

策略周报

政策窗口期，交易内需及自主可控

市场进入“政治局会议”政策交易窗口期，市场短期上行动能趋缓但下行风险可控，关注内需及自主可控主线，重视涨价逻辑。

- **市场短期上行动能趋缓但下行风险可控，关注内需及自主可控主线。**国内一季度经济超预期走强，国内弱补库的趋势仍将延续。当前市场对于政策预期升温。我们认为，政策发力方向确定但时点可能需要等待。短期来看，对于 A 股而言更为重要的是国内政策的发力强度、时点及其所带来的内需修复动能的持续性。复盘几次典型的缩量上行阶段，多数情况下指数会随着内外部风险担忧等因素的增加出现一定调整。当前来看，关税不确定性压制市场风偏，政策预期进入观察期，而资金面支撑有望延续。总体来看，市场短期上行动能趋缓但下行风险可控。关注内需及自主可控主线。配置方向上，在当前关税博弈的背景下，内需与自主可控预计仍是一段时间内的重点主线。关税不确定性消化后，盈利因子有望重新主导市场，市场有望重回成长风格，可重点关注自主可控产业链。
- **本轮半导体自主可控行情的特征。**自本轮贸易摩擦开启后，半导体自主可控行情整体表现较好，半导体指数整体基本修复至 4 月 3 日水平，但内部结构分化出现明显变动，此前“数字芯片>半导体>模拟芯片”的产业内部趋势出现明显反转，模拟芯片表现更优，材料和封测环节修复力度偏弱。模拟芯片领先的主要驱动力为 4 月 11 日海关总署宣布“集成电路”原产地按照四位税则号改变原则认定，即流片地认定为原产地，这对于模拟芯片价格的预期提振较为显著，反映本轮半导体自主可控行情更多青睐价格因素，此前占优的数字芯片行业中，训练芯片表现更强，反映本轮产业替代的逻辑定价仍然集中在算力方向。
- **政策预期交易窗口，内需与自主可控仍是行业两大主线，关注消费品与部分化工品涨价逻辑。**2024 年特别是“924”以来，“促内需”、地产支持政策持续发力，3 月消费和地产数据来看，政策支持效果已初步显现，消费特别是大众消费品景气有所回暖，部分品类涨价趋势较为明显，地产销售持续修复，新开工、竣工也均有较为明显的回暖，部分产业链化工品如钛白粉也呈现涨价趋势。近期市场开始进入政治局会议的政策交易期，中美关税摩擦形势严峻背景下，“扩内需”、“稳地产”预计仍是政策发力的重点方向。短期内特别是“430”之前的政策预期催化与基本面修复、涨价态势显现下，地产链、大众消费有望受到行情催化，关注地产、钛白粉、家电、家具、消费电子、休闲食品、饮料、服装等。同时关税摩擦预计仍将延续，仍是重要的行情主线，关注受益于关税催化的自主可控（半导体、信创、医疗科研服务等）以及部分对于关税不敏感且行业具备景气催化的消费品，如新兴消费、创新药等。
- **服务业扩大开放，重点行业外资准入放宽。**本次《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》涉及多个领域开放创新，电信、医疗、金融、文化等行业都是前期外资准入限制较多、重点难点亟待突破的行业都进一步放宽，在当前时点扩大服务业开放，缓解货物贸易顺差压力是对特朗普“对等关税”适时的反制手段。投资上，2024 年逆差扩大主要贡献项是旅行服务，因此本轮扩大服务业开放背景下关注“外国游客入境游”主题，主要辐射出行链、酒店、景区、免税以及云南板块（东盟免签概念）；而从区域试点词频看，建议关注海南自贸区、天津自贸区以及上海自贸区板块。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	9
一周市场总览、组合表现及热点追踪	14
风险提示	16

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	6
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌.....	7
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	7
图表 5. 消费者及企业信心指数延续边际上行.....	7
图表 6. PMI 及高频经济指标显示经济活动预期延续修复.....	7
图表 7. 当前国内仍处于弱补库周期阶段.....	7
图表 8. A 股量价背离历史复盘.....	8
图表 9. 2018 年关税冲击下 A 股内部风格轮动（涨跌幅单位：%）.....	8
图表 10. 本周一级行业表现.....	9
图表 11. 本周二级行业表现（前后 15）.....	9
图表 12. 本轮贸易摩擦后，模拟芯片表现更优.....	10
图表 13. 本轮贸易摩擦后，数字芯片中训练算力芯片表现更优.....	10
图表 14. 3 月社零同比整体呈现回暖趋势.....	11
图表 15. 大众消费相关分项 CPI 出现回暖趋势.....	11
图表 16. 化工品出现结构性涨价.....	11
图表 17. 3 月地产销售延续回暖态势.....	12
图表 18. 3 月地产新开工、竣工均呈现修复趋势.....	12
图表 19. 中观行业比较表格.....	13
图表 20. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	14
图表 21. 本周股票型 ETF 单周净申购规模有所回落（单位：亿元）.....	14
图表 22. 中国货物贸易和服务贸易项目差额情况：季.....	15
图表 23. 155 项试点清单中试点地区出现次数.....	15

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

国内一季度经济超预期走强。一季度国内经济数据出炉，政策发力及“抢出口”带动下一季度生产、投资、消费全面超走强，GDP增速达到5.4%。基于前瞻指标，3月国内的各项景气指标均显示居民消费及企业预期仍处于稳步修复阶段，关税冲击对于国内经济预期的影响尚未显现，国内弱补库的趋势仍将延续。短期来看，对于A股而言更为重要的是国内政策的发力强度、时点及其所带来的内需修复动能的持续性。当前市场对于政策预期升温。我们认为，政策发力方向确定但时点可能需要等待。结合两会政府工作报告的指引，年内财政发力有望提速，短期必需消费品及地产链的政策预期有望升温；而随着海外基本面数据的走弱，货币政策空间也将逐步打开。

缩量上行背后的历史经验。本周后半周尤其是周五，市场出现了成交量能的明显萎缩，但指数延续反弹趋势，市场出现了一定程度的短期量价背离。历史上量价背离，主要分为两种情形：1) **一是正向背离**：即股价创新低，但成交量没有随之减少，反而有所增加，这一定程度上预示着买方力量正在增强，对于市场止跌是较为积极的因素。例如2008年金融危机以及2023年4月，市场在放量下跌后均迎来了阶段性的止跌甚至企稳信号。2) **二是负向背离**：即指数上行过程中出现量能大幅萎缩，这种情况一般代表市场持续上行动能乏力，后续若无超预期的基本面改善或政策出台，市场短期上行趋势或面临阶段性修整。例如2019年4月、2020年7月及2025年3月。

i) 2019年4月：上证指数在一季度的连续上涨后量能出现萎缩，4月20日起，随着指数在基本面预期转弱及中美贸易摩擦升级担忧下出现大跌，量价背离得到修复。

ii) 2020年7月：2020年6月底至7月初，上证指数实现八连阳，但随后因成交量未能持续放大，进入箱体震荡阶段。后续市场在资金面趋紧及基本面加速修复的双重因素叠加作用下维持高位震荡，前期加速上行的趋势被打破。

iii) 2025年3月：3月17日上证指数创阶段高点，但成交额较5日均量出现明显缩减。市场呈现存量资金博弈特征，热点分散。后续随着关税冲击，A股跟随全球指数出现大跌，指数出现较大程度的调整。

短期上行动能趋缓但下行风险可控。复盘几次典型的缩量上行阶段，指数缩量上行带来的量价背离的终结通常需要以下条件之一或多个同时满足：政策面支撑或基本面预期改善、外部环境变化带来的市场情绪的转变、资金面的突破（平准基金进场）。结合历史负向背离后的情形，多数情况下指数会随着内外部风险担忧等因素的增加出现一定调整。当前来看，关税不确定性压制市场风偏，政策预期进入观察期，而资金面支撑有望延续。总体来看，市场短期上行动能趋缓但下行风险可控。

关注内需及自主可控主线。综上所述，短期A股或进入一段观察期，时间节点上可重点关注4月末政治局会议定调。较低的估值水平和当前较为有利的基本面数据支撑市场不会出现较大的下行风险，但后续趋势的形成依然有赖于政策释放或者基本面修复的预期更为明朗化。但中期来看，本轮关税博弈下中国资产具备中期相对优势，主要源于当前国内充足的政策空间及具备较强吸引力的A股估值。配置方向上，复盘2018年关税冲击下的A股内部轮动可见：负面冲击当日，红利资产最为抗跌，此后，内需对冲及自主可控板块先后成为市场占优方向，而2018年6-8月，中美脱钩预期长期化，市场风险偏好深度走弱，红利资产成为唯一方向。当前市场难以出现2018年6-8月的风险偏好深度走弱的行情，因此，在当前关税博弈的背景下，内需与自主可控预计仍是一段时间内的重点主线。稳增长政策落地前，内需资产仍将为阶段性市场主线；关税不确定性消化后，盈利因子有望重新主导市场，市场有望重回成长风格，可重点关注自主可控产业链。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	4月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.14	4.20	(6.25)
	MSCI新兴市场	2.24	2.98	(0.64)
	标普500	(1.50)	5.87	(10.18)
	日经指数	3.41	2.49	(12.94)
	万得全A	0.39	4.25	(2.43)
	恒生指数	2.30	7.46	6.66
汇	美元指数	(0.54)	4.76	(8.53)
	美元兑人民币	(0.02)	0.40	0.26
	美元兑日元	(0.93)	5.20	(9.55)
	欧元兑美元	0.31	5.34	10.06
商	CRB商品	2.05	4.18	(0.11)
	LME铜	0.37	5.37	4.80
	WTI原油	3.66	0.81	(11.11)
	伦敦金现	5.17	6.12	26.61
债	10Y美债收益率(Bps)	(14.00)	11.00	(24.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(0.75)	(16.36)	(2.59)

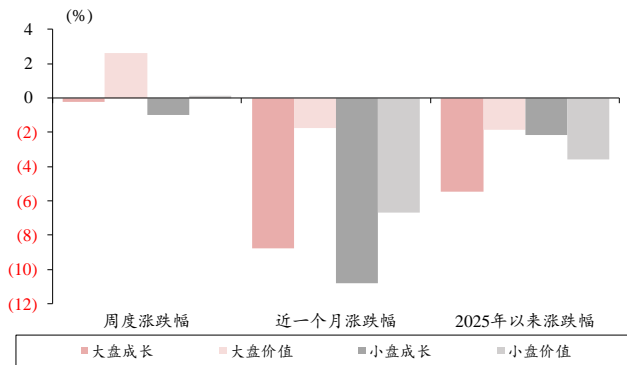
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	3月零售销售:同比(%)	3.5		4.6	1.1
	3月零售销售:环比(%)	0.2	1.3	1.4	1.2
	3月核心零售销售:环比(%)	0.7	0.2	0.5	(0.1)
	3月新屋开工:私人住宅(千套)	110.7		110.7	0.0
	4月12日初请失业金人数:季调((人)	224000.0		215000.0	(9000.0)
欧盟	4月欧元区:ZEW经济景气指数	39.8	13.2	(18.5)	(58.3)
	4月欧元区:ZEW经济现状指数	(45.2)		(50.9)	(5.7)
	3月欧盟:CPI:同比(%)	2.7		2.5	(0.2)
	3月欧元区:CPI:同比(%)	2.3	2.2	2.2	(0.1)
	3月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.8		2.6	(0.2)
	4月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.7	2.4	2.4	(0.3)
	4月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	2.5	2.3	2.3	(0.3)
	4月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	2.9		2.7	(0.3)
日本	3月CPI:环比(%)	(0.4)		0.3	0.7
	3月CPI(剔除食品):环比(%)	(0.1)		0.4	0.5
中国	3月社会融资规模存量:同比(%)	8.2	8.2	8.4	0.2
	3月新增人民币贷款(亿元)	10100.0	29250.0	36400.0	26300.0
	3月社会融资规模:当月值(亿元)	22375.0	47300.0	58894.0	36519.0
	3月M1:同比(%)	0.1	0.3	1.6	1.5
	3月M2:同比(%)	7.0	7.0	7.0	0.0
	3月M0:同比(%)	9.7		11.5	1.8
	3月出口金额:当月同比(%)	(3.0)	3.5	12.4	15.4
	3月进口金额:当月同比(%)	1.4	(4.3)	(4.3)	(5.7)
	3月进出口金额:当月同比(%)	(1.0)		5.0	6.0
	3月进出口金额:累计同比(%)	(2.4)		0.2	2.6
	3月贸易差额:人民币:当月值(亿元)	2282.0		7367.0	5085.0
	3月货币当局:储备货币(亿元)	381281.7		376817.7	(4463.9)
	3月货币当局:国外资产(亿元)	232438.7		232015.7	(423.0)
	3月城镇调查失业率(%)	5.4	5.3	5.2	(0.2)
	3月固定资产投资:累计同比(%)	4.1	4.0	4.2	0.1
	3月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.0	4.4	5.9	1.9
	3月工业增加值:当月同比(%)	31.0		7.7	(23.3)
	第一季度GDP:当季同比(%)	5.4	5.2	5.4	0.0

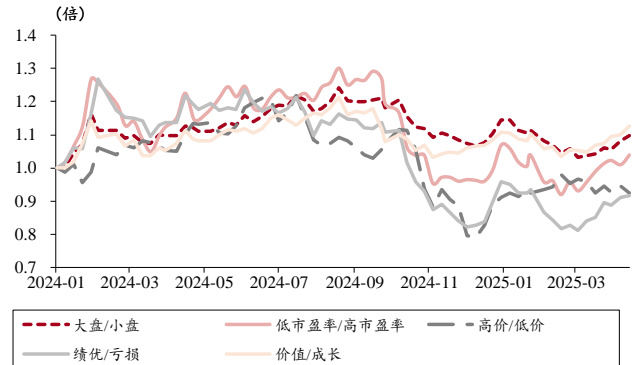
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌



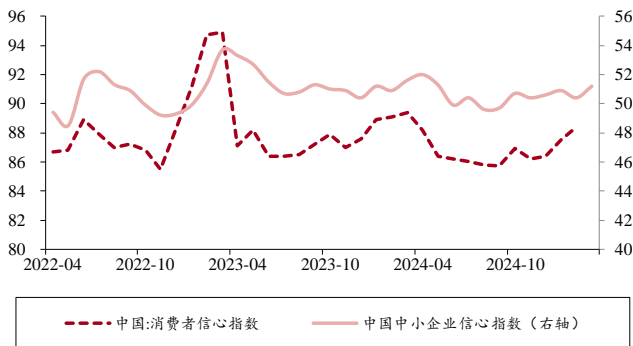
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



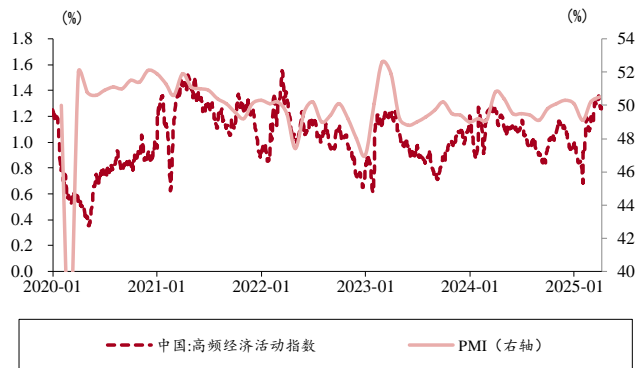
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 消费者及企业信心指数延续边际上行



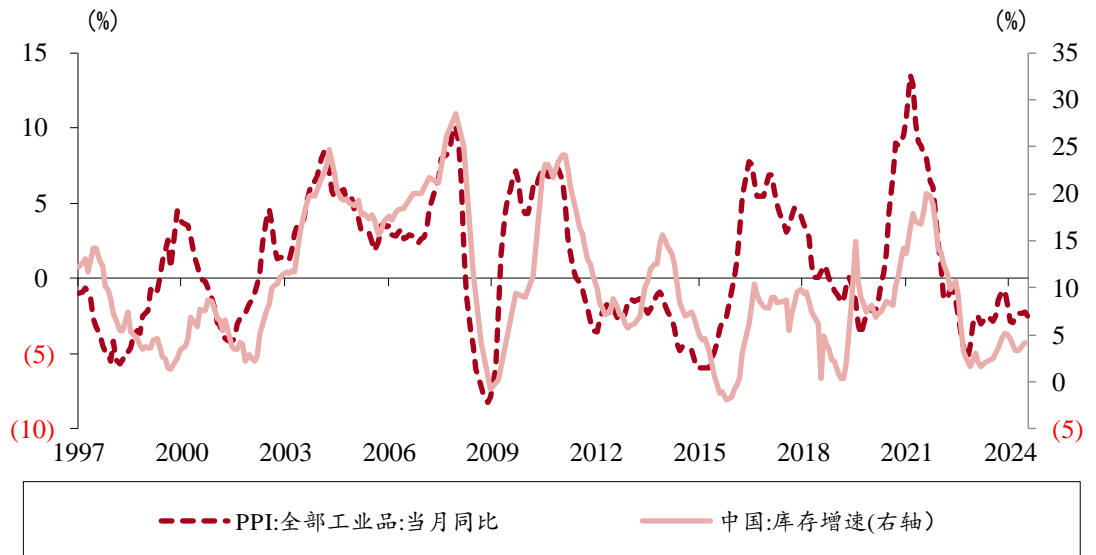
资料来源：万得，中银证券

图表 6. PMI 及高频经济指标显示经济活动预期延续修复



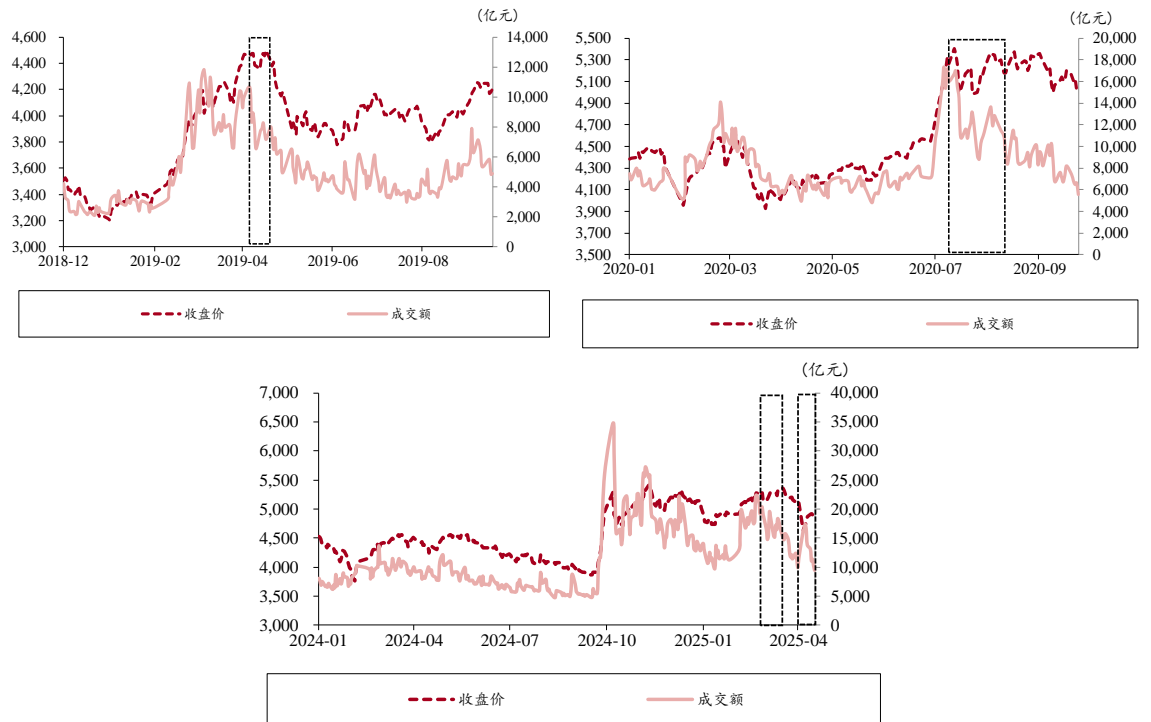
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 当前国内仍处于弱补库周期阶段



资料来源：万得，中银证券

图表 8. A 股量价背离历史复盘



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2018 年关税冲击下 A 股内部风格轮动（涨跌幅单位：%）

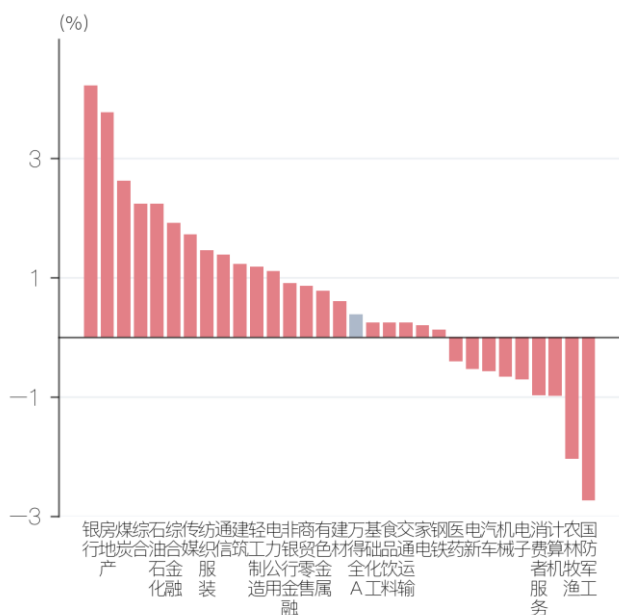
2018/3/23	A股	内需	自主可控	稳定类	2018/6/19	A股	内需	自主可控	稳定类
T-5	(0.63)	(0.73)	(1.41)	(0.78)	T-5	(0.38)	(0.52)	(1.48)	0.02
T-4	0.32	0.22	1.30	(0.45)	T-4	1.02	2.10	1.20	0.92
T-3	0.20	(0.10)	0.46	0.18	T-3	(1.25)	(1.13)	(1.81)	(0.39)
T-2	(0.55)	(0.59)	(0.84)	(0.16)	T-2	(0.40)	(0.92)	(0.45)	(0.03)
T-1	(0.57)	(1.74)	(0.89)	(0.65)	T-1	(1.18)	(0.77)	(1.85)	(0.14)
T	(4.01)	(2.17)	(4.28)	(2.38)	T	(4.95)	(3.26)	(4.99)	(2.56)
T+1	0.47	(0.16)	3.34	(1.15)	T+1	0.72	1.65	1.69	(0.31)
T+2	1.62	0.64	2.75	0.33	T+2	(1.66)	(0.36)	(2.54)	(0.85)
T+3	(1.23)	(2.32)	(1.76)	(1.25)	T+3	0.95	0.52	1.39	(0.08)
T+4	1.11	2.10	(0.05)	1.49	T+4	(0.92)	(0.64)	(0.35)	(0.98)
T+5	0.80	0.51	2.65	(0.01)	T+5	0.00	(1.02)	1.15	(1.24)
T+6	0.05	(0.61)	0.87	(0.79)	T+6	(1.36)	(3.12)	(0.94)	(0.87)
T+7	(0.78)	(0.28)	(0.95)	(1.08)	T+7	(1.04)	(1.62)	(1.21)	(1.42)
T+8	(0.40)	0.79	(1.05)	(0.13)	T+8	2.80	3.07	4.38	1.88
T+9	0.07	(0.70)	0.01	0.01	T+9	(2.13)	(2.29)	(1.25)	(3.07)
T+10	1.10	1.66	0.45	1.82	T+10	0.64	(1.24)	1.53	0.36
2018/5/30	A股	内需	自主可控	稳定类	2018/8/2	A股	内需	自主可控	稳定类
T-5	(1.19)	(1.18)	(0.78)	(1.03)	T-5	(0.75)	(1.24)	(1.83)	(0.46)
T-4	(0.47)	(0.78)	(0.50)	(0.69)	T-4	(0.46)	(0.53)	(0.41)	(0.62)
T-3	(0.63)	0.39	(0.92)	0.00	T-3	(0.74)	(1.20)	(1.27)	0.38
T-2	(0.15)	1.72	(0.85)	(0.15)	T-2	0.07	0.16	(0.78)	0.33
T-1	(0.81)	(1.65)	(1.35)	(0.03)	T-1	(1.78)	(1.92)	(1.79)	(1.87)
T	(2.64)	(0.92)	(2.18)	(1.82)	T	(2.23)	(2.05)	(1.89)	(1.79)
T+1	1.82	3.11	1.21	1.78	T+1	(1.42)	(2.54)	(2.49)	(0.78)
T+2	(0.97)	(1.69)	(1.87)	(0.49)	T+2	(1.63)	(1.99)	(3.09)	(0.74)
T+3	0.36	1.84	(0.42)	0.72	T+3	2.75	2.96	3.03	2.27
T+4	1.33	1.37	2.33	0.19	T+4	(1.54)	(2.00)	(2.35)	(1.29)
T+5	(0.01)	(0.08)	0.58	(0.18)	T+5	2.36	2.95	3.78	1.69
T+6	(0.35)	(0.69)	(0.81)	(0.52)	T+6	0.40	0.95	1.19	(0.73)
T+7	(1.17)	(0.85)	(0.72)	(1.57)	T+7	(0.02)	(0.46)	1.59	(0.60)
T+8	(0.38)	(0.52)	(1.48)	0.02	T+8	(0.38)	(0.37)	(1.09)	(0.05)
T+9	1.02	2.10	1.20	0.92	T+9	(2.15)	(2.58)	(2.70)	(2.03)
T+10	(1.25)	(1.13)	(1.81)	(0.39)	T+10	(0.75)	(1.22)	(0.90)	(0.35)

资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

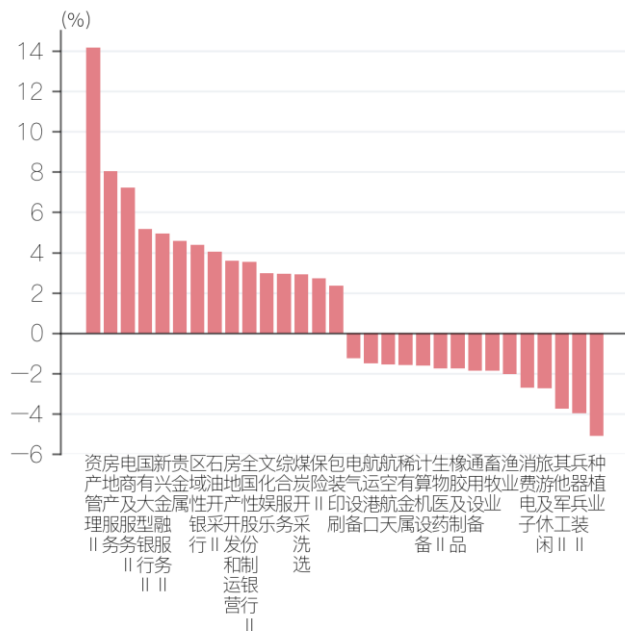
行业涨跌参半，结构延续变化。本周大部分行业在坚决维护资本市场稳定的预期环境下录得明显上涨，银行在稳定类资金的青睐下，本周涨幅排名位居第一。房地产行业在内需逆周期政策预期支撑下，本周涨幅第二。前期受益于关税反制措施的国防军工、农林牧渔等行业本周表现居后，电子行业本周整体涨幅居后，但内部细分方向中的模拟芯片方向上行动能依然得到延续。

图表 10. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

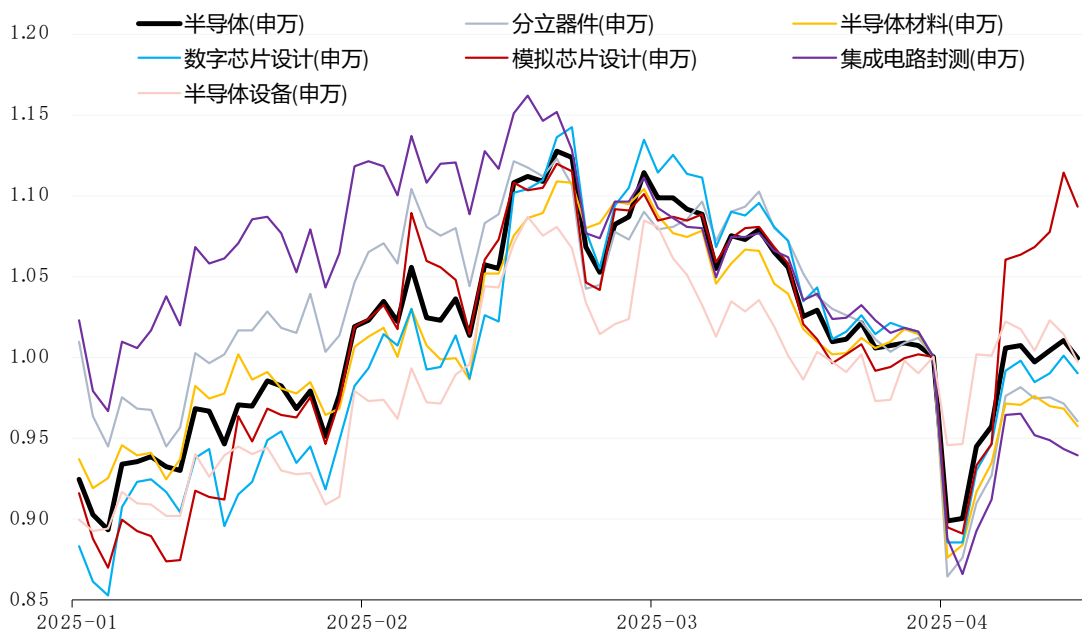
图表 11. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

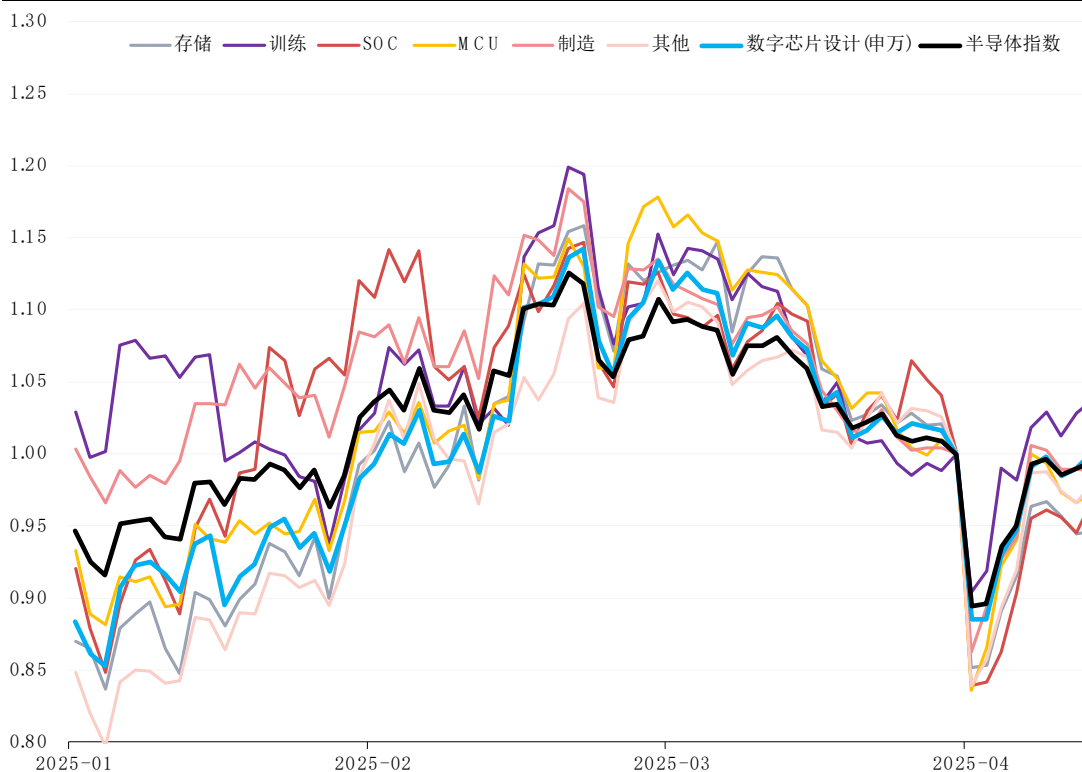
本轮半导体自主可控行情的特征。自本轮贸易摩擦开启后，半导体自主可控行情整体表现较好，半导体指数整体基本修复至 4 月 3 日水平，但内部结构分化出现明显变动，此前“数字芯片>半导体>模拟芯片”的产业内部趋势出现明显反转，模拟芯片表现更优，材料和封测环节修复力度偏弱。模拟芯片领先的主要驱动力为 4 月 11 日海关总署宣布“集成电路”原产地按照四位税则号改变原则认定，即流片地认定为原产地，这对于模拟芯片价格的预期提振较为显著，反映本轮半导体自主可控行情更多青睐价格因素，此前占优的数字芯片行业中，训练芯片表现更强，反映本轮产业替代的逻辑定价仍然集中在算力方向。

图表 12. 本轮贸易摩擦后，模拟芯片表现更优



资料来源：万得，中银证券。注：2025 年 4 月 3 日定基为 1

图表 13. 本轮贸易摩擦后，数字芯片中训练算力芯片表现更优



资料来源：万得，中银证券。注：2025 年 4 月 3 日定基为 1

社零数据显示居民消费正在逐步走出低迷周期，大众消费品修复动能增强，部分品类呈现涨价趋势。2025 年 3 月社会消费品零售总额数据显示，居民消费正在逐步走出此前的低迷周期，消费特别是大众消费品领域的修复动能增强。2025 年 3 月，社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%，较 2 月回升 0.6pct，商品零售和餐饮收入同比均呈现回暖趋势，3 月累计同比分别为 4.6%、4.7%，分别较 2 月增长 0.7pct、0.4pct。

分项来看，饮料类 3 月累计同比-0.5%，相比于 2 月的-2.6%有较明显修复，服装类延续 2 月的修复态势，累计同比增长 2.7%，日用品累计同比进一步回升，从 2 月的 5.7% 上升至 3 月的 6.8%，体育、娱乐用品类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、通讯器材类则维持高增速，3 月累计同比分别达到 25.4%、21.7%、19.3%、26.9%。此外，受益于地产回暖趋势，3 月家具类累计同比增长高达 18.1%，较 2 月增长 6.4pct。综合来看，大众消费表现出了较为强劲的修复态势。

从价格端来看，消费品涨价趋势初现，2025 年 3 月 CPI 当月同比为-0.1%，较 2 月回暖 0.6pct，其中多项与大众消费密切相关的分项指标已出现边际回暖迹象，涨价成为行业景气回暖的重要驱动。衣着类 CPI 累计同比增长 1.4%，连续三个月保持正增长，服饰消费改善已传导至价格层面。通信工具类 CPI 累计同比增长 1.1%，较上月回暖 0.2pct，家用器具类累计同比为-2.4%，较上月修复 1.0pct。

图表 14.3 月社零同比整体呈现回暖趋势

社会消费品零售额: 累计同比 (%)	2025年3月	2025年2月	2024年12月
社会消费品零售总额: 商品零售	4.6	3.9	3.2
社会消费品零售总额: 餐饮收入	4.7	4.3	5.3
商品零售额: 限额以上单位: 粮油、食品类	12.2	11.5	9.9
商品零售额: 限额以上单位: 饮料类	-0.5	-2.6	2.1
商品零售额: 限额以上单位: 烟酒类	6.3	5.5	5.7
商品零售额: 限额以上单位: 服装类	2.7	2.6	0.1
商品零售额: 限额以上单位: 化妆品类	3.2	4.4	-1.1
商品零售额: 限额以上单位: 金银珠宝类	6.9	5.4	-3.1
商品零售额: 限额以上单位: 日用品类	6.8	5.7	3
商品零售额: 限额以上单位: 体育、娱乐用品类	25.4	25	11.1
商品零售额: 限额以上单位: 家用电器和音像器材类	19.3	10.9	12.3
商品零售额: 限额以上单位: 中西药品类	2.1	2.5	3.1
商品零售额: 限额以上单位: 文化办公用品类	21.7	21.8	-0.3
商品零售额: 限额以上单位: 家具类	18.1	11.7	3.6
商品零售额: 限额以上单位: 通讯器材类	26.9	26.2	9.9
商品零售额: 限额以上单位: 石油及制品类	-0.1	0.9	0.3
商品零售额: 限额以上单位: 建筑及装潢材料类	0	0.1	-2
中国: 商品零售额: 限额以上单位: 汽车类	-0.8	-4.4	-0.5

资料来源: 万得, 中银证券

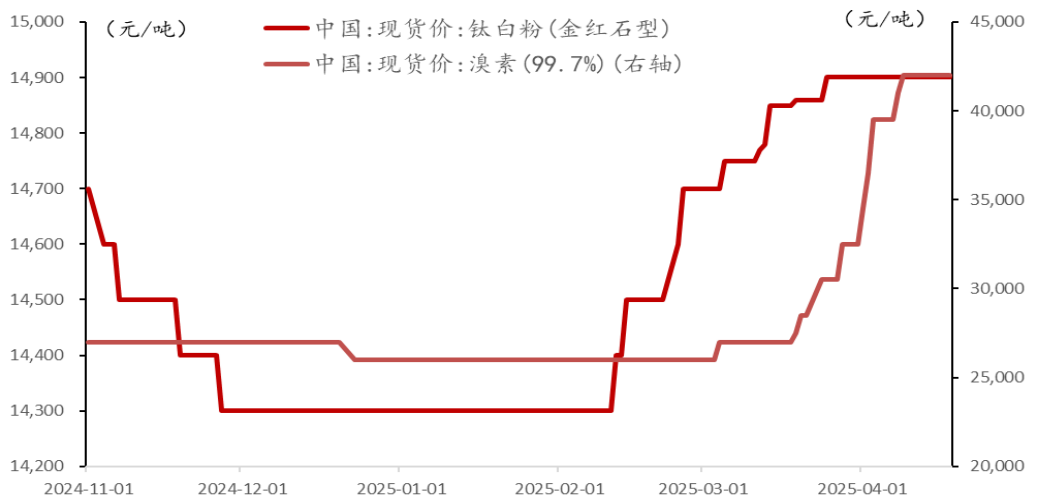
图表 15. 大众消费相关分项 CPI 出现回暖趋势

CPI: 累计同比 (%)	2025年3月	2025年2月	2025年1月
CPI: 食品烟酒: 累计同比	-0.70	-0.70	0.60
CPI: 衣着: 服装: 累计同比	1.40	1.30	1.30
CPI: 居住: 租房房租: 累计同比	-0.20	-0.20	-0.20
CPI: 居住: 水电燃料: 累计同比	0.30	0.40	0.40
CPI: 生活用品及服务: 家用器具: 累计同比	-2.40	-3.40	-3.50
CPI: 生活用品及服务: 家庭服务: 累计同比	2.70	3.20	4.70
CPI: 交通和通信: 交通工具: 累计同比	-4.20	-4.20	-4.10
CPI: 交通和通信: 交通工具用燃料: 累计同比	-2.50	-0.90	-0.60
CPI: 交通和通信: 通信工具: 累计同比	1.10	0.90	0.60
CPI: 教育文化和娱乐: 累计同比	0.70	0.60	1.70
CPI: 医疗保健: 累计同比	0.30	0.40	0.70

资料来源: 万得, 中银证券

化工品出现结构性涨价。部分化工品类在供需格局与下游需求回暖预期之下，出现结构性涨价趋势，如季节性催化的农药，地产销售和施工回暖、预期催化的钛白粉，供给端受限价格涨幅明显的溴素等。中农立华原药价格指数显示，截至 2025 年 3 月 23 日，阿维系列产品现货紧张，阿维菌素精粉报价 50 万元/吨，较 2024 年 2 月的 35 万元/吨上涨了 15 万元/吨，涨幅 43%。甲维盐报价 70 万元/吨，较 2024 年 1 月份的 49 万元/吨，上涨了 20 万元/吨，涨幅 41%。钛白粉、溴素 2025 年以来涨幅分别达到 4.2%、61.5%。

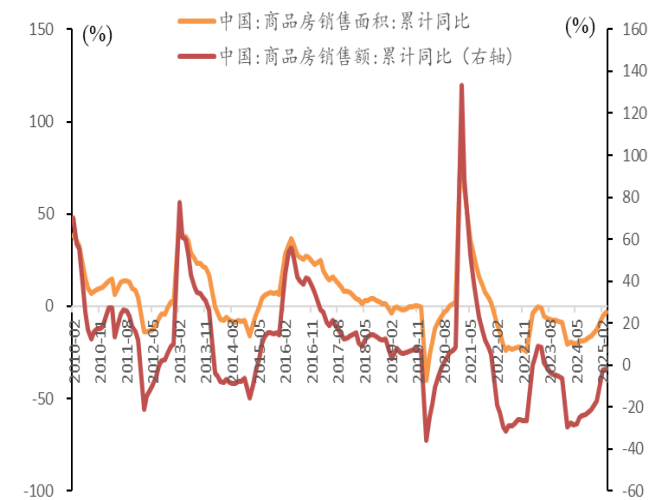
图表 16. 化工品出现结构性涨价



资料来源: 万得, 中银证券

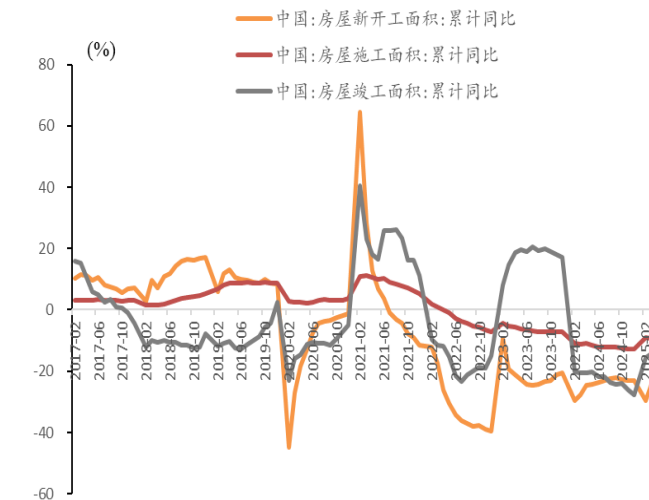
地产销售持续回暖，3月同比接近回到正区间，新开工、施工、竣工均呈现修复态势。统计局数据显示，3月商品房销售延续2024年下半年以来的修复趋势，同比继续增长，商品房销售面积、商品房销售额累计同比分别增长到-3.0%、-2.1%，接近回到正区间。3月地产新开工面积、竣工面积也均呈现修复态势，累计同比分别为-24.4%、-14.3%，较2月分别增加5.2pct、1.3pct，施工面积同比则维持稳定。

图表 17.3 月地产销售延续回暖态势



资料来源：万得，中银证券

图表 18.3 月地产新开工、竣工均呈现修复趋势



资料来源：万得，中银证券

2024 年特别是“924”以来，“促内需”、地产支持政策持续发力，3 月消费和地产数据来看，政策支持效果已初步显现，消费特别是大众消费品景气有所回暖，部分品类涨价趋势较为明显，地产销售持续修复，新开工、竣工也均有较为明显的回暖，部分地产链化工品如钛白粉也呈现涨价趋势。近期市场开始进入政治局会议的政策交易期，中美关税摩擦形势严峻背景下，“扩内需”、“稳地产”预计仍是政策发力的重点方向。短期内特别是“430”之前的政策预期催化与基本面修复、涨价态势显现下，地产链、大众消费有望受到行情催化，关注地产、钛白粉、家电、家具、消费电子、休闲食品、饮料、服装等。同时关税摩擦预计仍将延续，仍是重要的行情主线，关注受益于关税催化的自主可控（半导体、信创、医疗科研服务等）以及部分对于关税不敏感且行业具备景气催化的消费品，如新兴消费、创新药等。

图表 19.中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
新兴消费	3	3	4	4	34	高配
医药	4	4	2	2	33	高配
房地产	2	3	3	5	31	高配
电子	3	3	4	2	31	高配
家用电器	3	3	2	4	29	高配
商贸零售	3	2	3	4	29	高配
石油石化	2	2	5	3	28	高配
纺织服装	3	3	2	3	28	高配
银行	2	2	5	3	28	高配
食品	2	3	4	2	28	高配
自动化设备	3	4	1	2	28	高配
汽车	3	1	4	4	27	标配
计算机	4	3	1	2	27	标配
传媒	3	2	5	1	27	标配
证券	4	2	2	2	27	标配
钢铁	2	3	1	5	26	标配
能源金属	3	3	2	2	26	标配
建材	2	2	5	2	26	标配
通信	3	3	3	1	26	标配
航运港口	4	3	0	2	26	标配
猪产业	3	1	3	4	26	标配
国防军工	3	2	4	1	26	标配
工业金属	2	1	4	4	25	低配
建筑	2	2	3	4	25	低配
公用事业	2	1	5	3	25	低配
白酒	2	3	1	4	24	低配
社会服务	2	2	3	3	23	低配
工程机械	2	2	3	3	23	低配
家具家居	2	3	1	3	23	低配
电力设备	2	2	3	3	23	低配
贵金属	2	3	3	1	23	低配
煤炭	2	1	4	3	23	低配

资料来源：万得，中银证券

注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 4 月 18 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

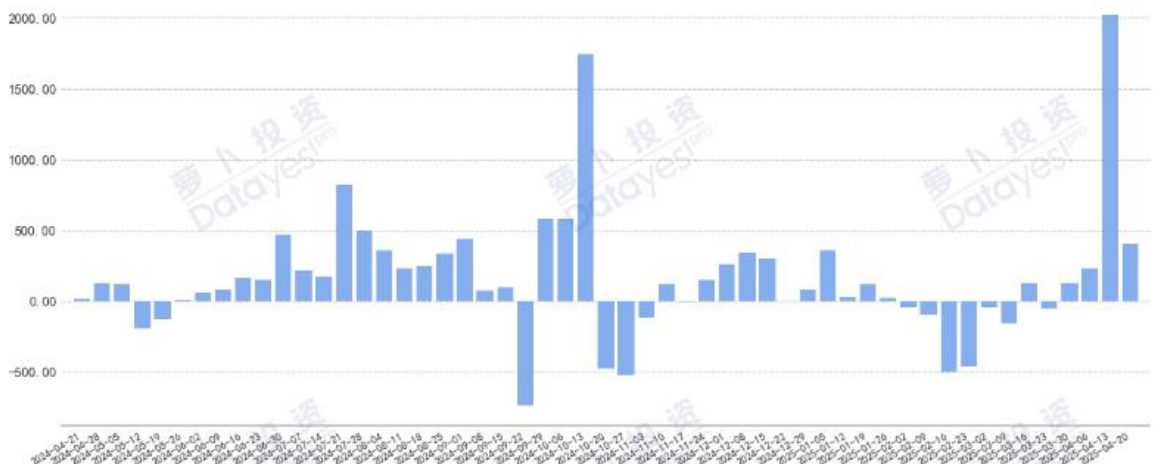
本周 A 股市场主力资金净卖出 462.61 亿元，为连续第 5 周净卖出，净卖出环比减少 884.58 亿元。具体行业上，本周资金净流入最多的行业是银行，资金净流入规模达 122.48 亿元，房地产、建筑装饰分列二、三，资金净流入规模分别是 42.56 亿元和 13.98 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、计算机和农林牧渔。本周股票型 ETF 场内净申购金额 403.34 亿元，为连续第 4 周净申购，环比减少 1617.64 亿元。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏沪深 300ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、华夏上证 50ETF、易方达沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF，集中在沪深 300/上证 50 两个核心指数；减少最多的五只 ETF 分别是易方达创业板 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、国泰中证 A500ETF、富国中证 A500ETF、华安创业板 50ETF。

图表 20. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
银行	122.48	106.22	96.39	64.31	建筑材料	(3.38)	(9.51)	(10.09)	(38.37)
房地产	42.56	25.54	(40.01)	(110.55)	社会服务	(5.20)	(24.04)	(42.66)	(46.71)
建筑装饰	13.98	(74.22)	(71.56)	(182.71)	环保	(13.03)	(48.97)	(46.38)	(101.76)
公用事业	11.97	(49.73)	(159.62)	(399.86)	钢铁	(14.17)	(44.60)	(0.14)	(9.79)
综合	11.27	5.87	(9.55)	18.66	有色金属	(26.16)	(251.73)	(246.96)	(553.47)
石油石化	10.51	(56.10)	(159.14)	(228.08)	基础化工	(37.40)	(107.53)	(290.47)	(515.27)
纺织服饰	10.12	(18.28)	(7.44)	46.22	交通运输	(38.49)	18.70	(133.70)	(203.39)
商贸零售	9.25	64.76	(48.09)	275.77	汽车	(40.37)	(336.87)	38.32	377.94
煤炭	8.23	(25.90)	(99.64)	(163.00)	医药生物	(44.25)	(101.63)	(348.91)	(1146.76)
轻工制造	7.24	(8.42)	(46.94)	45.62	国防军工	(51.80)	(170.73)	(189.75)	(494.56)
食品饮料	7.01	25.48	64.46	68.08	机械设备	(67.75)	(462.63)	(204.67)	255.74
传媒	4.72	(118.84)	(338.48)	(14.87)	电力设备	(76.10)	(448.91)	(421.42)	(383.84)
通信	3.30	(211.75)	(257.47)	(54.53)	农林牧渔	(77.91)	5.09	(97.99)	(213.85)
美容护理	(0.04)	4.51	(3.47)	(31.57)	计算机	(81.75)	(531.14)	(24.35)	(557.57)
非银金融	(0.18)	(218.74)	(359.87)	(1414.45)	电子	(144.12)	515.73	(989.44)	(1074.88)
家用电器	(3.13)	(84.43)	(138.69)	(57.99)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/4/18

图表 21. 本周股票型 ETF 单周净申购规模有所回落（单位：亿元）

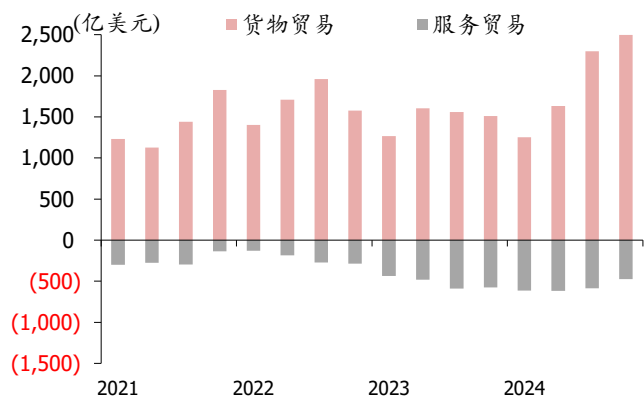


资料来源：通联数据，中银证券

4月18日，商务部印发《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》（以下简称《工作方案》）和新一轮服务业扩大开放综合试点任务清单，后续在2025年4月21日国新办将联合多部委举行新闻发布会介绍文件具体情况。本《工作方案》及后附的任务清单明确交代了新一轮服务业开放试点任务，共涵盖14个方面，涉及多个领域开放创新。**电信服务及数字产业领域，扩大增值电信业务开放**，探索数据相关创新；**医疗康养领域，推动机构、人才开放合作**，支持药品器械进口；**金融领域，扩大金融机构展业范围，深化QFLP试点等**；**商贸文旅领域，打造消费友好环境，发展多种消费业态**；**交通运输领域，加强国际区域合作，探索新联运方式**；**“两业”融合领域，加强基础工作，搭建公共服务平台**；**服务业新业态领域，依托航天、智能网联汽车等产业加快创新**；**贸易投资便利化领域，完善外贸相关工作，优化“单一窗口”**；**人才领域，便利境外人才出入境与从业**；**法治领域，创新涉外仲裁，开展法律业务合作**；**基础规范领域，完善数据、联运等制度**；**管理规范领域，推进境内外管理规范互认**；**经贸规则领域，对接国际高标准规则**；**风险防控领域，加强协同监管和重点领域风险防范**。《工作方案》强调将加快实施节奏，不区分试点地区批次，一体化推进试点任务，按“次年建制度、次年落项目”原则进行年度评估，提高任务更新频次。

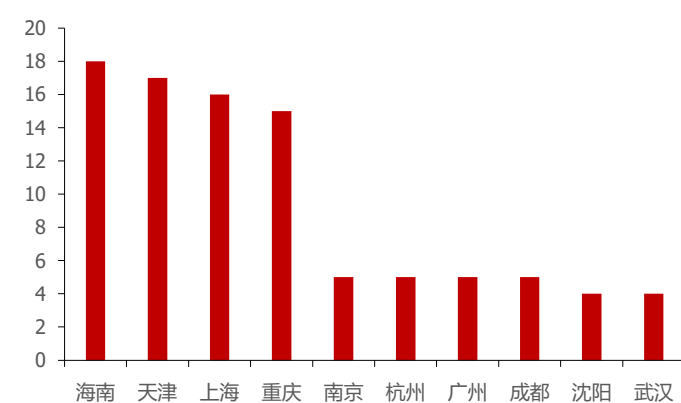
我们认为本次扩大服务业开放，促进两业融合是进一步建设更高水平开放型经济新体制的新举措，是在2024年3月《跨境服务贸易特别管理措施（负面清单）》版本基础上的进一步放宽，主要针对的电信、医疗、金融、文化等行业都是前期外资准入限制较多、重点难点亟待突破的行业。此前2024年9月制造业准入限制的负面清单已全面清零，因而本次扩大服务业开放、缩减负面清单是对上述制造业开放先行趋势的靠拢，对国际高标准经贸规则（如文件中提到的CPTTP）的进一步主动对接。2024全年中国服务贸易逆差同比增长10%至2290亿美元，为2020年以来新高，在当前特朗普启动“对等关税”，中国货物贸易顺差面临巨大的挑战的时间点，扩大服务业开放，缓解货物贸易顺差压力是适时的反制手段。落实到投资上，一是从服务贸易逆差缩减的角度，2024年逆差扩大主要贡献项是旅行服务，同比增长25%至2109亿美元，因此本轮扩大服务业开放背景下关注“外国游客入境游”主题，主要辐射出行链、酒店、景区、免税以及云南板块（东盟免签概念）；二是从区域试点词频频度统计来看，海南、天津、上海被提及次数最多，因而建议关注海南自贸区、天津自贸区以及上海自贸区板块的投资机会。

图表 22. 中国货物贸易和服务贸易项目差额情况：季



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 155 项试点清单中试点地区出现次数



资料来源：商务部，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371