

宏观和大类资产配置周报

美国关税政策落地，汽车行业首当其冲

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**1-2 月，全国一般公共预算收入同比下降 1.6%，全国一般公共预算支出同比增长 3.4%；1-2 月全国规模以上工业企业利润同比下降 0.3%。
- **要闻：**国务院总理李强日前签署国务院令，公布《实施〈中华人民共和国反外国制裁法〉的规定》；商务部发布支持国际消费中心城市培育建设若干措施；博鳌亚洲论坛 2025 年年会举行开幕大会。

资产表现回顾

- **避险资产价格调整或暂告一段落。**本周沪深 300 指数上涨 0.01%，沪深 300 股指期货上涨 0.24%；焦煤期货本周上涨 0.49%，铁矿石主力合约本周上涨 3.09%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 1.38%；十年国债收益率下行 3BP 至 1.81%，活跃十年国债期货本周上涨 0.39%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**美国总统特朗普当地时间 3 月 26 日在白宫签署行政令，对美国进口汽车征收 25% 关税，相关措施将于 4 月 2 日生效，文件显示，25% 的关税将适用于进口乘用车，如轿车、运动型多功能汽车等和轻型卡车，以及关键汽车零部件，如发动机、变速箱等，并将在必要时扩展至其他零部件。根据咨询公司标普全球汽车的数据，2024 年在美国销售的乘用车新车中，近一半从海外进口，墨西哥是美国最大进口汽车来源地，2024 年共出口美国 245.9 万汽车，韩国和日本分别是第二大和第三大汽车进口来源国，2024 年分别有 139.9 万和 132.2 万辆汽车出口至美国，加拿大位居第四，主要涉及的汽车厂商包括通用、丰田、日产、宝马、大众、奥迪和本田等。加征关税对于中国车企的直接影响较小，2024 年美国市场约占中国汽车总出口的 2.0%，仅占中国汽车总销量的 0.4%，但中国汽车零部件制造商可能受到影响稍大。虽然欧盟、日韩、墨加等美国主要贸易伙伴表示了抗议，特朗普也稍后表示了对与其他国家达成关税协议持一定开放态度，但我们认为二季度开始，美国关税政策或将对全球贸易和经济增长产生负面影响。我们维持看好经济增速相对较强且宏观政策较为积极的人民币资产。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《1-2 月工业企业利润数据点评》20250327
《如何利用财报因子的阶段失效构建行业轮动策略？》20250326
《如何基于资金流构建行业轮动策略？》20250326

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.3.30）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注 4 月政治局会议内容	不变
三个月内	= 关注美国关税政策对我国和全球经济的影响	不变
一年内	- 欧美经济前景仍有较大不确定性	不变

大类资产	本期观点	本期观点
股票	+ 关注科技投资偏好和外资净流动的影响	超配
债券	- 宽松的货币政策大环境不变	低配
货币	- 收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	= 关注宏观政策对基建投资和房地产投资的影响	标配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
人民币资产价格延续上涨	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：权重股延续领涨	9
债券：收益率小幅回落	10
大宗商品：大宗商品价格持续上行	11
货币类：货币基金收益率短期或上行	12
外汇：美元指数延续回调	12
港股：美联储下一次降息的时点备受关注	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.3.30）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.3.30）	15

一周概览

人民币资产价格延续上涨

避险资产价格调整或暂告一段落。本周沪深 300 指数上涨 0.01%，沪深 300 股指期货上涨 0.24%；焦煤期货本周上涨 0.49%，铁矿石主力合约本周上涨 3.09%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 1.38%；十年国债收益率下行 3BP 至 1.81%，活跃十年国债期货本周上涨 0.39%。

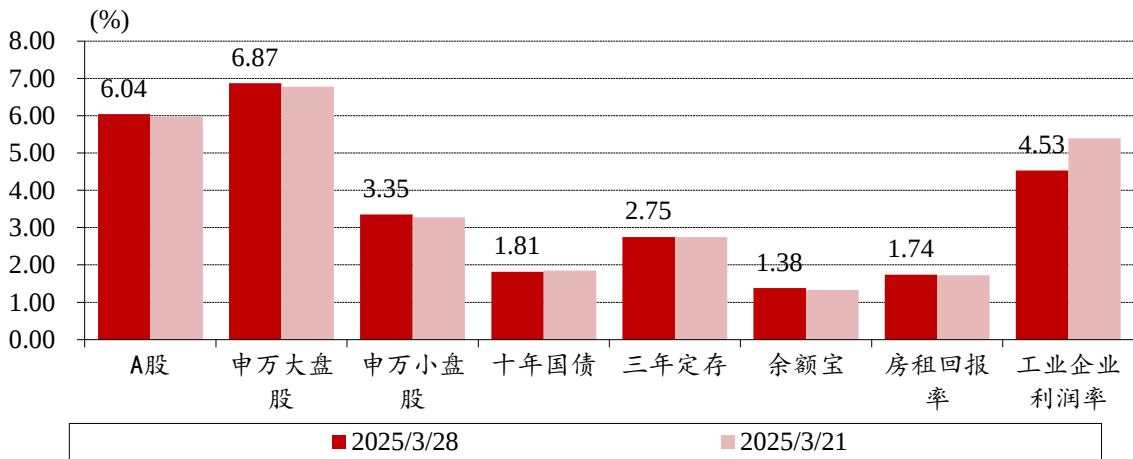
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 +0.01%	债券	10 年国债到期收益率 1.81%/本周变动 -3BP
	沪深 300 期货 +0.24%		活跃 10 年国债期货+0.39%
本期评论：关注增量政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗	铁矿石期货 +3.09%	保守	余额宝 1.38%/本周变动 +6BP
	焦煤期货 +0.49%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2%上下波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

2 月工业企业利润增速同比下降。本周 A 股指数表现分化，但大盘股和小盘股估值均下降，小盘股估值下行幅度相对更大。本周央行在公开市场净投放 3036 亿元，受季末等因素影响，拆借资金利率波动上行，周五 R007 利率收于 2.26%，GC007 利率收于 2.27%。本周十年国债收益率收于 1.81%，较上周五下行 3BP。2 月经济数据收官，整体来看 2025 年 1-2 月经济开年表现相对较好，同时延续了生产端表现好于消费端的特点，从工业企业的角度看，1-2 月利润同比增速下降，主要是受到价格和利润率的影响，2025 年价格因素仍是政策需要关注的重点。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

美元指数走弱，带动美元资产价格回落。股市方面，本周 A 股主要指数分化，领涨的指数是中小板指（0.13%），领跌的指数是万得全 A（-1.29%）；港股方面恒生指数下跌 1.11%，恒生国企指数下跌 1.55%，AH 溢价指数上行 2.16%收于 132.71；美股方面，标普 500 指数本周下跌 1.53%，纳斯达克下跌 2.59%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.22%，中债国债指数上涨 0.35%，金融债指数上涨 0.16%，信用债指数上涨 0.18%；十年美债利率上行 2 BP，周五收于 4.27%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率上行 6 BP，周五收于 1.38%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 1.11%，收于 69.04 美元/桶；COMEX 黄金上涨 3.20%，收于 3118.00 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.01%，LME 铜下跌 0.62%，LME 铝下跌 2.86%；CBOT 大豆上涨 1.24%。美元指数下跌 0.12%收于 104.03。VIX 指数上行至 21.65。本周美元指数延续弱势，关注美元资产价格回调的趋势。

图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/3/24 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/3/28 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,351.31	(0.40)	(1.60)	0.92	(0.01)
	399001.SZ	深证成指	10,607.33	(0.75)	(2.65)	(0.04)	1.85
	399005.SZ	中小板指	6,647.84	0.13	(2.58)	0.73	4.16
	399006.SZ	创业板指	2,128.21	(1.12)	(3.34)	(1.94)	(0.63)
	881001.WI	万得全 A	5,161.01	(1.29)	(2.10)	0.45	2.77
	000300.SH	沪深 300	3,915.17	0.01	(2.29)	0.65	(0.50)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	245.79	0.22	0.01	(0.25)	(0.64)
	CBA00603.C	中债国债	243.66	0.35	(0.11)	(0.53)	(0.92)
	CBA01203.C	中债金融债	244.29	0.16	0.02	(0.07)	(0.66)
	CBA02703.C	中债信用债	221.39	0.18	0.14	0.28	0.17
	885009.WI	货币基金指数	1,717.16	0.02	0.03	0.11	0.35
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	69.04	1.11	1.65	(1.03)	(3.74)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,118.00	3.20	0.90	9.46	18.06
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,197.00	1.01	(3.10)	(3.65)	(3.47)
	CA.LME	LME 铜	9,794.50	(0.62)	0.73	4.66	11.71
	AH.LME	LME 铝	2,547.50	(2.86)	(2.13)	(2.23)	(0.16)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,022.25	1.24	(0.59)	(0.34)	1.16
货币	-	余额宝	1.38	6 BP	3 BP	3 BP	12 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	104.03	(0.12)	0.40	(3.28)	(4.10)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.26	(0.20)	(0.28)	0.28	0.48
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.86	(0.19)	0.29	(3.80)	(3.34)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.82	0.60	0.14	0.30	(3.23)
港股	HSL.HI	恒生指数	23,426.60	(1.11)	(1.13)	2.12	16.78
	HSCEI.HI	恒生国企	8,606.51	(1.55)	(1.53)	2.25	18.06
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	132.71	2.16	(0.65)	(0.91)	(10.29)
美国	SPX.GI	标普 500	5,580.94	(1.53)	0.51	(6.27)	(5.11)
	IXIC.GI	NASDAQ	17,322.99	(2.59)	0.17	(8.09)	(10.29)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.27	2 BP	-6 BP	3 BP	-31 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.65	12.29	(11.44)	10.29	24.78
	CRB.RB	CRB 商品指数	306.87	0.36	1.02	1.67	3.42

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

财政部公布，1-2月，全国一般公共预算收入43856亿元，同比下降1.6%；其中，证券交易印花税238亿元，同比增长58.9%。全国一般公共预算支出45096亿元，同比增长3.4%。

国家统计局最新数据显示，1-2月份，全国规模以上工业企业实现营业收入同比增长2.8%，增速比去年全年加快0.7个百分点。工业企业利润有所改善，制造业利润改善明显，1-2月份同比增长4.8%。

国家主席习近平会见国际工商界代表。习近平指出，中国对外开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变。中国过去是、现在是、将来也必然是外商理想、安全、有为的投资目的地，与中国同行就是与机遇同行，相信中国就是相信明天，投资中国就是投资未来。

国务院总理李强日前签署国务院令，公布《实施〈中华人民共和国反外国制裁法〉的规定》。《规定》一是完善反制措施，二是细化反制程序，三是加强部门协同，四是强化措施执行。

国务院公布修订后的《保障中小企业款项支付条例》，自2025年6月1日起施行。修订的主要内容包括：增加规定大型企业应当自货物、工程、服务交付之日起60日内支付款项，加大清理拖欠力度，以及加大违法处罚力度等。

国务院常务会议指出，要做好新一轮跨境电商综合试验区扩围工作，推动跨境电商综合试验区建设提档升级。优化口岸开放布局，进一步提升口岸通关便利度。会议部署加快清理拖欠企业账款工作，研究推动农机装备高质量发展有关措施。

人社部发布通知，将小微企业主、个体工商户等个人纳入稳岗扩岗专项贷款支持范围。同时，将小微企业最高授信由3000万元提高至5000万元，对个人最高授信1000万元。

财政部、税务总局联合发布通知，自2025年4月1日起至2027年12月31日，对注册登记在上海自贸区及临港新片区、江苏自贸区苏州片区、浙江自贸区、福建自贸区厦门片区、山东自贸区青岛片区、广东自贸区以及海南自贸港的企业开展离岸转手买卖业务书立的买卖合同，免征印花税。

证监会修改《证券发行与承销管理办法》，增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象，明确由证券交易所制定IPO分类配售具体规定，禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。沪深交易所同步修订发行承销业务实施细则。

商务部发布支持国际消费中心城市培育建设若干措施，包括优化入境政策和消费环境、更好发挥免税店和离境退税政策作用等，支持上海、北京、广州、天津、重庆加快国际消费中心城市培育建设。

最高检部署开展违规异地执法和趋利性执法司法专项监督，要求对侵犯各种所有制经济产权和合法利益的行为实行同责同罪同罚，推动治理小过重罚、重过小罚、以罚代管等问题。

三部门联合印发《轻工业数字化转型实施方案》，加快推动数字技术全面赋能轻工业发展。《实施方案》部署实施新一代信息技术赋能、新模式新业态创新应用、产业高质量发展、夯实基础支撑4大行动及15项具体措施。

博鳌亚洲论坛2025年年会举行开幕大会，有超过1500位嘉宾参加开幕大会。论坛围绕把握大势、促进增长、塑造未来、发掘动力四大方向展开讨论，还特别新增了对人工智能应用与治理、数字互联互通等前沿议题的探讨。

国家卫健委会同市场监管总局发布50项食品安全国家标准和9项标准修改单。其中明确提出，强制标示致敏物质，不允许再使用“不添加”“零添加”等用语对食品配料进行特别强调。

中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰应约与美国贸易代表格里尔举行视频通话，就双边经贸领域重要问题坦诚、深入交换意见。中方就美以芬太尼为由对华加征关税、有关301调查以及拟出台“对等”关税等表达严正关切。双方认为保持稳定的中美经贸关系符合两国利益，同意就彼此关心的问题继续保持沟通。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，3月28日当周各品种钢材开工率环比上周变动分化，螺纹钢和线材开工率分别环比上行0.99个百分点和下降1.19个百分点；建材社会库存连续四周下降，本周较前一周下降21.89万吨。3月26日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周分化，华南和东北地区开工率较前一周上升，华东和西北地区开工率较前一周下降，华北地区较前一周持平。

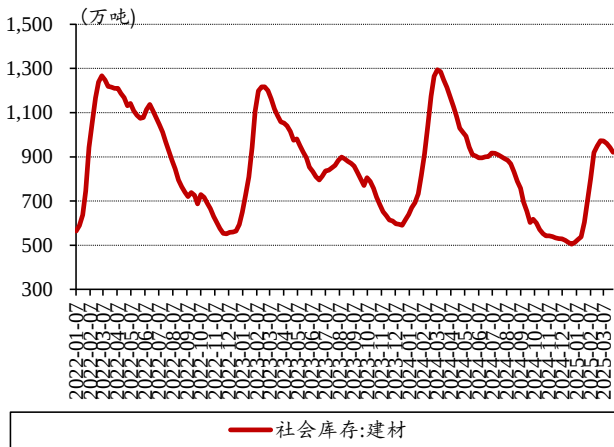
图表4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较2025年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	42.32	0.99	2.99
	线材：主要钢厂开工率（%）	45.34	(1.19)	(1.76)
	开工率：华东地区（%）	27.80	(6.40)	(5.00)
	开工率：华北地区（%）	10.90	0.00	(27.30)
石油沥青装置	开工率：华南地区（%）	37.90	0.30	13.70
	开工率：东北地区（%）	19.00	5.70	0.10
	开工率：西北地区（%）	27.70	(3.00)	6.80

资料来源：万得，中银证券

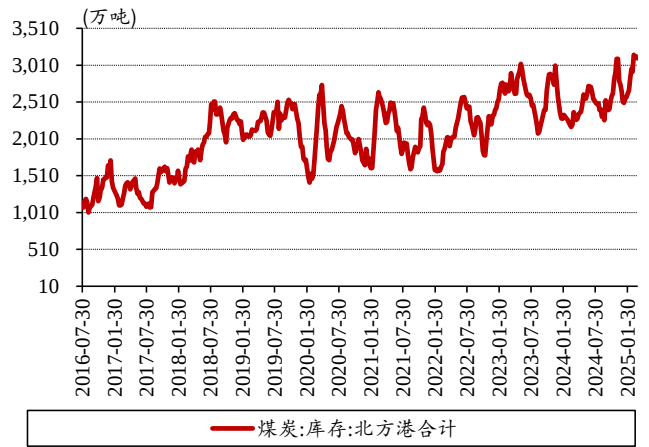
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动2.07%。原油库存方面，3月21日当周，美国API原油库存下降，本周环比下降459.90万桶。

图表5.建材社会库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表6.北方港煤炭库存周度表现



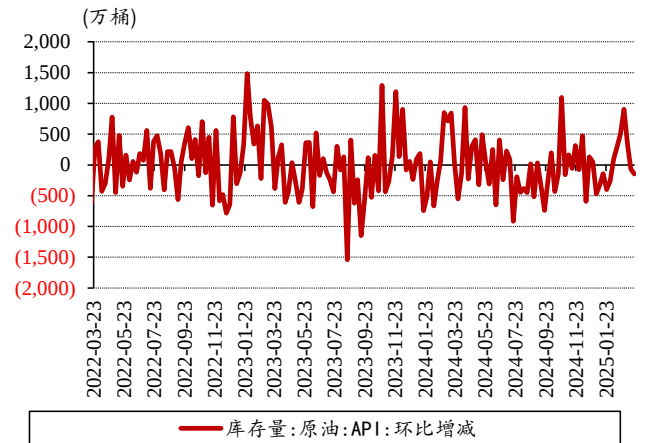
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



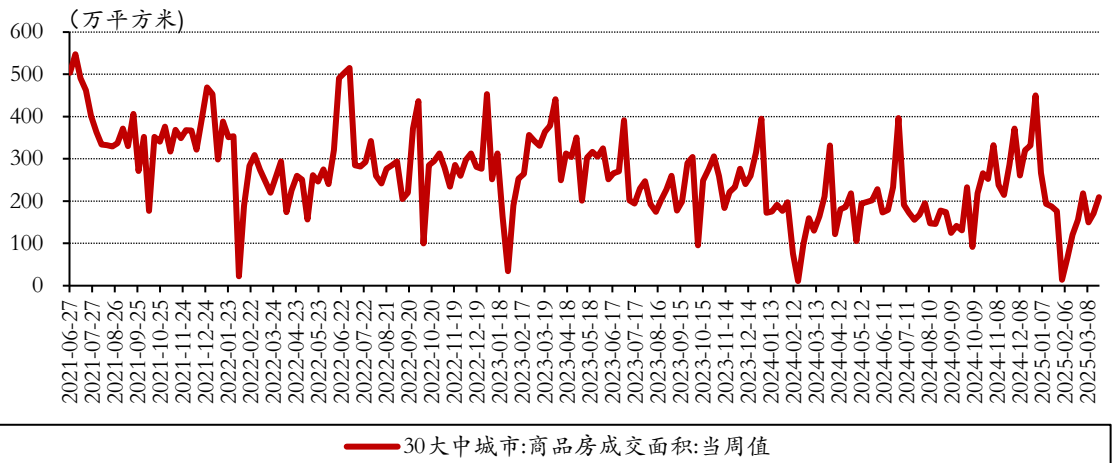
资料来源：万得，中银证券

图表8.美国API原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

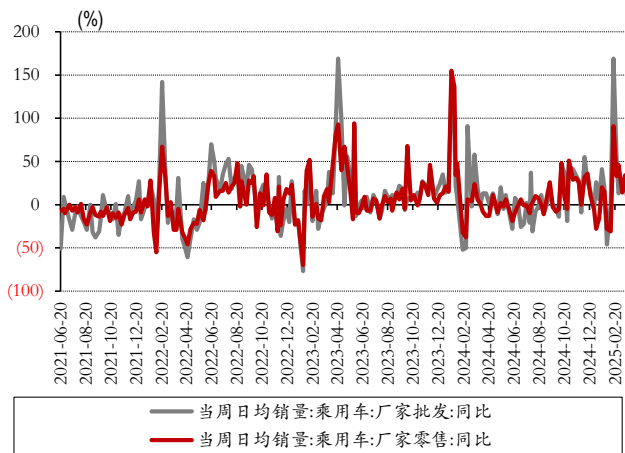


资料来源：万得，中银证券

春节假期后商品房成交连续两周环比上升。3月23日当周，30大中城市商品房成交面积环比上升，单周成交面积环比变动38.69万平方米。春节过后的十周时间内，30大中城市商品房成交面积环比仅出现一次下降，关注房地产市场成交回暖的情况。

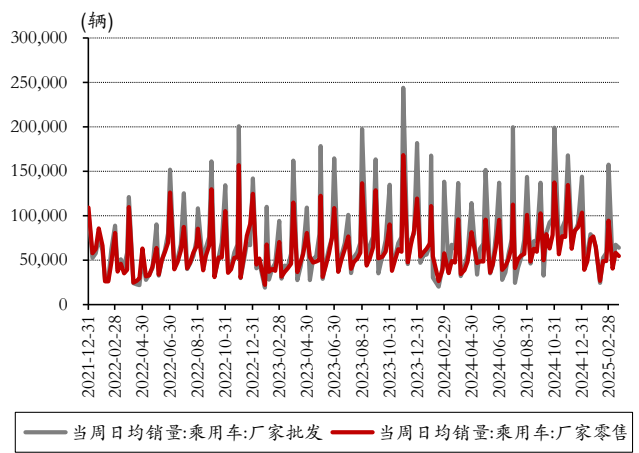
汽车方面，2025年3月23日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为1.00%和8.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：权重股延续领涨

红利指数表现较强，消费表现优于 TMT。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证红利（0.83%）、上证 50（0.16%）、中小板指（0.13%），领跌的指数包括中证 1000（-2.14%）、万得全 A（-1.29%）、创业板指（-1.12%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有医药（1.04%）、家电（0.68%）、农林牧渔（0.64%），领跌的行业有计算机（-4.84%）、国防军工（-3.80%）、机械（-3.56%）。关注上市公司一季报业绩表现。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	0.83	医药	1.04	广东国企改革指数	0.81
上证 50	0.16	家电	0.68	生物疫苗指数	0.73
中小板指	0.13	农林牧渔	0.64	白马股指数	(0.08)
创业板指	(1.12)	机械	(3.56)	卫星导航指数	(6.95)
万得全 A	(1.29)	国防军工	(3.80)	大数据指数	(7.04)
中证 1000	(2.14)	计算机	(4.84)	共享单车指数	(8.09)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

家电 | 2025 全国家电消费季启动。商务部将以此为契机，优化“政策+活动”驱动机制，鼓励厂商出新、平台让利、企业优惠，放大家电以旧换新政策效应，释放家电更新消费潜力。

储能 | 广州储能集团投资建设的惠然实业储能建设项目举办开工仪式，标志着目前全国最大的用户侧储能项目正式进入建设阶段。

AI | 国产 AI 模型再次迎来突破。蚂蚁集团采用国产芯片，基于“专家混合”（MoE）机器学习方法来训练模型，可将成本降低 20%，且效果与英伟达 H800 等芯片的结果相当。

地产 | 近期，多地出台新一轮楼市新政，引发市场关注。从公积金政策内容看，不少地区提到提升公积金贷款额度、降低首付比例；部分地区提到，扩大公积金使用、缴存范围；还有一些地区放宽公积金使用限制。

AI+ | 国务院国资委规划发展局相关负责人表示，中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力。下一步，国资委将继续深化“AI+”专项行动，瞄准战略意义强、经济收益高、民生关联紧的高价值场景。

汽车 | 商务部召开扩消费专题新闻发布会介绍，将开展汽车流通消费改革试点；出台离境退税针对性措施，增加退税商店数量；组织摸排外贸企业内销需求，建立重点外贸优品企业名单。

消费 | 第 112 届全国糖酒商品交易会（“春糖”）3 月 25 日至 27 日在成都举行。今年春糖期间，酒店预订量回落，企业声量有所降低。但战略调整、渠道改革、信心重塑的行业思考正持续升温。

发电机 | 上海发文促进智算云产业创新发展，目标是到 2027 年，上海市智算云产业规模力争突破 2000 亿元。

电力 | 中国电力企业联合会发布数据显示，截至 2 月底，我国非化石能源发电装机规模首次迈上 20 亿千瓦台阶，占全国总发电装机比重达到 58.8%，比上年同期提高 4.2 个百分点。

数字媒体 | 网络视听 MCN 机构综合评价体系首次发布，旨在通过多维度的科学评价机制，推动 MCN 机构坚持正确导向、提升内容质量、强化社会责任，实现高质量可持续发展，为网络视听生态注入新动能。

债券：收益率小幅回落

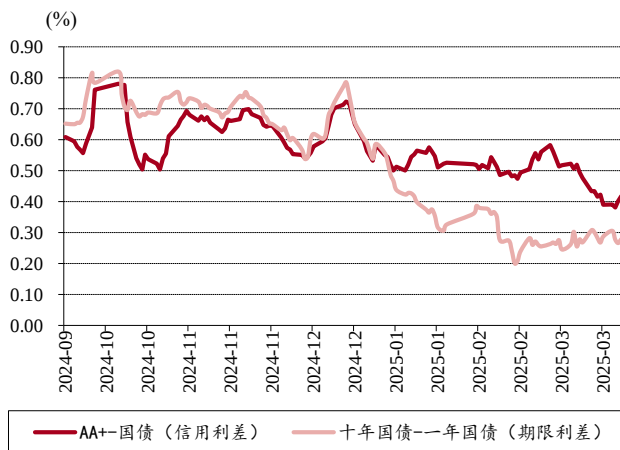
投资者对宽松的货币政策仍有信心。十年期国债收益率周五收于 1.81%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.86%，较上周五下行 2BP。本周期限利差持平于 0.28%，信用利差上行 4BP 至 0.43%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

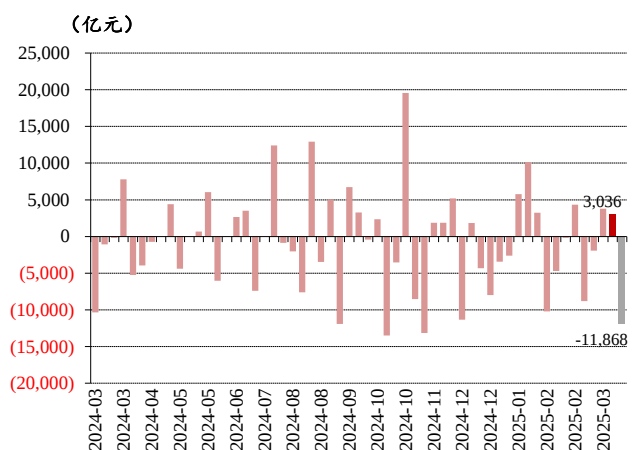
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

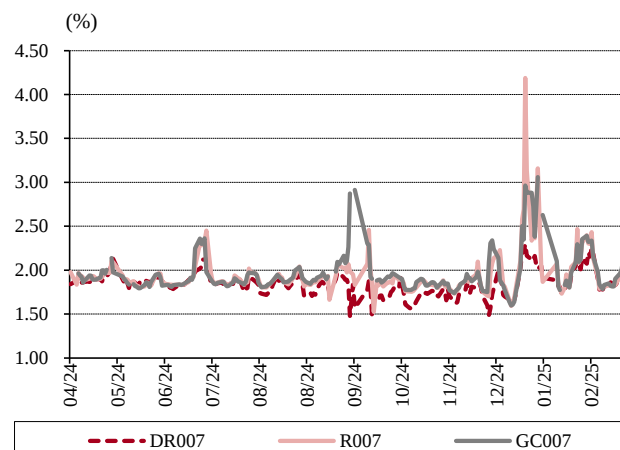
央行改革 MLF 投放政策。从利率水平看，周五 R007 收于 2.26%，周五 GC007 收于 2.27%。本周央行在公开市场净投放 3036 亿元，货币市场收益率在季末效应的影响下有所上行。本周央行公开市场操作有两处改革，一是从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标），二是 3 月 25 日开展 3779 亿元 7 天期逆回购操作，投标量与中标量均为 3779 亿元，这是央行首次详细披露投标量和中标量。我们认为央行此举意在进一步强化 7 天逆回购利率作为政策利率的核心地位。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

央行 3 月 25 日开展 3779 亿元 7 天期逆回购操作，投标量与中标量均为 3779 亿元。这是央行首次详细披露投标量和中标量。当日有 2733 亿元逆回购到期。

央行宣布，将于 3 月 25 日开展 4500 亿元 MLF 操作，并从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标）。本月 MLF 到期 3870 亿元，实现净投放 630 亿元，是 2024 年 7 月以来 MLF 首次净投放。

大宗商品：大宗商品价格持续上行

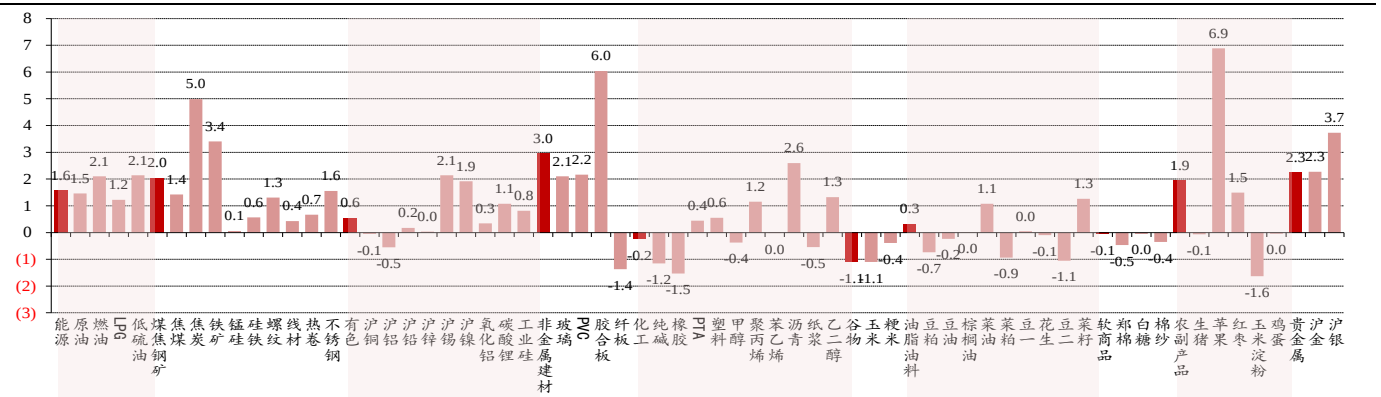
关注投资开工对大宗商品价格预期的影响。本周商品期货指数上涨 2.67%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（2.95%）、贵金属（2.25%）、煤焦钢矿（2.03%）、能源（1.58%）、有色金属（0.55%）、油脂油料（0.32%），下跌的有化工（-0.25%）、谷物（-1.10%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有苹果（6.89%）、胶合板（6.03%）、焦炭（4.99%），跌幅靠前的则有玉米淀粉（-1.63%）、橡胶（-1.53%）、纤板（-1.37%）。基建和房地产投资提振周期品价格信心。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +2.67%	能源 +1.58%	煤焦钢矿 +2.03%
有色金属 +0.55%	非金属建材 +2.95%	化工 -0.25%
谷物 -1.10%	油脂油料 +0.32%	贵金属 +2.25%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

上周 EIA 天然气库存增加 370 亿立方英尺，为 2024 年 11 月 8 日当周以来最大增幅，预期增加 250 亿立方英尺，前值增加 90 亿立方英尺。

EIA 报告显示，上周美国原油库存减少 334.1 万桶，预期减少 95.6 万桶；产量增加 0.1 万桶至 1357.4 万桶/日，出口减少 3.5 万桶/日至 460.9 万桶/日；战略石油储备（SPR）库存增加 28.6 万桶。

上周美国 API 原油库存减少 459.9 万桶，预期减少 107.4 万桶，前值增加 459.3 万桶。

生态环境部宣布全国碳排放权交易市场扩围，纳入钢铁、水泥、铝冶炼三个行业，年排放二氧化碳当量约 30 亿吨，占全国二氧化碳排放总量的 20% 以上。此次扩围后，全国碳排放权交易市场覆盖全国二氧化碳排放总量的占比将达到 60% 以上。

世界钢铁协会数据显示，2 月全球粗钢产量同比下降 3.4% 至 1.447 亿吨。其中，中国粗钢产量同比下降 3.3% 至 7890 万吨。

工信部等十部门发文推动铝产业高质量发展，提出加快推动国内铝土矿资源增储上产，力争到 2027 年，国内铝土矿资源量增长 3%-5%，再生铝产量 1500 万吨以上。

必和必拓首席执行官韩慕睿在中国高层发展论坛表示，预计未来十年全球铜供应缺口将达到 1000 万吨。到 2034 年的十年间，铜矿开采需要 1.8 万亿元人民币（2500 亿美元）的增长资本支出。以全球范围内超大规模数据中心的建设热潮为例，它们将为人工智能发展提供强大的算力支持，需要大量的铜。

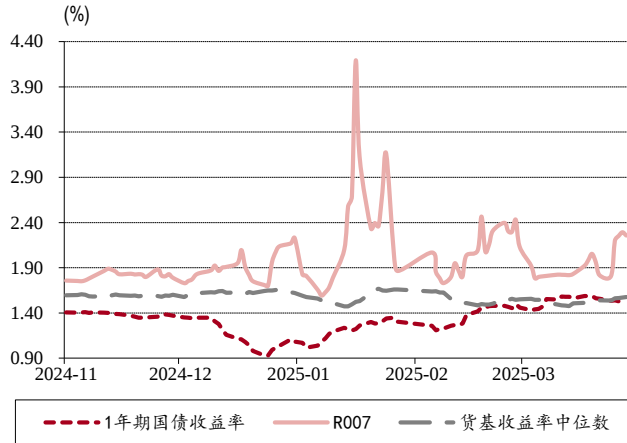
近期甲醇港口库存持续下降。最新数据显示，上周中国甲醇港口库存总量为 80.01 万吨，较上一期数据减少 11.1 万吨。当前甲醇市场整体处于去库状态，各地区库存均有不同程度的下降。

联合国粮农组织近期报告显示，2024 年全球咖啡价格上升 38.8%，创近年新高。

货币类：货币基金收益率短期或上行

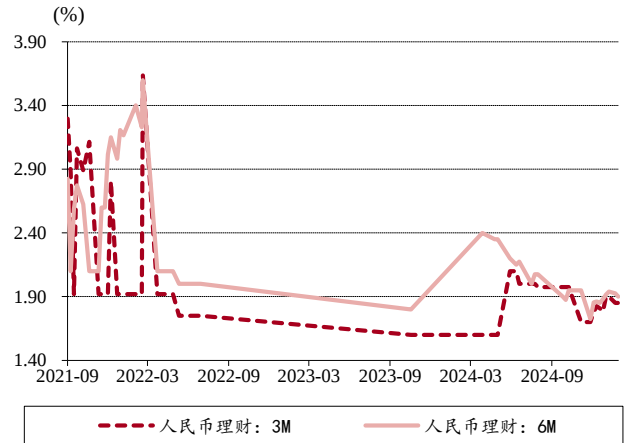
一年期国债收益率持续上行，货币基金收益率下限抬高、波动区间收窄。本周余额宝 7 天年化收益率上行 6BP，周五收于 1.38%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.58%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

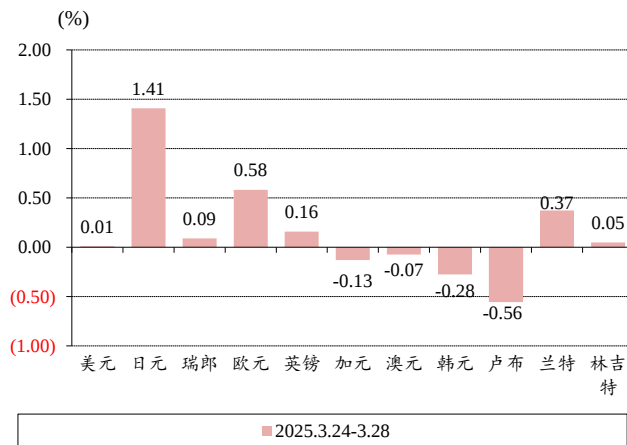


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数延续回调

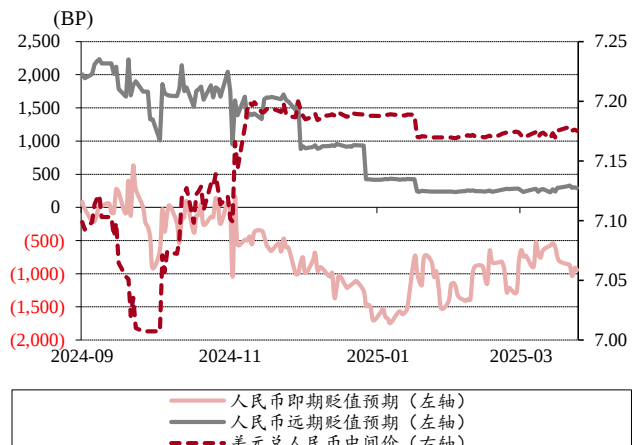
人民币兑美元中间价本周下行 8BP，至 7.1752。本周人民币对日元(1.41%)、欧元(0.58%)、兰特(0.37%)、英镑(0.16%)、瑞郎(0.09%)、林吉特(0.05%)、美元(0.01%) 升值，对澳元(-0.07%)、加元(-0.13%)、韩元(-0.28%)、卢布(-0.56%) 贬值。美国关税政策反复，影响海外投资者对美元基本面的信心。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

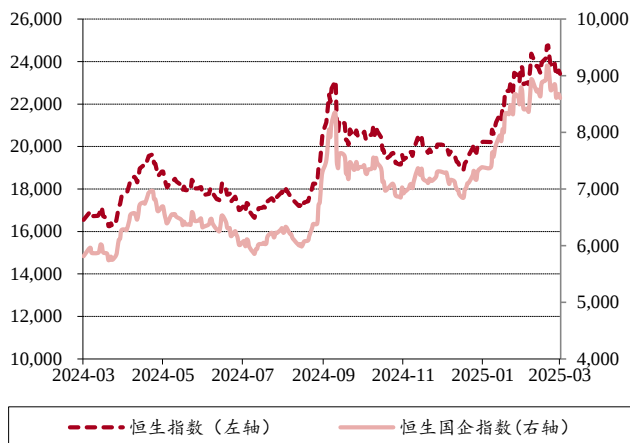
外汇局公布，截至 2024 年末，我国全口径外债余额为 24198 亿美元，同比下降 1.1%。外债负债率为 12.8%，债务率为 63.8%，偿债率为 6.5%，短期外债与外汇储备的比例为 42.4%，外债风险总体可控。

外资机构对中国资产的热情持续升温。近日，富达国际、高盛、摩根士丹利等密集发声，看好中国股市投资价值。在人工智能 (AI) 技术爆发、政策红利释放、企业业绩改善等因素驱动下，中国资本市场正展现出强大的“磁吸效应”。

港股：美联储下一次降息的时点备受关注

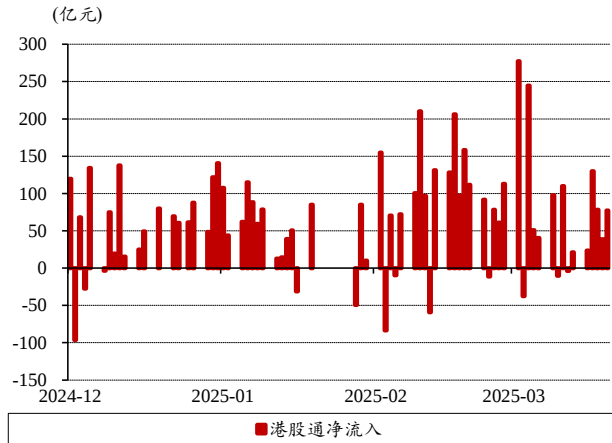
美国 2 月 PCE 物价表现强于预期，加之美联储官员表态可能在更长时间内保持利率稳定，若美联储降息时点进一步延后，则可能影响全球经济基本面表现。行业方面本周领涨的有医疗保健业（3.41%）、原材料业（2.50%）、综合企业（2.01%），跌幅靠前的有资讯科技业（-2.31%）、工业（-2.01%）、金融业（-1.12%）。本周南下资金总量 347.77 亿元。

图表 23. 恒指走势



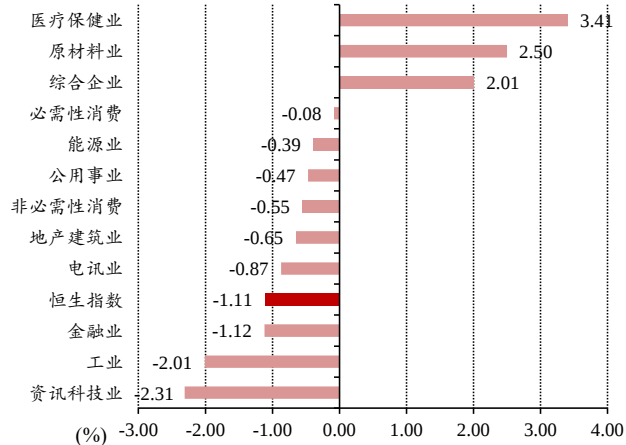
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



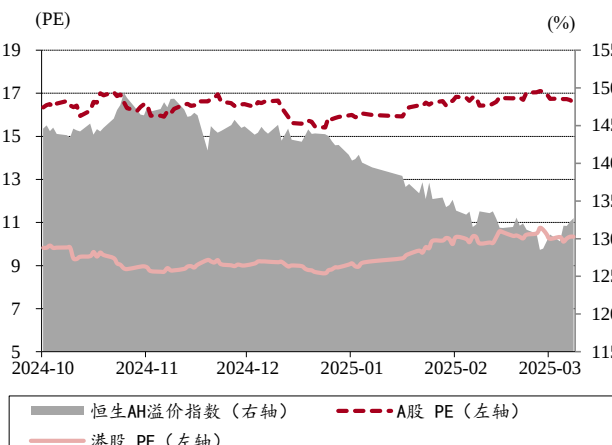
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美联储古尔斯比警告称，如果美国债券市场投资者开始预期更高通胀，将构成“重大危险信号”，可能彻底打乱央行降息计划。由于关税政策带来新的不确定性，美联储的下一次降息可能需要比预期更长的时间。

美联储柯林斯表示，对经济保持谨慎而现实的乐观态度；通胀已经有所下降，但年初时仍处于高位；通胀风险偏向上行；强烈支持美联储维持利率不变的决定；鉴于前景情况，美联储可能会在更长时间内保持利率稳定。

美联储穆萨莱姆表示，不认为经济衰退即将到来；预计到 2027 年通胀率将回落至 2%。

日本央行行长植田和男重申政策立场，即如果其经济前景得以实现，将继续加息。但他并没有就日本央行下次加息的时间给出任何明确暗示，并称通胀还没有达到日本央行所寻求的 2% 的目标。

墨西哥中央银行宣布，下调基准利率 50 个基点至 9.0%，符合预期。墨西哥银行表示，委员会估计，展望未来，其可能继续调整货币政策立场，并考虑进行类似幅度的调整；预计通胀环境将支持继续降息周期，但仍将保持紧缩政策；预测期内通胀走势的风险平衡偏向上行。

美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过预期的 2.7% 和前值 2.6%；环比则上涨 0.4%，超出预期和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。2 月个人支出环比仅增长 0.1%，收入却增长 0.8%。数据引发市场对顽固通胀以及潜在滞胀的担忧，交易员继续押注美联储在 7 月进行降息。

美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，低于初值 57.9，创逾两年新低。一年期通胀预期终值 5%，初值 4.9%；五年期通胀预期终值 4.1%，为 1993 年 2 月以来最高，初值 3.9%。

美国 2024 年第四季度 GDP 终值年化环比增速由 2.3% 上修至 2.4%，高于市场预期的 2.3%。第四季度核心 PCE 物价指数升幅则由 2.7% 意外下修至 2.6%。不过，经济学家们普遍预期 2025 年美国经济增长将放缓，主要担忧是美国总统特朗普的关税政策。

美国上周初请失业金人数下降 1000 人至 22.4 万人，预期为 22.5 万人。前一周续请失业金人数下降 2.5 万至 185.6 万人，低于预期的 188.8 万人，表明美国劳动力市场状况依然良好。

美国 2 月耐用品订单初值环比升 0.9%，预期下降 1%，前值上修至增长 3.3%。不含国防和飞机的耐用品订单则下降 0.3%，为四个月来首次下降。

美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值 49.8，为 3 个月以来新低，预期 51.8，2 月终值 52.7；服务业 PMI 初值 54.3，预期 50.8，2 月终值 51；综合 PMI 初值 53.5，2 月终值 51.6。

欧元区 3 月制造业 PMI 初值 48.7，为 26 个月以来新高，预期 48.2，2 月终值 47.6；服务业 PMI 初值 50.4，预期 51，2 月终值 50.6；综合 PMI 初值 50.4，预期 50.8，2 月终值 50.2。

美国总统特朗普表示，将对所有未在美国制造的汽车征收 25% 的关税；将对制药行业和木材征收关税。25% 的关税是在现有关税（目前汽车关税通常为 2.5%）的基础上征收的。如果零部件是在美国生产的而整车不是，那么这些零部件将不受关税影响。汽车关税将于 4 月 2 日生效，将于 4 月 3 日开始征收。在许多情况下，征收的关税低于（其他国家）对美国的关税；汽车关税将是永久性的。

美国总统特朗普表示，很快宣布对药品加征关税；避免汽车关税的协议将稍后达成；愿意就关税问题达成协议。

美国国会预算办公室警告称，如果国会议员未能及时提高或暂停债务上限，联邦政府最早可能在今年 8 月就面临违约风险。而如果政府的借款需求显著超出预期，资金甚至可能在 5 月末或 6 月的某个时候耗尽。

美国总统特朗普宣布，将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收 25% 的关税，相关关税将于 4 月 2 日生效。特朗普还表示，将在未来几天内宣布对汽车、木材和芯片等商品实施额外关税。可能会对许多国家给予关税豁免。希望美联储降低利率。

针对美国总统特朗普宣布对进口汽车征收 25% 关税，德国、加拿大、日本、欧盟、韩国、墨西哥、巴西方面纷纷发声，反对美国的新关税政策，并表示将考虑采取措施进行应对。根据高盛最新预测，若无法转嫁成本，丰田、本田等日本车企巨头的利润将遭“腰斩”，其中日产和马自达的营业利润跌幅可能高达 66% 和 34%。

加拿大总理卡尼宣布设立 20 亿加元的战略应对基金，旨在保护受到特朗普关税影响的汽车行业就业。卡尼表示，将在加拿大建立一个全面的汽车供应链网络，从钢铁和铝材到关键矿物，进行材料采购。加拿大致力于为其他受到特朗普关税威胁的行业制定类似的战略计划，以应对潜在的永久性关税成本。

英国、印度考虑抢在“4 月 2 日”前降低对美税收，以避免美国关税打击。其中，印度拟对 230 亿美元美国商品削减关税，并取消有争议的 6% 数字税。英国正在考虑调整其对美国科技公司征收的数字服务税。

越南宣布将削减对包括液化天然气、汽车等在内的部分美国产品的关税，并决定批准星链卫星互联网服务在该国试运行，以争取避免美国关税的打击。

美国财政部正着手制定整合精简部分银行监管机构的改革方案，可能涉及货币监理署（OCC）与联邦存款保险公司（FDIC）的职能调整，以加强对国内大型银行的监管主导权。

英国财政大臣里夫斯公布政府春季预算案，今年 GDP 增长预期由 2% 下调至 1%，通胀率预期由 2.6% 上调至 3.2%。英国预算责任办公室计划在 2025/26 年度发行 2992 亿英镑国债，略低于市场预期的 3040 亿英镑。

下周大类资产配置建议

2月新增社融和新增信贷低于万得一致预期。财政部公布，1-2月，全国一般公共预算收入43856亿元，同比下降1.6%；其中，证券交易印花税238亿元，同比增长58.9%。全国一般公共预算支出45096亿元，同比增长3.4%。国家统计局最新数据显示，1-2月份，全国规模以上工业企业实现营业收入同比增长2.8%，增速比去年全年加快0.7个百分点。工业企业利润有所改善，制造业利润改善明显，1-2月份同比增长4.8%。1-2月受政府债发行量较大提振，财政支出维持稳定增长，但财政收入增速同比下降表明经济增长仍有一定压力；工业企业收入同比增长，利润同比下降，受工业增加值高增长的正面提振，但价格因素的拖累依然存在。

美联储或暗示下一次降息时间晚于预期。美联储古尔斯比警告称，如果美国债券市场投资者开始预期更高通胀，将构成“重大危险信号”，可能彻底打乱央行降息计划，由于关税政策带来新的不确定性，美联储的下一次降息可能需要比预期更长的时间；美联储柯林斯表示，对经济保持谨慎而现实的乐观态度，通胀已经有所下降，但年初时仍处于高位，通胀风险偏向上行，强烈支持美联储维持利率不变的决定，鉴于前景情况，美联储可能会在更长时间内保持利率稳定。3月美联储议息会议后，市场预期美联储下一次降息可能出现在6月，但从最近美联储官员的表态看，由关税政策的不确定性引发的美国通胀走势不确定，仍可能是阻碍美联储降息的首要因素。

美国关税政策落地，汽车行业首当其冲。美国总统特朗普当地时间3月26日在白宫签署行政令，对美国进口汽车征收25%关税，相关措施将于4月2日生效，文件显示，25%的关税将适用于进口乘用车，如轿车、运动型多功能汽车等和轻型卡车，以及关键汽车零部件，如发动机、变速箱等，并将在必要时扩展至其他零部件。根据咨询公司标普全球汽车的数据，2024年在美国销售的乘用车新车中，近一半从海外进口，墨西哥是美国最大进口汽车来源地，2024年共出口美国245.9万汽车，韩国和日本分别是第二大和第三大汽车进口来源国，2024年分别有139.9万和132.2万辆汽车出口至美国，加拿大位居第四，主要涉及的汽车厂商包括通用、丰田、日产、宝马、大众、奥迪和本田等。加征关税对于中国车企的直接影响较小，2024年美国市场约占中国汽车总出口的2.0%，仅占中国汽车总销量的0.4%，但中国汽车零部件制造商可能受到影响稍大。虽然欧盟、日韩、墨加等美国主要贸易伙伴表示了抗议，特朗普也稍后表示了对与其他国家达成关税协议持一定开放态度，但我们认为二季度开始，美国关税政策或将对全球贸易和经济增长产生负面影响。我们维持看好经济增速相对较强且宏观政策较为积极的人民币资产。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.3.30）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注4月政治局会议内容	不变
三个月内	=	关注美国关税政策对我国和全球经济的影响	不变
一年内	-	欧美经济前景仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注科技投资偏好和外资净流动的影响	超配
债券	-	宽松的货币政策大环境不变	低配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注宏观政策对基建投资和房地产投资的影响	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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