

金融市场分析周报

(2025.03.17-2025.03.21)

报告摘要

- **宏观数据：**一揽子增量政策效果影响分化，逐渐从生产端向需求端延伸，工业生产同比增速放缓，投资、消费增速加快。1-2 月累计，消费、投资分别同比增长 4%、4.1%，增速分别加快 0.3 个、0.9 个百分点；工业增加值同比增速回落 0.3 个百分点至 5.9%；出口疲软，同比增速大幅下行 8.4 个百分点至 2.3%。尽管受制于收入增速慢和预期差，但国内消费市场需求空间广阔，随着促进居民增收、增加优质供给、改善消费条件及继续加大消费品以旧换等政策，未来消费或将成为改善经济的主要边际变量。
- **资金面分析：**税期央行持续净投放，资金市场边际转松；下周政府债融资上行叠加跨季，关注央行支持情况。本周央行公开市场共有 5262 亿元逆回购、3870 亿元 MLF 和 1200 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 14117 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 3785 亿元。税期央行持续净投放，资金市场边际转松。下周季末临近，下周二起 7d 资金开始跨季，关注跨季对于资金面造成的季节性冲击。经历了近两周发行低谷后，下周政府债融资额环比大幅上行，位于近期相对高位，对于资金市场造成的影响可能相应增加。本周税期央行相应增大投放，下周逆回购到期额环比上行，接近 1.5 万亿元位置，同时下周为 MLF 续作时间，当先债市面临政府债融资上行以及跨季等多因素冲击，央行对于资金面的支持相对更加关键。
- **利率债：**经济数据方面，投资较强于预期，基建和制造业仍能维持高位，地产投资降幅收窄至-10%以内，小幅低于预期，内需仍需刺激。国务院提出育儿补贴、劳动工资等提振消费政策，后续看数据表现；央行例会再次提及“择机降准降息”，但市场目前情绪较差，对降息降准

主要数据

上证指数	3370.0283
沪深 300	3934.8486
深证成指	10695.4879

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

2025 年经济开局良好，后续关键在供需再平衡
—2025-03-20
金融市场分析周报 —2025-03-20
美国 2 月 CPI 不及预期，国内政府债券支撑社融增长 —2025-03-16

预期持续降低，市场认为“择机”二字更体现央行态度，利率高位下振幅持续扩大，周一长端突破去年 12 月 9 日“适度宽松”高点，随后下行。由于已突破过度定价降息的高点，此点位有一定的交易价值，但趋势性下行仍未触发，短端在资金面的逐步宽松下空间较大，配置机会明显加大，长端则继续关注前高的交易性机会以及经济修复的持续性。

- **权益市场：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱。**本周市场整体下跌，上证指数（-1.60%）、深证成指（-2.65%）、沪深 300（-2.29%）、科创 50（-4.16%）、创业板指（-3.34%）、中证 500（-2.10%）、中证 1000（-2.52%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 3.26%。分行业来看，申万一级行业中石油石化、建筑材料、家用电器表现较强，分别上涨 1.51%、1.40%、1.19%；计算机、传媒、电子表现较弱，分别下跌 5.32%、4.96%、4.09%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 15496.84 亿元，较上周减少 1060.52 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。
- **美元指数分析：美联储 FOMC 会议维持利率不变，但对于通胀预期有所上调，美元指数本周上行。**本周超级央行周来临，美联储在内的多家主要经济体央行将发表最新货币政策。本周美联储 3 月份 FOMC 会议决议公布，本次议息会议美联储维持政策利率不变，会后美联储虽然下调今年经济增长预期，但同时也上调了通胀预期。议息会议结束后，本周多位美联储官员发言，多数表示近期美国经济面临的不确定性在增加，也可能对后续货币政策走向造成影响。除美联储外，本周其他央行多数维持政策利率不变，整体符合市场预期，其中欧洲、英国央行表达了对于未来全球贸易不确定性的担忧。整体来看，本周美联储如期维持利率不变，但对于通胀预期有所上调，美元指数本周上行。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹,
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超
预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

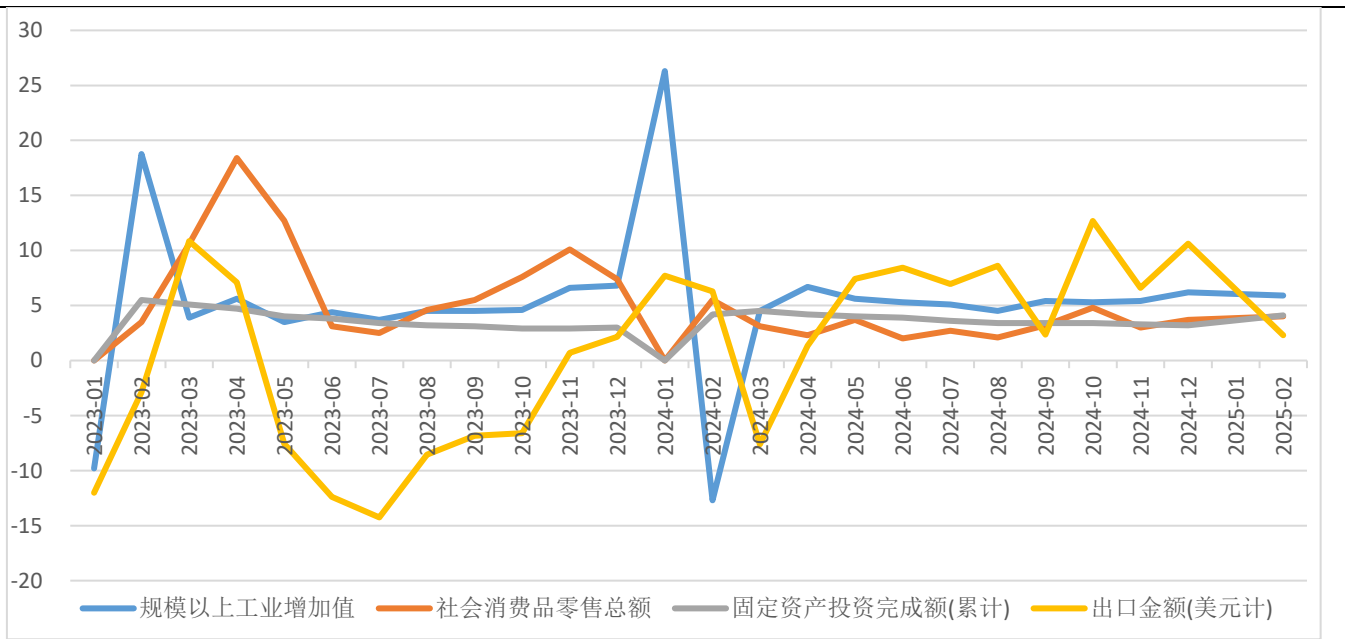
一、 本周重点经济	5
1.1 一揽子增量政策效果影响分化，逐渐从生产端向需求端延伸，工业生产同比增速放缓，投资、消费增速加快	5
1.2 一周要闻	8
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：税期央行持续净投放，资金市场边际转松；下周政府债融资上行叠加跨季，关注央行支持情况	8
2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，债市继续宽幅震荡，经济数据有一定修复，利率债本周震荡小幅下行	10
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续	13
3.2 美元指数分析：美联储 FOMC 会议维持利率不变，但对于通胀预期有所上调，美元指数本周上行	14

一、 本周重点经济

1.1 一揽子增量政策效果影响分化, 逐渐从生产端向需求端延伸, 工业生产同比增速放缓, 投资、消费增速加快

随着一揽子增量政策效果持续显现, 部分宏观经济指标继续回升, 投资、消费同比增速均加快, 但受春节假期及美国加征关税和提前出口影响, 工业生产和出口增速放缓。1-2 月合并看, 社会消费品零售总额、固定资产投资分别累计同比增长 4%、4.1%, 增速较 2024 年 12 月加快 0.3 个、0.9 个百分点, 生产端的规模以上工业增加值同比增速回落 0.3 个百分点至 5.9%, 但出口疲软, 同比增速大幅下行 8.4 个百分点至 2.3%。

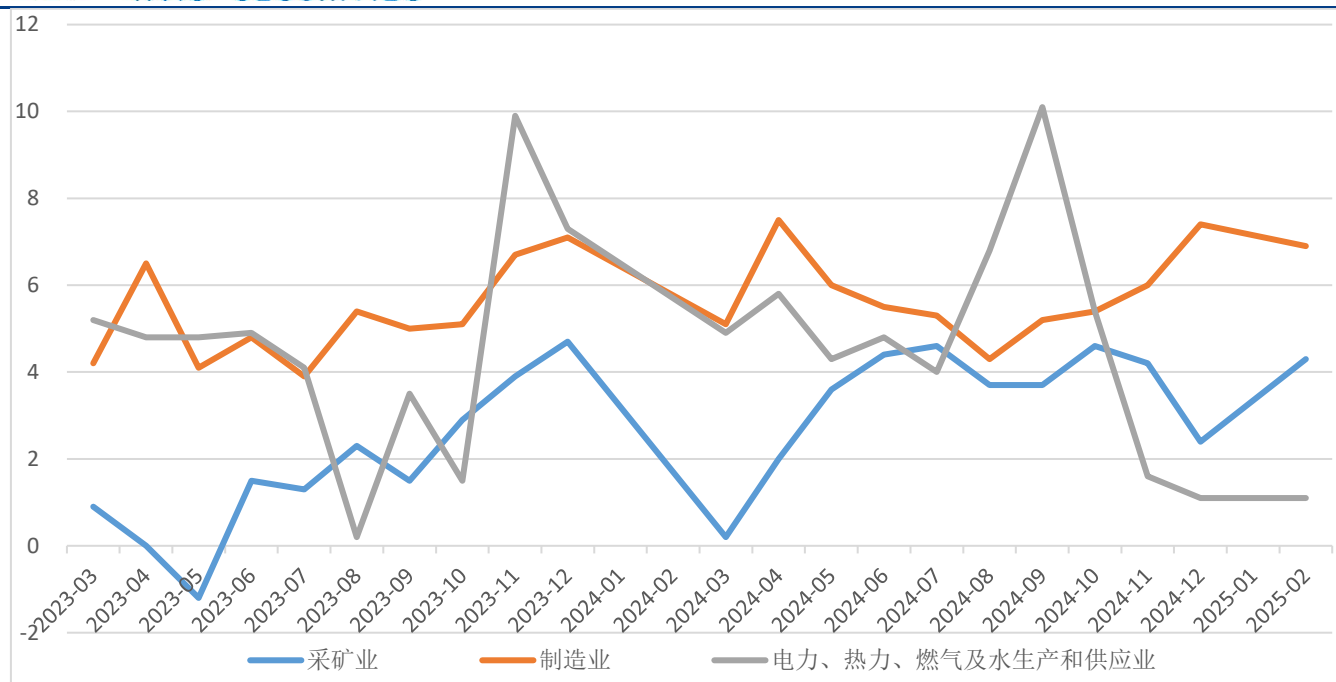
图 1: 1-2 月, 投资和消费增速改善, 但工业增加值和出口增速放缓 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

一揽子增量政策效果优先发力于供给端, 对工业增长的拉动作用持续显现。1-2 月, 规模以上工业增加值同比增长 5.9%, 较 2024 年 12 月回落 0.3 个百分点; 环比看, 1 月、2 月工业增加值环比分别增长 0.19%、0.51%, 但均低于 2024 年 12 月, 说明工业生产增速边际放缓。从三大工业门类看, 1-2 月, 拉动工业增长的主要是制造业, 同比增长 6.9%, 较 2024 年 12 月回落 0.5 个百分点; 采矿业增速同比加快 1.9 个百分点至 4.3%; 电力、热力、燃气及水生产和供应业增速最慢, 同比增长 1.1%, 与 2024 年 12 月持平。从具体工业行业进一步看, 41 个大类行业中有 36 个行业增加值同比保持增长, 其中原材料相关行业整体回落, 石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业同比分别增长 0.9%、5.7%、6.6%, 煤炭开采和洗选业同比增速则加快 2.7 个百分点至 5.4; 计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 10.9%, 增速提高 2.2 个百分点; 汽车制造业增速回落 5.7 个百分点至 12%。

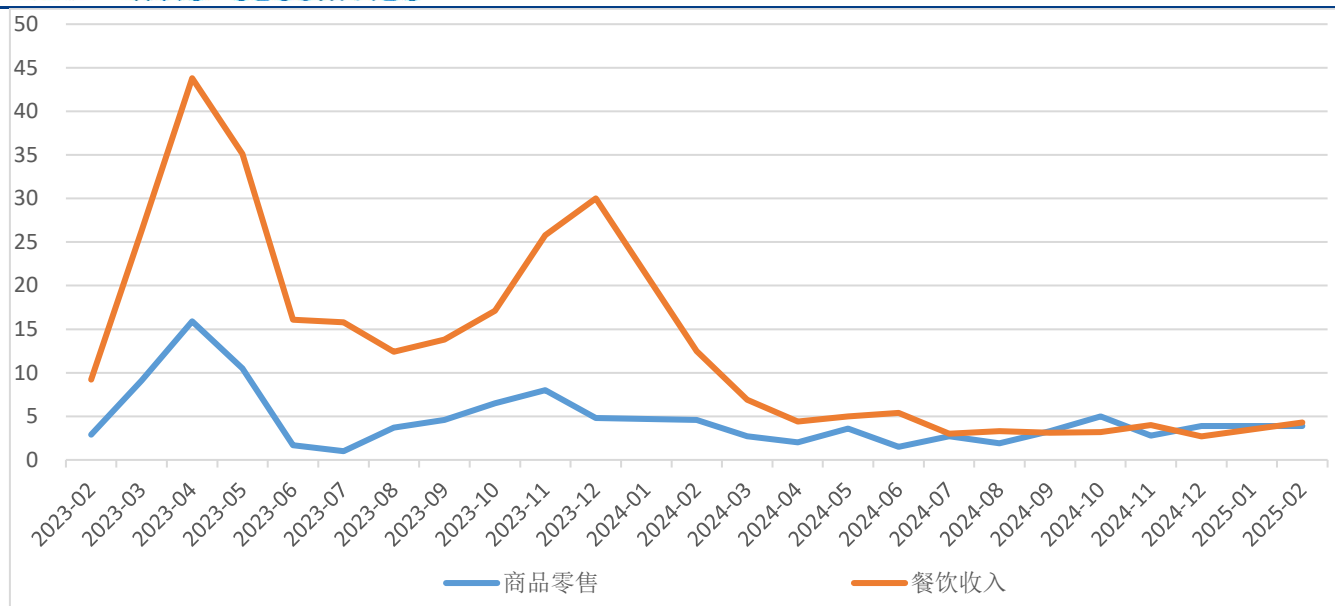
图 2: 拉动工业增长的主要是制造业, 采矿业同比增速加快, 电力等行业增速持平 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

以旧换新政策效果继续显现，春节假期旅游文化体育市场火热，拉动市场销售回升和服务消费扩大。1-2月，社会消费品零售总额同比增长4%，增速较去年12月加快0.3个百分点；环比看，1月环比增速为0.19%，2月环比增速为0.35%。从消费类型看，1-2月商品零售同比增速上提高0.7个百分点至3.9%，其中服务零售额同比增长4.9%；餐饮收入同比增速回升1.6个百分点至4.3%。从主要消费品看，1-2月，必需品的粮油食品类同比增速加快1.6个百分点至11.5%，中西医药品类消费同比转正至2.5%；可选类消费品销量较好，化妆品类消费同比增幅提高3.6个百分点至4.4%，金银珠宝类消费同比增速由负转正，上涨6.4个百分点至5.4%；春节期间与出行相关的消费修复明显，服装鞋帽消费、石油及制品类消费同比增速均转正，分别上涨3.6个、3.7个百分点至3.3%、0.9%；以旧换新政策继续显效，耐用品消费增速较快，通讯器材类消费同比增速加快12.2个百分点至26.2%，家用电器和音像器材类消费同比增长10.9%，但汽车类消费同比增速转负，回落4.9个百分点至-4.4%；房地产相关消费增速有部分修复，建筑及装潢材料类消费增速收窄0.7个百分点至0.1%，家具类消费同比增速提高2.9个百分点至11.7%。

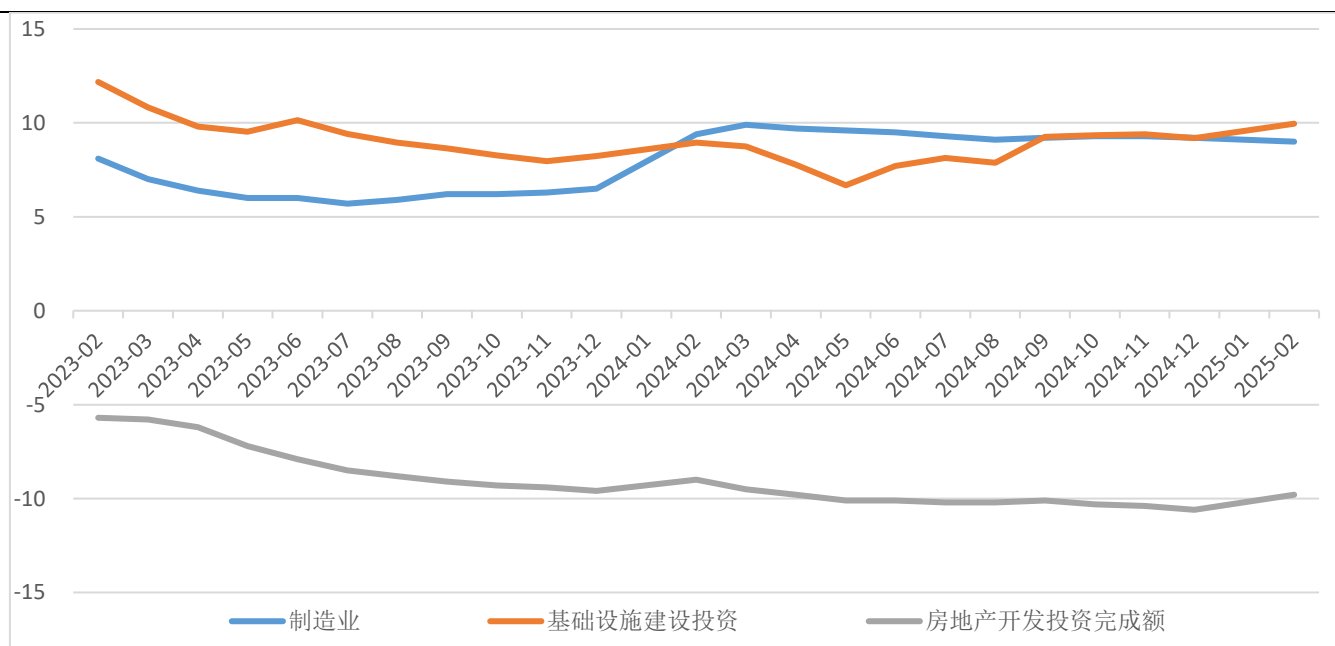
图3：1-2月商品零售、餐饮收入同比增速均回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

投资增速继续维持在高位，基建投资增速加快，房地产投资降幅收窄。1-2月，全国固定资产投资累计同比增长4.1%，增速较2024年反弹0.9个百分点；环比看，1、2月投资增速分别为0.69%、0.49%，均高于2024年12月的0.4%。从三大投资领域看，1-2月，在加快民生基础设施建设及大规模设备更新政策拉动下，基建投资同比增长5.6%，较2024年提高1.2个百分点；制造业投资维持9%的较高增长，低于前值0.2个百分点；房地产投资降幅收窄，对总体投资的拖累减轻，房地产开发投资累计同比下降9.8%，降幅收窄0.8个百分点，其中竣工面积降幅大幅收窄14.8个百分点至15.6%，但新建商品房销售面积同比降幅扩大4.6个百分点至5.1%，新开工面积同比降幅走阔6.6个百分点至29.6%。

图4：制造业投资维持较高增速，基建投资同比增速加快，房地产投资降幅收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 国家统计局公布国内 1、2 月份经济运行情况。数据显示，今年前两个月，我国工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额、固定资产投资分别同比增长 5.9%、5.6%、4%和 4.1%，比上年全年分别加快 0.1、0.4、0.5 和 0.9 个百分点。房地产开发投资同比下降 9.8%，新建商品房销售面积下降 5.1%，均降幅收窄。

2) 美联储如期维持利率不变，FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。经济前景不确定性增加。点阵图暗示今年仍有两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。此外，美联储大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期。交易员认为美联储在 6 月会议上恢复降息的概率为 62.1%，而在美联储做出决定之前这一概率为 57%。利率决议公布后，美股扩大涨幅，黄金上扬；美元、美债收益率双双走低。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期央行持续净投放，资金市场边际转松；下周政府债融资上行叠加跨季，关注央行支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 3785 亿元

本周央行公开市场共有 5262 亿元逆回购、3870 亿元 MLF 和 1200 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 14117 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 3785 亿元。下周央行公开市场将有 14117 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 4810 亿元、2733 亿元、2959 亿元、2685 亿元、930 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	965	377	1754	359	1807
7 天	4810	2733	2959	2685	930
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	3870	0	0	0	0
国库现金定存	0	-1200	0	0	0
净投放	-25	1156	1205	2326	-877

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：税期央行持续净投放，资金市场边际转松。本周税期来临，本周一为缴税截止日，周二、周三

缴税走款。受税期影响，自本周一资金价格整体上行，并于周三触及高点。自本周二起央行开始公开市场净投放，本周四虽然税期已过，但央行净投放势头不减，资金市场边际转松。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.7725%，R007 加权平均降至 1.8179%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.8350%，GC007 加权平均降至 1.9670%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.8703	1.9060	1.9401	1.8454	1.7725
	R007	1.9218	1.9828	2.0549	1.9631	1.8179
	R014	1.9690	2.3103	2.3322	2.2781	2.1608
	R021	2.1624	2.2358	2.2760	2.1710	2.1648
	R1M	2.1463	2.1519	2.1754	2.1319	2.1694
上交所协议回购	206001	2.2890	2.3390	2.3070	2.2110	
	206007	2.2970	2.3550	2.3920	2.2130	2.1470
	206014	2.9160	2.8080	2.8110	2.7640	2.7900
	206021	3.3710	3.7690	4.3990	4.9090	3.2120
	206030	4.2020	3.6010	3.7100	4.1580	3.9740
利率互换定盘：1Y	FR007	1.7395	1.7345	1.7427	1.7199	1.7256

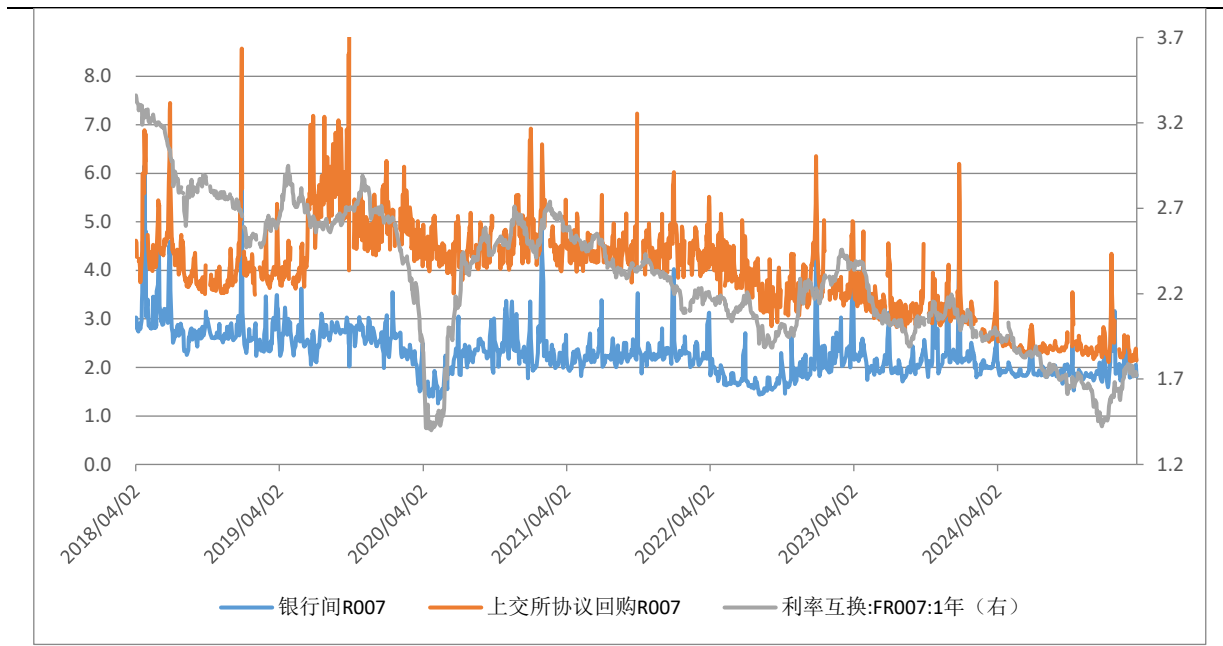
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：政府债融资上行叠加跨季，关注央行支持情况

近期央行党委召开扩大会议指出，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，货币政策多年来重提适度宽松，但同时随近期美国大选落地，美国经济通胀韧性超预期，美元指数维持强势，短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率，对货币政策宽松路径存在一定影响。

下周季末临近，下周二起 7d 资金开始跨季，关注跨季对于资金面造成的季节性冲击。经历了近两周发行低谷后，下周政府债融资额环比大幅上行，位于近期相对高位，对于资金市场造成的影响可能相应增加。本周税期央行相应增大投放，下周逆回购到期额环比上行，接近 1.5 万亿元位置，同时下周为 MLF 续作时间，当先债市面临政府债融资上行以及跨季等多因素冲击，央行对于资金面的支持相对更加关键。

图 5：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，债市继续宽幅震荡，经济数据有一定修复，利率债本周震荡小幅下行

1) 利率债走势复盘：央行本周投放资金，债市继续宽幅震荡，经济数据有一定修复，利率债本周震荡小幅下行

周一，央行开展了 4810 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 965 亿元逆回购及 3870 亿元 MLF 到期，据此计算，单日全口径净回笼 25 亿元。资金继续紧张，1-2 月经济数据发布，数据表现见好，经济修复预期下各期限大幅上行。日终 10 年国债上行 4.75bp；

周二，央行开展了 2733 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 377 亿元逆回购到期及 1200 亿元国库现金定存到期，据此计算，单日全口径净投放 1156 亿元。税期投放，但资金不松，但净投放下带来做多情绪，短端表现好于长端，短端下行较多，日终 10 年国债下行 0.75bp；

周三，央行开展了 2959 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1754 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1205 亿元，为连续第二天净投放。继续净投放下表达央行态度，震荡下行，尾盘由于 lpr 降幅讨论进一步下行。日终 10 年国债下行 2.5bp。

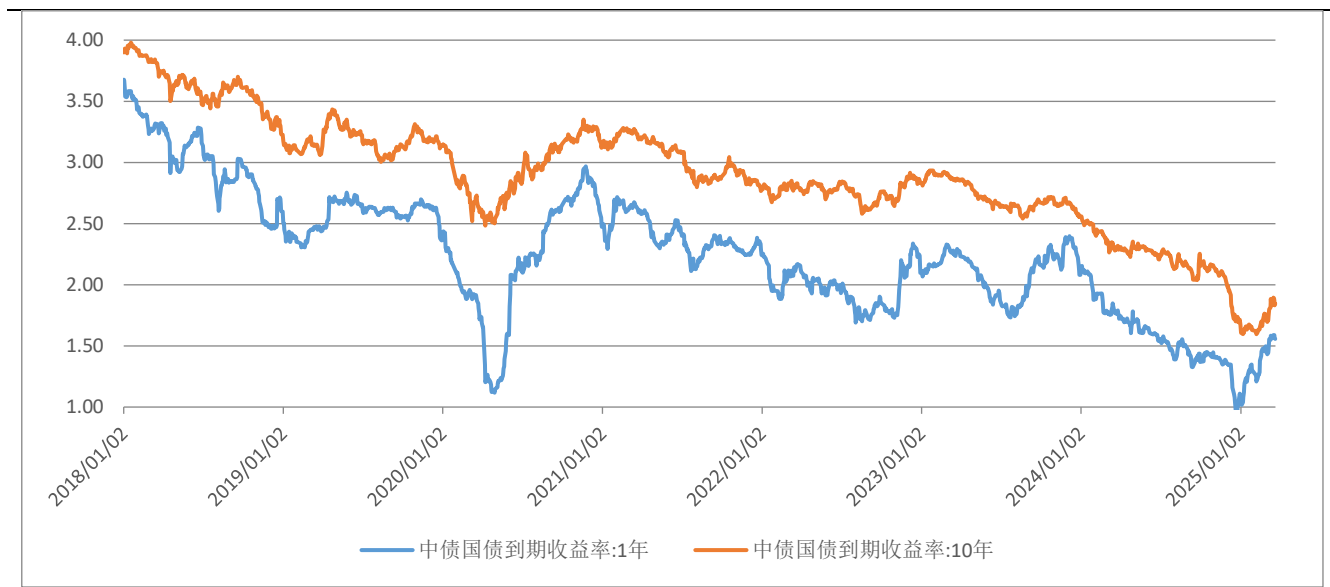
周四，央行开展了 2685 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 359 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 2326 亿元，为连续三日净投放。净投放下情绪转暖，大幅下行，日终 10 年国债下行 4.00bp；

周五，央行开展了 930 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 1807 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 877 亿元。央行再次回笼，昨日下午下行过快，今日情绪较弱，整体小幅上行，日终 10

年国债上行 1.25bp;

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.8450%下行 1.25bp 至 1.8325%，10 年国开活跃券 250205 由 1.8750%下行 0.25bp 至 1.8725%。

图 6：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：经济数据方面，投资较强于预期，基建和制造业仍能维持高位，地产投资降幅收窄至-10%以内，小幅低于预期，内需仍需刺激。国务院提出育儿补贴、劳动工资等提振消费政策，后续看数据表现；央行例会再次提及“择机降准降息”，但市场目前情绪较差，对降息降准预期持续降低，市场认为“择机”二字更体现央行态度，利率高位下振幅持续扩大，周一长端突破去年 12 月 9 日“适度宽松”高点，随后下行。由于已突破过度定价降息的高点，此点位有一定的交易价值，但趋势性下行仍未触发，短端在资金面的逐步宽松下空间较大，配置机会明显加大，长端则继续关注前高的交易性机会以及经济修复的持续性。

经济数据：1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，较上年全年加快 0.1 个百分点，装备制造业 (+10.6%) 和高技术制造业 (+9.1%) 成为核心增长点。服务业生产指数同比增长 5.6%，信息传输、软件和信息技术服务业 (+9.3%) 及租赁商务服务业 (+8.8%) 表现突出。工业生产在“两重”“两新”政策（重大工程、重点领域；新型基础设施、新型城镇化）支持下保持韧性，尤其是新能源汽车 (+47.7%)、工业机器人 (+27%)、动车组 (+64%) 等高技术产品产量显著增长。社会消费品零售总额同比增长 4.0%，以旧换新政策推动家电 (+10.9%)、通讯器材 (+26.2%)、文化办公用品 (+21.8%) 等品类增长。春节期间国内旅游人次增长 5.9%，旅游交易额增长超 20%。固定资产投资增长 4.1%，其中基础设施投资 (+5.6%)、制造业投资 (+9%) 增速加快，高技术产业投资增长 9.7%，技改投资增速 (+10%) 显著高于整体。房地产投资降幅收窄至-9.8%，销售面积和金额同比降幅分别收窄至-5.1%和-2.6%。

整体看，经济数据方面，投资较强于预期，基建和制造业仍能维持高位，地产投资降幅收窄至-10%以内，小幅低于预期，内需仍需刺激。国务院提出育儿补贴、劳动工资等提振消费政策，后续看数据表现；央行例会再次

提及“择机降准降息”，但市场目前情绪较差，对降息降准预期持续降低，市场认为“择机”二字更体现央行态度，利率高位下振幅持续扩大，周一长端突破去年12月9日“适度宽松”高点，随后下行。由于已突破过度定价降息的高点，此点位有一定的交易价值，但趋势性下行仍未触发，短端在资金面的逐步宽松下空间较大，配置机会明显加大，长端则继续关注前高的交易性机会以及经济修复的持续性。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升

同业存单净融资规模为3,900.70亿元，发行总额达11,280.90亿元，平均发行利率为1.9835%，到期量为7,380.20亿元。同业存单融资额环比回落。

1M期存单平均发行利率较上周下行1.48bp报2.0601%，3M期存单平均发行利率较上周下行7.80bp报1.9741%，6M期存单平均发行利率较上周下行9.03bp报1.9692%，9M存单平均发行利率较上周下行4.45bp报1.9932%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约3,450.11亿元，环比增加495.17亿元，偿还量约3,032.48亿元，净融资额约417.63亿元，环比回升867.78亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1年期各评级信用债收益率下行8.55bp~下行6.55bp，3年期各评级信用债收益率下行9.66bp~下行7.16bp，5年期各评级信用债收益率下行7.62bp~下行6.12bp。

表3：信用债各期限收益率水平

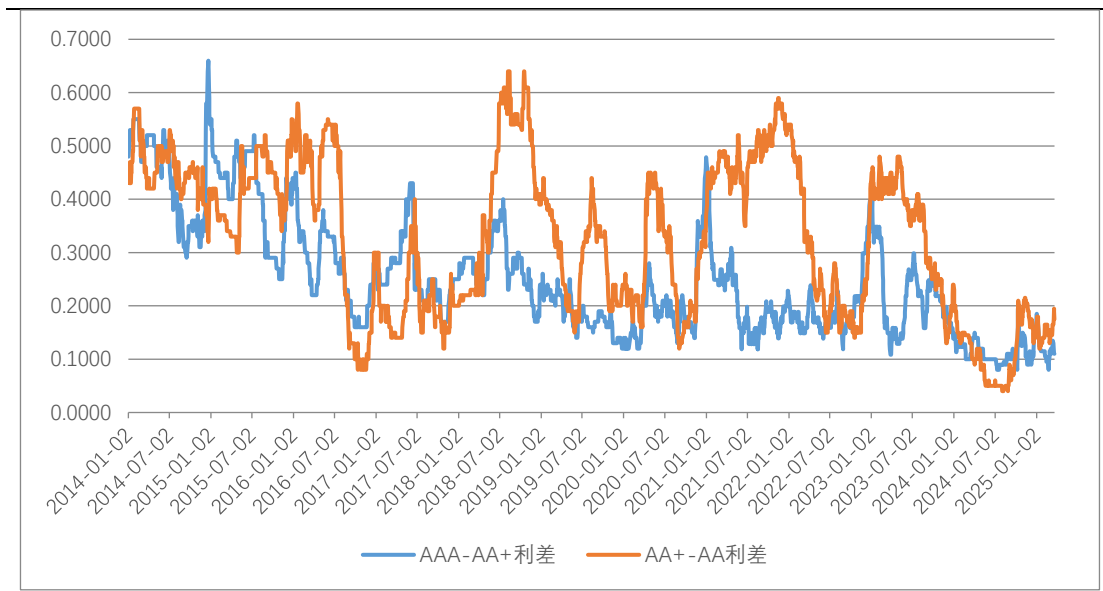
信用债种类	当前利率(%)	2013年以来分位数(%)	较上周变动(BP)
信用债(AAA):1年	1.9710	3.50%	-6.55
信用债(AAA):3年	2.0262	2.10%	-7.16
信用债(AAA):5年	2.1690	2.90%	-6.12
信用债(AA+):1年	2.0510	2.90%	-7.05
信用债(AA+):3年	2.1362	2.20%	-9.66
信用债(AA+):5年	2.3090	3.40%	-7.62
信用债(AA):1年	2.1060	2.40%	-8.55
信用债(AA):3年	2.3112	3.90%	-8.66
信用债(AA):5年	2.5540	4.80%	-7.62

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 0.61bp、缩小 2.61bp、缩小 0.11bp，5Y-3Y 利差分别扩大 1.04bp、扩大 2.04bp、扩大 1.04bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 11bp，较上周缩小 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 18bp，较上周扩大 1bp。

图 7：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱

本周市场整体下跌，上证指数（-1.60%）、深证成指（-2.65%）、沪深 300（-2.29%）、科创 50（-4.16%）、创业板指（-3.34%）、中证 500（-2.10%）、中证 1000（-2.52%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 3.26%。分行业来看，申万一级行业中石油石化、建筑材料、家用电器表现较强，分别上涨 1.51%、1.40%、1.19%；计算机、传媒、电子表现较弱，分别下跌 5.32%、4.96%、4.09%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 15496.84 亿元，较上周减少 1060.52 亿元。

2) 权益市场展望：

特朗普政府的不确定性引发市场担忧，同时近期美国消费及就业数据显示美国基本面边际走弱下，市场逐渐形成“美国衰退”交易，2 月下旬以来美股出现明显下跌。观察 2000 年以来美股大幅下跌区间及下跌至最低点后的 30 个自然日反弹区间，A 股、港股以及其他大类资产表现。美国衰退背景下，美股平均跌幅和下跌至最低点后的反弹幅度均显著大于非衰退背景。A 股和港股均跟随美股下跌和反弹，但 A 股受影响的波动相对港股更小。黄金在美股大跌及之后反弹均多数表现为上涨。

A 股结构来看，（1）在美国衰退背景下，美股大跌区间，A 股小盘风格显著跑赢大盘，消费风格具有一定相

对收益；此后反弹区间，成长风格反弹显著跑赢大盘，消费、周期风格同样具有明显的超额收益。(2) 非衰退背景下，美股大跌区间，金融风格、稳定风格具有一定相对收益；此后反弹区间，各风格较为均衡，金融风格略占优。

目前尚不能确定本轮美股回落是否已经结束，但能够确定的是本轮 A 股、港股走势与以往不同，并未跟随美股下跌，而是明显走出独立行情。中国人工智能领域持续突破背景下，国内提振内需消费政策持续发力，同时最新公布的 1-2 月经济总体走势平稳，数据边际改善，预计 A 股、港股独立行情有望持续。

往年在 3 月两会对于全年工作安排逐步落地后，二季度多为政策执行阶段。同时 4 月即将迎来年报及一季报发布窗口，因此二季度尤其 4 月份，市场往往回归基本面。今年内外部政策角力即将进入关键期，虽然特朗普政策不稳定性高，但目前看外部风险整体可控，同时国内稳增长政策仍值得期待。

国内 LPR 已连续 5 个月按兵不动，但央行仍强调择机降准降息，政策基调并未改变，同时当前汇率压力减弱，美联储点阵图仍显示年内两次降息次数不变。随着外部不确定性提升，约束减弱，货币宽松政策有望推出。

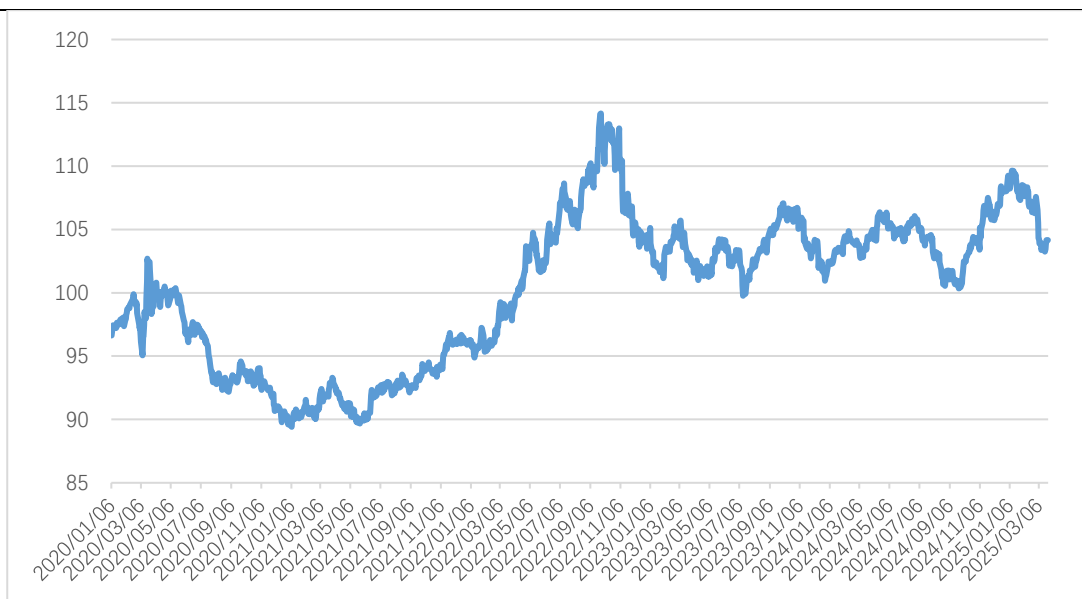
展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

3.2 美元指数分析：美联储 FOMC 会议维持利率不变，但对于通胀预期有所上调，美元指数本周上行

本周美元指数报 104.1540，较上周上行 0.4177。本周超级央行周来临，美联储在内的多家主要经济体央行将发表最新货币政策。本周美联储 3 月份 FOMC 会议决议公布，本次议息会议美联储维持政策利率不变，会后美联储虽然下调今年经济增长预期，但同时也上调了通胀预期。议息会议结束后，本周多位美联储官员发言，多数表示近期美国经济面临的不确定性在增加，也可能对后续货币政策走向造成影响。除美联储外，本周其他央行多数维持政策利率不变，整体符合市场预期，其中欧洲、英国央行表达了对于未来全球贸易不确定性的担忧。整体来看，本周美联储如期维持利率不变，但对于通胀预期有所上调，美元指数本周上行。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后点阵图显示今年预计仍将有两次降息，但同时预计不降息的人数明显增加。会后美联储主席在发布会上称已经看到货币市场紧缩加剧的一些迹象，同时通货膨胀仍然相对较高，通胀取得进一步进展可能会有所延迟。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 8：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637