



Research and
Development Center

未来预期比高频数据重要

——策略周观点

2025 年 3 月 16 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

未来预期比高频数据重要

2025 年 3 月 16 日

核心结论: 客观来看, 2 月以来, 高频的经济数据并没有太多看点, 信贷 2 月同比偏弱, CPI、出口偏弱, 消费节后季节性走弱。局部的看点主要来自二手房销售、挖掘机等行业数据。但从股市演绎的角度, 股市对其中乐观的数据定价较多, 对悲观数据定价较少, 反而是局部预期偏弱的数据, 会带来类似降准降息、消费刺激等稳增长政策。我们认为这种定价方式后续有两种发展方式。第一种方式是股市短期过于乐观, 高低切的资金基于行业轮动进行的高低切后续可能会被证伪。第二种可能是, 现在悲观的数据之前已经定价充分, 稳增长政策和类似 AI 等新的产业, 迟早会带来新一轮景气周期, 股市可以提前定价。我们认为第二种可能性更大, 可以参考 2013-2014 和 2019 年的股市走势, 期间均出现了经济持续偏弱, 但股市先演绎结构性牛市, 结构性牛市期间, 除非出现黑天鹅式利空或经济明显再下台阶, 否则股市对经济利空或逐渐钝化, 并且结构性成长牛市会领先经济, 切换到低位板块, 如果因为盈利或流动性因素切换成功, 则全面牛市可能展开。

- (1) 经济企稳数据不是很完美, 但不影响顺周期活跃。客观来看, 2 月以来, 高频的经济数据并没有太多看点, 信贷 2 月同比偏弱, CPI、出口偏弱, 消费节后季节性走弱。局部的看点主要来自二手房销售、挖掘机等行业数据。但从股市演绎的角度, 股市对其中乐观的数据定价较多, 对悲观数据定价较少, 反而是局部预期偏弱的数据, 会带来类似降准降息、消费刺激等稳增长政策。
- (2) 参考 2013 年和 2019 年, 通常在经济突然失速下降时, 股市跌回震荡区间下沿的概率较大。股市对盈利和景气周期的定价并不是同步的, 有时候会领先很多。比如 2013-2014 年, 股市持续活跃, 先是 2013 年的 TMT 结构性牛市, 之后是 2014 年下半年牛市扩散到顺周期和金融。股市的活跃和扩散并没有伴随着高频经济数据的走强, 反而是经济持续下降阶段股市表现较好。期间股市只在两次较大的宏观负面冲击时才有较大的回撤, 一次是 2013 年 6 月的钱荒, 一次是 2014 年上半年房地产投资快速下滑, GDP 明显下台阶初期。其他时候不管是有盈利兑现还是没有盈利兑现的板块, 大多数情况下都能在牛市中轮动到。
- 2019 年也有过类似的状态, 2019-2020 年 Q1, 经济依然偏弱, 但股市结构性赚钱效应很强, 消费核心资产、成长 (半导体、信创), 轮动到 2019 年 Q4 的时候, 全年表现最弱的顺周期板块也开始有所表现。期间股市较大的两次回撤, 主要出现在 2019 年 Q2-Q3 (美国 5 月和 8 月两次加征关税)、2020 年 Q1 (疫情冲击)。
- **风险因素:** 房地产超预期下行, 美股剧烈波动, 历史规律可能会失效。



目录

一、策略观点：未来预期比高频数据重要	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

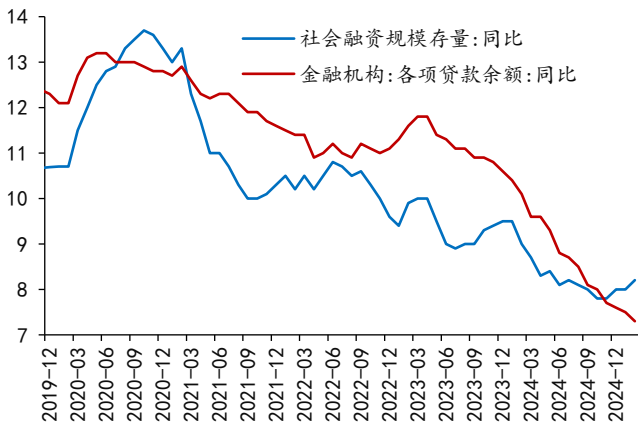
图 1：社融存量同比企稳，贷款余额同比仍在下降（单位：%）	4
图 2：2 月 CPI 下行，弱通胀依然在（单位：%）	4
图 3：2013 年牛市初期，钱荒和 GDP 下台阶才让指数跌回区间下沿（单位：点数，%）	5
图 4：2019 年牛市初期，贸易冲突和疫情才让指数跌回区间下沿（单位：点数，%）	5
图 5：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 13：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 14：融资余额（单位：亿元）	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：未来预期比高频数据重要

客观来看，2月以来，高频的经济数据并没有太多看点，信贷2月同比偏弱，CPI、出口偏弱，消费节后季节性走弱。局部的看点主要来自二手房销售、挖掘机等行业数据。但从股市演绎的角度，股市对其中乐观的数据定价较多，对悲观数据定价较少，反而是局部预期偏弱的数据，会带来类似降准降息、消费刺激等稳增长政策。我们认为这种定价方式后续有两种发展方式。第一种方式是股市短期过于乐观，高低切的资金基于行业轮动进行的高低切后续可能会被证伪。第二种可能是，现在悲观的数据之前已经定价充分，稳增长政策和类似AI等新的产业，迟早会带来新一轮景气周期，股市可以提前定价。我们认为第二种可能性更大，可以参考2013-2014和2019年的股市走势，期间均出现了经济持续偏弱，但股市先演绎结构性牛市，结构性牛市期间，除非出现黑天鹅式利空或经济明显再下台阶，否则股市对经济利空或逐渐钝化，并且结构性成长牛市会领先经济，切换到低位板块，如果因为盈利或流动性因素切换成功，则全面牛市可能展开。

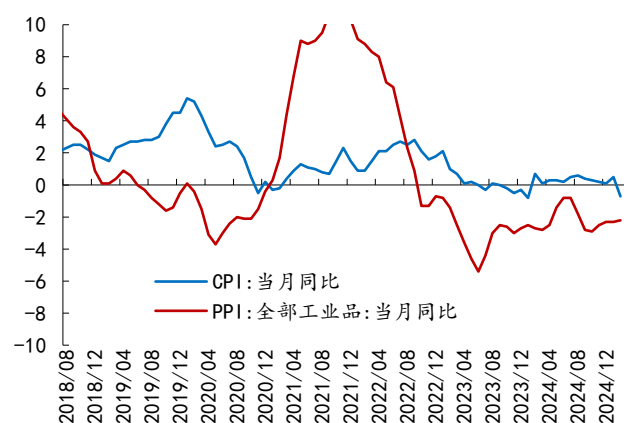
(1) 经济企稳数据不是很完美，但不影响顺周期活跃。客观来看，2月以来，高频的经济数据并没有太多看点，信贷2月同比偏弱，CPI、出口偏弱，消费节后季节性走弱。局部的看点主要来自二手房销售、挖掘机等行业数据。但从股市演绎的角度，股市对其中乐观的数据定价较多，对悲观数据定价较少，反而是局部预期偏弱的数据，会带来类似降准降息、消费刺激等稳增长政策。

图1：社融存量同比企稳，贷款余额同比仍在下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：2月CPI下行，弱通胀依然在（单位：%）

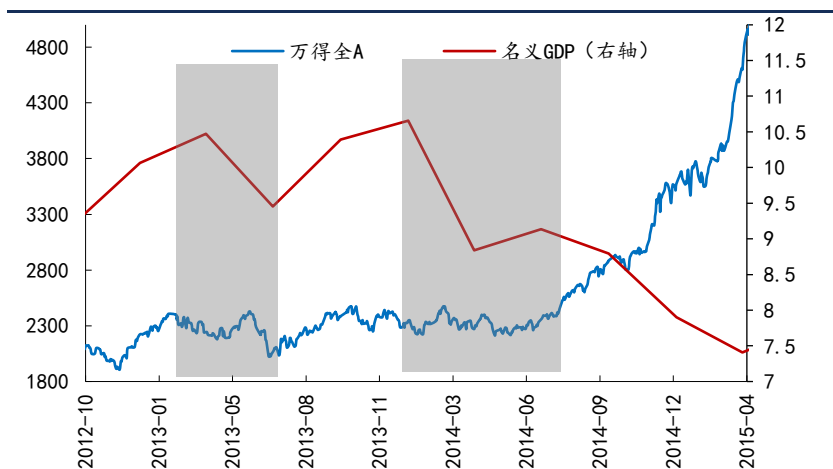


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为这种定价方式后续有两种发展方式。第一种方式是股市短期过于乐观，高低切的资金基于行业轮动进行的高低切后续可能会被证伪。第二种可能是，股市投资者认为，现在悲观的数据之前已经定价充分，稳增长政策和类似AI等新的产业，迟早会带来新一轮景气周期，股市可以提前定价。我们认为第二种可能性更大，可以参考2013-2014和2019年的股市走势。

(2) 参考2013年和2019年，通常在经济突然失速下降时，股市跌回震荡区间下沿的概率较大。股市对盈利和景气周期的定价并不是同步的，有时候会领先很多。比如2013-2014年，股市持续活跃，先是2013年的TMT结构性牛市，之后是2014年下半年牛市扩散到顺周期和金融。股市的活跃和扩散并没有伴随着高频经济数据的走强，反而在经济持续下降阶段股市表现较好。期间股市只在两次较大的宏观负面冲击时才有较大的回撤，一次是2013年6月的钱荒，一次是2014年上半年房地产投资快速下滑，GDP明显下台阶初期。其他时候不管是有盈利兑现还是没有盈利兑现的板块，大多数情况下都能在牛市中轮动到。

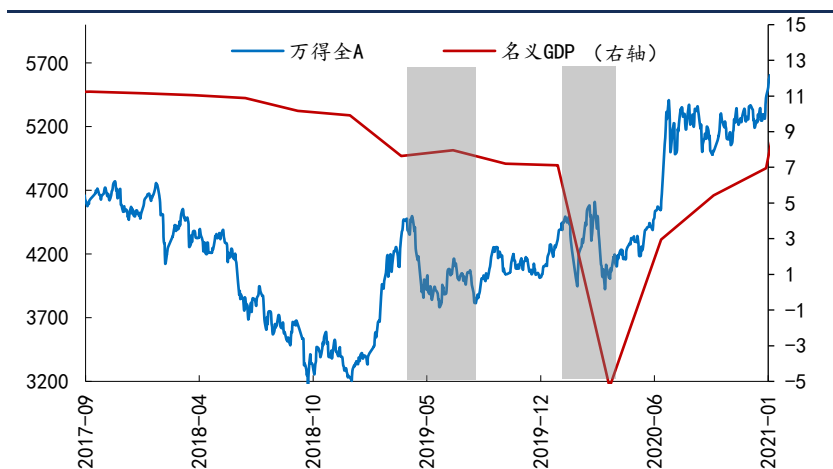
图 3：2013 年牛市初期，钱荒和 GDP 下台阶才让指数跌回区间下沿（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2019 年也有过类似的状态，2019-2020 年 Q1，经济依然偏弱，但股市结构性赚钱效应很强，消费核心资产、成长（半导体、信创），轮动到 2019 年 Q4 的时候，全年表现最弱的顺周期板块也开始有所表现。期间股市较大的两次回撤，主要出现在 2019 年 Q2-Q3（美国 5 月和 8 月两次加征关税）、2020 年 Q1（疫情冲击）。

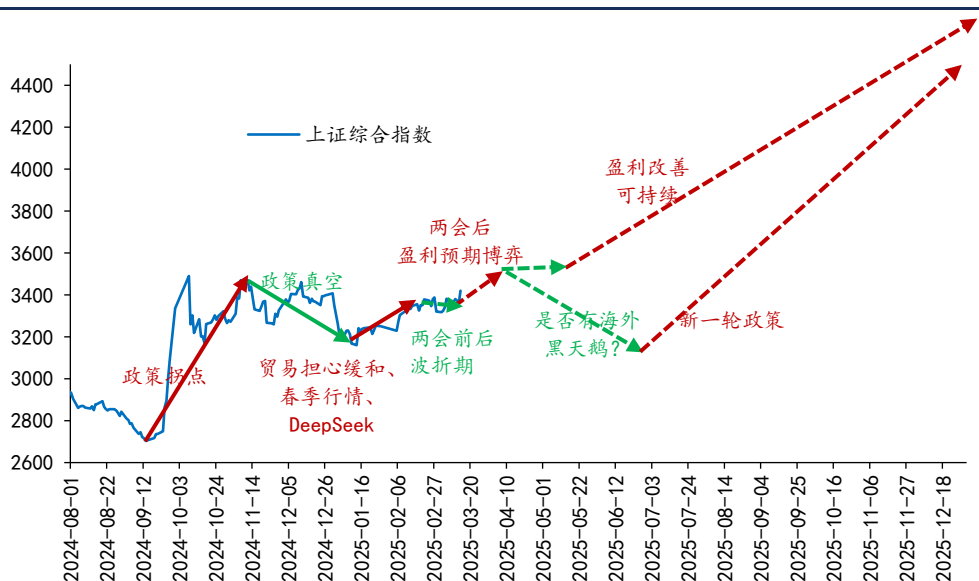
图 4：2019 年牛市初期，贸易冲突和疫情才让指数跌回区间下沿（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 短期A股策略观点：有望逐渐开启牛市第二波上涨，两会前后季节性因素影响和4月决断影响下的调整可能都是投资机会。股市正在由牛市初期进入牛市中期。主要证据有：(1) 之前逆势拖底的ETF资金走弱后，股市赚钱效应依然很强，说明存量投资者对股市牛熊周期的态度已经改善，不需要外部力量干扰也能很健康。(2) 大部分行业盈利虽然尚未改善，但库存周期、产能周期大多都在低位，很难再有超预期的盈利下滑。我们认为稳增长和AI等产业变化带来的中长期盈利预期企稳短时间内较难证伪。(3) 之前交易拥挤的板块阶段性降温后，股市通过高低切依然维持很强的热度，这是牛市的典型特征。综合来看，我们认为1月中旬以来的上涨是牛市的第二波上涨，时间和空间都还处在初期，两会期间的分歧期已经接近结束，下一个可能有分歧的时间大概率是4月中季报和3月经济数据披露期。分歧可能会带来小波动，但除非出现黑天鹅式的宏观冲击，否则或难改牛市第二波上涨的趋势。

图 5：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

未来1个月配置建议：港股互联网（海外波动加大，中国资产配置意愿上升）> 银行钢铁建筑（破净个股政策性驱动估值修复）> 地产消费（牛市中，经济预期也会阶段性修复）。10月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市（2005-2007、2014-2015、2019-2021），不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如2020年7-9月震荡期之前的4-7月，市场风格偏小盘，但2020年8月-2021年初，风格转向大盘。2014年14-15年1月震荡期之前的9-12月，市场风格偏大盘，之后的2015年1-6月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡末期，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到风格转向大盘。**建议成长内部转配港股互联网，价值内部关注指数权重（银行）、破净类价值股（钢铁）。**

表 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	港股互联网、银行、钢铁、家用电器
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。
	消费	目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）契合消费降级的消费模式。（2）部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	（1）传媒互联网和消费电子等成长细分方向的估值水平尚未达到历史高位，可以价值股视角来度量，我们认为可以增加配置。（2）DeepSeek 的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度，AI 的进度速度依然很快，并没有进入瓶颈。后续重点关注应用端的变化。
	金融地产	金融类似 2014 年下半年的低估值修复（速度没有那么快）。主要受益于三点（1）经济增速中枢下行，景气度板块较为稀缺。（2）利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升后，大概率会出现估值修复。（3）红利牛市带动的风格偏好。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但仍然需要观察二手房销售回升的持续性。

资料来源：信达证券研发中心

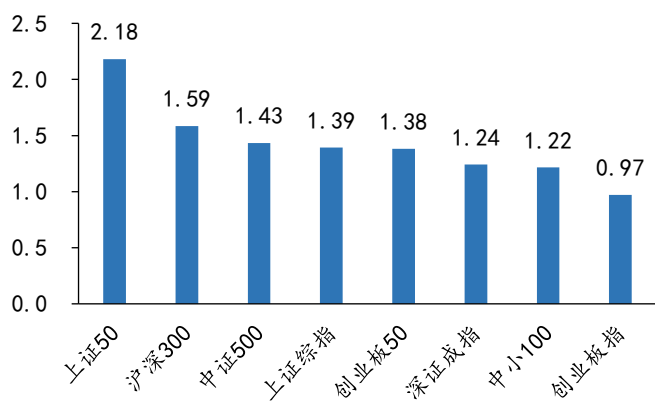
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中上证 50 (2.18%)、沪深 300 (1.59%)、中证 500 (1.43%) 领涨。申万一级行业多数上涨，其中食品饮料 (6.19%)、煤炭 (4.84%)、纺织服装 (3.95%) 领涨，计算机 (-1.36%)、机械设备 (-0.68%)、电子 (-0.62%) 领跌。概念股中，共享单车 (9.34%)、乳业 (9.02%)、海工装备 (7.94%) 领涨，基因编辑 (-10.83%)、ChatGPT 插件 (-8.31%)、卫星概念 (-7.85%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中巴西圣保罗指数（3.14%）、上证综指（1.39%）、日经 225（0.45%）领涨，标普 500（-2.27%）、法国 CAC40（-1.14%）领跌。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中 LME 锌（3.43%）、国际黄金（2.94%）、铁矿石（2.01%）领涨，玻璃（-2.32%）、PVC（-0.92%）领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金（13.35%）、富时 100（5.62%）、富时新兴市场指数（3.02%）排名较高，而日经 225（-7.12%）、布伦特原油（-5.35%）排名靠后。

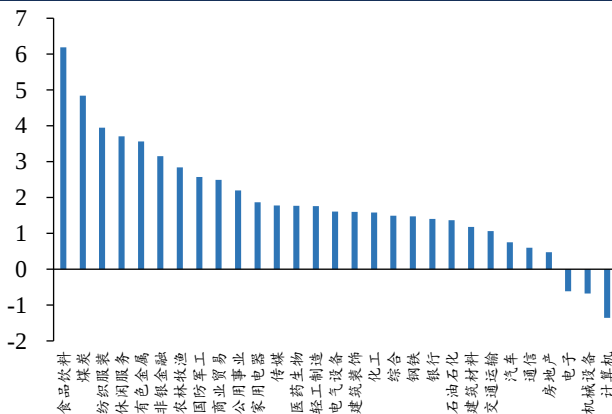
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 575.80 亿元（前值净流入 332.29 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 5262 亿元，累计净投放-2517 亿元。截至 2025 年 3 月 14 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所下降。

图 6: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



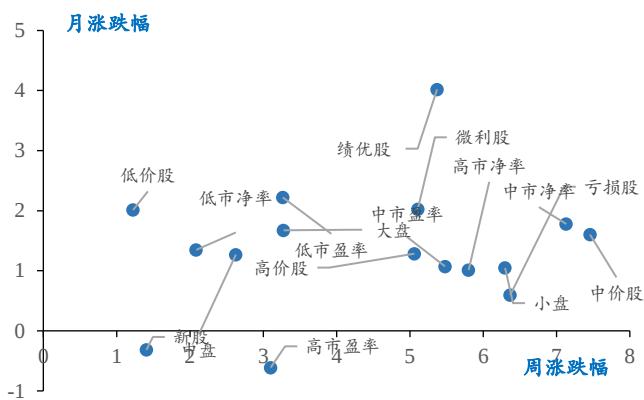
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



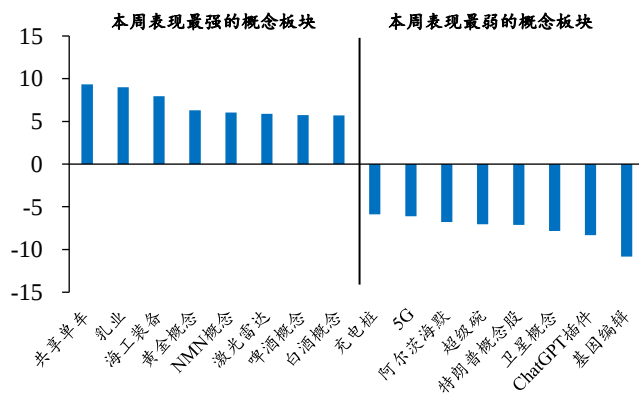
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



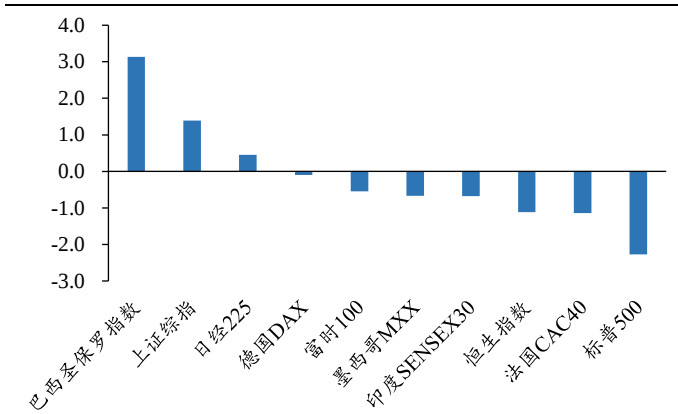
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



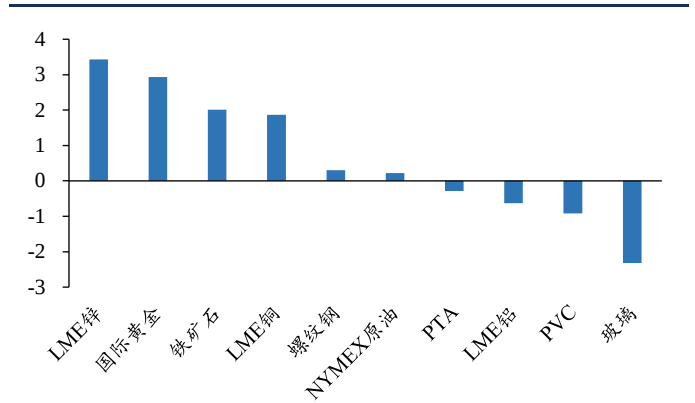
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



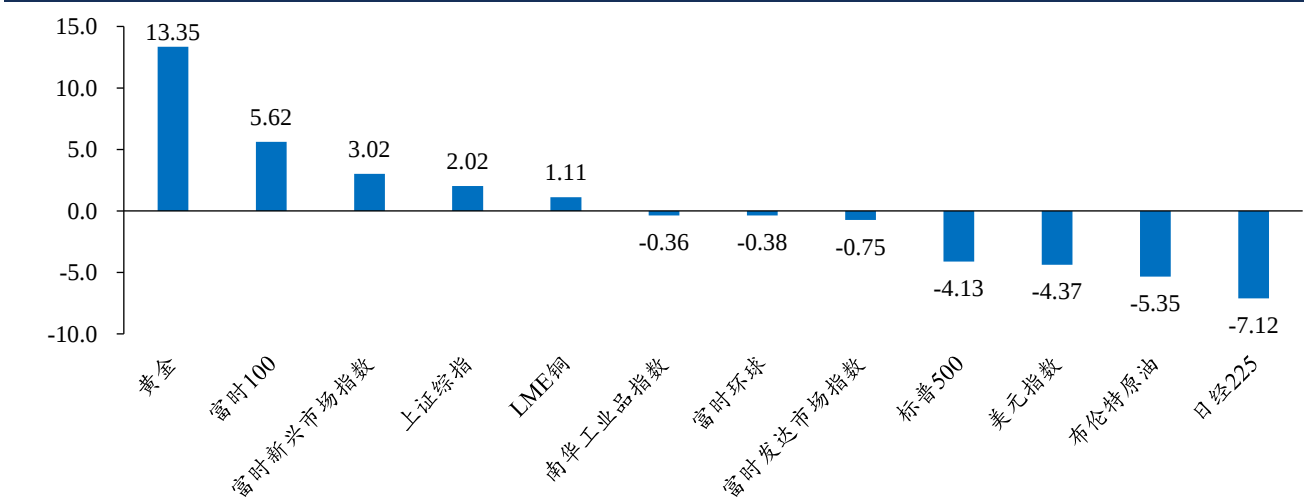
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



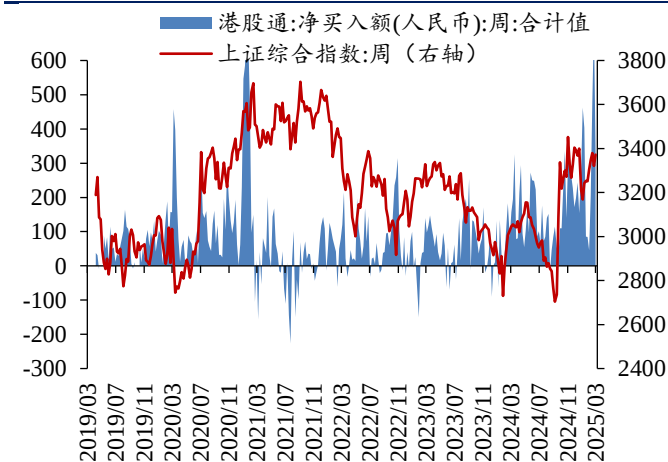
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



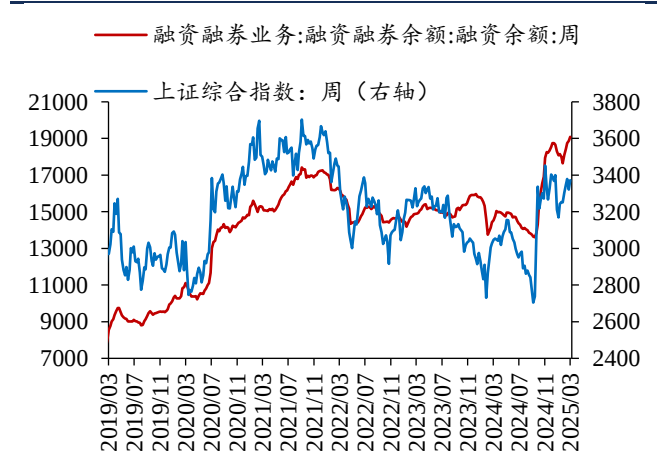
资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心
注：统计日期截至 2025 年 3 月 14 日

图 13：港股通累计净买入（单位：亿元）

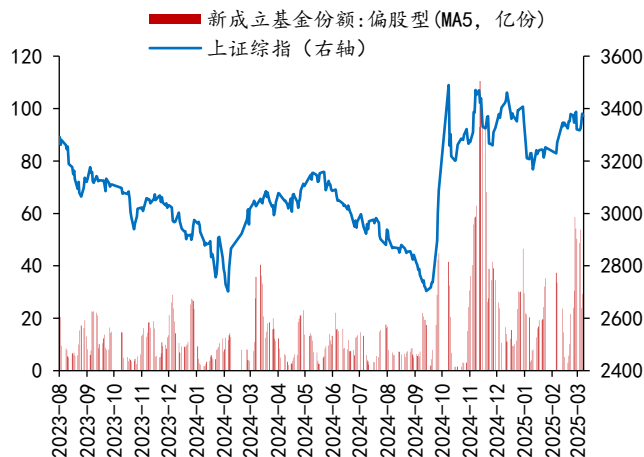


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

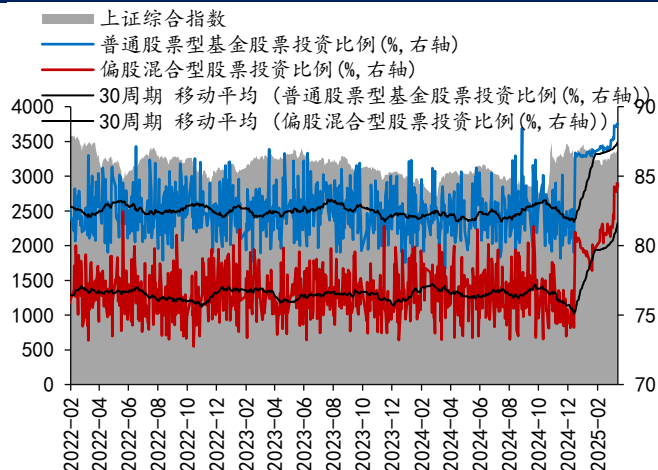
图 14：融资余额（单位：亿元）



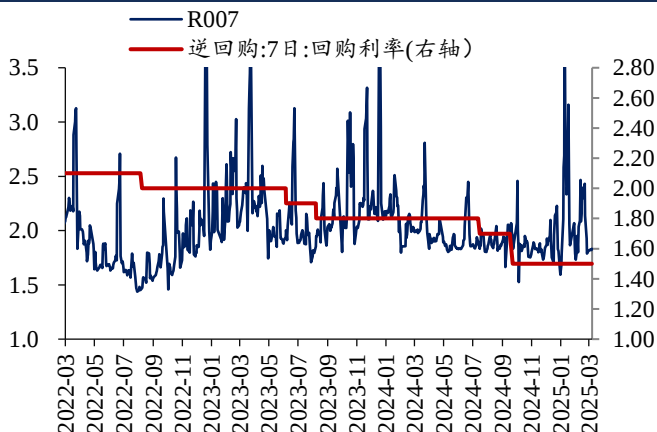
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 15：新发行基金份额（单位：亿份）


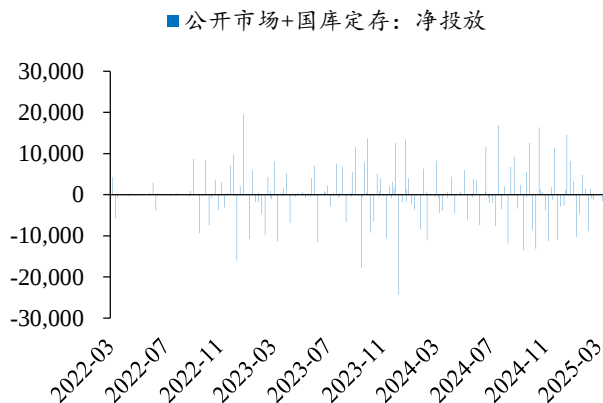
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：基金仓位估算（单位：%）


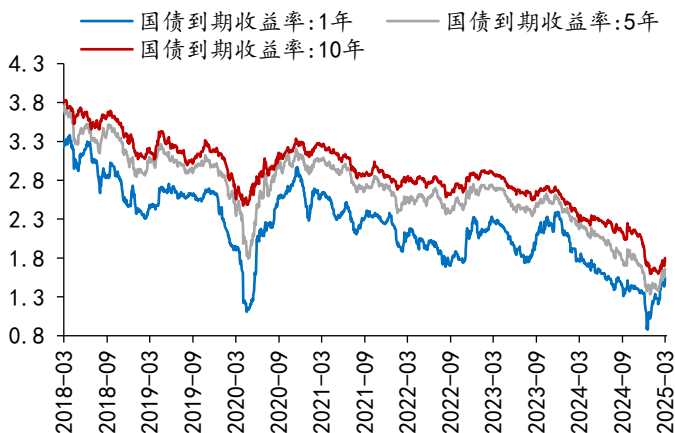
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）


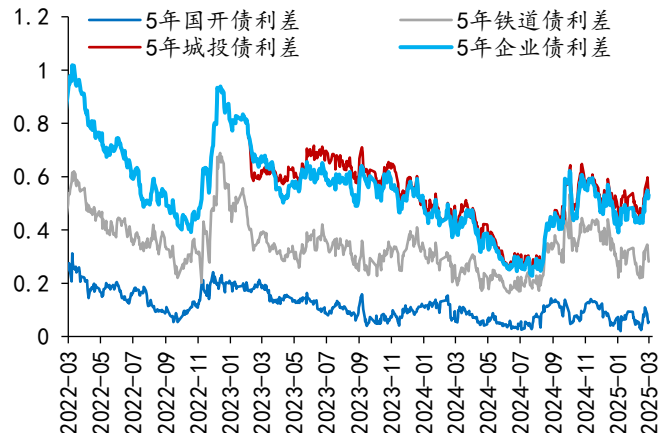
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：长期国债利率走势（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心



风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。