R1 模型突破。Ling 团队方案进一步验证了低性能硬件的可行性。通过自主 GPU、分布式训练框架和模型压缩技术,国产大模型有望逐步降低对英伟达芯片的依赖,推动国产芯片适配。建议关注国产算力链的投资机会。

新能源:3 月 28 日,国家电网公布 2025 年特高压项目第一批设备招标采购中标候选人名单,此次招标 13 类共 55 包,采购总金额约 20 亿元。此次招标时间相较 24 年有所提前,且金额较 24 年第一批的约 10 亿元提升明显。招标产品金额前三项分别为 1000kV 组合电器约 14 亿元(占比 72%)、1000kV 电抗器约 1.8 亿元(占比 9%)、二次设备 1.3 亿元(占比 7%)。中标候选人金额前三分别为山东电工约 10 亿元、平高电气约 3 亿元、保定天威约 2 亿元。2025 年国内特高压建设持续推进,有望开工 4 到 5 条直流、3 条交流特高压工程,且“十五五”期间有望实现年均 4 条直流 2 条交流的开工强度,核心设备供应商有望持续受益。

1.3、财经日历

下周国内重点关注 3 月 PMI 数据,高频数据显示 3 月制造业继续改善,关注是否超出季节性。此外,也关注出口订单是否回落。

海外重点关注美国 3 月就业数据以及 ISM 制造业 PMI。特朗普政策对 2 月非

农数据影响较小，但对3月非农数据的影响可能加大。若数据全面降温或强化“就业市场松动”信号，将进一步巩固下半年降息预期，反之则可能再度推高美债利率并压制风险资产表现。此外，2月美国ISM制造业PMI指数从50.9%下降至50.3%，其中新订单指数从55.1%下降至48.6%，而物价指数从54.9%上升至62.4%，显示美国经济有滞涨风险。3月ISM制造业PMI将是观察美国经济滞涨风险是否提高的重要数据。

表1：未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
3.31	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
中国3月PMI数据	美国3月ISM制造业PMI	美国对等关税落地	美国3月ISM非制造业PMI	美国3月就业数据		
4.7	4.8	4.9	4.10	4.11	4.12	4.13
				中国3月金融数据；美国4月密歇根大学消费者预期指数		
4.14	4.15	4.16	4.17	4.18	4.19	4.20
中国3月进出口数据		中国3月经济数据；美国3月零售数据				
4.21	4.22	4.23	4.24	4.25	4.26	4.27
中国LPR报价						中国3月工业企业利润

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、宏观经济及政策动态

图4：中国经济数据

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/2月预期值	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	--	--	--	5.4	--	--	4.6	--	--	4.7	--
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 4.50	4.0	--	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7
		固定资产投资: 累计同比(%)	● 3.76	4.1	--	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0
	投资	— 房地产	● -9.68	-9.8	--	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1
		— 采矿业	● 3.76	4.7	--	10.5	10.3	13.2	13.2	15.6	19.3	17.0	17.7
		— 制造业	● 9.23	9.0	--	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6
		— 基建	● 7.08	10.0	--	9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7	6.7
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-5.1	--	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1	-18.0	-18.6	-19.0	-20.3
		房屋新开工面积: 累计同比(%)	--	-29.6	--	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2	-22.5	-23.2	-23.7	-24.2
		70城二手住宅价格: 当月同比(%)	--	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5	-8.9	-9.0	-8.6	-8.2	-7.9	-7.5
		土地购置费: 累计同比(%)	--	--	--	-8.7	-7.8	-7.4	-6.9	-5.8	-5.8	-6.1	-5.7
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● 1.30	-8.4	--	1.0	-4.0	-2.4	0.2	0.2	6.8	-2.5	2.0
		出口: 当月同比(%)	● 5.13	2.3	--	10.7	6.6	12.7	2.4	8.6	6.9	8.5	7.4
		贸易差额(亿美元)	1,207.00	--	--	1048.4	973.1	957.5	816.9	912.9	852.8	989.4	817.4
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.13	5.9	--	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6
	景气度	PMI(%)	● 48.40	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5
	就业	失业率(%)	● 5.3	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0
	价格	CPI(%)	● -0.37	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3
		PPI(%)	● -2.06	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增(亿元)	● 12,430.00	10100	51300	9900	5800	5000	15900	9000	2600	21300	9500
		人民币贷款余额: 同比(%)	● 7.40	7.3	7.5	7.6	7.7	8.0	8.1	8.5	8.7	8.8	9.3
	社融存量: 同比(%)	● 8.30	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4	
	货币供应	M2: 同比(%)	● 7.04	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

表2：上周重要经济事件

时间	事件
3月24日	国务院公布《实施〈中华人民共和国反外国制裁法〉的规定》
3月24日	美国3月制造业PMI公布, 跌至49.8, 重新陷入萎缩区间
3月25日	中国人民银行开展4500亿元MLF操作, 期限为1年期; 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	国家能源局决定开展电网公平开放专项监管工作
3月26日	证监会印发《上市公司信息披露管理办法》
3月26日	商务部印发《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》
3月27日	特朗普宣布对非美国造汽车征收25%关税
3月28日	国家金融监督管理总局印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》
3月28日	中国人民银行召开2025年金融稳定工作会议
3月28日	国务院印发《国务院办公厅关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见》

资料来源: Wind, 政府网, 诚通证券研究所

2.1、前2月中央财政支出力度较大

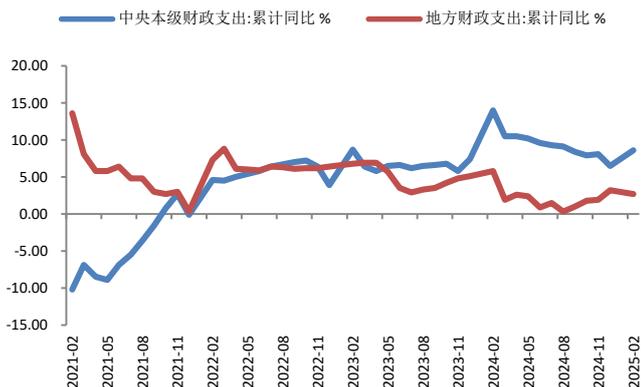
2025年前2月, 公共财政收入同比下降1.6%, 而2024年全年是增长1.4%。其中, 增值税、消费税、企业所得税、个人所得税、进口环节增值税和消费税、非税收入同比增速分别为1.1%、0.3%、-10.4%、26.7%、-9.4%、11%, 分别较2024年全年变化4.9、-2.3、-9.9、28.4、-7.8、-14.4个百分点。

前2月, 公共财政支出同比增长3.4%, 而2024年全年增长3.6%。其中, 中央财政支出同比增速8.6%, 高于2024年全年的6.5%; 地方财政支出同比增速2.7%, 低于2024年全年的3.2%。

前2月，全国政府性基金收入同比下降10.7%，2024年全年下降12.2%。其中，国有土地使用权出让收入同比下降15.7%，降幅仍较大。全国政府性基金支出同比增长速1.2%，高于2024年全年的0.2%。

前2月财政收入增速较低，但在国债发行支持下，财政支出维持了一定强度，特别是中央财政支出强于地方财政，这是前2月经济数据“开门红”的原因之一。

图5： 中央财政支出增速高于地方



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 公共财政支出增速高于财政收入



资料来源：Wind，诚通证券研究所

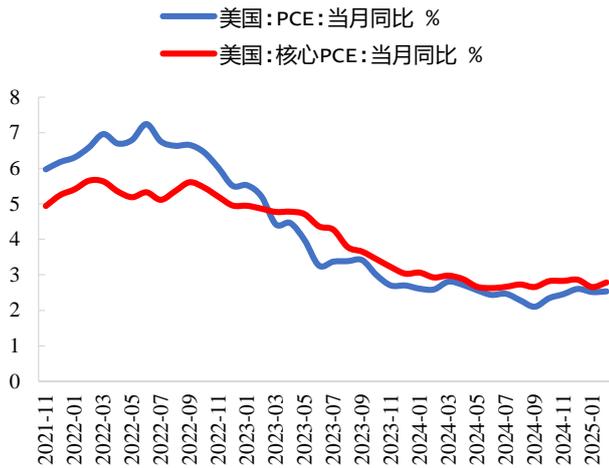
2.2、2月美国核心PCE通胀上升

2月美国PCE物价、核心PCE物价环比增速分别为0.33%、0.37%，前值分别为0.34%、0.3%，PCE物价、核心PCE物价同比增速分别为2.54%、2.79%，前值分别为2.52%、2.66%。核心PCE物价环比、同比增速均有所上涨。

其中，受能源价格下跌影响，商品PCE物价同比增速从0.61%下降至0.37%，但服务PCE通胀仍有粘性，从3.4%上升至3.55%。住房PCE通胀继续下降，从4.5%下降至4.33%，不含能源和住房的服务通胀从3.12%上升至3.34%。

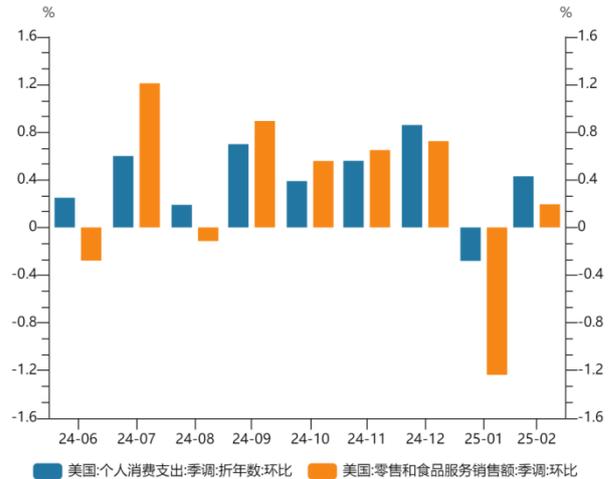
2月美国个人收入环比增速从0.7%上升至0.8%，个人支出有所改善，环比增速从-0.28%上升至0.43%。虽然美国居民收入增速仍较高，但受特朗普政策不确定性、通胀预期上升以及金融条件恶化等原因影响，个人支出仍偏弱。

图7： 2月美国核心PCE通胀上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 2月个人支出改善但仍偏弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.3、政策动态

3月24日，中国人民银行改革MLF操作。中国人民银行发布公告称，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。2025年3月25日，中国人民银行开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。

3月28日，中国人民银行召开2025年金融稳定工作会议。会议认为，当前我国金融业运行总体稳健，金融风险整体收敛、总体可控，金融机构经营和监管指标处于合理区间。随着宏观经济持续回升向好，中国金融体系的韧性将进一步提升。会议强调，中国人民银行金融稳定系统要持续用党的创新理论武装思想、指导实践，做好2025年金融稳定工作。坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，及时有效防范化解重点领域金融风险和外部冲击。强化科技赋能，持续优化风险监测预警工作框架，完善系统性风险评估和认定机制。坚持市场化、法治化原则，推动建立权责对等、激励约束相容的金融风险处置责任机制。探索拓展中央银行宏观审慎和金融稳定功能，丰富维护金融稳定的政策工具箱，充实存款保险基金、金融稳定保障基金等化险资源，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。

3月28日，国家金融管理总局印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》。《方案》就银行保险机构深入参与多层次多支柱养老保险体系建设、加大对银发经济的金融支持等提出明确要求。《方案》共七个部分、二十条，分别从总体要求、积极参与多层次多支柱养老保险体系建设、加强对养老产业的融资支持和风险保障、提升老年群体金融服务水平、健全养老金融业务内部治理体系、加强和改进养老金融业务监管、构建多方协同的高质量发展格局等七个方面，对银行业保险业提升金融服务中国式现代化大局和中国式老龄化的能力和质效作出了系统部署。

3、行业中观监测

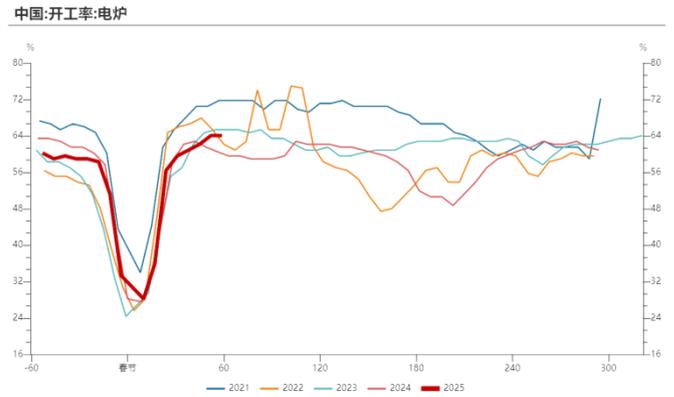
3.1、生产：钢铁、汽车产业链开工率高于上年同期

图9：高炉开工率上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：电炉开工率持平前周



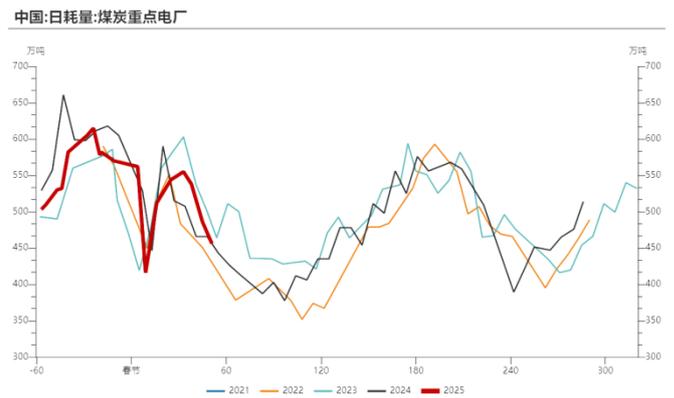
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：日均铁水产量小幅上升



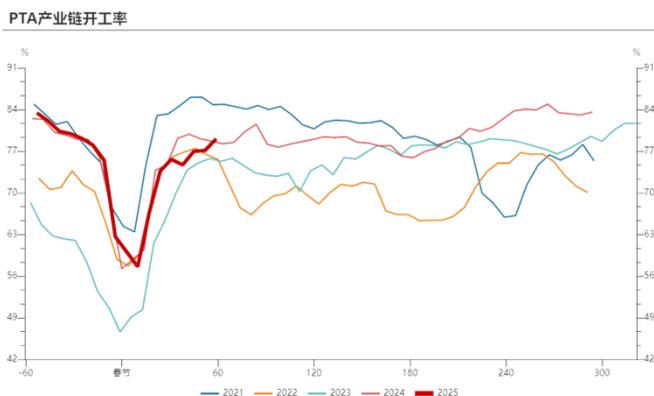
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：电厂日耗煤量周期性下降



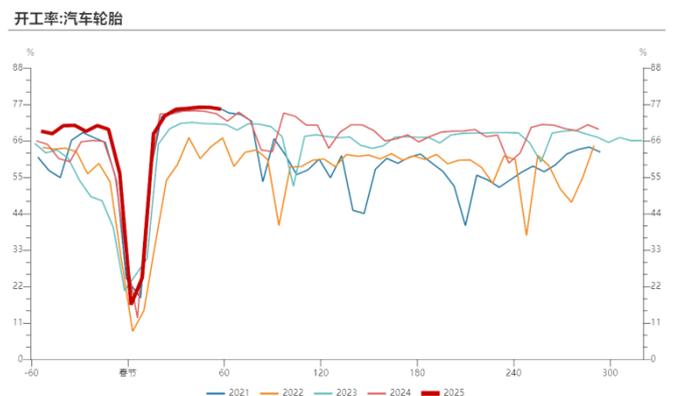
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13：PTA 平均开工率上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

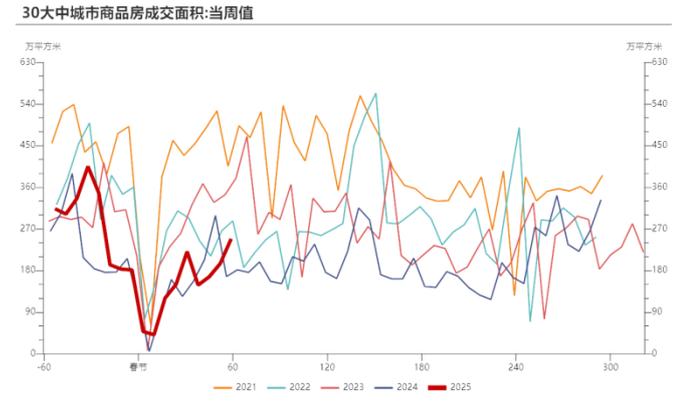
图14：汽车轮胎开工率周期性下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

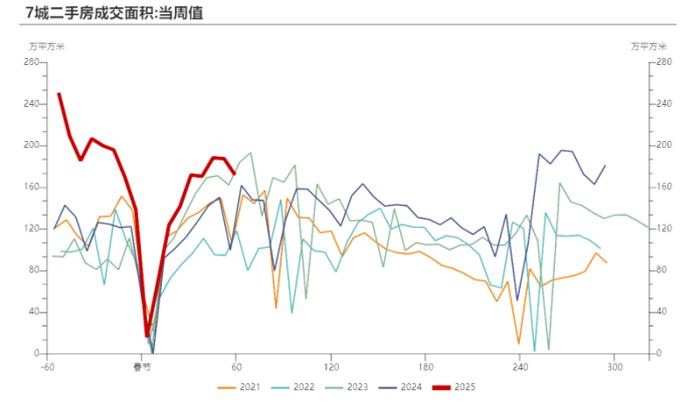
3.2、需求：新房销售上升、二手房销售下降

图15：30大中城市商品房成交面积上升



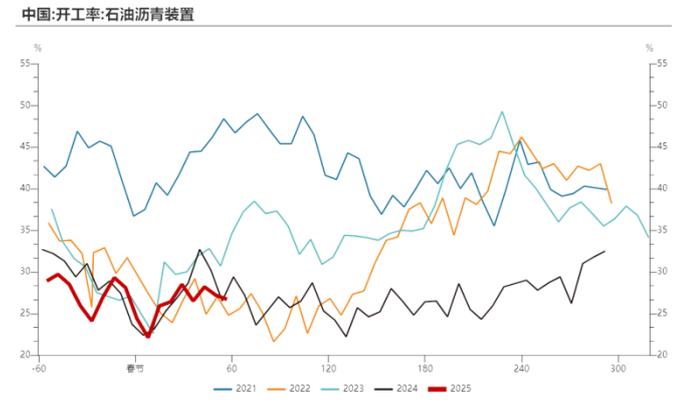
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16：7城二手房成交下降



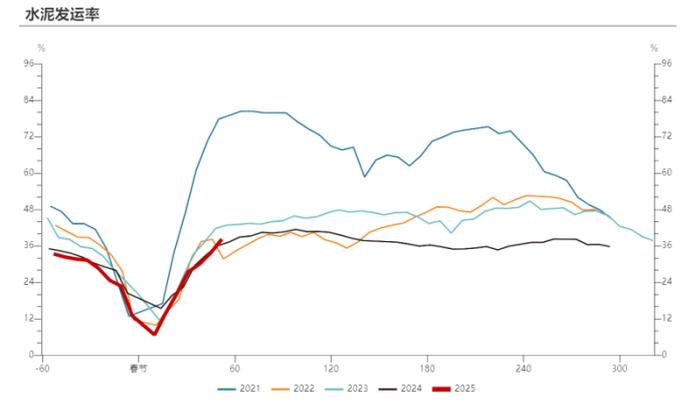
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17：沥青开工率下降，同比处于历史低位



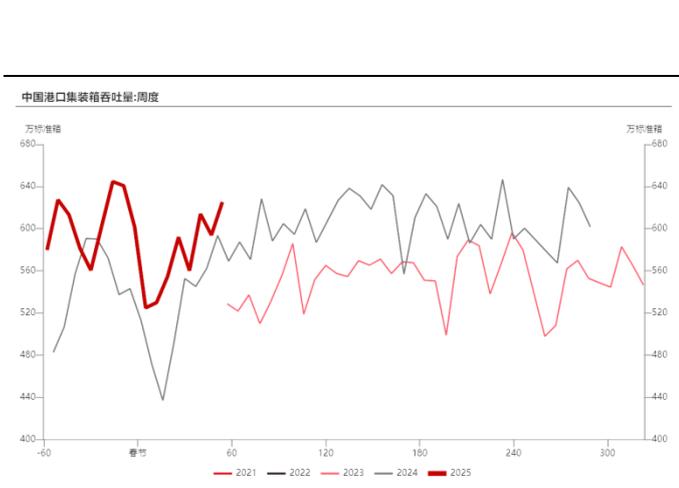
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18：水泥发运率周期性上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19：集装箱吞吐量上升，高于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20：3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%

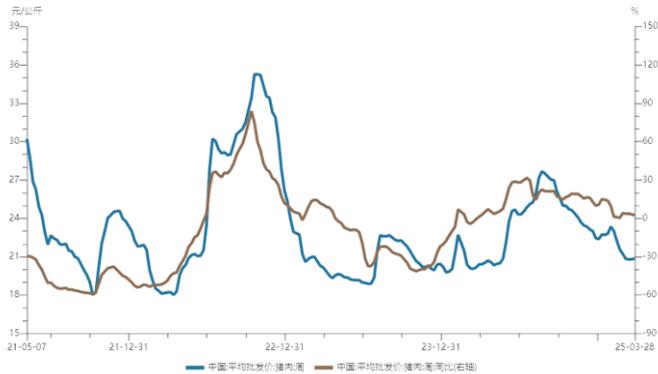


资料来源：乘联会，诚通证券研究所

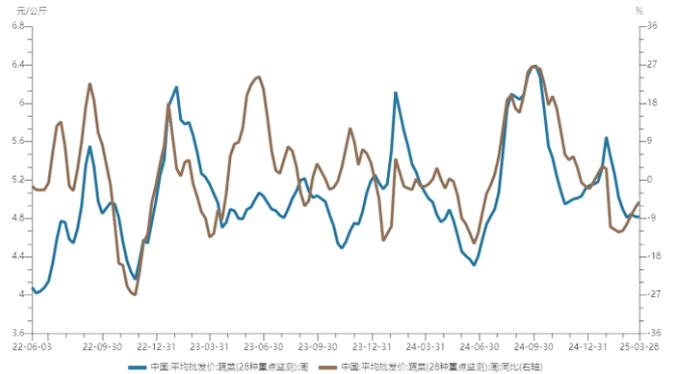
3.3、物价：猪肉、原油、贵金属、黑色系价格上涨

图21：猪肉平均批发价升至 20.87 元/公斤，同比增速降至 2.30%

图22：蔬菜平均批发价格为 4.82 元/公斤，持平前周，同比增速升至-5.12%



资料来源：Wind，诚通证券研究所



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图23：原油、贵金属、黑色系价格上涨

		最新指数	周涨跌幅	年涨跌幅
基本金属	SHFE铜	80450	-0.8%	9.0%
	SHFE铝	20580	-1.0%	4.0%
	SHFE螺纹钢	3197	1.0%	-3.5%
	伦敦金现	3084	2.0%	17.5%
	伦敦银现	34	3.3%	18.1%
能源化工	DCE铁矿石	786	3.2%	1.1%
	DCE焦煤	1024	0.5%	-11.5%
	ICE布油	73	1.3%	-2.8%
农产品	碳酸锂	74000	1.3%	-4.3%
	CBOT大豆	1022	1.2%	1.2%
	DCE玉米	2261	-1.0%	1.4%
	DCE豆粕	2813	-1.8%	4.3%
	CBOT小麦	529	-5.3%	-4.2%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

黑色系：上周，黑色系价格普遍上涨。铁矿石期货、螺纹钢期货、焦煤期货分别上涨 3.2%、1.0%与 0.5%。基本面方面，日均铁水产量上升，螺纹钢库存下降，焦煤库存上升。

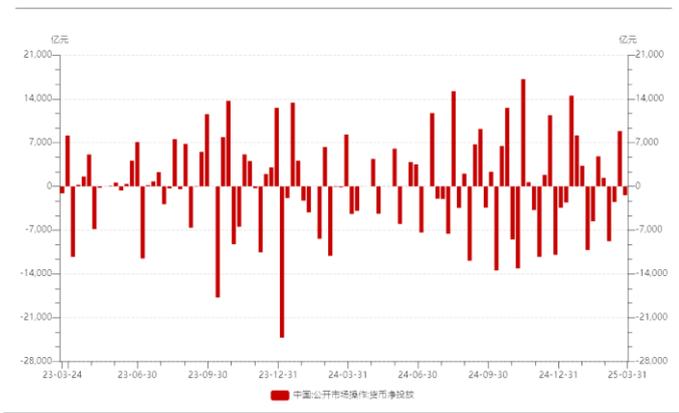
原油：上周，原油价格上涨 1.3%。库存方面，据美国 EIA 数据显示，截至 3 月 21 日当周，美国原油库存减少 334.1 万桶，预期减少 95.6 万桶，前值增加 174.5 万桶，俄克拉荷马州的原油库存减少 75.5 万桶，前值减少 100.9 万桶。当周美国汽油库存减少 144.6 万桶，预期减少 183 万桶，前值减少 52.7 万桶。

贵金属：上周，黄金价格上涨 2.0%，白银价格上涨 3.3%。

4、资金面跟踪

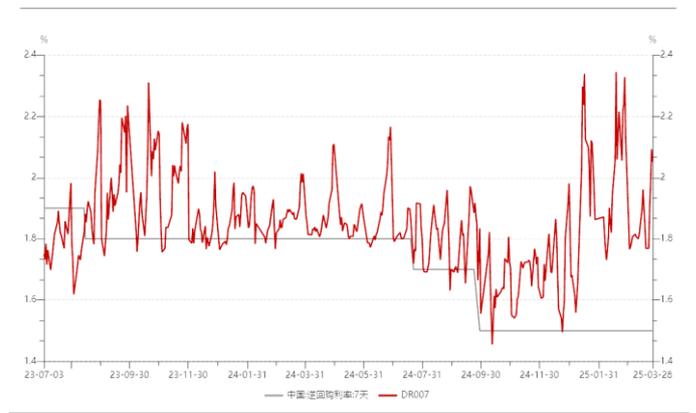
4.1、央行流动性：上周货币净回笼 1429 亿元，DR007 上升

图24： 公开市场操作上周净回笼 1429 亿元



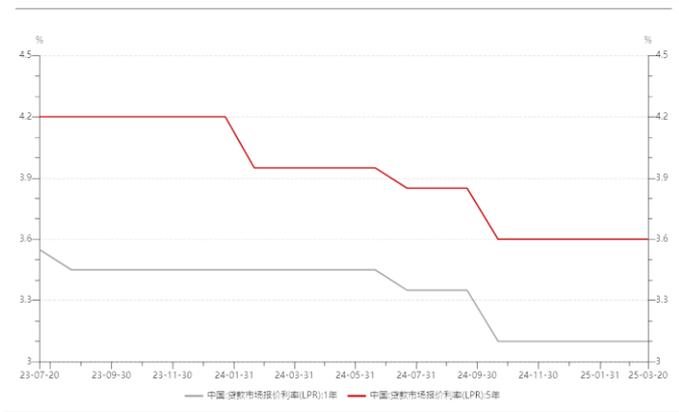
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： DR007 上升



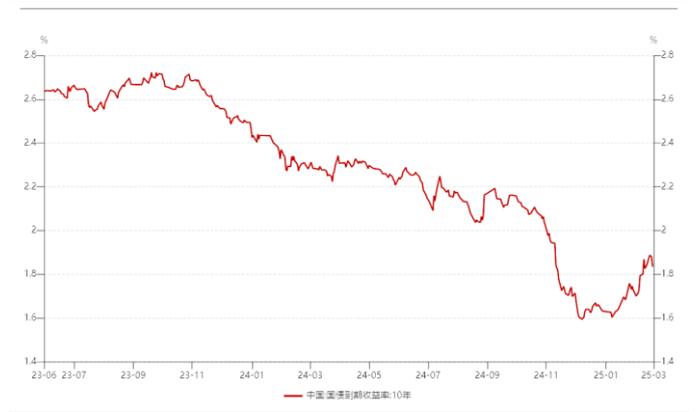
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图26： LPR 维持不变



资料来源：Wind，诚通证券研究所

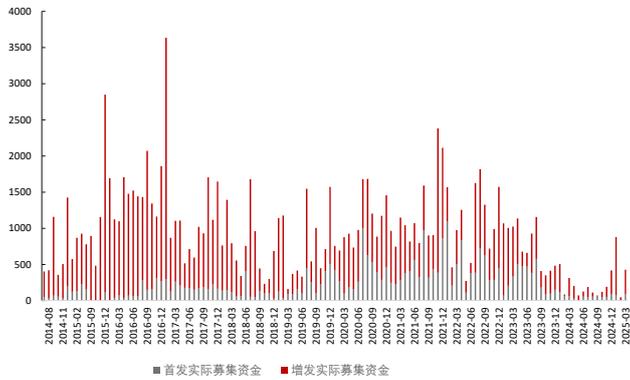
图27： 10 年期国债收益率于 3 月 28 日录得 1.81%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

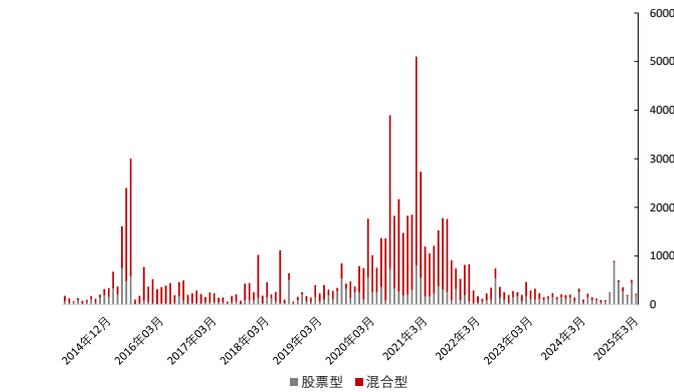
4.2、股票资金:3月IPO、定增募集资金大幅增加,上周股东减持减少,换手率下降

图28: 3月截至目前IPO募集92.2亿元(2月1.3亿元),定增募集335.0亿元(2月44.5亿元)



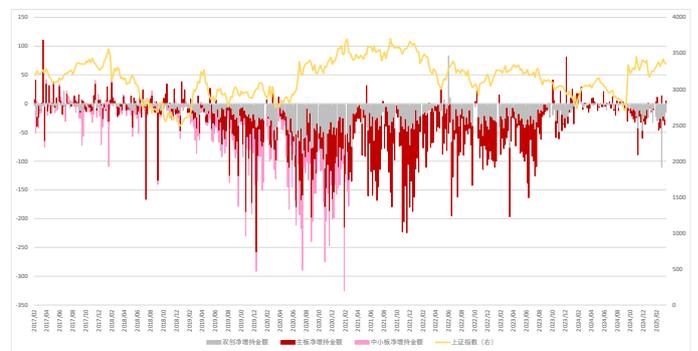
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图30: 3月截至目前股票与混合型基金共发行224.4亿份(2月共发行509.7亿份)



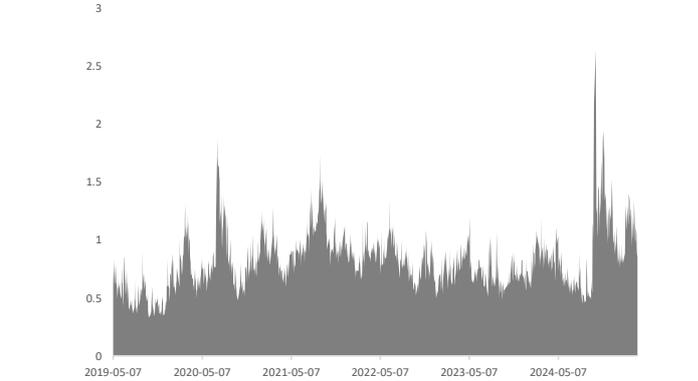
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图29: 上周A股合计减持10.0亿元,前值为减持37.0亿元



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图31: 上周全A换手率0.92%(前值1.05%)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020