

策略周报

指数延续上行需要的条件

短期市场出现高低切换再均衡，静待宏观政策发力续补指数上行动力。

- **风格的短期均衡化与长期反转。**本周市场延续中枢上行的震荡格局，上证指数成功站上 3400 关键点，其后续上行动能的持续性成为市场关注焦点。2010 年以来，上证指数成功站上 3400 点共有 4 次，强劲而持续的复苏或超预期宽松的宏观政策是指数站稳 3400 点的关键。我们认为指数上行趋势的形成需要观察后续内需复苏的强度。当前来看，政策发力态度明确，后续信贷与社融的高增趋势或仍将延续，但开年以来居民部门信贷增量明显偏低，一定程度预示着短期地产销售或仍对内需构成一定拖累。总体来看，一季度经济数据的验证是决定后续指数走势的关键。本周价值与科技的基本面与估值出现了短期跷跷板效应。短期视角下，市场风格面临一定均衡化压力。当前来看，市场风格的反转趋势尚未形成，2025 年弱复苏背景下 A 股市场大概率仍将呈现“红利搭台，成长唱戏”的风格特征。
- **科技绝对收益高位发生高低切换，除非处于宏观强复苏环境，否则指数再上行概率小。**历史上科技行业绝对收益开启调整，全 A 指数仍能保持一定韧性（不跌）的，只有两段区间，两段区间都处于宏观环境的强复苏阶段，因此这一过程中，科技行业即使发生绝对收益层面的显著调整，全 A 指数仍能在内需顺周期及周期资源行业的提振下保持韧性。1) 第一次是 2016 年年中，科技成长开始调整，但彼时供给侧改革极大提升了传统企业的盈利能力，宏观环境进入强复苏阶段，资源品行业上涨韧性抵消了科技绝对收益下跌的影响，并促使全 A 指数小幅抬升。2) 第二次发生在 2020 年底，彼时科技行业开启调整，但以“茅指数”、“宁组合”为代表的顺周期内需行业开启泡沫化上涨过程，同时彼时双碳转型进入传统能源短缺的坎坷阶段，PPI 明显上涨，周期资源品行业同样涨幅明显，两者共同发力抵消了科技下行的影响，这一阶段同样处于新冠疫情后的强复苏阶段。**科技相对收益高位发生高低切换，除非微观流动性充沛，上行市信号强，否则指数再上行概率小。**从相对收益视角而言，由于科技行业上行、下行阶段弹性较大，其绝对收益回撤往往与相对收益回撤较为趋同，科技相对收益下行，但全 A 指数仍能向上的历史经验仅发生在 2014 年底，彼时市场微观流动性非常充沛，这是科技相对收益下行后，指数仍能企稳（非强复苏环境）的另一种可能性。尽管当前市场整体成交额中枢明显上行，微观流动性环境较好，但与 2014-2015 年市场环境相比仍有一定差距，科技行业相对收益一旦跑输（即高低切换持续发生），全 A 指数层面或难以保持韧性。如果科技行业绝对收益跑输，那么内需行业或者周期资源品行业能否承担其稳定指数的重任，是必须首先考虑的问题，参考 2016 年-2017 年和 2020 年-2021 年的两段经验来看，需要更大力度的逆周期或供给侧政策配合，而当前内需行业及周期资源品行业恰处于上述政策发力的预期阶段，短期而言，上行持续性或较为坎坷，但政策拐点确立后，相关方向行业指数再上行，并带动全 A 指数上行的过程或仍可期待。
- **海外市场弱势、科技板块前期涨幅较大的情况下，本周市场出现了一定的高低切换，行业呈现出轮动态势，消费、周期、红利等风格有一定的估值修复。**但从基本面角度来讲，当前以地产链景气度为重要决定因素的周期资源品尚未能出现系统性的回暖信号，消费板块虽有结构性修复但整体全面复苏可能仍需等待政策的进一步信号，新的政策信号和基本面验证出现前，消费板块可能仍以博弈性行情为主，经济全面复苏预期以及科技产业趋势之下，红利难成 2025 年投资主线。当下来看，科技仍是 2025 年的主线行情，市场情绪的反复更多在于畏高情绪与对产业趋势进展的分歧，但科技板块中，算力基础设施等上游仍处在订单与业绩加速验证的景气抬升期，下游 AI 智能体、AI 应用则处于产业化加速落地、市场预期加强期，后续有望逐渐迎来产品落地与业绩验证，行情仍在演绎之中，且业绩增长有望消化一定估值压力。3 月，科技产业链大会密集，英伟达、华为等龙头厂商均将召开会议，机器人也将迎来会议催化，4 月则将进入业绩验证期，科技板块或仍有催化。
- **公募基金行业改革方案细则草案披露，包含六大方向。**考核机制上，重点转向长期业绩和投资者回报，薪酬与业绩挂钩，带动运作逻辑转变。费率改革使费率与业绩表现挂钩，宽基指数基金费率下调。权益产品提升占比，推动两类产品发展，浮动管理费常态化。合规监管上，建立逆周期机制，限制产品数量，新增问责处罚机制。代销机构建立分类评价机制。鼓励头部公司向财富管理转型。本次公募基金改革方案通过多维度的政策调整，显著强化了中长期投资导向，减少短期投机，优化投资者体验，提高资本市场稳定性。如果改革落地执行到位，将有望提高资本市场的投资质量，增强公募基金在财富管理和长期资产配置中的核心作用。
- **呼和浩特市出台育儿补贴项目实施细则及服务流程，此为两会后首例地方性生育补助政策落地。**现阶段，出生率的下滑导致我国人口增速逐年回落，通过生育补贴鼓励生育成为缓解人口压力的重要手段。从生育补贴政策已执行一段时间的地区看，如四川攀枝花市、湖北天门市，都对当地 2024 年的生育率起到了良性刺激的效果。随着两会精神的落实，未来我们预计会有更多地方性生育补贴政策出台，微观视角下，生育补贴可以通过经济上的增收减支来促进居民生育意愿，提振婴儿用品、教育、医疗、居住这四类需求，建议关注相关上市公司的重估机会。
- **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.....	13
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. 近年来 1-2 月社融各主要分项增量	6
图表 6. 近年来 1-2 月信贷各主要分项增量	6
图表 7. 上证指数突破 3400 点历史复盘	7
图表 8. 本周一级行业表现	8
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 10. 如果科技绝对&相对收益开启下行，内需及周期行业能否接力高低切换？	9
图表 11. 挖掘机结构性回暖但建筑施工总体景气仍待验证	10
图表 12. 2 月挖掘机销量同比增长明显	10
图表 13. 2 月百强房企销售金额同比维持在 0%附近，延续此前震荡趋势	10
图表 14. 乘用车、新能源车销量同比维持稳定.....	11
图表 15. 白酒批价仍未见明确回升.....	11
图表 16. 家电销售同比自 2024 年 9 月以来呈现回暖态势	11
图表 17. 3 月科技特别是 AI 领域将迎来密集大会催化.....	12
图表 18. 行业中观比较打分表.....	12
图表 19. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	13
图表 20. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）	13
图表 21. 公募基金行业监管维度前后对比	15
图表 22. 国内地方性二、三孩补贴性质政策概览.....	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

市场上行趋势等待基本面数据决断。本周市场延续中枢上行的震荡格局，上证指数成功站上 3400 关键点位，其后续上行动能的持续性成为市场关注焦点。2010 年以来，上证指数成功站上 3400 点共有 4 次，其中 2015 年及 2021 年持续性较强，分别持续了 3 个季度及 5 个季度，此外，2018 年 1 月及 2024 年 11、12 月，指数均短暂触及 3400 点后出现回调。强劲而持续的复苏或超预期宽松的宏观政策是指数站稳 3400 点的关键。我们认为指数上行趋势的形成需要观察后续内需复苏的强度。当前来看，政策发力态度明确，后续信贷与社融的高增趋势或仍将延续。2 月新增社融及信贷虽有所放缓，一方面源于去年同期的高基数，另一方面，在 1 月社融及信贷同比高增后 2 月季节性回调属于情理之中，为消除春节及开年季节性波动带来的扰动，我们将 1-2 月社融信贷数据合并来看，今年前两个月，社融增量基本属于近 5 年以来的较高水平，结构上，信贷及政府债券为主要支撑，尤其是政府债券，发行速度及规模远超季节性水平；信贷方面，企业部门信贷增量略高于季节性均值，但今年前两个月居民部门信贷增量明显偏低，一定程度预示着短期地产销售或仍对内需构成一定拖累。总体来看，一季度经济数据验证之前，内需修复预期修复有望支撑指数延续震荡格局，后续走势取决于基本面数据决断。

风格的短期均衡化及长期切换。本周市场占优风格有所变化，周期及消费板块取代 TMT 阶段性跑赢市场。行业供给受限叠加稳增长政策发力带来经济企稳预期，使得小金属及部分内需资源品价格上行预期升温，前期滞涨的周期消费与科技股在盈利估值比价上出现了短期跷跷板效应。短期视角下，市场风格面临一定均衡化压力。1) 一方面，一季度经济数据验证窗口期将至，市场或将出现阶段性基本面预期博弈，短期 ERP 或面临阶段性震荡等待基本面数据决断，这一阶段 A 股内部的风格分化或面临均衡化过程，市场资金或存在阶段性高切低诉求。2) 从盈利估值比价角度，消费周期板块当前估值仍处于相对低位，而行业基本面多数呈现触底修复的迹象，板块短期估值存在向上修复的动能，但上行趋势的打开仍需等待行业基本面数据的进一步验证。因此，当前来看市场风格的反转趋势尚未形成，2025 年弱复苏背景下 A 股市场大概率仍将呈现“红利搭台，成长唱戏”的风格特征。

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		(2.00)		(3.63)		(1.14)
	MSCI新兴市场		(0.79)		2.14		4.10
	标普500		(2.27)		(5.30)		(4.13)
	日经指数		0.45		(0.28)		(7.12)
	万得全A		1.49		3.95		6.36
	恒生指数		(1.12)		4.44		19.44
汇	美元指数		(0.15)		(3.56)		(4.37)
	美元兑人民币		0.05		0.00		(0.20)
	美元兑日元		0.40		(1.32)		(5.44)
	欧元兑美元		0.43		4.87		5.09
商	CRB商品		(0.12)		0.28		2.01
	LME铜		1.87		4.65		11.69
	WTI原油		0.22		(3.68)		(6.32)
	伦敦金现		1.60		5.06		14.06
债	10Y美债收益率(Bps)	(1.00)		7.00		(27.00)	
	10Y国债收益率(Bps)	3.15		3.15		22.48	

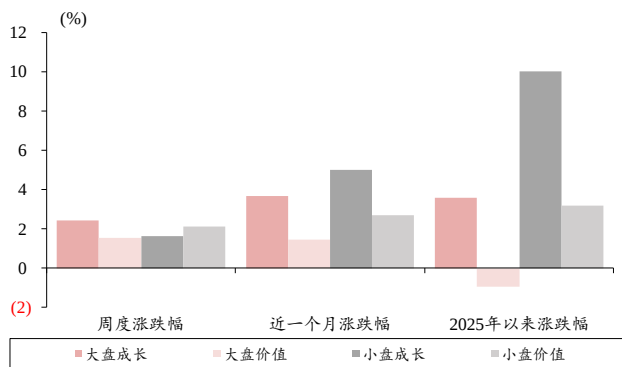
资料来源：万得，中银证券

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PPI:同比(%)	-2.3	(2.1)	-2.2	0.1
	2月CPI:同比(%)	0.5	(0.4)	-0.7	-1.2
	2月社会融资规模存量:同比(%)	8	8.3	8.2	0.2
	2月M1:同比(%)	0.4	1.2	0.1	-0.3
	2月社会融资规模:当月值(亿元)	70567	26500	22333	-48234
	2月新增人民币贷款(亿元)	51300	12300	10100	-41200
	2月M2:同比(%)	7.0	7.0	7.0	0
	2月M0:同比(%)	17.2		9.7	-7.5
美国	2月CPI:季调:同比(%)	3		2.8	-0.2
	2月核心CPI:季调:同比(%)	3.3		3.1	-0.2
	2月CPI:季调:环比(%)	0.5		0.2	-0.3
	2月核心CPI:季调:环比(%)	0.4		0.2	-0.2
	2月PPI最终需求:季调:同比(%)	3.7		3.2	-0.5
	2月PPI最终需求:季调:环比(%)	0.6		0	-0.6
	3月08日初请失业金人数:季调((人)	222000		220000	-2000
	3月密歇根消费者情绪指数(初值)	64.7		57.9	-6.8
日本	第四季度不变价GDP:同比(修正)(%)	0.7		1.1	0.4

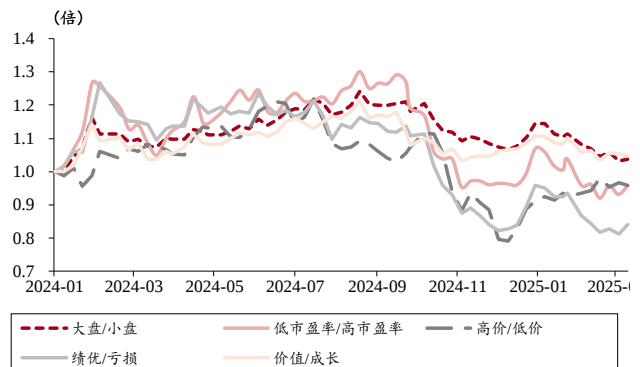
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周市场风格相对均衡



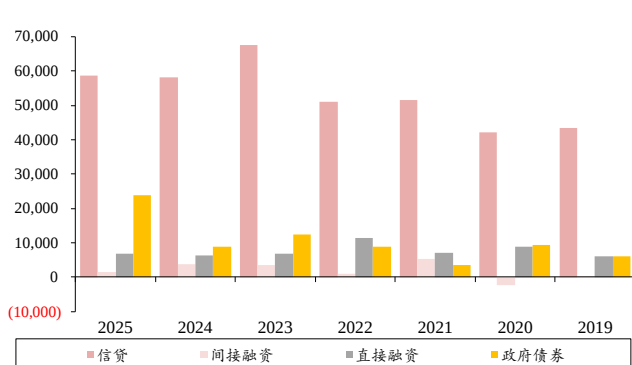
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



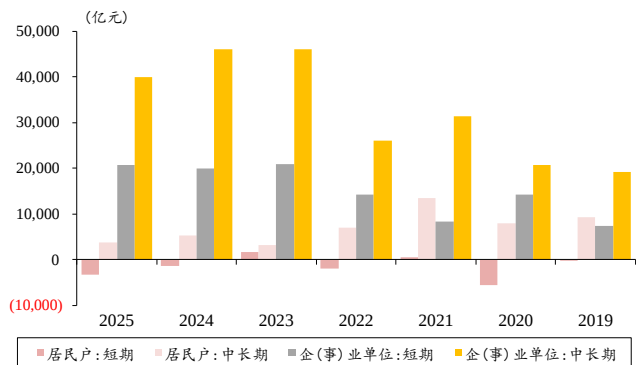
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 近年来 1-2 月社融各主要分项增量



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 近年来 1-2 月信贷各主要分项增量



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 上证指数突破 3400 点历史复盘

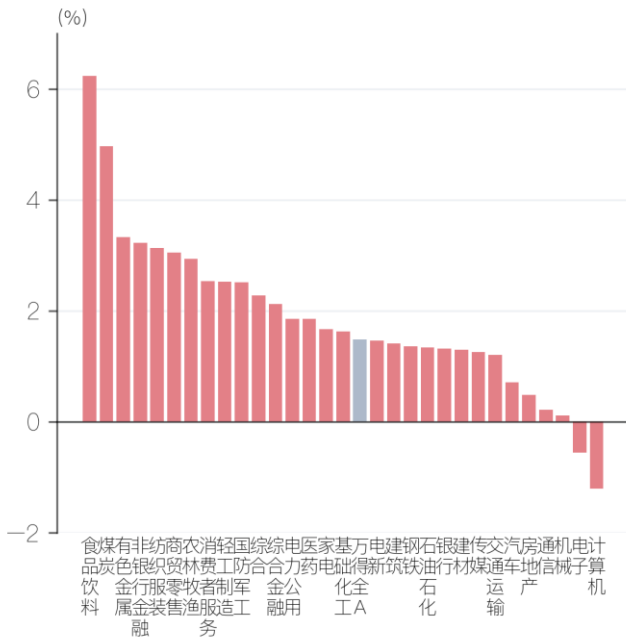


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

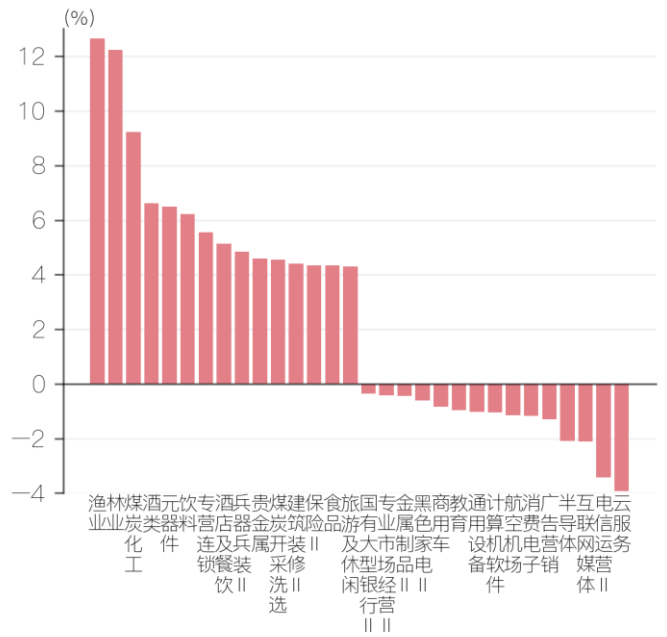
高低切换，内需行业本周明显修复。有色行业受益于国际金价新高及小金属涨价，本周涨幅延续居前，煤炭行业本周前期受益于风险偏好下行，后期受益于供给格局改善预期，全周涨幅排名第二。本周五，在内蒙古呼和浩特市生育补贴政策及国家金融监管总局鼓励银行业金融机构在风险可控前提下，加大个人消费贷款投放力度等政策的催化下，内需行业迎来全面修复，食品饮料涨幅全周排名第一。高低切换预期下，科技板块本周小幅调整，计算机和电子为本周唯二绝对收益收负行业。

图表 8. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

科技绝对收益高位发生高低切换，除非处于宏观强复苏环境，否则指数再上行概率小。历史上科技行业绝对收益开启调整，全 A 指数仍能保持一定韧性（不跌）的，只有两段区间，两段区间都处于宏观环境的强复苏阶段，因此这一过程中，科技行业即使发生绝对收益层面的显著调整，全 A 指数仍能在内需顺周期及周期资源行业的提振下保持韧性。

1) 第一次（下图区间序号 2）是 2016 年年中，科技成长开始调整，但彼时供给侧改革极大提升了传统企业的盈利能力，宏观环境进入强复苏阶段，资源品行业上涨韧性抵消了科技绝对收益下跌的影响，并促使全 A 指数小幅抬升。

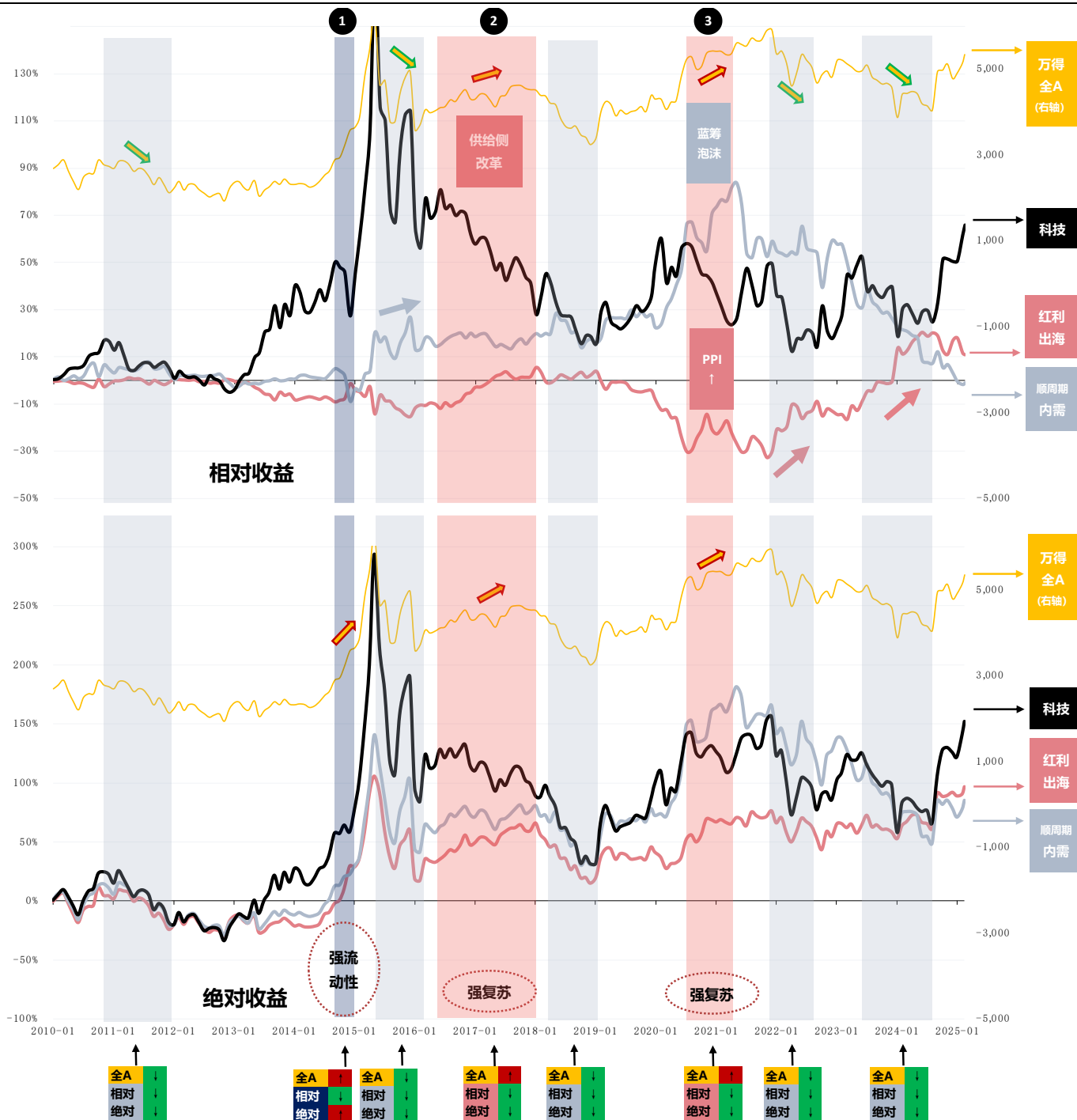
2) 第二次（下图区间序号 3）发生在 2020 年底，彼时科技行业开启调整，但以“茅指数”、“宁组合”为代表的顺周期内需行业开启泡沫化上涨过程，同时彼时双碳转型进入传统能源短缺的坎坷阶段，PPI 明显上涨，周期资源品行业同样涨幅明显，两者共同发力抵消了科技下行的影响，这一阶段同样处于新冠疫情后的强复苏阶段。

科技相对收益高位发生高低切换，除非微观流动性充沛，上行市信号强，否则指数再上行概率小。从相对收益视角而言，由于科技行业上、下行阶段弹性较大，其绝对收益回撤往往与相对收益回撤较为趋同，科技相对收益下行，但全 A 指数仍能向上的历史经验仅发生在 2014 年底（下图区间序号 1），彼时市场微观流动性非常充沛，这是科技相对收益下行后，指数仍能企稳（非强复苏环境）的另一种可能性。

尽管当前市场整体成交额中枢明显上行，微观流动性环境较好，但与 2014-2015 年市场环境相比仍有一定差距，科技行业相对收益一旦跑输（即高低切换持续发生），全 A 指数层面或难以保持韧性。

如果科技行业绝对收益跑输，那么内需行业或者周期资源品行业能否承担其稳定指数的重任，是必须首先考虑的问题。参考 2016 年-2017 年和 2020 年-2021 年的两段经验来看，需要更大力度的逆周期或供给侧政策配合，而当前内需行业及周期资源品行业恰处于上述政策发力的预期阶段，短期而言，上行持续性或较为坎坷，但政策拐点确立后，相关方向行业指数再上行，并带动全 A 指数上行的过程或仍可期待。

图表 10. 如果科技绝对&相对收益开启下行，内需及周期行业能否接力高低切换？



资料来源：万得，中银证券

建筑施工端特别是挖掘机结构性回暖但总体景气仍待验证，地产销售呈现稳健复苏态势但全面回暖仍需时间。从挖掘机开工小时数和挖掘机销量来看，建筑施工端呈现一定的结构性回暖，挖掘机开工小时数处于近5年的高位水平，仅次于2023年，挖掘机销量2月同比增速高达99%，但从其他建筑施工高频数据来看，无论是水泥磨机运转率还是沥青开工率均未表现出明显优于往年同期的景气度，建筑施工端呈现出一定结构性回暖特征但总体景气可能仍待验证。地产销售端来看，2月百强房企销售金额同比仍然在0%附近波动，延续了自2024年10月以来的持续震荡趋势，地产销售虽然较2024年上半年有了一定的复苏态势但全面回暖可能仍需时间。

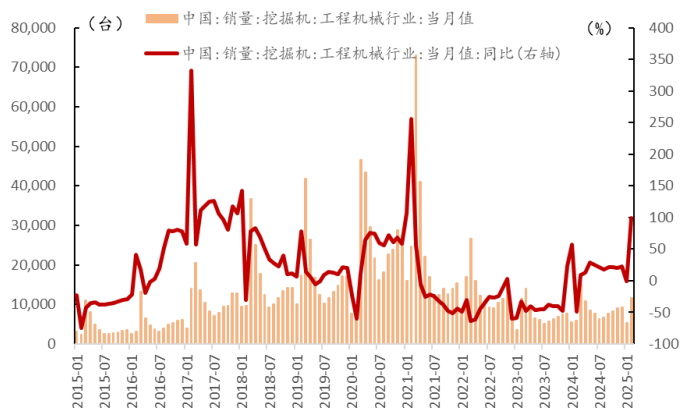
图表 11. 挖掘机结构性回暖但建筑施工总体景气仍待验证

	近5年同期水平		
	挖掘机开工小时数(小时/月)	磨机运转率(%)	沥青开工率(%)
2025年	56.8	27.1	23.0
2024年	28.3	31.1	24.0
2023年	75.0	37.2	28.0
2022年	47.4	25.4	25.0
2021年	43.9	51.2	—

资料来源：万得，中银证券

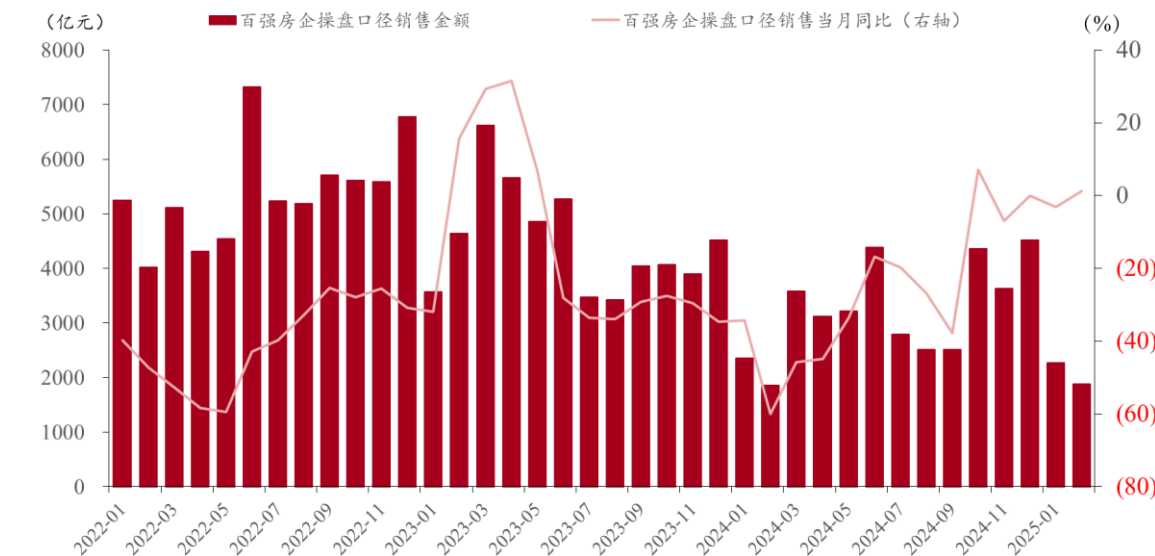
注释：挖掘机开工小时数为2月数据及历史同期数据，磨机运转率和沥青开工率为3月中旬数据及历史同期数据

图表 12. 2月挖掘机销量同比增长明显



资料来源：万得，中银证券

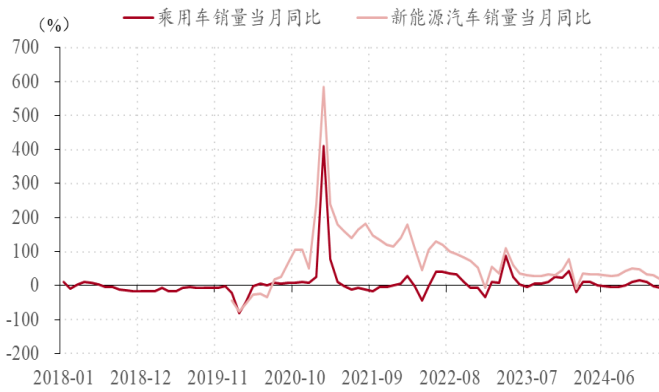
图表 13. 2月百强房企销售金额同比维持在0%附近，延续此前震荡趋势



资料来源：万得，中银证券

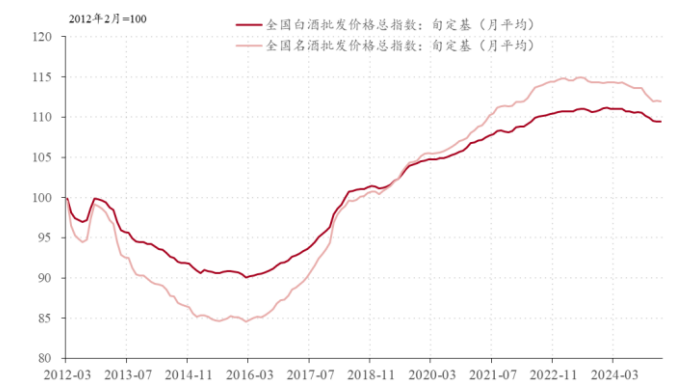
大宗消费景气度整体向好，白酒批价仍未见明确回升，消费端景气修复仍待政策进一步发力。剔除基数原因影响（对2025年1、2月数据做两年几何平均处理），大宗消费品如汽车、家电的销售情况来看，汽车同比增速维持在弱修复状态，乘用车、新能源车2月销量同比分别为-5.46%、18.98%，家电销售自2024年9月以来同比回暖明显，受春节影响2025年1月表现亮眼，但2月同比有所回落，后续景气度仍待观察。白酒批价整体自2024年以来呈现回落趋势，截至2025年3月仍未见明确回升。当前消费端的政策力度仍是消费板块进一步景气修复的决定性因素，仍需观察后续的消费端政策力度。

图表 14. 乘用车、新能源车销量同比维持稳定



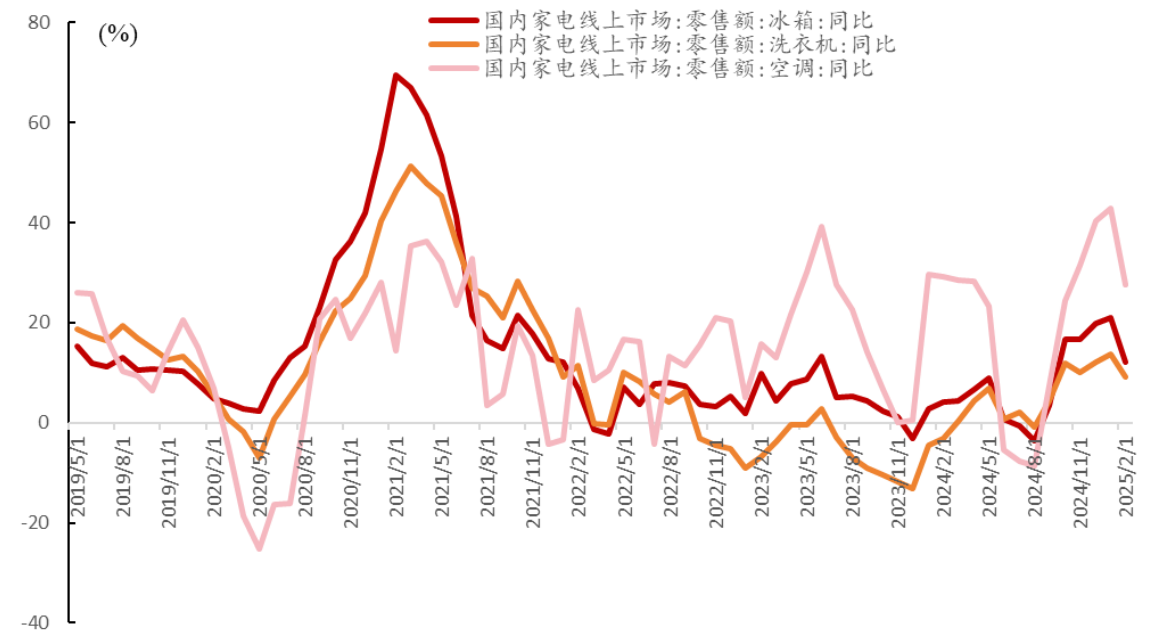
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 白酒批价仍未见明确回升



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 家电销售同比自 2024 年 9 月以来呈现回暖态势



资料来源：万得，中银证券

科技板块仍有催化，行情或将呈现“红利搭台，成长唱戏”。海外市场弱势、科技板块前期涨幅较大的情况下，本周（20250310-20250314）市场出现了一定的高低切换，行业呈现出轮动态势，消费、周期、红利等风格有一定的估值修复。但从基本面角度来讲，当前以地产链景气度为重要决定因素的周期资源品尚未能出现系统性的回暖信号，消费板块虽有结构性修复但整体全面复苏可能仍需等待政策的进一步信号，新的政策信号和基本面验证出现前，消费板块可能仍以博弈性行情为主，经济全面复苏预期以及科技产业趋势之下，红利难成 2025 年投资主线。当下来看，科技仍是 2025 年的主线行情，市场情绪的反复更多在于畏高情绪与对产业趋势进展的分歧，但科技板块中，算力基础设施等上游仍处在订单与业绩加速验证的景气抬升期，下游 AI 智能体、AI 应用则处于产业化加速落地、市场预期加强期，后续有望逐渐迎来产品落地与业绩验证，行情仍在演绎之中，且业绩增长有望消化一定估值压力。3 月，科技产业链大会密集，英伟达、华为等龙头厂商均将召开会议，机器人也将迎来会议催化，4 月则将进入业绩验证期，科技板块或仍有催化。

图表 17. 3 月科技特别是 AI 领域将迎来密集大会催化

日期	事件
3 月 17 日至 21 日	英伟达将在美国加州圣何塞及线上举行 GTC AI 大会
3 月 20 日-21 日	华为将举行中国合作伙伴大会 2025
3 月 28 日至 30 日	中国具身智能大会将在北京举行

资料来源：Albase 基地，第一财经，华尔街见闻，新智元，中银证券

图表 18. 行业中观比较打分表

	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
通信	4	4	5	2	39	高配
汽车	3	4	2	4	36	高配
计算机	5	3	4	1	36	高配
自动化设备	4	4	4	1	36	高配
新兴消费	3	5	4	4	34	高配
电子	4	3	5	2	33	高配
国防军工	4	3	3	2	32	高配
社会服务	2	2	5	4	31	高配
能源金属	2	3	5	2	31	高配
家用电器	3	4	2	2	30	高配
传媒	5	3	3	3	30	高配
银行	1	2	1	2	28	标配
证券	4	2	3	2	27	标配
医药	2	3	3	3	27	标配
猪产业	1	2	4	5	27	标配
贵金属	2	3	3	3	26	标配
公用事业	3	4	1	4	26	标配
煤炭	3	3	1	3	25	标配
建材	2	2	4	2	25	标配
电力设备	2	2	4	2	25	标配
白酒	2	2	2	5	25	标配
食品	2	2	2	4	23	低配
商贸零售	1	1	5	3	23	低配
工程机械	2	2	3	2	23	低配
钢铁	2	2	3	2	22	低配
工业金属	2	2	2	3	22	低配
航运港口	4	3	0	3	21	低配
家具家居	2	1	3	3	21	低配
建筑	2	2	1	4	21	低配
纺织服装	1	1	4	3	20	低配
保险	1	2	5	4	20	低配
石油石化	2	2	1	3	19	低配
房地产	2	1	1	5	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+2.5*盈利预期赋分+1.5*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 3 月 14 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

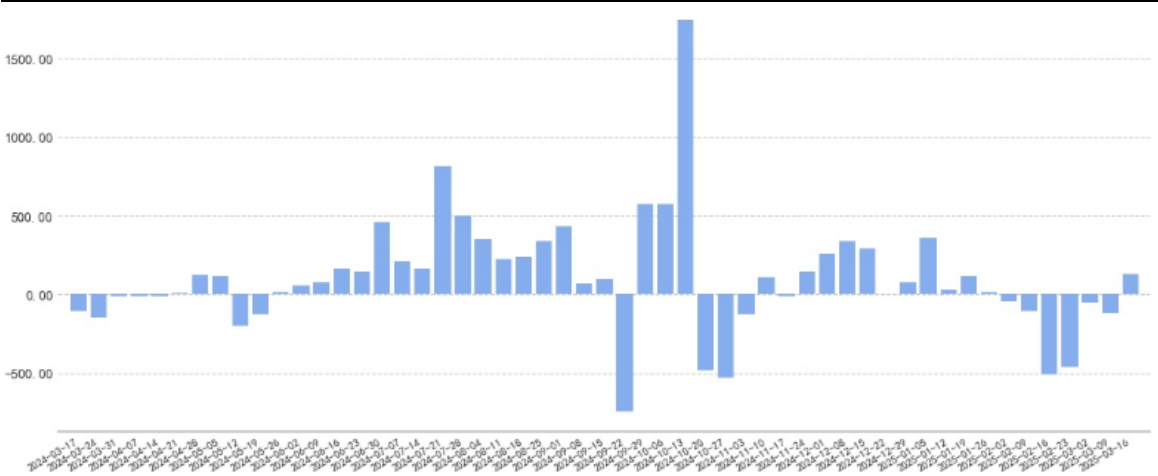
本周 A 股市场主力资金净买入 402.14 亿元，为连续第 2 周净买入，环比减少 432.13 亿元。行业角度，净买入最多的行业是非银金融，资金净流入规模达 152.74 亿元；食品饮料、有色金属分列二、三，资金净流入规模分别是 151.96 亿元和 92.62 亿元。资金净流出规模最大的三个行业是机械设备、计算机和电子。本周股票型 ETF 场内净申购金额 128.70 亿元，结束此前连续 6 周的净赎回，单周净申购规模创 2 个月以来最大。具体来看，份额增加最多的五只 ETF 分别是广发恒生科技 ETF(QDII)、富国中证港股通互联网 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、嘉实上证科创板芯片 ETF、华夏中证机器人 ETF；减少最多的的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、广发中证香港创新药 ETF(QDII)、嘉实沪深 300ETF、国泰中证全指证券公司 ETF、国泰中证 A500ETF。

图表 19.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
非银金融	152.74	(6.44)	(346.50)	482.99	钢铁	7.29	35.71	10.05	82.28
食品饮料	151.96	154.50	(3.50)	342.83	环保	4.44	11.73	(52.29)	(40.46)
有色金属	92.62	148.14	55.74	(189.36)	轻工制造	3.85	(12.27)	(73.26)	85.66
电力设备	64.76	111.70	160.60	375.58	汽车	2.91	201.95	405.43	796.14
国防军工	46.44	82.97	(125.78)	(124.72)	建筑装饰	2.52	(0.25)	(117.16)	26.45
医药生物	42.36	(218.02)	(535.23)	(839.84)	交通运输	2.27	(85.95)	(240.67)	(264.78)
煤炭	37.19	(17.65)	(120.30)	(124.82)	建筑材料	1.36	10.38	(56.94)	14.37
公用事业	36.13	(58.23)	(209.66)	(462.33)	家用电器	0.90	(54.16)	(17.22)	149.37
商贸零售	34.82	(9.34)	(112.47)	334.96	综合	(0.94)	(12.97)	(26.17)	15.99
银行	31.67	(19.19)	34.78	104.99	房地产	(8.09)	(44.15)	(205.87)	45.42
社会服务	24.32	(0.89)	(80.29)	16.82	基础化工	(10.22)	(73.37)	(229.50)	(311.45)
农林牧渔	20.35	(54.93)	(173.19)	(217.78)	通信	(17.24)	(121.92)	313.40	482.59
纺织服饰	13.99	21.62	(15.05)	88.12	电子	(115.40)	(188.48)	197.44	905.09
美容护理	13.87	6.78	(9.56)	(9.82)	计算机	(126.79)	(283.96)	383.20	1197.36
石油石化	11.40	(65.82)	(130.77)	(236.04)	机械设备	(129.39)	204.50	192.33	783.26
传媒	10.05	(301.57)	(418.17)	316.07					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/3/14

图表 20. 本周 ETF 净申购情况（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

3 月 14 日，界面新闻披露了公募基金行业改革方案的细则草案，涉及考核机制、费率改革、权益产品、合规监管等六大方向。此次改革直击行业痛点，试图从根源上解决“基金赚钱，基民不赚钱”的顽疾，同时推动公募行业向高质量发展转型。监管意图清晰，即引导公募基金行业从短期博弈向长期价值投资转型，增强中长期资金属性，优化基金市场生态。通过一系列针对性举措，政策不仅在考核和薪酬机制上对基金管理人形成更明确的激励约束，还在产品设计、市场监管及行业生态等方面进行优化，确保公募基金行业真正回归服务实体经济、为投资者创造长期价值的核心目标。

强化长期业绩导向，削弱短期规模激励

此次改革方案在考核机制上做出调整，将基金高管和基金经理的考核重点转向长期业绩和投资者回报。提高三年以上、五年以上业绩的权重，并将盈利客户占比、净值增长率、基金利润率等指标纳入考核，强化基金经理的长期投资责任。同时，基金评奖机制向五年以上长期业绩倾斜。薪酬改革加强业绩约束，低于基准 10% 或亏损的基金经理薪酬下降 50%，并引入延期支付和追索机制，确保基金管理人关注长期回报。考核机制的调整将带动公募基金行业的运作逻辑转变，使其从短期博弈型向长期价值投资型过渡，有助于提升公募基金作为“稳定长期资金”的作用。减少交易冲动，使投资策略更加稳健，让公募基金真正成为投资者长期资产配置的重要工具，而不是短线投机的工具。

费率改革，提升基金管理人的责任意识

方案中提出公募基金费率将与业绩表现挂钩，超越基准的基金可适当提高费率，低于基准的基金则降低费率，打破基金公司“旱涝保收”模式。同时宽基指数基金费率下调，降低投资者成本，提高指数基金的吸引力。费率改革进一步强化了基金公司“靠业绩赚钱”的机制，确保公募基金管理人必须为投资者创造长期价值，而非单纯依靠基金规模和费率收费。这一改革将倒逼基金管理人提升投资管理水平，避免“赚管理费不管业绩”的现象，使公募基金更加透明和负责任。从而提高被动投资的吸引力，为普通投资者提供更具性价比的长期投资工具，降低市场整体交易成本。

权益产品改革，引导长期资金入市

方案提出要提升权益基金占比，推动“低费率+绝对收益+业绩报酬”和“长期股票投资+定期分红”两类产品发展，鼓励投资者长期持有。同时，浮动管理费模式由试点常态化，减少基金管理人短期套利行为。优化基金注册流程，提高审批效率，特别是股票型 ETF 5 日内注册完成，有助于提升市场化产品创新的效率。权益类基金改革意在提升中长期资金的市场参与度，推动基金产品由“短线交易工具”向“长期资产配置工具”转型，有利于资本市场的稳定性。基金市场长期以来存在权益类基金占比偏低、资金偏向短期炒作的现象，此次改革通过政策支持引导更多资金进入权益类基金，将有助于优化市场结构，增强资本市场服务实体经济的能力，提高基金产品供给的灵活性。

强化合规监管，遏制短期炒作

建立逆周期调节机制，严控“压赛道”等短期投机行为，防止基金公司为了短期业绩频繁调仓。同时限制基金经理管理的基金数量，确保其投资策略的稳定性，加强监管，新增“伪市值管理”入刑责，强化市场合规约束。严格的监管措施有助于减少基金行业短期炒作和套利行为，促使基金管理人回归基本面，专注长期投资。加强合规监管及加大惩罚力度能够让市场更加透明、稳定，有效震慑不合规操作，增强市场参与者的合规意识，使公募基金行业更加健康、有序发展。

代销机构改革，推动投资者长期持有

建立基金销售机构分类评价机制，强调权益保有规模、盈利投资者占比、小额定投业务规模等指标纳入评价指标体系，引导销售机构向长期投资导向转型。对优秀销售机构给予产品准入、牌照申请等方面的优待，提高基金销售市场的专业性和长期稳定性。优化销售体系，引导投资者长期持有基金，增强市场稳定性。投资者的短期化操作往往导致基金市场的高波动性，改革通过调整销售机构的激励机制，使得销售端更加关注投资者长期收益，有助于市场的健康发展，为基金行业提供更稳定的资金支持。

产业优化，公募基金向财富管理机构转型

方案鼓励头部基金公司向财富管理机构转型，支持并购重组，并推动保险、理财、信托等机构通过公募提高权益配置比例，推动行业集中化发展，提高头部基金公司的竞争力。公募基金改革的终极目标是使其成为真正的长期资产管理机构，提高其在财富管理领域的地位，增强其服务养老金、社保、长期储蓄资金的能力。公募基金行业从资管机构向财富管理机构转型，是提升行业竞争力的重要一步，未来这一趋势将提高长期资金在资本市场中的参与度。推动公募基金向长期价值投资模式转型。本次公募基金改革方案通过多维度的政策调整，显著强化了中长期投资导向，减少短期投机，优化投资者体验，提高资本市场稳定性。如果改革落地执行到位，将有望提高资本市场的投资质量，增强公募基金在财富管理和长期资产配置中的核心作用。

图表 21. 公募基金行业监管维度前后对比

对比维度	监督管理办法（2022 年）	改革方案（初稿）	核心变化
考核机制	未明确具体考核指标，只提及不得以短期的基金管 理规模、盈利增长等作为 主要考核标准	高管考核：基金业绩权重≥50%；基金经理考 核：3 年业绩≥80%、5 年≥50%，净值增长率 等指标权重≥80%；公司评价：服务能力指标 ≥80%	新增量化考核体系，强化长期业绩导向， 高管/投研/公司层面均设置刚性约束指标
费率结构	未涉及费率动态调整机制	费率与业绩基准挂钩（超基准可提费，低基准 需降费）；宽基指数产品继续降费	首次建立浮动费率机制，打破固定费率模 式，推动行业盈利模式重构
产品管理	要求信息技术系统安全 标准	权益产品注册加速（股票 ETF 5 日/主动权益和 场外成熟宽基指数 10 日/股票仓位二级债基和 偏债混产品 15 日）；“低费率+绝对收益+业 绩报酬”和“长期股票投资+定期分红”两类 产品的会给予重点支持	注册效率提升 300%（原需 20 个工作 日），明确权益产品创新方向，政策支持 力度显著增强
合规监管	采取股东连带责任	采取股东连带责任	新增“伪市值管理”等违规行为入刑责； 约束基金经理产品管理规模及数量；建立 逆周期调节机制
代销机构	未单独规定代销机构评价	将权益保有规模及占比、盈利投资者占比、小 额定投业务规模等指标纳入评价指标体系；分 类给予牌照申请、产品准入等方面优先权	分类给予牌照申请优先权建立代销机构与 基金公司的双向激励机制，引导销售端向 权益类产品倾斜
行业格局	未涉及相关机制	支持头部公司向财富管理转型；推动保险/理财 /信托通过公募提高权益占比	从单纯资管业务转向综合财富管理，扩大 权益市场规模的政策路径清晰化
薪酬机制	未涉及薪酬与业绩挂钩	低于业绩比较基准 10%或者负收益的产品，基 金经理薪酬下降 50%，强化延期支付和追索	建立严格薪酬惩戒机制，将个人收益与投 资者利益深度绑定
长期导向	董事会需关注长期业绩	基金评奖以 5 年以上业绩为主；自购权益产品 规模纳入加分项	长期业绩考核从公司治理要求转化为具体 业务指标，通过评奖机制和自购行为强化 落实

资料来源：中国政府网，中银证券

3 月 13 日，内蒙古呼和浩特市卫生健康委网站发布落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程。凡符合条件的家庭，生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元，二孩 5 万元（分五年发放），三孩 10 万元（分十年发放），此为两会后首例地方性生育补助政策落地。现阶段，出生率的下滑导致我国人口增速逐年回落，通过生育补贴鼓励生育成为缓解人口压力的重要手段。从我们收集的国内各地区已实施的生育补贴政策来看，补贴对象大致相同，多数地方将“二孩”、“三孩”纳入补贴范围，且“三孩”的补贴力度普遍大于“二孩”；各地的不同点在于补贴的发放次数、形式、额度等方面。从生育补贴政策已执行一段时间的地区看，如四川攀枝花市、湖北天门市，都对当地 2024 年的生育率起到了良性刺激的效果。随着两会精神的落实，未来我们预计会有更多地方性生育补贴政策出台，微观视角下，生育补贴可以通过经济上的增收减支来促进居民生育意愿，提振婴儿用品、教育、医疗、居住这四类需求，建议关注相关上市公司的重估机会。

图表 22. 国内地方性二、三孩补贴性质政策概览

省份/自治区	城市/区县	补贴政策概要
云南省	全省	二孩一次性 2000 元，三孩 5000 元；每年另发 800 元至 3 周岁（累计最高 2.54 万元）；农村地区额外每月 200 元营养补贴
宁夏回族自治区	全区	二孩一次性 2000 元，三孩 4000 元；三孩家庭每月补贴不少于 200 元至 3 周岁
浙江省	杭州市	二孩一次性 5000 元，三孩 20000 元；托育费用减免
浙江省	宁波市	每月 600 元补贴+公办托育费用减半,限补三年。
四川省	攀枝花市	二孩、三孩每月每孩 500 元至 3 周岁（累计 1.8 万元）；全国首个市级补贴试点
湖北省	武汉市东湖高新区	三孩家庭每年 1 万元至 6 周岁（累计 6 万元），需本地户籍
湖北省	天门市	二孩家庭补贴 9.63 万元，三孩家庭累计补贴 16.51 万元（含购房优惠）
甘肃省	临泽县	二孩每年 5000 元，三孩 1 万元至 3 周岁；购房补贴（二孩 4 万/三孩 3 万）
黑龙江省	哈尔滨市	二孩每月 500 元，三孩 1000 元至 3 周岁
山东省	济南市	二孩每月 600 元，三孩 1000 元至 3 周岁；三孩家庭公积金贷款额度提高至 100 万元
山东省	青岛市	与济南标准一致（二孩 600 元/月，三孩 1000 元/月）
湖南省	长沙市	三孩一次性 1 万元，增加 1 套购房指标
新疆维吾尔自治区	石河子市	二孩每月 500 元，三孩 1000 元至 3 周岁，夫妻一方及子女为师市户籍的，发放标准为生育二孩 250 元/月/孩，生育三孩 500 元/月/孩。
安徽省	宁国市	二孩一次性 1 万元，三孩一次性 1.5 万元
内蒙古自治区	呼和浩特市（新增）	一孩一次性 1 万；二孩每年 1 万至 5 周岁（累计 5 万）；三孩每年 1 万至 10 周岁（累计 10 万）
广东省	深圳市（征求意见）	（拟）一孩 3000 元，二孩 5000 元，三孩 10000 元一次性补贴
河北省	衡水市	三孩产妇一次性补贴 5000 元
西藏	全区	干部职工生育三孩，可享受带薪产假一年，在海拔 4000 米以上地区或边境县工作的干部职工生育三孩可享受带薪产假一年半（含国家法定产假假期）

资料来源：各地方政府网，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士，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