

宏观和大类资产配置周报

美国关税政策从不确定性到确定性

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**：2月新增社融2.23万亿元，新增信贷1.01万亿元，M2同比7.0%
- **要闻**：十四届全国人大三次会议闭幕；国务院常务会议讨论通过《国务院2025年重点工作分工方案》；金融监管总局强调，持续推进城市房地产融资协调机制扩围增效，加快制定出台与房地产发展新模式相适应的融资制度；央行党委召开扩大会议强调，要实施好适度宽松的货币政策，择机降准降息。

资产表现回顾

- **人民币风险资产价格表现好于避险资产**。本周沪深300指数上涨1.59%，沪深300股指期货上涨1.59%；焦煤期货本周上涨0.32%，铁矿石主力合约本周上涨1.68%；股份制银行理财预期收益率持平于1.90%，余额宝7天年化收益率下跌5BP至1.28%；十年国债收益率上行3BP至1.83%，活跃十年国债期货本周下跌-0.04%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。特朗普自2025年1月就职以来，以关税政策威胁国际贸易伙伴，截至目前其关税政策的进展情况包括：对全球，2025年2月10日宣布对所有进口钢铁和铝征收25%关税，并于3月12日正式生效；对加墨两国，进口商品加征25%关税于3月4日生效，后对符合《美墨加协定》优惠条件的商品免征关税；对中国，自2025年2月4日起，对所有原产于中国（含香港）的商品加征10%的额外关税，并计划取消货值低于800美元的小额免税政策。美国威胁要出台的关税包括，对欧盟的汽车和农产品关税，对印度、泰国、墨西哥等国的“对等关税”，等等。面对美国的关税威胁，欧洲、加拿大、墨西哥、中国等都提出了反制措施。我们认为随着美国关税政策落地，在全球经济复苏基础相对薄弱的情况下，2025年全球贸易将面临一定程度的冲击，不排除2025年全球经济增速存在下调的可能性。考虑到我国2025年稳增长的宏观政策较积极，财政支出加力提效扩大内需，货币政策降准降息仍有空间，我们维持看好人民币资产的观点。
- **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。

本期观点（2025.3.16）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	=	关注一季度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

相关研究报告

《中银量化大类资产配置双周报 - 20250310》20250311
《春节因素扰动 CPI 回落，推动价格合理回升任重道远》20250310
《周度金融市场跟踪》20250310

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：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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

目录

一周概览	4
人民币风险资产价格上涨	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：权重股本周领涨	9
债券：收益率继续上行	10
大宗商品：节后复工提振大宗商品价格预期	11
货币类：货币基金收益率短期或上行	12
外汇：美元指数延续回调	12
港股：关注美元指数波动对包括港股在内的全球风险资产价格影响	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（2025.3.16）	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. 权益类资产节前涨跌幅	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（2025.3.16）	15

一周概览

人民币风险资产价格上涨

人民币风险资产价格表现好于避险资产。本周沪深300指数上涨1.59%，沪深300股指期货上涨1.59%；焦煤期货本周上涨0.32%，铁矿石主力合约本周上涨1.68%；股份制银行理财预期收益率持平于1.90%，余额宝7天年化收益率下跌5BP至1.28%；十年国债收益率上行3BP至1.83%，活跃十年国债期货本周下跌-0.04%。

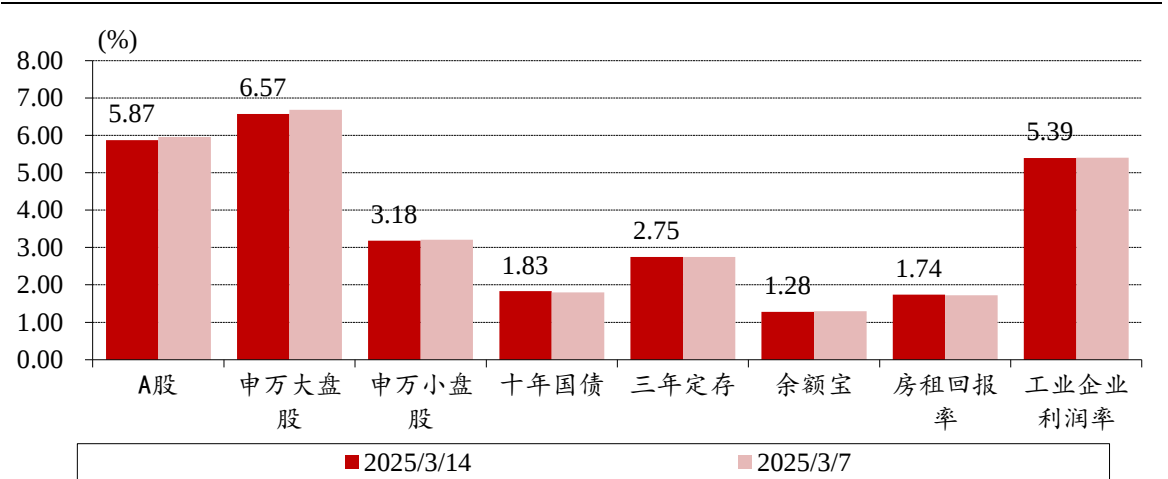
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深300 +1.59%		10年国债到期收益率 1.83%/本周变动 +3BP	
沪深300期货 +1.59%		活跃10年国债期货 -0.04%	
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 +1.68%		余额宝 1.28%/本周变动 -5BP	
焦煤期货 +0.32%		股份制理财 3M 1.90%/本周变动 0BP	
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

2月金融数据低于万得一致预期。本周A股指数普涨，大盘股和小盘股估值均上行，大盘股估值表现更好。本周央行在公开市场净回笼1917亿元，拆借资金利率整体维持平稳波动，周五R007利率收于1.83%，GC007利率收于1.90%。本周十年国债收益率收于1.83%，较上周五上行3BP。2月数据逐步发布，包括进出口、通胀和金融在内的数据都存在不同程度的低于万得一致预期的情况，但考虑到去年是闰年、春节假期和春节错位的影响，因此仍需观察3月经济数据的具体情况。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

美元指数继续走弱，海外风险资产价格回调。股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是沪深 300（1.59%），涨幅较小的指数是创业板指（0.97%）；港股方面恒生指数下跌 1.12%，恒生国企指数下跌 0.40%，AH 溢价指数下行 0.23%收于 131.20；美股方面，标普 500 指数本周下跌 2.27%，纳斯达克下跌 2.43%。债市方面，本周国内债市下跌居多，中债总财富指数本周下跌 0.21%，中债国债指数下跌 0.35%，金融债指数下跌 0.11%，信用债指数持平；十年美债利率下行 1 BP，周五收于 4.31%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 5 BP，周五收于 1.28%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 0.22%，收于 67.19 美元/桶；COMEX 黄金上涨 2.73%，收于 2993.60 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.09%，LME 铜上涨 1.87%，LME 铝下跌 0.63%；CBOT 大豆下跌 0.78%。美元指数下跌 0.15%收于 103.74。VIX 指数下行至 21.77。本周海外市场对美国的关税政策担忧升温，导致海外风险资产价格调整。

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	2025/3/10 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/3/14 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,419.56	1.39	1.56	2.97	2.02
	399001.SZ	深证成指	10,978.30	1.24	2.19	3.46	5.41
	399005.SZ	中小板指	6,815.11	1.22	2.03	3.27	6.78
	399006.SZ	创业板指	2,226.72	0.97	1.61	2.60	3.97
	881001.WI	万得全 A	5,341.08	1.49	2.43	3.95	6.36
	000300.SH	沪深 300	4,006.56	1.59	1.39	3.00	1.82
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	245.24	(0.21)	(0.26)	(0.47)	(0.87)
	CBA00603.C	中债国债	243.08	(0.35)	(0.42)	(0.76)	(1.15)
	CBA01203.C	中债金融债	243.85	(0.11)	(0.14)	(0.25)	(0.84)
	CBA02703.C	中债信用债	220.69	0.00	(0.04)	(0.04)	(0.14)
	885009.WI	货币基金指数	1,716.21	0.02	0.03	0.05	0.29
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	67.19	0.22	(3.88)	(3.68)	(6.32)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,993.60	2.73	2.43	5.09	13.35
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,267.00	0.09	(1.99)	(1.54)	(1.36)
	CA.LME	LME 铜	9,793.00	1.87	2.61	4.65	11.69
	AH.LME	LME 铝	2,688.50	(0.63)	3.20	3.19	5.37
	S.CBT	CBOT 大豆	1,017.00	(0.78)	(0.05)	(0.85)	0.64
货币	-	余额宝	1.28	-5 BP	-2 BP	-7 BP	2 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	103.74	(0.15)	(3.41)	(3.56)	(4.37)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.23	0.13	0.63	0.76	0.96
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.87	(0.11)	(3.79)	(3.90)	(3.44)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.86	1.12	(1.57)	(0.43)	(4.00)
港股	HSLHI	恒生指数	23,959.98	(1.12)	5.62	4.44	19.44
	HSCELHI	恒生国企	8,877.99	(0.40)	5.90	5.47	21.78
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	131.20	(0.23)	(2.19)	(2.42)	(11.80)
美国	SPX.GI	标普 500	5,638.94	(2.27)	(3.10)	(5.30)	(4.13)
	IXIC.GI	NASDAQ	17,754.09	(2.43)	(3.45)	(5.80)	(8.06)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.31	-1 BP	8 BP	7 BP	-27 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.77	(6.85)	19.05	10.90	25.48
	CRB.RB	CRB 商品指数	302.67	(0.12)	0.40	0.28	2.01

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）

国家统计局2月份CPI和PPI数据指出，2月份CPI环比下降0.2%，同比下降0.7%；PPI环比下降0.1%，同比下降2.2%。这主要是受春节错月、假期和部分国际大宗商品价格波动等因素影响。从结构看，一些领域价格显现积极变化，CPI中部分工业消费品和服务价格稳中有涨，PPI降幅有所收窄，当前物价温和回升的态势没有改变。

据央行统计，今年前两个月，人民币贷款增加6.14万亿元；社会融资规模增量累计为9.29万亿元，比上年同期多1.32万亿元。2月末，M2同比增长7%，M1同比增长0.1%，社会融资规模存量同比增长8.2%。2月份企业新发放贷款加权平均利率约3.3%，个人住房新发放贷款加权平均利率约3.1%，保持在历史低位水平。

十四届全国人大三次会议闭幕。会议表决通过关于政府工作报告的决议、关于2024年国民经济和社会发展规划执行情况与2025年国民经济和社会发展规划的决议、关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算的决等多项决议。

国务院常务会议讨论通过《国务院2025年重点工作分工方案》，要求细化措施加快落实，与各种不确定因素抢时间，紧抓快干、靠前发力。同时密切跟踪形势变化，做好政策储备，确保需要时能够及时推出、尽快见效。

《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》显示，2025年全国一般公共预算支出297005亿元。与往年的国家账本相比，2025年国家账本呈现三点显著不同：一是财政力度更强，计算“四本账”，2025年财政总支出超过50万亿元；二是财政支出方向更侧重于惠民生、促消费，转向“投资于人”；三是2025年将是财税改革的大年，消费税改革、零基预算等将逐步推进。

金融监管总局强调，持续推进城市房地产融资协调机制扩围增效，加快制定出台与房地产发展新模式相适应的融资制度。推出有针对性的金融支持措施，助力实施提振消费专项行动。研究建立“超长期国债+超长期贷款”服务模式，高效支持“两重”建设。

央行党委召开扩大会议强调，要实施好适度宽松的货币政策，择机降准降息。研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。探索拓展宏观审慎和金融稳定功能，维护金融市场稳定。支持资本市场稳定发展。完善房地产金融宏观审慎管理，健全房地产金融制度。

证监会党委召开扩大会议，研究部署资本市场贯彻落实具体举措。会议指出，要全力巩固市场回稳向好势头，加强战略性力量储备和稳市机制建设。在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力，稳妥恢复科创板第五套标准适用。以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革。研究制定资本市场对外开放总体规划，稳步拓展跨境互联互通。着力提升监管执法效能。加快建设“三个过硬”的监管铁军。

自然资源部、财政部印发通知，更好支持运用专项债券开展土地储备工作，有效推动房地产市场止跌回稳。专项债资金只能由纳入名录管理的土地储备机构使用，实行专款专用、封闭管理，专项用于土地储备工作。

消费贷利率大战烽烟四起，多家银行推出限时优惠活动，消费贷利率从“3字头”直降至“2字头”，最低已下探至2.58%，和部分中小银行的定期存款、大额存单利率“撞车”，再现不同银行之间的存贷款利率倒挂现象。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，3月14日当周各品种钢材开工率环比上周上升，螺纹钢和线材开工率分别环比上行0.33个百分点和1.75个百分点；建材社会库存连续两周下降，本周较前一周下降11.37万吨。3月12日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周分化，华南、东北和西北地区开工率较前一周上升，华东和华北地区开工率较前一周下降。

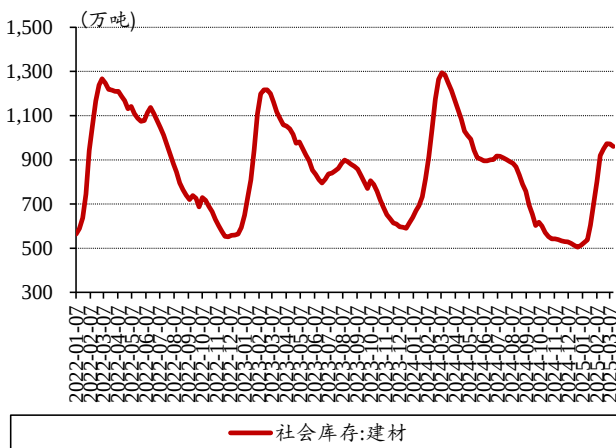
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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	0.33	2.00
	线材：主要钢厂开工率（%）	45.95	1.75	(1.15)
石油沥青装置	开工率:华东地区（%）	38.30	(0.60)	5.50
	开工率:华北地区（%）	18.20	(6.90)	(20.00)
	开工率:华南地区（%）	40.30	3.20	16.10
	开工率:东北地区（%）	13.30	0.90	(5.60)
	开工率:西北地区（%）	29.40	2.30	8.50

资料来源：万得，中银证券

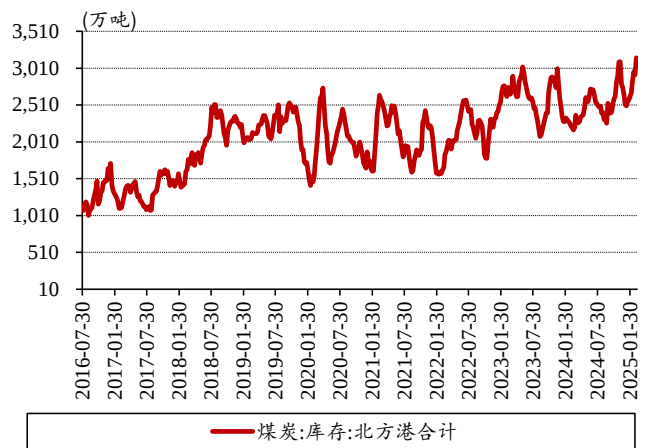
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 2.99%。原油库存方面，3月7日当周，美国 API 原油库存上升，本周环比上升 424.70 万桶。

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



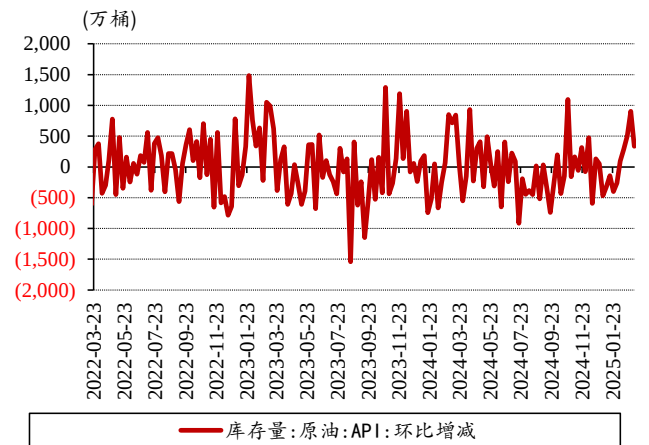
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



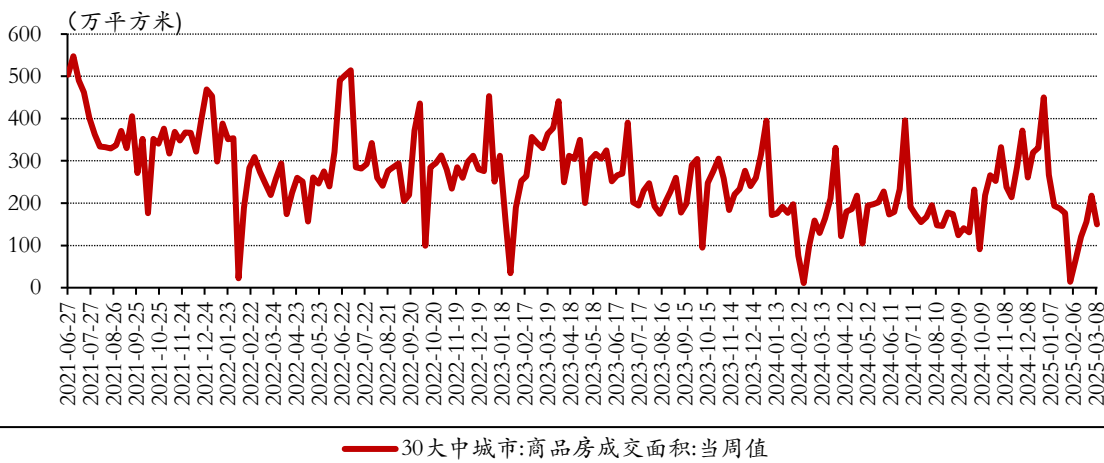
资料来源：万得，中银证券

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

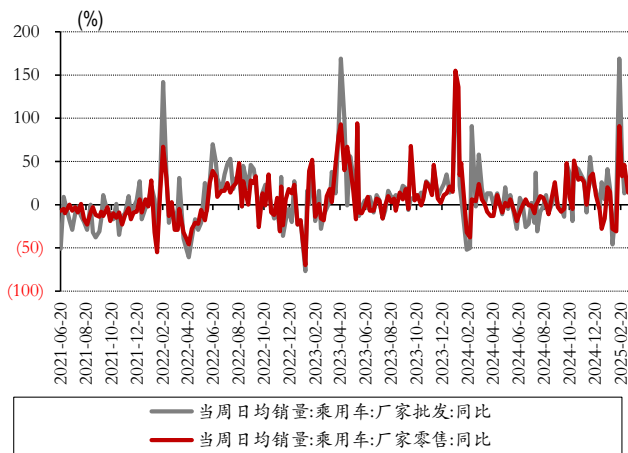


资料来源：万得，中银证券

春节假期后商品房成交环比首次下降。3月9日当周，30大中城市商品房成交面积环比下降，单周成交面积环比变动-68.00万平方米。30大中城市商品房成交面积春节后环比连续四周上升，本周环比出现阶段性下降，我们预计随着房地产市场止跌企稳，商品房成交面积有望持续修复。

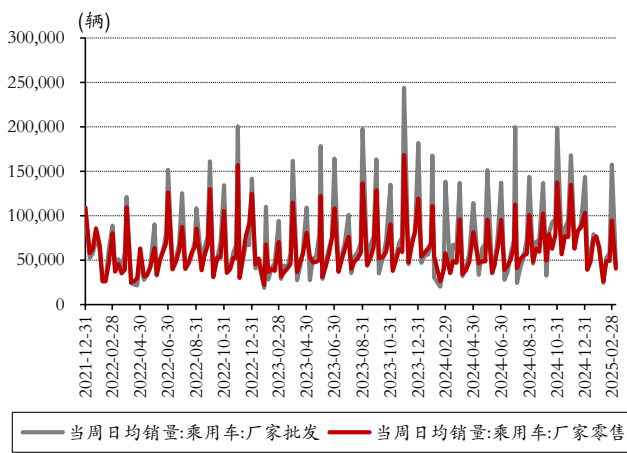
汽车方面，2025年3月9日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为26.00%和14.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：权重股本周领涨

A 股股指普涨，TMT 调整。本周市场指数普涨，领涨的指数包括上证红利(2.47%)、上证 50(2.18%)、上证 380(1.76%)，涨幅较小的指数包括创业板指(0.97%)、中证 1000(0.97%)、中小板指(1.22%)。行业方面涨多跌少，领涨的行业有食品饮料(6.24%)、煤炭(4.97%)、有色金属(3.33%)，下跌的行业仅有计算机(-1.20%)和电子元器件(-0.56%)。本周此前市场偏好的科技概念调整，权重股指领涨。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	2.47	食品饮料	6.24	共享单车指数	10.05
上证 50	2.18	煤炭	4.97	ST 概念指数	4.85
上证 380	1.76	有色金属	3.33	新零售指数	4.51
中小板指	1.22	机械	0.11	人工智能指数	(2.07)
中证 1000	0.97	电子元器件	(0.56)	网络安全指数	(2.28)
创业板指	0.97	计算机	(1.20)	去 IOE 指数	(2.53)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

大数据 | 国家数据局数据资源司在北京组织召开推动数据企业发展工作座谈会，下一步，国家数据局将加强与数据企业的沟通交流，及时协调解决企业发展面临的难题，着力推动数据资源开发利用，促进数据产业高质量发展。

医疗 | 华为正式组建医疗卫生军团。华为这一举动，传递出其加快进入 AI 医疗产业的信号。近年来，华为通过华为云盘古药物分子大模型、眼科大模型、瑞智病理大模型 RuiPath 等大模型以及 AI 解决方案，赋能医疗卫生行业。

挖掘机 | 据中国工程机械工业协会统计，挖掘机主要制造企业 2 月销售各类挖掘机 19270 台，同比增长 52.8%。其中，国内销量 11640 台，同比增长 99.4%。

人工智能 | 广东省发布推动人工智能与机器人产业创新发展若干政策措施，将探索创新“监管沙盒”等包容审慎监管模式，加快推动人工智能与机器人领域立法工作。

汽车产业 | 中汽协发布数据显示，今年 1 至 2 月，我国汽车产销分别完成 455.3 万辆和 455.2 万辆，同比分别增长 16.2%和 13.1%。其中，新能源汽车产销分别完成 190.3 万辆和 183.5 万辆，出口 28.2 万辆，同比增长均超 50%。

人工智能 | “云智聚能，共筑 AI 产业新未来——人工智能与可控云计算产业生态大会”将于 3 月 13 日在杭州举行。阿里云、华为、超聚变等将进行主题演讲。

环保 | 三部门实施重大环保技术装备三年提升行动，深入推进 5G、人工智能等新一代信息技术在环保装备设计制造、污染治理和环境监测等领域的应用。

脑机接口 | 国家医保局近日印发《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，其中为脑机接口新技术前瞻性单独立项。这意味着，一旦脑机接口技术成熟，快速进入临床应用的收费路径已经铺好。

地产 | 金融监管总局强调，持续推进城市房地产融资协调机制扩围增效，加快制定出台与房地产发展新模式相适应的融资制度。推出有针对性的金融支持措施，助力实施提振消费专项行动。研究建立“超长期国债+超长期贷款”服务模式，高效支持“两重”建设。

IT 行业 | Omdia 最新研究显示，到 2031 年，全球 IT 预算预计将达到 12 万亿美元，其中 8.2 万亿美元将用于 IT 投资。

债券：收益率继续上行

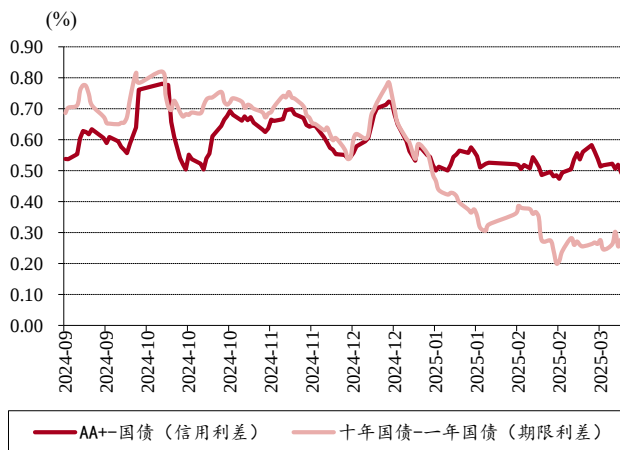
本周长久期利率债收益率上行幅度更大。十年期国债收益率周五收于 1.83%，本周上行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.85%，较上周五上行 5BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.27%，信用利差下行 4BP 至 0.48%。

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

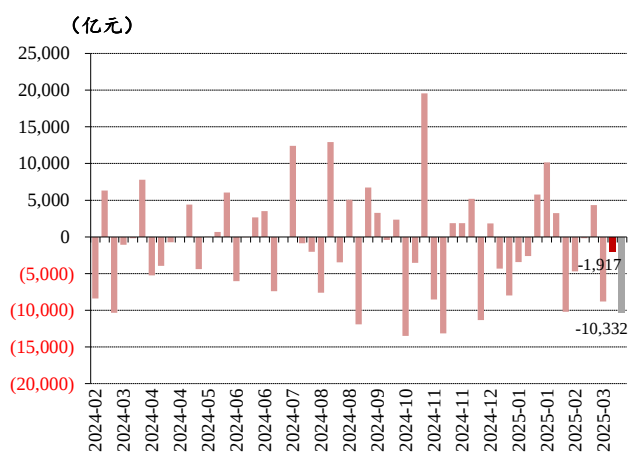
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

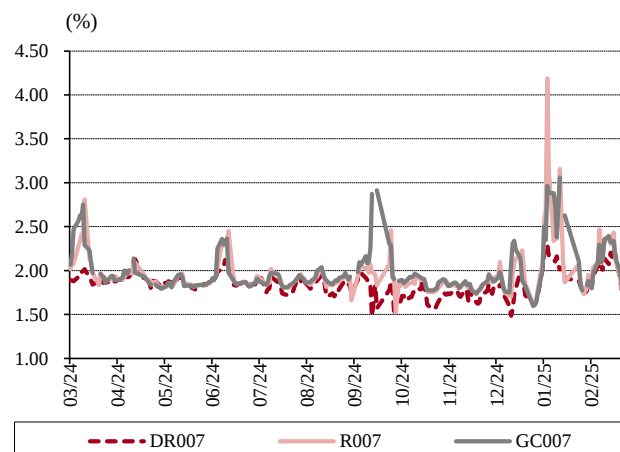
仍可期待降准降息。从利率水平看，周五 R007 收于 1.83%，周五 GC007 收于 1.90%。本周央行在公开市场净回笼 1917 亿元，货币市场收益率连续两周整体呈现平稳波动。春节之后债市收益率经历了两轮上行，本次上行自 3 月 5 日前后开始，上行斜率较此前相对更陡峭，我们认为债市调整一定程度上或源自 2024 年底以来降准降息持续未落地，以及 2025 年两个月期间公开市场持续净回笼操作，但我们认为适度宽松的货币政策没有改变，5 月之前仍可期待降准降息。

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)

2024 年，上交所产业债发行规模首次突破 1.5 万亿元，同比增长 33%，占交易所产业债市场的比例超 80%，全年产业债发行规模已占非金融企业中长期债券发行规模的 48%。

财政部、央行 3 月 10 日进行 1500 亿元 1 个月期国库现金定存招投标，中标利率 2.08%。上次 1 个月期国库现金定存操作中标利率为 2%。

大宗商品：节后复工提振大宗商品价格预期

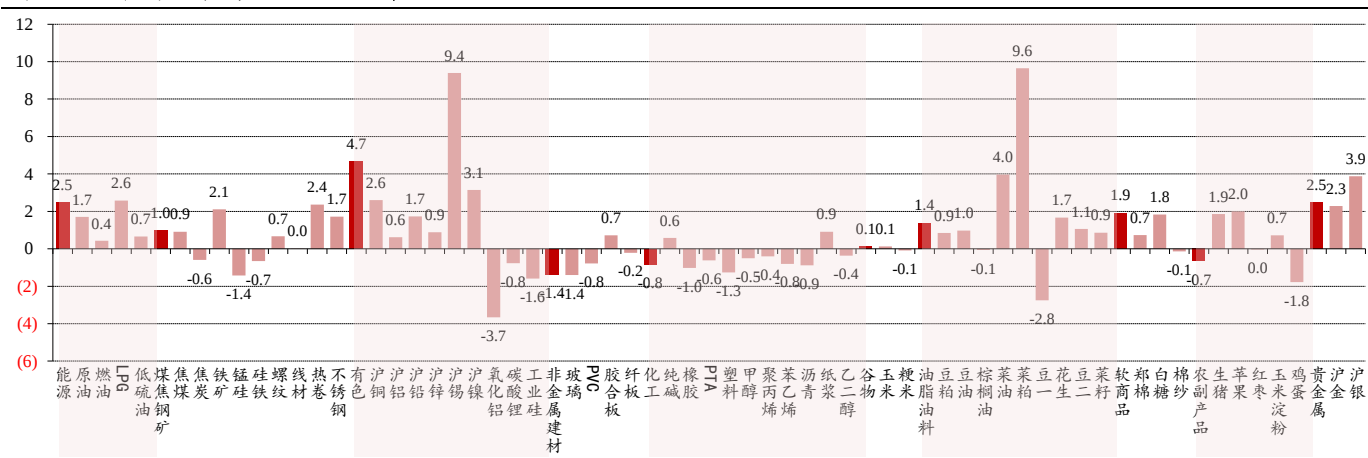
大宗商品本周涨多跌少。本周商品期货指数上涨 4.06%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属（4.66%）、能源（2.50%）、贵金属（2.47%）、油脂油料（1.39%）、煤焦钢矿（1.01%）、谷物（0.13%），下跌的有化工（-0.84%）、非金属建材（-1.39%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有菜粕（9.65%）、沪锡（9.40%）、菜油（3.97%），跌幅靠前的则有氧化铝（-3.66%）、豆一（-2.76%）、鸡蛋（-1.77%）。预计随着复工进度提高，周期品价格有望回升。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +4.06%	能源 +2.50%	煤焦钢矿 +1.01%
有色金属 +4.66%	非金属建材 -1.39%	化工 -0.84%
谷物 +0.13%	油脂油料 +1.39%	贵金属 +2.47%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

国际能源署(IEA)发布最新月度报告，将 2025 年全球石油需求增长预测调低至 103 万桶/日，较上月预测减少 7 万桶/日。IEA 预计，今年全球石油供应可能超过需求约 60 万桶/日，而上周 OPEC+ 的声明可能会再增加 40 万桶/天的过剩。

欧佩克发布最新月度报告，预计 2025 年世界石油需求将增加 145 万桶/日，2026 年将增加 143 万桶/日，均与上月持平，称航空和公路旅行将支持消费。

上周美国 EIA 原油库存增加 144.8 万桶，预期增加 200.1 万桶，前值增加 361.4 万桶。EIA 报告显示，上周美国原油出口减少 84.6 万桶/日至 329 万桶/日；美国国内原油产量增加 6.7 万桶至 1357.5 万桶/日；美国战略石油储备 (SPR) 库存增加 27.5 万桶至 3.956 亿桶，增幅 0.07%。

EIA 短期能源展望报告：预计 2025 年 WTI 原油价格为 70.68 美元/桶，此前预期为 70.62 美元/桶；预计 2025 年布伦特原油价格为 74.22 美元/桶，此前预期为 74.50 美元/桶。

美国至 3 月 14 日当周石油钻井总数为 487 口，前值 486 口。

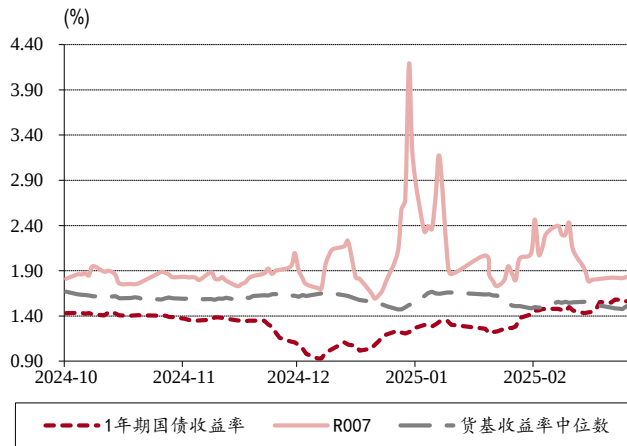
2 月份全国鸡蛋价格呈现下降走势。农业农村部数据显示，2 月份全国鸡蛋批发价为每公斤 8.82 元，环比下降 11.98%，同比下降 5.16%。在北京新发地农产品批发市场的禽蛋交易区，有商户表示，目前每天销售量比春节期间减少了 20% 以上。

2025 年开年以来金价已创下了 9 次历史新高，金价高企也让线下黄金零售市场遇冷。世界黄金协会数据显示，2024 年全年中国市场金饰需求总量同比减少 24%。金价高涨后，不少消费者将目光投向做工更精巧、工艺更复杂的“一口价”金饰。

货币类：货币基金收益率短期或上行

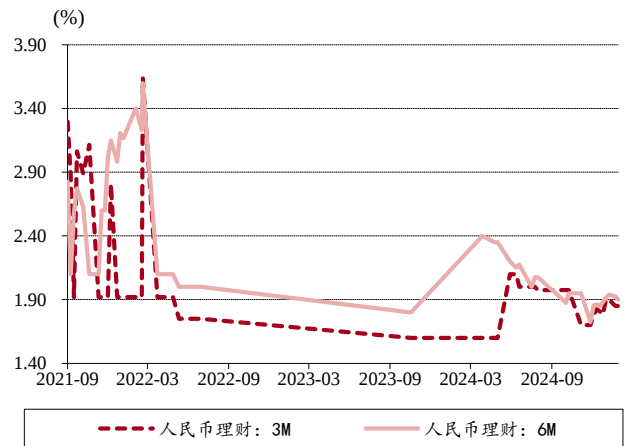
一年期国债收益率持续上行，货币基金收益率下限抬高、波动区间收窄。本周余额宝 7 天年化收益率下行 5BP，周五收于 1.28%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.51%。

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

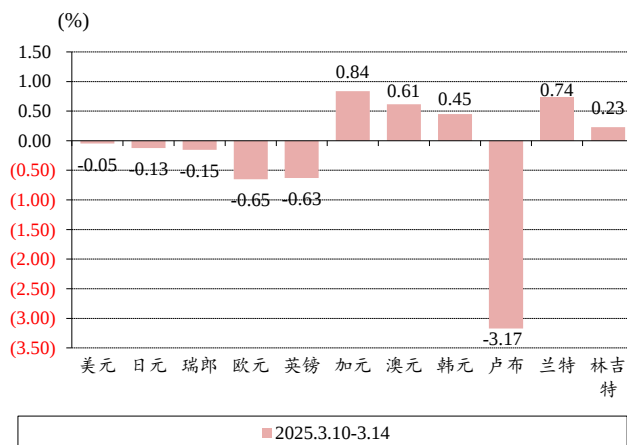


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数延续回调

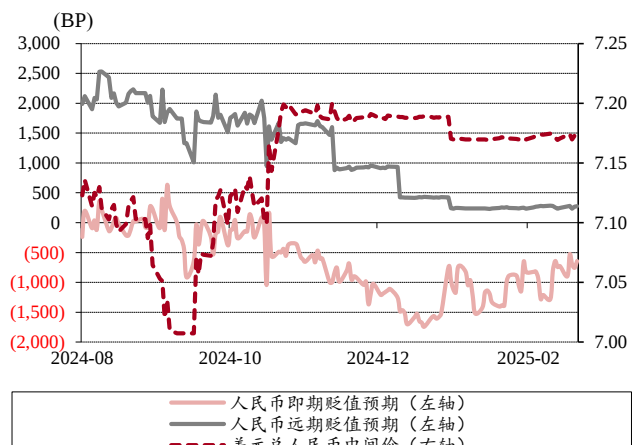
人民币兑美元中间价本周上行 33BP，至 7.1738。本周人民币对加元(0.84%)、兰特(0.74%)、澳元(0.61%)、韩元(0.45%)、林吉特(0.23%) 升值，对美元(-0.05%)、日元(-0.13%)、瑞郎(-0.15%)、英镑(-0.63%)、欧元(-0.65%)、卢布(-3.17%) 贬值。美国关税政策影响海外投资者对美元基本面的信心。

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）

央行、外汇局决定，将跨国公司本外币一体化资金池业务试点范围拓展至天津、河北、内蒙古、黑龙江、安徽、福建、山东、湖北、湖南、广西、重庆、四川、贵州、云南、新疆、厦门等省市。

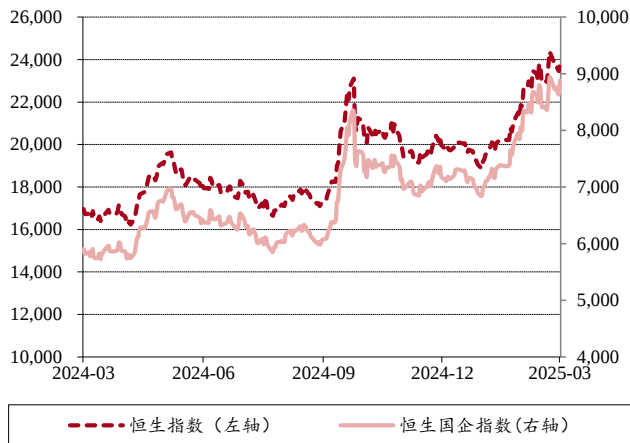
外汇局：完善跨境资金流动监测预警体系，加强外汇市场逆周期调节和预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，维护国际收支基本平衡。

国家外汇管理局公布的统计数据显示，截至 2025 年 2 月末，我国外汇储备规模为 32272.24 亿美元，较上月增加 181.88 亿美元，升幅为 0.57%。

港股：关注美元指数波动对包括港股在内的全球风险资产价格影响

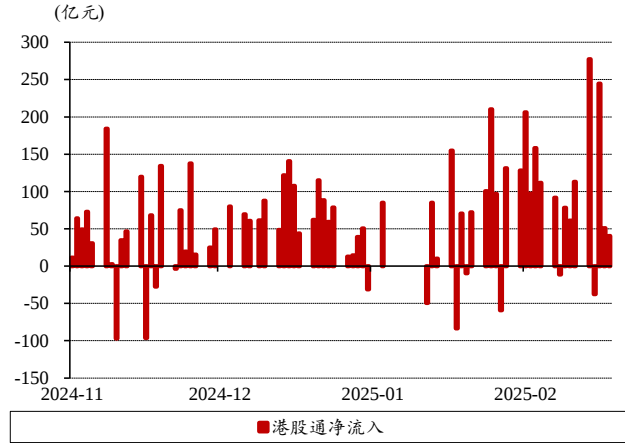
美国的关税政策逐步落地，短期内海外投资者担忧影响美国经济基本面，但目前来看美国经济仍具备全球比较优势，美元指数难以持续走弱。港股行业方面本周领涨的有原材料业（4.52%）、必需性消费（2.59%）、能源业（2.51%），跌幅靠前的有综合企业（-3.51%）、资讯科技业（-2.52%）、非必需性消费（-1.39%）。本周南下资金总量 575.80 亿元。

图表 23. 恒指走势



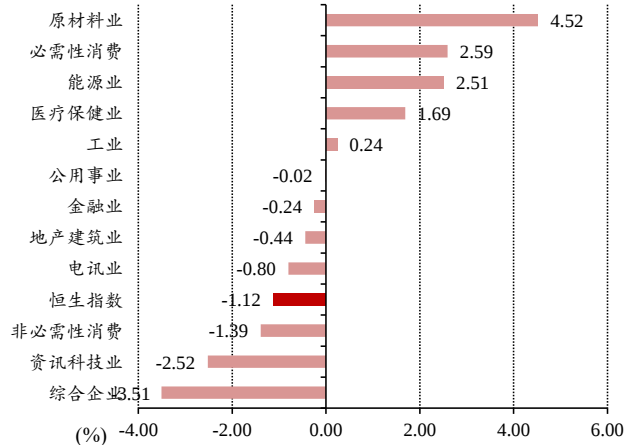
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



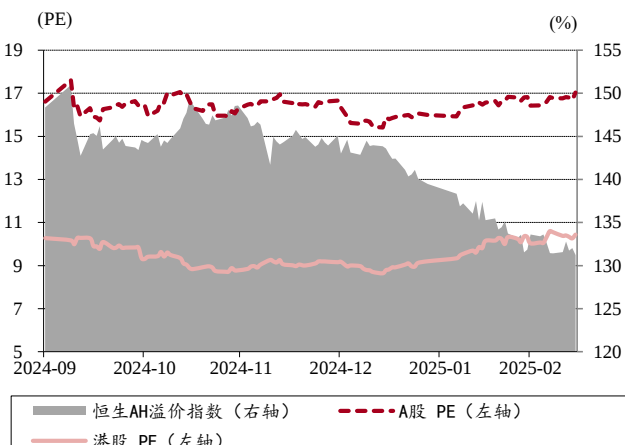
资料来源：万得，中银证券

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)

加拿大央行将利率下调 25 个基点至 2.75%，为 2022 年 9 月以来最低水平。该行表示，贸易紧张局势加剧和美国征收的关税可能会减缓经济活动的步伐。

欧洲央行行长拉加德表示，由于当前环境充满“异常高度的不确定性”，欧央行短期内“不太可能”始终确保通胀率达到 2% 的目标。2% 通胀目标是一个中期目标，允许短期内出现偏离。

日本央行行长植田和男对消费持乐观态度，并重申日本央行缩减“过大”资产负债表的决心，这表明该行仍在逐步减少对经济的货币刺激。消息人士表示，日本央行将在下周的政策会议上维持利率不变。

美国劳工统计局公布数据显示，美国 2 月 CPI 同比放缓至 2.8%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。2 月核心 CPI 同比上涨 3.1%，创 2021 年 4 月以来新低，环比上涨 0.2%，也均低于市场预期。交易员提高对美联储降息的押注，预计年内至少降息两次。

美国上周初请失业金人数减少 2000 人至 22 万人，低于预期的 22.5 万人。前一周续请失业金人数降至 187 万人，也低于预期。

美国 2 月 PPI 同比增长 3.2%，增幅低于预期值 3.3% 和前值 3.5%。2 月核心 PPI 同比增长 3.4%，亦低于预期值 3.5% 和前值 3.6%。

美国 1 月 JOLTs 职位空缺 774 万人，预期 763 万人，前值由 760 万人修正为 750.8 万人。

美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值从 2 月份的终值 64.7 降至 57.9，远低于市场预期，为 2022 年 11 月以来最低。一年期通胀预期从 4.3% 升至 4.9%，为 2022 年 11 月以来最高。

日本最大工会劳动组合总联合会表示，第一轮数据显示，2025 财年平均工资涨幅为 5.46%（此前加薪诉求为 6.09%），这是该工会首轮工资涨幅连续第二年超过 5%，去年为 5.28%。

美国国会参议院就短期支出法案进行投票，以 62 票赞成、38 票反对的票数，法案已获投票通过。美国国会众议院当地时间 11 日以微弱优势通过短期支出法案，基本按现有支出水平维持联邦政府运转至 9 月 30 日即 2025 财政年度结束。

加拿大宣布，将从 3 月 13 日起，对价值 298 亿加元的美国钢铝商品征收 25% 的报复性关税。

欧盟委员会宣布，将从下个月开始对价值 260 亿欧元的美国产品征收反制性关税，以回应美国对全部进口的钢铁和铝加征 25% 关税。

美国总统特朗普称，如果欧盟不取消对美国威士忌产品 50% 的关税，美方将很快对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收 200% 的关税。

美国财政部长贝森特表示，除了金属和可能的汽车关税之外，其他所有东西都可以进行关税谈判。如果贸易伙伴想要加速谈判，贸易盈余国家将受到最大打击。

美国政府点名批评日本对大米征收“高达 700%”的关税，暗示在未来几周美国寻求实施对等关税时，日本及其农产品可能成为打击目标。

加拿大经济第一大省——安大略省政府当地时间 3 月 10 日宣布，即日起开始对输美电力征收 25% 的关税，作为对美国总统特朗普对加拿大商品征收关税的报复措施的一部分。安大略省表示，新征关税将使输往美国的电力每兆瓦时增加约 10 加元。此外，加拿大不列颠哥伦比亚省省长戴维·伊比宣布，将下架该省酒类商店内所有美国制造的酒精饮品。

美国国会众议院通过一项短期支出法案，为联邦政府继续提供资金至今年 9 月。此时距离联邦政府资金耗尽仅剩 3 天。该法案将递交参议院审议，但审批前景存在不确定性。

美国财政部表示，美国 2 月政府预算为赤字 3070 亿美元，去年同期赤字为 2963 亿美元；美国 2025 财年迄今赤字为 1.147 万亿美元，2024 财年同期赤字为 8280 亿美元；美国 2 月收入总额为 2960 亿美元，2 月支出总额为 6030 亿美元，支出和收入均创下了该月份的历史最高纪录。

美国商务部长卢特尼克表示，下个月美国可能会对来自所有国家的汽车征收关税，包括韩国、日本和德国。

法国央行将 2025 年 GDP 增长预测从 0.9% 下调至 0.7%。

日本内阁府公布 2024 年四季度 GDP 修正值，实际 GDP 环比增长 0.6%，同比增速由 2.8% 下修至 2.2%。

美国和乌克兰高级别代表团在沙特吉达的会谈结束，随后美乌发表联合声明。声明称乌克兰愿接受美国提出的 30 天临时停火。美方将立即解除情报共享暂停的状态，并为乌方提供安全援助。两国总统同意尽快就乌克兰关键矿产资源开发达成全面协议，以增强乌克兰经济并确保乌克兰的长期繁荣与安全。

下周大类资产配置建议

2月新增社融和新增信贷低于万得一致预期。据央行统计，今年前两个月，人民币贷款增加 6.14 万亿元；社会融资规模增量累计为 9.29 万亿元，比上年同期多 1.32 万亿元。2 月末，M2 同比增长 7%，M1 同比增长 0.1%，社会融资规模存量同比增长 8.2%。2 月份企业新发放贷款加权平均利率约 3.3%，个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%，保持在历史低位水平。我们认为 1-2 月的金融数据一定程度上受春节错位的影响，但仍需关注两点，一是企业融资需求的变化，2 月企业新增中长贷同比少增的情况比较显著，短期关注春节复工后，企业融资需求是否回升，二是 2 月居民中长贷同比少增，居民购房需求释放偏慢，可能仍受春节假期的影响。

美国关税政策遭到欧洲和加拿大反制，欧央行或暂停降息。本周海外关注两方面重要事项。一是欧盟委员会宣布，将从下个月开始对价值 260 亿欧元的美国产品征收反制性关税，以回应美国对全部进口的钢铁和铝加征 25% 关税，加拿大也宣布将从 3 月 13 日起，对价值 298 亿加元的美国钢铝商品征收 25% 的报复性关税。二是欧洲央行行长拉加德表示，由于当前环境充满“异常高度的不确定性”，欧央行短期内“不太可能”始终确保通胀率达到 2% 的目标。2% 通胀目标是一个中期目标，允许短期内出现偏离。特朗普的关税政策引来主要贸易伙伴的关税反制，或将对全球贸易产生显著负面影响，进而影响全球经济增速，目前来看，包括欧央行在内的主要央行的货币政策或都将一定程度上受到来自美国的“不确定性”的影响。

美国关税政策从不确定性到确定性。特朗普自 2025 年 1 月就职以来，以关税政策威胁国际贸易伙伴，截至目前其关税政策的进展情况包括：对全球，2025 年 2 月 10 日宣布对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税，并于 3 月 12 日正式生效；对加墨两国，进口商品加征 25% 关税于 3 月 4 日生效，后对符合《美墨加协定》优惠条件的商品免征关税；对中国，自 2025 年 2 月 4 日起，对所有原产于中国（含香港）的商品加征 10% 的额外关税，并计划取消货值低于 800 美元的小额免税政策。美国威胁要出台的关税包括，对欧盟的汽车和农产品关税，对印度、泰国、墨西哥等国的“对等关税”，等等。面对美国的关税威胁，欧洲、加拿大、墨西哥、中国等都提出了反制措施。我们认为随着美国关税政策落地，在全球经济复苏基础相对薄弱的情况下，2025 年全球贸易将面临一定程度的冲击，不排除 2025 年全球经济增速存在下调的可能性。考虑到我国 2025 年稳增长的宏观政策较积极，财政支出加力提效扩大内需，货币政策降准降息仍有空间，我们维持看好人民币资产的观点。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（2025.3.16）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	=	关注一季度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任何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