

美国3月服务业带动整体经济活动好转

欧元区3月份整体经济活动加速扩张

全球
宏观

上周海外宏观数据：

3月24日，标普全球公布各主要经济体3月PMI初值：

- **美国：** 美国3月Markit制造业PMI初值为49.8，不及预期的51.8及前值52.7； Markit服务业PMI初值为54.3，高于预期及前值的51； Markit综合PMI初值为53.5，也高于预期51.3及前值51.6。从3月份数据来看，2月美国制造业PMI走强可能是由于关税政策促使制造业厂商提前生产，该短期增长是暂时的，所以美国3月份制造业PMI重新跌入萎缩区间，而随着3月天气转好，服务业活动又开始回暖，在服务业的带动下，整体经济活动好转。
- **欧元区：** 欧元区3月HCOB制造业PMI初值为48.7，高于预期的48.2及前值47.6；服务业PMI初值为50.4，低于预期的51.1及前值50.6；综合PMI初值为50.4，略低于预期的50.7，但高于前值50.2。3月欧元区的制造业低迷情况略有改善，带动综合PMI创下近7个月高位，其中德国3月制造业PMI初值为48.3，大幅高于预期的47及前值46.5，并创下31个月以来的高位，法国3月制造业PMI初值为48.9，也大幅高于预期的46.1及前值45.8。就整体经济景气度来看，德国3月综合PMI初值为50.9，处于扩张区间，并达到近10个月最高水平，但法国3月综合PMI初值仅录得47，仍处于萎缩区间。

英国3月份服务业表现超出市场预期

日本3月份制造业及服务业PMI双双下跌

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **英国：**英国3月制造业PMI初值为44.6，低于预期的47.2及前值46.9，为18个月以来最低水平；3月服务业PMI初值为53.2，显著高于预期的51及前值51；3月综合PMI初值为52，大幅高于预期的50.5及前值50.5，并创下近半年高位。从3月数据来看，英国服务业非常强劲，推动了整体经济表现超出市场预期，但英国制造业仍加速萎缩，其经济复苏的动能不够稳固。
- **日本：**日本3月制造业PMI初值为48.3，略低于前值49；服务业PMI初值为49.5，大幅低于前值53.7；综合PMI初值为48.5，也大幅低于前值52。从数据来看，3月份日本制造业PMI跌至近1年新低，高通胀也引起需求下滑进而引起服务业PMI也创下去年10月以来首次收缩，日本面临制造业持续萎缩和服务业意外收缩的“双杀”局面，整体经济又回到收缩区间。

美国3月消费者信心指数大幅下降

美国去年四季度GDP增速上修 个人消费支出下修

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：** 3月25日，根据谘商会数据显示，美国3月消费者信心指数为92.9，大幅低于预期的94及前值100.1，消费者信心指数为连续四个月下降，并创下2021年3月以来最低水平。另外，消费者现状指数由上月的138.1小幅降至134.5，消费者预期指数由上月的74.8下降9.6点至65.2，创下近十二年新低。3月28日，根据密歇根大学公布的数据显示，3月份消费者信心指数终值由初值57.9下调至57，也低于2月的64.7及预期的57.9，创下两年以来新低，此外，消费者对未来5年通胀预期终值由3.9%上升至4.1%，创下1993年初以来的最高水平，对未来1年通胀预期终值由4.9%升至5%，为2022年11月以来最高。
- **美国：** 3月27日，根据美国经济分析局发布的数据显示，美国2024年四季度实际GDP年化季环比终值为2.4%，高于早前公布的2.3%及预期的2.3%，数据上修主要因为净出口、政府支出和企业投资的向上调整，尤其是企业利润的强劲增长。2024年四季度个人消费支出（PCE）年化季环比终值由初值4.2%下修至4%，也低于预期的4.2%，但仍是2023年以来最大增幅，另外，2024年四季度核心个人消费支出（PCE）年化季环比终值由早前公布的2.7%下调至2.6%，也低于预期的2.7%。

美国2月核心PCE物价指数超预期上涨

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：** 3月28日，根据美国商务部公布的数据显示，美国2月个人消费支出（PCE）环比增长0.4%，略低于预期的0.5%，高于上月的-0.3%，2月实际PCE环比仅增长0.1%，显著低于预期的0.3%，高于上月的-0.6%。美联储关注的通胀指标核心PCE物价指数2月同比上涨2.8%，高于预期2.7%及前值2.7%，为去年12月以来新高，核心PCE物价指数2月环比上涨0.4%，也高于预期0.3%及前值0.3%，为去年年初以来新高。另外，2月份PCE物价指数同比上涨2.5%，与预期及前值持平，环比上涨0.3%，也与预期及前值持平。2月PCE数据反映美国通胀压力仍在持续，尤其是核心通胀超预期加速，2月实际消费者支出环比扭转了1月的下跌，但仍低于市场预期，表明消费者信心有所恢复但仍需进一步支持。

1—2月全国规模以上工业企业营收增长加快

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **规模以上工业企业数据：**3月27日，国家统计局公布1—2月份规模以上工业企业数据。数据显示，1—2月份，全国规模以上工业企业实现收入20.09万亿元，同比增长2.8%，增速较2024年全年加快0.7个百分点，营收继续维持增长态势。1—2月份，规模以上工业企业实现利润总额9109.9亿元，同比下降0.3%，降幅较2024年全年收窄3.0个百分点，工业企业整体利润降幅收窄，其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额同比增长13.5%，制造业实现利润总额同比增长4.8%，采矿业实现利润总额同比下降25.2%。

特朗普关税日临近 全球不确定性增强

股票

市场	指数/价格	一星期 (%)	年初至今 (%)	市盈率
主要股票指数				
标普 500指数	5580.94	-1.53	-5.11	23.87
纳斯达克100指数	19281.40	-2.39	-8.24	30.77
道琼斯指数	41583.90	-0.96	-2.26	21.88
欧洲Stoxx 50指数	5331.40	-1.70	8.89	15.74
富时100指数	8658.85	0.14	5.94	12.86
德国DAX指数	22461.52	-1.88	12.82	18.44
恒生指数	23426.60	-1.11	16.78	11.79
恒生科技指数	5506.47	-2.36	23.24	26.77
上证指数	3351.31	-0.40	-0.01	16.22
沪深300指数	3915.17	0.01	-0.50	15.91
富时中国A50指数	13411.08	0.23	-0.75	12.11
日经225指数	37120.33	-1.48	-6.95	18.96
MSCI 东盟指数	667.84	1.38	-2.00	14.71
MSCI 印度指数	2750.15	0.27	-3.30	24.24

- 上周美股市场表现糟糕，很大程度上要归因于美国总统特朗普关税政策所带来的巨大不确定性。而周五公布的经济数据同样令投资者揪心，2月核心PCE通胀同比涨2.8%、环比增0.4%，均高于预期。美国消费端动能趋弱，2月消费者支出环比增0.4%低于预期。美国密歇根大学的调查显示，2月消费者长期通胀预期创1993年来新高，同时消费者信心创逾两年新低。
- 本周4月2日“关税日”来袭，美股仍处于高度不确定性中。特朗普将关税视作谈判筹码，短期内预计态度难以软化，投资者目前可更多的关注避险资产，等待特朗普态度转向。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年03月28日

股票

- 港股上周再度回撤。港股企业基本结束3月财报季，消费类企业整体承压，反映去年下半年国内整体消费疲软。而**科技巨头在连续多年的降本增效下，整体业绩亮眼，但恒生科技指数经过一年的大牛市，估值修复较为充分**，腾讯，小米等科技企业在强劲业绩后反而有所回调。
- A股上周整体表现平平，今年以来整体表现落后于港股。这主要由于虽然两者指数的主要构成部分均为中国内地企业，但主要行业有所不同，**A股主要指数的组成部分由银行，传统消费以及制造业组成**。今年以来的牛市更多来自于科技股重估，与A股的关联度较低。A股的反转需要国内经济更多的复苏信号。
- 日本上周公布的经济数据显示日本目前存在滞涨风险。公布的日本2月CPI高达3.7%，同时日本3月综合PMI初值跌至48.5，前值52，先行指标日本3月东京CPI再度全面超预期。**日本高企的通胀推动日本的加息预期，日本10年期国债已经突破1.5%高位，日股严重依赖日本低息带来的宽裕流动性，滞涨将给日股带来压力。**

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年03月28日

全球资本市场震荡 红利资产防御之选

市场热点

- 建设银行、中国银行、交通银行、邮储银行四家银行公布定向增发预案，整体融资规模为5,200亿元，其中财政部合计出资5000亿元，剩余出资来自各家大行的主要国有股东。目前银行板块整体股息率为4.2%，较无风险利率仍有一定溢价。
- 财政部溢价增持银行，预计将给红利板块带来一定投资信心。目前港股在一轮科技牛市后估值修复较为充分，进入震荡消化阶段，而红利板块作为传统的防御板块，往往在熊市中有良好表现。目前中国十年期国债收益率仍处于低位，红利板块仍具有一定配置价值。

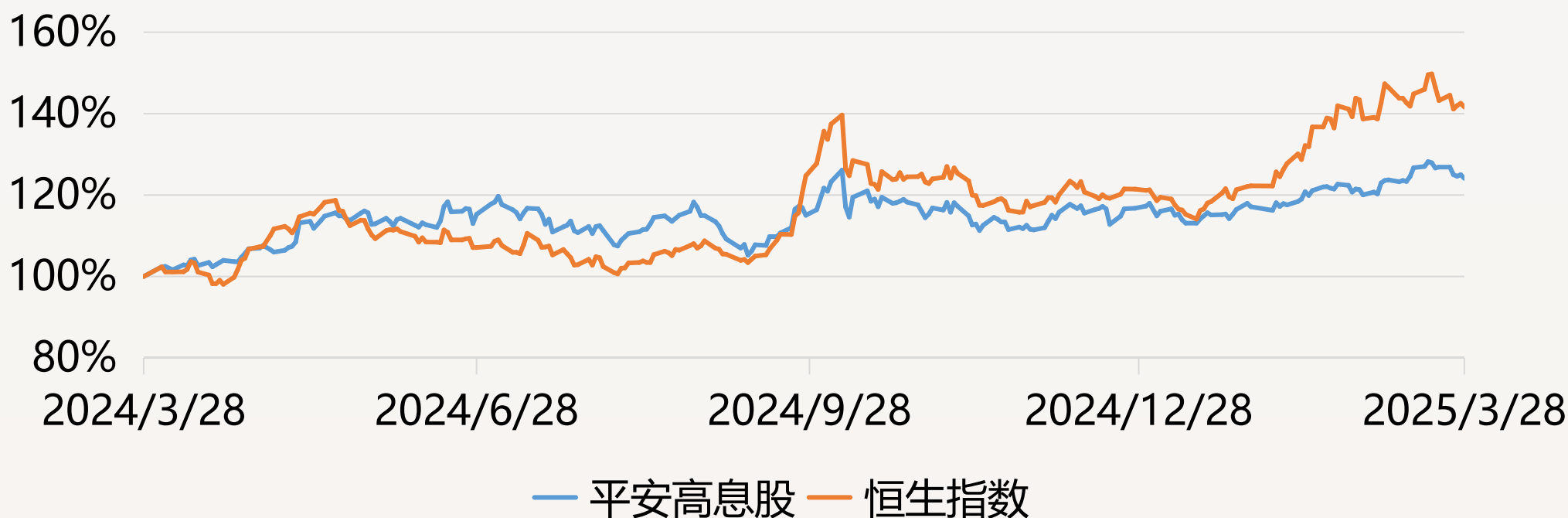
基金亮点

- **平安CSI香港高息股ETF (3070 HK)**
- 基金追踪**中证香港红利指数**，指数挑选港交所内股息率高、分红比较稳定、具有一点流动性的30只股票作为样本。
- **基金持仓集中于银行，能源等大型国有企业**：高分红率加上经营稳健，在中国利率低迷的背景下具有套利交易机会。
- **基金无论在回报率及波动率上均表现出色**：基金成立至今表现大幅优于恒指，同时回撤深度明显低于恒指。随着港股在一波上涨之后存在回调风险，红利基金可以作为防御之选。

基金

基金详情

- 平安CSI香港高息股ETF成立于2012年，成立至今累计回报高达194.65%，明显优于同期恒生指数，显示了红利策略的优越性。基金在过去一年表现逊色于恒生指数，主要由于2025年来的牛市集中在科技板块，而红利板块有所落后，但目前科技公司估值修复较为充分，整体市场有所回调。而红利板块整体回调力度较轻，作为防御板块。
- 净值对比



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2025年03月28日

- 基金绝大部分持仓业务位于中国内地，从行业分布来看，金融，能源和电讯商是核心持仓。这些行业普遍由大型国有企业经营，具有经营稳定性高，高分红等特点。具体持仓来看，基金整体集中度较高，且集中于安全性较高的国有银行。

前五大持仓	%	行业分布	%
中国银行	10.88	金融	49.01
工商银行	10.68	能源	26.25
中国移动	10.01	通讯服务	15.78
建设银行	9.93	工业	4.1
中国海洋石油	9.31	原材料	2.20

资料来源：基金2月月报，东方证券（香港）

上周美债收益率回落 国内债市有所回暖

债市

- **美国：**上周一，特朗普宣布可能给予关税减免，缓解了市场对经济衰退的担忧，美债收益率随之大幅上升，当日10年期美债收益率升至4.34%，上周二美国咨商会公布的3月消费者信心指数大幅下降，导致美债收益率大幅回落，另外，上周五密歇根大学公布的3月消费者信心指数也创下近两年新低，2月个人消费支出不及预期叠加2月通胀指标核心PCE物价指数高于预期，市场上交易员降息预期有所增强，进一步推动美债收益率回落。截至上周五，10年期美国国债收益率下跌至4.21%，2年期美国国债收益率下跌至3.91%。
- **中国：**3月末临近跨季，央行加大公开市场投放力度，上周公开市场有1.4万亿元逆回购到期，公开市场净投放3,036亿元，流动性已度过相对高压阶段，上周前半周资金面转松带动债市利率下行，上周五央行原副行长胡晓炼在2025博鳌亚洲论坛表示降准降息再等等，是正确的，何时降准降息，需要判断经济走势，受此影响，市场对于货币宽松预期有所回落，债市情绪回归谨慎，推动债市收益率小幅上行。截至上周五，中国10年期国债收益率下跌至1.80%，2年期国债收益率下跌至1.46%。

债市

➤ 上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2350.57	0.02	2.63	4.14
彭博美国公司债总回报指数	3358.13	-0.21	2.09	5.17
彭博美国企业高收益债指数	2712.00	-0.44	1.08	7.86
彭博欧洲综合总回报指数	241.71	0.25	-0.84	2.95
彭博亚洲美元投资级债券指数	196.32	-0.14	2.35	4.91
彭博亚洲美元高收益债券指数	188.52	-0.31	3.09	9.09
彭博中国综合总回报指数	274.59	0.06	-0.20	1.89
彭博中资美元债总回报指数	136.24	-0.01	2.69	5.09
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	233.88	-0.01	2.20	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	235.46	0.05	4.05	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1276.35	-0.27	2.26	6.51

市场短评

➤ 尽管上周初特朗普的关税减免言论缓解了市场对经济衰退的担忧，推动美债收益率上行，但随后公布的3月消费者信心指数大幅低于预期、2月PCE物价指数超预期上涨，引发市场投资者加注降息预期，美债收益率显著下行，上周彭博美国国债指数小幅上涨0.02%。上周初受到特朗普的关税减免言论影响，德国国债收益率有所上行，下半周又受特朗普宣布对进口汽车征收关税的影响，避险情绪升温，债券需求升温，德国国债收益率又大幅回落，上周彭博欧洲综合总回报指数上涨0.25%。上周国内债市围绕资金面及降准降息预期表现有所震荡但整体修复回暖，上周彭博中国综合总回报指数上涨0.06%。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2025年3月30日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 3月25日，小米集团发布公告，宣布以“先旧后新”方式配售8亿股，募资425亿港元，配售价格较前一日收盘价折让6.6%，该笔资金主要用于业务扩张、研发投入及其他一般用途。
- 3月27日，绿城中国公告称，张亚东因工作安排辞任执行董事及董事会主席，已于2025年3月21日提交辞呈，自3月26日起，刘成云获委任为董事会主席。经过此次变动，绿城中国董事会共5名成员，其中2名来自“中交系”。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
小米集团	XIAOMI 2.875 07/14/31	89.787	-0.05
绿城中国	GRNCH 8.45 02/24/28	102.517	-0.323

资料来源：彭博，数据截至2025年3月30日

中资境外债市场

近两周一级市场发行

发行主体	信用评级	到期日	规模	货币	初始定价 (收益率)	定价日期
郑州市金水控股集团有限公司	无	27/4/2028	2亿	美元	6.80%	24/3/2025
滨州高新区财金投资集团有限公司	无	27/3/2028	4900万	美元	6.90%	24/3/2025
瀚瑞海外投资公司	无	27/3/2028	1.8亿	美元	6%	24/3/2025
唐山国际投资(香港)有限公司	无	26/3/2028	2.66亿	人民币	6.50%	24/3/2025
Soar Wise Limited (中航国际融资租赁)	Baa1/A- (穆迪/惠誉)	28/3/2030	5亿	美元	SOFRINDEX+83	24/3/2025
Soar Wise Limited (中航国际融资租赁)	Baa1/A- (穆迪/惠誉)	28/3/2030	3亿	美元	4.625%	24/3/2025
CITIC SECURITIES FINANCE MTN (中信证券)	BBB+/Baa1/BBB+ (标普/穆迪/惠誉)	31/3/2026	5.6亿	人民币	0	24/3/2025
远东宏信有限公司	BBB- (标普)	1/10/2028	5亿	美元	6.00%	25/3/2025
江门市高新技术工业园有限公司	无	31/3/2028	6.4亿	人民币	4.20%	25/3/2025
潍坊市海洋投资集团有限公司	无	31/3/2028	2786万	美元	6.50%	25/3/2025
中国工商银行股份有限公司迪拜分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	28/2/2028	1亿	美元	SOFRINDEX+49.75	25/3/2025
Xiangyu Investment (BVI) Co., Ltd (淮安开发)	无	25/3/2028	3亿	美元	5.30%	25/3/2025
Central Plaza Development Ltd. (首创集团)	BBB-/BBB- (标普/惠誉)	7/4/2029	5亿	美元	6.80%	26/3/2025
青岛胶州湾发展集团有限公司	无	31/3/2028	2亿	美元	6.95%	26/3/2025
安庆市宜秀区美好乡村建设有限责任公司	无	1/4/2028	4500万	美元	7.60%	27/3/2025
上饶市城市运营(控股)集团有限公司	无	7/4/2028	2.7亿	人民币	6%	28/3/2025

资料来源：彭博，数据截至2025年3月30日

一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

摩根大通上调对中国股票的展望，Wendy Liu等策略师在周三的报告中将MSCI中国指数(MXCN)的看跌/基准/看涨情境目标点位从58/67/76点分别上调至70/80/89点。

正向
中国

摩根大通周二发布的一项客户调查显示，美国国债市场的净多头头寸处于五周以来的最低水平，直接多头头寸连续第三周下降。

负向
美国国债

摩根士丹利

大摩：“七巨头”似已见底 或吸引资金回流3.25 摩根士丹利分析师发布报告称，他们认为“七巨头”的前景正在改善，这也将有望对美股整体走势带来提振。

正向
美股

特朗普领导下的美国政府激进的贸易政策促使美联储官员们在上周显著下调了美国经济2025年以及2026年增长预测，高盛和摩根士丹利等华尔街巨头也作出了类似调整，这也是为何市场对于美国经济陷入“滞胀”以及最终将从滞胀步入“衰退”的预期在近期显著升温。

负向
美联储
特朗普

花旗

花旗发表研报指，泡泡玛特管理层预期2025年营业收入按年增逾50%至超过200亿元，经营指引高于该行和市场预期，相信主要由于海外业务增长前景更为乐观。目标价从120港元上调至162港元，评级“买入”

正向
泡泡玛特

高盛称，大多数投资者认可中国AI的叙事是“游戏规则改变者”(game changer)，预计AI的广泛应用将会在未来十年每年提升中国每股盈利预测2.5%，并带来潜在的逾2000亿美元的投资组合资金流入。

正向
中国

高盛

高盛分析师称，流入黄金ETF的资金“出乎意料地上涨”，投资者对对冲的新需求可能推动扩张。

正向
黄金ETF

高盛数据显示，对冲基金本周抛售的全球科技股数量为5年来第二多，仅次于2024年8月初的抛售规模，本次美国科技股占净抛售的75%。

负向
美国科技

大和

大和发表研究报告指，舜宇光学科技对今年指引持谨慎态度，尤其今年手机镜头模块(HCM)毛利率指引达8%至10%，令市场大感失望，又指智能手机补贴政策未能带来明显效益。

负向
舜宇光学科技

富国银行

富国银行预测墨西哥今年GDP将增长0.1%，并表示，受美国广泛征税的影响，墨西哥经济可能在第二季度和2025年全年陷入衰退。鉴于墨西哥经济疲软，墨西哥央行应继续保持货币宽松模式。

负向
墨西哥
比索

数据来源：格隆汇 数据截止日期：2025年03月31日

东证国际财富管理

风险揭露/免责声明

本文件所载数据只供参考之用。东方证券(香港)有限公司或其关联成员(统称「东方证券(香港)」)并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，所以投资者不应以文章中提及的内容作为投资决定的单一考虑因素。投资者于投资相关产品前应审慎评估，或连系东方证券(香港)专人咨询，确保该等产品特性与风险适合及符合其个人情况。

本文件所载资料并不拟提供予置身或居住于该等法律上限制东方证券(香港)发放此等资料之地区的人士或实体使用;及在任何地区向任何人士或实体进行申购或投资证券或投资产品的要约或游说乃属违法时,则上述资料不应视为向该等地区进行该等要约或游说。上述资料亦不拟提供作为专业意见,因此不应赖以作为专业意见。

本文件所述内容未经证券及期货事务监察委员会审阅。任何投资均带有风险，过往表现未必可作为日后表现的指引，基金单位价格可升可跌，投资者可能损失全部或部分投资金额。投资者需详细阅读并了解产品详细说明书及/或产品备忘录及/或条款说明书及其他相关文档(包括但不限于产品资料概要)(统称「产品说明书」)的内容，以获取进一步资料，包括但不限于各项风险因素、收费、税务、资产净值计算、申购及赎回条款等，请点击基金以了解更多相关风险披露声明。本文仅供专业人士使用，你应就上述资料内容谨慎行事，如对有关资料的任何内容有任何疑问，应寻求独立专业意见。

本文件内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关资料或其他因素而变动。本档内容可随时更改，东方证券(香港)并不承诺提供任何有关变更之通知。证券/投资产品过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，投资者可能蒙受所有最初存入资金的损失。

虽然本文件所载资料来自或编写自东方证券(香港)相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、完整性或可靠性, 惟东方证券(香港)不会就有关数据的遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况或由于信赖有关数据而蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。东方证券(香港)不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。未经东方证券(香港)事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表本文件所载资料。

相关关系及相关财务权益的披露

撰写本文之东方证券(香港)持牌人士及其有联系者均未拥有与此文章所提及的产品发行人或新上市申请人有关的任何财务权益；亦无担任有关发行人或新上市申请人或与其有联系的高级人员。

东方证券(香港)与本文所提及的有关产品发行人或新上市申请人无任何投资银行业务的关系，亦没拥有相等于或高于有关发行人市场资本值的1%或新上市申请人的已发行股本或已发行单位的1%。此外，受雇于东方证券(香港)或与其有联系的个人亦无担任有关发行人或新上市申请人的高级人员。

东方证券(香港)有收取由本文所提及的产品的发行人就分销本文所提及的投资产品而提供的费用、佣金或其他金钱收益。详情请参阅我们按规定在订立任何投资产品交易前或在订立任何投资产品交易时须向阁下提供的金钱收益披露，或东方证券(香港)有收取由其他人士提供的非金钱收益，或与本文所提及的产品的发行人有紧密联系或其他法律或经济关系。