

美联储3月议息会议再次按兵不动

日本央行决议将利率维持在0.5%不变

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：**3月19日，美联储公布3月FOMC会议声明，宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%，符合市场预期。美联储声明提出，尽管经济活动以稳健速度扩张，失业率保持低位且劳动力市场强劲，但通胀水平仍处于高位，经济前景不确定性增加，美联储将继续评估不断变化的经济前景。在经济预测方面，2025年GDP增长预测中值由2.1%显著下修至1.7%，失业率中值由4.3%上修至4.4%，PCE和核心PCE通胀率预测中值分别上修至2.7%和2.8%。另外，最新点阵图显示，美联储预计2025年仍有两次25个基点的降息。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美国经济仍然稳健，经济衰退风险仍处于相对温和水平，认为通胀压力是暂时的，其言论缓解了市场对美国陷入滞胀的担忧。
- **日本：**3月19日，日本央行公布了3月利率决议，所有委员一致支持将利率维持0.5%不变，符合市场预期。本次利率决策反映了日本在经济适度复苏、通胀缓慢增长的背景下，经济和物价面临的不确定性仍然较高，尤其是特朗普的关税政策对日本出口的影响，所以日本央行决策更加谨慎。日本央行行长在新闻发布会上表示，目前对于经济前景的担忧依然很高，当经济状况不佳时，央行不会提高利率，但如果经济数据符合预期，将继续加息。

瑞士央行宣布降息25个基点

英国央行决议将基准利率维持在4.5%不变

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **瑞士：**3月20日，瑞士央行宣布降息25个基点，将政策利率从0.5%下调至0.25%，为去年3月以来连续第五次降息，符合市场预期。瑞士的通胀持续下降至今年2月的0.3%，创下近四年新低，且瑞士央行还调低中期通胀预期，瑞士央行表示通胀压力较低且通胀下行风险增加，将确保适合的货币环境，且将密切关注经济形势，并在必要时调整货币政策。关于经济预测，瑞士央行预计2025年GDP增长1%-1.5%，2026年增长1.5%。
- **英国：**3月20日，英国央行货币政策委员会以8：1的票数决定将基准利率维持在4.5%不变，不降息符合市场预期，但偏好谨慎的委员人数多于预期（预期7:2）。货币政策委员会表示，近期美国宣布的一系列关税政策给全球贸易带来的不确定性加剧，而且德国庞大的财政支出计划可能也对英国经济造成影响，并重申在降息问题上采取“渐进且谨慎的方式”。英国央行行长表示，英国央行仍认为利率将逐步下降，但目前经济存在大量不确定性，将在后续的议息会议上密切关注全球及国内经济情况。关于经济预测，英国央行将2025年第一季度GDP增长从0.1%上调至0.25%，将2025年通胀峰值由3.7%小幅上调至3.75%。

3月LPR继续维持不变

2月份一线城市新建商品住宅价格环比仍上涨

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **LPR：**3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，连续第五个月维持不变。
- **商品住宅销售价格：**3月17日，国家统计局公布70大中城市2月份商品住宅销售价格变动情况，从环比看，受春节等因素影响，各线城市商品住宅销售价格总体稳中略降，其中一线城市新建商品住宅销售价格上涨，从同比看，各线城市商品住宅销售价格降幅均继续收窄。具体来看，2月份，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别为上涨0.1%、持平及下降0.3%，与上月相比，一线环比涨幅与上月持平、二线环比由上月0.1%转为持平、三线环比降幅扩大0.1个百分点；一、二、三线城市二手商品住宅销售价格环比分别为下降0.1%、下降0.4%及下降0.4%，与上月相比，一线环比由上月的上涨0.1%转跌、二线环比降幅扩大0.1个百分点、三线环比降幅与上月持平。从同比数据来看，2月份，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别下降3%、下降4.7%及下降5.9%，降幅分别较上月收窄0.4、0.3及0.1个百分点；一、二、三线城市二手商品住宅销售价格同比分别下降4.9%、下降7.4%及下降8%，降幅分别较上月收窄0.7、0.2及0.2个百分点。

1—2月规模以上工业增加值同比实际增长5.9%

社会消费品零售总额同比增长4%

全球
宏观

上周国内宏观数据：

3月17日，国家统计局公布多项1-2月宏观经济数据：

- **规模以上工业增加值：**1—2月份，（剔除价格因素）规模以上工业增加值同比实际增长5.9%，比上年全年加快0.1个百分点，其中2月份增加值比上月增长0.51%。分三大门类看，1—2月份，采矿业增加值同比增长4.3%，制造业同比增长6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长1.1%。分产品看，新能源汽车、3D打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长47.7%、30.2%、27.0%。
- **社会消费品零售：**1—2月份，社会消费品零售总额83731亿元，同比增长4.0%，增速比上年全年加快0.5个百分点，其中商品零售额同比增长3.9%，服务零售额同比增长4.9%。另外，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.8%。从不同渠道来看，1-2月线上渠道实物商品网上零售额同比增长5.0%，表现好于商品零售整体，线下渠道，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、百货零售额同比分别增长9.8%、5.4%、4.0%、0.4%，品牌专卖店零售额同比下降0.8%。从商品种类上看，受国补带动，1-2月通讯器材类增速为26.2%，文化办公用品类（含平板电脑在内）增速为21.8%。

1—2月全国固定资产投资同比增长4.1%

制造业投资增势良好

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **固定资产投资：**1—2月份，全国固定资产投资（不含农户）52619亿元，同比增长4.1%，比上年全年加快0.9个百分点，其中2月份固定资产投资比上月增加0.49%。从三大产业看，1-2月份一、二、三产业固定投资分别同比增长12.2%、11.4%及0.7%，其中第三产业中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.6%，较整体投资高1.5个百分点，较去年全年加快1.2个百分点。从不同行业看，制造业投资增势良好，1-2月制造业投资同比增长9.0%，增速较整体投资高4.9个百分点，其中，消费品制造业投资增长12.8%，装备制造业投资增长8.9%，原材料制造业投资增长7.1%。另外，高技术产业投资较快增长，1—2月高技术产业投资同比增长9.7%，增速较去年全年加快1.7个百分点，其中，计算机及办公设备制造业、航空、航天器及设备制造业投资分别增长31.6%、27.1%。

美联储放缓缩表救市 港股科技龙头业绩出炉

股票

市场	指数/价格	一星期 (%)	年初至今 (%)	市盈率
主要股票指数				
标普 500指数	5667.56	0.51	-3.64	24.26
纳斯达克100指数	19753.96	0.25	-5.99	31.53
道琼斯指数	41985.35	1.20	-1.31	22.09
欧洲Stoxx 50指数	5423.83	0.36	10.78	16.03
富时100指数	8646.79	0.17	5.80	13.10
德国DAX指数	22891.68	-0.41	14.98	16.81
恒生指数	23689.72	-1.13	18.09	11.95
恒生科技指数	5639.56	-4.10	26.22	26.45
上证指数	3364.83	-1.60	0.39	16.32
沪深300指数	3914.70	-2.29	-0.51	15.92
富时中国A50指数	13380.65	-2.12	-0.98	12.11
日经225指数	37677.06	1.68	-5.56	19.34
MSCI 东盟指数	658.72	0.05	-3.34	14.54
MSCI 印度指数	2742.64	5.12	-3.56	24.18

- 上周美股录得反弹，**FOMC会议和鲍威尔的表态成为美股逆转的关键所在**。美联储将在4月1日起放缓缩表节奏，国债缩减速度由原来减持250亿美元每月放缓至减持50亿美元每月。
- 我们认为美国经济数据虽有边际放缓的趋势，但距离经济衰退仍相距甚远。**特朗普摇摆不定的政策对经济的影响仍主要停留在信心层面，而非实质性影响**。
- **特朗普有意释放利空信号可能是其逼迫美联储降息的手段，而目前已初步见效**。预计特朗普将在打压中长期美债利率后将释放利好信息，美股的彻底反转仍需要财政方面的支持。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年03月22日

股票

- 港股上周出现回撤，尤其是恒生科技指数回撤幅度较大。在DeepSeek带来的科技热潮下，恒生科技指数年初至今已上涨超25%，估值相对美股同业折价大幅缩窄。**腾讯，小米，美团等重磅龙头科技相继于上周公布业绩，整体表现亮眼，但前期涨幅已经大幅透支业绩预期**，腾讯周跌1.92%，小米周涨1.58%。安踏，特步等运动品牌公布业绩，毛利率均下滑明显，显示内地运动服饰消费行业竞争激烈，安踏周跌10.76%，特步周跌6.49%。
- A股上周表现不佳，其中科技板块跟随港股出现较大回调。上周一国新办就提振消费举行发布会，消费贷新规落地，个人上限提高至30万最长七年，**整体力度较市场预期较弱，消费板块回撤明显**，食品饮料板块周跌4.03%，美容护理周跌4.06%。
- 东南亚市场表现不佳，印尼和泰国是今年全球跌幅最大的市场之一。我们认为主要由于一）港股市场的火热对其他新兴市场包括印度以及东南亚市场资金的抽水作用。二）**特朗普上台后的关税呈现全面打击的特点，而不仅仅针对中国，使得东南亚可能失去作为中美贸易战避风港的作用**，而这是推动东南亚过去数年出口超额增长的关键因素。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年03月22日

德国议会抛弃财政保守主义 高票通过大额财政方案

市场热点

- 3月21日周五，德国联邦参议院（上议院）正式通过“债务刹车”改革法案。该法案将超过德国GDP 1%的国防开支从“债务刹车”限制中豁免，并设立5000亿欧元特别基金用于基础设施建设。在此前的18日，德国联邦议院（下议院）已经批准了该计划，德国候任总理默茨领导的保守党联盟和绿党联盟罕见地达成了一致。
- 此次改革方案将成为德国战后最重大的财政政策转变之一，**财政支出的增加对经济的扩张效应明显**，市场预计在方案下未来十年，德国经济产出有望年均增长超2%。在财政刺激下，德国企业盈利有望迎来增长，投资者信心增强，德国股市有望迎来投资机遇。

基金亮点

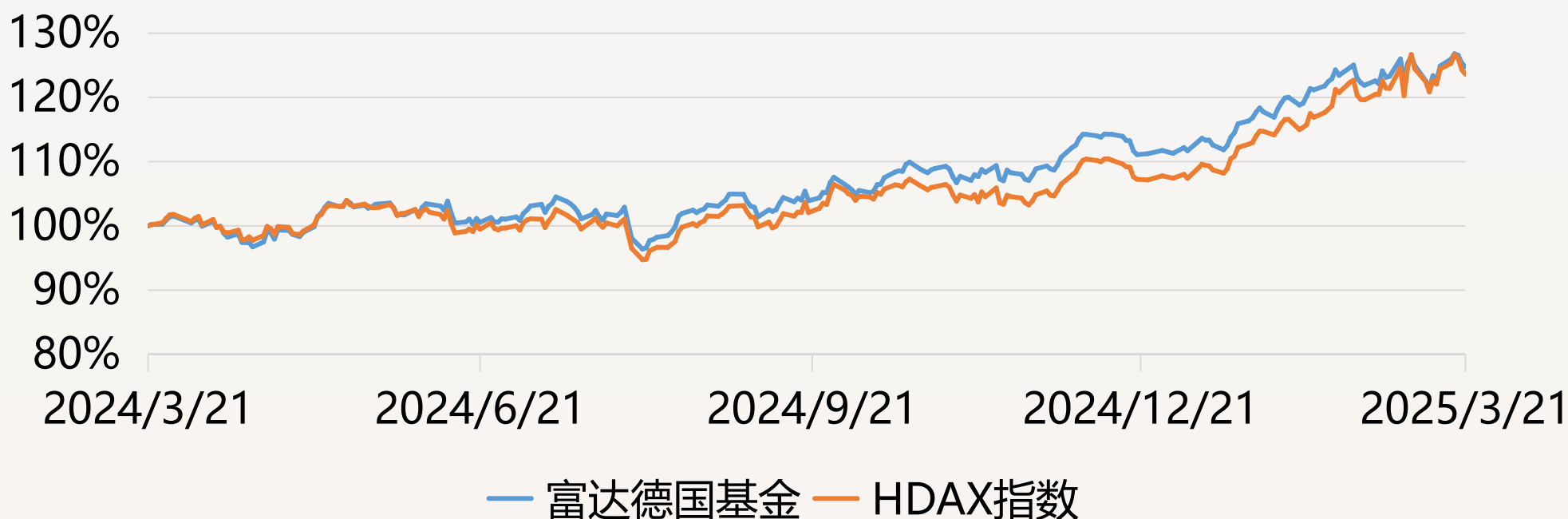
- **富达基金-德国基金（累计-美元-对冲）LU1046421878**
- **基金大部分持仓位于德国地区，享受德国财政大放水红利。**德国通过超预期的大力度财政刺激方案，这些刺激效果预计将在未来数年逐渐显现，德国经济有望进入“顺风期”。
- **基金持仓接近于指数，以大市值龙头为主：**基金主动投资比率在50%以下，因此走势与指数高度吻合，且有一定超额收益。
- **基金该类别已进行美元对冲，无惧汇率波动风险：**基金该类别已进行美元对冲，避免欧元波动风险。

基金

基金详情

- 富达德国基金追踪德意志交易所 HDAX 总回报指数，整体表现略优于指数。截止3月21号基金一年期回报为24.74%，同期指数回报为23.60%。基金的优秀回报来自于——德国股市最近一年表现优秀，尤其在财政刺激方案公布后走势强劲。二）该基金类别对收益进行美元对冲，在美元强势的背景下表现优于其他类别。

回报率对比



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2025年03月21日

- 基金追踪德意志交易所 HDAX 总回报指数，主动投资比率为42.3%。地域分布上，基金超过80%持仓位于德国。行业分布上，与指数类似，其行业分布较为分散，最大行业为工业门类，占比29.7%。前五大持仓均为德国知名企业，受益于德国财政刺激。

地区分布		%	五大持股		%
德国		82.2	德国电信		9.8
法国		9.2	SAP SE		9.4
荷兰		4.9	空中客车		7.8
意大利		2.4	西门子		7.0
台湾		0.8	意昂集团		5.0

资料来源：基金2月月报，东方证券（香港）

议息会议后美国债市走强 国内债市震荡偏弱

债市

- **美国：**上周19日美联储议息会议宣布利率区间维持不变，同时宣布从4月起放缓缩表节奏，将美国国债的每月赎回上限从250亿美元降至50亿美元，而MBS每月350亿美元的赎回上限则维持不变，该调整超出市场预期，被解读为偏鸽派的信号。决议发布后，CME Fedwatch 显示市场上交易员对美联储6月恢复降息的预期概率升至60%以上，美债收益率当日迅速下行，截至上周五，10年期美国国债收益率下跌至4.25%，2年期美国国债收益率下跌至3.95%。
- **中国：**上周17日，中国国家统计局公布多项1-2月经济数据，工业增加值、社消零售、固定资产投资等数据超出预期，整体显示宏观经济面边际改善，债市出现大幅调整。债市大调之后，央行连续三日维持公开市场净投放，向市场释放流动性呵护信号，资金面转松，债市情绪逐渐修复，20日债市全面反弹，10年期国债收益率下跌超过4个基点，创下近期最大单日跌幅。截至上周五，中国10年期国债收益率下跌至1.83%，2年期国债收益率下跌至1.48%。

债市

➤ 上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2350.19	0.43	2.62	4.15
彭博美国公司债总回报指数	3365.03	0.63	2.30	5.15
彭博美国企业高收益债指数	2723.89	0.43	1.52	7.70
彭博欧洲综合总回报指数	241.09	0.65	-1.09	3.00
彭博亚洲美元投资级债券指数	196.60	0.37	2.49	4.88
彭博亚洲美元高收益债券指数	189.10	0.18	3.40	8.94
彭博中国综合总回报指数	274.43	-0.32	-0.26	1.93
彭博中资美元债总回报指数	136.25	0.37	2.70	5.08
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	233.91	0.30	2.21	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	235.35	0.13	4.00	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1279.83	0.31	2.54	6.48

市场短评

➤ 美联储上周议息会议上宣布放缓缩表步伐，被市场解读为偏鸽派的信号，对债券市场起到一定提振作用，会后美债收益率显著下行，上周彭博美国国债指数和彭博美国公司债总回报指数分别上涨0.43%及0.63%。上周德国5000亿欧元财政刺激方案初步通过，尽管财政刺激对欧洲经济复苏意义重大，但市场普遍仍关注短期贸易摩擦的影响，德国、法国、意大利及西班牙10年期国债收益率大幅下行，彭博欧洲综合总回报指数上涨0.65%。上周国内债市围绕经济数据及资金面波动进行交易，周初债市走弱、后半周显著修复，整体震荡偏弱，上周彭博中国综合总回报指数下跌0.32%。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2025年3月23日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 3月18日，继今年1月成功发行3.3亿美元境外债券后，中国宏桥再次展现其在融资领域的创新能力，成功推出并定价了港股市场首例“可转债+股份回购”复合创新型融资工具，规模达3亿美元。此次发行获得了市场的热烈反响，吸引了全球近100家高质量投资者的积极参与，订单总额超过25亿美元，实现了港股市场此类交易架构的历史性突破。
- 3月14日，复星国际发布公告，于2025年3月14日，公司的间接附属公司复星开心购、黄震先生、唐斌先生及广州淘通其他若干现有股东（卖方）与杭州天元（买方）订立买卖协议。卖方拟出售，而杭州天元拟购买广州淘通89.7145%的股权。本次交易是公司聚焦主业背景下，精简投资组合及注重轻资产运营战略的一部分，有利于优化公司资产结构。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
中国宏桥	HONGQI 7.05 01/10/28	102.596	+0.091
复星国际	FOSUNI 5.95 10/19/25	99.709	+0.033

资料来源：彭博，数据截至2025年3月23日

中资境外债市场

近两周一级市场发行

发行主体	信用评级	到期日	规模	货币	初始定价 (收益率)	定价日期
济源市济康科技有限公司	无	20/3/2028	1亿	美元	6.80%	17/3/2025
兰溪市交通建设投资集团有限公司	无	20/3/2028	1亿	美元	5.70%	17/3/2025
中国宏桥集团有限公司	BB-/BB+ (标普/惠誉)	26/3/2030	3亿	美元	1.50%	17/3/2025
达州市产业发展有限公司	无	20/3/2028	6970万	美元	7.00%	17/3/2025
滨江国投有限公司	无	20/3/2028	8100万	美元	6.50%	17/3/2025
青岛军民融合发展集团有限公司	无	25/3/2028	1亿	美元	6.40%	18/3/2025
河南航空港投资集团有限公司	Baa1 (穆迪)	21/3/2028	2亿	美元	5.20%	18/3/2025
三门峡市湖滨国有资本投资运营有限公司	无	19/3/2026	8400万	人民币	8.50%	18/3/2025
CSCIF Hong Kong Limited (中信建投证券)	BBB+/Baa1/BBB+ (标普/穆迪/惠誉)	24/3/2026	5亿	人民币	2.50%	18/3/2025
泰安高新建设集团有限公司	无	21/3/2028	6800万	美元	6.95%	18/3/2025
长发国际有限公司	Baa2/BBB (穆迪/惠誉)	26/3/2028	2.5亿	美元	6.25%	19/3/2025
江苏皋开投资发展集团有限公司	无	24/3/2028	3.45亿	人民币	4.25%	19/3/2025
佛山市高明建设投资集团有限公司	无	24/3/2028	2亿	美元	5.28%	19/3/2025
中国银行股份有限公司卢森堡分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	24/3/2028	5亿	美元	SOFRINDEX+ 50	19/3/2025
泉州市南翼投资集团有限公司	无	25/3/2028	1.3亿	美元	5.40%	20/3/2025
天台县国有资本运营有限公司	无	25/3/2028	1.53亿	欧元	4.70%	20/3/2025
Xiangyu Investment (BVI) Co., Ltd (淮安开发)	无	25/3/2028	1.55亿	美元	5.30%	20/3/2025
潍坊国控发展集团有限公司	无	7/3/2027	1.29亿	人民币	6.90%	20/3/2025
齐河城投建设集团有限公司	无	28/3/2028	4.826亿	人民币	7.00%	21/3/2025
济南建设国际投资有限公司	无	27/3/2028	1.24亿	人民币	3.15%	21/3/2025

资料来源：彭博，数据截至2025年3月23日

一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

特斯拉当下的困境在汽车行业内堪称“前所未有”，股价可能跌至120美元3.16 摩根大通对特斯拉的前景作出了悲观预测：该品牌的季度交付量可能创下三年来最差的纪录。

负向
特斯拉

摩根大通发表研究报告指，澳门3月首16日的赌收约101亿澳门元，上周日均赌收大致维持稳定，符合该行预期。

正向
澳门

摩根士丹利

摩根士丹利发研报指，今年首两个月，内地零售销售按年增长4%，对比去年12月的增长为3.7%，并略高于市场预期的3.8%，显示行业正在初步复苏，需求持续回稳。

正向
中国

摩根大通的抵押贷款债券策略师建议投资者应该认真对待“两房”私有化的可能性。

负向
两房

花旗

花旗发表研报指，同程旅行2024年第四季盈利胜预期，虽然基数可能较高，但在房间过夜数增长的推动下，住宿业务增长动能有望于2025年上半年维持，另外通过进一步控制开支，出境游业务目标实现收支平衡

正向
同程旅游

花旗曾发研报指，贝壳受多项利好因素带动，包括主要城市的二手成交量强劲。

正向
贝壳

高盛

高盛：市场转向关注快手受惠于AI发展 予其“买入”评级高盛发表报告指，快手股价今年累升54%，主要由市场对公司人工智能能力情绪改善及行业升浪下估值重评。

正向
快手

欧洲机构愈发乐观，计划增仓中国消费股，1月已逐步建仓3.16 高盛近期在欧洲进行的中国消费必需品行业市场调研显示，离岸投资者对中国消费复苏的持续性抱有期待，并密切关注政策刺激、消费模式变化和新兴趋势。

正向
中国消费必需品

大和发表研究报告，将港华智慧能源评级由“持有”升至“跑赢大市”，主要因为公司的新能源板块的轻资产进展好过预期，从而改善未来现金流，支持每股股息的持续增长。

正向
港华智慧

大和

大和引述华住管理层目标于今年再净增1700间酒店，意味非常迅速的扩张步伐。大和将华住2025至2026财年EBITDA预测上调1%至2%，H股目标价由27.5港元上调至31.5港元，维持“跑赢大市”评级

正向
华住集团

风险揭露/免责声明

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

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

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

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

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

相关关系及相关财务权益的披露

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

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

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