

策略周报

调整不改战略乐观

市场短期调整而非趋势反转，二次布局信号关注 BOCIASI 快线指标。

- **市场短期调整而非趋势反转。**本周公布的国内 1-2 月经济数据验证弱修复预期，内需各个主要分项均有不同程度的改善，虽然后续外需不确定性依旧但政策红利释放有望带来内需进一步修复空间。此外，本周全球迎来一个央行超级周，海外美日央行政策利率维持不变，海外主要经济体货币政策均释放偏鸽信号。本周市场持续震荡调整，此前表现较强的科技股本周领跌。经过春节以来的中国科技股重估行情，中美科技巨头的估值差异已经基本弥合。我们认为，短期市场存在一定震荡调整的需求，但中期来看上行趋势并未打破。3 月下旬期，A 股即将进入财报窗口期，而 4 月 2 日特朗普关税政策的落地仍存在较大不确定性，市场风险偏好或迎来阶段性震荡，短期上行动能或有所趋缓。但当前国内基本面修复预期并未证伪，年内基本面弱修复的主线仍在。因此，市场短期调整而非趋势反转，信号上需要观察中美科技资产盈利估值比价、关税政策及国内基本面数据演化趋势。
- **二次布局的信号。**慢线（性价比）指标于本周一、周二发出减仓提示信号，具备一定领先性。这也是 BOCIASI 情绪指标正式发布以来的首次有效预判。从归因分析来看，A 股持续上行及近期债市利率快速下行，股市性价比相对被动降低，这两方面共同导致了慢线（性价比）指标减仓信号于本周触发。投资者当前更为关注本轮市场整体，特别是 AI、机器人双主线的调整幅度及二次布局信号是什么？我们建议当前阶段可参考上一次慢线（性价比）指标减仓信号的发出阶段，即 2024 年 11 月 7 日和 11 日两次，本周五或更类似于上次触发后的 2024 年 11 月 15 日，此后市场整体仅调整两日即见阶段性底部，再后更是迎来了快线（动量）情绪指标的快速修复（即主线行业的二次布局机会）。考虑到当前市场情绪及基本面情况，未来中短期内慢线（性价比）情绪指标不会再发出加仓信号，投资者对于市场短期布局机会的把握应该重新回归至快线（动量）情绪指标的信号观察中来，当前（本周五）快线情绪指标录得 45.3%，市场下一个加仓信号（震荡市）阈值为 27.0%，考虑波峰波谷过滤后的中枢抬升，快线情绪指标本轮底部或高于 31.0%（详见中银策略 2025 年 3 月 2 日报），这也意味着类似本周五的调整仅需再出现 1-2 次，市场及双主线行业将再次进入可重新布局的有为阶段。
- **腾讯、联通等公司发布 2024 年 Q4 业绩，龙头厂商 2025 年资本开支延续乐观趋势，GTC 大会明确 Generative AI→Agentic AI→Physical AI 进展路线，英伟达尝试从算力基建走向全栈生态，算力极限仍在高速演进，Dynamo 致力于解决 Agentic AI 时代百倍级 tokens 并发调度瓶颈，有望推动未来 AI agent 功能迭代演化，使 Deep Research、具身智能等复杂任务更加具备商业化可行性，有望催化和加速 AI 端侧、应用端的高价值、强商业化落地。近期市场出现一定震荡回调，特别是此前涨幅较为明显的科技板块回调压力较大，但是从产业趋势上判断，当前正处于 AI 技术由散发期走向耦合期，技术路径如 Agentic AI、Physical AI 不断明确、强化，市场仍有分歧，而产业已在凝聚共识，产业进展速度仍有可能超出预期。短期的回调不改变长期趋势演进，科技适度回调可能贡献更好的上车机会，短期调整之下，可以关注具备较强防御性与红利优势的部分赛道，重点关注：包括产业趋势强化、景气度高的新兴消费，政策催化、估值合意的中药，绿电趋势催化、行业现金流稳定的水电、核电，有望受益于实体融资需求回暖的、稳定股息分红的国有银行，长协保驾稳定现金流、近期有供给端催化的煤炭等。**
- **华为发布首款阔折叠屏手机，终端全面进入原生鸿蒙时代。**3 月 20 日，华为发布全球首款阔折叠屏手机 Pura X 系列，发布会上同时宣布华为终端全面进入鸿蒙时代。Pura X 系列在屏幕形态及原生鸿蒙系统搭载、AI 交互方面均有全创新升级，有望引领行业发展新趋势，关注相关产业链投资机遇：1) 折叠屏、铰链、MIM 结构件、UTG 盖板等环节；2) 全面鸿蒙时代将带动大量应用软件厂商进行适配、迁移、开发工作，鸿蒙产业链操作系统、应用、硬件集成等相关标的有望受益。
- **险资投入市场迎来新局面。**近期深交所表态正研究优化险资入市的机制，此前证监会吴清主席透露金监总局已启动了第二批保险资金长投试点。当前，我国保险公司的权益类资产配置比例仍有较大提升空间，资金运用规模整体呈现稳步增长态势。我们预计 2025-2027 年保险保费收入为 5.99/6.28/6.93 万亿元，每年将会带来权益资金投资增量为 0.57/0.60/0.63 万亿元。随着保险资金对权益市场的配置比例逐步提升，中长期资金入市规模有望进一步扩大，不仅将为 A 股市场提供稳定的长期资金支持，也将提升市场的机构化程度，推动资本市场高质量发展。
- **风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；市场波动风险；海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621) 20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪	12
风险提示	17

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周市场风格相对均衡.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 地产销售持续修复.....	6
图表 6. 开年以来全 A 风险偏好修复至 1STD 下沿.....	6
图表 7. 当前中美科技股绝对估值水平对比.....	7
图表 8. 当前中美科技股估值分位（近三年）对比.....	7
图表 9. 本周一级行业表现.....	8
图表 10. 本周二级行业表现（前后 15）.....	8
图表 11. 本周 BOCIASI 慢线指标发出减仓信号.....	9
图表 12. 腾讯和阿里巴巴资本开支情况.....	9
图表 13. 中国联通资本开支情况.....	10
图表 14. 中观行业比较表.....	11
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	12
图表 16. 本周股票型 ETF 继续遭遇净赎回（单位：亿元）.....	12
图表 17. 全新 Pura X 核心创新参数.....	13
图表 18. 原生鸿蒙实现核心技术全栈自研有望推动国产替代.....	13
图表 19. 中长期资金入市相关政策演进.....	14
图表 20. 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》重点安排.....	15
图表 21. 保险资产配置情况.....	15
图表 22. 保险资产权益类资产配置情况.....	15
图表 23. 保险资金的保费收入及权益投资增量测算.....	16
图表 24. 大型国有保险公司可投资的保费及增量资金预测.....	16

观点回顾

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——20240804 《海外降息有望释放A股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——20241215 《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216 《重回科技主导产业——2025年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209 《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216 《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

本周公布的国内 1-2 月经济数据验证弱修复预期。生产端，工业增加值维持去年以来相对较高的增速水平。需求端，社会消费品零售总额及固定资产投资增速出现不同程度的回升。新质生产力相关领域成为制造业投资主要驱动，“以旧换新”政策对消费增长形成有力拉动。地产销售及投资降幅持续收窄，其中销售金额的修复程度强于销售面积，房价止跌企稳带来的支撑作用逐步显现。开年以来第一份经济数据基本符合市场乐观预期，内需各个主要分项均有不同程度的改善，虽然后续外需不确定性依旧但政策红利释放有望带来内需进一步修复空间。

海外主要经济体释放偏鸽货币政策信号。此外，本周全球迎来一个央行超级周——美国、日本、英国、瑞士等多家央行均公布了利率决议。备受瞩目的美联储再起最新的利率决议中如预期内维持利率不变，但鲍威尔的表态及放缓缩表速度的操作缓解了当前市场对于美国基本面的部分担忧；此外，日央行本月也暂停加息，海外美日央行政策利率维持不变，海外主要经济体货币政策均释放偏鸽信号。

市场短期调整而非趋势反转。本周市场持续震荡调整，红利资产及微盘股体现出较强的抗跌属性。此前表现较强的科技股本周领跌。本周腾讯、阿里等互联网巨头纷纷公布财报，市场迎来一波业绩预期的兑现行情。经过春节以来的中国科技股重估行情，中美科技巨头的估值差异已经基本弥合。我们认为，短期市场存在一定震荡调整的需求，但中期来看上行趋势并未打破。3 月下旬期，A 股即将进入财报窗口期，而 4 月 2 日特朗普关税政策的落地仍存在较大不确定性，市场风险偏好或迎来阶段性震荡。当前中国资产部分重估的逻辑已经基本阶段性计价，市场短期上行动能或有所趋缓。但当前国内基本面修复预期并未证伪，年内基本面弱修复的主线仍在：年初以来财政发力效果仍在持续显现，A 股盈利有望修复；而当前全 AERP 仍处于一倍标准差下沿水平，盈利弱复苏周期成立的前提下，ERP 仍有较强的修复空间及动能。因此，市场短期调整而非趋势反转，信号上需要观察中美科技资产盈利估值比价、关税政策及国内基本面数据演化趋势。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	3月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.66	(2.99)	(0.49)
	MSCI新兴市场	1.05	3.21	5.20
	标普500	0.51	(4.82)	(3.64)
	日经指数	1.68	1.40	(5.56)
	万得全A	(2.10)	1.77	4.12
	恒生指数	(1.13)	3.26	18.09
汇	美元指数	0.40	(3.17)	(3.99)
	美元兑人民币	0.03	0.03	(0.17)
	美元兑日元	0.46	(0.87)	(5.01)
	欧元兑美元	(0.59)	4.25	4.47
商	CRB商品	1.02	1.31	3.05
	LME铜	0.73	5.28	12.36
	WTI原油	1.65	(2.11)	(4.78)
	伦敦金现	1.20	6.32	15.43
债	10Y美债收益率(Bps)	(6.00)	1.00	(33.00)
	10Y国债收益率(Bps)	1.41	4.56	23.89

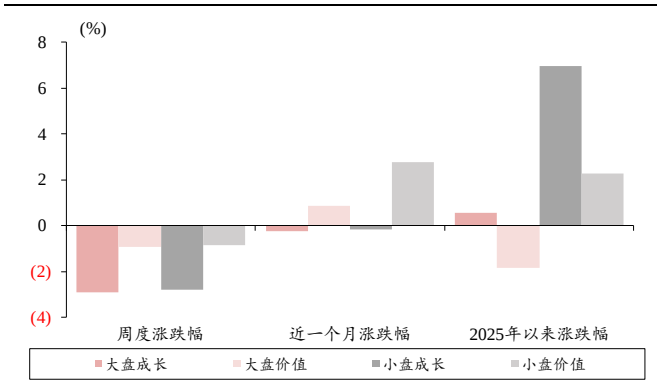
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	2月固定资产投资:累计同比(%)	3.2	3.7556	4.1	0.9
	2月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.7	4.5	4	0.3
	2月工业增加值:当月同比(%)	6.2	5.1333	31.02	24.82
	2月城镇调查失业率(%)	5.2	5.3	5.4	0.2
美国	2月零售销售:同比(%)	3.91		3.11	-0.8
	2月核心零售销售:环比(%)	-0.64	0.5	0.33	0.97
	2月新屋开工:私人住宅(千套)	94.4		111.1	16.7
	联邦基金目标利率(%)	4.5			-4.5
	3月15日初请失业金人数:季调(人)	221000		223000	2000
日本	2月CPI:环比(%)	0.5		-0.4	-0.9
	2月CPI(剔除食品):环比(%)	0.2		-0.1	-0.3
欧盟	1月欧盟:商品出口金额:同比(%)	3.7		4.4	0.7
	1月欧盟:商品进口金额:同比(%)	4.1		10.9	6.8
	3月欧元区:ZEW经济景气指数(%)	24.2		39.8	15.6
	3月欧元区:ZEW经济现状指数(%)	-45.3		-45.2	0.1
	2月欧盟:CPI:同比(%)	2.8		2.7	-0.1
	2月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.9		2.8	-0.1

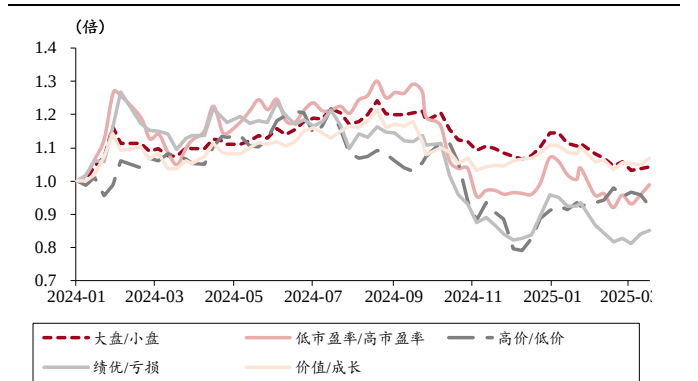
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周市场风格相对均衡



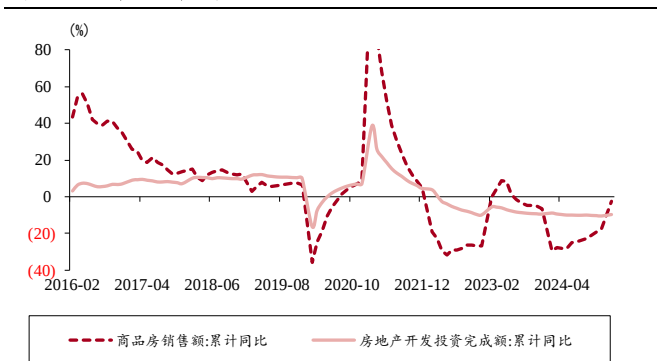
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



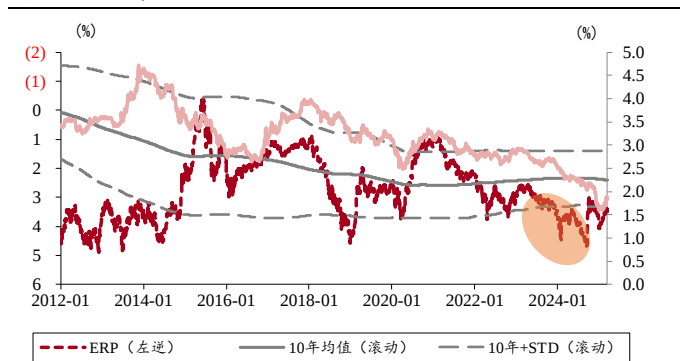
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 地产销售持续修复



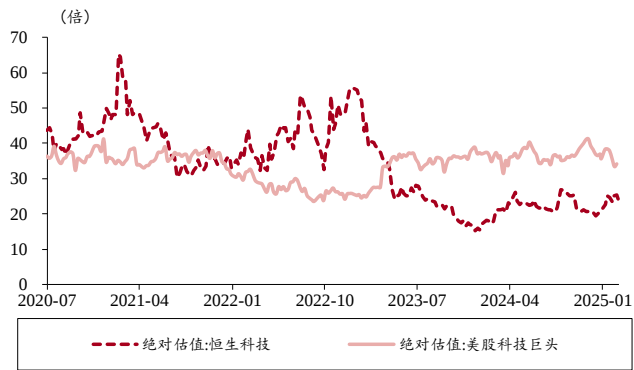
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 开年以来全 A 风险偏好修复至 1STD 下沿



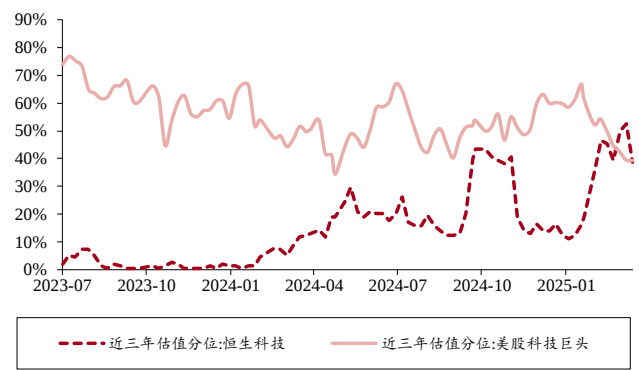
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 当前中美科技股绝对估值水平对比



资料来源：万得，中银证券（注：美股科技龙头为苹果、微软、谷歌、亚马逊、Meta、特斯拉、英伟达估值均值）

图表 8. 当前中美科技股估值分位（近三年）对比

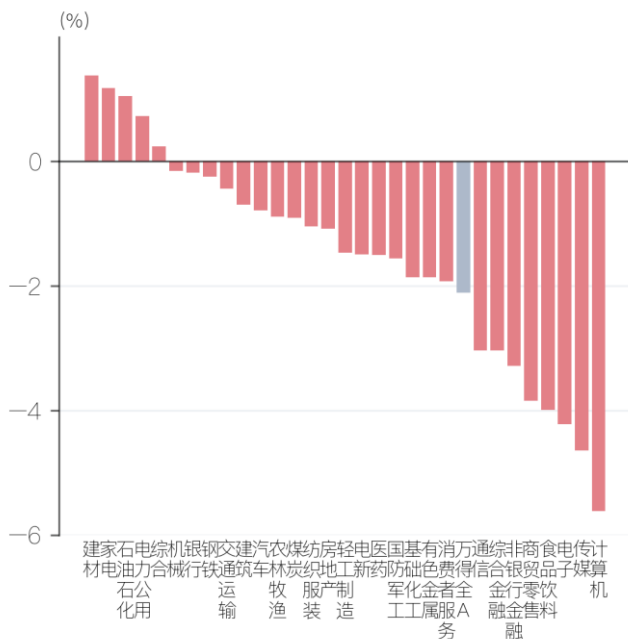


资料来源：万得，中银证券（注：美股科技龙头为苹果、微软、谷歌、亚马逊、Meta、特斯拉、英伟达估值均值）

中观行业与景气

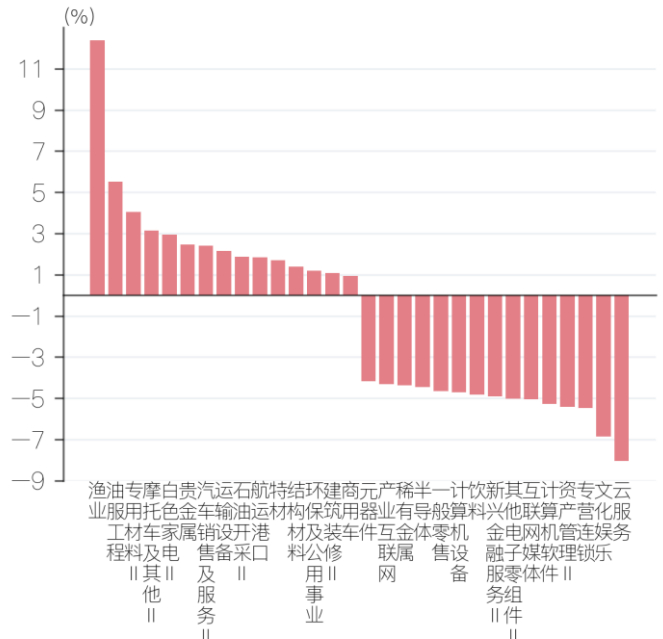
高低切换延续，股价相对低位行业关注度有所提升。上周末《提振消费专项行动》发布，但此前消费行业已有表现，本周呈现出一定利好兑现特征，食品饮料、商贸零售等行业本周表现居后。家电行业一方面呈现出一定消费补涨特征，另一方面也受益于美的集团人形机器人布局的信息提振，双重影响下，家电行业本周表现排名第二。本周五市场出现较为明显的高位调整，行业间高低切换现象进一步加剧，防御类红利行业如石油石化、电力公用等相对抗跌，并带动其全周相对表现居前，此外，新主题海洋经济本周关注度较高，石油石化行业及其二级行业油服工程等成为直接受益方向。而科技成长行业调整幅度加深，计算机、传媒等行业全周表现垫底。

图表 9. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

二次布局的信号。慢线（性价比）指标于本周一、本周二发出减仓提示信号，具备一定领先性。这也是BOCIASI情绪指标正式发布以来的首次有效预判。从归因分析来看，A股持续上行及近期债市利率快速下行，股市性价比相对被动降低，这两方面共同导致了慢线（性价比）指标减仓信号于本周触发。

投资者当前更为关注本轮市场整体，特别是 AI、机器人双主线的调整幅度及二次布局信号是什么？我们建议当前阶段可参考上一次慢线（性价比）指标减仓信号的发出阶段，即 2024 年 11 月 7 日和 11 日两次，本周五或更类似于上次触发后的 2024 年 11 月 15 日，此后市场整体仅调整两日即见阶段性底部，再后更是迎来了快线（动量）情绪指标的快速修复（即主线行业的二次布局机会）。

考虑到当前市场情绪及基本面情况，未来中短期内慢线（性价比）情绪指标不会再发出加仓信号，投资者对于市场短期布局机会的把握应该重新回归至快线（动量）情绪指标的信号观察中来，当前（本周五）快线情绪指标值录得 45.3%，市场下一个加仓信号（震荡市）阈值为 27.0%，考虑波峰波谷过滤后的中枢抬升，快线情绪指标本轮底部或高于 31.0%（详见中银策略 2025 年 3 月 2 日周报），这也意味着类似本周五的调整仅需再出现 1-2 次，市场及双主线行业将再次进入可重新布局的有为阶段。

图表 11. 本周 BOCIASI 慢线指标发出减仓信号



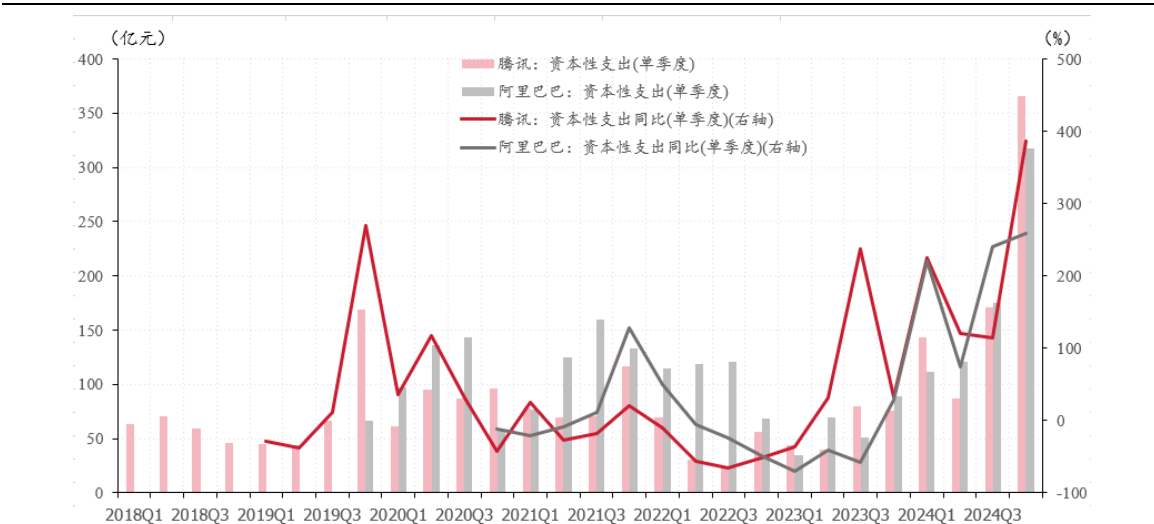
资料来源：万得，中银证券

腾讯、联通等公司发布 2024 年 Q4 业绩，龙头厂商 2025 年资本开支延续乐观趋势。近期，腾讯、联通等龙头厂商公布 2024 年 Q4 业绩及资本开支情况，腾讯 2024 年研发投入达 706.9 亿元，资本开支连续四个季度实现同比三位数增长，年度资本开支更突破 767 亿元，同比增长 221%。在腾讯 2024 年第四季度及全年业绩新闻发布上，腾讯总裁刘炽平表示“随着腾讯执行力度和决策速度的加快，去年全年腾讯的资本开支相当于收入的大约 12%，其中第四季度的资本支出增加的非常显著，因为我们在这一季度购买了更多 GPU 以满足推理需求。我们计划在 2025 年进一步增加资本支出，并预计资本支出将占收入的低两位数百分比。”，2025 年腾讯资本开支预计有望延续 2024 年的乐观趋势。

中国联通在 2024 年的资本开支策略呈现出一定的结构性调整特征。公司全年资本开支为 613.7 亿元，同比下降 17%，但在整体收缩的背景下，算力领域的投入却逆势增长 19%。公司预计 2025 年固定资产投资在人民币 550 亿元左右，其中算力投资同比增长 28%，算力的投入较 2024 年进一步扩张。

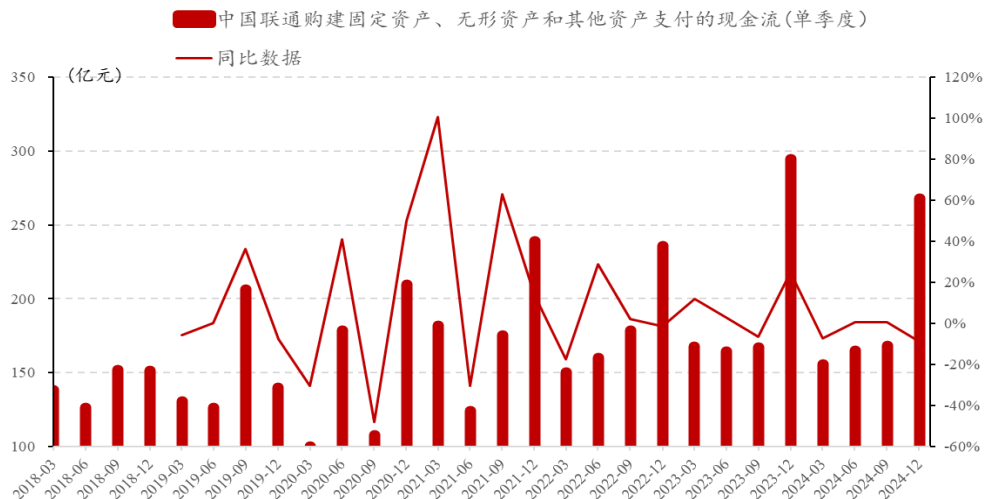
结合此前阿里巴巴拟三年投入超 3800 亿元用于建设云和人工智能硬件基础设施的信息来看，重点龙头厂商 2025 年资本开支整体延续乐观趋势。

图表 12. 腾讯和阿里巴巴资本开支情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 中国联通资本开支情况



资料来源：公司公告，中银证券

GTC 大会明确 Generative AI→Agentic AI→Physical AI 进展路线，英伟达尝试从算力基建走向全栈生态，算力极限仍在高速演进，Dynamo 致力于解决 Agentic AI 时代百倍级 tokens 并发调度瓶颈，有望推动未来 AI agent 功能迭代演化，使 Deep Research、具身智能等复杂任务更加具备商业化可行性，有望催化和加速 AI 端侧、应用端的高价值、强商业化落地。

3月18日，英伟达 GTC 主题大会召开。会议上，英伟达发布了 AI 芯片架构推出的时间线，分别是在 2025 年下半年发布的 Blackwell Ultra、2026 年下半年发布的 Vera Rubin、2027 年下半年发布的 Vera Rubin Ultra，和 2028 年发布的 Feynman。公司预计于 25H2 推出 GB300 NVL72，算力是 GB200 NVL72 的 1.5 倍。同时，英伟达给出了未来的芯片架构规划，下代超级芯片 Rubin NVL144，预计比 GB300 NVL72 强了 3.3 倍；下下代的 Rubin Ultra NVL576 性能可能是 GB300 NVL72 的 14 倍。

会议上，黄仁勋对 AI 发展路线进行了明确表述，即当前处于生成式 AI（Generative AI）阶段迈向代理式 AI（Agentic AI）的时代，随后是物理 AI（Physical AI），以机器人为代表，黄仁勋指出，Agentic AI 时代，英伟达的立身之本——越来越高效地处理 tokens。当 AI 从 ChatGPT 那种靠预测下一个 tokens 的生成式 AI，迈向 Deep Research、Manus 这样的 Agentic AI 应用时，每一层计算都不同，所需要的 tokens 比想象的多 100 倍。因为在 Agentic AI 应用中，上一个 token 是下一个 token 生成时输入的上下文、是感知、规划、行动的一步步推理。AI 发展路径走向 Agentic AI 之下，AI 变得越来越智能、应用越来越广泛，同时也需要更多的算力来支持。加速 AI 工作负载的新型数据中心「AI 工厂」，就是要高效地处理这些 tokens，英伟达此次推出了一个新的「AI 工厂」引擎的操作系统——Dynamo，使得 tokens 的吞吐和延迟能够得到优化。

此外本次会议也发布了英伟达关于具身机器人的技术储备，包括机器人通用基础模型 Isaac GR00T N1、一款配备了 GR00T N1 模型的机器人：Blue 等。

Dynamo 致力于让算力资源从“堆砌蛮力”升级为“精密协作”，以期解决 Agentic AI 时代百倍级 tokens 并发调度的瓶颈，让推理、规划、行动链条真正实现低延迟、高吞吐的闭环，有望推动未来 AI agent 功能迭代演化，使 Deep Research、具身智能等复杂任务更加具备商业化可行性，使其真正具有高价值量，甚至改变人类工作中的诸多范式。

近期市场出现一定震荡回调，特别是此前涨幅较为明显的科技板块回调压力较大，但是从产业趋势上判断，当前正处于 AI 技术由散发期走向耦合期，技术路径如 Agentic AI、Physical AI 不断明确、强化，各大龙头厂商、技术新锐不断为产业贡献新的模型、产品、逻辑，市场仍有分歧，而产业已在凝聚共识，产业进展速度仍有可能超出预期。短期的回调不改变长期趋势演进，科技适度回调可能贡献更好的上车机会，短期调整之下，可以关注具备较强防御性与红利优势的部分赛道，重点关注：包括产业趋势强化、保持高景气的新兴消费，政策催化、估值合意的中药，绿电趋势催化、行业现金流稳定的水电、核电，有望受益于实体融资需求回暖的、稳定股息分红的国有银行，长协保驾稳定现金流、近期有供给端催化的煤炭等。

图表 14. 中观行业比较表

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
新兴消费	3	4	4	4	37	高配
公用事业	4	4	1	4	34	高配
电子	3	3	5	1	31	高配
自动化设备	3	4	3	2	30	高配
通信	3	3	5	1	30	高配
银行	3	3	3	3	30	高配
煤炭	3	3	3	3	30	高配
工业金属	2	4	2	4	30	高配
汽车	3	2	4	3	29	高配
医药	2	3	3	4	28	高配
社会服务	2	2	4	4	28	高配
计算机	3	3	3	2	28	高配
家用电器	3	4	1	2	28	高配
保险	1	2	5	4	27	标配
白酒	2	3	1	5	27	标配
能源金属	2	3	4	2	27	标配
电力设备	2	2	5	2	27	标配
证券	4	2	2	2	27	标配
航运港口	4	3	0	3	26	标配
钢铁	2	3	4	2	26	标配
传媒	3	3	3	1	26	标配
猪产业	1	2	4	4	26	标配
食品	2	2	2	5	25	标配
贵金属	2	3	3	2	25	标配
建材	2	2	4	2	24	低配
国防军工	3	2	3	1	23	低配
房地产	2	1	1	5	21	低配
商贸零售	1	1	4	3	21	低配
建筑	2	2	1	3	21	低配
工程机械	2	2	2	2	21	低配
石油石化	2	2	1	3	20	低配
家具家居	2	1	2	3	19	低配
纺织服装	1	1	4	2	19	低配

资料来源：万得，中银证券
 注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 3 月 21 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

本周 A 股市场主力资金净卖出 1984.33 亿元，结束此前连续 2 周的净买入，单周净卖出规模创 3 周以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是机械设备，资金净流入规模达 46.76 亿元；石油石化、公用事业排列二、三，资金净流入规模分别是 25.96 亿元和 9.80 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、计算机和非银金融，均为前期热门行业。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 56.75 亿元，由前周为净申购 128.57 亿元转为净赎回。分产品看，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、博时上证科创板人工智能 ETF、国泰中证全指证券公司 ETF、华泰柏瑞南方东英恒生科技指数 ETF、工银瑞信国证港股通科技 ETF；减少最多的的五只 ETF 分别是易方达沪深 300ETF、南方中证 1000ETF、南方中证 500ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF，均为核心指数 ETF。

图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
机械设备	46.76	(61.81)	343.78	830.92	农林牧渔	(18.98)	(51.20)	(140.40)	(235.07)
石油石化	25.96	1.31	(92.81)	(210.95)	社会服务	(21.30)	(11.24)	(82.72)	(6.66)
公用事业	9.80	(25.19)	(206.55)	(455.24)	轻工制造	(23.71)	(25.79)	(55.60)	60.16
汽车	5.81	169.05	453.10	800.18	国防军工	(50.18)	0.76	(137.95)	(158.24)
环保	4.77	(1.51)	(32.70)	(30.79)	基础化工	(74.64)	(175.24)	(240.68)	(380.99)
家用电器	0.69	(37.29)	5.64	122.36	有色金属	(83.12)	127.34	38.90	(304.05)
综合	(0.17)	(7.95)	(16.07)	15.99	商贸零售	(84.07)	(59.16)	(155.61)	245.35
建筑材料	(1.02)	15.55	(29.64)	11.74	食品饮料	(87.12)	85.82	(18.81)	246.41
银行	(1.36)	22.87	44.18	89.76	医药生物	(102.85)	(254.91)	(540.47)	(907.99)
交通运输	(9.17)	(47.78)	(199.27)	(274.34)	电力设备	(124.50)	(139.19)	75.29	280.01
建筑装饰	(11.17)	(25.31)	(105.47)	14.07	通信	(163.94)	(492.25)	(119.92)	315.26
钢铁	(12.41)	21.20	12.15	71.60	传媒	(165.41)	(345.64)	(484.39)	148.98
美容护理	(13.10)	(4.25)	(20.38)	(22.79)	非银金融	(238.58)	(235.34)	(437.10)	234.94
纺织服饰	(14.01)	17.04	(3.95)	72.34	计算机	(348.02)	(708.47)	47.13	756.59
煤炭	(14.31)	5.67	(115.02)	(146.35)	电子	(398.68)	(973.48)	(536.64)	543.90
房地产	(16.33)	(24.43)	(154.46)	(21.60)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/3/21

图表 16. 本周股票型 ETF 继续遭遇净赎回（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

华为发布首款阔折叠屏手机，终端全面进入原生鸿蒙时代。3月20日，华为发布全球首款阔折叠手机 Pura X 系列，售价 7499 元起。形态方面，华为 Pura X 采用 16:10 阔形屏设计，屏幕比例比其他手机要更宽；折叠状态下，Pura X 呈现为一台支撑智趣外屏的小手机，同时支持扩屏使用，横屏状态下使用可获得平板一样的体验。性能方面，Pura X 是首款搭载原生鸿蒙的移动设备，整机性能提升 40%；安全层面，Pura X 具有鸿蒙独有的星盾安全架构，手机的安全性进一步提升；AI 方面，华为在新终端上再度加码 AI 能力，包括华为 Pura X 在内的华为终端全面接入 DeepSeek，全新 AI 助手小艺也实现盘古大模型与 DeepSeek 双模型支撑，Pura X 还首发搭载 AI 眼动翻页功能，可以对眼球运动轨迹进行追踪，会根据用户眼球运动自动翻页。发布会上同时宣布华为终端全面进入鸿蒙时代，老款旗舰将逐步推送 HarmonyOS 5.0.1，在鸿蒙内核、方舟引擎、端云协同的全面加持下，HarmonyOS 5 可帮助华为手机性能提高最高 40%。落实到投资上，Pura X 系列在屏幕形态及原生鸿蒙系统搭载、AI 交互方面均有全新创新升级，有望引领行业发展新趋势，建议关注产业链下重点环节：1) 折叠屏、铰链、MIM 结构件、UTG 盖板等环节；2) 全面鸿蒙时代有望带动大量应用软件厂商进行适配、迁移、开发工作，鸿蒙产业链操作系统、应用、硬件集成等相关标的有望受益。

图表 17. 全新 Pura X 核心创新参数



资料来源：华为发布会，中银证券

图表 18. 原生鸿蒙实现核心技术全栈自研有望推动国产替代

华为		其他公司
盘古	AI大模型	GPT / Gemini / LLaMA / ...
MindSpore	AI框架	TensorFlow / PyTorch / Caffe / ...
DevEco Studio / DevEco Testing / ...	集成开发环境	Xcode / Android Studio / VS Code / ...
HarmonyOS Design	设计系统	Material Design / Flat Design / ...
ArkUI / ArkUI-X	编程框架	SwiftUI / Jetpack Compose / Flutter / ...
方舟编译器 / 毕昇编译器 / 方舟运行时	编译器&运行时	GCC / CL / Clang+LLVM / ART / Dalvik / ...
ArkTS / 仓颉	编程语言	Swift / Java / Kotlin / C / C++ / ...
EROFS / HMDFS分布式文件系统...	文件系统	FAT / NTFS / APFS / SquashFS...
鸿蒙内核	OS内核	Linux / Unix...

资料来源：华为，搜狐新闻，中银证券

险资长投入市迎来新局面。深交所副总经理唐瑞近期表示，深交所正在制定服务中长期资金入市相关工作方案，重点解决中长期资金“买什么”“买得好”等问题，**研究优化险资入市的机制**，减少交易摩擦，支持保险资金加大权益投资。此前，证监会吴清主席在两会上透露金监总局启动了第二批保险资金长投试点，春节前已批复 520 亿元，两会前又批复了 600 亿元，后续还将进一步扩大。中长期资金是资本市场健康运行的“稳定器”和“压舱石”。2023 年，中央提出“活跃资本市场”，推动改革加速；2024 年《关于推动中长期资金入市的指导意见》发布，资本市场改革力度再次加大，中长期资金入市迎来突破口。保险资金是资本市场的重要机构投资者，规模庞大、风格稳健，其权益类投资比例受到监管政策、市场环境及负债特性等多重因素的影响。2024 年 9 月，中央金融办和证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确提出“培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍”。后续金融监管总局分别于 2024 年 10 月、2025 年 1 月及 2025 年 3 月批复 500/520/600 亿元资金用于长期股权投资试点，截至 2025 年 3 月 4 日，已有 8 家保险公司获批开展长期投资改革试点，总金额达 1620 亿元，不仅为资本市场带来实实在在的中长期增量资金，而且进一步壮大了机构投资者群体。

图表 19. 中长期资金入市相关政策演进



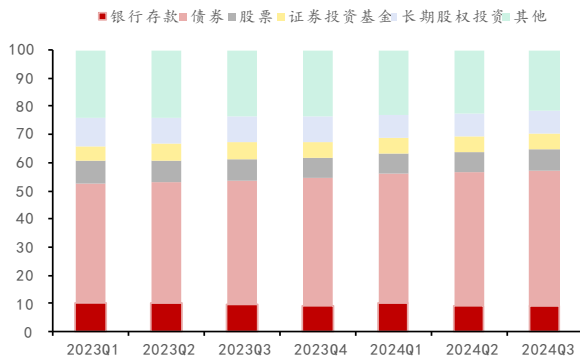
资料来源：各部委，中银证券整理

图表 20. 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》重点安排

资金种类	具体政策
商业保险资金	提升商业保险 A 股投资比例与稳定性。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。 对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。 抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围于资金规模。
全国社会保障基金、基本养老保险基金	优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。 细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上长周期业绩考核机制 ，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。
企（职）业年金基金	提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见。逐步扩大企业年金覆盖范围。支持具备条件的用人单位探索放开企业年金个人投资选择。鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资。
公募基金	提高权益类基金的规模和占比。强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比。牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感。推动私募基金证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募基金产品类型和投资策略。
其他要点	优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增。在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。进一步扩大证券基金保险公司互换便利操作规模。

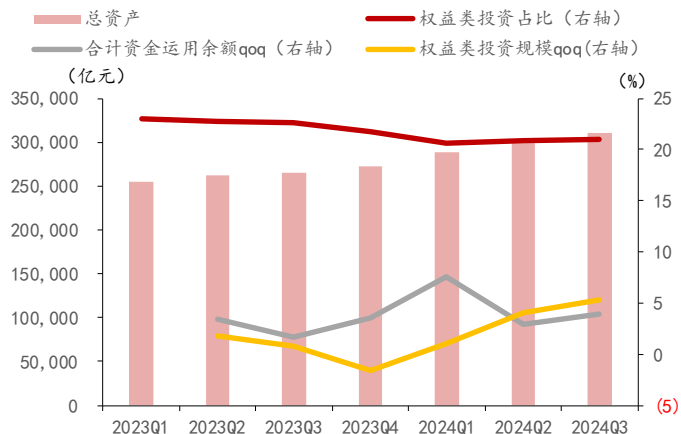
资料来源：证监会官网、中银证券

图表 21. 保险资产配置情况



资料来源：iFinD，中银证券

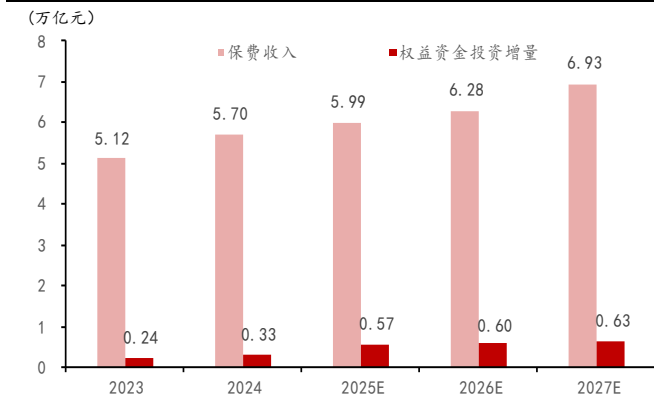
图表 22. 保险资产权益类资产配置情况



资料来源：iFinD，中银证券。注：权益类资产=股票+证券投资基金+长期股权投资

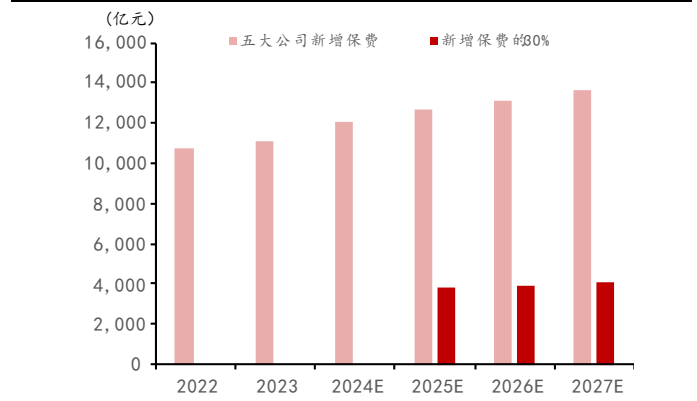
当前，我国保险公司的权益类资产配置比例仍有较大提升空间，资金运用规模整体呈现稳步增长态势。2023 年第一季度至 2024 年第三季度期间，保险业（包括人身险公司和财产险公司，下同）权益类资产的规模逐渐增加，其占保险资金运用总余额的比例基本稳定在 20%至 23%之间。我们按照资金增长率预测法（CAGR）进行测算，预计 2025-2027 年保险保费收入为 5.99/6.28/6.93 万亿元。根据《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股来看，使用资产配置调整法（Portfolio Rebalancing）进行测算，预计 2025 年-2027 年每年将会带来权益资金投资增量为 0.57/0.60/0.63 万亿元。随着保险资金对权益市场的配置比例逐步提升，中长期资金入市规模有望进一步扩大，不仅将为 A 股市场提供稳定的长期资金支持，也将提升市场的机构化程度，推动资本市场的高质量发展。

图表 23. 保险资金的保费收入及权益投资增量测算



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 24. 大型国有保险公司可投资的保费及增量资金预测



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

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得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由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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