

科技板块波动加剧，关注4月业绩验证窗口

——大类资产双周报（20250314-20250327）

2025年3月30日

分析师：朱定豪

SAC执业资格证书编码: S0020521120002

邮箱: zhudinghao@gyzq.com.cn

分析师：汤静文

SAC执业资格证书编码: S0020524060001

邮箱: tangjingwen@gyzq.com.cn

分析师：房倩倩

SAC执业资格证书编码: S0020520040001

邮箱: fangqianqian@gyzq.com.cn

分析师：黄轩辕

SAC执业资格证书编码: S0020524120001

邮箱: huangxuanyuan@gyzq.com.cn

联系人：黄雯瑜

邮箱: huangwenyu@gyzq.com.cn

联系人：王竞荣

邮箱: wangjingrong1@gyzq.com.cn

联系人：陈兆祥

邮箱: chenzhaoxiang@gyzq.com.cn

● 国内宏观观点

我国经济整体开局良好，政策加码下，消费端表现稳健。需求端，1-2月，社零数据表现稳中有升，汽车等商品销量数据整体表现良好，价格竞争较为激烈；投资端，1-2月，我国基础设施建设投资表现回暖，地产投资跌幅收窄，制造业投资小幅下滑；价格端，我国农产品价格整体企稳，国内油价持续下调，国际油价受特朗普关税政策影响供给预期偏紧。

● 固收市场观点

整体债市边际修复，资金面整体均衡、边际改善，本期受到税期走款导致资金面短暂收紧，跨季资金需求上升，但央行通过买断式逆回购等工具维持流动性平稳。央行延续适度宽松货币政策，通过公开市场净投放11,757亿元对冲税期扰动与季末资金需求，DR007、R007中枢稳定于1.5%附近，R007-DR007利差收窄至20bp，市场情绪维持中性。银行负债压力边际缓解，同业存单净融资5,772亿元且1M发行利率下行17bp至1.88%。利率债短端受益资金宽松（1年、10年收益率下行超5bp），期限利差陡峭化，信用债短端利差收窄，中长端承压，违约风险延续收敛。一级市场利率债供给放量（国债、地方债净融资合计7,569亿元），信用债供需两弱。当前存款准备金率与逆回购利率已处低位，FR007利率互换隐含降息预期回落至25bp，政策宽松空间受限，需警惕预期透支后的调整风险，经济修复仍需财政政策协同发力。未来需关注4月降准窗口及财政支出对超储率的补充效果，短期内利率债或延续震荡格局，建议采取防御性策略，关注短端高票息品种的配置价值。

● 权益市场观点

本期A股和港股均冲高回落，万得全A震荡微跌0.62%，恒生指数小幅反弹0.5%，市场风格向大盘价值切换，消费与周期板块（家电、石化、化工）领涨，TMT板块因高估值与交易拥挤度承压回调。随着“四月决断”窗口临近，市场转向经济数据与业绩验证，短期轮动仍是主旋律，建议关注业绩与滞涨低估方向，中期维度科技依然是主线。交易热度层面，全A日均成交额降至1.47万亿元，成长风格显著退潮，杠杆资金情绪有所回落，调研热度迁移反映市场在政策预期与基本面修复间寻求平衡。南向资金流入节奏趋缓不改配置主线，高股息银行与医药板块获持续增持。估值层面，A股整体边际估值下降，港股估值泡沫有限，依然处于值得战略性配置的区间，金融、红利板块估值性价比占优。盈利预期层面，各行业一致预期数据多数下调，反映分析师对经济复苏斜率及政策传导效率的审慎博弈。

● 海外市场观点

海外市场方面，受关税不确定性对通胀预期的扰动，本期美国国债各期限利率多数上行。美股迎来反弹，VIX指数回落，市场不确定性有所缓解。同时，一系列经济数据表明美国基本面仍具韧性，然而，美股短期反弹力度仍受制于政策不确定性对市场风险偏好的制约作用。展望后市，需重点关注4月2日对等关税措施的执行力度及债务上限问题的解决进展。10年期美债或维持窄幅震荡，而短端利率可能更受益于政策利率路径下修。对等关税的落地或推动美元短期走强，但鉴于豁免条件的存在，市场反应可能相对温和。在政策与基本面能见度不高的背景下，美元指数仍面临一定压力。

● 整体观点

需把握政策宽松与基本面修复的平衡，兼顾防御性与结构性机会。国内经济开局稳健，消费与基建投资形成支撑，但地产与制造业仍存压力，油价波动凸显外部扰动；固收市场短期内利率债或延续震荡格局，建议采取防御性策略，关注短端高票息品种的配置价值；权益市场建议关注业绩与滞涨低估方向，中期维度科技依然是主线，港股战略配置价值显现；海外市场受关税政策扰动，美债利率上行但美股反弹，美元短期或有支撑但中期压力未消。

风险提示：政策调整风险；市场波动风险；地缘政治冲击；经济数据验证风险；流动性传导风险

- 第一部分：大类资产全景观
- 第二部分：国内宏观观察
- 第三部分：固收市场观察
- 第四部分：权益市场观察
- 第五部分：海外市场观察

1

大类资产全景观

● 权益市场：

权益市场表现分化明显。本期纳斯达克指数上涨2.90%，标普500上涨3.11%，在全球范围内表现相对突出，而沪深300与日经225指数分别上涨了0.53%和2.75%。A股科技板块下跌4.73%，因交易拥挤出现短期波动，消费、医疗板块有所反弹。整体来看，国际市场表现良好，而中国市场主要受到科技股回调拖累。

● 债券市场：

国内债市边际修复。利率债和信用债本期分别上涨0.27%和0.32%，受资金面紧平衡与政策预期扰动，呈现震荡走势。可转债下跌0.46%，而10年期美债下跌0.41%，反映出市场对利率变动的敏感度增加。

● 商品市场：

黄金再创新高，原油强势反弹。本期ICE原油价格上涨4.97%，受地缘政治与供需博弈影响波动加剧，此外，COMEX黄金也上涨2.60%，突破历史新高，主因美国零售数据疲软推升降息预期与实际利率下行。整体来看，商品市场受外围因素影响，表现波动较大，不确定性增加。

● 外汇市场：

美元指数走强。美元指数本期上涨0.41%，美元避险需求上升，人民币汇率保持稳定，小幅上涨0.31%。整体来看，外汇市场波动较小，投资者对主要货币保持观望态度。资金流动相对平稳，市场情绪中性。

表：大类资产行情回顾

资产类别	资产名称	本期涨跌幅	年初至今	1月涨跌幅	3月涨跌幅	6月涨跌幅	1年涨跌幅	3年涨跌幅	5年涨跌幅
中国股票	000300.SH 沪深300	0.53%	-0.06%	-0.70%	-1.38%	10.92%	10.97%	-7.50%	6.34%
	801271.SI 周期	0.56%	3.15%	2.69%	1.88%	10.36%	6.02%	-10.80%	31.70%
	399260.SZ 先进制造	1.01%	1.99%	-2.83%	-0.35%	14.73%	12.11%	-15.21%	21.78%
	801275.SI 科技(TMT)	-4.73%	5.15%	-9.29%	0.10%	40.54%	28.44%	15.56%	11.41%
	801273.SI 消费	2.10%	1.20%	4.04%	0.07%	11.71%	1.15%	-11.44%	7.95%
	801274.SI 医药医疗	1.92%	3.95%	1.07%	1.96%	13.38%	0.66%	-27.27%	-15.45%
全球股票	000992.SH 金融地产	0.76%	-1.46%	0.11%	-2.70%	11.14%	22.59%	6.85%	2.27%
	HSI.HI 恒生指数	0.50%	17.54%	-0.88%	17.32%	18.34%	41.88%	7.44%	0.97%
	IXIC.GI 纳斯达克指数	2.90%	-7.80%	-6.66%	-11.07%	-2.12%	9.12%	25.45%	128.33%
	SPX.GI 标普500	3.11%	-3.20%	-4.41%	-5.70%	-0.91%	9.41%	25.95%	116.47%
	FTSE.GI 英国富时100	1.45%	6.03%	-0.75%	6.50%	4.60%	9.27%	16.05%	49.01%
	N225.GI 日经225	2.75%	-5.25%	-0.90%	-4.47%	-2.89%	-6.43%	34.47%	102.52%
境内债	CBA00301.CS 利率债	0.27%	-0.79%	-0.37%	-0.49%	1.63%	5.55%	15.79%	22.63%
	CBA02701.CS 信用债	0.32%	0.15%	0.20%	0.27%	1.23%	3.38%	11.70%	18.97%
	000832.CSI 可转债	-0.46%	4.03%	-1.28%	3.61%	13.87%	11.26%	7.61%	22.33%
美债	TY.CBT CBOT10年美债	-0.41%	1.59%	-0.32%	1.68%	-3.43%	-0.14%	-10.12%	-19.78%
商品	GC.CMX COMEX黄金	2.60%	16.21%	4.73%	15.64%	13.89%	40.97%	56.41%	84.85%
	B.IPE ICE布油	4.97%	-1.73%	1.78%	0.69%	3.18%	-14.34%	-36.38%	156.02%
	JUR1.WI Wind煤焦钢矿	-0.23%	-1.76%	-3.18%	-1.35%	-4.08%	-13.28%	-32.64%	0.97%
	NHO300.NHF 南华农产品指数	-0.49%	3.08%	0.41%	3.48%	0.60%	-1.80%	-8.91%	47.37%
外汇	USDX.FX 美元指数	0.41%	-3.89%	-2.10%	-3.55%	3.68%	-0.05%	5.54%	4.88%
	USDCNY.IB 美元兑人民币(CFETS)	0.31%	-0.46%	0.15%	-0.46%	3.50%	0.64%	14.06%	2.39%

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：短期（10日）全球大类资产相关性矩阵

		沪深300	深成指R	创业板指	科创50	恒生指数	标普500	欧洲斯托克50	英国富时100	日经225	10年期国债期货主力连续	10年期美国国债当月连续	美元指数	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	美元兑人民币	路透CRB商品指数	COMEX黄金当月连续	COMEX白银当月连续	布伦特原油当月连续	美小麦当月连续	美大豆当月连续	沪铜主力连续	螺纹钢主力连续	铁矿石主力连续	橡胶主力连续
国内股市	沪深300	1.00																									
	深成指R	0.92	1.00																								
	创业板指	0.94	0.98	1.00																							
	科创50	0.77	0.87	0.83	1.00																						
海外股市	恒生指数	0.69	0.83	0.75	0.79	1.00																					
	标普500	0.21	-0.12	-0.11	-0.18	-0.08	1.00																				
	欧洲斯托克50	0.39	0.27	0.32	-0.04	0.19	0.28	1.00																			
	英国富时100	0.42	0.57	0.53	0.22	0.41	-0.14	0.50	1.00																		
	日经225	-0.50	0.15	0.01	-0.14	0.28	-0.48	0.38	0.90	1.00																	
债市	10年期国债期货主力连续	0.06	0.10	0.18	0.06	-0.07	-0.32	-0.45	-0.08	-0.02	1.00																
	10年期美国国债当月连续	-0.23	-0.20	-0.12	-0.38	-0.27	-0.28	0.40	0.11	0.15	-0.29	1.00															
汇市	美元指数	-0.63	-0.63	-0.64	-0.63	-0.41	0.09	-0.58	-0.33	-0.04	0.43	-0.19	1.00														
	欧元兑美元	0.38	0.47	0.41	0.58	0.45	-0.16	0.42	0.26	0.16	-0.66	0.15	-0.89	1.00													
	英镑兑美元	0.64	0.55	0.54	0.52	0.36	0.28	0.60	0.32	-0.21	-0.62	0.16	-0.90	0.82	1.00												
	美元兑日元	0.04	0.10	-0.03	0.42	0.36	0.17	-0.48	-0.22	-0.09	-0.03	-0.88	0.13	0.10	-0.08	1.00											
	美元兑人民币	-0.30	-0.56	-0.54	-0.65	-0.61	0.61	0.12	-0.18	-0.45	-0.45	0.21	0.25	-0.23	0.06	-0.25	1.00										
商品	路透CRB商品指数	0.32	0.28	0.26	0.02	0.17	0.43	0.16	0.55	-0.14	-0.19	0.10	0.04	-0.09	0.29	-0.16	0.35	1.00									
	COMEX黄金当月连续	0.65	0.74	0.76	0.68	0.55	-0.30	0.36	0.39	-0.04	-0.24	0.39	-0.82	0.72	0.73	-0.29	-0.36	0.20	1.00								
	COMEX白银当月连续	0.64	0.61	0.65	0.61	0.20	-0.19	0.28	0.23	-0.29	-0.10	0.09	-0.85	0.65	0.72	-0.19	-0.17	-0.07	0.75	1.00							
	布伦特原油当月连续	-0.17	-0.15	-0.18	-0.02	-0.31	0.09	-0.72	-0.05	-0.39	0.41	-0.50	0.56	-0.55	-0.37	0.38	0.11	0.34	-0.48	-0.25	1.00						
	美小麦当月连续	-0.31	-0.24	-0.33	-0.27	-0.02	0.10	0.46	0.21	0.41	-0.92	0.48	-0.28	0.59	0.40	-0.10	0.39	0.16	0.13	-0.09	-0.43	1.00					
	美大豆当月连续	0.14	0.21	0.21	0.54	0.03	-0.29	-0.47	-0.29	-0.51	-0.01	0.00	-0.37	0.40	0.33	0.17	-0.21	-0.06	0.50	0.53	0.72	-0.15	1.00				
	沪铜主力连续	0.44	0.29	0.33	0.11	0.11	0.55	-0.02	0.28	-0.33	0.40	-0.40	0.23	-0.46	-0.00	0.10	0.07	0.67	-0.14	-0.13	0.59	-0.52	-0.13	1.00			
	螺纹钢主力连续	0.24	0.04	0.12	0.13	-0.26	0.30	-0.27	-0.28	-0.47	0.60	-0.61	0.12	-0.39	-0.13	0.26	-0.04	-0.16	-0.33	0.18	0.52	-0.79	0.13	0.54	1.00		
	铁矿石主力连续	0.32	0.27	0.27	0.52	0.13	0.05	-0.46	-0.31	-0.35	0.53	-0.82	-0.01	-0.10	-0.09	0.64	-0.39	-0.35	-0.16	0.24	0.47	-0.83	0.34	0.31	0.83	1.00	
	橡胶主力连续	0.25	0.12	0.23	0.31	-0.11	0.10	-0.26	-0.39	-0.46	0.56	-0.28	-0.07	-0.19	-0.00	0.12	-0.39	-0.21	0.01	0.21	0.33	-0.69	0.42	0.41	0.79	0.67	1.00

资料来源：Choice，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：中期（120日）全球大类资产相关性矩阵

		沪深300	深成指R	创业板指	科创50	恒生指数	标普500	欧洲斯托克50	英国富时100	日经225	10年期国债期货主力连续	10年期美国国债当月连续	美元指数	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	美元兑人民币	路透CRB商品指数	COMEX黄金当月连续	COMEX白银当月连续	布伦特原油当月连续	美小麦当月连续	美大豆当月连续	沪铜主力连续	螺纹钢主力连续	铁矿石主力连续	橡胶主力连续
国内股市	沪深300	1.00																									
	深成指R	0.93	1.00																								
	创业板指	0.91	0.97	1.00																							
	科创50	0.79	0.86	0.87	1.00																						
海外股市	恒生指数	0.69	0.58	0.56	0.51	1.00																					
	标普500	0.04	-0.00	0.01	-0.01	-0.02	1.00																				
	欧洲斯托克50	0.23	0.16	0.19	0.11	0.33	0.29	1.00																			
	英国富时100	-0.03	-0.07	-0.06	-0.10	0.12	0.30	0.63	1.00																		
债市	日经225	0.06	0.13	0.13	0.11	0.08	0.01	0.27	0.12	1.00																	
	10年期国债期货主力连续	-0.18	-0.14	-0.11	-0.14	-0.20	0.10	0.03	0.03	0.16	1.00																
汇市	10年期美国国债当月连续	0.03	0.00	0.04	0.01	0.07	-0.04	0.17	0.11	-0.00	0.04	1.00															
	美元指数	-0.17	-0.16	-0.19	-0.08	-0.25	-0.02	-0.17	0.13	-0.02	0.04	-0.44	1.00														
	欧元兑美元	0.14	0.15	0.17	0.07	0.23	0.01	0.12	-0.17	0.03	-0.08	0.33	-0.97	1.00													
	英镑兑美元	0.17	0.10	0.14	0.06	0.27	0.11	0.25	-0.06	0.00	0.01	0.35	-0.84	0.79	1.00												
	美元兑日元	-0.11	-0.08	-0.13	-0.07	-0.13	0.15	-0.14	0.01	0.02	0.01	-0.64	0.57	-0.41	-0.40	1.00											
商品	美元兑人民币	-0.30	-0.28	-0.27	-0.24	-0.37	0.12	-0.09	0.13	0.07	0.21	-0.17	0.48	-0.46	-0.41	0.32	1.00										
	路透CRB商品指数	0.05	-0.00	0.01	-0.06	0.04	0.10	0.05	0.00	-0.18	-0.13	-0.00	-0.13	0.10	0.16	-0.08	-0.14	1.00									
	COMEX黄金当月连续	0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.14	0.12	0.15	0.10	-0.05	-0.00	0.15	-0.23	0.19	0.28	-0.18	-0.24	0.34	1.00								
	COMEX白银当月连续	0.10	0.04	0.08	0.09	0.22	0.18	0.25	0.10	-0.03	-0.00	0.17	-0.33	0.31	0.40	-0.19	-0.19	0.25	0.78	1.00							
	布伦特原油当月连续	-0.13	-0.15	-0.14	-0.16	-0.13	0.09	-0.14	-0.01	-0.16	-0.09	-0.16	0.09	-0.10	-0.10	0.03	-0.07	0.70	0.27	0.18	1.00						
	美小麦当月连续	-0.04	-0.03	-0.05	-0.06	0.16	0.04	0.14	0.03	0.17	-0.12	0.06	-0.08	0.05	0.07	-0.12	-0.09	0.27	0.14	0.09	0.04	1.00					
	美大豆当月连续	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	0.07	0.10	-0.04	-0.13	0.01	-0.06	-0.03	-0.16	0.13	0.08	-0.10	-0.19	0.35	0.15	0.05	0.26	0.46	1.00				
	沪铜主力连续	0.36	0.35	0.30	0.23	0.29	0.12	0.20	0.09	0.15	-0.04	0.04	-0.18	0.13	0.11	-0.20	-0.36	0.06	0.12	0.10	0.04	0.13	0.06	1.00			
	螺纹钢主力连续	0.47	0.41	0.40	0.28	0.29	0.14	0.06	0.01	0.03	-0.01	0.11	-0.07	0.02	0.07	-0.10	-0.20	0.10	0.18	0.19	0.06	-0.04	0.07	0.33	1.00		
	铁矿石主力连续	0.45	0.40	0.39	0.30	0.32	0.11	-0.05	0.02	-0.00	-0.11	0.04	-0.12	0.09	0.04	-0.05	-0.18	0.12	0.19	0.21	0.09	0.00	0.14	0.28	0.83	1.00	
橡胶主力连续	0.35	0.36	0.36	0.31	0.20	0.11	0.11	0.01	0.14	-0.09	0.09	-0.08	0.04	0.08	-0.15	-0.13	-0.06	0.07	0.14	-0.05	0.01	0.11	0.33	0.30	0.31	1.00	

资料来源：Choice，国元证券研究所

表：全球大类资产相关性变化矩阵显示，国内股市与黄金白银正相关性明显增强，国内股市与美元指数负相关增强

相关性矩阵变化 (短期-中期)		沪深 300	深成指 R	创业板 指	科创50	恒生指 数	标普 500	欧洲斯 托克50	英国富 时100	日经 225	10年期 国债期 货主力 连续	10年期 美国国 债当月 连续	美元指 数	欧元兑 美元	英镑兑 美元	美元兑 日元	美元兑 人民币	路透 CRB商 品指数	COMEX 黄金当 月连续	COMEX 白银当 月连续	布伦特 原油当 月连续	美小麦 当月连 续	美大豆 当月连 续	沪铜主 力连续	螺纹钢 主力连 续	铁矿石 主力连 续	橡胶主 力连续
国内股市	沪深300	0.00																									
	深成指R	-0.02	0.00																								
	创业板指	0.03	0.01	0.00																							
	科创50	-0.03	0.01	-0.04	0.00																						
	恒生指数	0.00	0.25	0.19	0.28	0.00																					
海外股市	标普500	0.17	-0.11	-0.12	-0.17	-0.07	0.00																				
	欧洲斯托克50	0.16	0.11	0.12	-0.15	-0.14	0.00	0.00																			
	英国富时100	0.44	0.64	0.60	0.32	0.29	-0.45	-0.13	0.00																		
	日经225	-0.55	0.02	-0.12	-0.25	0.20	-0.49	0.11	0.78	0.00																	
债市	10年期国债期货主力连续	0.24	0.25	0.30	0.20	0.13	-0.42	-0.48	-0.11	-0.18	0.00																
	10年期美国国债当月连续	-0.26	-0.20	-0.16	-0.39	-0.34	-0.24	0.23	0.00	0.15	-0.33	0.00															
汇市	美元指数	-0.46	-0.47	-0.45	-0.55	-0.16	0.11	-0.41	-0.46	-0.01	0.39	0.25	0.00														
	欧元兑美元	0.23	0.32	0.24	0.51	0.22	-0.18	0.30	0.42	0.13	-0.58	-0.18	0.07	0.00													
	英镑兑美元	0.46	0.44	0.41	0.46	0.08	0.17	0.35	0.38	-0.21	-0.63	-0.19	-0.07	0.03	0.00												
	美元兑日元	0.15	0.19	0.10	0.48	0.49	0.02	-0.34	-0.23	-0.11	-0.04	-0.24	-0.44	0.51	0.32	0.00											
	美元兑人民币	0.00	-0.28	-0.27	-0.40	-0.23	0.49	0.21	-0.31	-0.52	-0.66	0.39	-0.22	0.24	0.47	-0.56	0.00										
商品	路透CRB商品指数	0.27	0.28	0.25	0.08	0.13	0.33	0.11	0.55	0.04	-0.06	0.10	0.17	-0.19	0.13	-0.08	0.49	0.00									
	COMEX黄金当月连续	0.64	0.76	0.77	0.70	0.41	-0.42	0.21	0.29	0.02	-0.24	0.24	-0.60	0.53	0.46	-0.11	-0.11	-0.14	0.00								
	COMEX白银当月连续	0.53	0.57	0.57	0.52	-0.02	-0.37	0.03	0.13	-0.25	-0.10	-0.08	-0.52	0.34	0.32	0.00	0.02	-0.33	-0.04	0.00							
	布伦特原油当月连续	-0.04	0.00	-0.04	0.14	-0.18	0.00	-0.58	-0.04	-0.23	0.50	-0.34	0.48	-0.44	-0.27	0.35	0.18	-0.36	-0.76	-0.43	0.00						
	美小麦当月连续	-0.26	-0.21	-0.28	-0.20	-0.18	0.06	0.32	0.18	0.25	-0.81	0.42	-0.20	0.54	0.33	0.01	0.48	-0.11	-0.01	-0.18	-0.47	0.00					
	美大豆当月连续	0.15	0.23	0.24	0.55	-0.04	-0.39	-0.43	-0.15	-0.52	0.05	0.03	-0.21	0.27	0.25	0.27	-0.02	-0.41	0.35	0.48	0.46	-0.61	0.00				
	沪铜主力连续	0.08	-0.05	0.03	-0.11	-0.18	0.42	-0.23	0.20	-0.49	0.43	-0.44	0.41	-0.59	-0.11	0.30	0.43	0.61	-0.26	-0.23	0.55	-0.65	-0.20	0.00			
	螺纹钢主力连续	-0.23	-0.37	-0.28	-0.15	-0.55	0.17	-0.33	-0.29	-0.50	0.61	-0.72	0.19	-0.41	-0.19	0.35	0.17	-0.27	-0.51	-0.01	0.46	-0.76	0.06	0.21	0.00		
	铁矿石主力连续	-0.13	-0.13	-0.13	0.21	-0.18	-0.05	-0.41	-0.33	-0.35	0.64	-0.87	0.11	-0.20	-0.13	0.68	-0.21	-0.47	-0.34	0.04	0.39	-0.83	0.20	0.03	0.00	0.00	
	橡胶主力连续	-0.10	-0.24	-0.13	0.00	-0.30	-0.01	-0.37	-0.40	-0.60	0.65	-0.37	0.02	-0.23	-0.08	0.27	-0.26	-0.15	-0.07	0.07	0.38	-0.70	0.31	0.08	0.49	0.36	0.00

2

国内宏观观察

我国经济整体开局良好，政策加码下，消费端表现稳健。需求端，1-2月，社零数据表现稳中有升，汽车等商品销量数据整体表现良好，价格竞争较为激烈；投资端，1-2月，我国基础设施建设投资表现回暖，地产投资跌幅收窄，制造业投资小幅下滑；价格端，我国农产品价格整体企稳，国内油价持续下调，国际油价受特朗普关税政策影响供给预期偏紧。

需求端，我国社零数据表现稳中有升。1—2月份，我国社会消费品零售总额8.37万亿元，同比+4.0%，增速较2024全年水平+0.5pct。从高频数据上看，汽车等商品销量表现良好，截至3月23日，乘用车日均销量（当周，厂家零售）5.46万辆，同比+8%，乘用车日均销量（当周，厂家批发）6.39万辆，同比+1%。

投资端：基建表现回暖，地产跌幅收窄，制造业小幅下滑。1-2月份，全国固定资产投资5.26万亿元，同比+4.10%，增速较2024全年水平+0.9pct。其中，基建投资表现回暖，1-2月份，全国基建投资1.69万亿元，同比+9.95%，增速较2024全年水平+0.76pct。制造业投资小幅下滑，1-2月，全国制造业投资同比+9.0%，增速较2024全年水平-0.2pct。地产投资跌幅收窄，1-2月份，全国房地产开发投资完成额1.07万亿，同比-9.80%，跌幅较2024全年水平收窄0.8pct。

价格端：我国农产品批发价格水平近期整体企稳，鸡蛋价格承压；国内油价持续下调，国际油价受特朗普关税政策影响供给预期偏紧。截至3月27日，我国农产品批发价格指数为119.11，近期整体呈企稳态势。我国鸡蛋批发价分别为8.05元/公斤，较两周前水平价格水平-3.36%，我国鸡蛋市场供给水平充裕，节后需求下降，价格承压。截至3月27日，美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)、英国布伦特Dtd价格回升，现货价分别为69.92、74.55美元/桶，较两周前水平分别+4.08%/+4.02%，这主要受特朗普出台对委内瑞拉石油关税政策影响，全球石油供应未来预期偏紧。国内油价连续下调，截至3月20日，95号、92汽油市场分别为价8747.50元/吨、8465.0元/吨，较2月28号价格水平-3.85%、-3.82%。

近期政策：国外，特朗普关税政策及各国反制措施持续升级加码，国内方面，国家统计局发布1-2月经济数据，我国经济开局良好。

表：近期重点政策跟进

发布时间	主题	政策/公告	内容概括
2025年3月16日	政策	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	旨在以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。《方案》提出七大行动，即城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动。
2025年3月17日	经济	国家统计局发布经济数据《1-2月份国民经济起步平稳发展态势向新向好》	1-2月，我国经济延续回升向好态势，工业生产、消费投资等主要指标增速稳中有升，新动能培育壮大，发展质量稳步提升。
2025年3月23日	经济	中国发展高层论坛2025年年会	国务院发展研究中心主办，主题为“全面释放发展动能，共促全球经济稳定增长”。国务院总理李强出席开幕式并发表主旨演讲，强调中国经济的稳定增长和开放合作决心。
2025年3月22日	政策	国务院实施《中华人民共和国反外国制裁法》的规定	日益复杂动荡的国际环境背景下，我国曾于2021年出台《中华人民共和国反外国制裁法》（“《反制裁法》”），为我国反制外国不当制裁提供了法律框架。
2025年3月25日	关税	美国对委内瑞拉征收“二级关税”	当地时间周一（3月25日）。美国总统特朗普在社交媒体上宣布，鉴于多个原因，美国将对委内瑞拉征收所谓“次级关税”（Secondary Tariff）。
2025年3月27日	关税	汽车关税	美国时间3月26日，美国总统特朗普在椭圆形办公室宣布，将对所有不在美国本土制造的汽车，以及特定汽车零部件加征最高25%关税。

资料来源：人民政府网，国家统计局，外交部，白宫官网，国元证券研究所整理

表：核心宏观指标跟踪表

一级指标	二级指标	三级指标	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
消费	消费	社零总额：累计同比 (%)	4.00	-	3.50	3.50
		城镇调查失业率：当月 (%)	5.40	5.20	5.00	5.10
投资	投资	固定资产投资：累计同比 (%)	4.10	-	3.20	3.30
		房屋新开工面积：累计同比 (%)	-29.60	-	-23.00	-23.00
		房屋竣工面积：累计同比 (%)	-15.60	-	-27.70	-26.20
		商品房销售面积：累计同比 (%)	-5.10	-	-12.90	-14.30
		商品房销售额：累计同比 (%)	-2.60	-	-17.10	-19.20
进出口	进出口	出口金额：累计同比 (%)	-8.40	-	1.10	-
		进口金额：累计同比 (%)	2.30	-	5.90	-
生产端	制造业PMI	制造业PMI (%)	50.20	49.10	50.10	50.30
	非制造业PMI	商务活动 (非制造业PMI, %)	50.40	50.20	52.20	50.00
价格	CPI	CPI：当月同比 (%)	-0.70	0.50	0.10	0.20
		——食品 (CPI：当月同比, %)	-3.30	0.40	-0.50	1.00
		——非食品 (CPI：当月同比, %)	-0.10	0.50	0.20	0.00
		——居住 (CPI：当月同比, %)	0.10	0.10	0.10	-0.10
		——交通和通信 (CPI：当月同比, %)	-2.50	-0.60	-2.20	-3.60
		——教育文化和娱乐 (CPI：当月同比, %)	-0.50	1.70	0.90	1.00
		——医疗保健 (CPI：当月同比, %)	0.20	0.70	0.90	1.10
		——核心CPI (CPI：当月同比, %)	-0.10	0.60	0.40	0.30
	PPI	PPI：全部工业品：当月同比 (%)	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50
金融	金融	M1：当月同比 (%)	0.10	0.40	1.20	-0.70
		M2：当月同比 (%)	7.00	7.00	7.30	7.10
		社融：当月值 (亿元)	3071.89	9713.28	3905.71	3219.60
		社融：存量同比 (%)	8.20	8.00	8.00	7.80

资料来源：Wind, 国元证券研究所

社零数据表现稳中有升。1—2月份，我国社会消费品零售总额8.37万亿元，同比+4.0%，增速较2024全年水平+0.5pct。从结构上来看，汽车类商品零售额6893亿元，同比-4.4%，增速较2024全年水平-3.9pct，对社零表现形成拖累；除汽车以外的消费品零售额7.68万亿元，同比+4.8%，增速较2024全年水平+1.0pct。

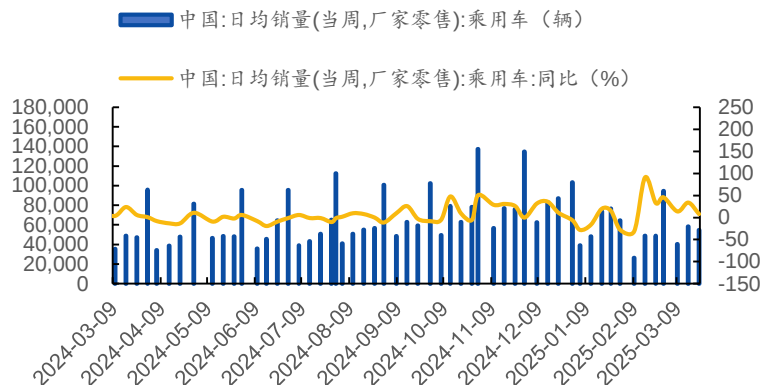
汽车销售整体呈量增价减态势。截至3月23日，乘用车日均销量（当周，厂家零售）5.46万辆，同比+8%，乘用车日均销量（当周，厂家批发）6.39万辆，同比+1%。对比去年同期，乘用车日均销售数据（当周，包括厂家零售和批发渠道）已连续6周表现优于去年同期，保持较快增速；从趋势上看，乘用车日均销量（当周，包括厂家零售和批发渠道）增速有所减放缓，从高双位数增速回落至个位数增速；从结构上看，乘用车日均销量（当周）零售端增速连续两周高于批发端，汽车零售端需求开始发力。从价格端来看，进入2025年以来，多家厂商策略优先保“量”，价格战仍然激烈，乘用车价格水平持续承压。

表：社零数据及其细分指标表现

指标	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
社零总额：累计同比（%）	4.00	-	3.50	3.50
——除汽车以外的商品零售额：累计同比（%）	4.80	-	3.80	3.70
——汽车类商品零售额：累计同比（%）	-4.40	-	-0.50	-0.70

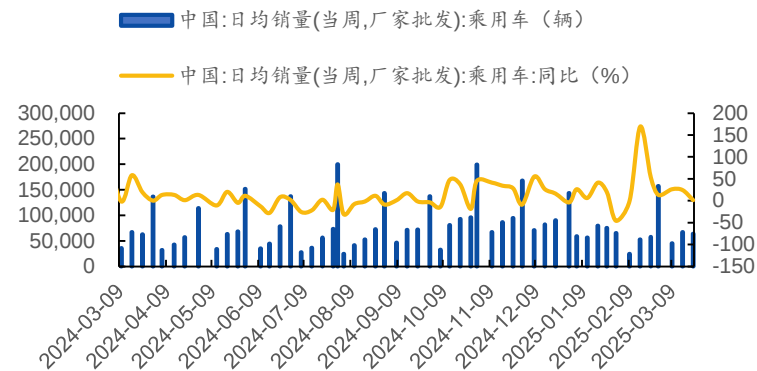
资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

图：截至3月23日，乘用车日均销量（当周，厂家零售）同比+8%



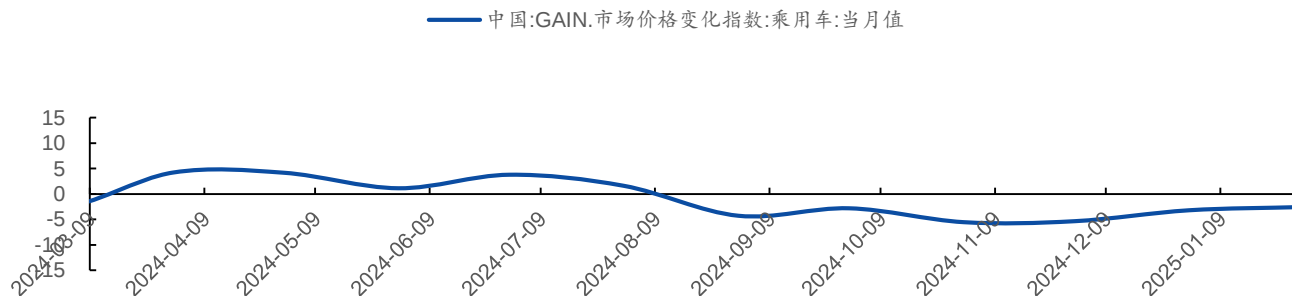
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：截至3月23日，乘用车日均销量（当周，厂家批发）同比+1%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：乘用车价格水平下行压力大



资料来源：Wind，国元证券研究所

固定资产投资：基建表现回暖，地产跌幅收窄，制造业小幅下滑。1-2月份，全国固定资产投资5.26万亿元，同比+4.10%，增速较2024全年水平+0.9pct。其中，基建投资表现回暖，1-2月份，全国基建投资1.69万亿元，同比+9.95%，增速较2024全年水平+0.76pct。制造业投资小幅下滑，1-2月份，全国制造业投资同比+9.0%，增速较2024全年水平-0.2pct。地产投资跌幅收窄，1-2月份，全国房地产开发投资完成额1.07万亿，同比-9.80%，跌幅较2024全年水平收窄0.8pct。

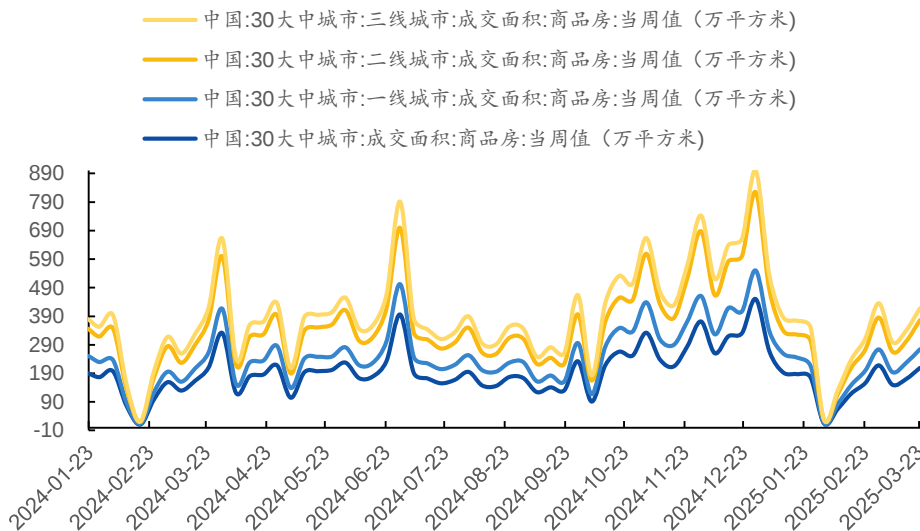
一线城市商品房销售高频数据环比、同比均有改善。截至3月23日，全国30大中城市商品房成交面积环比改善，其中一线城市/二线城市/三线城市销售面积（当周值）分别为65.34/102.30/41.38万平米，较上周环比+14.96%/+35.79%/+8.46%，较去年同期同比+23.07%/-10.44%/-4.91%。

表：投资数据及其细分指标表现

指标	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
固定资产投资：累计同比（%）	4.10	-	3.20	3.30
——制造业投资：累计同比（%）	9.00	-	9.20	9.30
——基建投资：累计同比（%）	9.95	-	9.19	9.39
——房地产投资：累计同比（%）	-9.80	-	-10.60	-10.40

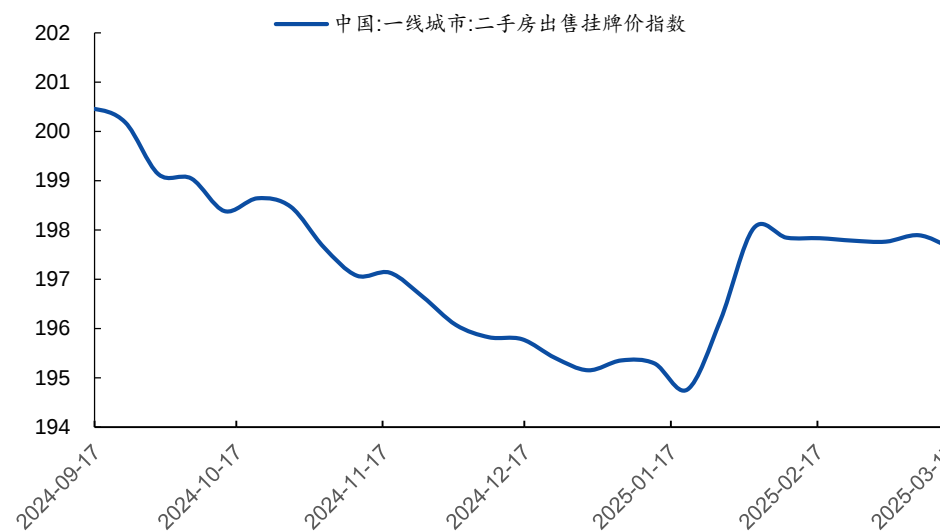
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：全国30大中城市商品房成交面积环比改善



资料来源：Wind，国元证券研究所

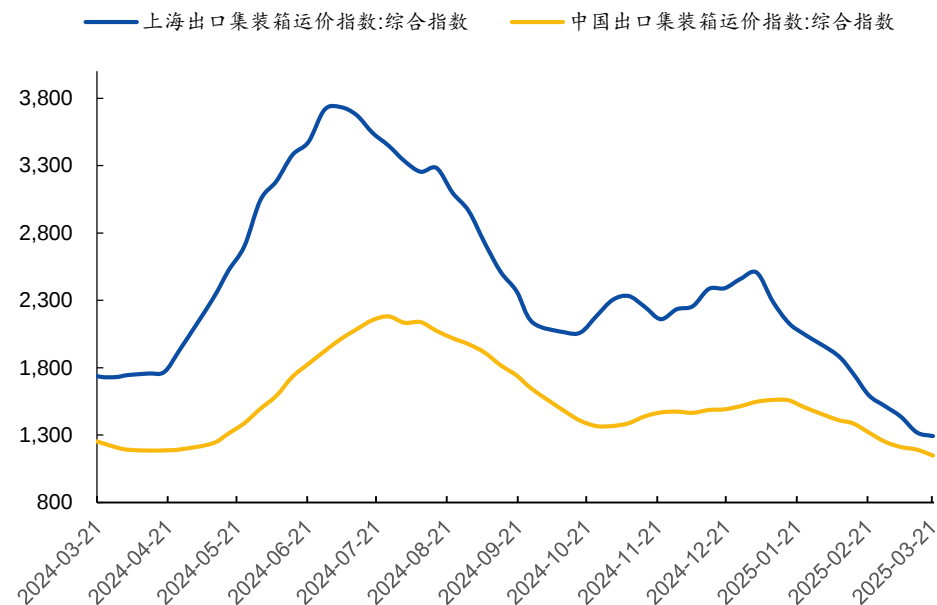
图：全国一线城市二手房出售挂牌指数近期趋稳



资料来源：Wind，国元证券研究所

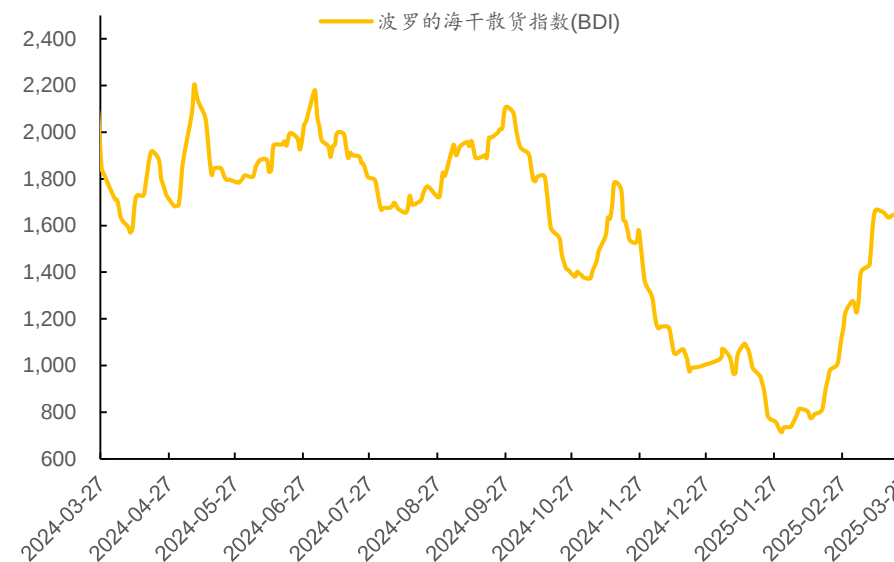
从进出口方面高频数据表现上：截至3月21日，中国出口集装箱运价指数以及上海出口集装箱运价指数整体仍呈下行态势。截至3月27日，波罗的海干散货指数报收1621点，有所回升。

图：主要集装箱运价指数1月以来下行态势不变（截至3月21日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

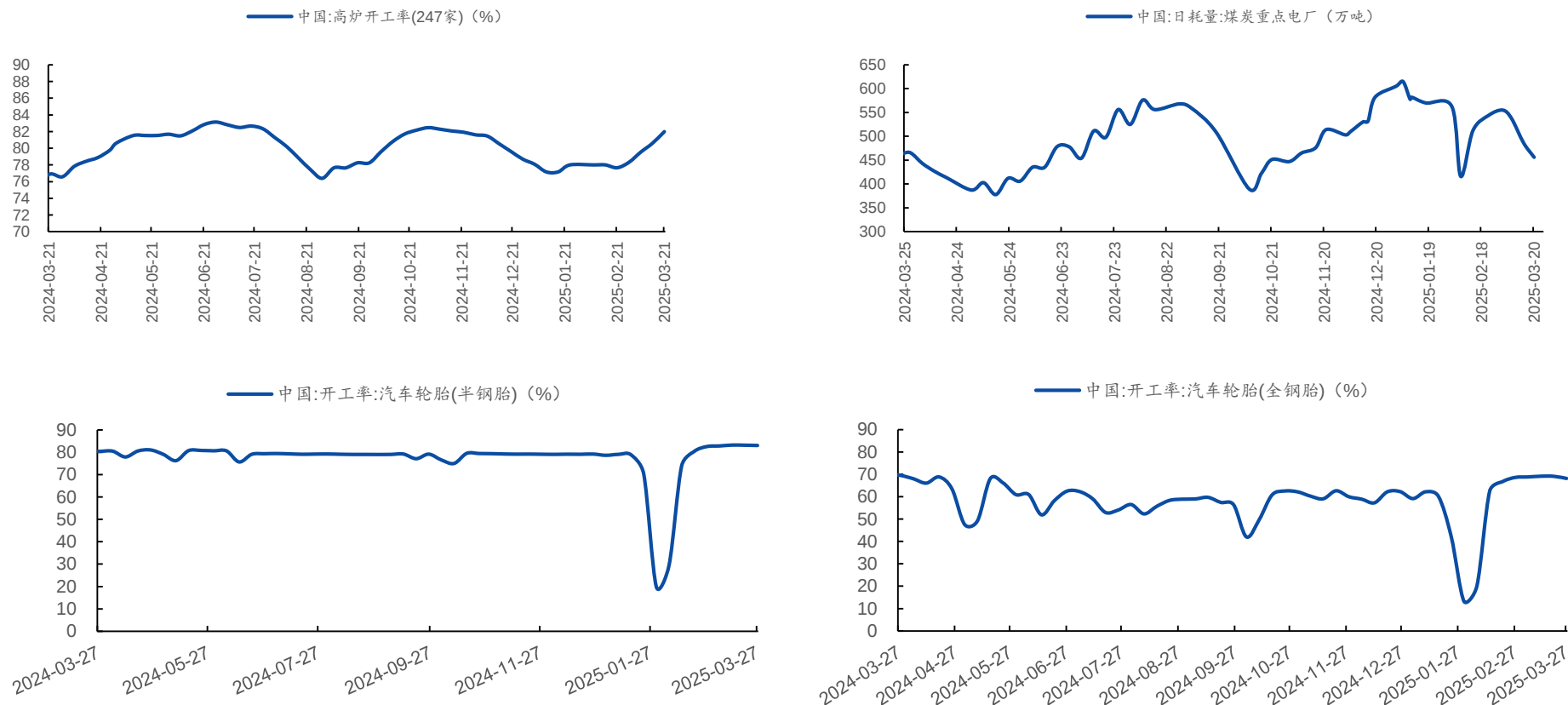
图：波罗的海干散货指数水平有所回升（截至3月27日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

生产端高频数据表现上：开工率数据表现分化，煤炭重点电厂日耗量下行。截至3月21日，高炉开工率为81.98%，连续5周稳步回升，较两周前水平+2.45pct。汽车轮胎开工率节后整体呈持续企稳态势，近两周小幅下行，截至3月27日，全钢胎开工率为68.11%，较两周前水平-1.00pct；半钢胎开工率为82.99%，较两周前水平-0.18pct。截至3月20日，煤炭重点电厂日耗量456.0万吨，近5周呈持续下行态势。

图：开工率数据表现分化



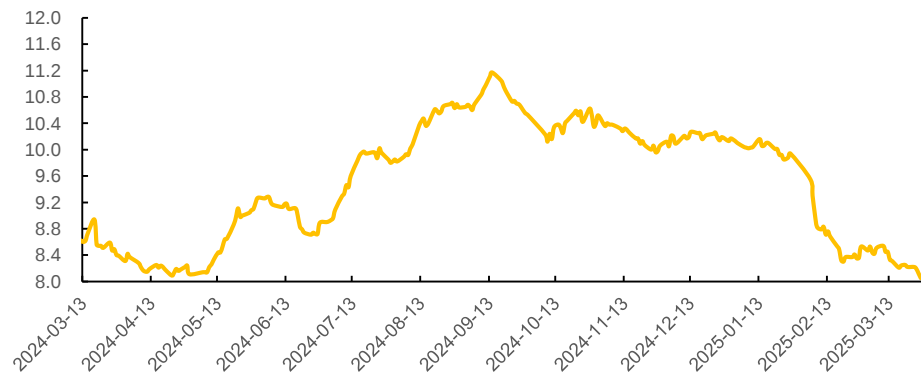
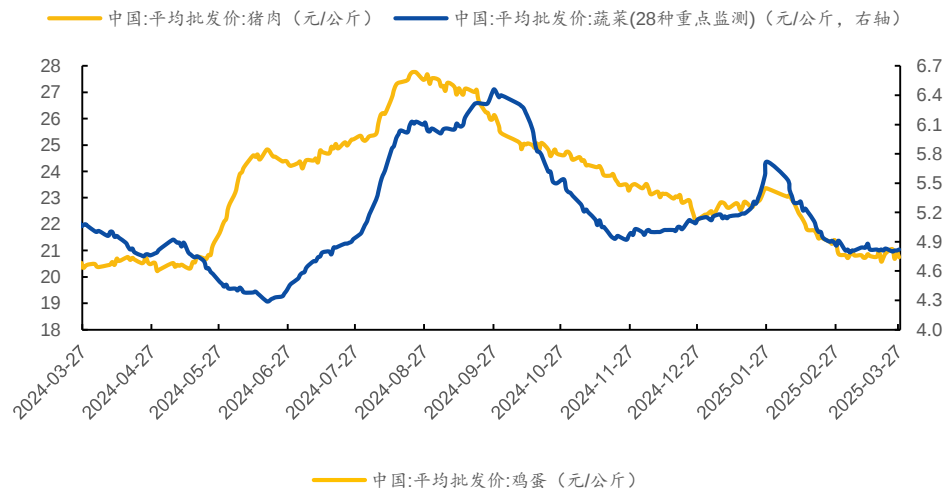
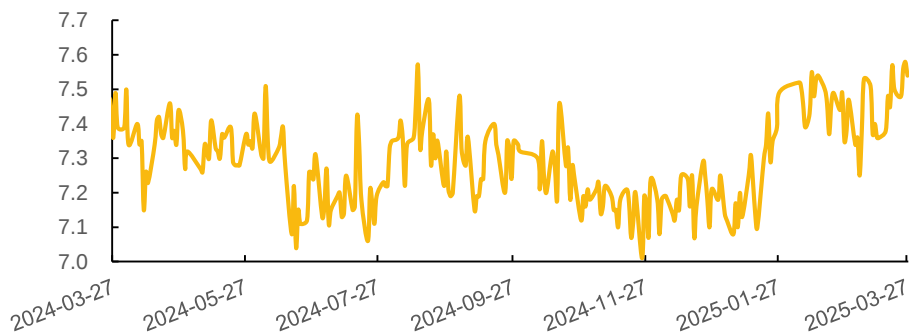
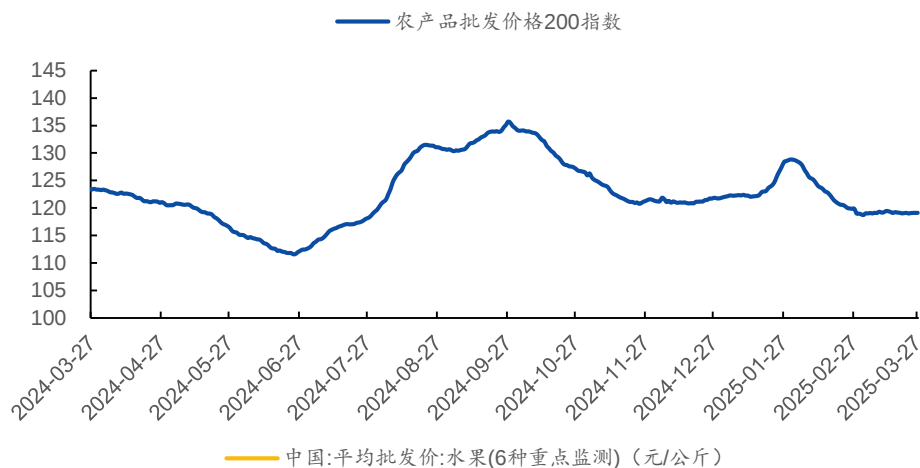
资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



从物价方面高频数据表现上：我国农产品批发价格水平近期整体企稳，鸡蛋价格承压。截至3月27日，我国农产品批发价格指数为119.11，近期整体呈企稳态势。我国鸡蛋批发价分别为8.05元/公斤，较两周前水平价格水平-3.36%，我国鸡蛋市场供给水平充裕，节后需求下降，价格承压。

图：农产品价格水平近期整体企稳，鸡蛋价格承压

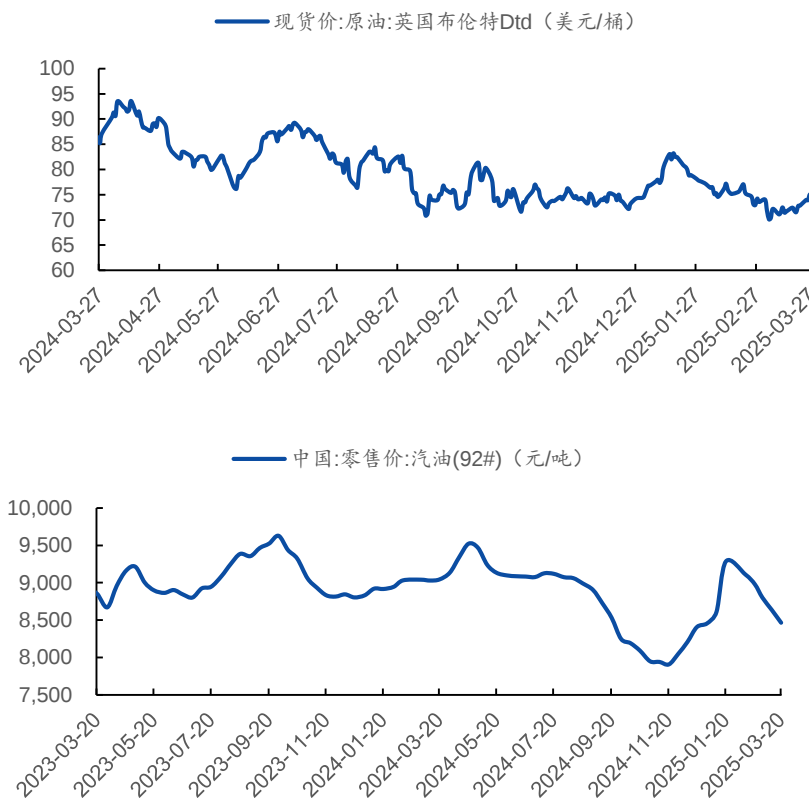
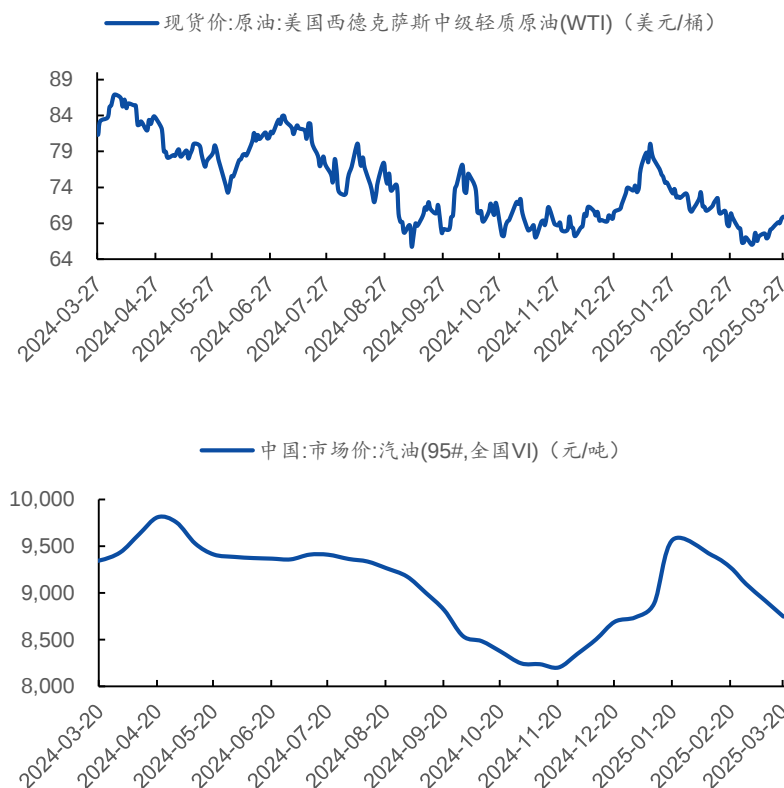


资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

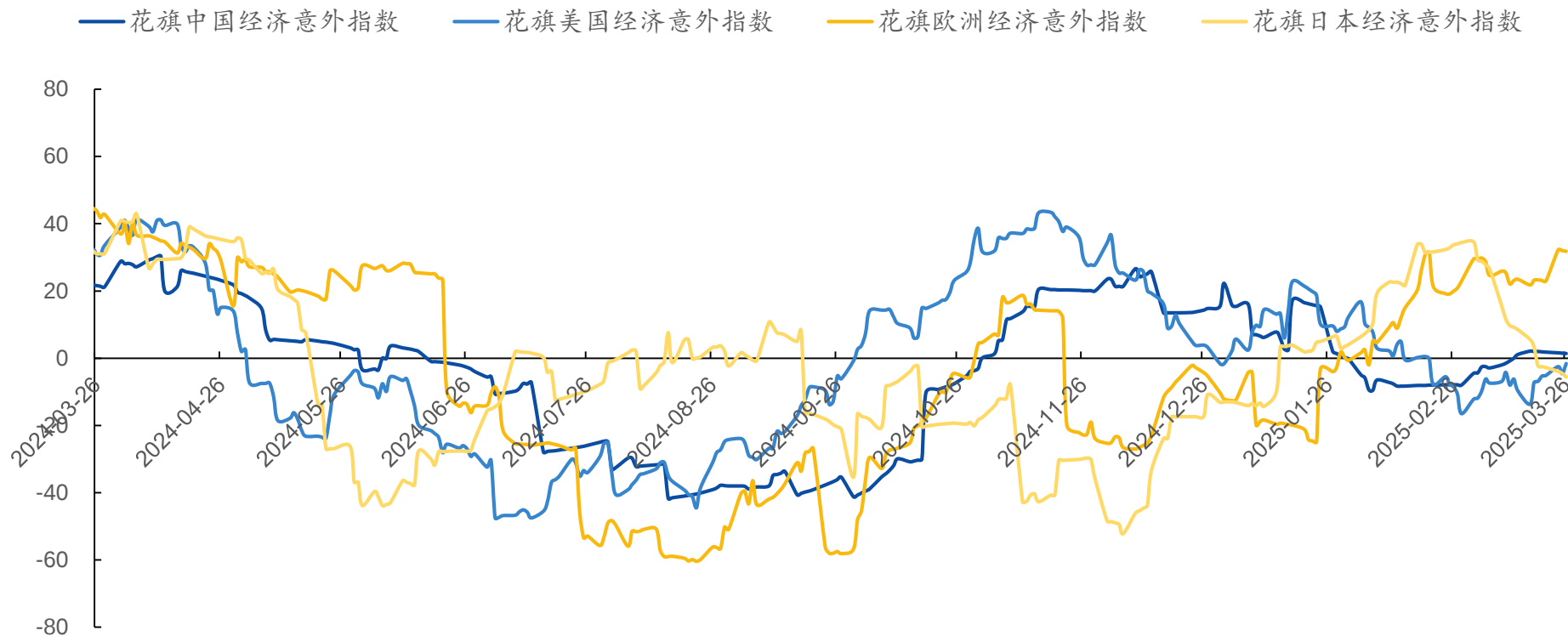
从物价方面高频数据表现上：国际原油价格回升，国内油价持续下调。截至3月27日，美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)、英国布伦特Dtd价格回升，现货价分别为69.92、74.55美元/桶，较两周前水平分别+4.08%/+4.02%，这主要受特朗普出台对委内瑞拉石油关税政策影响，全球石油供应未来预期偏紧。国内油价连续下调，截至3月20日，95号、92汽油市场分别为价8747.50元/吨、8465.0元/吨，较2月28号价格水平-3.85%、-3.82%。

图：国际原油价格小幅回升，国内油价连续下调



从经济指数高频数据表现上：截至3月26日，花旗中国经济意外指数节后呈持续回升态势。

图：花旗中国经济意外指数近期呈持续回升态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

3

固收市场观察

央行延续货币政策适度宽松立场，在3月18日的第一季度例会上明确，将继续实施适度宽松的货币政策，择机降准降息以保持流动性充裕，并强化逆周期调节，2月金融数据显示信贷需求疲弱，短期内资金面有望维持宽松，利好债市，长期来看经济修复仍需流动性支持，信用周期暂未止跌，依赖财政进一步发力，宽货币仍然有较大持续必要，但当前存款准备金率与逆回购利率已处低位，进一步宽松空间有限，需警惕预期透支后的回调风险。

● 货币市场：

资金面整体均衡、边际改善，本期受到税期走款导致资金面短暂收紧，跨季资金需求上升，但央行通过买断式逆回购等工具维持流动性平稳。央行操作方面，本期央行公开市场净投放11757亿元，上期净回笼7212亿元；资金利率方面，DR007、R007变动+29bp、+47bp，临近季末（3月末），短期流动性需求上升，但央行通过公开市场操作维持市场平稳，R007-DR007利差边际扩大至20bp，但相对年初的200bp，目前资金面较为均衡稳定，OMO利率维持1.5%；银行负债压力方面，本期同业存单净融资环比上行，同业存单发行17906.7亿元，偿还15997.8亿元，净融资5772.4亿元，本期存单1M发行利率1.88%，较上期变化-17bp，一级市场发行成本有所降低，但二级存单市场因供需矛盾仍然承压，6个月Shibor利率下行7bp。市场情绪方面，3月27日民生银行资金情绪指数达46.7（中性区间），3月13日为46.6，相对前期资金情绪无明显变化。从市场活跃度来看，本期10Y国开债活跃券成交量边际上升，反映市场交易热度有所提升；从利率交换工具来看，当前1年期FR007利率互换隐含的降息预期继续边际回落，从30bp减少至25bp左右。

● 二级市场：

长端冲高回落，整体债市边际修复，波动较为剧烈。利率债方面，本期1年、10年下行超5bp，资金面边际宽松支撑短端利率下行，未来需关注央行对资金利率的引导，若持续宽松或进一步压低短端。国债曲线边际走陡，30年与10年国债利差边际提升至20.39bp，10年期与1年国债利差维持在27bp左右；信用债方面，受资金面平稳影响，短端利差普遍下行，中长久期信用债受利率波动影响较大。本期新增1只实质违约债券，债券市场延续了2024年信用风险收敛的趋势。

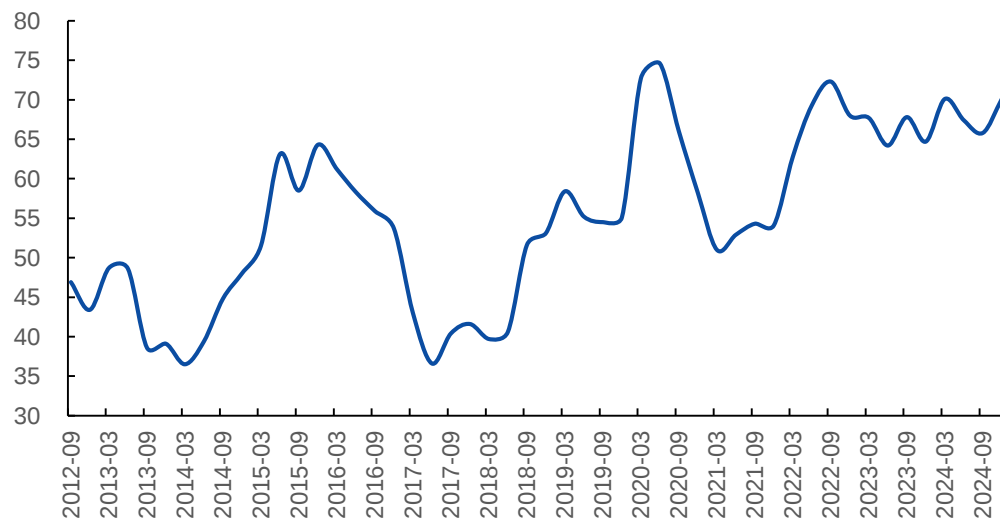
● 一级市场：

利率债，供给放量，本期国债与地方债净融资规模较大，分别为3647.3和3921.55亿元，显示供给力度较强，地方政府债务置换节奏明显加快；信用债，供需两弱，整体净融资规模收缩，本期公司债和企业债均净回笼，一级市场融资成本较高；存单市场，本期净融资规模达到5772.4亿元，季末续发压力较大。

- 货币信用周期是短期利率走势的核心驱动变量。宽货币紧信用阶段债市收益率往往会下行。
- 信用周期暂未止跌，传统运行规律趋于失效，依赖财政进一步发力。

图：货币周期处于宽松状态

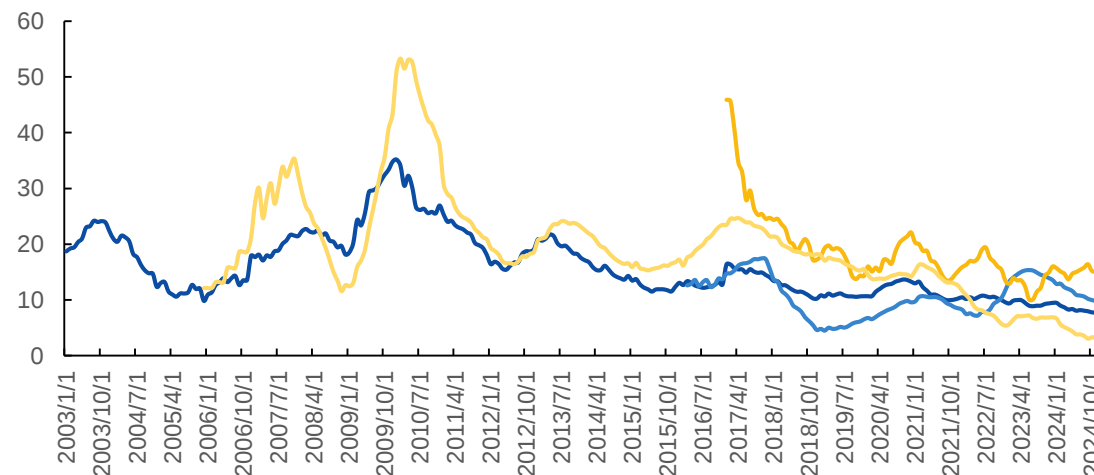
中国:银行家问卷调查:货币政策感受指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：信用周期处于收缩状态，仅政府部门扩张

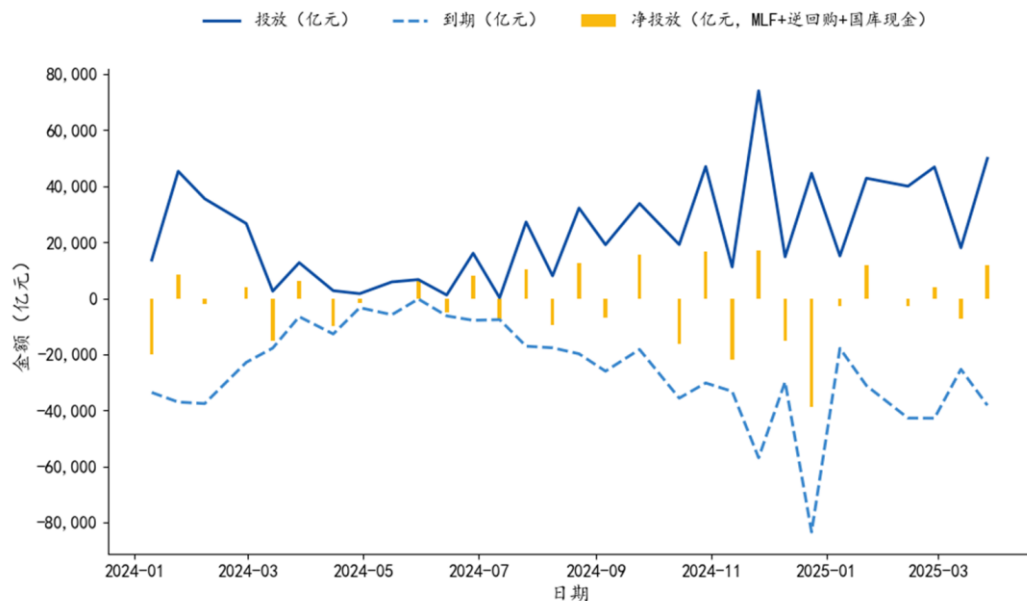
- (总信用周期) 中国:社会融资规模存量:同比%
- (企业部门) 企业中长期贷款&委托贷款&信托贷款:同比%
- (政府部门) 中国:社会融资规模存量:政府债券:同比%
- (居民部门) 中国:金融机构:本外币:资金运用:各项贷款:境内贷款:住户贷款:同比%



资料来源：Wind，国元证券研究所

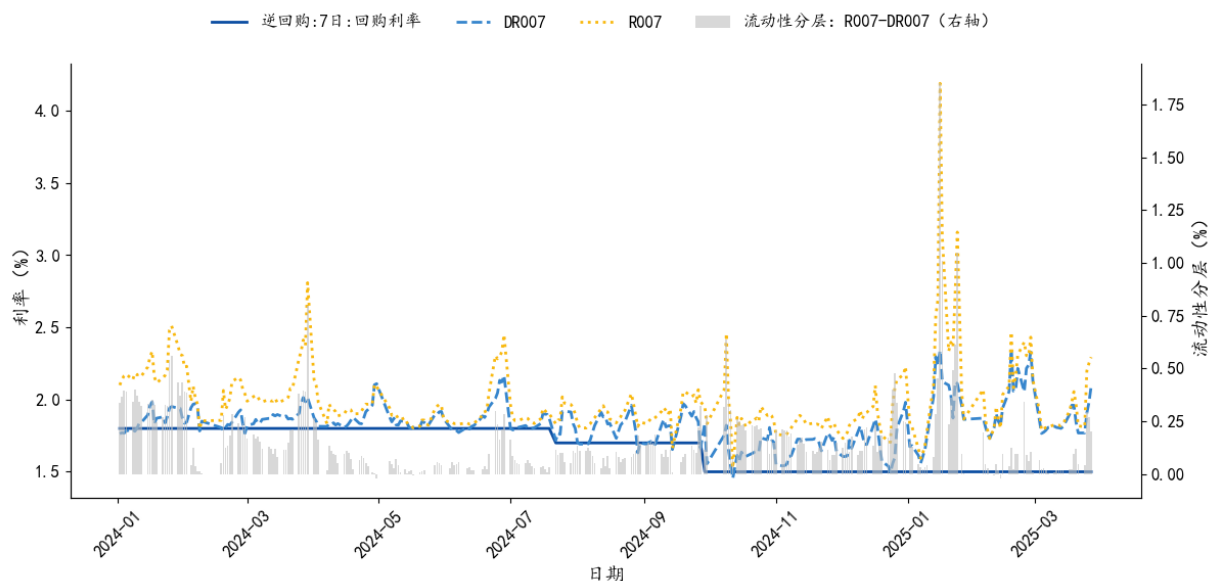
- 本期央行公开市场净投放11757亿元，上期净回笼7212亿元；
- DR007、R007变动+29bp、+47bp，临近季末（3月末），短期流动性需求上升，但央行通过公开市场操作维持市场平稳。R007-DR007利差边际扩大至20bp，但相对年初的200bp，目前资金面较为均衡稳定，OMO利率维持1.5%。

图：央行公开市场投放与到期情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

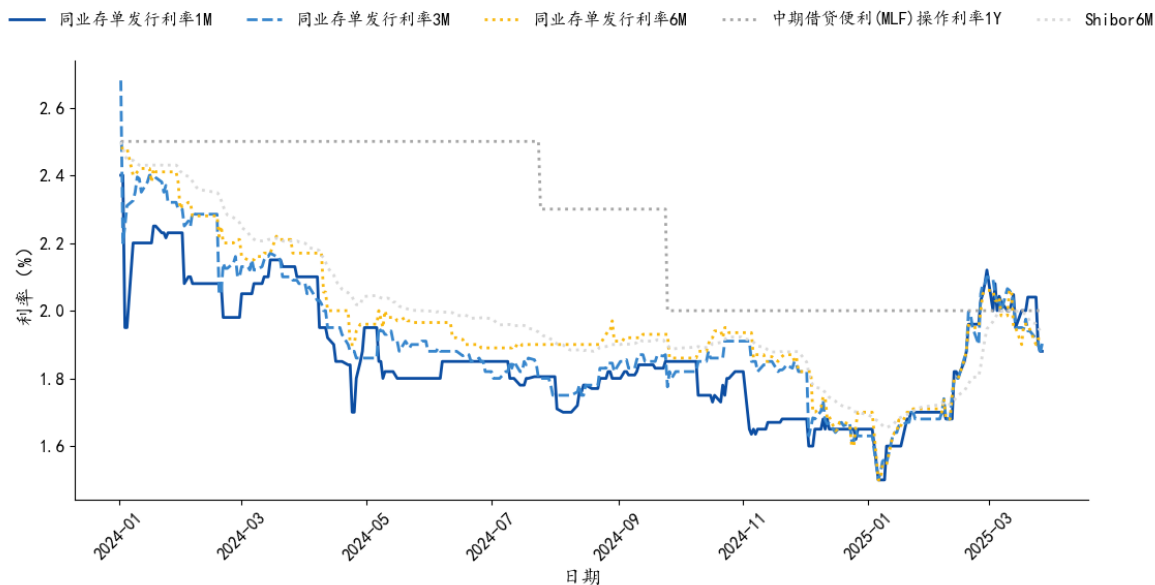
图：OMO、DR007和R007走势 (%)



资料来源：Choice，国元证券研究所

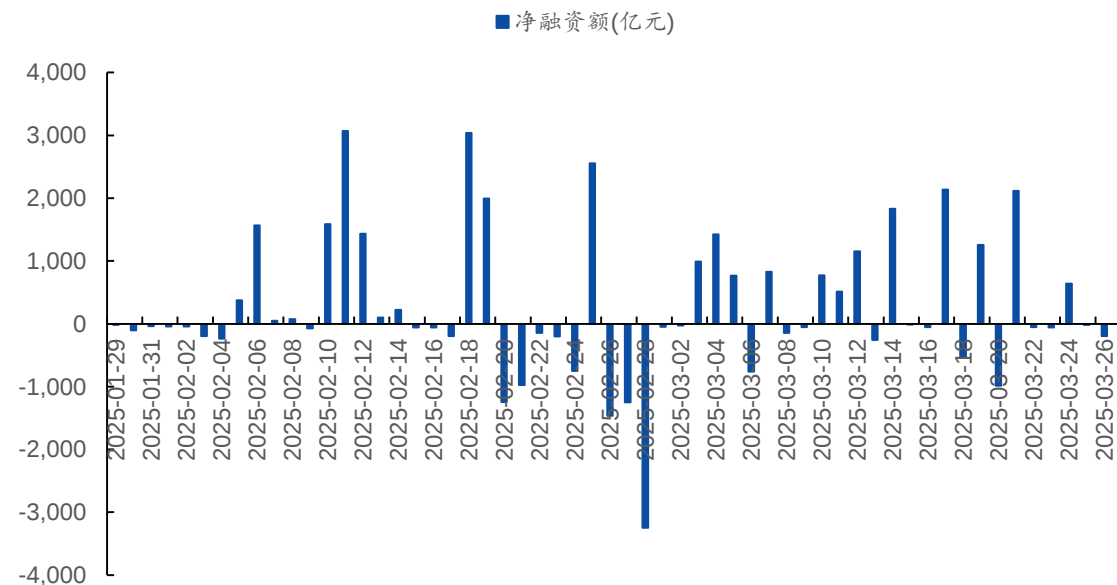
- 本期同业存单净融资环比上行，同业存单发行21178亿元，偿还15405.6亿元，净融资5772.4亿元；
- 本期存单1M发行利率1.88%，较上期变化-17bp，一级市场发行成本有所降低，但二级存单市场因供需矛盾仍然承压，6个月Shibor利率下行7bp。

图：同业存单发行利率、MLF和Shibor



资料来源：Choice，国元证券研究所

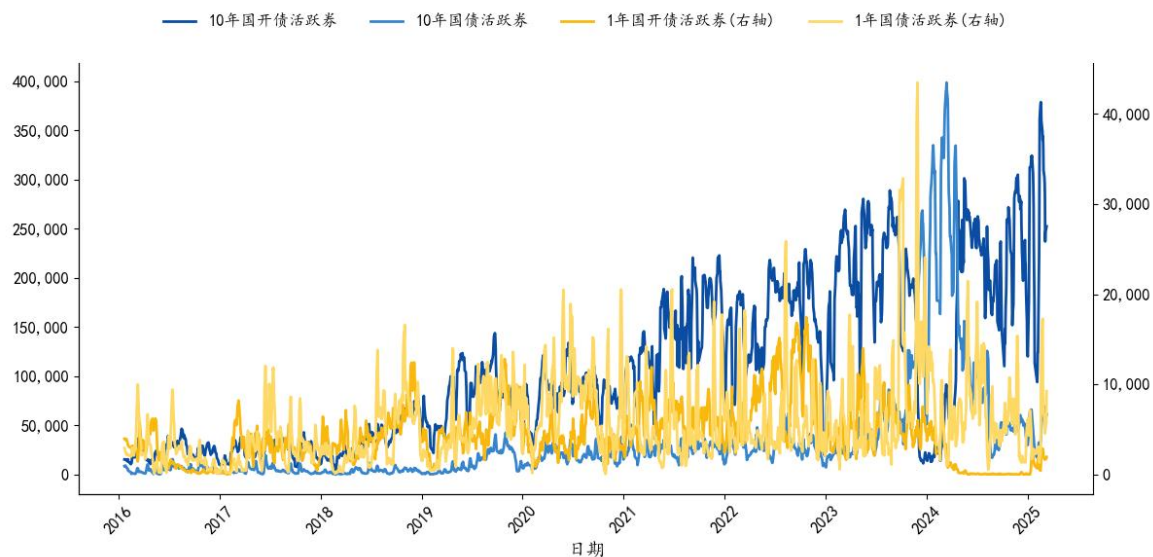
图：2025年以来同业存单净融资额



资料来源：Wind，国元证券研究所

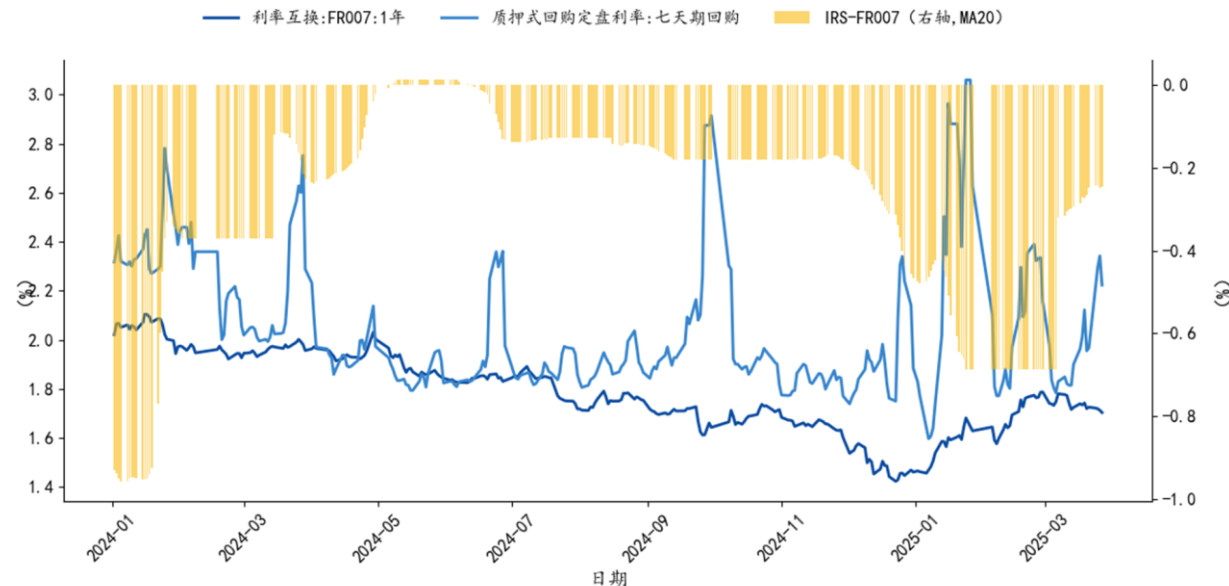
- 从市场活跃度来看，本期10Y国开债活跃券成交量边际上升，反映市场交易热度有所提升；
- 从利率交换工具来看，当前1年期FR007利率互换隐含的降息预期继续边际回落，从30bp减少至25bp左右。

图：活跃券成交量（百万笔）



资料来源：Choice，国元证券研究所

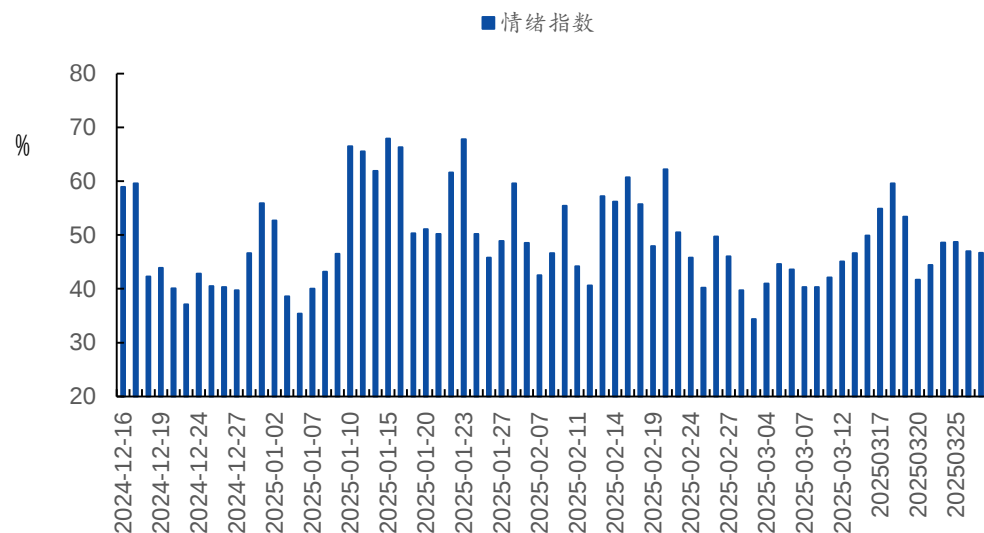
图：利率互换工具隐含降息预期



资料来源：Choice，国元证券研究所

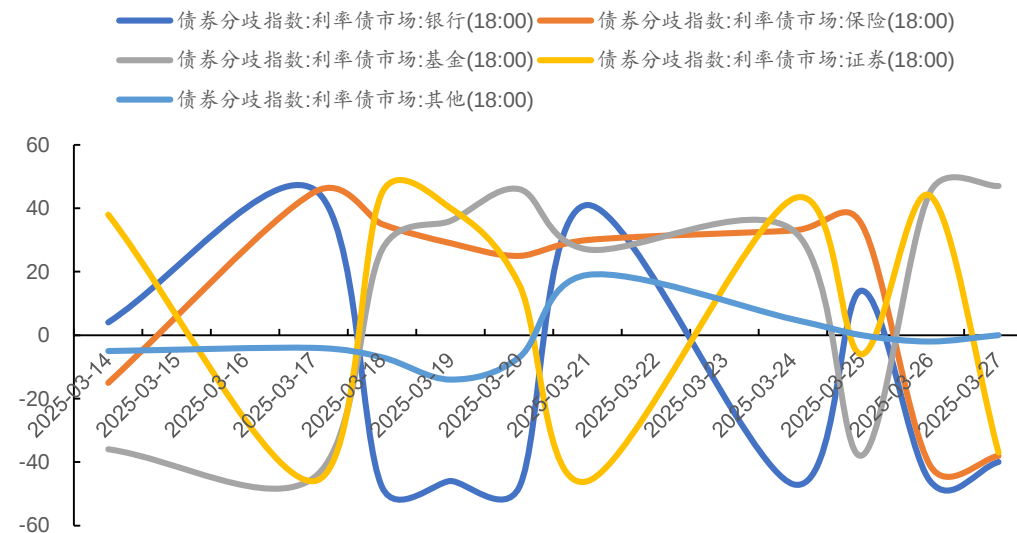
- 3月27日民生银行资金情绪指数达46.7（中性区间），3月13日为46.6，相对前期资金情绪无明显变化。
- 债券分歧指数显示，近期市场分歧有所缓解，基金买盘力量较强，保险、银行为近期主要卖出力量，可能与政府债缴款压力和信贷投放消耗超储有关。

图：民生银行资金情绪指数



资料来源：Choice，国元证券研究所

图：债券分歧指数



资料来源：Choice，国元证券研究所

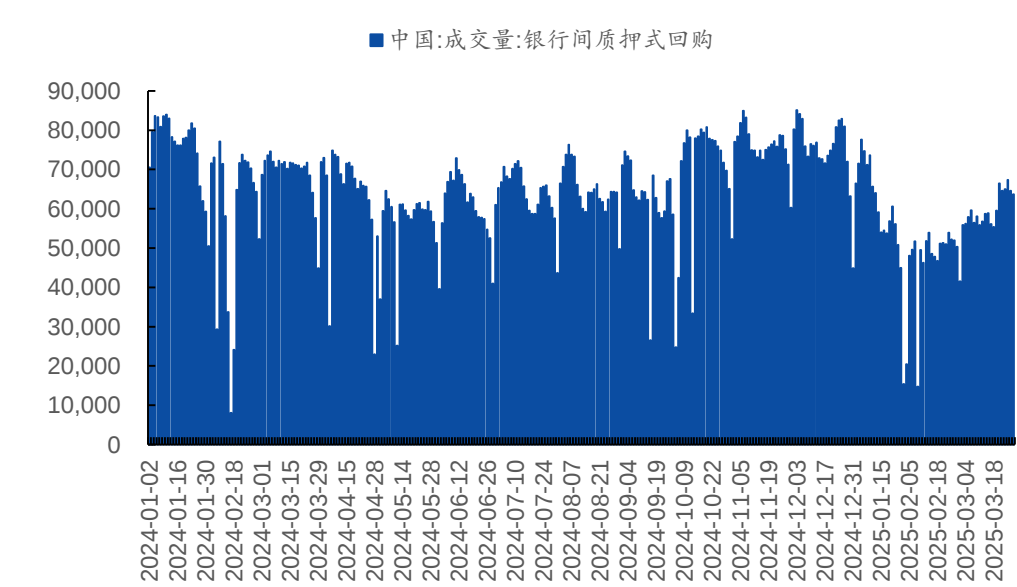
- 本期债券市场有所修复，中债总财富(总值)指数0.27%，中债-信用债总财富(总值)指数0.32%，中证转债-0.46%。
- 2025年初至今，中债30年期国债财富(总值)指数-1.66%，长端调整显著。
- 本期银行间质押式回购日均成交量升至6.22万亿元左右，融资需求继续边际回升。

图：债券指数行情统计（单位：%）

	利率债					信用债						转债
	综合	久期				综合	久期		资质			
	中债-总财富(总值)指数	中债-1-5年政策性金融债财富(总值)指数	中债-7-10年政策性金融债财富(总值)指数	中债-10-20年国开债财富(总值)指数	中债-30年期国债财富(总值)指数	中债-信用债总财富(总值)指数	中债-短融总财富(总值)指数	中债-中期票据总财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AAA信用债财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AA+信用债财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AA信用债财富(总值)指数	中证转债
指标代码	CBA00301.CS	CBA10301.CS	CBA08201.CS	CBA06201.CS	CBA1801.CS	CBA02701.CS	CBA01801.CS	CBA02601.CS	CBA11201.CS	CBA11401.CS	CBA11501.CS	000832.CSI
本期涨跌幅	0.27	0.11	0.47	0.10	0.74	0.32	0.12	0.38	0.35	0.35	0.34	-0.46
上期涨跌幅	-0.64	0.00	-0.99	-1.19	-2.07	-0.12	0.11	-0.20	-0.25	-0.15	-0.06	-0.82
近三月涨跌幅	-0.67	-0.34	-0.79	-0.97	-1.07	0.23	0.43	0.22	0.07	0.31	0.36	3.36
2025年以来涨跌幅	-0.79	-0.34	-0.93	-1.20	-1.66	0.15	0.40	0.12	-0.04	0.22	0.30	4.03

资料来源：Choice，国元证券研究所

图：银行间质押式回购成交量（亿元）



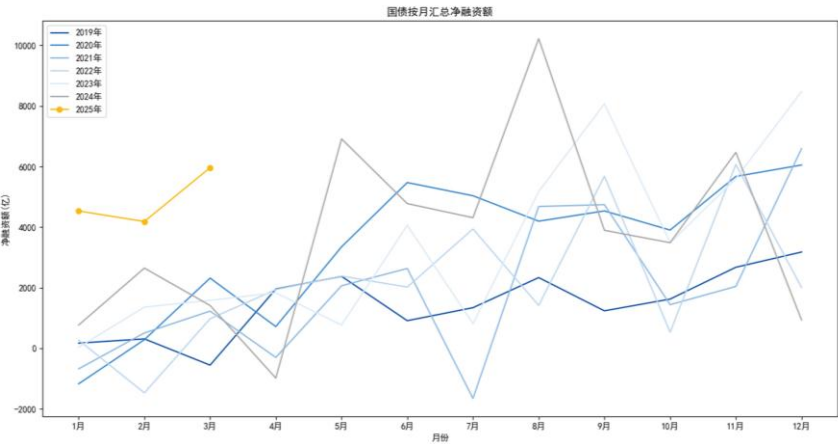
资料来源：Choice，国元证券研究所

表：本期、上期和年初以来债券市场发行到期情况：利率债供给放量显著，信用债供需两弱

债券类型	本期2025-03-27			上期2025-03-13			年初以来		
	净融资额（亿）	发行总额（亿）	偿还总额（亿）	净融资额（亿）	发行总额（亿）	偿还总额（亿）	净融资额（亿）	发行总额（亿）	偿还总额（亿）
国债	3647.3	7700.3	4053	2317	5386	3069	59523.87	157795.21	98271.34
地方政府债	3921.55	4573.41	651.85	4548.14	4751.65	203.52	92178.75	123963.29	31784.55
同业存单	5772.4	21178	15405.6	1907.9	17905.7	15997.8	64416.5	395459.4	331042.9
央行票据	-35	0	35	-38.7	0	38.7	900	1618.4	718.4
金融债	-31.25	5132.1	5163.35	275.18	4060.18	3785	32420.35	127172.45	94752.1
公司债	-261.39	1807.98	2069.37	77.13	1876.22	1799.09	6144.79	48231.39	42086.6
企业债	-171.97	0	171.97	-222.72	0	222.72	-4031.52	660.84	4692.36

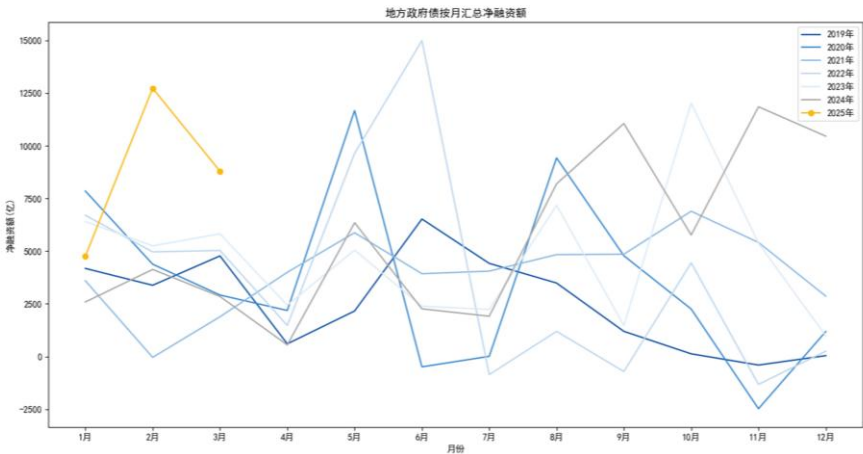
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：国债净融资额月度同期对比



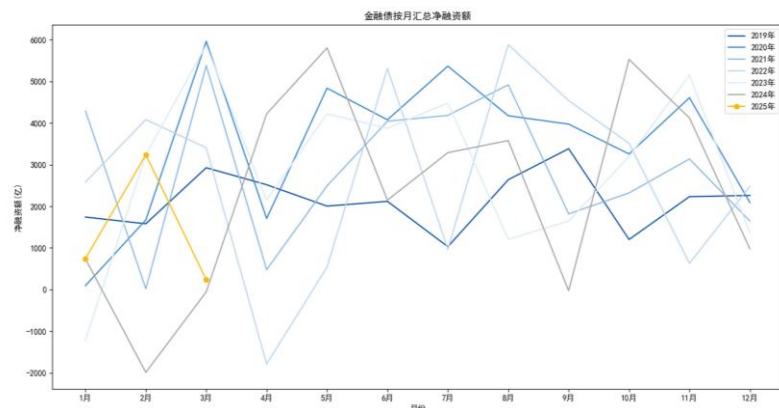
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：地方政府债净融资额月度同期对比



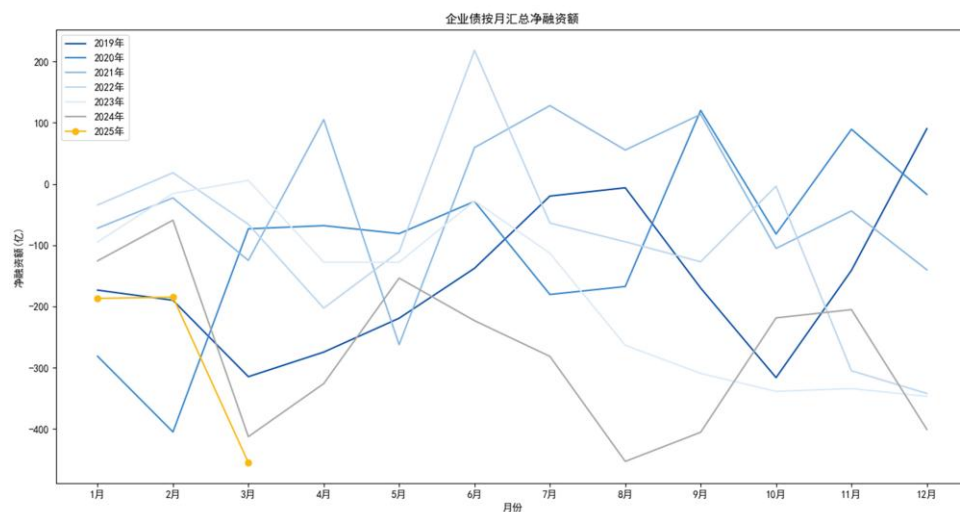
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：金融债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

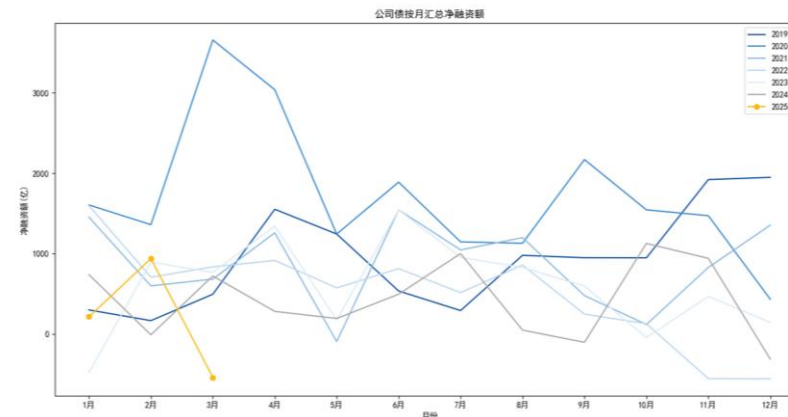
图：企业债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

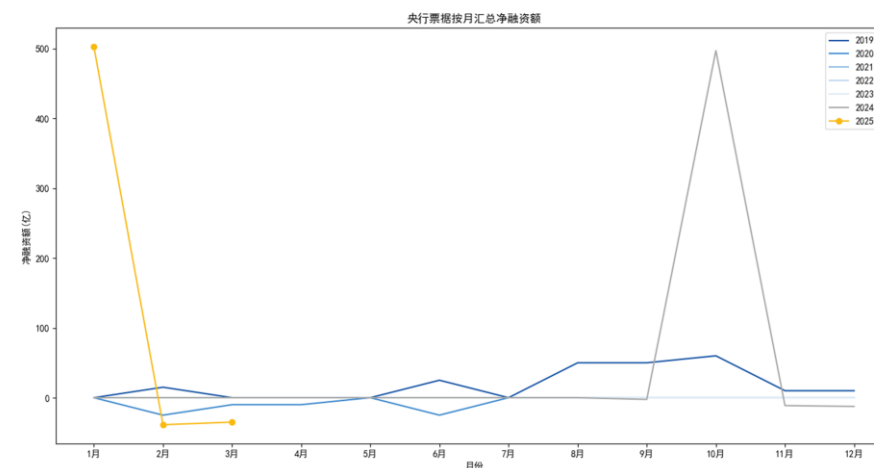
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图：公司债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

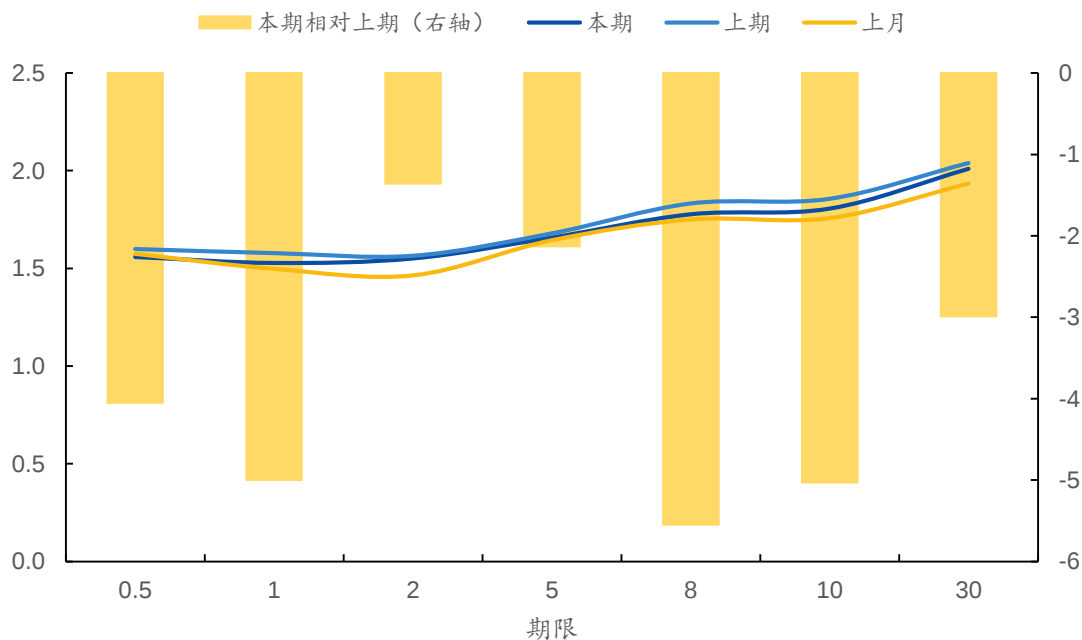
图：央行票据净融资额月度同期对比



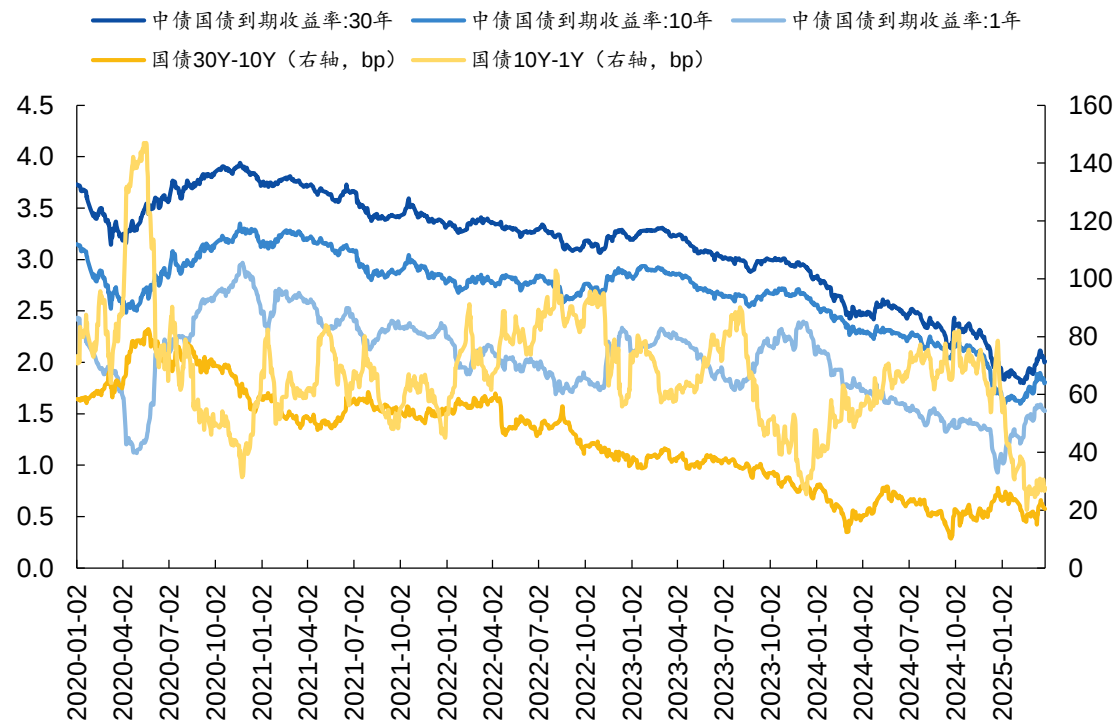
资料来源：Wind，国元证券研究所

- 债市长短端均下行，本期1年、10年下行超5bp，资金面边际宽松支撑短端利率下行，未来需关注央行对资金利率的引导，若持续宽松或进一步压低短端。
- 国债曲线边际走陡，30年与10年国债利差边际提升至20.39bp，10年期与1年国债利差维持在27bp左右。

图：中债国债收益率曲线变动（%）



图：国债期限利差（BP）



资料来源：Choice，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：Choice，国元证券研究所

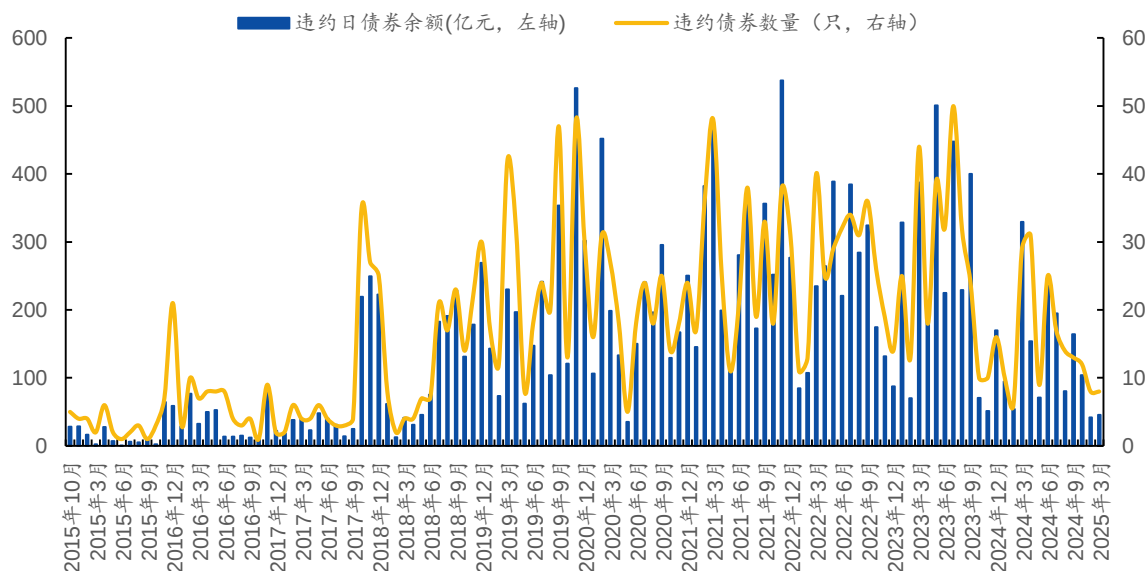
- 截至2025年3月27日，受资金面平稳影响，短端利差普遍下行，中长久期信用债受利率波动影响较大
- 企业债、产业债：高等级品种整体分位数低位运行，AAA级企业债3年、1年分位数仍然处于10%左右，显示市场对优质资产仍然偏好，AA级企业债、产业债整体风险溢价较高；
- 城投债：利差普遍收缩，短久期城投债分位数相对较低，3年内利差普遍处于历史低位，中低等级及部分区域城投债分位数较高；
- 金融债（二永债）：利差普遍收缩，3年内利差分位数处于低位，期限分化较大，低等级、长期限品种利差较大。

图：信用品种比价（利率单位为%）

统计时间	债券类型	中票			二级资本债			企业债			永续期产业债		
2025年3月27日	评级 久期	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA-	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA
当前利率	1	2.054	1.999	1.939	2.041	1.991	1.986	2.061	2.016	1.933	2.176	2.092	2.042
	2	2.130	2.070	1.980	2.117	2.027	2.018	2.149	2.061	1.980	2.236	2.156	2.071
	3	2.241	2.096	2.016	2.194	2.084	2.042	2.262	2.097	2.016	2.351	2.183	2.108
	4	2.399	2.204	2.099	2.300	2.150	2.085	2.392	2.206	2.093	2.508	2.291	2.182
	5	2.455	2.240	2.125	2.401	2.181	2.085	2.444	2.219	2.112	2.560	2.334	2.212
利差分位数(3年)	1	13.89%	36.38%	9.13%	15.34%	23.02%	27.51%	39.95%	52.65%	11.71%	11.38%	10.19%	26.59%
	2	45.63%	50.53%	1.59%	34.26%	35.45%	38.76%	39.95%	52.65%	11.97%	14.42%	19.71%	29.23%
	3	45.57%	50.66%	0.93%	21.03%	24.21%	21.63%	39.42%	52.12%	8.13%	15.48%	12.43%	17.59%
	4	69.44%	49.74%	0.66%	30.69%	31.22%	30.69%	39.15%	51.85%	7.01%	18.92%	24.87%	30.16%
	5	51.79%	41.34%	0.73%	35.19%	29.10%	25.00%	39.22%	51.92%	10.98%	16.53%	22.88%	26.19%
利差分位数(1年)	1	10.71%	97.22%	27.38%	40.48%	43.25%	47.22%	97.22%	97.22%	7.74%	34.13%	28.17%	38.49%
	2	23.41%	97.22%	4.76%	55.95%	57.54%	63.10%	97.22%	97.22%	10.91%	42.86%	49.60%	48.41%
	3	23.21%	95.63%	2.78%	52.78%	55.56%	49.80%	95.63%	95.63%	10.52%	45.63%	34.92%	42.86%
	4	94.84%	94.84%	1.98%	72.62%	71.43%	71.43%	94.84%	94.84%	5.56%	56.75%	56.35%	63.89%
	5	95.04%	95.04%	2.18%	77.38%	68.65%	62.30%	95.04%	95.04%	5.56%	49.60%	56.35%	63.10%
统计时间	债券类型	城投债			普通金融债			永续债			非公开产业债		
2025年3月27日	评级 久期	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA-	AA	AA+	AAA
当前利率	1	2.198	2.102	2.015	1.998	1.928	1.848	2.092	2.012	2.002	2.155	2.112	2.028
	2	2.298	2.166	2.064	2.098	1.978	1.888	2.168	2.058	2.048	2.227	2.157	2.056
	3	2.359	2.223	2.103	2.125	1.995	1.925	2.241	2.091	2.071	2.347	2.172	2.094
	4	2.478	2.283	2.169	2.175	2.015	1.935	2.371	2.181	2.151	2.506	2.296	2.178
	5	2.566	2.382	2.230	2.234	2.044	1.954	2.450	2.220	2.160	2.561	2.329	2.210
利差分位数(3年)	1	16.53%	13.49%	12.04%	11.64%	19.44%	12.70%	14.68%	17.86%	19.31%	5.03%	7.80%	19.31%
	2	22.62%	21.03%	20.50%	43.52%	40.34%	33.07%	22.62%	32.14%	33.86%	12.43%	13.76%	17.72%
	3	16.40%	17.39%	12.04%	22.22%	24.27%	36.24%	16.93%	15.08%	15.61%	13.89%	7.80%	9.92%
	4	21.43%	20.50%	19.05%	58.86%	56.22%	68.92%	29.30%	29.37%	29.37%	19.84%	15.21%	20.50%
	5	23.41%	23.94%	17.99%	52.78%	43.25%	45.70%	29.23%	28.84%	25.00%	16.01%	14.29%	18.92%
利差分位数(1年)	1	46.03%	34.92%	22.62%	16.27%	15.87%	7.54%	44.05%	44.44%	45.24%	14.68%	17.86%	32.14%
	2	60.71%	54.37%	44.84%	57.14%	53.97%	36.90%	56.35%	59.52%	61.90%	37.30%	40.48%	42.06%
	3	49.21%	50.60%	35.71%	48.41%	39.48%	42.06%	47.22%	44.84%	44.84%	41.67%	23.41%	29.76%
	4	64.29%	58.33%	54.37%	57.94%	61.11%	61.11%	71.03%	72.22%	71.03%	59.52%	45.63%	61.51%
	5	70.24%	71.83%	53.97%	59.92%	59.92%	55.56%	73.81%	70.63%	61.90%	48.02%	42.86%	56.75%

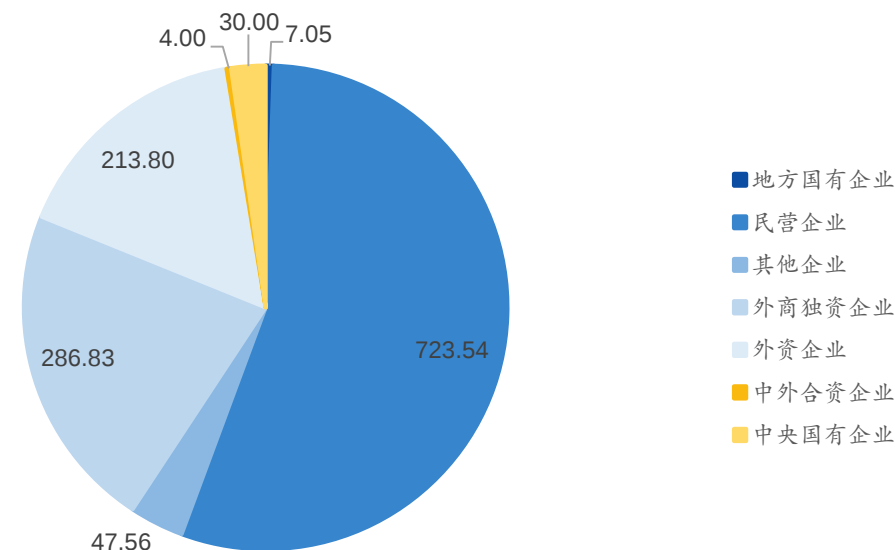
- 本期新增实质违约债券1只，违约主体为民营AMC。债券市场延续了2024年信用风险收敛的趋势，但需关注结构性风险，新增违约主体集中在展期房企及尾部弱资质企业，房地产政策支持下销售边际回暖，但行业仍处深度调整期，尾部房企流动性压力及海外违约风险传导需重点关注。

图：违约日债券余额和违约债券数量



资料来源：Choice，国元证券研究所

图：2024年至今实质违约债券余额分企业性质统计（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

4

权益市场观察

● 行情

本期A股和港股均冲高回落，万得全A震荡微跌0.62%，恒生指数小幅反弹0.5%。风格策略上看，消费和周期表现居前，大盘价值占优，基金重仓较全A占优。行业板块方面，家用电器、石油石化和基础化工表现靠前，计算机、通信和传媒表现靠后。随着“四月决断”窗口临近，市场转向经济数据与业绩验证，TMT板块因高估值和交易拥挤度面临回调压力，短期轮动仍是主旋律，建议关注业绩与滞涨低估方向，中期维度科技依然是主线。

● 交易

本期A股成交热度继续下探，港股交易明显降温，微观个股赚钱效应继续走弱，建议继续关注结构性交易机会与板块高低切机会。万得全A日均成交额1.47万亿元，近3年分位数下行至86.36%，日均换手率1.64%。风格策略方面，成长风格降温显著，消费与周期风格韧性凸显，成交额逆势微升。板块行业方面，公用事业、社会服务和石油石化成交热度边际升高明显，计算机、传媒和电子等热度边际降低。

● 情绪

本期杠杆资金情绪有所回落，融资余额先升后降，融资净流入额为负，增量杠杆资金入市动能持续减弱。当前市场资金高度聚集于科技和制造板块，尤其机械设备行业在机器人题材的催化下交易热度持续攀升。从边际变化看，电力设备、有色金属等顺周期方向拥挤度显著抬升，反映短期资金对超跌反弹及资源品涨价的博弈。当前极致分化的交易结构下，建议逐步由高拥挤赛道转向低拥挤、高安全边际的消费与顺周期龙头。从ETF资金流向来看，资金仍流出宽基ETF，主要流出中证A500和沪深300，大量资金通过ETF抄底港股科技。南向资金流入节奏趋缓不改配置主线，高股息银行与医药板块获持续增持，消费板块遭阶段性抛售凸显预期分化。

静默期市场调研热度持续降低，电子行业维持高关注度，消费板块呈现家电/美护/餐饮三足鼎立格局，纺织服装、医药生物、机械设备、计算机等调研热度降低，调研热度迁移反映市场在政策预期与基本面修复间寻求平衡。

● 估值

当前A股整体估值位于中枢水平，边际估值下降，具有中长期配置价值。万得全A当前PE（PB）为18.68（1.6），处于近10年52.48%（23.43%）分位。港股依然处于值得战略性配置的区间，估值泡沫有限。风格策略上，成长板块估值收缩显著，继续调整消化，价值风格中金融、红利板块估值性价比占优。行业比较来看，PE\PB估值均在近5年75%分位以上的行业为机械设备；PE\PB均在近5年25%分位以下的行业为农林牧渔、食品饮料和美容护理。

● 盈利预期

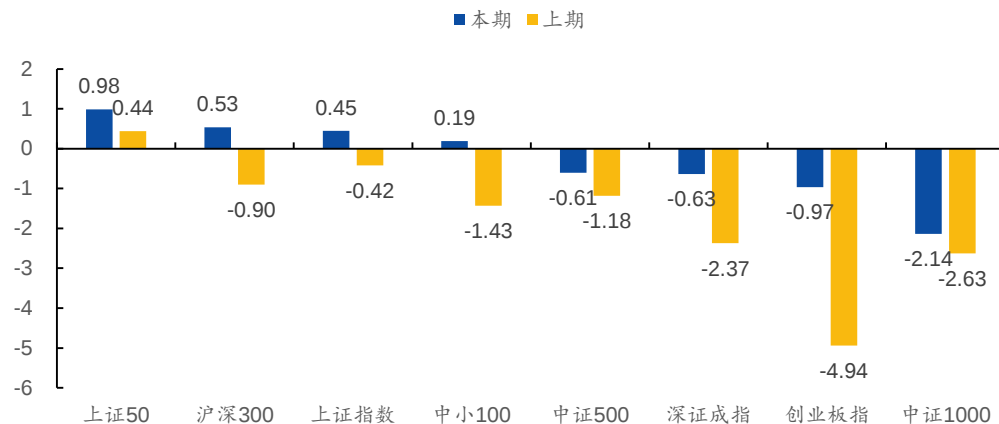
本期各行业一致预期数据多数下调，反映了分析师对经济复苏斜率及政策传导效率的审慎博弈。ROE层面，有色、非银上调幅度较大，传统周期行业及地产链相关板块盈利预期下滑。盈利增速维度，交通运输、商贸零售、国防军工等获大幅上修，房地产、建筑材料等行业下调。

- 核心指数：**本期A股和港股均冲高回落，万得全A震荡微跌0.62%，恒生指数小幅反弹0.5%。核心指数中，上证50（0.98%）、沪深300（0.53%）和上证指数（0.45%）领涨，中证1000（-2.14%）、创业板指（-0.97%）和深证成指（-0.63%）排名靠后。
- 风格上看，**各指数涨跌幅排序为：消费（2.1%）、周期（0.98%）、金融（0.83%）、稳定（0.48%）、成长（-3.27%）。大盘较小盘占优，价值较成长占优，基金重仓较万得全A占优。
- 本期申万一级行业中，**家用电器（4.56%）、石油石化（2.39%）和基础化工（2.29%）表现靠前，计算机（-7.75%）、通信（-5.4%）和传媒（-4.37%）表现靠后。

表：A股本期行情

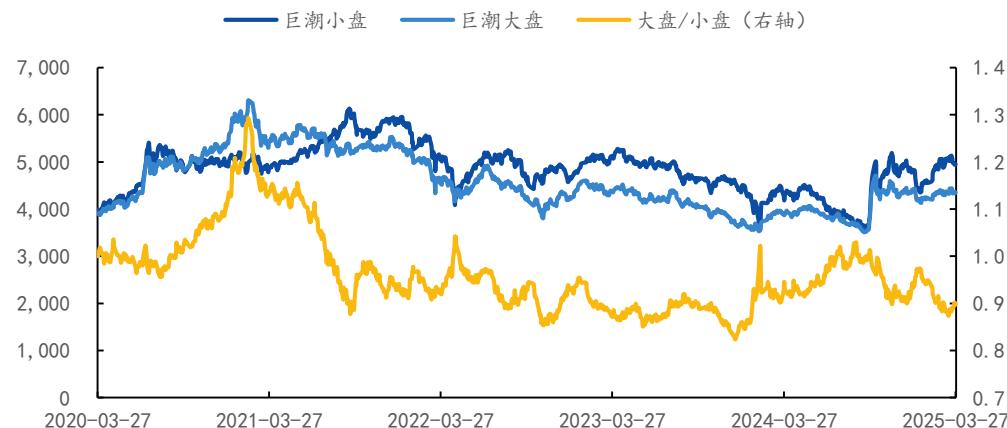
涨跌幅 (%)									
大类	指数名称	走势图	现价	本期	上期	边际变化	近一月	今年以来	
核心指数	万得全A		5,203	-0.6	-0.9	↑0.3	-1.5	3.6	
	上证指数		3,374	0.4	-0.9	↑1.3	-0.4	0.7	
	深证成指		10,668	-0.6	-1.8	↑1.1	-2.4	2.4	
	创业板指		2,145	-1.0	-4.0	↑3.0	-4.9	0.2	
	上证50		2,691	1.0	-0.5	↑1.5	0.4	0.0	
	沪深300		3,932	0.5	-1.4	↑2.0	-0.9	-0.1	
	中证500		5,958	-0.6	-0.6	↑0.0	-1.2	4.0	
	中证1000		6,329	-2.1	-0.5	↑1.6	-2.6	6.2	
	恒生指数		23,579	0.5	-1.1	↑1.6	-0.6	17.5	
	恒生科技		5,589	-2.8	-2.3	↑0.5	-5.0	25.1	
风格策略	国证成长		3,987	0.2	-1.0	↑1.2	-0.9	2.4	
	国证价值		6,496	1.3	0.2	↓1.1	1.5	-0.4	
	巨潮大盘		4,354	0.7	-1.4	↑2.2	-0.7	-0.2	
	巨潮中盘		3,819	-0.4	-0.9	↑0.5	-1.3	1.5	
	巨潮小盘		4,949	-1.4	-0.5	↑1.0	-1.9	6.0	
	金融(风格, 中信)		8,147	0.8	-1.3	↑2.1	-0.5	-1.0	
	周期(风格, 中信)		4,791	1.0	1.0	↓0.0	2.0	7.2	
	消费(风格, 中信)		10,193	2.1	-0.2	↑2.3	1.9	2.0	
	成长(风格, 中信)		6,374	-3.3	-2.2	↑1.1	-5.4	4.9	
	稳定(风格, 中信)		2,876	0.5	-0.7	↑1.1	-0.2	-3.4	
板块行业	基金重仓指数		1,304	0.2	-0.7	↑0.9	-0.5	3.8	
	中证红利		5,476	1.4	1.0	↓0.4	2.3	-1.9	
	万得微盘股指数		365,069	-0.8	2.9	↓3.7	2.1	15.6	
	农林牧渔		2,572	2.0	1.7	↓0.2	3.7	1.6	
	基础化工		3,542	2.3	1.1	↓1.2	3.5	8.0	
	钢铁		2,276	-2.4	2.6	↓5.0	0.2	8.2	
	有色金属		4,886	-0.4	7.5	↓7.9	7.0	13.2	
	电子		4,646	-2.9	-4.9	↑1.9	-7.6	4.8	
	家用电器		8,823	4.6	-2.1	↑6.6	2.4	4.5	
	食品饮料		18,073	2.2	1.6	↓0.6	3.9	0.6	
	纺织服装		1,523	-0.7	1.7	↓2.4	1.0	1.9	
	轻工制造		2,047	0.1	-0.8	↑0.9	-0.8	0.9	
	医药生物		7,507	2.1	-1.6	↑3.7	0.5	3.9	
	公用事业		2,302	1.1	0.4	↓0.8	1.5	-3.9	
	交通运输		2,175	1.4	-0.7	↑2.2	0.7	-3.5	
	房地产		2,078	-0.2	-3.8	↑3.6	-4.0	-3.7	
	商贸零售		2,106	-1.4	-2.9	↑1.5	-4.3	-6.0	
	社会服务		8,538	0.8	2.1	↓1.3	2.9	6.9	
	综合		2,695	0.1	-3.9	↑4.0	-3.9	-1.4	
	建筑材料		4,536	1.1	1.9	↓0.8	3.1	3.3	
	建筑装饰		1,929	-0.5	-1.2	↑0.7	-1.6	-3.2	
	电力设备		7,272	-0.7	-1.9	↑1.2	-2.5	2.2	
	国防军工		1,492	-3.9	6.1	↓10.0	1.9	1.2	
	计算机		4,791	-7.7	-2.0	↑5.7	-9.6	8.7	
	传媒		679	-4.4	-0.4	↑4.0	-4.7	5.3	
	通信		2,946	-5.4	-3.4	↑2.0	-8.6	-1.1	
	银行		3,989	1.4	0.6	↓0.8	2.1	2.0	
	非银金融		1,787	0.4	-2.7	↑3.1	-2.3	-4.2	
	汽车		7,242	1.5	-3.1	↑4.6	-1.6	12.8	
	机械设备		1,722	-1.4	-1.5	↑0.1	-2.9	13.5	
	煤炭		2,655	0.5	4.2	↓3.7	4.7	-8.6	
	石油石化		2,230	2.4	-1.0	↑3.4	1.3	-3.7	
	环保		1,759	0.9	1.5	↓0.6	2.4	5.0	
	美容护理		4,524	-2.9	6.4	↓9.3	3.3	3.8	

图：核心指数涨跌（%）



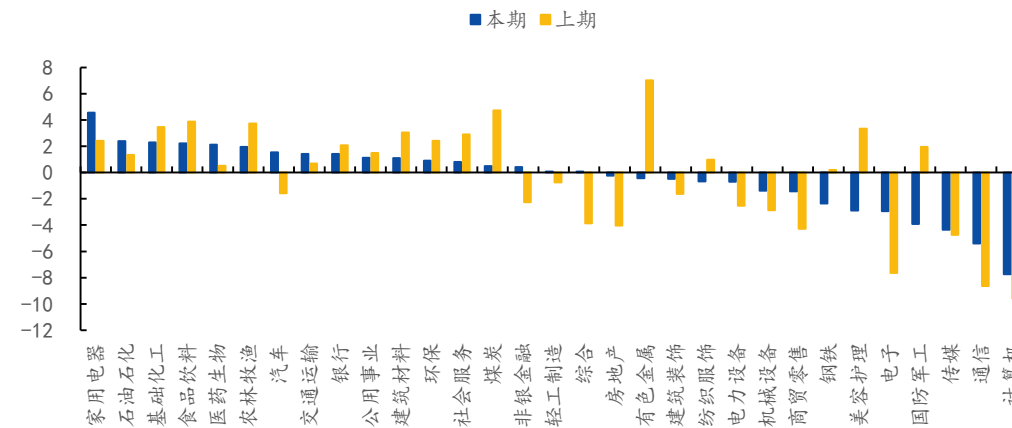
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：近5年大小盘风格变化



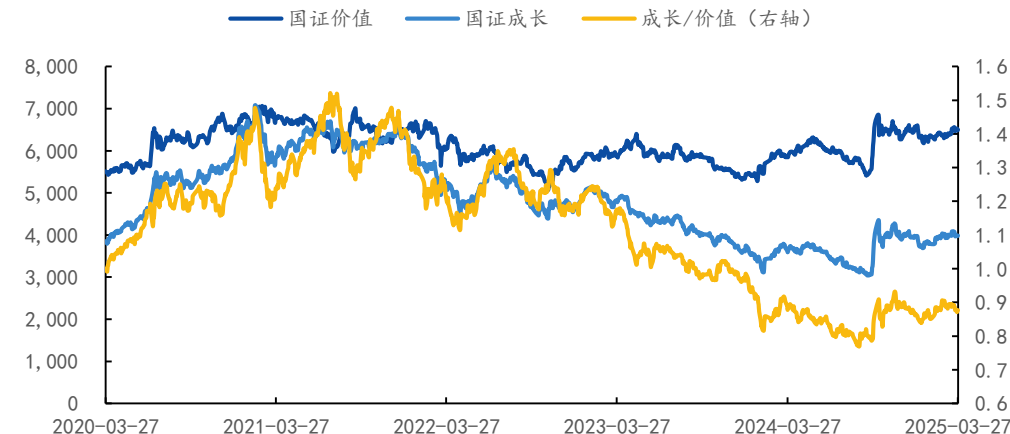
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业涨跌（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

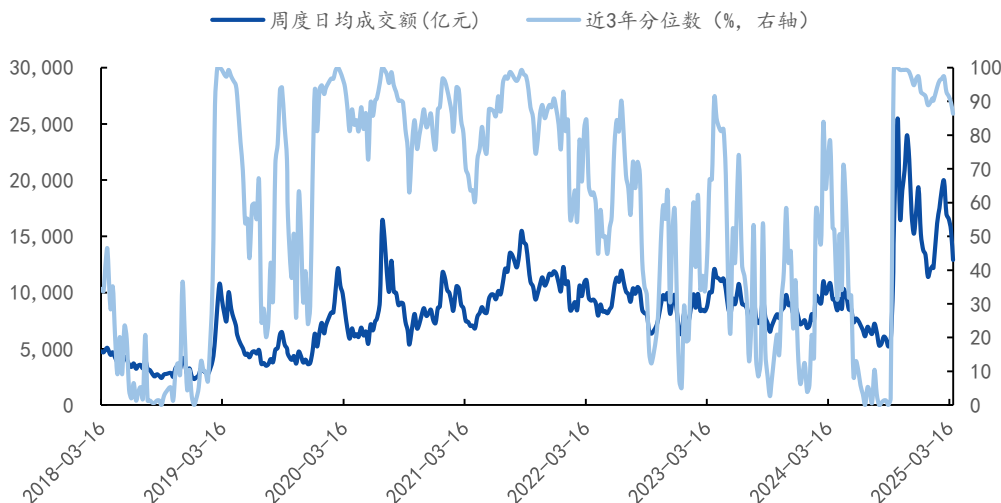
图：近5年价值成长风格变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

- **核心指数：**本期A股成交热度继续下探，港股交易明显降温。万得全A日均成交额1.47万亿元，近3年分位数下行至86.36%，日均换手率1.64%。核心宽基的成交环比变动排序中，上证50和上证指数排名靠前，中证1000和创业板指交易热度降幅较大。
- **风格策略：**成长风格降温显著，环比降23.2%，消费与周期风格韧性凸显，成交额逆势微升。
- **板块行业：**从成交和换手的边际变动来看，本期成交热度边际提升较高的行业为公用事业、社会服务和石油石化；成交热度边际降低的行业为计算机、传媒和电子。

图：万得全A交易热度



资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

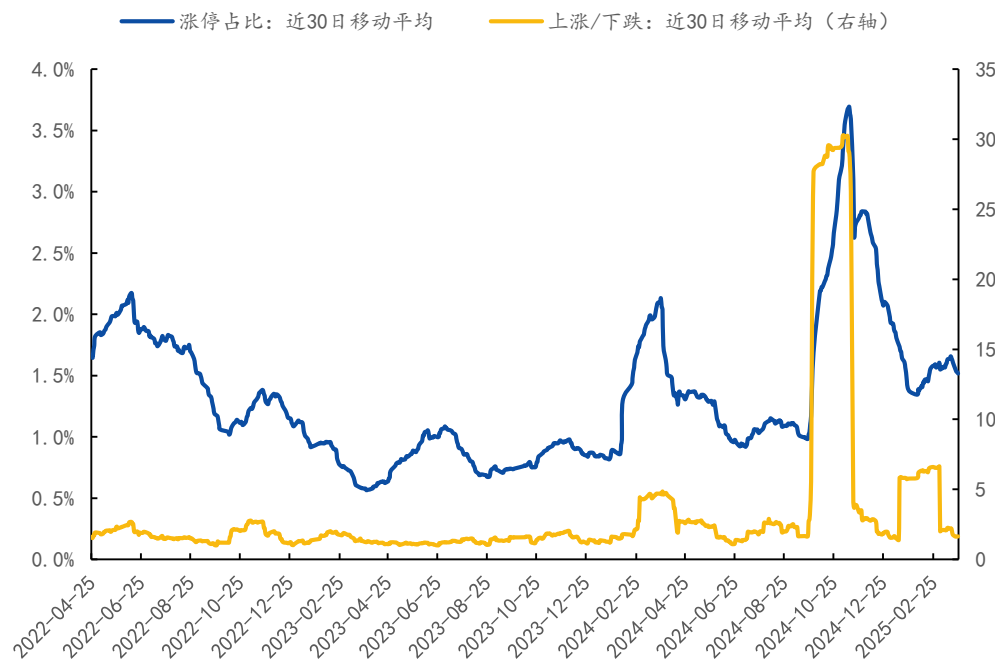
表：A股本期成交情况

大类	指数名称	收盘价	日均成交额 (亿元)			日均换手 (%)		
			本期	上期	环比	本期	上期	边际变化
核心指数	万得全A	5,203	14,748	16,848	↓12.5	1.6	1.8	↓0.1
	上证指数	3,374	5,809	6,455	↓10.0	1.0	1.0	↓0.0
	深证成指	10,668	8,588	9,969	↓13.9	1.5	1.9	↓0.4
	创业板指	2,145	4,102	4,825	↓15.0	2.1	2.6	↓0.5
	上证50	2,691	850	923	↓8.0	0.3	0.3	↓0.0
	沪深300	3,932	2,876	3,288	↓12.5	0.5	0.5	↓0.0
	中证500	5,958	2,185	2,675	↓18.3	1.5	1.7	↓0.2
	中证1000	6,329	3,156	4,000	↓21.1	2.4	2.8	↓0.3
	恒生指数	23,579	2,685	3,118	↓13.9	0.4	0.4	↓0.0
	恒生科技	5,589	877	1,126	↓22.1	1.0	1.4	↓0.4
风格策略	国证成长	3,987	2,140	2,485	↓13.9	1.0	1.2	↓0.2
	国证价值	6,496	1,403	1,397	↑0.4	0.5	0.5	↓0.0
	巨潮大盘	4,354	2,314	2,586	↓10.5	0.4	0.4	↓0.0
	巨潮中盘	3,819	1,460	1,754	↓16.8	1.1	1.3	↓0.1
	巨潮小盘	4,949	2,023	2,481	↓18.4	1.7	2.0	↓0.3
	金融(风格, 中信)	8,147	826	856	↓3.6	0.5	0.5	↓0.0
	周期(风格, 中信)	4,791	3,794	3,685	↑3.0	1.9	1.8	↑0.1
	消费(风格, 中信)	10,193	1,885	1,870	↑0.8	2.2	2.3	↓0.0
	成长(风格, 中信)	6,374	7,177	9,345	↓23.2	2.9	3.6	↓0.7
	稳定(风格, 中信)	2,876	579	559	↑3.7	0.9	0.8	↑0.1
	基金重仓指数	1,304	3,746	4,541	↓17.5	0.6	0.7	↓0.1
	中证红利	5,476	417	431	↓3.2	0.3	0.3	↓0.0
	万得微盘股指数	365,069	333	243	↑37.1	4.8	3.8	↑1.0
	农林牧渔	2,572	150	131	↑14.6	2.2	1.8	↑0.4
	基础化工	3,542	648	650	↓0.3	2.3	2.1	↑0.2
板块行业	钢铁	2,276	108	135	↓19.7	1.1	1.3	↓0.2
	有色金属	4,886	658	642	↑2.5	2.4	2.4	↑0.0
	电子	4,646	1,779	2,425	↓26.7	2.5	3.2	↓0.7
	家用电器	8,823	323	347	↓6.8	2.8	3.1	↓0.2
	食品饮料	18,073	382	340	↑12.5	2.2	1.8	↑0.3
	纺织服装	1,523	125	119	↑5.5	2.3	2.2	↑0.1
	轻工制造	2,047	151	174	↓13.0	2.2	2.5	↓0.3
	医药生物	7,507	745	732	↑1.8	1.9	1.8	↑0.1
	公用事业	2,302	276	196	↑41.2	1.1	0.8	↑0.3
	交通运输	2,175	207	183	↑13.4	0.8	0.7	↑0.1
	房地产	2,078	133	170	↓21.4	1.4	1.6	↓0.2
	商贸零售	2,106	208	264	↓21.1	2.3	3.0	↓0.7
	社会服务	8,538	185	134	↑37.8	4.2	3.2	↑1.0
	综合	2,695	27	29	↓7.7	2.5	2.3	↑0.2
	建筑材料	4,536	81	86	↓6.1	1.6	1.6	↑0.0
	建筑装饰	1,929	219	259	↓15.4	1.2	1.4	↓0.1
	电力设备	7,272	1,234	1,387	↓11.0	2.9	3.0	↓0.1
	国防军工	1,492	504	507	↓0.7	2.6	2.3	↑0.3
	计算机	4,791	1,549	2,363	↓34.5	4.4	6.9	↓2.5
	传媒	679	393	555	↓29.1	2.8	3.7	↓0.9
	通信	2,946	697	886	↓21.3	2.1	2.6	↓0.5
	银行	3,989	235	221	↑6.3	0.2	0.2	↓0.0
	非银金融	1,787	504	531	↓5.2	1.0	1.1	↓0.1
	汽车	7,242	967	989	↓2.2	2.9	3.1	↓0.2
	机械设备	1,722	1,450	1,581	↓8.3	3.8	3.8	↓0.0
	煤炭	2,655	99	83	↑18.6	1.4	1.2	↑0.2
	石油石化	2,230	110	89	↑22.6	0.5	0.3	↑0.2
	环保	1,759	159	136	↑16.4	2.0	1.8	↑0.2
	美容护理	4,524	47	51	↓8.8	2.1	2.6	↓0.5

资料来源：Wind，国元证券研究所

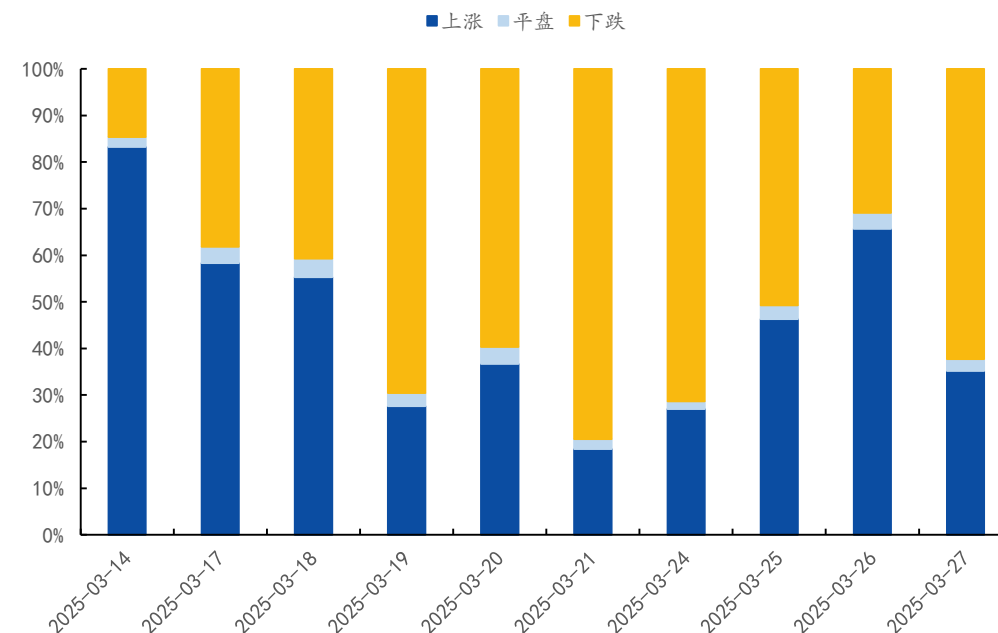
- 本期微观个股赚钱效应继续走弱，全市场个股涨跌比MA30下行至1.65，建议继续关注结构性交易机会与板块高低切机会。

图：万得全A赚钱效应



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期市场涨跌表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 本期机器人题材依然交易火热，机械设备行业的绝对和相对拥挤度继续攀升，创下近3年新高。
- 资金依然聚焦科技和制造板块，截至2025年3月27日，最近两周电子、计算机、机械设备绝对拥挤度位居前三，综合、美容护理、建筑材料等绝对拥挤度排名靠后。从历史分位数来看，通信、家用电器、计算机和电子绝对拥挤度历史分位数超过90%，建筑材料、建筑装饰、食品饮料等多个行业绝对拥挤度创下历史新低。从绝对拥挤度环比变化来看，电力设备、有色金属、汽车和机械设备绝对拥挤度明显提升，传媒和商贸零售行业绝对拥挤度则明显下降。
- 从相对拥挤度来看，计算机、传媒、机械设备相对拥挤度位居前三，银行、石油石化、交通运输等相对拥挤度较低。从环比变化来看，电力设备、国防军工相对拥挤度明显上升，传媒、商贸零售相对拥挤度明显下降。从历史分位数来看，机械设备、家用电器和商贸零售相对拥挤度处于历史90%分位数以上。

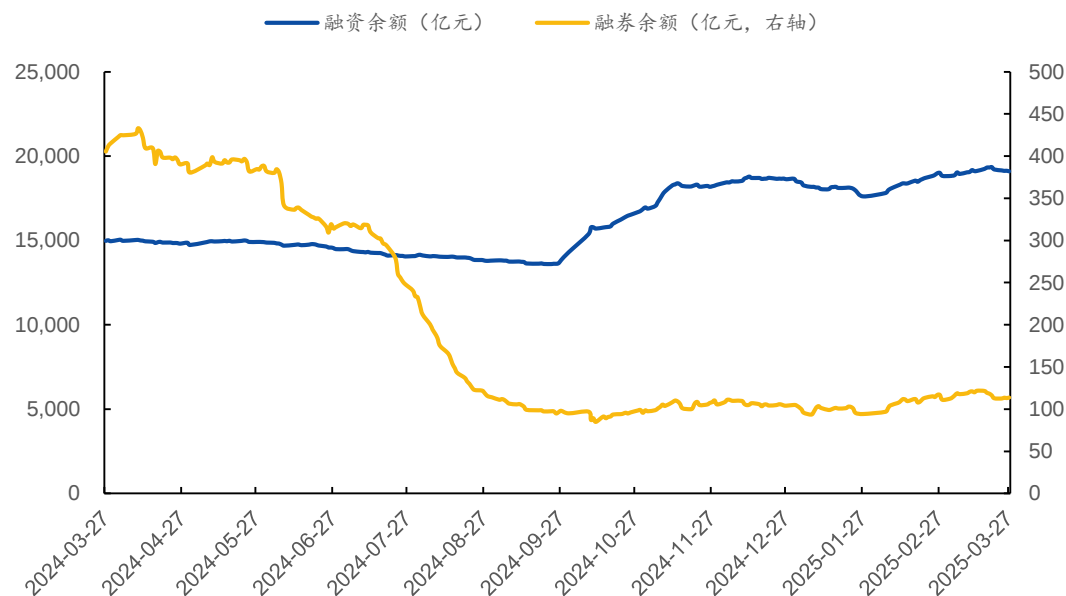
表：申万一级行业拥挤度

行业	绝对拥挤度	环比变化	近3年历史分位数	相对拥挤度	环比变化	近3年历史分位数
机械设备	9.16%	↑0.25%	100.0%	2.16	↑0.054	100.0%
通信	5.98%	↑0.02%	98.7%	1.92	↓-0.065	71.0%
家用电器	2.28%	↑0.03%	98.2%	1.88	↑0.034	99.3%
计算机	12.53%	↓-0.14%	93.8%	3.15	↑0.009	89.1%
电子	15.75%	↓-0.13%	93.8%	1.96	↓-0.025	78.6%
商贸零售	2.02%	↓-0.24%	88.5%	2.07	↓-0.183	92.9%
汽车	5.71%	↑0.26%	67.2%	1.65	↑0.018	61.1%
钢铁	0.63%	↑0.01%	62.3%	0.64	↓-0.016	66.5%
综合	0.21%	↓-0.02%	58.9%	1.52	↓-0.095	74.3%
非银金融	3.60%	↓-0.18%	53.9%	0.66	↓-0.010	39.8%
传媒	3.82%	↓-0.56%	49.5%	2.32	↓-0.227	55.6%
纺织服饰	0.76%	↓-0.03%	46.2%	1.38	↓-0.048	62.1%
电力设备	7.56%	↑0.52%	39.2%	1.56	↑0.127	82.7%
基础化工	3.85%	↑0.14%	36.6%	1.16	↑0.051	55.8%
有色金属	3.37%	↑0.33%	34.5%	1.20	↑0.098	57.1%
环保	0.81%	↑0.03%	32.5%	1.04	↑0.030	38.7%
银行	1.69%	↑0.00%	30.7%	0.15	↑0.001	15.9%
轻工制造	1.14%	↓-0.09%	30.5%	1.49	↓-0.085	63.3%
国防军工	2.64%	↑0.15%	29.2%	1.11	↑0.116	30.3%
社会服务	0.96%	↓-0.05%	13.4%	2.10	↓-0.067	15.1%
石油石化	0.64%	↑0.02%	3.0%	0.23	↑0.020	10.3%
公用事业	1.49%	↑0.04%	2.7%	0.51	↑0.025	4.9%
医药生物	4.65%	↑0.03%	2.2%	1.08	↑0.013	13.2%
农林牧渔	0.90%	↓-0.02%	0.4%	1.14	↓-0.005	4.8%
煤炭	0.60%	↓-0.03%	0.2%	0.79	↓-0.074	40.6%
美容护理	0.27%	↓-0.01%	0.0%	1.29	↓-0.042	29.8%
交通运输	1.41%	↓-0.06%	0.0%	0.45	↓-0.011	2.4%
房地产	1.12%	↓-0.13%	0.0%	0.98	↓-0.077	6.3%
食品饮料	2.20%	↓-0.05%	0.0%	1.15	↓-0.013	72.5%
建筑装饰	1.53%	↓-0.08%	0.0%	0.77	↓-0.026	0.0%
建筑材料	0.55%	↓-0.03%	0.0%	0.95	↓-0.028	0.0%

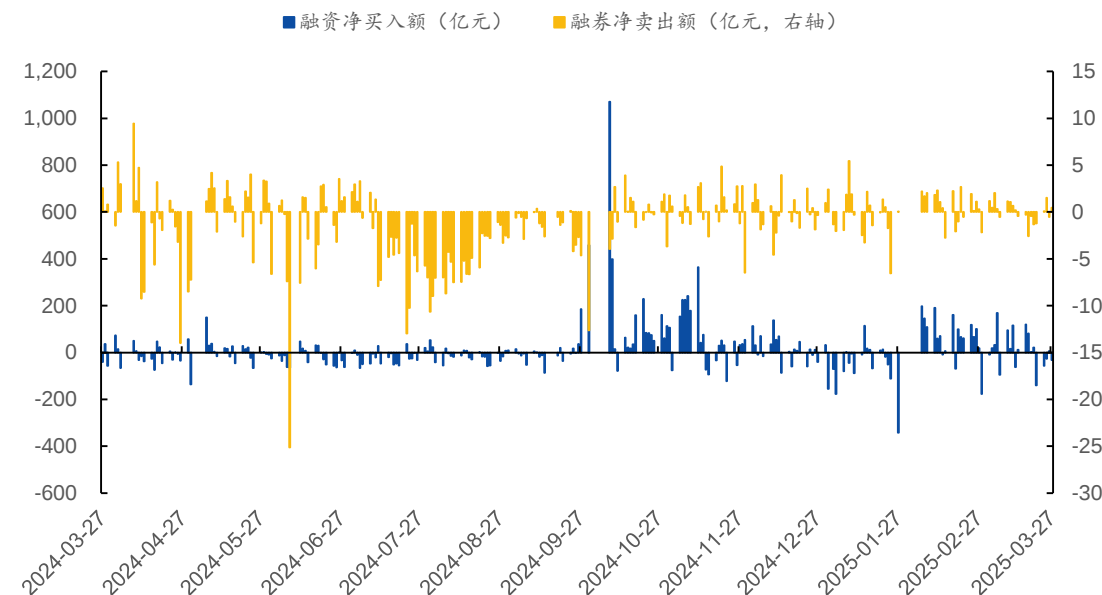
资料来源：Choice，国元证券研究所

- 近两周杠杆资金情绪有所回落，融资余额先升后降，截至2025年3月27日，融资余额为1.91万亿元，与上期末基本持平。
- 本期融资净买入额为-10.55亿元，较上期减少114.12亿元。

图：近一年两融余额变化



图：近一年融资净买入额和融券净卖出额



➤ ETF资金持续流出宽基ETF，大量资金抄底港股科技。从最近两周ETF的份额变化来看，资金持续流出宽基ETF，但流出幅度较上期有所减少，其中资金主要流出中证A500和沪深300，流入科创板和创业板。行业ETF中资金流入半导体芯片、人工智能、非银和消费，流出医药。港股ETF中大量抄底资金大幅流入港股科技。

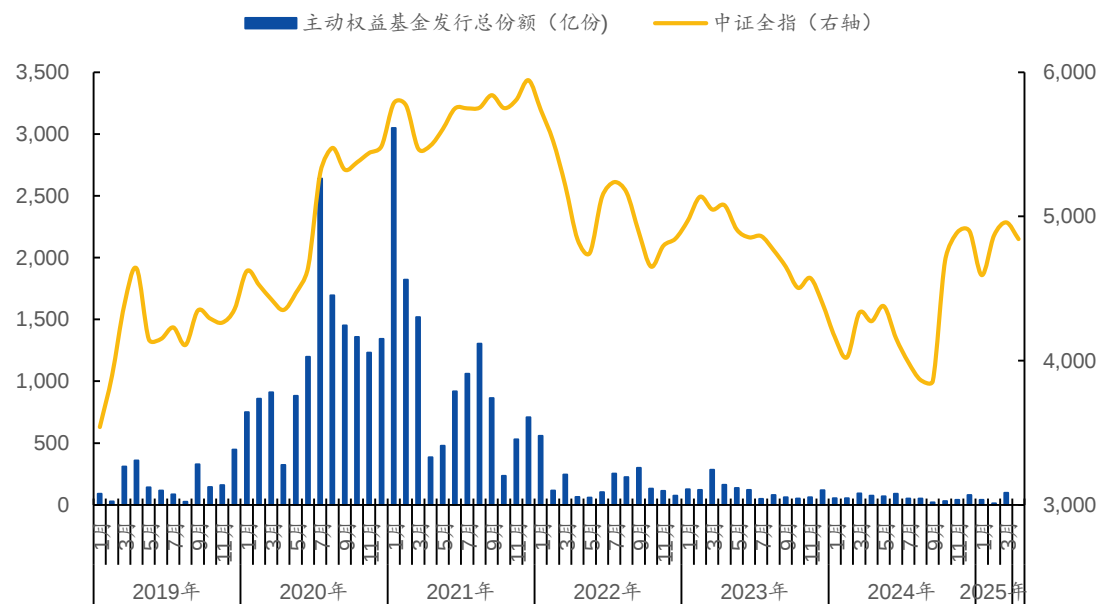
表：ETF数据跟踪

一级分类	二级分类	三级分类	数量(只)	规模(亿元)	昨日涨跌幅(%)	近2周涨跌幅(%)	近2周换手率(%)	近2周份额变化(亿份)	近2周规模变化(亿元)
宽基	大盘	上证50	12	1550	0.49	0.95	4.30	8	39
宽基	大盘	沪深300	27	9452	0.31	0.62	2.48	-27	-39
宽基	大盘	中证A50	10	305	0.54	1.82	4.05	13	10
宽基	大盘	中证A100	12	40	0.41	0.62	4.37	-1	-1
宽基	大盘	中证A500	29	2376	0.27	0.06	8.30	-78	-80
宽基	中小盘	中证500	27	1350	0.23	-0.10	3.84	-3	-14
宽基	中小盘	泛创业板	33	1539	0.09	-1.31	5.00	10	1
宽基	中小盘	泛双创	15	310	0.18	-2.76	1.61	9	-8
宽基	中小盘	科创板	42	2031	0.91	-2.55	6.27	32	23
宽基	中小盘	中证1000	15	1169	0.12	-1.12	7.68	12	-56
宽基	中小盘	中证2000	14	30	-0.60	-1.09	11.33	-7	-8
行业主题	大金融	非银	20	960	0.18	-0.36	7.96	15	13
行业主题	大金融	银行	10	178	0.36	1.38	5.60	-1	0
行业主题	大科技	半导体芯片	30	1029	1.09	-2.58	7.12	26	-6
行业主题	大科技	通信	12	119	-0.34	-3.76	5.05	2	-4
行业主题	大科技	人工智能	12	335	0.72	-4.62	8.31	50	13
行业主题	大科技	游戏传媒	10	99	0.00	-4.51	10.32	7	3
行业主题	大科技	泛科技创新	22	140	0.45	-2.67	3.37	4	-1
行业主题	低碳新能源	新能源车	16	116	0.64	-0.74	4.15	-3	-5
行业主题	低碳新能源	光伏	11	154	-1.33	0.31	4.81	-5	-3
行业主题	低碳新能源	碳中和	9	39	-0.35	1.12	4.68	-1	-1
行业主题	大消费	医药	65	1193	2.45	3.22	7.11	-44	7
行业主题	大消费	食品饮料	7	222	0.98	1.72	7.62	2	4
行业主题	大消费	泛消费	21	218	0.78	1.22	7.45	10	11
行业主题	周期工业	军工	6	264	-0.49	-4.04	5.70	4	-7
行业主题	周期工业	基建	4	35	-0.84	-0.35	7.32	-1	-1
行业主题	周期工业	泛农业	10	72	0.04	2.52	4.16	-3	0
行业主题	企业性质	国企/央企	28	364	-0.14	0.04	2.49	0	-3
风格策略	红利	红利低波	20	533	0.23	1.68	4.76	15	25
风格策略	红利	红利	12	487	0.03	1.52	2.99	-5	-2
风格策略	成长	成长	11	61	0.77	0.62	5.06	0	0
跨境	香港	恒生指数	4	219	0.99	1.12	10.93	-5	-7
跨境	香港	恒生国企	4	117	0.85	1.15	4.09	-3	-3
跨境	香港	科技	27	1860	1.02	-0.84	29.88	113	47
跨境	中概互联	中概互联	3	448	0.71	1.42	21.45	-1	-2
跨境	美国	标普500	4	231	-1.97	3.25	99.61	5	17
跨境	美国	纳斯达克100	13	904	-1.90	3.49	8.72	17	52

资料来源：Choice，国元证券研究所

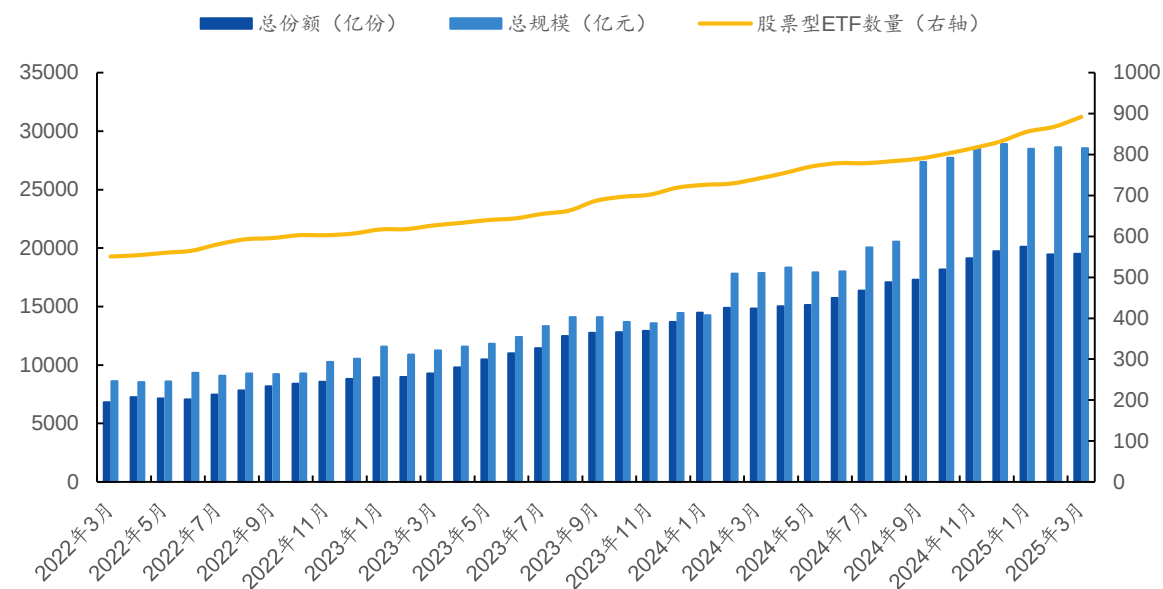
- 主动权益基金发行依然冷清，较上期发行数量和规模均有减少。截至2025年3月27日，主动权益基金3月共发行23只，合计规模97.66亿元。本期发行11只，比上期少1只，合计规模33.22亿元，较上期减少31.22亿元，其中富国景气优选混合募资规模最大为12.7亿元。
- 本期新上市股票型ETF 8只，份额较上期增加50.01亿份，规模减少108.79亿元。截至2025年3月27日，上市的股票型ETF 共有892只，合计份额1.95万亿份，规模2.86万亿元。

图：2019年至今主动权益基金月度发行份额



资料来源：Choice，国元证券研究所

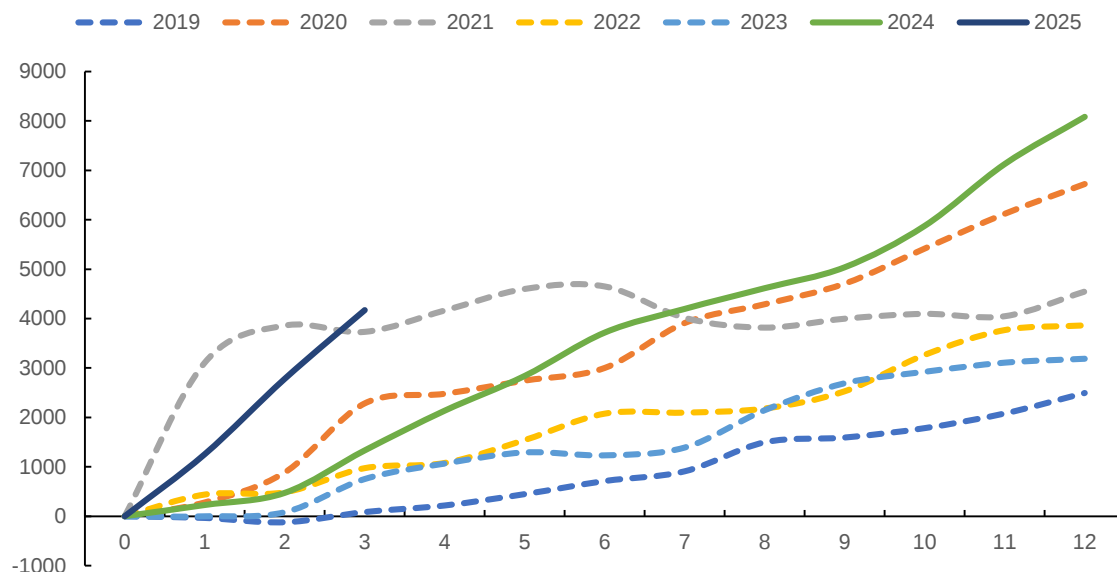
图：2022年至今上市股票型ETF月度份额、规模和数量



资料来源：Choice，国元证券研究所

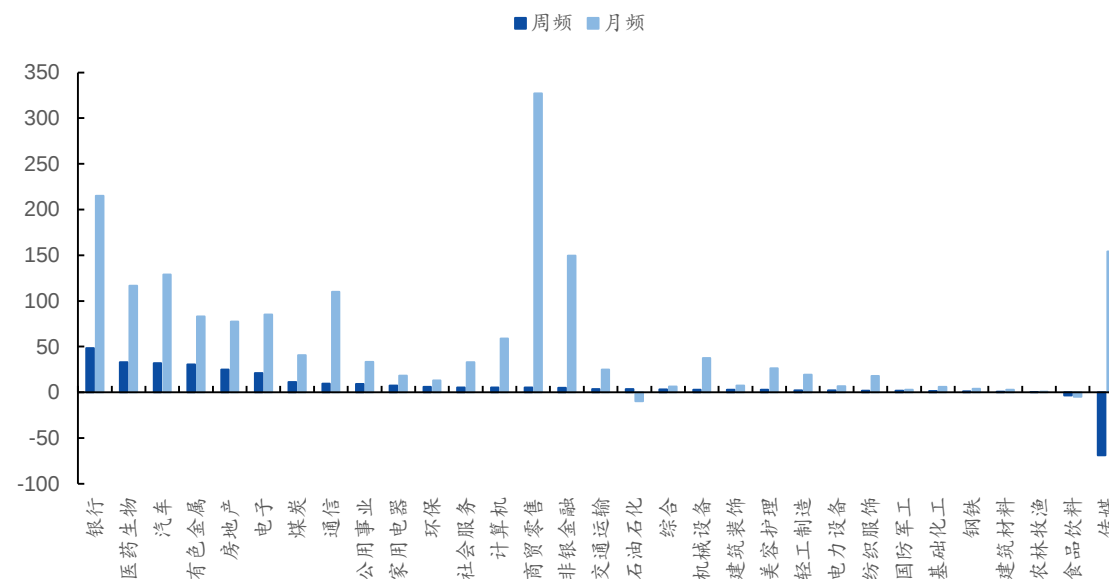
- 南向资金持续净流入，本期净流入563.09亿港元，较上期减少484.08亿港元，资金流入速度有所放缓。
- 港股通行业资金流向变动显示，截至2025年3月27日，近一周南向资金主要流入银行、医药生物、汽车和有色金属，流出传媒和食品饮料行业，近一个月南向资金主要流入商贸零售、银行、传媒和非银金融，流出石油石化和食品饮料。

图：南向资金累计净买入金额（亿港元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

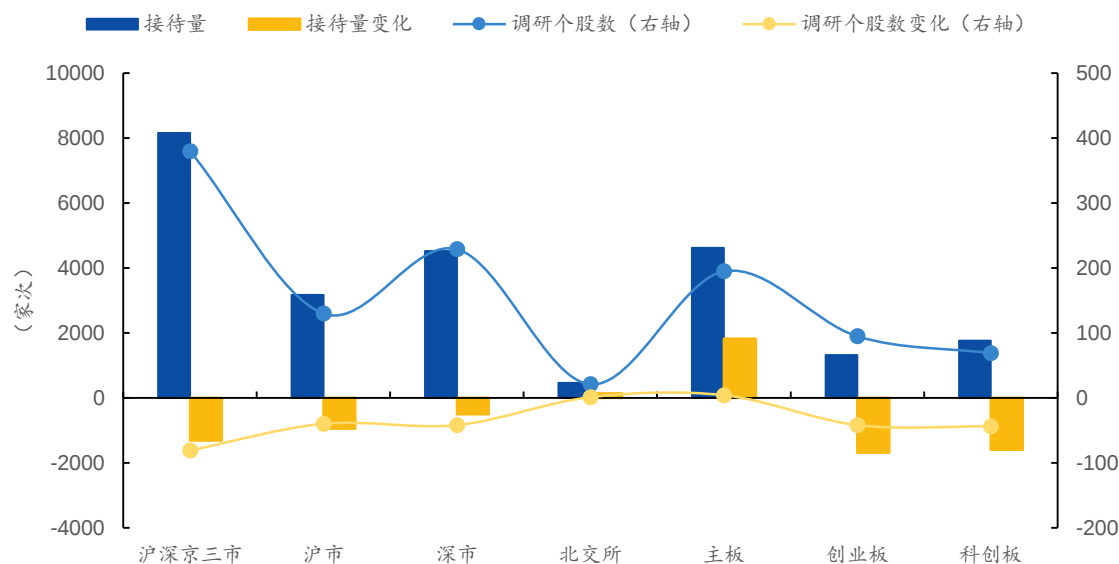
图：港股通行业资金流向变动（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

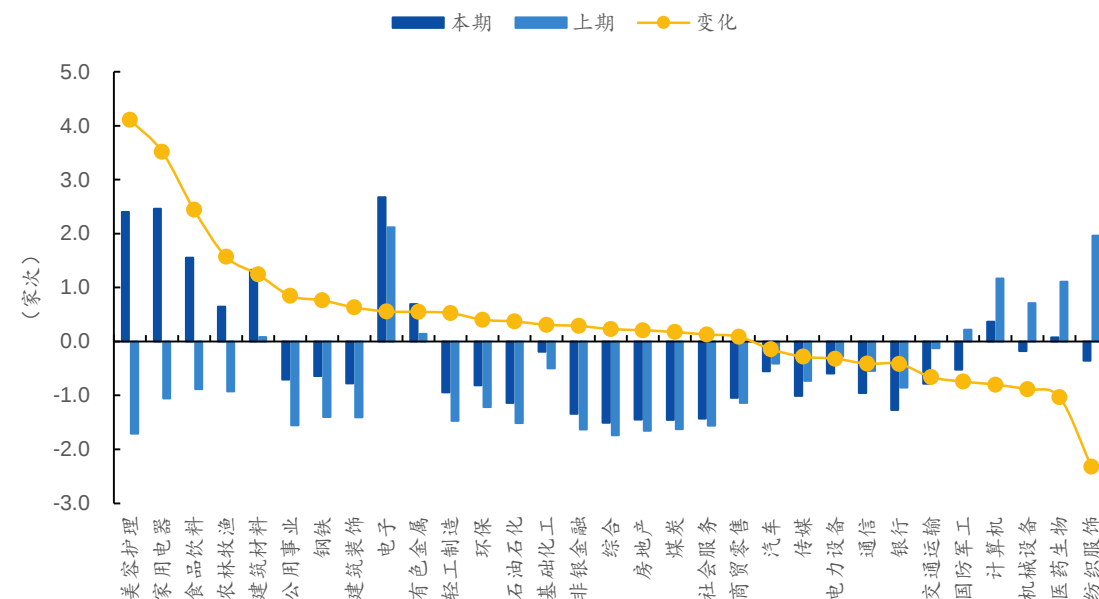
- 受到静默期的影响，本期市场机构调研活跃度继续降低，电子行业维持较高热度，家用电器、美容护理、食品饮料、农林牧渔调研热度增加，纺织服装、医药生物、机械设备、计算机等调研热度降低。截至2025年3月27日，近两周沪深京三市场接待量8160家次，较上期减少1315家次；调研个股380家，较上期减少81家。从申万一级行业来看，电子、家用电器、美容护理、食品饮料、建筑材料等行业调研热度明显高于市场平均水平，美容护理、家用电器、食品饮料行业调研热度增加最多，纺织服装、医药生物、机械设备、计算机等调研热度降低最多。

图：全市场机构调研情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

图：申万一级行业调研活跃度：个股平均接待量（行业减去全市场）



资料来源：Choice，国元证券研究所

- **核心指数：**当前A股整体估值位于中枢水平，边际估值下降，具有中长期配置价值。万得全A当前PE（PB）为18.68（1.6），处于近10年52.48%（23.43%）分位。港股依然处于值得战略性配置的区间，恒生科技指数PE（PB）23（3.1），估值泡沫有限。
- **风格策略：**成长板块估值收缩显著，继续调整消化，价值风格中金融、红利板块估值性价比占优。
- **行业估值比较：**PE\PB估值均在近5年75%分位以上的行业为机械设备；PE\PB均在近5年25%分位以下的行业为农林牧渔、食品饮料、美容护理。

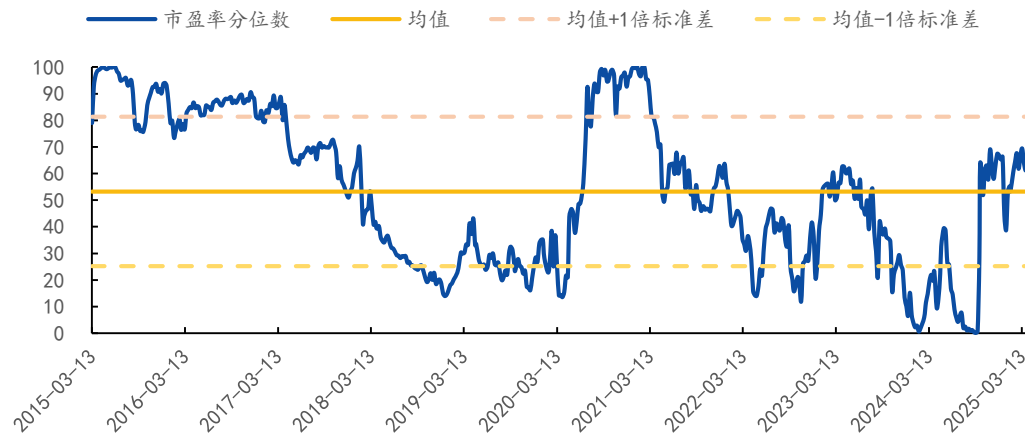
表：A股本期估值

大类	指数名称	收盘价	PE-TTM				PB-LF			
			本期	上期	当前分位(%)	较上期分位变动	本期	上期	当前分位(%)	较上期分位变动
核心指数	万得全A	5,203	18.7	18.8	52.5	↓2.2	1.6	1.6	23.4	↓1.6
	上证指数	3,374	14.4	14.4	62.9	↑0.3	1.4	1.3	30.7	↑1.3
	深证成指	10,668	25.0	25.6	36.6	↓5.7	2.3	2.3	18.0	↓0.7
	创业板指	2,145	32.3	33.2	17.5	↓2.0	4.1	4.1	18.7	↓2.3
	上证50	2,691	10.8	10.8	67.1	↑0.4	1.2	1.2	41.7	↑3.5
	沪深300	3,932	12.5	12.5	51.2	↓0.2	1.4	1.4	24.0	↑2.0
	中证500	5,958	28.7	28.8	64.5	↓0.6	1.9	1.9	44.4	↓0.9
	中证1000	6,329	38.7	39.1	51.9	↓2.0	2.1	2.2	23.6	↓2.5
	恒生指数	23,579	10.3	10.3	56.7	↑1.8	1.1	1.1	59.4	↑1.6
	恒生科技	5,589	23.0	24.6	23.2	↓6.8	3.1	3.2	64.6	↓1.5
风格策略	国证成长	3,987	20.3	20.5	40.7	↓1.7	2.7	2.7	26.5	↓1.2
	国证价值	6,496	9.0	8.8	45.0	↑5.1	0.9	0.9	30.3	↑3.7
	巨潮大盘	4,354	12.0	12.0	54.1	↑0.7	1.3	1.3	26.1	↑2.3
	巨潮中盘	3,819	23.1	23.2	50.4	↓1.0	1.9	1.9	22.3	↓1.1
	巨潮小盘	4,949	32.7	32.5	63.7	↑0.6	1.8	1.8	30.4	↓3.2
	金融(风格, 中信)	8,147	8.4	8.2	49.9	↑5.9	0.8	0.8	28.7	↑1.8
	周期(风格, 中信)	4,791	20.9	21.0	47.2	↓0.9	1.7	1.7	47.4	↑2.1
	消费(风格, 中信)	10,193	25.4	25.3	10.4	↑0.2	2.8	2.8	10.8	↑1.7
	成长(风格, 中信)	6,374	65.2	68.2	64.8	↓7.5	3.1	3.2	27.5	↓4.5
	稳定(风格, 中信)	2,876	14.9	14.9	41.5	↑1.2	1.3	1.3	45.6	↑1.3
板块行业	基金重仓指数	1,304	13.2	13.5	50.8	↓6.0	1.5	1.5	23.1	↓1.7
	中证红利	5,476	7.3	7.2	39.9	↑3.0	0.8	0.8	31.7	↑2.4
	万得微盘股指数	365,069	-	-	-	-	2.1	2.1	13.4	↓0.7
	农林牧渔	2,572	19.2	22.5	19.0	↓9.7	2.3	2.3	7.9	↑2.2
	基础化工	3,542	25.0	24.5	77.9	↑4.7	1.9	1.9	32.7	↑6.0
	钢铁	2,276	30.1	29.8	99.8	↑0.1	1.0	1.0	54.1	↓8.4
	有色金属	4,886	20.7	21.0	47.0	↓1.3	2.3	2.3	35.8	↓3.5
	电子	4,646	57.0	58.9	93.7	↓1.8	3.7	3.8	62.2	↓3.0
	家用电器	8,823	15.9	15.2	62.6	↑8.1	2.6	2.5	53.0	↑15.7
	食品饮料	18,073	21.1	20.5	12.0	↑2.5	4.4	4.3	11.1	↑1.5
	纺织服装	1,523	20.6	20.7	32.7	↓0.5	1.7	1.7	29.4	↓2.8
	轻工制造	2,047	25.0	25.0	42.2	0.0	1.7	1.7	20.5	0.0
	医药生物	7,507	31.3	31.0	55.2	↑1.7	2.6	2.5	18.2	↑3.8
	公用事业	2,302	17.0	16.8	6.7	↑1.8	1.5	1.5	32.3	↑3.3
	交通运输	2,175	15.9	16.4	59.9	↓6.3	1.3	1.3	24.4	↑6.9
	房地产	2,078	36.3	35.5	94.1	↑2.2	0.7	0.7	16.1	0.0
	商贸零售	2,106	34.3	34.6	78.1	↓1.3	1.7	1.7	50.0	↓4.1
	社会服务	8,538	25.1	25.0	13.8	↑0.3	3.0	3.0	29.5	↑1.0
	综合	2,695	57.8	57.7	82.2	↑0.1	1.5	1.5	41.5	0.0
	建筑材料	4,536	26.2	27.1	97.3	↓1.8	1.1	1.1	16.9	0.0
	建筑装饰	1,929	9.5	9.6	53.4	↓2.2	0.7	0.7	14.6	0.0
	电力设备	7,272	31.4	32.0	43.0	↓2.6	2.4	2.5	24.7	↓1.7
	国防军工	1,492	68.6	70.9	82.0	↓6.5	3.1	3.2	37.3	↓11.1
	计算机	4,791	74.3	80.8	88.7	↓6.8	4.0	4.3	68.6	↓18.4
	传媒	679	40.2	42.0	74.7	↓5.8	2.6	2.7	69.6	↓11.6
	通信	2,946	33.1	35.0	51.5	↓15.6	2.7	2.8	82.9	↓7.6
	银行	3,989	6.1	6.0	67.3	↑3.8	0.5	0.5	53.1	0.0
	非银金融	1,787	15.2	15.5	51.3	↓9.5	1.3	1.3	53.8	↑2.5
	汽车	7,242	27.8	28.3	41.2	↓6.0	2.7	2.7	94.8	0.0
	机械设备	1,722	34.7	35.2	98.2	↓0.6	2.6	2.7	77.2	↓2.0
	煤炭	2,655	11.2	11.3	85.1	↓1.1	1.2	1.2	29.9	↑1.2
	石油石化	2,230	16.0	15.6	74.5	↑7.7	1.2	1.2	17.8	↑7.5
	环保	1,759	21.4	21.4	57.1	↑0.6	1.5	1.5	30.5	↑1.8
	美容护理	4,524	34.5	35.5	23.9	↓2.6	3.2	3.3	11.7	↓5.4

资料来源：Wind，国元证券研究所

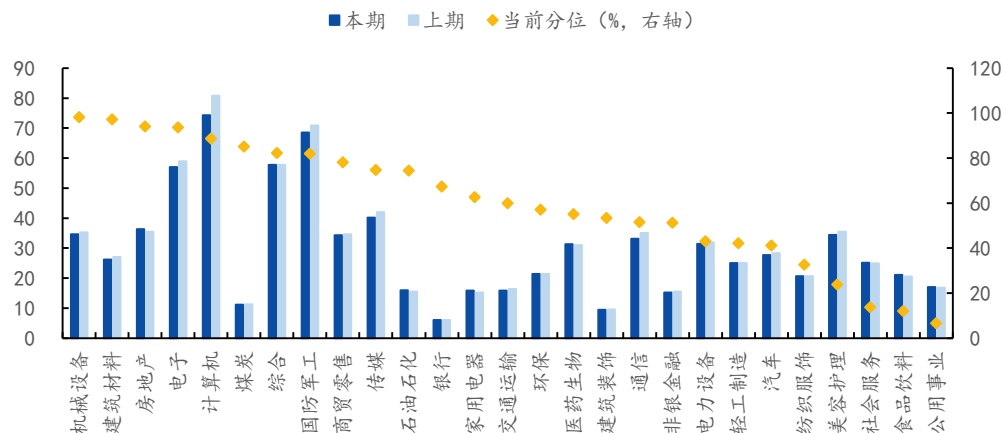
注：核心指数和风格策略分位为近10年，板块行业分位为近5年

图：近10年万得全A PE分位（%）



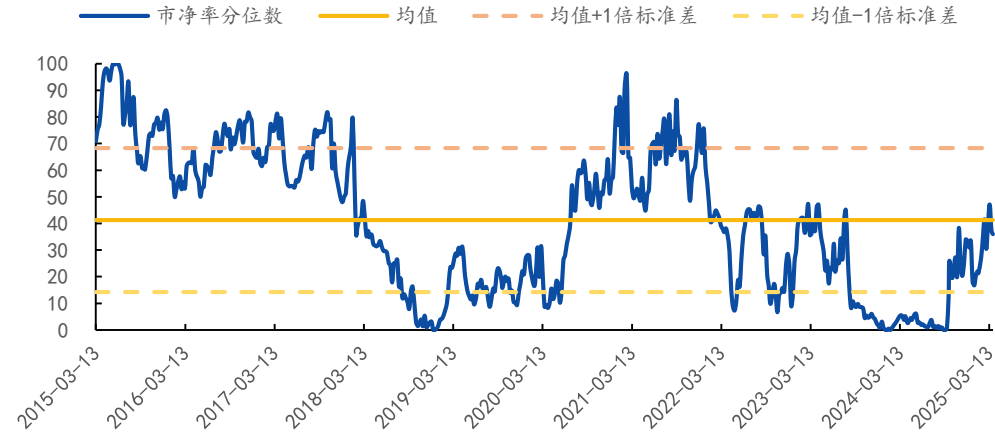
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业市盈率



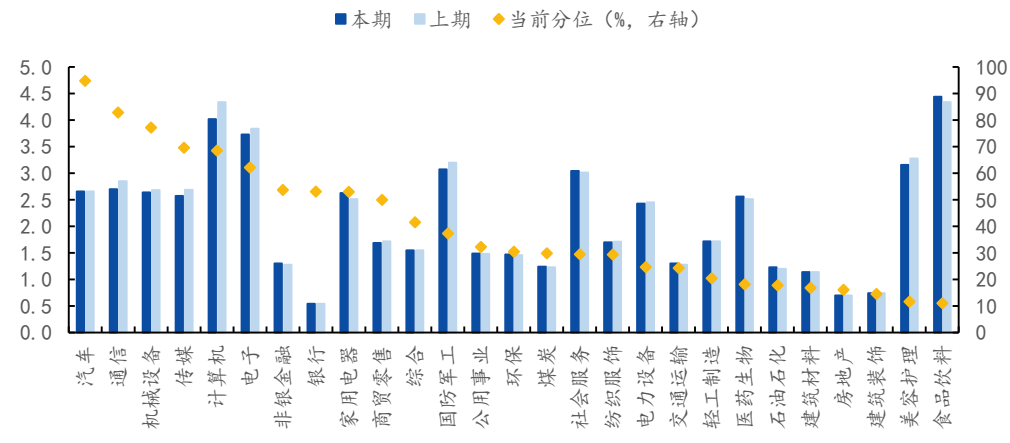
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：近10年万得全A PB分位（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业市净率



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 本期申万一级行业25年一致预期ROE有13个行业上调，18个行业下调，其中**有色金属、非银金融行业**上调幅度最大，煤炭、钢铁、石油石化、美容护理、农林牧渔和房地产等行业下调幅度最大。
- 本期申万一级行业25年一致预期归母净利润增速有13个行业上调，18个行业下调，其中**房地产行业**大幅下调，其次建筑材料、有色金属、电力设备、农林牧渔等行业盈利预期下调幅度超过4个百分点。**交通运输**行业上调幅度最大，超过10个百分点，其次是**商贸零售**、国防军工、非银金融等行业。

表：申万一级行业一致预期ROE和归母净利润同比增速

行业	一致预期ROE (FY1)	环比变化	一致预期ROE (FY2)	环比变化	一致预期归母净利润同比增速 (FY1)	环比变化	一致预期归母净利润同比增速 (FY2)	环比变化
房地产	0.0%	↓ -0.092%	2.90%	↓ -0.171%	-95.21%	↑ 3.896%	1821.29%	↓ -8449.781%
钢铁	4.1%	↓ -0.269%	5.63%	↓ -0.320%	-29.37%	↑ 0.258%	42.12%	↑ 1.571%
纺织服饰	10.6%	↑ 0.035%	11.86%	↑ 0.031%	-2.05%	↑ 0.510%	19.61%	↓ -0.324%
国防军工	6.8%	↓ -0.167%	9.04%	↓ -0.041%	12.06%	↓ -0.408%	53.83%	↑ 3.770%
电力设备	7.6%	↓ -0.079%	12.53%	↑ 0.033%	-25.67%	↑ 8.172%	74.65%	↓ -6.549%
传媒	7.5%	↓ -0.208%	10.41%	↓ -0.087%	-19.68%	↑ 0.964%	41.46%	↓ -0.992%
基础化工	9.7%	↓ -0.042%	12.10%	↓ -0.096%	16.23%	↑ 2.096%	32.93%	↓ -2.406%
汽车	10.2%	↓ -0.019%	12.44%	↑ 0.057%	29.69%	↑ 12.083%	32.51%	↓ -3.564%
电子	7.4%	↓ -0.036%	10.19%	↑ 0.022%	41.44%	↑ 4.800%	47.05%	↓ -1.081%
美容护理	11.0%	↓ -0.224%	13.06%	↓ -0.185%	4.32%	↑ 1.377%	30.84%	↑ 0.976%
建筑材料	4.1%	↓ -0.037%	5.62%	↑ 0.034%	-6.48%	↑ 16.294%	27.01%	↓ -11.778%
计算机	7.6%	↓ -0.042%	9.72%	↓ -0.056%	50.53%	↑ 2.380%	40.85%	↑ 0.003%
轻工制造	10.4%	↓ -0.171%	11.87%	↓ -0.074%	7.10%	↑ 0.356%	24.49%	↑ 0.559%
医药生物	10.0%	↓ -0.098%	11.50%	↓ -0.021%	18.95%	↑ 0.828%	25.48%	↑ 0.685%
煤炭	13.1%	↓ -0.006%	12.71%	↓ -0.432%	-16.21%	↓ -2.287%	7.26%	↑ 0.431%
家用电器	17.9%	↑ 0.054%	17.83%	↑ 0.045%	11.53%	↑ 0.672%	12.76%	↓ -0.105%
机械设备	9.1%	↓ -0.003%	10.80%	↑ 0.023%	20.36%	↑ 2.378%	26.78%	↓ -0.749%
石油石化	10.5%	↑ 0.002%	10.42%	↓ -0.193%	9.74%	↑ 0.542%	9.18%	↓ -0.527%
食品饮料	22.5%	↑ 0.064%	22.34%	↑ 0.024%	11.59%	↑ 0.104%	10.83%	↓ -0.161%
综合	4.3%	↓ -0.125%	12.85%	↓ -0.087%	554.71%	↓ -8.679%	120.40%	↑ 1.860%
有色金属	12.0%	↓ -0.002%	13.91%	↑ 0.159%	27.93%	↑ 17.994%	20.17%	↓ -8.320%
银行	10.2%	↑ 0.005%	9.72%	↑ 0.006%	2.72%	↑ 0.671%	3.12%	↑ 0.285%
建筑装饰	8.7%	↑ 0.004%	8.63%	↑ 0.003%	-0.97%	↑ 0.066%	6.24%	↑ 0.078%
交通运输	9.4%	↓ -0.005%	9.49%	↓ -0.024%	15.37%	↓ -12.133%	19.56%	↑ 10.734%
公用事业	10.5%	↓ -0.023%	10.76%	↓ -0.017%	22.01%	↑ 1.820%	10.82%	↓ -0.176%
通信	9.5%	↓ -0.009%	9.98%	↑ 0.045%	17.42%	↑ 4.666%	10.81%	↓ -0.691%
社会服务	8.8%	↓ -0.078%	9.95%	↓ -0.041%	42.96%	↓ -0.099%	24.17%	↓ -0.202%
非银金融	11.0%	↑ 0.034%	10.46%	↑ 0.123%	51.76%	↑ 5.774%	7.34%	↑ 2.813%
环保	9.7%	↓ -0.006%	9.86%	↓ -0.124%	22.44%	↑ 0.530%	11.68%	↓ -0.072%
农林牧渔	11.3%	↓ -0.185%	12.93%	↓ -0.180%	1244.06%	↑ 64.017%	24.06%	↓ -4.114%
商贸零售	5.7%	↓ -0.089%	6.89%	↓ -0.095%	11.80%	↑ 1.699%	28.45%	↑ 6.112%

- 从行业营业利润同比来看景气度，2025年2月上游行业中，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业营业利润同比大幅下滑超过45%，有色金属采选业营业利润同比大幅增长66.4%，燃气生产和供应业、有色金属冶炼和压延加工业营业利润同比增速在20%以上。
- 中游行业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业营业利润同比增速高达95.4%；仪器仪表制造业同比增速也明显改善，接近30%。
- 下游行业普遍同比增速多数位于低位，农副食品加工业大幅改善，同比增速42.5%；家具制造业、造纸和纸制品业营业利润同比增速大幅放缓。

表：行业营业利润同比（月频）

行业		2月 (%)	增速环比变化 (%)	历史分位
上游	煤炭开采和洗选业	-47.8	26.6	0.0%
	石油和天然气开采业	-1.9	14.8	31.5%
	黑色金属矿采选业	-55.7	53.2	1.3%
	有色金属矿采选业	66.4	48.8	89.4%
	非金属矿采选业	-16.4	13.3	2.6%
	石油、煤炭及其他燃料加工业			
	化学原料和化学制品制造业	0.9	10	52.6%
	黑色金属冶炼和压延加工业			
	有色金属冶炼和压延加工业	22.9	8.8	64.4%
	电力、热力生产和供应业	14.6	5.4	47.3%
燃气生产和供应业	23.8	25.1	82.8%	
水的生产和供应业	-7.3	15.8	21.0%	
中游	化学纤维制造业	11.8	23.5	60.0%
	橡胶和塑料制品业	-1.5	1.2	26.3%
	非金属矿物制品业	-40.3	5.5	14.4%
	金属制品业	1.7	4	51.3%
	通用设备制造业	7.7	6.4	51.3%
	专用设备制造业	7.3	5	47.3%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	95.4	72.2	96.0%
	电气机械和器材制造业	-1.9	0.2	22.3%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-9.9	13.8	21.3%
	仪器仪表制造业	29.3	24.6	94.7%
下游	农副食品加工业	42.5	41.6	98.6%
	食品制造业	5.1	1.6	28.9%
	酒、饮料和精制茶制造业	3.3	4.1	17.1%
	烟草制品业	3.3	1.3	14.4%
	纺织业	11.1	7.1	82.8%
	纺织服装、服饰业	-7	10	26.3%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-9.6	12.9	18.4%
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-13.8	2	7.8%
	家具制造业	-30.1	30.5	6.5%
	造纸和纸制品业	-19.9	25	35.5%
	印刷和记录媒介复制业	-13.3	4.7	13.1%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-16.4	22.5	11.8%
	医药制造业	-2.4	2	34.2%
	汽车制造业	11.9	9.7	85.5%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：空值表示数据未披露

➤ 中观景气度方面，本期景气度改善的方向主要在有色、锂电池、传媒、地产等领域。涨价线索明显的有：上游周期的有色、石油石化、煤炭，下游消费领域的传媒、医药生物、纺织服装，交通运输领域的航空机场等。

表：中观行业景气度追踪

大类	细分	指标名称	更新频率	单位	趋势图	上期	本期	环比
上游周期	煤炭	中国:主流港口:库存量:煤炭	周	万吨		7,515	7,369	↓1.94%
		期货结算价(活跃合约):焦煤	日	元/吨		1,029	1,097	↑6.61%
	钢铁	中国:高炉开工率(247家)	周	%		81	79	↓2.37%
		中国:库存量:主要钢材品种	周	万吨		1,320	759	↓42.52%
		中国:铁矿石现货价格指数(CSI):综合粉矿	日	元/湿吨		786	783	↓0.38%
	石油石化	期货结算价(连续):布伦特原油	日	美元/桶		72	77	↑6.83%
		中国:炼油厂开工率:山东地炼	周	%		46	51	↑11.49%
	有色	中国:平均价:铝(A00):有色市场	日	元/吨		20,870	19,700	↓5.61%
		中国:平均价:铝(1#)	日	元/吨		81,470	74,930	↓8.03%
		LME:库存量:铜:全球	日	吨		224,600	264,425	↑17.73%
		LME:库存量:铝:全球	日	吨		483,925	621,875	↑28.51%
		期货结算价(活跃合约):氧化铝	日	元/吨		2,992	4,093	↑36.80%
	基础化工	中国:批发价格指数:氯化钾	周	点		3,129	2,544	↓18.68%
		中国:现货价:尿素(46%)	日	元/吨		1,820	1,605	↓11.81%
	贵金属	中国:现货价:丁苯橡胶(1502)	日	元/吨		14,000	14,800	↑5.71%
		期货收盘价(连续):COMEX黄金	日	美元/盎司		3,041	2,685	↓11.70%
		期货收盘价(连续):COMEX银	日	美元/盎司		34	31	↓8.93%
		COMEX:库存量:黄金	日	金衡盎司		41,594,746	22,248,361	↓46.51%
		COMEX:库存量:银	日	金衡盎司		456,485,856	322,899,933	↓29.26%
中游制造	光伏设备	光伏经理人指数(SMI):全行业	周			115	113	↓1.54%
	锂电池	中国:价格:正极材料:磷酸铁锂(国产)	日	万元/吨		3	3	0.00%
	半导体	富享:中国:价格指数:负极材料	日	元/吨		38,863	-	-
	建筑材料	现货平均价:DRAM:DDR5(16Gb(2Gx8),4800/5600Mbps)	日	美元		5	5	↓8.93%
下游消费投资	汽车	中国:销量:汽车:当月值	月	辆		3,176	3,205	↑0.91%
		中国:销量:新能源汽车:当月值	月	辆		106	105	↓1.63%
		中国:日均销量(当周,厂家零售):乘用车	日	辆		2,423,494	2,694,461	↑11.18%
		中国:开工率:汽车轮胎(半钢胎)	周	%		943,703	882,854	↓6.45%
		中国:开工率:汽车轮胎(全钢胎)	周	%		58,329	39,014	↓33.11%
	家用电器	中国:销量:大家电	月	万台		83	79	↓4.92%
		中国:销量:小家电	月	万台		69	62	↓10.00%
		义乌中国小商品指数:总价格指数	周			1,771,931	1,724,842	↓2.66%
	纺织服装	中国:柯桥纺织指数:价格指数	周			1,340	1,228	↓8.40%
		中国:电影票房收入:当周值	周	万元		101	102	↑1.03%
	传媒	中国:上映场次:电影	日	万次		104	104	↑0.07%
		中国:每头净利润:规模养殖生猪	月	元		37,600	62,100	↑65.16%
	农林牧渔	中国:平均批发价:猪肉	日	元/公斤		13	22	↑69.20%
		中国:平均批发价:鸡蛋	日	元/公斤		215	66	↓69.30%
		中国:寿光蔬菜价格指数	日	2010年6月底=100		21	23	↑9.21%
		中国:平均批发价:水果(6种重点监测)	日	元/公斤		8	10	↑21.58%
地产链	地产	中国:100大中城市:成交土地占地面积:当周值	周	万平方米		108	123	↑13.29%
		中国:100大中城市:成交土地溢价率:当周值	周	%		8	7	↓4.89%
		中国:二手房出售挂牌价指数	周	2014年12月29日=100		100	100	↑0.07%
		中国:30大中城市:成交面积:商品房	日	万平方米		857	1,683	↑96.26%
交通运输	航空机场	中国:计划总数:国际航班	日	架次		15	12	↓22.21%
		中国:计划总数:国内航班(不含港澳台)	日	架次		156	157	↑0.65%
	航运	波罗的海干散货指数(BDI)	日			35	32	↓9.73%
		中国进口集装箱运价指数:综合指数	周	点		1,949	1,938	↓0.56%
	货运物流	中国出口集装箱运价指数:综合指数	周	1998年1月1日=1000		14,099	14,673	↑4.07%
		中国:规模以上快递业务量:当月值	月	万件		1,635	969	↓40.73%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 周频数据上期为2025.03.14~2025.03.20, 本期为2025.03.21~2025.03.27; 月频数据本期为2025.01, 上期为2025.02

- 2025年2月，36个细分行业中多数行业位于主动补库存阶段，位于主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存的行业分别有20个、12个、4个和0个。
- 上游行业分化，4个行业处于主动补库存阶段，其中石油和天然气开采由被动去库存转为主动补库存；5个行业进入被动补库存阶段；3个行业处于主动去库存阶段，其中黑色金属冶炼和压延加工业由被动补库存进入主动去库存。
- 中游行业以主动补库存为主，其中电气机械和器材制造业由主动去库存转为主动补库存；只有化学纤维制造业和非金属矿物制品业处于被动去库存阶段，其中化学纤维制造业是由主动补库存，转为被动补库存。
- 下游行业过半数处于主动补库存阶段，剩下的除了文教、工美、体育和娱乐用品制造业进入主动去库存阶段，其他均处于被动补库存阶段。

表：行业库存周期（月频）

行业	库存：累计同比	增速变化	历史分位数	营业收入：累计同比	增速变化	历史分位数	库存周期	库存周期（上期）
煤炭开采和洗选业	12.4%	7.6%	77.6%	-19.3%	8.2%	0.0%	被动补库存	主动去库存
石油和天然气开采业	1.7%	0.4%	59.2%	0.9%	-1.5%	32.8%	主动补库存	被动去库存
黑色金属矿采选业	2.1%	4.8%	51.3%	-15.5%	-18.1%	7.8%	被动补库存	被动去库存
有色金属矿采选业	16.0%	3.5%	100.0%	21.7%	12.8%	88.1%	主动补库存	主动补库存
非金属矿采选业	4.8%	2.1%	52.6%	-0.1%	-1.0%	32.8%	被动补库存	主动补库存
石油、煤炭及其他燃料加工业	-6.5%	2.3%	13.1%	-8.4%	-4.7%	13.1%	主动去库存	主动去库存
化学原料和化学制品制造业	1.4%	0.4%	27.6%	5.0%	0.8%	52.6%	主动补库存	主动补库存
黑色金属冶炼和压延加工业	-7.6%	-8.9%	5.2%	-8.5%	-2.8%	10.5%	主动去库存	被动补库存
有色金属冶炼和压延加工业	13.0%	-1.1%	69.7%	21.3%	5.2%	81.5%	主动补库存	主动补库存
电力、热力生产和供应业	20.1%	35.2%	73.6%	-0.8%	-3.5%	7.8%	被动补库存	被动去库存
燃气生产和供应业	15.3%	26.2%	57.8%	-2.4%	-6.8%	14.4%	被动补库存	主动补库存
水的生产和供应业	-7.4%	-3.9%	17.1%	0.0%	0.4%	6.5%	主动去库存	被动去库存
化学纤维制造业	2.3%	0.1%	30.2%	-5.4%	-11.1%	15.7%	被动补库存	主动补库存
橡胶和塑料制品业	8.3%	2.0%	72.3%	6.5%	1.7%	78.9%	主动补库存	主动补库存
非金属矿物制品业	1.0%	-1.3%	6.5%	-8.8%	2.3%	17.1%	被动补库存	被动补库存
金属制品业	3.4%	-1.1%	21.0%	2.4%	0.0%	38.1%	主动补库存	主动补库存
通用设备制造业	3.9%	-0.8%	23.6%	6.8%	4.3%	71.0%	主动补库存	主动补库存
专用设备制造业	3.4%	-1.2%	0.0%	4.5%	2.2%	50.0%	主动补库存	主动补库存
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.7%	6.0%	64.4%	21.2%	10.3%	94.7%	主动补库存	主动补库存
电气机械和器材制造业	2.9%	2.3%	22.3%	9.3%	9.5%	50.0%	主动补库存	主动去库存
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.6%	2.1%	65.7%	9.2%	1.0%	77.6%	主动补库存	主动补库存
仪器仪表制造业	3.7%	1.3%	7.8%	5.9%	1.6%	51.3%	主动补库存	主动补库存
农副食品加工业	1.0%	3.3%	18.4%	2.8%	5.8%	34.2%	主动补库存	主动去库存
食品制造业	2.2%	-2.0%	11.8%	3.2%	-1.7%	28.9%	主动补库存	主动补库存
酒、饮料和精制茶制造业	6.0%	3.4%	38.1%	1.0%	-1.8%	14.4%	主动补库存	主动补库存
烟草制品业	10.4%	-3.6%	63.1%	4.5%	1.7%	25.0%	主动补库存	主动补库存
纺织业	8.4%	2.4%	67.1%	2.7%	-0.9%	57.8%	主动补库存	主动补库存
纺织服装、服饰业	8.4%	0.0%	89.4%	2.7%	0.6%	57.8%	主动补库存	主动补库存
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.0%	3.2%	55.2%	3.4%	-2.9%	31.5%	主动补库存	主动补库存
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	4.7%	0.4%	34.2%	0.8%	-2.8%	19.7%	主动补库存	主动补库存
家具制造业	2.7%	-1.5%	42.1%	-3.9%	-3.3%	38.1%	被动补库存	被动补库存
造纸和纸制品业	4.8%	6.0%	43.4%	-2.7%	-5.8%	38.1%	被动补库存	主动补库存
印刷和记录媒介复制业	7.0%	0.1%	82.8%	-1.9%	-2.9%	30.2%	被动补库存	主动补库存
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.2%	-0.6%	1.3%	-0.5%	-5.8%	25.0%	主动去库存	主动补库存
医药制造业	4.5%	1.7%	21.0%	-2.1%	-3.4%	11.8%	被动补库存	主动补库存
汽车制造业	4.5%	5.3%	40.7%	-3.4%	4.2%	69.7%	被动补库存	主动去库存

资料来源：Wind，国元证券研究所

本期市场进入震荡整理期，整体波动率下降。申万一级行业中，食品饮料和汽车行业年化波动率最高，均超过25%，其次是电子、非银金融等。行业波动率多数下降，计算机、国防军工、传媒和通信行业波动率相较于上期降幅最大，超过15%；食品饮料行业波动率上升幅度最大。从历史分位数来看，食品饮料、汽车行业波动率处于近3年历史高位，高于70%分位数；国防军工、钢铁、电力设备、交通运输行业波动率处于近3年历史低位，低于5%分位数。

本期市场整体夏普比率下滑，赚钱效应收缩。申万一级行业中，石油石化、公共事业、煤炭、家用电器的夏普比率最高，超过5.5；计算机、国防军工、传媒、通信和电子的夏普比率较低，小于-6。行业本期夏普比率多数下降，国防军工、计算机、传媒等行业下降较多，而公共事业、石油石化、家用电器和煤炭行业上升较多。从历史分位数来看，石油石化和公共事业的行业夏普比率处于近3年历史高位，高于90%分位数；计算机、通信、国防军工和传媒的夏普比率处于近3年历史低位，低于10%分位数。

表：申万一级行业风险收益指标

申万一级行业	年化波动率	变化	近3年历史分位数	夏普比率（年化）	变化	近3年历史分位数
农林牧渔	13.2%	-0.09%	20.1%	3.80	0.62	78.8%
基础化工	11.9%	-0.29%	13.1%	1.69	-2.02	64.6%
钢铁	10.5%	-6.66%	2.3%	-0.30	-2.67	49.7%
有色金属	18.5%	1.28%	19.5%	1.63	-7.25	64.1%
电子	23.6%	-7.39%	35.3%	-6.05	-3.40	12.6%
家用电器	17.2%	0.91%	45.6%	5.66	6.74	86.2%
食品饮料	29.7%	10.90%	86.6%	1.02	-4.12	64.4%
纺织服饰	16.5%	0.41%	48.4%	-1.10	-6.91	42.1%
轻工制造	15.9%	0.60%	31.0%	-1.84	-4.33	39.6%
医药生物	17.7%	1.34%	26.6%	-0.37	0.76	55.4%
公用事业	11.7%	4.08%	13.7%	7.81	11.44	94.1%
交通运输	7.2%	-0.01%	3.9%	4.72	3.82	85.3%
房地产	16.6%	-2.14%	13.7%	-1.45	1.67	48.8%
商贸零售	21.8%	-2.47%	50.4%	-3.24	-3.99	30.8%
社会服务	17.5%	-3.38%	11.9%	2.25	-1.55	66.6%
综合	21.5%	-1.39%	52.4%	-0.55	0.35	43.6%
建筑材料	12.8%	2.83%	7.1%	1.73	-4.48	70.0%
建筑装饰	11.5%	1.77%	5.6%	-0.82	1.20	44.7%
电力设备	15.1%	-4.11%	3.2%	-1.15	-0.01	48.5%
国防军工	10.2%	-17.67%	1.2%	-7.53	-11.66	7.6%
计算机	22.4%	-19.47%	26.2%	-10.57	-9.69	1.5%
传媒	20.3%	-16.07%	23.7%	-7.39	-8.14	9.0%
通信	20.9%	-15.18%	34.6%	-7.37	-4.40	6.5%
银行	14.8%	1.80%	48.7%	2.43	-0.02	66.2%
非银金融	23.2%	1.29%	60.4%	-0.45	2.03	48.8%
汽车	28.3%	4.41%	75.1%	-0.41	0.71	48.0%
机械设备	20.4%	-9.58%	47.2%	-3.61	-4.34	26.8%
煤炭	22.7%	-0.99%	57.2%	5.86	6.61	88.2%
石油石化	8.3%	-1.49%	6.5%	8.54	10.84	95.0%
环保	14.6%	-2.09%	37.2%	1.75	-0.26	62.9%
美容护理	15.4%	-14.17%	14.1%	-1.88	-7.36	43.6%
同花顺全A(加权)	14.5%	-2.65%	40.3%	-2.53	-2.40	35.2%

资料来源：iFind，国元证券研究所

5

海外市场观察

● 核心资产观察

海外国债：本期海外主要政府债中，受关税不确定性对通胀预期的扰动，美国国债各期限利率多数上行，10年期国债收益率回升至4.3%-4.4%区间；德国10年期国债收益率在两院通过5000亿欧元基础设施基金和债务改革法案后有所回落，本期下行11bps。日本方面，央行行长植田和男表示，如果食品价格上涨引发更广泛的通胀压力，央行将考虑上调利率。受此影响，市场对加息的预期进一步升温，日本10年期国债收益率上行3.9个基点，升至1.588%。

海外权益：本期海外主要权益市场指数多数上涨，巴西Ibovespa指数领涨，美股三大指数迎来反弹，本期VIX指数回落，市场不确定性有所缓解。同时，一系列经济数据表明基本面仍具韧性。然而，短期反弹力度仍受制于政策不确定性对市场风险偏好的制约作用。

汇率与美元走势：本期主要货币中，美元、港元、瑞郎等对人民币表现较强，而日元等相对偏弱。美元指数小幅回升0.41%。

● 美国基本面事件追踪

零售与工业产出：2月份美国零售数据较1月份有所好转，环比增长0.2%，但不及预期。工业产出指数同比增长1.44%，已连续三个月保持正增长，工业产能利用率进一步提升至78.19%。

房地产：受房源供应增加和天气条件改善的推动，2月份美国成屋销售环比增长约4.2%，超市场预期。

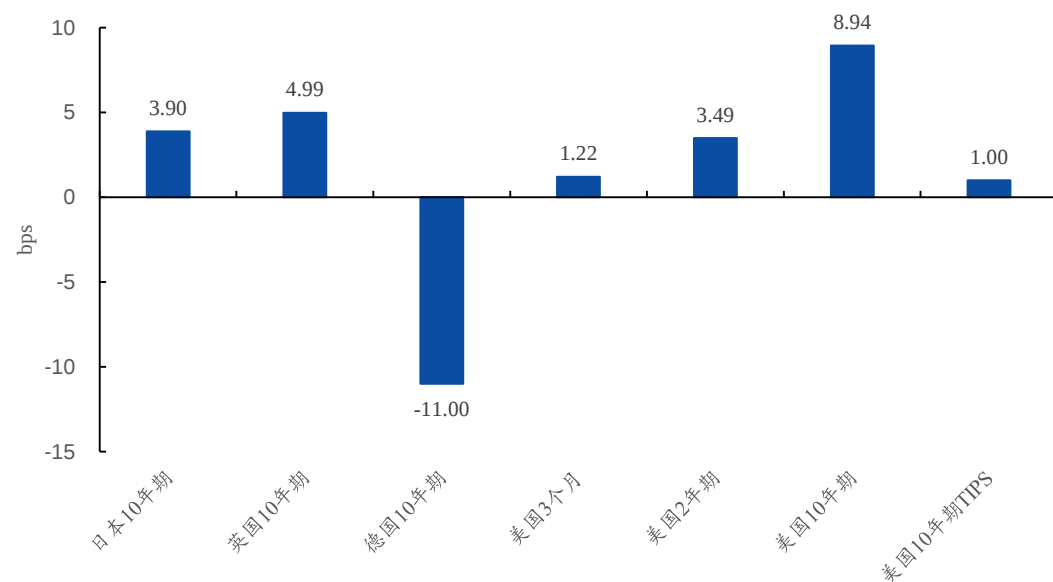
综合来看，关于美国经济衰退的预期已显著下降。通胀和就业市场保持稳健，零售数据呈现温和复苏，工业与房地产市场也有所回暖。

● 美国市场观察

本期美股市场中小盘指数反弹力度跑赢整体市场，行业方面，能源、金融、可选消费等表现较好，信息技术仍承压，费城半导体指数本期下跌0.85%，显著跑输市场。与此同时，市场波动率（VIX指数）与美债波动率（Move指数）皆同步回落。

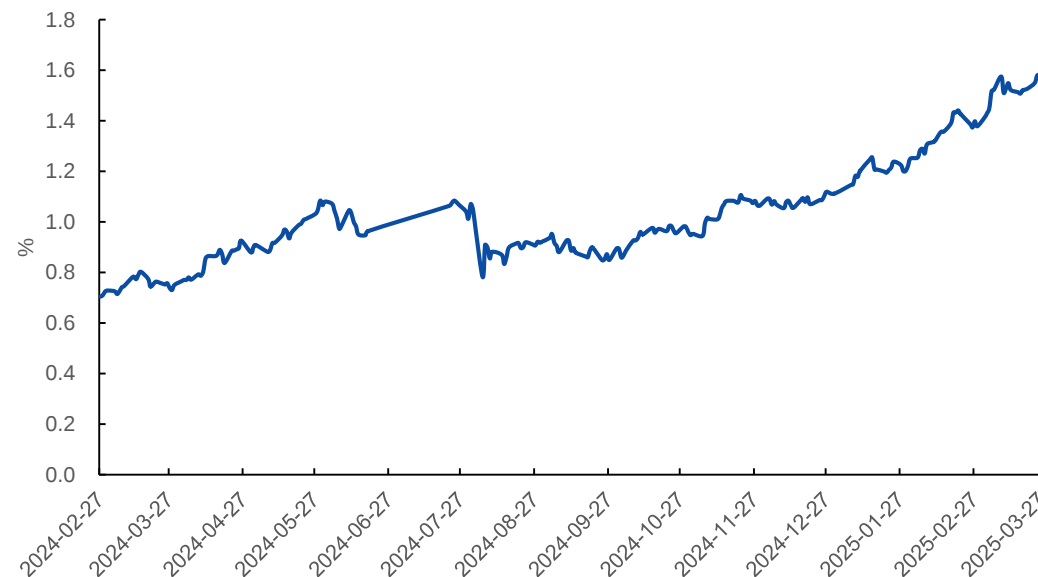
- 本期海外主要政府债中，受关税不确定性对通胀预期的扰动，美国国债各期限利率多数上行，10年期国债收益率回升至4.3%-4.4%区间；德国10年期国债收益率在两院通过5000亿欧元基础设施基金和债务改革法案后有所回落，本期下行11bps。
- 日本方面，央行行长植田和男表示，如果食品价格上涨引发更广泛的通胀压力，央行将考虑上调利率。受此影响，市场对加息的预期进一步升温，日本10年期国债收益率上行3.9个基点，升至1.588%。

图：本期全球主要政府债收益率变动幅度



资料来源：Wind，国元证券研究所

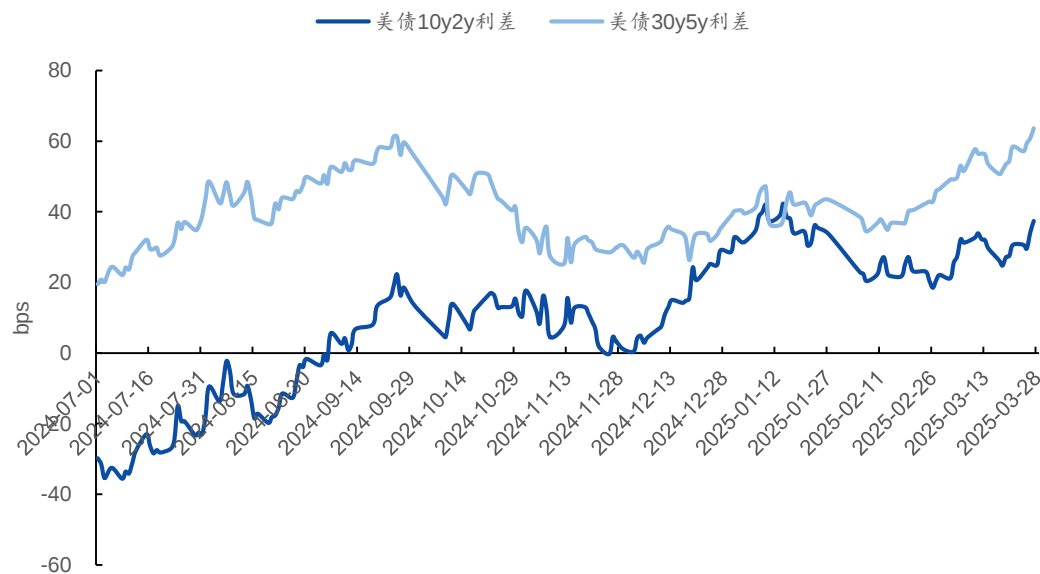
图：日本10年期国债收益率一路上行



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 美国国债期限利差曲线通常会释放投资者如何看待货币政策路径以及经济增长动能的信号。
- 本期美债30年期与5年期利差以及10年期与2年期利差继续同步走阔。整体来看，各期限美债利率的走势反映出市场对短期政策利率下调的预期有所回升，同时对特朗普关税措施及潜在的他国报复行为可能带来的中长期通胀压力有所警惕。此外，从名义收益率与TIPS利差推算的通胀预期本期也出现回升。
- 本期中美10年期国债收益率利差走阔至256.95bps。

图：美债30年与5年期利差、10年期与2年期利差走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期美国10年预期通胀率有所回升

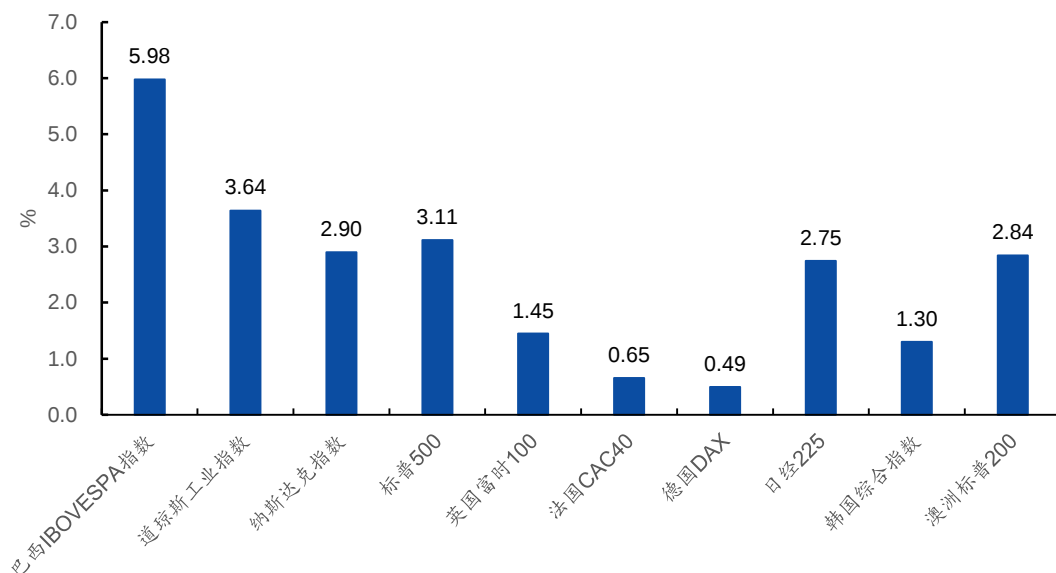


资料来源：Wind，国元证券研究所

本期海外主要权益市场指数多数上涨，巴西Ibovespa指数领涨，美股三大指数迎来反弹，本期VIX指数回落，市场不确定性有所缓解。同时，一系列经济数据表明基本面仍具韧性，24年四季度实际GDP环比增速终值上修至2.4%。然而，短期反弹力度仍受制于政策不确定性对市场风险偏好的制约作用。

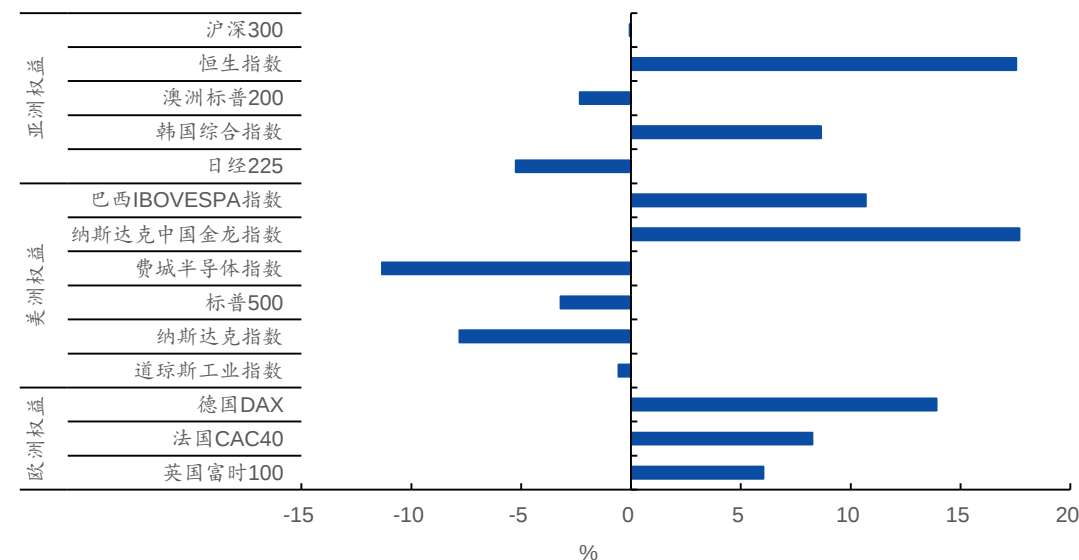
截止本期，美股中概股、港股及欧洲主要股指仍是本年度表现最佳的权益资产。

图：本期海外主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，国元证券研究所

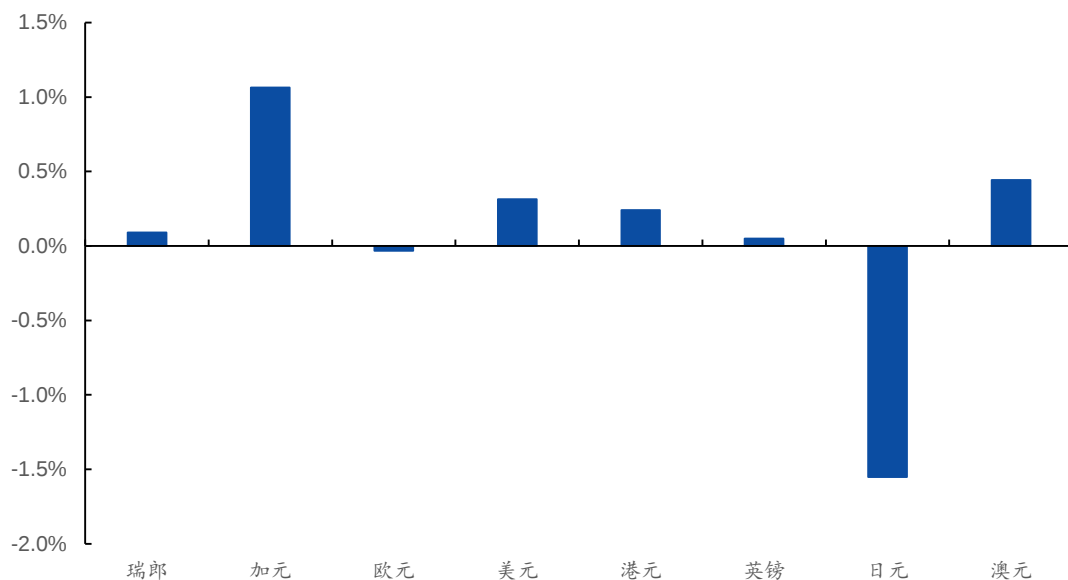
图：全球主要指数年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 本期主要货币中，美元、港元、瑞郎等对人民币表现较强，而日元等相对偏弱。特朗普于3月26日宣布对进口至美国的汽车加征25%关税，推动美元兑人民币在本期呈现小幅走强的态势。
- 在政策利率维持高位且4月2日对等关税生效临近的背景下，本期美元指数小幅回升0.41%。

图：本期主要货币对人民币走势



资料来源：Wind，国元证券研究所；汇率数据采用中国外汇交易中心（CFETS）询价成交价

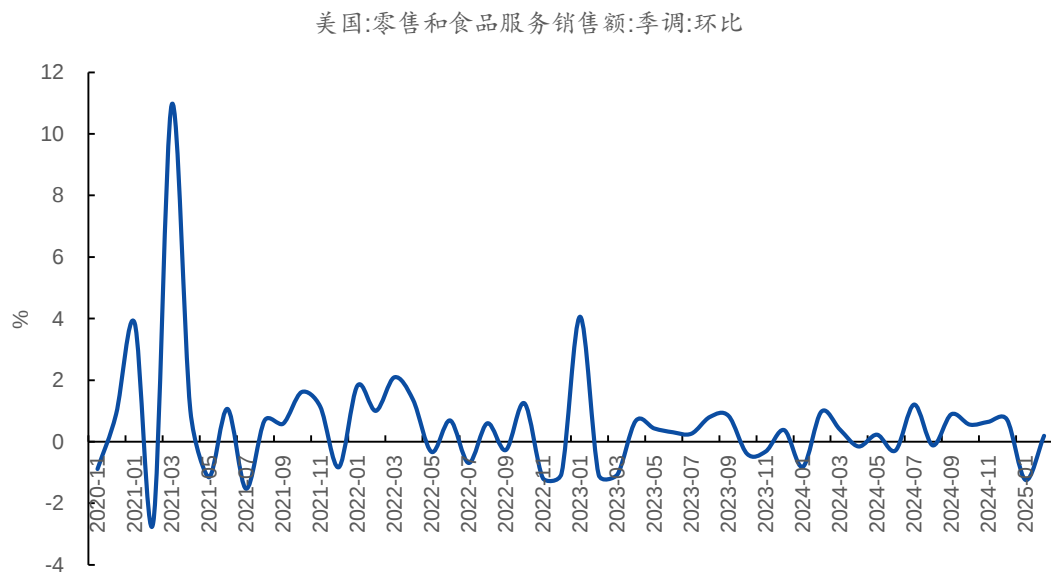
图：美元指数与美元兑人民币中间价走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

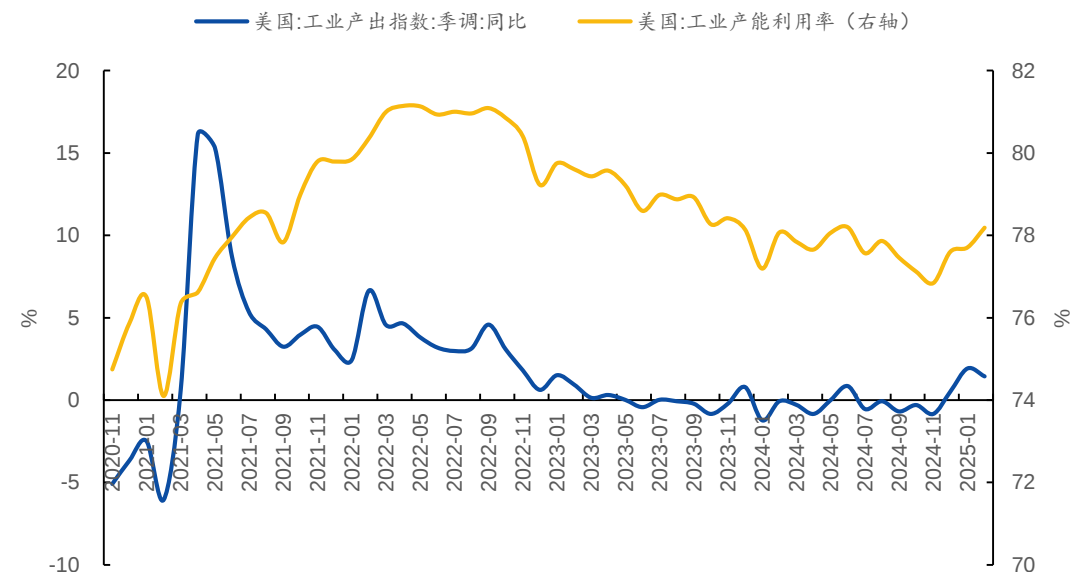
- 2月份美国零售数据较1月份有所好转，环比增长0.2%，受汽车销售下滑较大的影响，环比增速不及预期。此外，关税带来的通胀预期也一定程度上影响消费者信心。
- 2月份，美国工业产出指数同比增长1.44%，已连续三个月保持正增长，工业产能利用率进一步提升至78.19%。

图：美国2月零售较1月有所回暖



资料来源：Wind，国元证券研究所

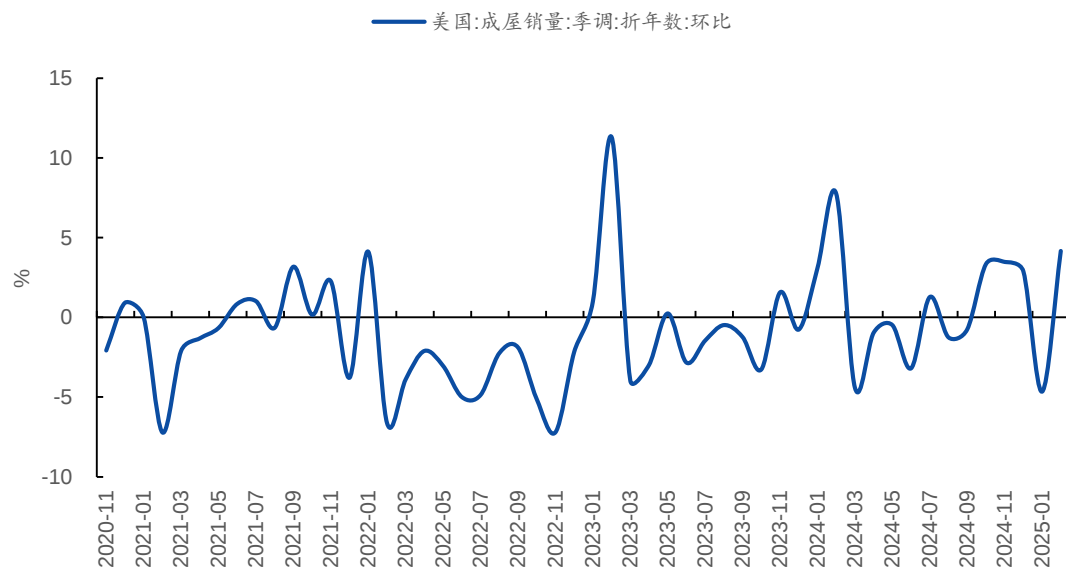
图：美国工业产出指数连续三个月同比为正



资料来源：Wind，国元证券研究所

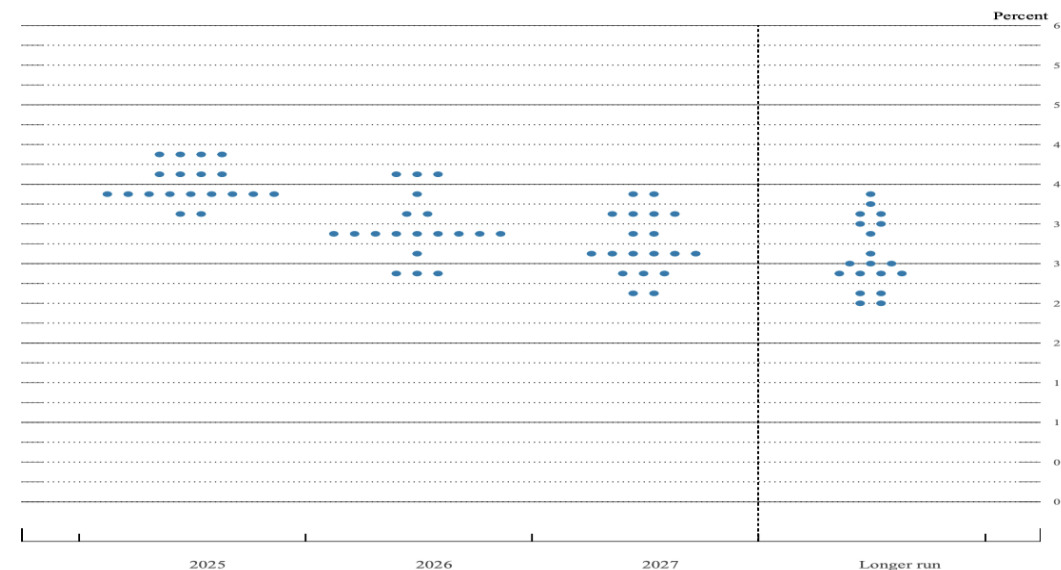
- 据美国全国房地产经纪人协会（NAR）数据显示，受房源供应增加和天气条件改善的推动，2月份美国成屋销售环比增长约4.2%，超市场预期。
- 综合来看本期的数据，关于经济衰退的预期已降低。目前，通胀仍保持放缓的节奏，就业市场保持稳健，零售数据较1月份相比呈现温和复苏态势，工业与房地产市场也有所回暖。然而，4月2日的对等关税政策及特朗普的其他政策仍对基本面带来较多的不确定性。

图：美国地产销售数据在2月有所起色



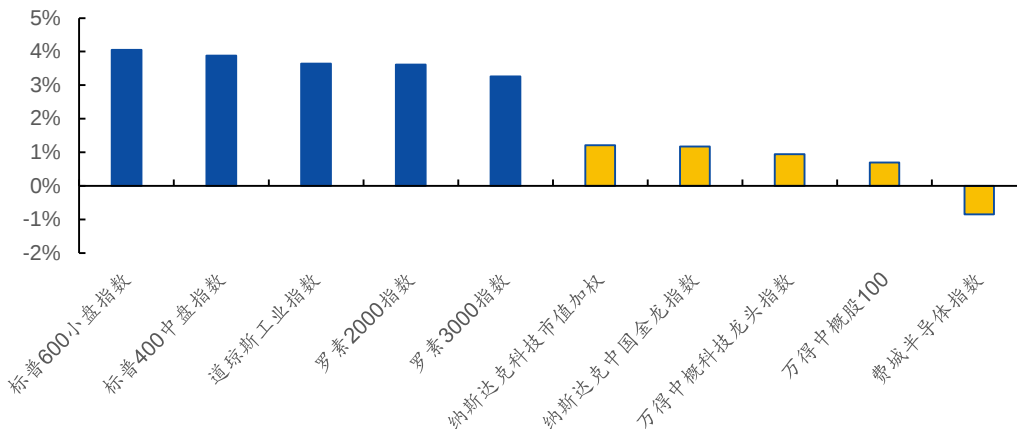
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：美联储3月议息会议给出年内大致有2次的降息指引



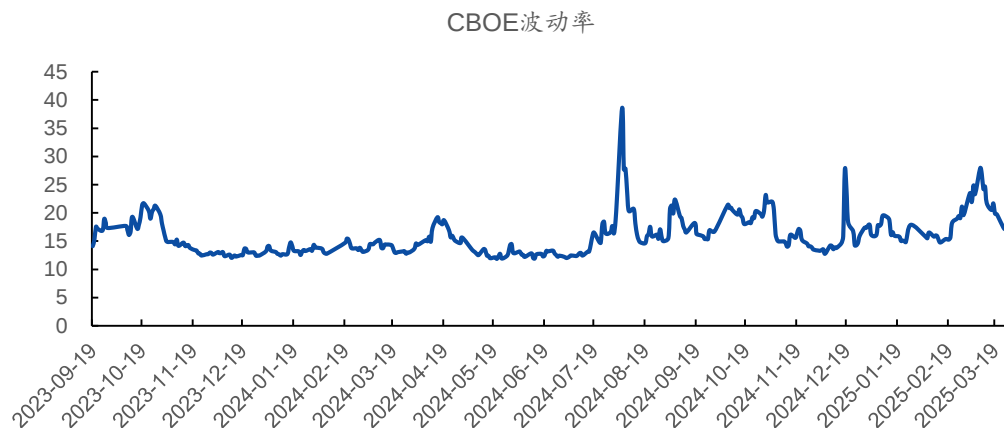
资料来源：美联储，国元证券研究所

图：本期市场风格指数表现最佳/最差前五



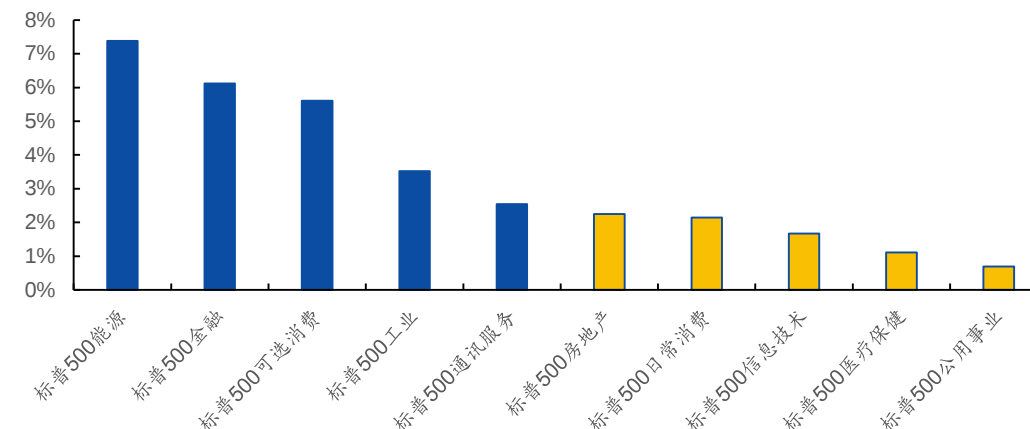
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：CBOE波动率（VIX指数）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期标普500中行业板块表现最佳/最差前五



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：美林Move指数（美债波动率）



资料来源：Wind，国元证券研究所

风险提示：

政策调整风险；市场波动风险；地缘政治冲击；经济数据验证风险；流动性传导风险

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027