

宏观和大类资产配置周报

1-2 月经济数据整体稳中有升

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：**国家能源局发布，2 月，全社会用电量 7434 亿千瓦时，同比增长 8.6%。1 至 2 月，全社会用电量累计 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%。（万得）
- **要闻：**国家主席习近平在云南考察时强调，要以科技创新为引领做强做优做大资源型产业，积极发展战略性新兴产业和未来产业。要高质量建设自由贸易试验区，加强交通物流、能源、数字信息等大通道建设。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数下跌 2.29%，沪深 300 股指期货下跌 3.10%；焦煤期货本周下跌 5.83%，铁矿石主力合约本周下跌 3.37%；余额宝 7 天年化收益率上涨 3BP 至 1.31%；十年国债收益率上行 1BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周下跌 0.20%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**2025 年经济增速目标仍定在 5%，稳增长需要多方发力。从国内的情况看，宏观政策组合拳对稳增长的影响较大：一是“两重两新”政策延续，对托底基建投资、提振制造业固定资产投资、稳定大宗商品消费增速作用较大，二是《提振消费专项行动方案》，有望促进居民消费持续稳定释放，三是促进房地产止跌回稳的系列政策，有望减小房地产产业链对经济的拖累。从今年的政府工作报告内容看，上述政策在财政政策提升赤字率 1 个百分点、超长期特别国债、特别国债、地方政府专项债，以及货币政策适时降准降息、推动社会综合融资成本下降等方面，均有较明确的安排。但是 2025 年海外风险因素的不确定性依然较大，短期内最直接的就是美国的关税政策，考虑到 2024 年净出口对我国 GDP 累计同比的贡献率达到 30.3%，同时 2025 年 1-2 月进出口增速均较 2024 年 12 月大幅回落，我们认为 5 月之前货币政策有望进一步宽松，以对冲外需波动对国内经济的影响。
- **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

《美联储如期放缓“缩减”》20250321
《1-2 月经济数据点评》20250318
《周度金融市场跟踪》20250317

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：陈琦
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

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（2025.3.23）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 2025 年政府工作报告表述	不变
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	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“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	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
本周 A 股指数表现弱势	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：本周 A 股市场表现弱势	9
债券：十年国债收益率小幅下行	10
大宗商品：本周商品期货指数下跌 0.05%	11
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方	12
外汇：人民币兑美元中间价本周上行	12
港股：本周能源业表现较好	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（2025.3.23）	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. 本周权益类资产涨跌幅	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（2025.3.23）	15

一周概览

本周 A 股指数表现弱势

本周沪深 300 指数下跌 2.29%，沪深 300 股指期货下跌 3.10%；焦煤期货本周下跌 5.83%，铁矿石主力合约本周下跌 3.37%；余额宝 7 天年化收益率上涨 3BP 至 1.31%；十年国债收益率上行 1BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周下跌 0.20%。

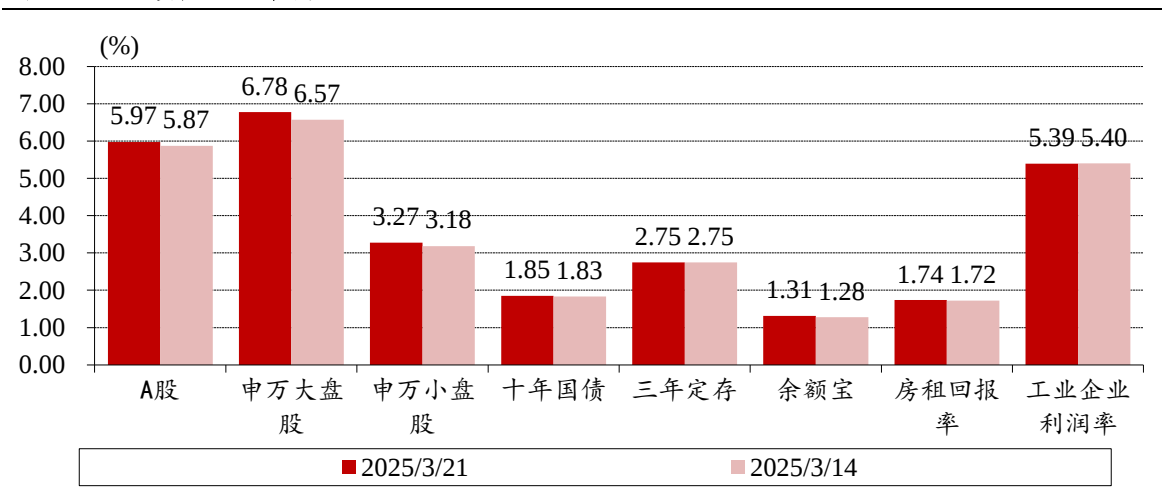
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -2.29%		10 年国债到期收益率 1.85%/本周变动 +1BP	
沪深 300 期货 -3.10%		活跃 10 年国债期货-0.20%	
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		保守	
铁矿石期货 -3.37%		余额宝 1.31%/本周变动 +3BP	
焦煤期货 -5.83%		股份制理财 3M 1.85%/与前周持平	
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

年初经济数据整体较 2024 年稳中有升。1-2 月经济数据整体略好于万得一致预期：工业增加值同比增长 5.9%，好于预期的 5.1%，固投累计同比增长 4.1%，好于预期的 3.8%，社零同比增长 4.0%，低于预期的 4.5%；与 2024 年年底的情况相比，固定资产投资累计同比增速和社零当月同比增速均有不同程度的上行，工业增加值增速则小幅下滑。从数据来看，2025 年 1-2 月经济增速持续向好，并且延续了生产好于需求的特点，从结构看有新亮点，科技进步带动高技术产业同比增速维持在较高水平，现象级文化产品带动服务消费表现亮眼，财政支出靠前发力，托底基建投资增速上行。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

股市方面，本周市场指数表现弱势，跌幅相对较小的指数为上证红利（-0.52%），领跌的指数为创业板指（-3.34%）；港股方面恒生指数下跌-1.13%，恒生国企指数下跌-1.53%，AH 溢价指数下行-0.65% 收于 130.55；美股方面，标普 500 指数本周上涨 0.51%，纳斯达克上涨 0.17%。债市方面，中债总财富指数本周上涨 0.01%，中债国债指数下跌 0.11%，金融债指数上涨 0.02%，信用债指数上涨 0.14%；十年美债利率下行 6 BP，周五收于 4.25%。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 3 BP，周五收于 1.31%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 1.65%，收于 68.29 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.90%，收于 3028.20 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 3.10%，LME 铜上涨 0.73%，LME 铝下跌 2.13%；CBOT 大豆下跌 0.59%。美元指数上涨 0.40% 收于 104.15。VIX 指数下行至 19.28。

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	2025/3/17 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/3/21 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,364.83	(1.60)	1.39	1.32	0.39
	399001.SZ	深证成指	10,687.55	(2.65)	1.24	0.72	2.62
	399005.SZ	中小板指	6,638.96	(2.58)	1.22	0.60	4.02
	399006.SZ	创业板指	2,152.28	(3.34)	0.97	(0.83)	0.50
	881001.WI	万得全 A	5,228.72	(2.10)	1.49	1.77	4.12
	000300.SH	沪深 300	3,914.70	(2.29)	1.59	0.63	(0.51)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	245.26	0.01	(0.21)	(0.46)	(0.86)
	CBA00603.C	中债国债	242.81	(0.11)	(0.35)	(0.87)	(1.26)
	CBA01203.C	中债金融债	243.91	0.02	(0.11)	(0.23)	(0.81)
	CBA02703.C	中债信用债	221.00	0.14	0.00	0.10	(0.00)
	885009.WI	货币基金指数	1,716.68	0.02	0.03	0.08	0.32
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	68.29	1.65	0.22	(2.11)	(4.78)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,028.20	0.90	2.73	6.31	14.66
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,156.00	(3.10)	0.09	(4.88)	(4.71)
	CA.LME	LME 铜	9,852.00	0.73	1.87	5.28	12.36
	AH.LME	LME 铝	2,624.50	(2.13)	(0.63)	0.73	2.86
	S.CBT	CBOT 大豆	1,010.00	(0.59)	(0.78)	(1.54)	(0.05)
货币	-	余额宝	1.31	3 BP	-5 BP	-4 BP	5 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	104.15	0.40	(0.15)	(3.17)	(3.99)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.25	(0.28)	0.13	0.48	0.68
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.85	0.29	(0.11)	(3.61)	(3.14)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.85	0.14	1.12	(0.30)	(3.85)
港股	HSI.HI	恒生指数	23,689.72	(1.13)	(1.12)	3.26	18.09
	HSCEI.HI	恒生国企	8,742.44	(1.53)	(0.40)	3.86	19.93
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	130.55	(0.65)	(0.23)	(3.07)	(12.45)
美国	SPX.GI	标普 500	5,667.56	0.51	(2.27)	(4.82)	(3.64)
	IXIC.GI	NASDAQ	17,784.05	0.17	(2.43)	(5.64)	(7.91)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.25	-6 BP	-1 BP	1 BP	-33 BP
	VIX.GI	VIX 指数	19.28	(11.44)	(6.85)	(1.78)	11.12
	CRB.RB	CRB 商品指数	305.77	1.02	(0.12)	1.31	3.05

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）

国家主席习近平在云南考察时强调，要以科技创新为引领做强做优做大资源型产业，积极发展战略性新兴产业和未来产业。要高质量建设自由贸易试验区，加强交通物流、能源、数字信息等大通道建设。

国家主席习近平在贵州考察时强调，要加快传统产业转型升级，积极发展战略性新兴产业，做强做优数字经济、新能源等产业。坚决破除地方保护、市场分割、“内卷式”竞争。

国务院总理李强在福建调研，并主持召开外贸企业座谈会。他强调，要加大引资稳资力度，更好地支持外资企业发展。大力开拓多元化市场，积极创新贸易渠道方式，加快内外贸一体化发展。

中办、国办印发《提振消费专项行动方案》。方案提出，多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点，强化央企国企控股上市公司市值管理，依法严厉打击资本市场财务造假和上市公司股东违规减持等行为。进一步丰富适合个人投资者投资的债券相关产品品种。鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率。支持金融机构按照市场化法治化原则优化个人消费贷款偿还方式，有序开展续贷工作。

中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步强化食品安全全链条监管的意见》，提出 8 个方面共 21 条具体措施。意见提出，建立实施散装液态食品运输准运制度，建立跨境电商零售进口食品负面清单，加强网络订餐线上线下一体化监管。

国务院常务会议研究建立健全涉企收费长效监管机制有关举措，指出要健全涉企收费目录清单制度，清单之外一律不得收费。要加大违规收费治理力度。会议审议通过《婚姻登记条例（修订草案）》，加快推进实现婚姻登记“全国通办”。

中央财办主任何立峰在京会见美国前财政部长保尔森，双方就中美经贸关系、全球经济等交换看法。何立峰表示，中国经济保持回升向好势头，创新驱动发展成效显著，市场预期持续改善，国内需求潜力和內循环空间巨大，新发展格局正在加快形成，中国经济长期向好的基本面没有改变，前景依然十分光明。

央行货币政策委员会召开第一季度例会，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，择机降准降息。明确将推动社会综合融资成本“下降”而非上季度的“稳中有降”。对于支持资本市场的两项货币政策工具，会议提出“探索常态化的制度安排”。

国家市场监督管理总局党组书记、局长罗文在《求是》撰文指出，强化反垄断监管执法，持续加强民生、知识产权等重点行业领域反垄断监管，综合运用多种手段靠前规制垄断行为。依法查处自然垄断企业滥用市场支配地位向上下游延伸等违法行为，推进自然垄断行业竞争性环节市场化。进一步提升经营者集中审查质效，加快推进重点并购数据库建设，强化监管科技赋能，提升穿透式监管能力。依法规制跨国企业垄断行为。

市场监管总局召开企业公平竞争座谈会表示，下一步将开展整治滥用行政权力排除、限制竞争专项行动，着力解决限制企业迁移、限制商品要素自由流动、限制招投标、设置隐性壁垒等突出问题。

央行将会同金融监管等部门，研究出台金融支持扩大消费的专门文件。商务部将加力扩围实施消费品以旧换新，开展汽车流通消费改革试点。财政部、人社部将在补助、稳就业等方面多措并举，提升居民消费能力。市场监管总局将严格开展监管执法，针对价格欺诈等市场顽疾开展专项整治行动。

国家统计局发布数据，2 月份，不包含在校生，全国城镇 16-24 岁劳动力失业率为 16.9%，25-29 岁劳动力失业率为 7.3%，30-59 岁劳动力失业率为 4.3%。

国家统计局公布数据显示，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。

国家统计局 70 城房价数据出炉，一线城市新房价格环比继续上涨，二线城市新房价格环比由上月上涨 0.1% 转为持平。2 月份，新房价格环比上涨城市为 18 个，较上月减少 6 个，其中南京连续 3 个月领涨全国；二手房价格环比上涨城市有 3 个，比上月减少 4 个，深圳领涨全国。

国家能源局发布，2 月，全社会用电量 7434 亿千瓦时，同比增长 8.6%。1 至 2 月，全社会用电量累计 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周钢材开工率环比上周整体有所上升，其中，线材开工率变动 0.58 个百分点。3 月 19 日当周，部分地区石油沥青装置开工率环比上周出现下滑，其中，华北和华南地区开工率较前一周有所下滑，东北和西北地区开工率与前一周表现持平。

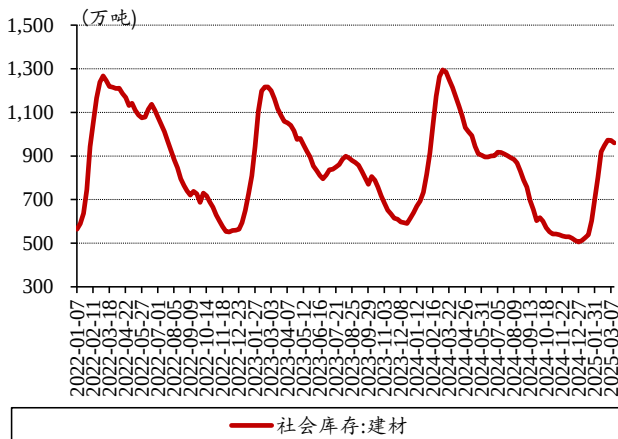
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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 (%)	41.33	0.00	(0.66)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	46.53	0.58	(1.72)
石油沥青装置	开工率:华北地区	10.90	(7.30)	(27.30)
	开工率:华南地区	37.60	(2.70)	13.40
	开工率:东北地区	13.30	0.00	(5.60)
	开工率:西北地区	30.70	0.00	9.80

资料来源：万得，中银证券

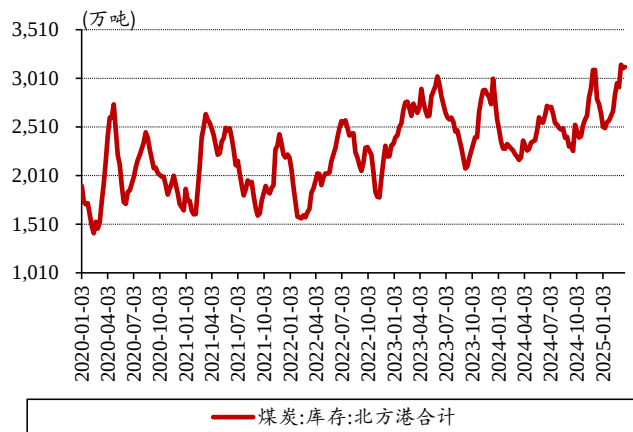
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 3.88%。原油库存方面，3 月 14 日当周，美国 API 原油库存延续回升，本周环比变动 459.30 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



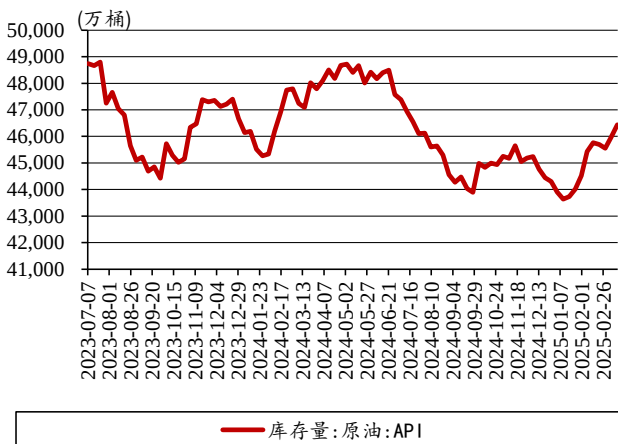
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



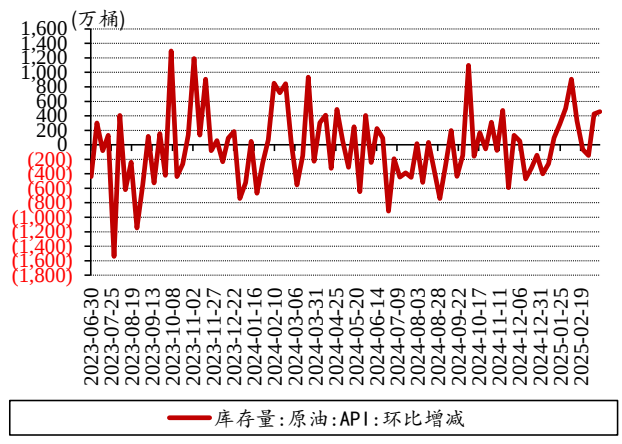
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



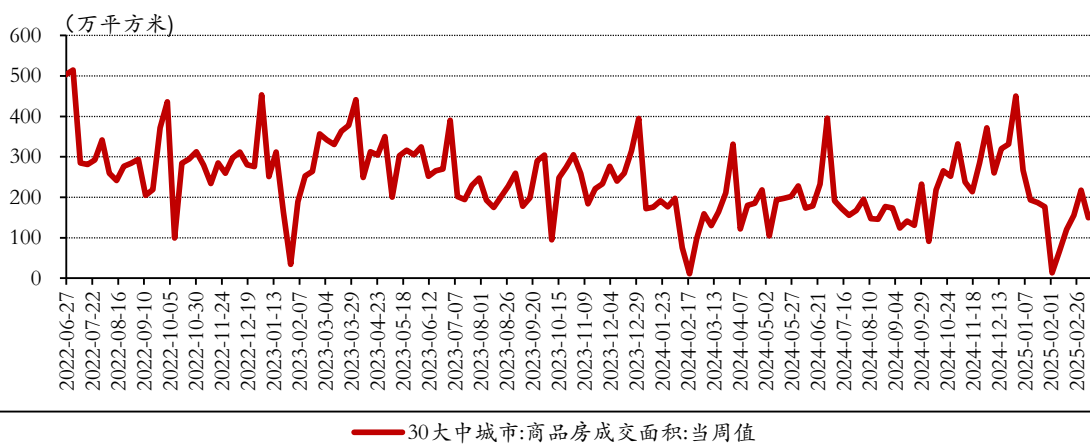
资料来源：万得，中银证券

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

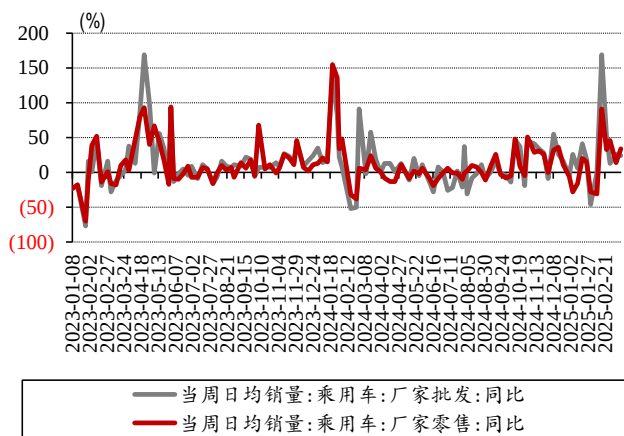


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比回升。3月16日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周有所反弹，单周成交面积环比变动20.42万平方米，当周实现170.33万平方米。2024年四季度以来，政策组合效应持续发挥，商品房销售有望延续“止跌回稳”。

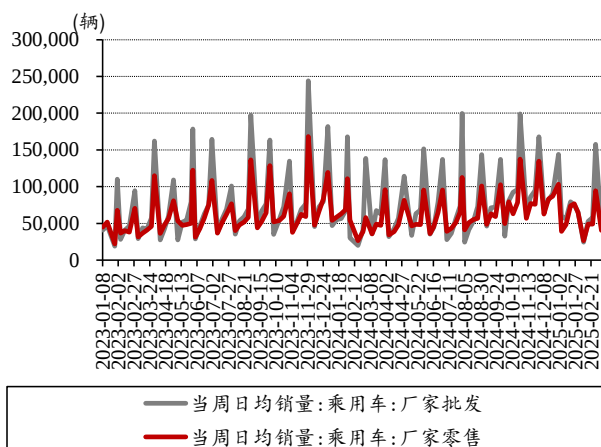
汽车方面，3月16日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为24%和34%。当前“消费品以旧换新”政策仍在发力，汽车作为“促消费”政策的重要抓手，有望对年内消费数据形成支撑。我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

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：本周 A 股市场表现弱势

本周市场指数表现弱势，跌幅相对较小的指数为上证红利（-0.52%），领跌的指数包括创业板指（-3.34%）、深证成指（-2.65%）、中小板指（-2.58%）。行业方面，领涨的行业有建材（1.38%）、家电（1.18%）、石油石化（1.05%），领跌的行业有计算机（-5.61%）、传媒（-4.64%）、电子元器件（-4.22%）；近日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，或对本周家电行业市场表现有所提振。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	(0.52)	建材	1.38	可燃冰指数	9.41
上证 380	(1.39)	家电	1.18	油气改革指数	4.69
上证综指	(1.60)	石油石化	1.05	海绵城市指数	2.35
中小板指	(2.58)	电子元器件	(4.22)	大数据指数	(5.60)
深证成指	(2.65)	传媒	(4.64)	电子竞技指数	(6.24)
创业板指	(3.34)	计算机	(5.61)	网络游戏指数	(7.17)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

监管动态：证监会拟修订派出机构监管职责有关规定，明确派出机构对 IPO 辅导工作的监管职能，将网络和信息安全、投资者保护、诚信监督和约束等事项纳入日常检查事项；优化私募基金风险处置机制，要求派出机构开展风险监测预警。

证监会表示:2025 年将全面落实依法从严打击证券违法活动的工作要求，坚持监管执法“长牙带刺”、有棱有角，“零容忍”打击证券期货违法犯罪活动；把投资者保护贯穿于资本市场制度建设和监管执法的全流程各方面，不断健全投资者保护的制度机制。

高技术产业：腾讯混元宣布推出 5 个全新 3D 生成模型，并且全部开源。同时，其自研的 3D AI 创作引擎也迎来升级，新增多视图输入、模型智能减面、格式全兼容等能力，面向 C 端用户全面开放使用。

蔚来与宁德时代签署战略合作协议，将共同打造全球最大换电网络，并推进行业技术标准统一。同时，宁德时代将对蔚来能源战略投资不超过 25 亿元。

国家地方共建人形机器人创新中心即将发布里程碑式的通用具身智能平台-“格物”，构建全球领先的机器人智能体训练生态系统。

美的集团研发的人形机器人曝光，这款机器人不仅能跳舞、能“比心”，也能听懂语音指令并按照指令去完成相应操作。

华为发布业界首款阔折叠手机——华为 Pura X，全面搭载鸿蒙操作系统 5，首发搭载 AI 眼动翻页功能，售价 7499 元起，预计 3 月 30 日正式发售。余承东还宣布，华为终端全面进入鸿蒙时代，今年 5 月将推出鸿蒙电脑。2025 款问界 M9 推出纯电、增程两种版本，售价为 46.98 万-56.98 万元；问界新 M5 Ultra 同步发布，售价为 22.98 万元。

房地产行业：住建部：加力实施城中村和危旧房改造、推进收购存量商品房、加快构建房地产发展新模式，从供需两端持续发力，推动房地产市场止跌回稳。

深圳提高住房公积金贷款额度，个人申请最高额度从 50 万元提高至 60 万元；家庭申请最高额度从 90 万元提高至 110 万元；购买首套住房上浮比例从 20%提高至 40%，多子女家庭购房上浮比例从 10%提高至 50%，同时符合多种上浮情形可累加上浮比例，最高上浮 110%，即个人最高可贷 126 万元，家庭最高可贷 231 万元。深圳还取消异地住房公积金贷款的户籍和首套房限制，异地住房公积金缴存职工，无论是否具有深圳户籍，只要满足深圳市住房公积金贷款条件，在深购买首套或第二套商品住房时，都可以向深圳市公积金中心申请住房公积金贷款（含商转公贷款）。

医药行业：国家医保局等四部门联合发布通知，要求今年 7 月起，药品销售需扫追溯码方可进行医保结算。2026 年 1 月 1 日起，所有医药机构都要实现药品追溯码全量采集上传。

债券：十年国债收益率小幅下行

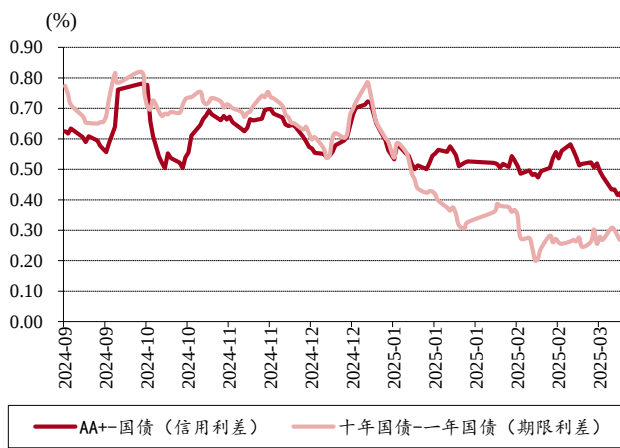
十年期国债收益率周五收于 1.85%，本周下行 5BP，十年国开债收益率周五收于 1.88%，较上周五下行 6BP。本周期限利差下行 2BP 至 0.29%，信用利差下行 9BP 至 0.39%。

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

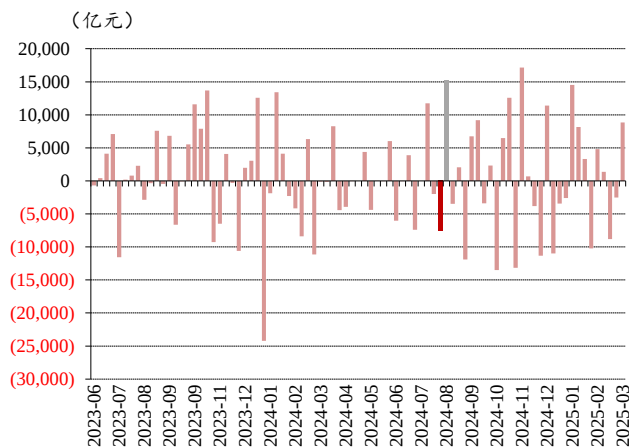
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

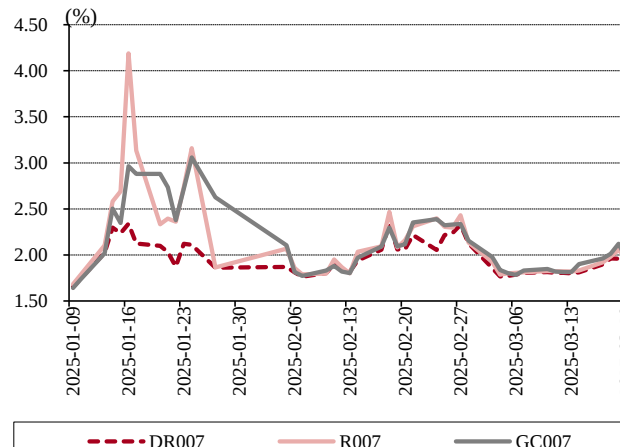
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.7688%、1.8179% 和 1.9670%，较上周分别变动 -13BP、-10BP 和 0BP。本周央行在公开市场净投放 8855 亿元，货币市场流动性维持稳定。

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)

人民银行行长潘功胜表示，为进一步加大对科技创新的金融支持力度，人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的“科技板”。

央行上海总部公布，截至 2 月末，境外机构持有银行间市场债券 4.21 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.6%。

财政部将于近日在英国伦敦发行人民币绿色主权债券，规模不超过 60 亿元人民币。具体发行安排将于发行前另行公布。

各期货品种中,本周涨幅较大的大宗商品有胶合板(9.40%)、原油(2.66%)、低硫油(2.15%),跌幅靠前的则有焦煤(-6.61%)、焦炭(-6.08%)、铁矿(-4.68%)。

资料来源：万得，中银证券

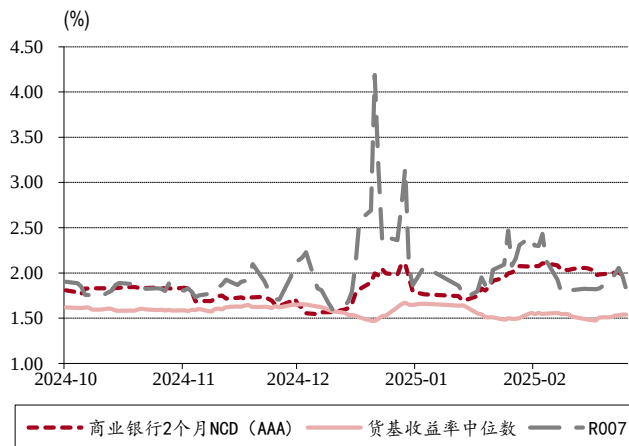
资料来源：万得，中银证券

印尼政府官员称，计划对棕榈油出口征收 4.5% 至 10% 的税费。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

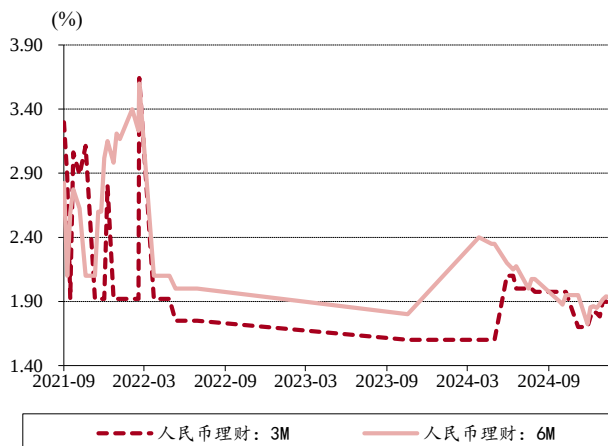
本周余额宝 7 天年化收益率上行 3BP，周五收于 1.31%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.54%。

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

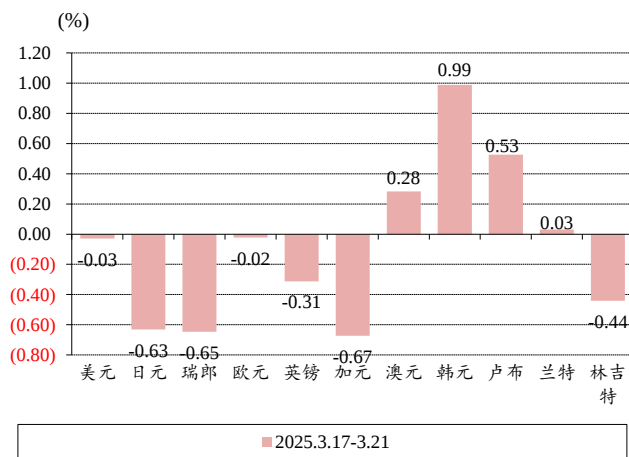


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周上行

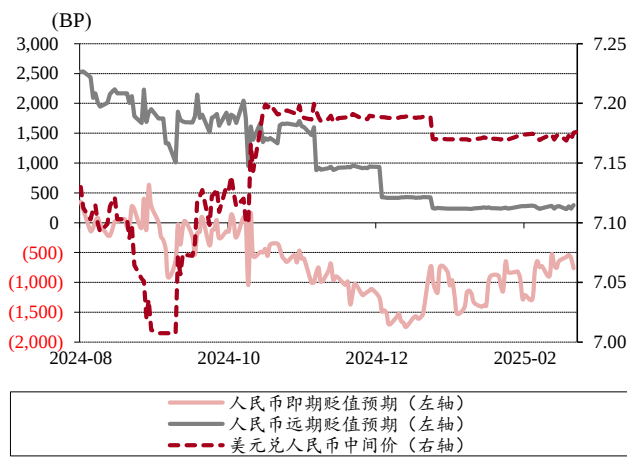
人民币兑美元中间价本周上行 16BP，至 7.1760。本周人民币对以下货币升值：韩元(0.99%)、卢布(0.53%)、澳元(0.28%)、兰特(0.03%)；对以下货币贬值：欧元(-0.02%)、美元(-0.03%)、英镑(-0.31%)、林吉特(-0.44%)、日元(-0.63%)、瑞郎(-0.65%)、加元(-0.67%)。

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)

国家外汇管理局统计数据显示，截至 2 月末，我国外汇储备规模为 32272 亿美元，较 1 月末上升 182 亿美元，升幅为 0.57%。2 月，受主要经济体宏观政策和经济数据、主要央行货币政策预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格涨跌互现。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。

据环球银行金融电信协会 (Swift)，2 月人民币在全球支付所占份额从 1 月的 3.79% 升至 4.33%，为去年 8 月以来的最高水平。美元在全球支付中的占比从 1 月的 50.2% 降至 49.0% 左右。

港股：本周能源业表现较好

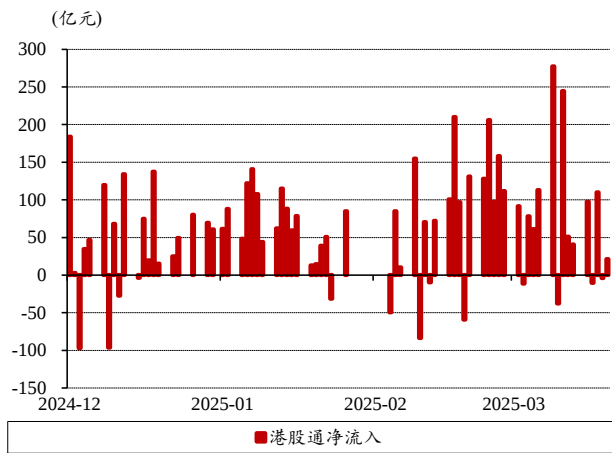
行业方面本周领涨的有能源业（1.13%）、公用事业（0.93%）、金融业（0.56%），跌幅靠前的有综合企业（-3.59%）、非必需性消费（-2.91%）、地产建筑业（-2.26%）。本周南下资金总量 214.68 亿元。

图表 23. 恒指走势



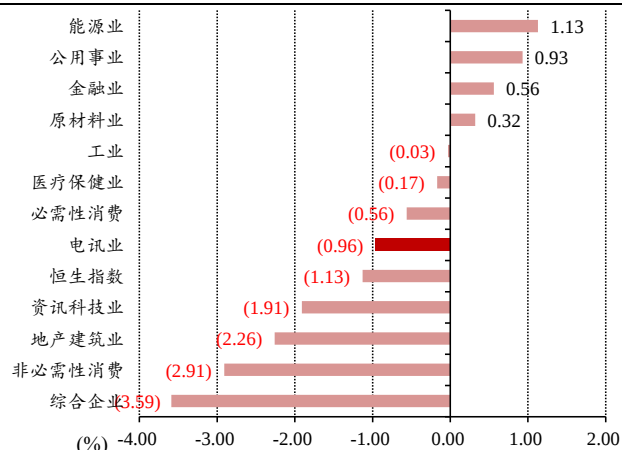
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



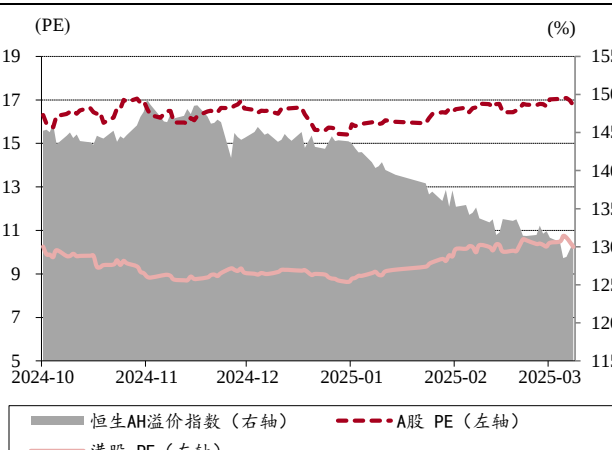
资料来源：万得，中银证券

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)

美国白宫发布声明表示，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京通话，双方谈到了乌克兰冲突中和平与停火的必要性，且都同意这场冲突需要以持久和平结束。双方还强调需要改善美国和俄罗斯之间的双边关系。两位领导人一致认为，实现和平将从能源和基础设施停火开始，以及就实施黑海海上停火、全面停火和永久和平进行技术谈判。声明称，这些谈判将在中东展开。

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。

美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。调查显示关税推动通胀预期，但较长期的通胀预期与美联储 2% 的通胀目标相符。通货膨胀仍然相对较高，今年通胀取得进一步进展可能会有所延迟。美国经济总体强劲，调查显示经济不确定性加剧。

英国央行维持基准利率在 4.5% 不变，符合市场预期。有三位此前支持降息的官员本次转而支持按兵不动。英国央行表示，全球贸易不确定性加剧，未来几次会议的货币政策没有预设路径。

欧洲央行行长拉加德指出，贸易局势的高度不确定性使得通胀前景变得更加不确定，重申将视情况来确定货币政策立场，不会预先承诺特定的利率路径。

俄罗斯央行宣布维持关键利率在 21% 不变，同时强调如有必要将再次考虑提高关键利率。另外，俄罗斯央行将向海外转移资金的限制再延长 6 个月至 9 月 30 日。

土耳其央行临时召开货币政策会议，将隔夜拆借利率上调两个百分点至 46%。土耳其央行表示，已出台里拉和外汇流动性措施，以限制市场波动。

瑞士央行将政策利率从 0.5% 下调至 0.25%，为自 2022 年 9 月以来的最低利率，是连续第五次降息。瑞士央行表示，必要时仍愿意在外汇市场采取行动。

日本央行宣布将利率维持在 0.5% 不变。日本央行政策声明中表示，日本经济已适度复苏，通胀预期适度上升，但不确定性仍很高，需更关注汇率变化对物价的影响。日本央行行长植田和男表示，通胀预计将在下半年达到目标。如果经济前景实现，将会重启加息。

美国 2 月零售销售环比升 0.2%，1 月份修正后为下降 1.2%，创 2021 年 7 月以来的最大降幅。

美国 3 月全国住宅建筑商协会（NAHB）房产市场指数下降 3 点至 39，跌至七个月低点。

美国 3 月纽约联储制造业指数 -20.0，为 2024 年 1 月以来新低，前值 5.7。

美国财政部长贝森特表示，针对各国贸易限制措施的“关税编号”将在 4 月 2 日正式生效。15% 的国家将占据大部分被征收关税的份额。他还表示，美国的基本经济状况“健康”，没有理由陷入衰退。

德国联邦议院通过数千亿欧元的财政草案，以扩大债务用于基础设施建设、国防开支和气候保护等关键领域。该财政方案仍需在 3 月 21 日获得联邦参议院的批准。

美国 2 月工业产出环比升 0.7%，前值升 0.3%；制造业产出环比升 0.9%。

美国 2 月进口物价指数环比升 0.4%，前值升 0.4%；出口物价指数环比升 0.1%，前值升 1.3%。

日本劳工部公布数据显示，2024 年，日本全职员工的平均月薪同比增长 3.8%，达到 33.04 万日元，为 1991 年以来的最大增幅。

德国、法国、意大利等九个欧盟国家正式签署协议，组建“半导体联盟”，旨在通过协同合作提升芯片自给能力，并强化自身在全球半导体版图中的地位。

欧盟把对美国威士忌征收 50% 关税的计划推迟到 4 月中旬，配合针对美国钢铝关税的更广泛反制措施。威士忌关税原定 4 月 1 日生效。

下周大类资产配置建议

年初经济数据整体较 2024 年稳中有升。1-2 月经济数据整体略好于万得一致预期：工业增加值同比增长 5.9%，好于预期的 5.1%，固投累计同比增长 4.1%，好于预期的 3.8%，社零同比增长 4.0%，低于预期的 4.5%；与 2024 年年底的情况相比，固定资产投资累计同比增速和社零当月同比增速均有不同程度的上行，工业增加值增速则小幅下滑。从数据来看，2025 年 1-2 月经济增速持续向好，并且延续了生产好于需求的特点，从结构看有新亮点，科技进步带动高技术产业同比增速维持在较高水平，现象级文化产品带动服务消费表现亮眼，财政支出靠前发力，托底基建投资增速上行。

2025 年经济增速目标仍定在 5%，稳增长需要多方发力。从国内的情况看，宏观政策组合拳对稳增长的影响较大：一是“两重两新”政策延续，对托底基建投资、提振制造业固定资产投资、稳定大宗商品消费增速作用较大，二是《提振消费专项行动方案》，有望促进居民消费持续稳定释放，三是促进房地产止跌回稳的系列政策，有望减小房地产产业链对经济的拖累。从今年的政府工作报告内容看，上述政策在财政政策提升赤字率 1 个百分点、超长期特别国债、特别国债、地方政府专项债，以及货币政策适时降准降息、推动社会综合融资成本下降等方面，均有较明确的安排。但是 2025 年海外风险因素的不确定性依然较大，短期内最直接的就是美国的关税政策，考虑到 2024 年净出口对我国 GDP 累计同比的贡献率达到 30.3%，同时 2025 年 1-2 月进出口增速均较 2024 年 12 月大幅回落，我们认为 5 月之前货币政策有望进一步宽松，以对冲外需波动对国内经济的影响。

我们维持后续大类资产配置顺序：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（2025.3.23）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 2025 年政府工作报告表述	不变
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	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“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	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