

知往鉴今系列

证券研究报告

2025年04月16日

2025Q1 大类资产复盘笔记

大类资产回顾：A股冲高回落，中债下行受阻，贵金属走强

1) 大类资产总览：2025年一季度，A股冲高回落，债市走弱、商品分化，全球股指涨跌不一，恒生指数大幅领涨。2) A股：一季度宽基指数多数收跌，周期、成长、小盘风格领涨，有色金属、汽车行业领涨。分区间来看，1月集中于特朗普2.0交易，2月机器人、算力双线并行，3月交易政策、业绩兑现。3) 债市整体走弱，止住收益率下行势头。存单利率与10年期国债利率持续倒挂。信用利差走阔后收窄，整体震荡下行。4) 商品：主要大宗商品涨跌不一，黄金白银走强，工业金属分化，农产品整体弱势，南华工业品指数冲高回落。5) 全球股指涨跌不一，美股走弱、欧股、亚太分化，恒指走强。一季度恒生先行，港股优质科技资产价值重估。市场围绕“美国是否例外”叙事展开讨论。6) 美股美债跷跷板行情，一季度美债走牛。隐含通胀冲高回落，期限利差震荡上行。

A股：内资南下+中国科技资产重估

1) 基本面：经济基本面开局稳定良好。制造业PMI连续两个月回升，1-2月三大经济数据均回升。2) 宏观流动性：货币偏紧，但已边际小幅转松。社融出现回暖，信用扩张可期。3) 微观资金：南下资金大幅回升。北上资金则从2024年10月的高点持续回落。融资融券余额震荡回升。ETF成交额占比冲高回落。4) 两会解读：财政政策更加积极，科技含金量提高。日历效应来看，2025年两会期间万得全A表现好于十年来平均水平，但会前会后表现分化。5) 中国科技产业出圈，从人形机器人、DeepSeek到深海科技。

海外市场：等待关税来临

1) 关税：一季度，虽对等关税细则尚未出台，关税大棒悬而未决，但全球资产已受到扰动，资金避险需求提升。2) 美国经济衰退的预期升温。美国零售同比连续两个月回落。当周初次申请失业金人数震荡走高。美国ZEW经济景气指数3月大幅回落，衰退叙事升温。一季度通胀回升，且在特朗普关税、减税政策效应开始显现后，美国通胀或将继续升温。

风险提示：关税风险超预期，政策落地超预期；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

相关报告

- 《投资策略：骤雨不终日-政策与大类资产配置周观察》 2025-04-15
- 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-04-14
- 《投资策略：A股策略周思考-特朗普关税2.0冲击与海内外资产表现梳理》 2025-04-13

内容目录

1. 大类资产回顾：科技成长带领 A 股冲高回落	4
1.1. 大类资产总览：A 股冲高回落，债市走弱、商品分化	4
1.2. A 股市场：宽基指数多数小幅收跌，周期、成长、小盘风格领涨	5
1.3. 债券：止住收益率下行势头，存单利率与国债利率倒挂	7
1.4. 商品市场：金、银大幅走强	8
1.5. 海外权益：恒生先行与“美国例外？”	10
1.6. 美债：期限利差走阔，美债走牛	12
2. A 股：内资南下+中国科技资产重估	14
2.1. 基本面：PMI、三大经济数据均回升	14
2.2. 宏观流动性：货币偏紧但已边际转松，信用扩张可期	14
2.3. 微观资金：南下资金夺取话语权	16
2.4. 政策：赤字率突破 3.8%，两会科技含量高	18
2.5. 产业：中国科技产业出圈	19
3. 海外市场：等待关税来临	21
3.1. 关税大棒引发全球扰动	21
3.2. 美国经济：走向衰退叙事	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1：A 股、商品、债券表现	4
图 2：大类资产表现跟踪	5
图 3：A 股大事记	6
图 4：主要宽基指数走势	6
图 5：中信风格指数走势	6
图 6：申万大中小盘指数走势	6
图 7：主要指数走势	6
图 8：申万一级行业表现一览	7
图 9：TMT 拥挤度冲高回落	7
图 10：3 月份，TMT 与顺周期之间差距收窄	7
图 11：国债收益率、同业存单利率均上行	8
图 12：信用利差震荡下行	8
图 13：大宗商品涨跌幅	9
图 14：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性	9
图 15：主要商品指数	9
图 16：主要农产品走势	9
图 17：原油及主要工业金属走势	9
图 18：原油冲高回落	10
图 19：COMEX 黄金突破新高	10

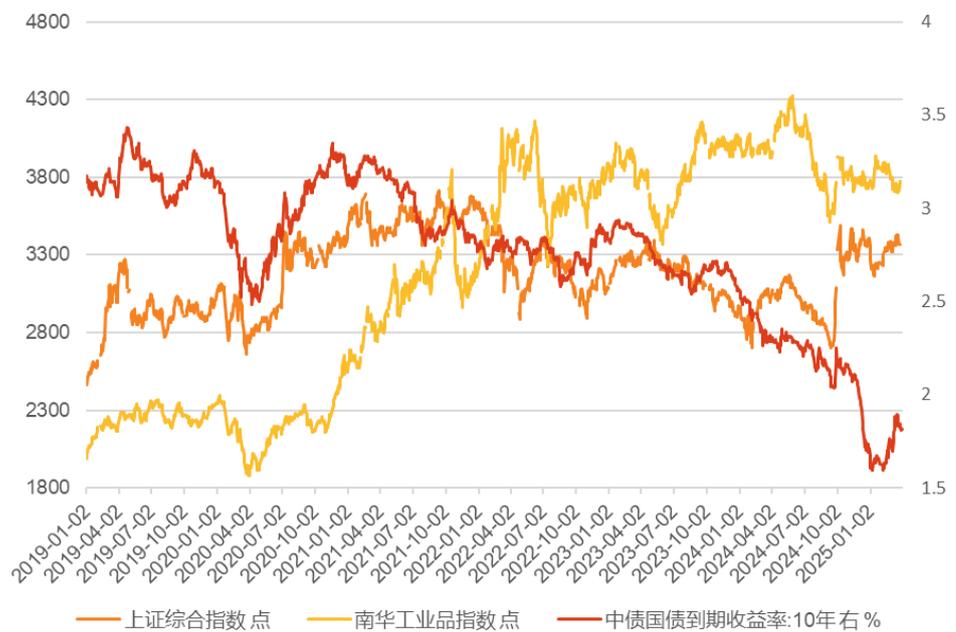
图 20: 全球主要股指涨跌幅	11
图 21: 标普 500 指数涨跌幅	11
图 22: 恒生指数行业涨跌幅	11
图 23: 一季度 AH 股溢价指数回落	11
图 24: 一季度恒生指数、沪深 300 换手率冲高回落	11
图 25: 一季度发达市场相对新兴市场回落	12
图 26: 一季度科创 50 指数收涨, 纳斯达克 100 指数收跌	12
图 27: 一季度美债计算出的隐含通胀冲高回落	12
图 28: 美债期限利差震荡上行	13
图 29: 一季度中美利差收窄	13
图 30: 宏观热力图	14
图 31: 全 A ROE (TTM) 小幅反弹	14
图 32: 全 A 归母增速跌幅收窄	14
图 33: 社融结构	15
图 34: 社融 TTM 同比见底回升	15
图 35: 企业、居民中长贷同比处于低位	15
图 36: M1-M2 剪刀差走阔	16
图 37: 一季度政策利率持平	16
图 38: DR007 月均值边际回落	16
图 39: DR007 同期整体高于 2024 年, 低于 2023 年	16
图 40: 新发基金情况	17
图 41: 南向资金大幅回升	17
图 42: 北向资金成交额占比回落	17
图 43: 两融余额回升	17
图 44: ETF 成交额占比冲高回落	17
图 45: 春节前后市场成交和涨跌幅情况	18
图 46: 两会日历效应 (指数为万得全 A)	18
图 47: 近六年发展主要预期目标对比	19
图 48: 人工智能指数 2 月创新高	20
图 49: 人形机器人指数 3 月下旬见顶回落	20
图 50: 海洋经济指数 3 月冲高回落	20
图 51: 美国科技七巨头指数走弱	20
图 52: 人形机器人供应链	20
图 53: 一季度关税相关主要措施	21
图 54: 美国零售同比回落	22
图 55: 美国财政赤字小幅回升	22
图 56: 美国失业金初请人数震荡上行	22
图 57: 美国经济景气指数回落	22
图 58: 密歇根通胀预期回升	22
图 59: 美国经济意外指数回落	22

1. 大类资产回顾：科技成长带领 A 股冲高回落

1.1. 大类资产总览：A 股冲高回落，债市走弱、商品分化

2025 年一季度，A 股冲高回落，债市走弱、商品分化，全球股指涨跌不一，恒生指数大幅领涨。A 股股指冲高回落，其中 2 月趋势最强，3 月 18 日沪指报 3430 点，随后转入震荡调整；十年期国债收益率从 1.6% 水平回升至接近 1.9%，后又回落至 1.8% 左右；商品方面出现分化，南华工业品指数先涨后跌，整体回落，细分来看，地缘政治不确定性及关税干扰下，金、银、铜走强，comex 黄金期货 3 月 31 日报 3131，原油弱势震荡，其余金属、农产品多数走弱。全球股指涨跌不一，纳斯达克指数、标普 500 指数、日经 225 指数均大幅收跌，纳指跌超 10%，恒生指数领涨（15.3%），随后为德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、英国 FT100 指数。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：大类资产表现跟踪

资产类别	单位	2025/3/31	变化 (除债券为BP外, 均为%)				近期走势	2010以来			年化波动率 (周)	2010以来波动率分位
			~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国: 标普500	5612	-2.7%	-5.8%	-4.6%	-4.6%		1023	6144	96%	16.22%	71.50%
	美国: 纳斯达克	17299	-4.9%	-8.2%	-10.4%	-10.4%		2092	20174	95%	21.35%	74.30%
	德国: DAX	22163	-3.0%	-1.7%	11.3%	11.3%		5072	23419	99%	15.82%	57.20%
	法国: CAC40	7791	-2.9%	-4.0%	5.6%	5.6%		2782	8240	97%	15.94%	58.20%
	日本: 日经225	35618	-5.3%	-4.1%	-10.7%	-10.7%		8160	42224	92%	31.19%	92.40%
	英国: FT100	8583	-0.6%	-2.6%	5.0%	5.0%		4806	8871	99%	7.75%	26.60%
	A50期货	13411	-0.6%	1.5%	-0.4%	-0.4%		6655	20508	66%	5.62%	34.40%
	上证综指	3336	-1.0%	0.4%	-0.5%	-0.5%		1950	5166	81%	5.48%	6.30%
	上证50	2666	-1.0%	1.0%	-0.7%	-0.7%		1407	4029	66%	7.05%	9.70%
	沪深300	3887	-1.2%	-0.1%	-1.2%	-1.2%		2087	5808	69%	6.31%	6.50%
	创业板指	2104	-2.3%	-3.1%	-1.8%	-1.8%		594	3982	65%	8.50%	7.70%
	恒生指数	23120	-3.3%	0.8%	15.3%	15.3%		14687	33154	53%	19.58%	65.60%
债券	美债: 2年	%	3.89	-15	-10.0	-36.0	-36.0	0.09	5.19	84%	1.06%	16.30%
	美债: 10年	%	4.23	-11	-1.0	-35.0	-35.0	0.52	4.98	93%	1.25%	34.40%
	德债: 10年	%	2.75	-9	33.0	275.0	275.0	-0.85	3.70	90%	1.23%	14.20%
	法债: 10年	%	3.46	-0.5	31.5	26.1	26.1	-0.45	3.79	95%	0.63%	5.30%
	日债: 10年	%	1.50	-5.2	11.9	38.6	38.6	-0.30	1.59	100%	4.71%	50.50%
	英镑: 10年	%	4.65	-3.4	15.3	13.6	13.6	0.12	4.91	99%	0.76%	4.80%
	中债: 1年	%	1.54	0.2	7.8	45.4	45.4	0.93	4.25	6%	0.76%	59.80%
	中债: 10年	%	1.81	-2.8	9.8	13.8	13.8	1.60	4.72	2%	0.46%	44.70%
	国开债: 10年	%	1.84	-2.0	9.8	11.5	11.5	1.60	5.92	2%	0.48%	52.30%
	中票: 3年: AAA	%	2.01	-1.9	-7.0	27.1	27.1	1.67	6.30	2%	0.15%	8.30%
	城投: 5年: AAA	%	2.13	-6.0	-3.0	21.6	21.6	1.85	6.60	2%	0.10%	4.00%
	外汇	美元指数	104.19	-0.1%	-3.1%	-4.0%	-4.0%		73.03	114.16	90%	4.12%
欧元兑美元		1.08	0.1%	4.3%	4.5%	4.5%		0.96	1.48	16%	5.17%	29.00%
美元兑日元		149.98	-0.5%	-0.4%	-4.6%	-4.6%		75.81	161.68	95%	8.62%	67.00%
英镑兑美元		1.29	0.0%	2.7%	3.2%	3.2%		1.07	1.72	30%	5.40%	31.10%
美元兑离岸人民币		7.27	0.0%	-0.4%	-1.0%	-1.0%		6.02	7.37	95%	1.99%	41.40%
美元兑在岸人民币		7.25	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.6%		6.04	7.34	95%	1.89%	49.50%
商品	布伦特原油	美元/桶	75	2.4%	2.1%	0.1%	0.1%	19	128	46%	0.73%	14.30%
	伦敦金	美元/盎司	3115	3.6%	9.9%	19.3%	19.3%	1049	3134	100%	0.68%	51.90%
	伦敦银	美元/盎司	34	2.9%	9.4%	17.8%	17.8%	12	49	95%	0.79%	22.10%
	LME铜	美元/吨	9639	-2.5%	3.2%	11.4%	11.4%	4328	11300	93%	1.43%	79.50%
	LME铝	美元/吨	2540	-3.6%	-3.1%	0.5%	0.5%	1426	3878	89%	0.99%	54.70%
	铁矿石	元/吨	773	-0.8%	-3.3%	-0.8%	-0.8%	284	1337	66%	1.46%	56.00%
	螺纹钢	元/吨	3159	-1.4%	-5.1%	-4.5%	-4.5%	1626	6171	19%	0.70%	29.80%
	热轧卷板	元/吨	3342	-1.6%	-2.4%	-2.2%	-2.2%	1691	6683	29%	0.94%	62.00%
	焦煤	元/吨	989	-4.0%	-9.6%	-14.8%	-14.8%	494	3847	23%	1.50%	68.00%
	焦炭	元/吨	1583	-0.8%	-6.0%	-12.7%	-12.7%	607	4402	27%	0.99%	43.20%
数字货币	比特币	美元	82549	-5.6%	-4.1%	-11.8%	-11.8%	0.05	106157	97%	25.33%	24.30%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. A股市场：宽基指数多数小幅收跌，周期、成长、小盘风格领涨

一季度宽基指数多数收跌，周期、成长、小盘风格领涨，有色金属、汽车行业领涨。上证指数、沪深300、创业板指分别跌0.48%、1.21%、1.77%，科创50则收涨3.42%，此外微盘股指数、中证2000大涨11.67%、7.08%。风格方面，成长风格2月明显走强、3月冲高回落，整体看周期、成长风格领涨，分别收涨5%、3.05%，稳定、金融风格领跌；申万小盘指数收涨5.08%，表现显著优于中盘（-0.12%）及大盘指数（-1.27%）。行业方面，除综合外的30个申万一级行业中，16个行业收涨，其中有色金属、汽车、机械设备、计算机、钢铁领涨，分别报11.96%、11.4%、10.61%、7.62%、5.64%，煤炭、商贸零售、石油化工、建筑装饰、房地产领跌，通信、计算机最大回撤分别达13.61%、12.82%。

分区间来看，1月集中于特朗普2.0交易，2月机器人、算力双线并行，3月交易政策、业绩兑现。1月份，市场处于基本面数据空窗期，基调上“强预期、弱现实”延续，市场押注特朗普宣誓就职的边际影响，沪指震荡下行，沪指1月收跌3.02%。2月份，DeepSeek横空出世，引领算力行情，宇树机器人“出圈”，AI行情向应用端扩散，市场热烈讨论“中国科技资产重估”，科技成长板块内部进行高低切，并带动指数回升，沪指2月收涨2.16%。3月份，两会顺利召开，1-2月经济数据出炉，部分公司开始披露业绩，科技成长逐步退潮，TMT拥挤度回落，同时周期、消费等风格相对走强，TMT与顺周期之间差距收窄。

图 3：A 股大事记



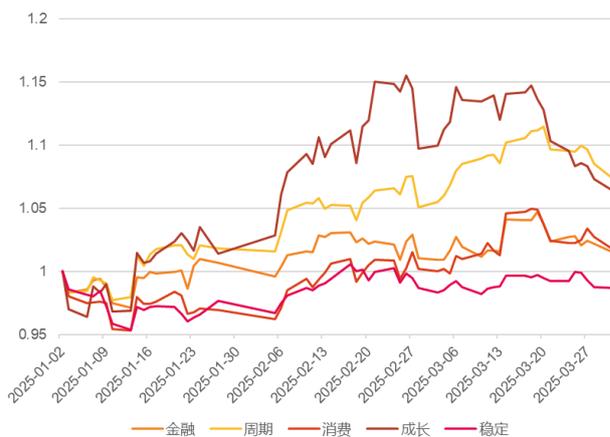
资料来源：Wind，财联社，天风证券研究所

图 4：主要宽基指数走势



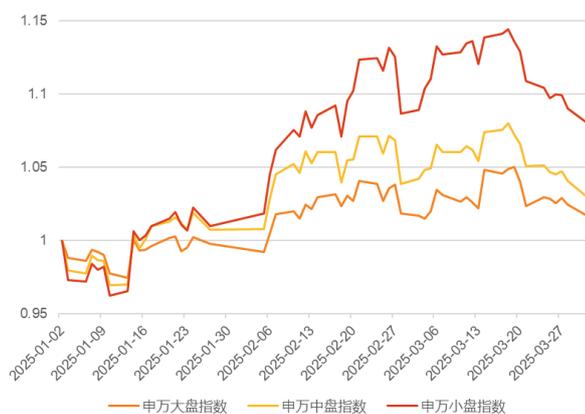
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 5：中信风格指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 6：申万大小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 7：主要指数走势



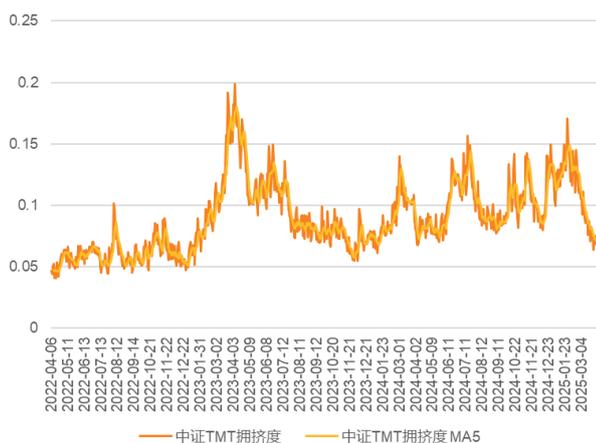
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 8：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月涨跌幅	YTD
有色金属	上游原材料	4,878	76.30%	4.57%	5,020	4,280	4.47%	-0.53%	7.75%	11.96%
汽车	下游可选消费	7,210	65.40%	5.60%	7,564	6,066	0.84%	9.18%	1.19%	11.40%
机械设备	中游制造业	1,701	56.30%	6.89%	1,803	1,421	0.97%	10.71%	-1.05%	10.61%
计算机	支持服务	4,755	36.30%	12.82%	5,440	3,963	-2.16%	16.31%	-5.43%	7.62%
钢铁	上游原材料	2,253	65.40%	4.71%	2,331	1,979	-1.19%	7.10%	-0.18%	5.64%
家用电器	下游可选消费	8,780	87.20%	5.19%	8,918	8,245	-0.68%	0.74%	4.32%	4.38%
社会服务	下游可选消费	8,441	76.30%	8.10%	8,780	7,320	-2.69%	3.76%	3.32%	4.32%
传媒	下游可选消费	671	33.90%	10.83%	752	590	-0.59%	6.10%	-1.30%	4.10%
基础化工	上游原材料	3,454	74.50%	3.73%	3,542	3,110	-0.57%	3.32%	1.17%	3.94%
电子	中游制造业	4,591	34.50%	9.80%	5,076	4,135	-0.27%	8.31%	-4.37%	3.30%
环保	支持服务	1,748	80.00%	6.03%	1,806	1,541	-4.23%	4.75%	2.82%	3.15%
医药生物	下游必选消费	7,477	87.20%	4.36%	7,578	6,764	-3.77%	5.07%	1.17%	2.29%
银行	金融房建	3,975	83.60%	3.33%	4,048	3,773	0.35%	-0.99%	2.69%	2.03%
美容护理	下游可选消费	4,476	76.30%	6.37%	4,743	4,070	-3.70%	2.32%	3.41%	1.89%
建筑材料	上游原材料	4,506	78.10%	3.35%	4,620	4,184	-1.27%	0.57%	2.62%	1.88%
电力设备	中游制造业	7,203	50.90%	3.97%	7,500	6,656	-3.67%	6.41%	-1.21%	1.27%
农林牧渔	下游必选消费	2,547	87.20%	4.76%	2,580	2,368	-2.98%	0.20%	1.97%	-0.87%
纺织服饰	下游必选消费	1,504	70.90%	7.11%	1,580	1,390	-2.60%	1.69%	0.05%	-0.90%
通信	中游制造业	2,926	23.60%	13.61%	3,387	2,749	-0.85%	3.66%	-3.84%	-1.17%
食品饮料	下游必选消费	17,958	89.00%	7.06%	18,638	16,380	-6.84%	4.14%	1.87%	-1.17%
轻工制造	下游可选消费	2,023	43.60%	6.05%	2,105	1,892	-2.63%	2.68%	-1.68%	-1.70%
国防军工	中游制造业	1,475	65.40%	7.16%	1,561	1,344	-7.28%	3.66%	2.20%	-1.76%
公用事业	支持服务	2,289	74.50%	4.82%	2,339	2,221	-5.18%	-0.94%	1.87%	-4.31%
交通运输	支持服务	2,155	45.40%	3.64%	2,192	2,113	-4.20%	-0.81%	0.23%	-4.76%
非银金融	金融房建	1,787	54.50%	4.83%	1,850	1,690	-6.25%	1.26%	-0.61%	-5.65%
房地产	金融房建	2,069	27.20%	6.19%	2,166	2,000	-6.12%	5.37%	-4.80%	-5.83%
建筑装饰	金融房建	1,906	34.50%	5.33%	1,978	1,823	-5.92%	3.51%	-3.34%	-5.88%
石油石化	上游原材料	2,192	27.20%	5.32%	2,274	2,153	-4.22%	-1.06%	-0.70%	-5.90%
商贸零售	支持服务	2,072	9.00%	11.91%	2,284	2,012	-7.61%	2.97%	-3.53%	-8.22%
煤炭	上游原材料	2,614	34.50%	12.30%	2,835	2,487	-6.63%	-7.58%	3.63%	-10.59%

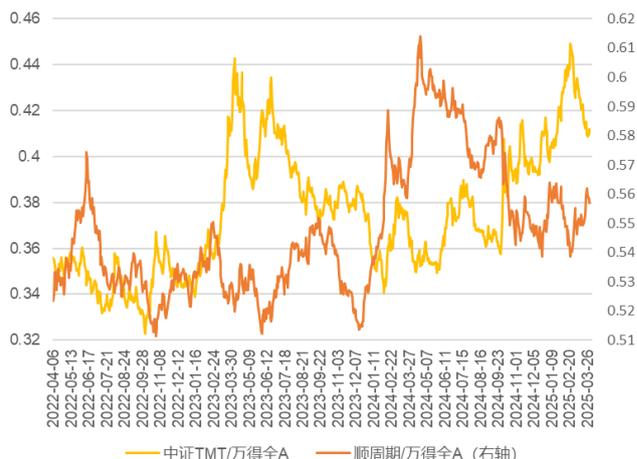
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2025/3/31）

图 9：TMT 拥挤度中高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：3 月份，TMT 与顺周期之间差距收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 债券：止住收益率下行势头，存单利率与国债利率倒挂

债市整体走弱，止住收益率下行势头。1-2 月，债市持续走弱，10 年期国债收益率、1 年期国债收益率均震荡走高，分别上行 4BP、37.54BP，短端利率上行更多，长端利率相对平稳，因而期限利差收窄，利率曲线趋于平坦，3 月份，国债收益率见顶回落，3 月 17 日，

10 年期国债收益率、1 年期国债收益率均触及阶段高点，分别报 1.90%、1.59%，随后持续回落。

存单利率与 10 年期国债利率持续倒挂。1 月 14 日，同业存单发行利率升至 1.66%，高于 10 年期国债收益率的 1.64%，随后倒挂一直持续，存单利率反映现实，国债利率反映预期。

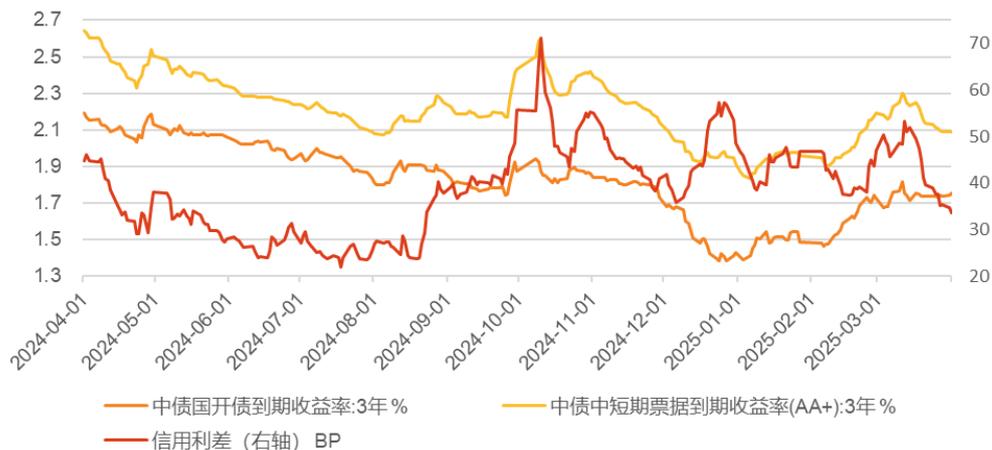
信用利差走阔后收窄，整体震荡下行。1-2 月份信用利差小幅震荡，基本平收，3 月 12 日信用利差升至 53.38BP，随后收窄至 34.62BP，一季度信用利差收窄 14BP。

图 11：国债收益率、同业存单利率均上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：信用利差震荡下行

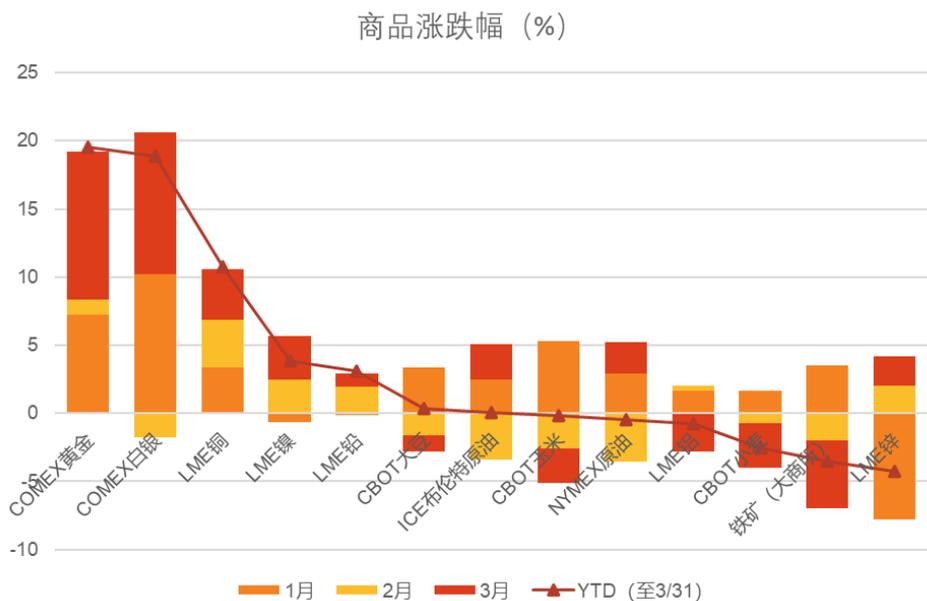


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 商品市场：金、银大幅走强

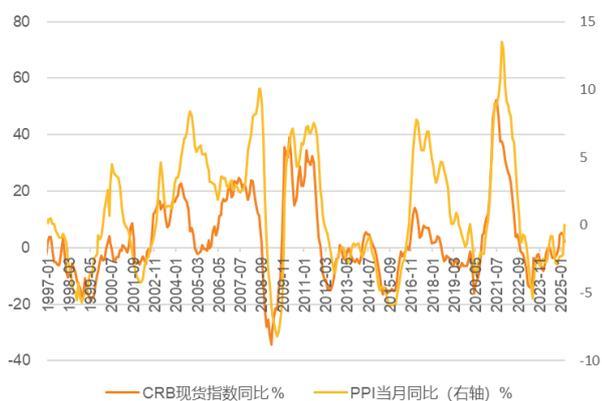
一季度主要大宗商品涨跌不一，黄金白银走强，工业金属分化，农产品整体弱势，南华工业品指数冲高回落，1 月 17 日升至 3937，随后接连跌破 3900、3800 点。主要大宗商品表现来看，COMEX 黄金、COMEX 白银、LME 铜领涨，分别报 19.55%、18.89%、10.74%，LME 锌、铁矿、CBOT 小麦领跌，分别报 -4.23%、-3.53%、-2.54%。特朗普交易 2.0 博弈持续发酵，提振资金避险需求，且央行连续五个月扩大黄金储备，COMEX 黄金屡破新高，3 月 31 日突破 3100 点报 3131。

图 13：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



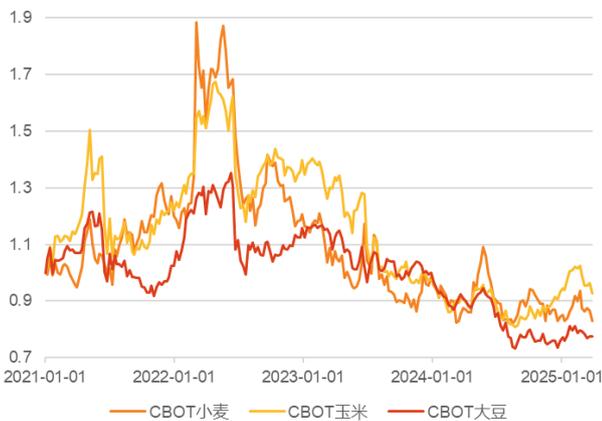
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：主要商品指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：主要农产品走势



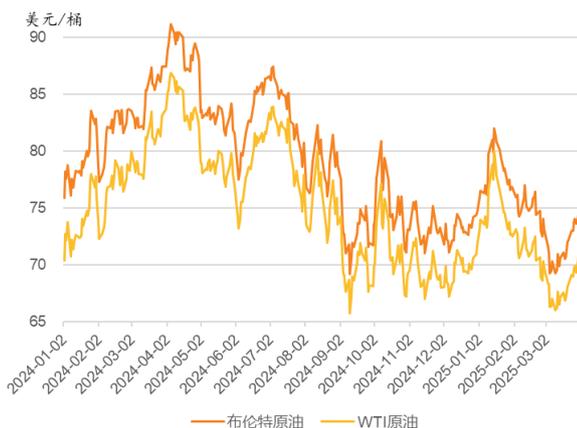
资料来源：Wind，天风证券研究所（以2021/1/1为基期，进行归一化处理）

图 17：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以2021/1/1为基期，进行归一化处理）

图 18：原油冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：COMEX 黄金突破新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 海外权益：恒生先行与“美国例外？”

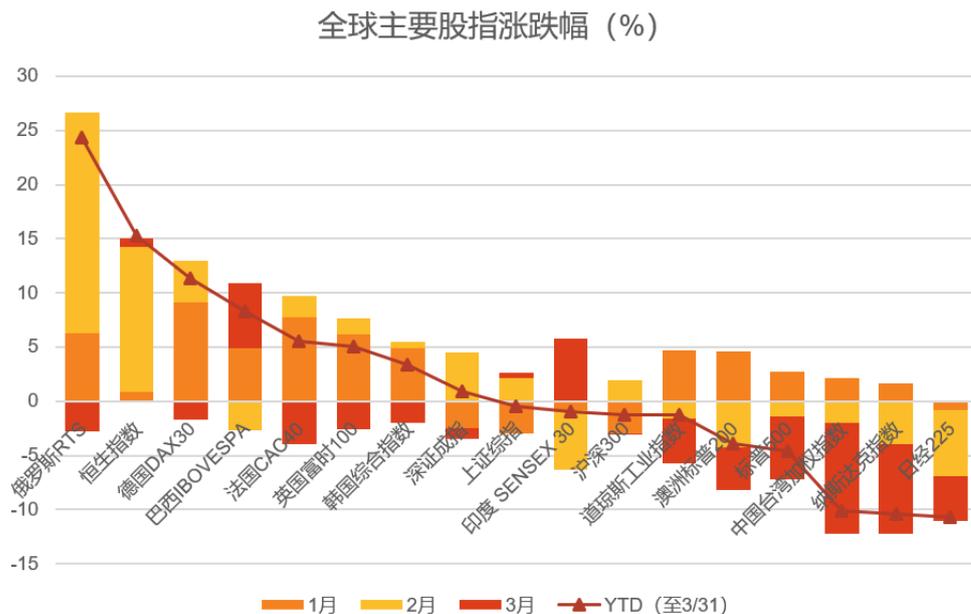
全球股指涨跌不一，美股走弱、欧股、亚太分化，恒指走强。一季度，俄罗斯 RTS 指数、恒生指数、德国 DAX30 指数领涨，涨幅报 24.3%、15.25%、11.32%，日经 225 指数、纳斯达克指数、中国台湾加权指数领跌，收跌-10.72%、-10.42%、-10.15%。美股走弱，道琼斯工业指数、标普 500 指数、日经 225 指数均收跌。欧股整体走强，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数、英国富时 100 指数均收涨。亚太股指分化，恒生指数大涨，日经 225 则大跌。MSCI 指数显示，发达市场相对新兴市场回落。

行业方面，标普 500 指数中，能源、医疗、必需消费领涨，非必需消费、信息技术、通信设备领跌。恒生指数 12 个行业多数收涨，医疗保健、非必需消费、资讯科技领涨，涨幅报 26.36%、23.11%、22.41%，仅能源、公用事业收跌，跌幅报-4.7%、-2.58%。

一季度恒生先行。自 2024 年 11 月起，沪深 300/恒生指数震荡回落，从 2024 年 11 月 14 日的 20.78% 回落至 3 月 31 日的 16.81%，恒生 AH 股溢价指数自 2024 年 11 月中旬起震荡回落，1 月中下旬起加速下行，3 月开始震荡止跌，最低报 128.51（2025 年 3 月 18 日），并未突破前期低点 128.49（2024 年 10 月 7 日）。一季度恒生指数、沪深 300 换手率冲高回落，DeepSeek 和机器人“出圈”，催化港股优质科技资产价值重估。

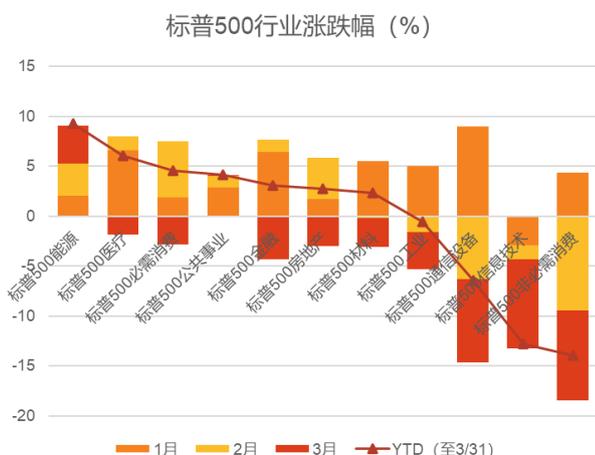
市场围绕“美国是否例外”叙事展开讨论。一季度科创 50 指数收涨 3.42%，纳斯达克 100 指数收跌 8.25%。科技产业叙事发生变化，DeepSeek 带领中资科技股实现价值重估，与此同时曾处于领先地位的美国 AI 产业则缺乏产业链催化，美国经济的衰退风险也拖累美股科技股前景展望，美国科技七巨头指数一季度震荡下行，2 月下旬起快速回调。

图 20：全球主要股指涨跌幅



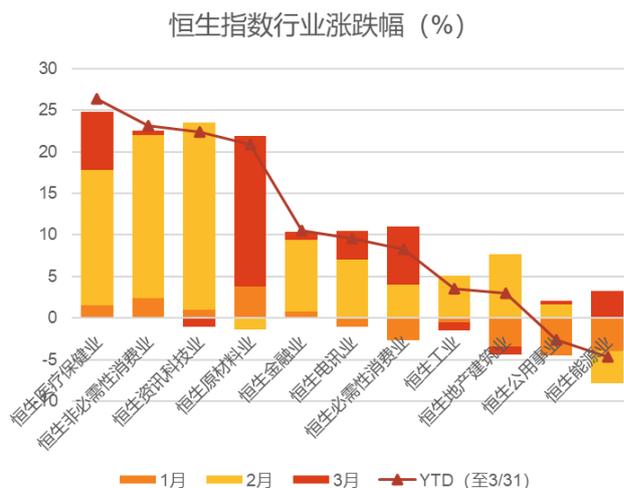
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：标普 500 指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：恒生指数行业涨跌幅



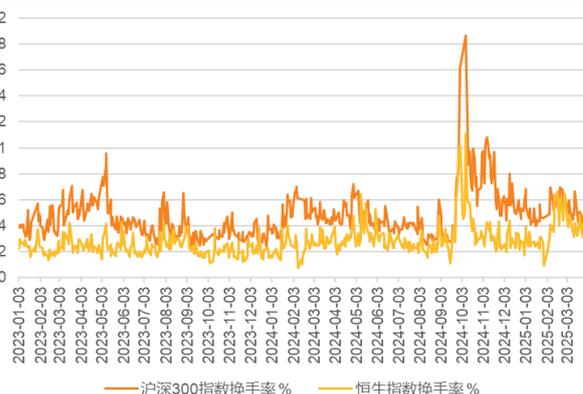
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：一季度 AH 股溢价指数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：一季度恒生指数、沪深 300 换手率冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：一季度发达市场相对新兴市场回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：一季度科创 50 指数收涨，纳斯达克 100 指数收跌



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 美债：期限利差走阔，美债走牛

美股美债跷跷板行情，一季度美债走牛。一季度美债利率震荡下行，10 年期美债利率、国债实际收益率均回落，3 月 31 日分别报 4.23%、1.85%，其中用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀冲高回落，其中 2 月 11 日冲高至 2.46%。10 年期美债利率较 2 年期美债利率下行幅度更小，一季度期限利差震荡小幅走阔，但期间一度跌至 0.2%，波动较大，收益率曲线陡峭化。中美利差收窄，人民币小幅升值，一季度中债止住下行势头，美债则震荡下行，中美利差从 -2.96%（1 月 2 日）收窄至 -2.42%（3 月 31 日）。

图 27：一季度美债计算出的隐含通胀冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：美债期限利差震荡上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：一季度中美利差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.A 股：内资南下+中国科技资产重估

2.1. 基本面：PMI、三大经济数据均回升

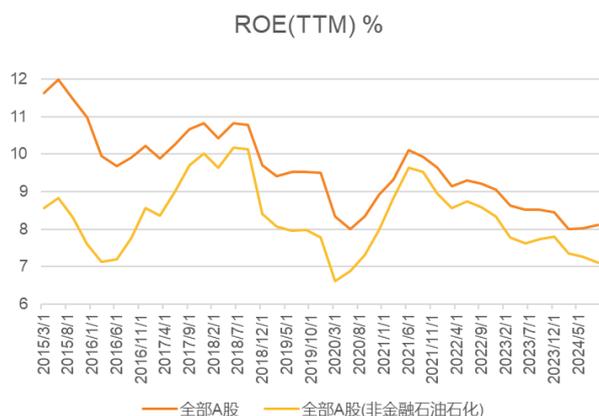
经济基本面对开局稳定良好。制造业 PMI 连续两个月回升，2 月回升至扩张区间，3 月报 50.5%。CPI 同比连续两月为负，但跌幅收窄，PPI 同比低位震荡。三大经济数据均回升，1-2 月工业增加值、社零、固投同比读数均高于 2024 年 12 月，也高于 2024 年全年累计同比。M2 同比维持在 7%，M1 同比虽持续回落，但仍为正。业绩方面，全 A ROE (TTM) 小幅反弹，归母净利润增速跌幅收窄。

图 30：宏观热力图

(%)	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
生产	24.82	31.0	-11.1	6.2	5.4	5.3	4.9	4.5	4.4	4.8	4.5	6.1	4.2
工业增加值	0.90	4.1	-	3.2	3.3	3.4	3.2	3.3	3.5	3.8	4.0	4.4	4.8
固定资产投资	-0.20	9.0	-	9.2	9.3	9.3	7.7	7.5	7.5	7.7	7.8	8.0	8.4
需求	0.80	-9.8	-	-10.6	-10.4	-10.3	-9.6	-9.5	-9.4	-9.0	-8.7	-8.0	-7.7
制造业	0.76	10.0	-	9.2	9.4	9.4	8.9	8.4	8.8	8.9	8.1	8.8	9.8
基建	0.30	4.0	-	3.7	3.0	4.8	4.3	3.3	2.6	2.5	8.1	10.1	6.8
社会消费品零售	-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
出口 (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
进口 (人民币)													
(当月值, %)	较前值	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
就业	-	-	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0
调查失业率	-	-	16.9	16.1	15.7	16.1	17.1	17.6	18.8	17.1	13.2	14.2	14.7
16—24岁人口	-	-	7.3	6.9	6.6	6.7	6.8	6.7	6.9	6.5	6.4	6.6	7.1
25—29岁人口	-	-	4.3	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0
30—59岁人口	-	-											
景气	0.30	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4
制造业 PMI	0.60	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3
通胀	-0.30	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5
CPI 同比	-	-	8.2	8.0	8.0	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.1	8.4	8.3
PPI 同比	-	-	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0	7.2
信用	-	-	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3.0	-2.6	-1.7	-0.8	0.6
社融同比	-	-											
M2 同比	-	-											
M1 同比	-	-											

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：全 A ROE (TTM) 小幅反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：全 A 归母净利润增速跌幅收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 宏观流动性：货币偏紧但已边际转松，信用扩张可期

社融出现回暖。社融 TTM 同比于 2024 年 11 月见底后回升，跌幅连续 3 个月收窄。企业、居民中长贷 TTM 同比均连续 12 个月为负，居民中长贷同比于 1 月见底后回升，企业中长贷同比于 2 月录得新低。2 月社融结构中，新增人民币贷款同比少增收窄，新增政府债券同比回升。M1 同比连续两个月回落但保持为正，M1-M2 剪刀差连续两个月走阔。

货币偏紧，但已边际小幅转松。一季度央行并未进行降准降息操作，但 3 月 24 日，央行称中期借贷便利将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作，标志着 MLF 政

策属性退出，而多重价位中标之下，中标利率更贴近于市场利率，有利于降低银行负债成本，缓解净息差压力，3月是2024年7月以来MLF首次净投放，MLF加量续作或将有效缓解流动性压力。1-3月DR007月均值分别报1.93%、2.00%、1.88%，虽仍高于7天逆回购利率（1.5%），但已边际下行。

图 33：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2025年2月	同比相减 (亿元)	占比	同比相减(亿 元, 上个月)	环比变化	过去3个月：同 比相减(亿元)	占比
总量	7416		5812.0	1604.0	22409.0	
新增人民币贷款	(3245)	-44%	3793.0	(7038.0)	(2142.0)	-10%
政府债券	10928	147%	3986.0	6942.0	23156.0	103%
企业债券融资	279	4%	134.0	145.0	2995.0	13%
表外三项	(258)	-3%	(283.0)	25.0	(181.0)	-1%
新增委托贷款	(56)	-1%	808.0	(864.0)	775.0	3%
新增信托贷款	(901)	-12%	(109.0)	(792.0)	(1206.0)	-5%
新增未贴现银行承兑汇票	699	9%	(982.0)	1681.0	250.0	1%
存款类金融机构资产支持证券	(59)	-1%	(24.0)	(35.0)	78.0	0%
贷款核销	54	1%	(77.0)	131.0	267.0	1%
新增外币贷款	(272)	-4%	(1381.0)	1109.0	(1693.0)	-8%
非金融企业境内股票融资	(38)	-1%	51.0	(89.0)	(11.0)	0%
合计	7389	100%	6199.0	2794.0	22469.0	100%
其他	27		(387.0)		(60.0)	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：社融 TTM 同比见底回升



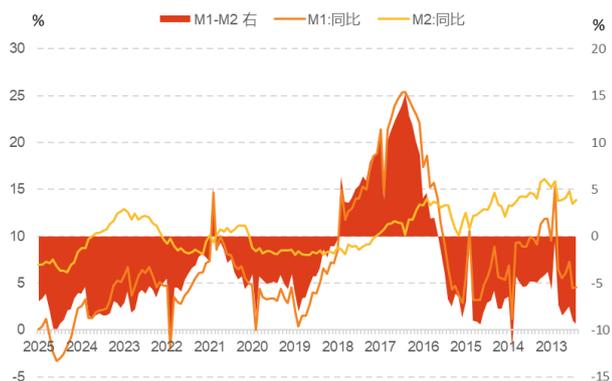
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：企业、居民中长期贷款同比处于低位



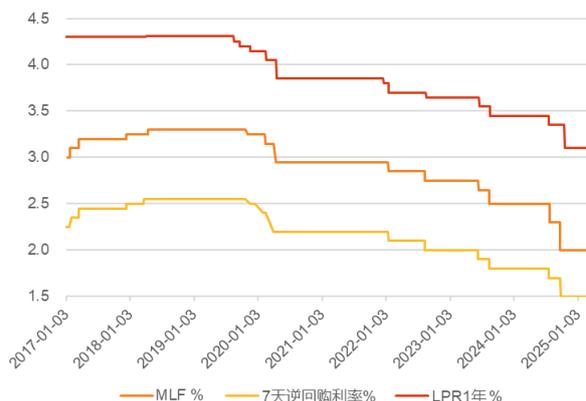
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：M1-M2 剪刀差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：一季度政策利率持平



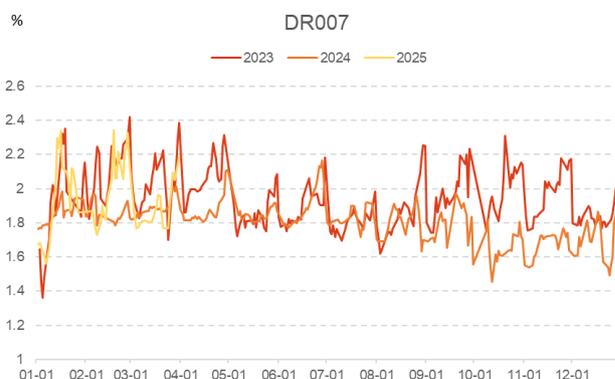
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：DR007 月均值边际回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：DR007 同期整体高于 2024 年，低于 2023 年

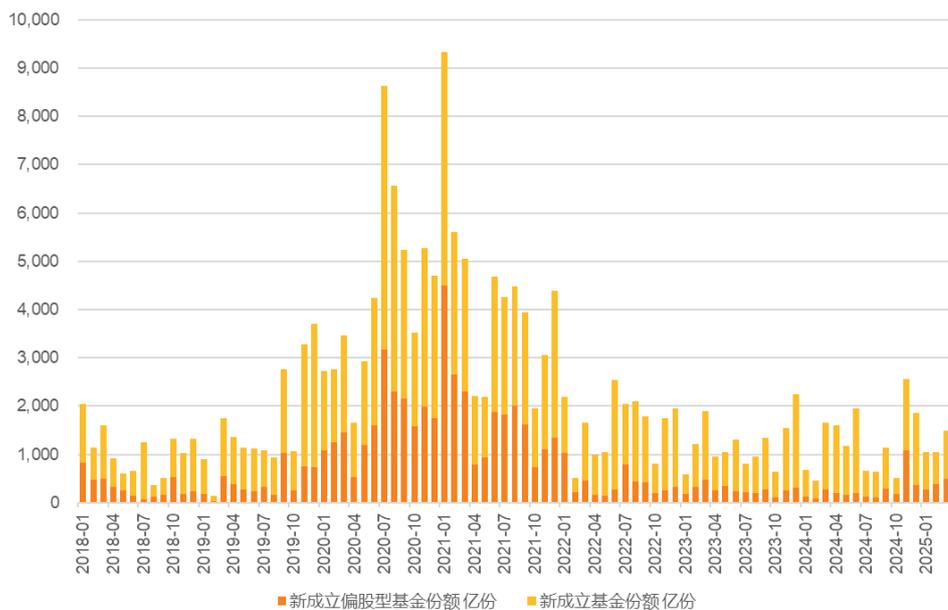


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 微观资金：南下资金夺取话语权

南下资金大幅回升。新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，1-3 月新成立基金份额均在千亿以内。一季度港股通成交净额大幅回升，中枢较 2024 年 10 月之前明显提升，市场对于南下资金关注度也显著提升。北上资金则从 2024 年 10 月的高点持续回落，一季度陆股通成交额震荡回落，但仍高于 2024 年 10 月前水平，陆股通成交额占比(MA5)在 11%-14.5% 区间内震荡。融资融券余额震荡回升，截至 3 月 31 日，融资余额为 19075 亿元，融券余额为 111 亿元。ETF 成交额占比冲高回落，ETF 成交额并未明显回升，但占比于 1 月 5 日当周回升至 8.6%，随后震荡回落。

图 40：新发基金情况



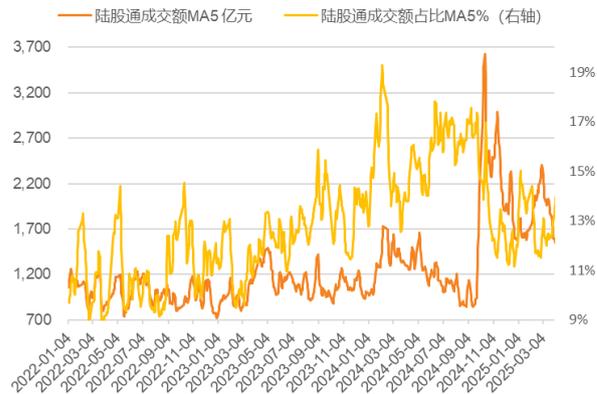
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：南向资金大幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：北向资金成交额占比回落



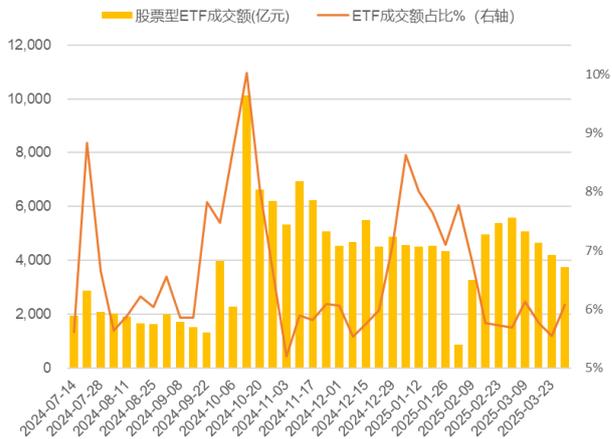
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：两融余额回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：ETF 成交额占比冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

春节后资金大幅回流。春节在股市上往往具有日历效应，节后资金回流与市场情况紧密相关，通过节后市场与成交的状态能对未来市场做出辅助判断。2025 年春节后 5 个交易日，上证综指涨 2.08%，创业板指涨 4.31%，节后 5 日成交额较节前 5 日回升 35.9%。

图 45：春节前后市场成交和涨跌幅情况

春节后第一交易日	平均成交额（亿元）			上证综指涨跌幅%			创业板涨跌幅%		
	前5日	后5日	比值	前5日	后5日	后10日	前5日	后5日	后10日
2008-02-13	1349.3	1149.7	-14.8%	3.18	1.40	(7.86)			
2009-02-02	1015.0	1594.2	57.1%	1.85	9.57	16.58			
2010-02-22	1161.0	1848.3	59.2%	2.68	1.12	0.43			
2011-02-09	1551.9	2420.7	56.0%	4.54	3.58	2.02	5.48	5.34	5.39
2012-01-30	1171.0	986.1	-15.8%	3.32	0.49	1.42	(2.96)	5.21	8.12
2013-02-18	2076.3	1994.0	-4.0%	0.55	(4.86)	(3.00)	5.20	1.91	7.52
2014-02-07	1896.3	2698.2	42.3%	(0.45)	3.21	5.20	2.36	(0.73)	1.28
2015-02-25	4778.9	6572.9	37.5%	3.35	0.50	1.21	8.39	3.56	7.97
2016-02-15	3902.9	4932.9	26.4%	0.95	3.49	0.13	5.16	5.44	(3.91)
2017-02-03	3025.7	3527.9	16.6%	1.87	0.76	2.23	2.28	1.48	0.60
2018-02-22	3671.2	4018.2	9.5%	(3.33)	1.88	2.27	1.88	6.49	8.41
2019-02-11	2725.2	3975.3	45.9%	0.63	2.45	7.10	0.46	6.81	14.55
2020-02-03	6900.4	8205.3	18.9%	(3.17)	(3.38)	(2.00)	(0.11)	4.57	7.34
2021-02-18	8607.5	10922.8	26.9%	3.92	(2.49)	(2.14)	5.90	(11.90)	(12.19)
2022-02-07	8429.4	9,153.8	8.6%	(4.57)	3.02	3.85	(4.14)	(5.59)	(2.82)
2023-01-30	7394.3	9,825.1	32.9%	2.18	(0.04)	(0.13)	3.72	(0.23)	(1.58)
2024-02-19	9385.7	9,027.8	-3.8%	3.43	4.85	5.62	8.67	1.81	5.63
2025-02-05	12192.1	16,569.1	35.9%	0.19	2.08	2.27	(1.94)	4.31	5.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 政策：赤字率突破 3.8%，两会科技含量高

两会解读：财政政策更加积极，科技含金量提高。3月4日两会召开，5%的GDP增速目标延续，体现出中央稳增长的决心；财政政策定调“更加积极”，赤字率拟按4%左右安排，突破3.8%，彰显财政支出强度加大；货币政策基调延续“适度宽松”，降准降息可期；提振消费、扩大内需位于十大工作任务首位；第一次把“稳住楼市股市”写进政府工作报告总体要求，楼市股市稳住也可以更好的提振消费。产业科技发展位于十大任务第二位。

日历效应来看，2025年两会期间万得全A表现好于十年来平均水平，涨幅为十年来次高（最高为2019年），会前【T-15, T-11】、【T-10, T-6】收涨，会前【T-5, T-1】跌幅为十年来次高，会后【T+1, T+5】涨幅高于十年平均水平，但随后【T+6, T+10】、【T+11, T+15】均收跌。

图 46：两会日历效应（指数为万得全 A）

	(T-15,T-11)	(T-10,T-6)	(T-5,T-1)		两会期间收益率	(T+1,T+5)	(T+6,T+10)	(T+11,T+15)	
2025	1.27%	1.48%	-2.37%		2.26%	1.66%	-2.49%	-1.87%	
2024	3.15%	5.18%	2.42%		1.54%	1.80%	-2.76%	1.89%	
2023	-1.04%	0.54%	0.22%		-2.48%	-1.65%	2.12%	1.47%	
2022	-0.17%	-0.86%	0.91%		-5.11%	-1.31%	-1.41%	1.25%	
2021	3.68%	-3.18%	0.60%		-5.25%	0.75%	-3.12%	3.16%	
2020	2.97%	1.23%	-0.66%		-1.80%	3.84%	0.41%	1.67%	
2019	7.59%	2.29%	7.08%		3.15%	3.41%	-0.31%	5.14%	
2018	-4.88%	1.24%	1.93%		2.13%	-3.09%	-0.06%	0.42%	
2017	0.78%	1.14%	-0.56%		1.06%	0.14%	-0.33%	1.06%	
2016	6.35%	2.13%	-5.39%		-1.11%	9.12%	0.11%	0.86%	
平均值	1.97%	1.12%	0.42%		-0.56%	1.47%	-0.78%	1.51%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：近六年发展主要预期目标对比

维度	指标	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
经济目标	GDP同比增速	5%左右	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上	-
	CPI同比增速	2%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右
	城镇新增就业人口	1200万人以上	1200万人以上	1200万人左右	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上
	城镇失业调查率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右
货币政策	概括	适度宽松	灵活适度、精准有效	精准有力	灵活适度	灵活精准、合理适度	更加灵活适度
	M2同比、社融同比	增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	增长同经济增长和价格水平预期目标相匹配	增速与名义经济增速基本匹配	增速与名义经济增速基本匹配	增速与名义经济增速基本匹配	规模增速明显高于去年
	流动性	充裕	合理充裕	-	合理充裕	合理充裕	-
财政政策	概括	持续用力、更加给力	适度加力、提质增效	保持政策连续性针对性	提升效能，更加注重精准、可持续	提质增效、更可持续	更加积极有为
	赤字率	4%左右	3.00%	3.00%	2.80%	3.20%	3.60%
	中央对地方转移支付	-	-	-	规模9.8万亿，同比增长18%	同比增长7.8%	新增赤字规模及抗疫特别国债转移至地方
	地方政府专项债	4.4万亿元	3.9万亿元	3.8万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元	3.75万亿元
	预算内投资	7350亿元	7000亿元	6800亿元	6400亿元	6100亿元	6000亿元
	减税	-	-	完善税费政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化	约2.5万亿元	抗疫特殊政策退出，加强小微企业税收优惠	超过2.5万亿元
房地产	概括	持续用力推动房地产市场止跌回稳，因城施策调减限制性措施	加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展	“房住不炒”，探索新的发展模式，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展	“房住不炒”，稳地价、稳房价、稳预期	“房住不炒”，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展，深入推进新型城镇化
粮食安全	粮食产量	1.4万亿斤左右	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	-
生态环保	单位GDP能耗	降低3%左右	降低2.5%左右	继续下降	在“十四五”规划期内统筹考核	3%左右	完成十三五目标

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2.5. 产业：中国科技产业出圈

从人形机器人、DeepSeek 到深海科技。人性机器人产业催化密集，1 月 16 日，宇树机器人发布人形机器人 Unitree G1 的行走、奔跑视频；1 月 28 日，宇树机器人登上春晚舞台；3 月 19 日，宇树机器人发布视频，G1 机器人完成全球首次原地侧空翻，再次刷新机器人运动控制技术的记录。

2025 年春节期间 DeepSeek 引发市场关注，巨头幻方旗下公司 DeepSeek 推出的 DeepSeek-R1 模型性能能够比肩 OpenAI o1 模型正式版，且研发成本更低、使用的芯片性能也较弱，市场普遍认为 DeepSeek-R1 的发布标志着推理模型研究的重要转折点，中美 AI 竞争进入新阶段，市场对算力需求、云计算讨论也增加。DeepSeek 之后，AI 产业链频繁出现新催化，苹果与阿里巴巴合作，为中国的 iPhone 用户开发人工智能功能；微信宣布灰度接入 DeepSeek，腾讯元宝接入 DeepSeek-R1 满血版，C 端需求较快增加有望带动算力需求显著提升。

3 月份海洋经济热度提升，3 月 5 日，总理李强在政府工作报告中强调大力发展海洋经济，建设全国海洋经济发展示范区，早在 2 月《推动海洋能规模化利用的指导意见》已发布，提出 2030 年装机目标 40 万千瓦，政策催化下技术红利释放。

图 48：人工智能指数 2 月创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：人形机器人指数 3 月下旬见顶回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：海洋经济指数 3 月冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 51：美国科技七巨头指数走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：人形机器人供应链



资料来源：创业邦研究中心，XG 云数智公众号，天风证券研究所

3. 海外市场：等待关税来临

3.1. 关税大棒引发全球扰动

1月20日，特朗普宣誓就职，随后密集发布关税制裁相关行政令，2月10日，特朗普对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税；2月14日，特朗普签署实施对等关税行动的命令；3月3日美国政府宣布对所有中国输美商品加征10%关税；3月4日中方反制，宣布对原产于美国的部分进口商品加征关税；3月24日，特朗普宣布对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税；3月26日，特朗普宣布对所有进口汽车征收25%关税。

一季度，虽对等关税细则尚未出台，**关税大棒悬而未决，但全球资产已受到扰动，资金避险需求提升。**

图 53：一季度关税相关主要措施

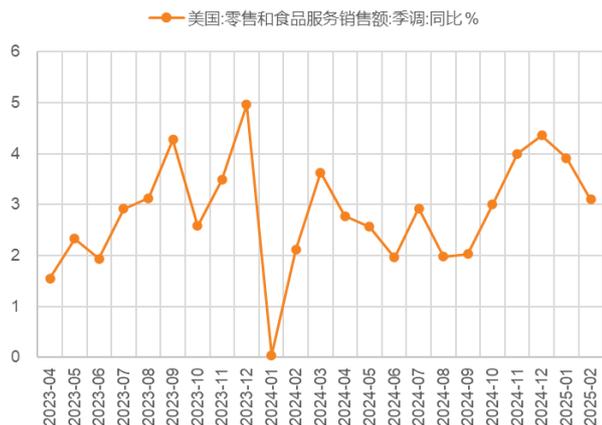
日期	主要内容
1月20日	特朗普宣布将签署一系列行政令，包括将建立对外税务局，对外国进口产品加征关税。
2月10日	特朗普签署行政命令，宣布 对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税 。特朗普当天还表示，相关要求“没有例外和豁免”。特朗普还表示，将考虑对汽车、芯片和药品征收关税。
2月14日	特朗普签署 对等关税 行动的命令。根据《纽约时报》及《国会山报》的说明，新的对等关税措施将依据与美国进行贸易的国家其自身所采取的一系列贸易措施而制定，包括其他国家对美征收关税的水平、对本国产业提供的补贴、汇率以及任何美方认为存在不公平的行为。
2月27日	美方威胁将于3月4日起以芬太尼为由 对中国输美产品再加征10%关税 。商务部回应，中方希望美方不要一错再错，尽快回到通过平等对话妥善解决分歧的正确轨道。如果美方一意孤行，中方将采取一切必要反制措施，捍卫自身合法权益。
3月4日	3月3日，美国政府宣布以芬太尼为由对所有中国输美商品进一步加征10%关税。国务院关税税则委员会3月4日发布公告称，经国务院批准，自2025年3月10日起， 对原产于美国的部分进口商品加征关税 。
3月24日	美国总统特朗普签署命令，对进口委内瑞拉石油的国家实施制裁。美国总统特朗普24日在社交媒体上宣布， 将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税 ，并指称这一拉丁美洲国家对美充满“敌意”。特朗普称相关关税将于4月2日生效。
3月26日	特朗普签署行政令，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。

资料来源：财联社，天风证券研究所

3.2. 美国经济：走向衰退叙事

美国经济衰退的预期升温。美国零售和食品服务销售额同比连续两个月回落，2月同比为3.11%。进行12个月移动平均处理后的美国财政赤字震荡上行，拜登政府执政期间，“宽财政”是基调底色，特朗普对赤字扩张或为开放态度，特朗普执政的影响后续将加大。一季度美国当周初次申请失业金人数震荡走高，维持在20万人以上。美国ZEW经济景气指数3月大幅回落，衰退叙事升温。通胀方面，美国ZEW通胀指数自2024年11月起持续回升，3月升至52.3，1-3月密歇根大学1年、5年通胀率预期均回升，且在特朗普关税、减税政策效应开始显现后，美国通胀或将继续升温。

图 54：美国零售同比回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：美国财政赤字小幅回升



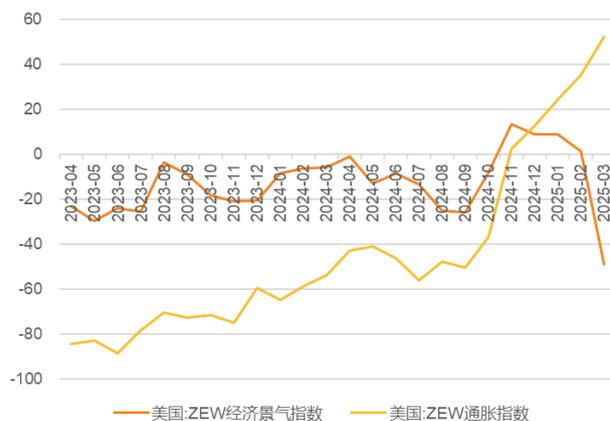
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 56：美国失业金初请人数震荡上行



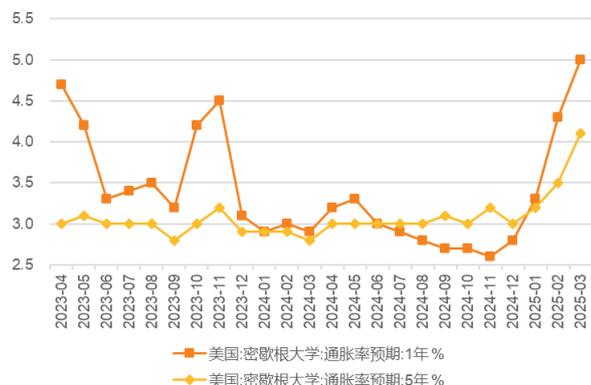
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：美国经济景气指数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：密歇根通胀预期回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：美国经济意外指数回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

关税风险超预期，政策落地超预期；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，并应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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com