

2025年03月09日

弱商品下的长周期复苏，权益资产占优

——资产配置周报（2025/03/03-2025/03/07）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001
zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业
cwyl@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾：**3月7日当周，全球股市表现分化，A股及港股表现亮眼，美股普遍调整；主要商品期货中原油收跌，黄金、铜、铝均上涨；美元指数有所回落，非美货币升值。1) 权益方面：恒生科技>恒生指数>科创50>深证成指>德国DAX>创业板指>上证指数>沪深300>法国CAC>日经225>英国富时100>道指>标普500>纳指，国内两会政策积极定调，题材板块回暖，美股方面可能在交易滞胀逻辑。2) 原油价格收跌，OPEC+预计推进增产计划，美国原油库存增幅超预期，使油价整体承压。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，螺纹钢由涨转跌，水泥止跌回升，混凝土小幅上涨、炼焦煤小幅下跌。4) 国内利率债收益率整体上行，全周中债1Y国债到期收益率上行9.5 BP至1.55%，10Y国债到期收益率上行8.5BP收至1.8002%。5) 10Y美债收益率当周上行8BP至4.32%。6) 美元指数收于103.8957，周下跌3.41%；离岸人民币兑美元升值0.68%；日元升值2.32%。
- **国内权益市场：**至3月7日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为16571亿元（前值19588亿元）。申万一级行业中，共有26个行业上涨，5个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为有色金属（+7.08%）、国防军工（+6.96%）、计算机（+6.74%）；跌幅靠前的行业为石油石化（-1.49%）、综合（-1.03%）、房地产（-0.91%）。
- **弱商品下的长周期复苏，权益资产占优。**近期A股及港股在全球资产表现突出，其中科技股明显走强。国内周期股表现分化，有色金属、钢铁走强，但是煤炭、公用事业、石油石化等走弱。我们认为当前或处于马丁·普林格六个经济周期阶段中的II阶段，资源品承压，债券仍有吸引力但是相较于权益的性价比下降。国内由于春节错月导致上年同期对比基数较高，以及汽车等商品降价促销等原因，2月居民CPI同环比下降；在煤炭、原油等价格下跌影响下，2月份PPI环比、同比下降，但是降幅均收窄。在美国偏弱的非农数据下，市场可能会提前交易降息预期，美元或仍然承压，未来中美利差对人民币汇率的压力可能减轻。国内的政策力度发力空间较大，建议在以科技为投资主线的时候，积极关注国内的经济复苏主线，可以左侧布局石化的下游如炼化、涤纶长丝行业，推荐医药、消费等板块。
- **积极把握两会主线。**两会经济主题记者会“科技”、“消费”含量较高，科技词频出现90次，消费词频出现80次，科技以及消费均有增量政策部署。财政政策上，强调中央财政预留了充足的储备工具和政策空间。货币政策上，强调择机降准降息，宽松仍是大方向，我们认为降准可能会先于降息，进一步来看再贷款利率下调的可能性短期要高于OMO利率。资本市场上，中长期资金入市的效果已逐步显现。
- **海外市场方面。**美国周五公布的就业数据显示，就业市场相对有弹性，上月新增就业15.1万人，低于预期的16万人左右。美联储主席鲍威尔也重申了美联储的中立立场，称不急于降息，因为劳动力市场仍然相对健康，通胀风险仍然较高。市场将密切关注关税是否已经推高成本的任何迹象，美国通胀数据将是未来一周数据中的关键，此外还有日本和英国的GDP数据、欧元区工业生产数据以及加拿大的利率决定。标普全球2月份的调查显示，美国PPI通胀率触及两年高点，在全球经济体中仅次于巴基斯坦和巴西。日本预计将出现两年来首次经常账户赤字，而家庭支出预计将萎缩。在印度，总体通胀率将向印度央行设定的4%的目标中点回落，而工业生产预计将加速增长。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：弱商品下的长周期复苏，权益资产占优	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪.....	7
2.1. 资金面：月初季节性效应显现，流动性有所缓和	7
2.2. 存单市场：供需不平衡，利率维持较强刚性.....	7
2.3. 利率债：央行仍会保持政策定力，市场预期或再次纠偏.....	8
2.4. 汇率：中美利差压力减轻，人民币汇率稳定性基础有待进一步巩固	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	9
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪.....	12
4. 行业及主题.....	15
4.1. 行业高频跟踪	15
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪.....	18
5.1. 政府工作报告的定调以及经济主题发布会的落实	18
5.2. 关注关税政策后续对出口的影响	19
5.3. 美国 2 月非农相对平淡.....	20
5.4. 资金及流动性跟踪.....	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	22
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	23
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 主要国家国债收益率周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	10
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/日, 台	10
图 7 美国燃料库存, 亿桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	12
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿现货加工 TC, 美元/干吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	14
图 23 中国铜精矿和精炼铜进出口, 万吨	14
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	15
图 29 海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	15
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	16
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	16
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	17
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	17
图 39 美、欧、日制造业 PMI	19
图 40 2021-2025 年 1-2 月合并后进口环比季节性, %	19
图 41 部分产品出口金额增速及进口数量增速, %	20
图 42 非农政府、商品生产、服务生产新增就业人数, 千人	21
图 43 非农服务业各分项新增就业人数, 千人	21
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21

图 47 SHIBOR 3M, %21

图 48 财经日历 23

1.核心观点：弱商品下的长周期复苏，权益资产占优

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 至3月7日当周，A股及港股在全球资产表现突出，其中科技股明显走强。国内周期股表现分化，有色金属、钢铁走强，但是煤炭、公用事业、石油石化等走弱。我们认为当前或处于马丁·普林格六个经济周期阶段中的II阶段，即整体资源品价格仍然承压，债券仍有吸引力但是相较于权益的性价比下降。国内由于春节错月导致上年同期对比基数较高，以及汽车等商品降价促销等原因，2月居民CPI同环比下降；在煤炭、原油等价格下跌影响下，2月份PPI环比、同比下降，但是降幅均收窄。在美国偏弱的非农数据下，市场可能会提前交易降息预期，美元或仍然承压，未来中美利差对人民币汇率的压力可能减轻。国内的政策力度发力空间较大，建议在以科技为投资主线的同时，积极关注国内的经济复苏主线，可以左侧布局石化的下游如炼化、涤纶长丝行业，推荐医药、消费等板块。

2) 积极把握两会主线。两会经济主题记者会“科技”、“消费”含量较高，科技词频出现90次，消费词频出现80次，科技以及消费均有增量政策部署。财政政策上，强调中央财政预留了充足的储备工具和政策空间。货币政策上，强调择机降准降息，宽松仍是大方向，我们认为降准可能会先于降息，进一步来看再贷款利率下调的可能性短期要高于OMO利率。资本市场上，中长期资金入市的效果已逐步显现。

3) 两会政府工作报告解读。5%左右的GDP目标，符合预期，但在外需面临关税政策等不确定性上升的情况下，扩内需仍需政策加力。财政政策上，支出提速，赤字率突破隐性约束，且“左右”或预留空间，超长期特别国债、特别国债支持银行补充资本金、专项债加量，广义赤字规模较去年明显提升；CPI目标下调，物价关注度上升，实际利率水平仍高，货币政策定调宽松仍是大方向；宏观政策取向上重民生、重时重效。重点任务上，扩内需放在首位，消费品以旧换新支持力度翻倍，服务消费有空间。科技、民营经济、绿色转型也是发展重点。稳住楼市股市放入了总体要求段落，重要性提升。房地产止跌回稳需持续用力；深化资本市场投融资改革，完善养老保障体系建设，资本市场生态体系有望健康发展。

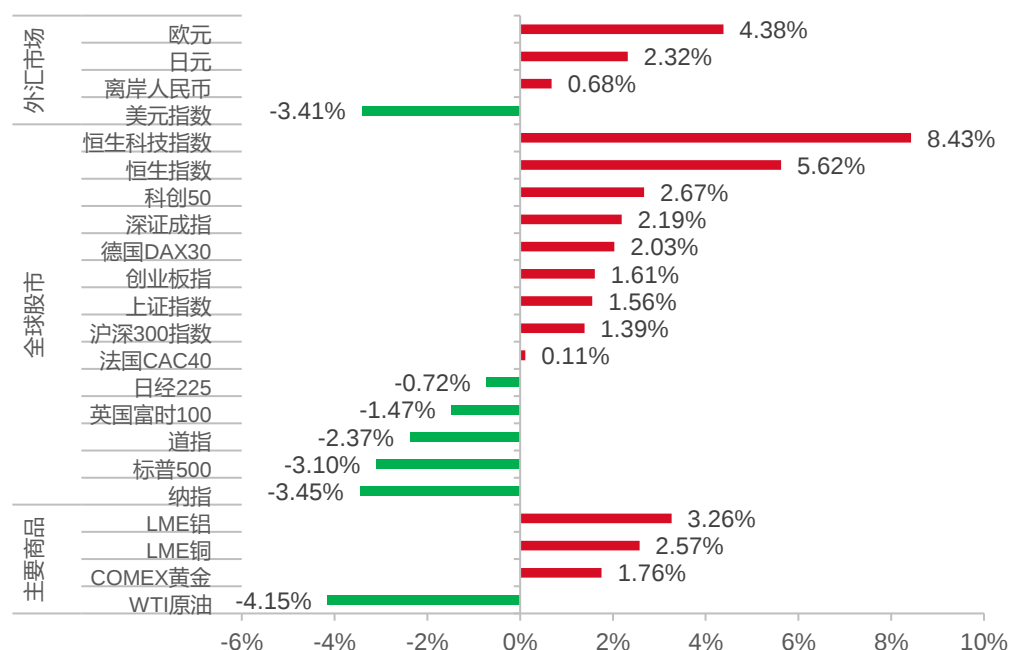
4) 海外市场方面，美国在3月7日周五公布的就业数据显示，就业市场相对有弹性，上月新增就业15.1万人，低于预期的16万人左右。美联储主席鲍威尔也重申了美联储的中立立场，称不急于降息，因为劳动力市场仍然相对健康，通胀风险仍然较高。市场将密切关注关税是否已经推高成本的任何迹象，美国通胀数据将是未来一周数据中的关键，此外还有日本和英国的GDP数据、欧元区工业生产数据以及加拿大的利率决定。标普全球2月份的调查显示，美国工业品出厂价格（PPI）通胀率触及两年高点，仅次于巴基斯坦和巴西，超过了所有其它经济体。日本预计将出现两年来首次经常账户赤字，而家庭支出预计将萎缩。在印度，总体通胀率将向印度央行设定的4%的目标中点回落，而工业生产预计将加速增长。

1.2.全球大类资产回顾

3月7日当周，全球股市表现分化，A股及港股表现亮眼，美股普遍调整；主要商品期货中原油收跌，黄金、铜、铝均上涨；美元指数有所回落，非美货币升值。1) 权益方面：恒生科技>恒生指数>科创50>深证成指>德国DAX>创业板指>上证指数>沪深300>法国CAC>日经225>英国富时100>道指>标普500>纳指，国内两会政策积极定调，题材板块回暖，美股方面可能在交易滞胀逻辑。2) 原油价格收跌，OPEC+预计推进增产计划，美国原油库存增幅超预期，使油价整体承压。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，螺纹钢

由涨转跌,水泥止跌回升,混凝土小幅上涨、炼焦煤小幅下跌;高炉开工率环比改善 1.22pct;乘用车日均零售 4.99 万辆,环比上升 24.16%,同比 26.00%;BDI 环比 13.91%,连续三周上涨。4)国内利率债收益率整体上行,全周中债 1Y 国债到期收益率上行 9.5 BP 至 1.55%,10Y 国债到期收益率上行 8.5BP 收至 1.8002%。5)美联储主席杰罗姆·鲍威尔向市场保证经济仍然稳固,同时强调没有降息的紧迫性,10Y 美债收益率当周上行 8BP 至 4.32%。6)德国拟设立 5000 亿欧元特别基金,以往低财政赤字的政策主张可能会改变,10Y 德债收益率当周大幅上行 45BP。7)美元指数收于 103.8957,周下跌 3.41%;离岸人民币兑美元升值 0.68%;日元升值 2.32%。

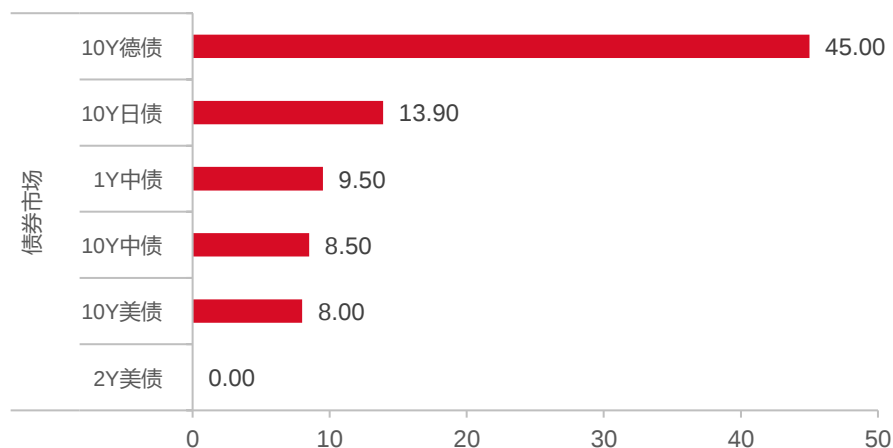
图1 全球主要大类资产周度表现, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 主要国家国债收益率周度表现, BP

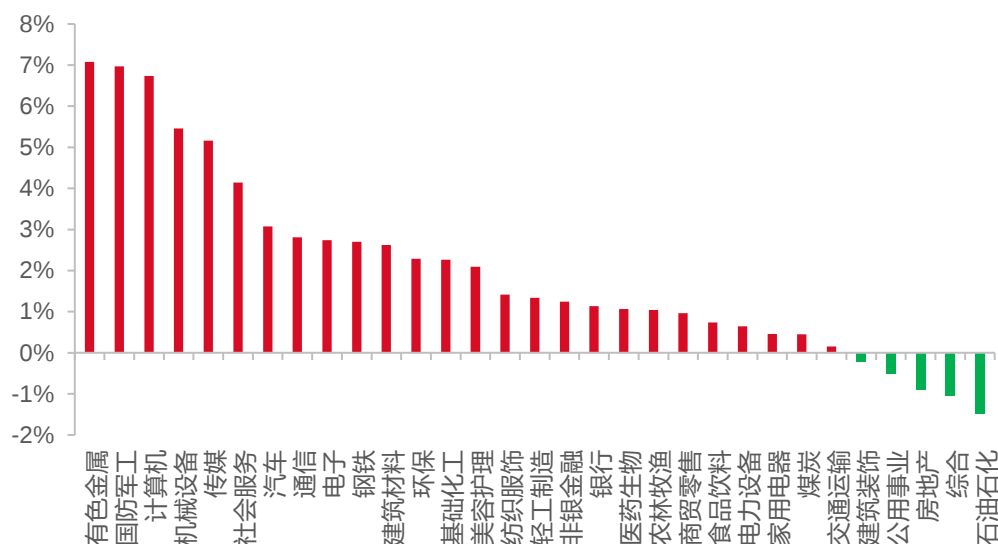


资料来源：同花顺，东海证券研究所，注：日本国债数据截止日为当周四

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 3 月 7 日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为 16571 亿元（前值 19588 亿元）。申万一级行业中，共有 26 个行业上涨，5 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为有色金属（+7.08%）、国防军工（+6.96%）、计算机（+6.74%）；跌幅靠前的行业为石油石化（-1.49%）、综合（-1.03%）、房地产（-0.91%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，3/3-3/7

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：月初季节性效应显现，流动性有所缓和

受益于月末财政支出加快及央行月末适度扩大流动性投放，跨月资金面实现平稳过渡。随着跨月与两会关键节点平稳过去，央行对流动性风险顾虑下降，公开市场操作恢复此前偏强硬态度，周内顺势累计回收流动性 8813 亿元（其中逆回购到期 16592 亿元，投放 7779 亿元，无其他投放回笼操作）。不过，在月初季节性效应的主导下，公开市场回笼并没有引起资金面的再度紧张，资金面紧张程度维持在 2 月下旬以来相对缓和的状态。

2.2.存单市场：供需不平衡，利率维持较强刚性

尽管资金面有所缓和，但存单市场供需格局依然失衡，利率处于高位。主要原因是此前资金面紧张、非银存款利率管制等因素扰动了供需格局，存单市场在重新平衡过程中持续面临供需不匹配及信息不对称的问题。银行（供给端）：理财与货币基金等非银存款从银行表内流出→大行受影响较大，产生负债缺口，对中小银行净融出减少→中小行产生负债缺口，转而加大银行金融债券发行力度（以同业存单为主）。非银端（需求端）：同业存款收益率降低→理财等机构配置的非银存款转向短债。

在此过程中，同业存单的供给和需求在期限、信用等级并不完全匹配：供给端中小银行存单更多，且在利率上升阶段更倾向于发行短期限存单，而理财等资管资金优先考虑高等级债券，并可能倾向于拉长久期以锁定较高收益率。另外，这个重新平衡过程涉及机构较多，

信息不对称及发行流程均会拉长重新平时间轴，并进一步抬高同业存单利率。这些因素的存在可能已经使得同业存单在本轮资金面紧张中超调，当前短期资金面率先趋缓，存单配置价值或逐步体现。

2.3.利率债：央行仍会保持政策定力，市场预期或再次纠偏

两会期间，财政与金融对重点领域支持到位，能达到类似宽信用或类似降息的效果，这或许可以缓解总量货币政策的紧迫性。此外，央行对“适度宽松”及“降准降息”节奏的回应与其年初以来的实际行动相符，谨慎态度依然较为明显。受央行表态影响，3月7日当周后两个交易日，10年期国债收益率明显上行。

硬科技、新动能融资方面：（1）发改委表示将组建国家创业投资引导基金，带动地方资金、社会资本近1万亿元，通过市场化方式投向科技型企业；（2）央行表示将科技创新和技术改造再贷款规模将扩大到8000亿元至10000亿元；（3）央行表示将推出的债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券。

消费及民生方面：（1）财政与金融政策联动，财政部将新增个人消费贷款与餐饮、健康、养老、托幼、家政等领域经营主体贷款两项贷款贴息政策，降低其融资成本；（2）财政部将“以旧换新”规模从1500亿元增加至3000亿元，支持范围同步扩大。

央行回应“适度宽松”时表示：“货币政策取向是一种对状态的描述”“中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”。央行回应“降息降准”节奏时表示：“将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”“中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间”。这些表态与央行年初以来汇率、关税及国内复苏等因素影响下的偏慢的货币政策节奏非常相符。

除两会期间积极政策外，现阶段稳汇率诉求及国内经济改善迹象也有助于央行保持其政策定力。人民币汇率方面，中美利差有望收窄，进而缓解人民币汇率压力。但近期人民币汇率走强幅度小于美元走弱幅度，指向关税升级及投资限制不确定性对人民币汇率的约束依然较大，其稳定性需要继续巩固。两会期间，央行继续释放维稳信号，支持人民币汇率保持稳定。国内经济方面，PMI、物价指数、房地产销售及价格等相关数据显示一季度国内经济复苏迹象明显。最新公布的2月物价指数（在货币政策执行报告等官方文件中，物价是央行货币政策的重要考量）受春节错位等因素影响整体回落，但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。相比平淡的总体表现，这些结构性亮点可能更受央行关注。

近期全球多边关税升级对外需的冲击也应是央行的考量。但其负面冲击存在滞后性，在前述多个有利因素面前，这一因素或尚不能左右央行当前的态度。综合而言，我们认为降准及结构性政策工具降息的优先级明显高于全面降息，市场或随着预期纠偏再度进入震荡，注意防范风险。

2.4.汇率：中美利差压力减轻，人民币汇率稳定性基础有待进一步巩固

一方面，偏弱核心PCE数据及关税升级加剧了市场对美国经济衰退担忧，另一方面，美欧地缘政治影响下，传统美元避险买盘也受到质疑，3月7日当周美元指数连续走弱。这促进包括人民币在内的非美货币升值，周内美元兑离岸人民币升值515点至7.2435。

美国当地时间3月7日（周五）发布的美国2月非农就业报告显示，美国就业市场已经出现了放缓迹象。偏弱的非农数据和失业率上升可能强化市场对经济放缓的担忧，市场可能

提前交易降息预期，美元或仍然承压。但美联储对当前经济状况仍然持乐观看法，不急于调整利率，因此，美元下行空间可能受制于美联储的谨慎立场。

基于以上，我们认为未来中美利差对人民币汇率的压力可能减轻。内生动能方面，国内经济基本面相对稳定，政府工作报告中设定的各项经济目标符合市场预期，对人民币汇率影响偏积极。当前汇率面临的不确定性主要是关税升级及中美双向投资限制。央行对人民币汇率的态度依然较为强硬，人民币汇率稳定性基础可能有待进一步巩固。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 3 月 7 日当周，WTI 原油震荡下行，周内触及 65.22 美元/桶的近一年低点，于周五收于 66.36 美元/桶，周平均价涨跌幅-2.85%。截至 2025 年 2 月 28 日当周，美国原油产量为 1351 万桶/天，同比增长 31 万桶/天。截至 2 月 28 日当周，美国钻机数 593 台，较去年同期减少 36 台；其中采油钻机数 486，较去年同期减少 20 台。2 月 28 日当周，美国炼厂吞吐量为 1538.7 万桶/天，开工率 85.9%。

Enbridge 正在努力为其干线原油系统增加约 30 万桶/天的新产能，以应对将更多原油从加拿大西部运往美国中西部和美国墨西哥湾沿岸需求中心日益增长的需求。产能增加将分阶段进行，每个阶段为 15 万桶/日，第一阶段预计于 2027 年上线。在运输量提升的支撑下，从短期来看，Suncor Energy 等领先的油砂生产商将增加 10 万桶/日的新产能，以及 Cenovus 的 15 万桶/天油当量、加拿大自然资源的 17 万桶油当量/天和 MEG Energy 的 2.5 万桶/天等。

欧佩克秘书处 3 月 3 日表示，八个欧佩克+国家将按计划从 4 月起逐步放松减产，其中将逐步增加阿联酋 30 万桶/日的配额。

由于进口燃料油成本飙升，山东的一些独立炼油厂于 1 月下旬关闭了 CDU，只留下使用外包原料的二级装置运营。这些法规导致用作原料的燃料油的消费税增加了 20%-60%，这使得许多炼油厂的运营变得不经济。从 2 月下旬开始，随着燃料油价格下跌，总炼油能力为 17.8 万桶/天的独立炼油厂开始重启其 CDU。3 月初，俄罗斯 M100 燃料油的报价较 DES 山东原油 Platts Singapore 380 CST HSFO 估价的平均值溢价约 20 美元/吨。这比 1 月中旬实施新税收规则时的 60-70 美元/吨溢价大幅下降。与 1 月中旬相比，燃料油的使用总成本可能下降约 300-400 元/吨（41-55 美元/吨），这使得一些炼油厂有可能恢复运营。

油价判断：预计短期内布伦特原油仍将在 70~80 美元/桶区间震荡运行，二季度或将触及年内低点。

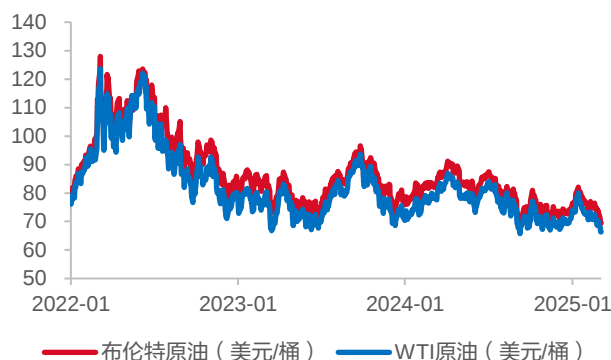
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

由于进口燃料油成本飙升，山东的一些独立炼油厂于 1 月下旬关闭了 CDU，只留下使用外包原料的二级装置运营。这些法规导致用作原料的燃料油的消费税增加了 20%-60%，这使得许多炼油厂的运营变得不经济。从 2 月下旬开始，随着燃料油价格下跌，总炼油能力为 17.8 万桶/日的独立炼油厂开始重启其 CDU。3 月初，俄罗斯 M100 燃料油的报价较 DES 山东原油 Platts Singapore 380 CST HSFO 估价的平均值溢价约 20 美元/吨。这比 1 月中旬实施新税收规则时的 60-70 美元/吨溢价大幅下降。与 1 月中旬相比，燃料油的使用总成本可能下降约 300-400 元/吨（41-55 美元/吨），这使得一些炼油厂有可能恢复运营。

油价判断：预计短期内布伦特原油仍将在 70~80 美元/桶区间震荡运行，二季度或将触及年内低点。

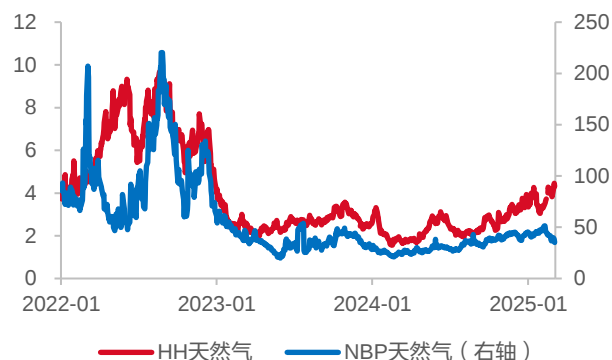
(数据来源: Wind, EIA, Platts, Oilprice, BakerHughes, OPEC)

图4 原油价格, 美元/桶



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 天然气价格, 美元/百万英热



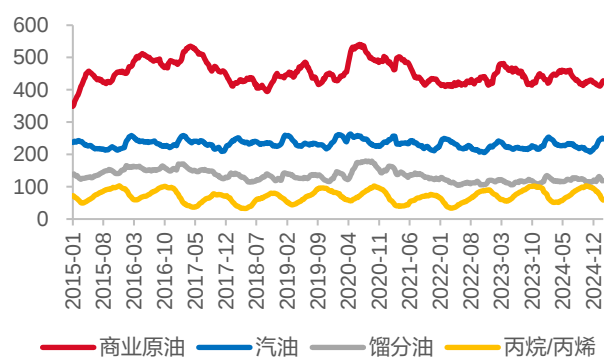
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/日, 台



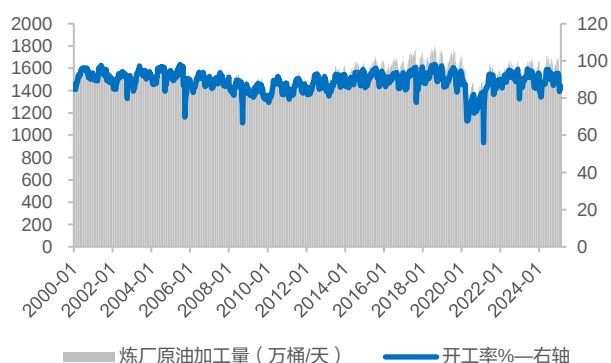
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 亿桶



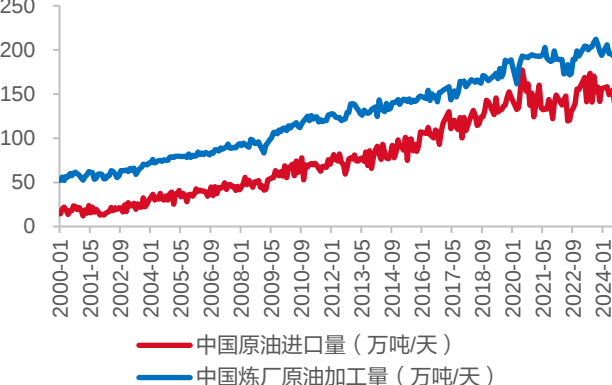
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



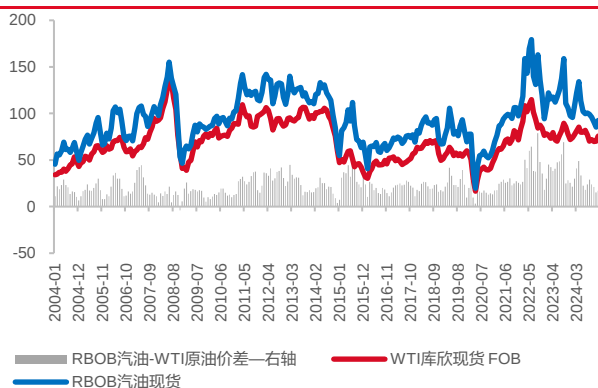
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



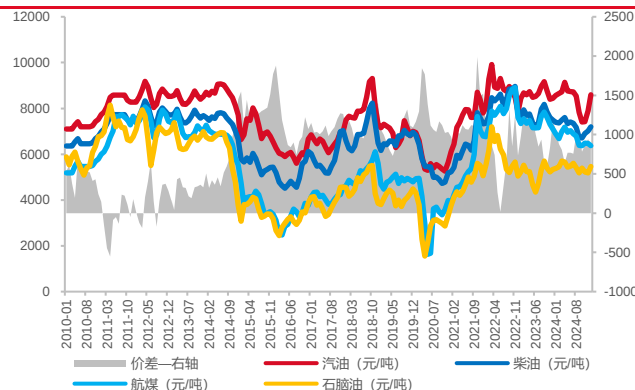
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油} \times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

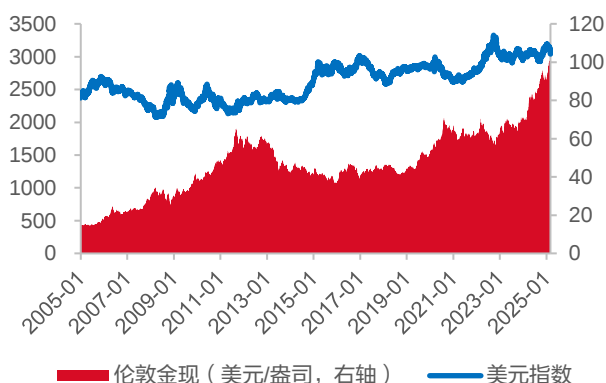
3.2.黄金跟踪

周内避险需求较强，金价短期或将承压。截至2025年3月7日，伦敦金现收于2909美元/盎司，较上周同期上涨1.83%。受美元指数走弱影响，周内金价有所上涨，但动能有所减弱。SPDR持有量周内下行，美国停止对乌克兰援助，并表示可能加强对俄罗斯制裁。关税方面，对墨西哥加征25%关税生效，但汽车关税暂获豁免。整体来看，市场避险需求仍为主导，长期上涨逻辑不变，而短期内美债利率若迎来拐点则将对金价造成较大压力。

美债利率低开反弹，中债利率同步走强。截至3月7日当周，10Y美债利率小幅反弹5bp至4.29%，10Y中美利差倒挂值为254bp，较上周稍有走宽。中国10Y国债利率周内低开高走，最终报收1.80%。2025年1月美国CPI同比上涨3%，前值2.9%，高于市场预期，1月PPI同比增长2.4%。2025年2月，我国制造业PMI为50.2%，较上月改善1.1个百分点，景气向上；美国制造业PMI为50.3%，较上月回落0.6个百分点。

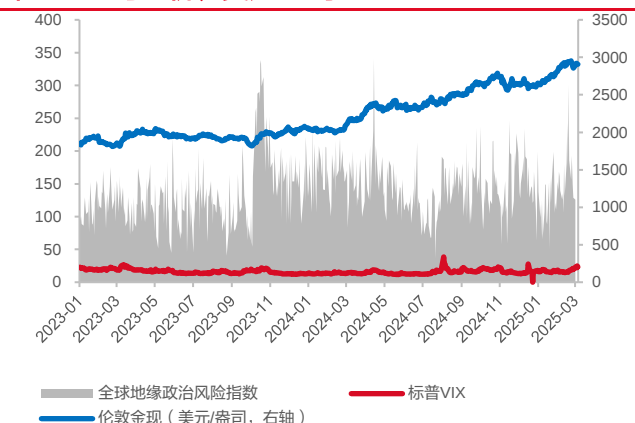
金价判断：预计金价在2700美元/盎司有较强支撑，调整到位后有望冲击3000美元关口。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



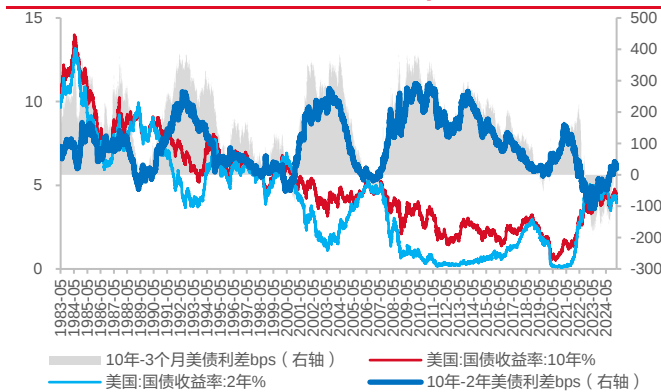
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



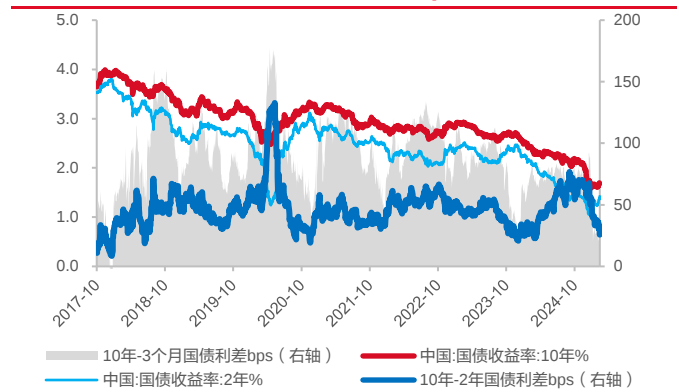
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



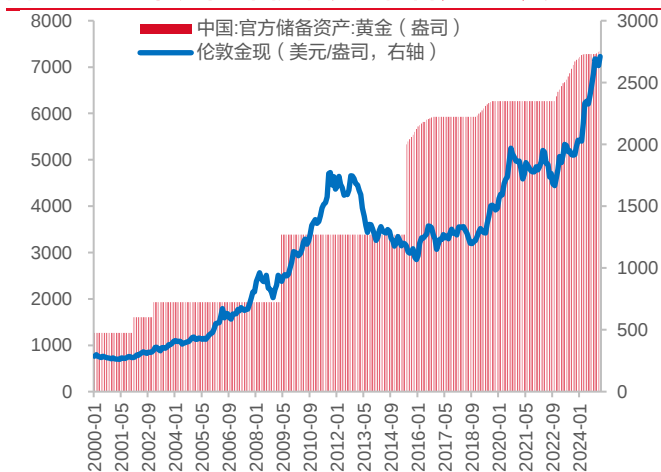
资料来源: CME, 东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	88.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	46.6%	47.9%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	34.7%	47.5%	13.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.6%	40.0%	33.6%	8.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.2%	31.6%	35.9%	17.3%	2.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.7%	33.0%	30.0%	12.7%	2.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.0%	23.1%	31.9%	23.9%	8.9%	1.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.4%	10.3%	23.9%	31.2%	22.6%	8.3%	1.2%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.6%	3.8%	12.7%	25.2%	29.7%	20.0%	7.0%	1.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.3%	13.5%	25.5%	29.1%	19.2%	6.6%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.7%	13.9%	25.6%	28.7%	18.7%	6.4%	0.9%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.1%	5.1%	14.4%	25.7%	28.3%	18.2%	6.2%	0.8%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	5.3%	14.7%	25.8%	28.0%	17.9%	6.0%	0.8%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.1%	5.0%	13.9%	24.8%	27.8%	18.8%	7.1%	1.3%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.5%	12.8%	23.4%	27.4%	19.9%	8.6%	2.0%	0.2%

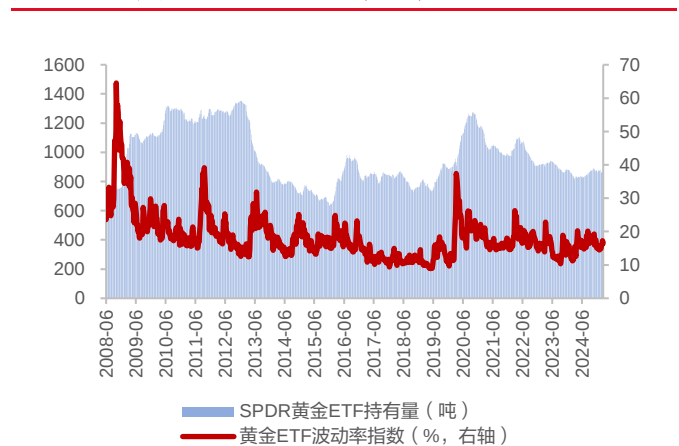
资料来源: CME, 东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备, 盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 3 月 7 日, SHFE 电解铜连续合约结算周均价为 77540 元/吨, 较上一周价格环比增长 0.7%, 价格同比上升 10%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9497.13 美元/吨, 较 2024 年同期同比上升 7.9%。2025 年初金属铜价短期内无明显

变化，但仍然处在价格高位上行区间中。3月7日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2444.75 美元/干吨，价格环比上升 0.2%，同比上升 7.9%。精矿价格呈现上浮趋势，进一步增加了金属铜冶炼端成本。

2025 年 1 月，我国电解铜产量约为 105.78 万吨，环比增幅 2.3%，同比增幅 3.6%，生产能力持续复苏，下游需求维持旺盛状态。2024 年 12 月铜精矿产量为 15.35 万吨，环比增长 10.4%，我国铜矿需求主要还是依靠进口。2025 年 1 月，我国电解铜产能为 1648 万吨，环比增幅为 13%，电解铜产能集中释放，产能利用率为 76.2%。2024 年 12 月我国电解铜产量和需求缺口约为 38.6 万吨，缺口基本变化方向是从年初至年末递增，我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 3 月 7 日，我国铜精矿当周港口库存 47.3 万吨，库存量环比下降 4.3%，同比增幅约为 55.1%；3 月 7 日，电解铜现货库存为 35.92 万吨，环比增幅约为 1.1%，增速下降，同比略下滑 0.3%。2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化，相关系数为-0.72。

2025 年 3 月 7 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 165699.75 手，环比增长 14.7%，成交量为 192365 手，环比增长 7.5%，电解铜的市场交易情绪略有回暖，自 2024 年中的高额交易持仓和成交量之后金属铜的单边交易热度总体呈现下滑趋势。2025 年 1 月，沪铜单边交易交割量为 8150 万吨，低于前三年当月交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差扩大，现货价格回升。

考虑到部分主要铜矿出产国受技术、环境、政策等因素影响，全球铜资源供应相对紧缺，铜矿现货加工费持续走高的现状，短期内原矿供不应求的现状难以缓解。以中国为代表等主要消费国的需求增长，将直接影响铜的需求量。2025 年若美联储持续降息策略，美元走弱，汇率波动或将推高铜价。综合来看 2025 年铜价可能呈现波动上涨的趋势，但具体表现仍将取决于多重因素影响。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿现货加工 TC，美元/干吨



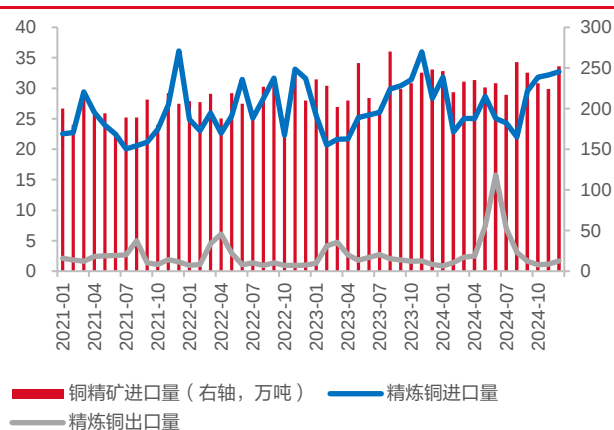
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



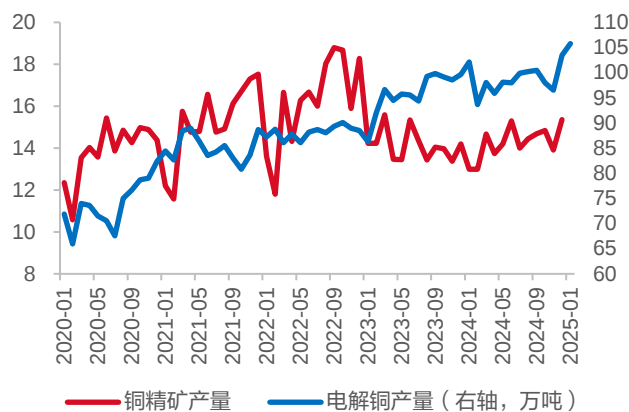
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国铜精矿和精炼铜进出口，万吨



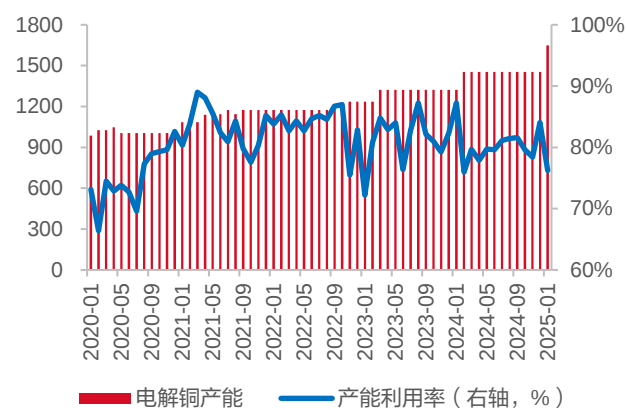
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



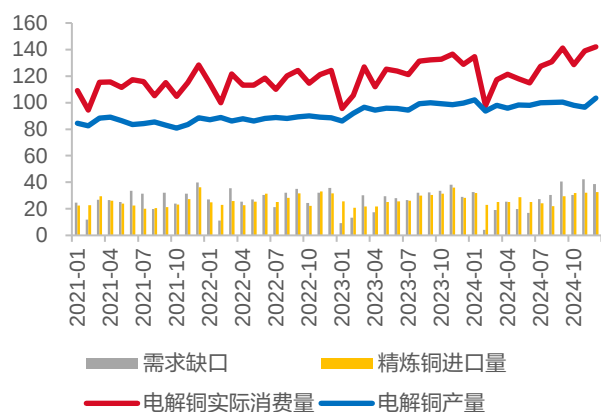
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



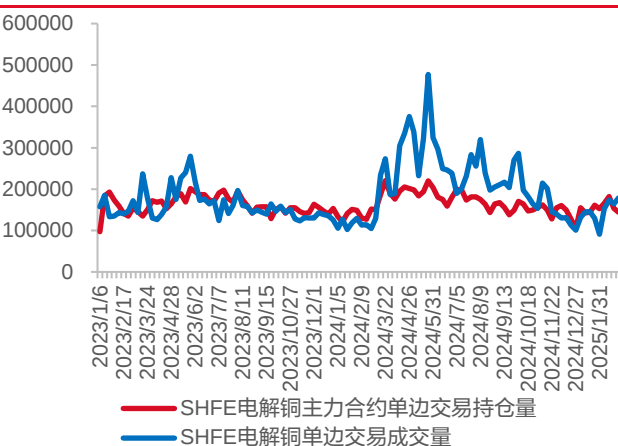
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



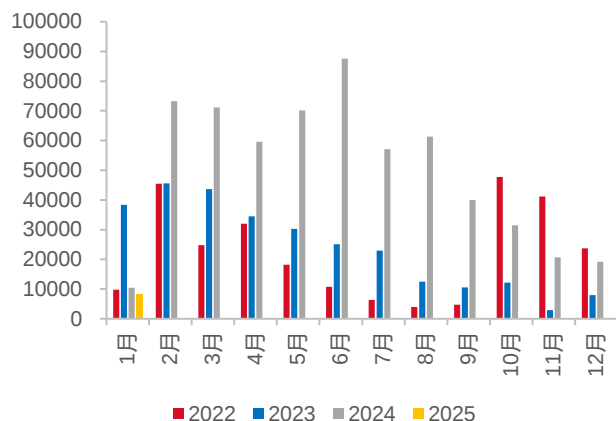
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



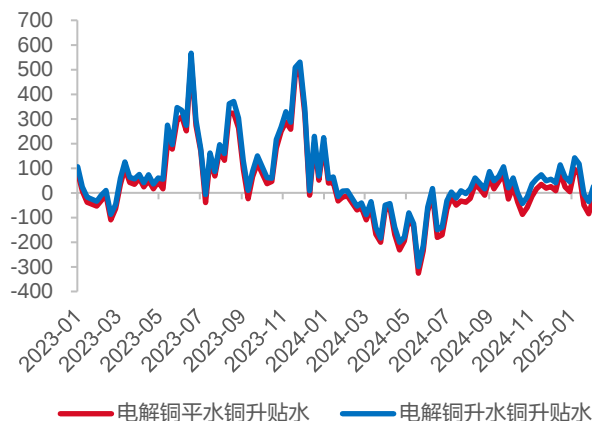
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

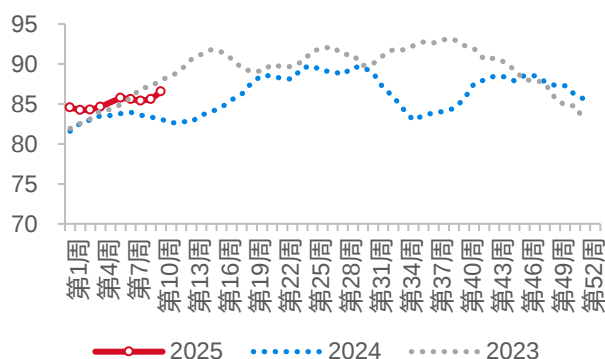


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

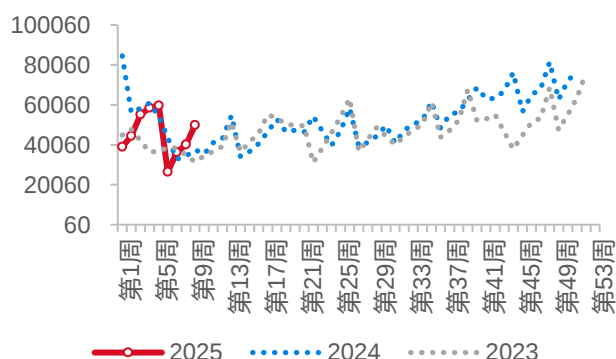
4.1.行业高频跟踪

图30 247 家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



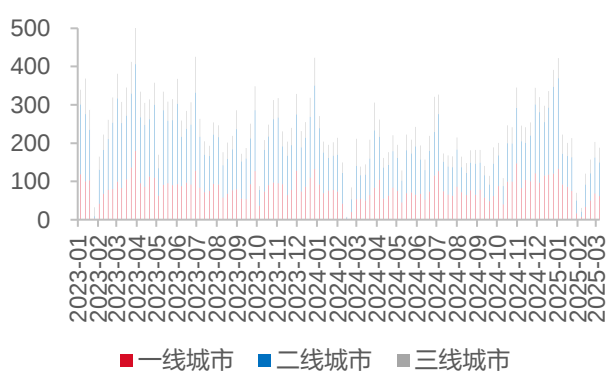
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



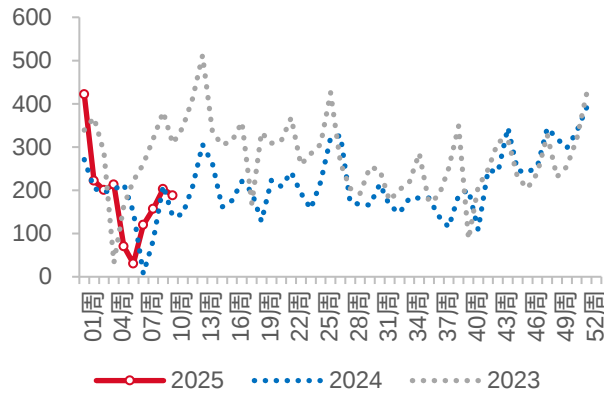
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



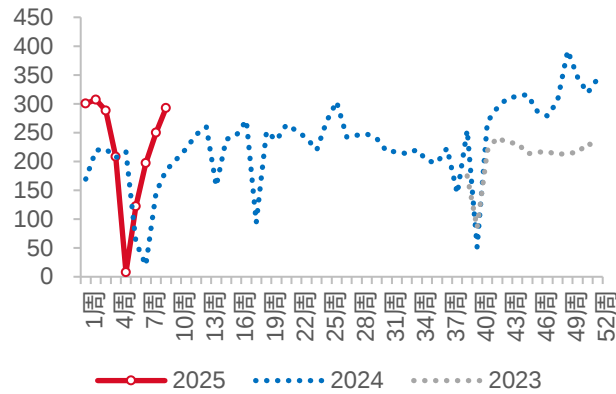
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	3/7	2/28	2/21	2/14	2/7	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-7.3	35.4	万平方米	188	203	157	120	31	
	一线城市	-10.0	14.2	万平方米	62	69	50	33	7	
	二线城市	-6.4	42.5	万平方米	88	94	71	59	13	
	三线城市	-4.9	65.8	万平方米	39	41	36	28	10	
消费出行	国内航班执飞	-7.2	-6.0	架次	83913	90386	95427	99397	102150	
	国际航班执飞	-1.0	20.5	架次	11583	11701	12081	12613	13096	
	电影票房	-53.0	10.1	万元	75881	161441	312817	458223	795867	
	观影人次	-52.0	4.7	万人次	1745	3638	6840	9785	15946	
外需	BDI指数	13.9	-40.3	/	1400	1229	981	792	815	
	CCFI指数	-3.2	-7.7	/	1211	1251	1319	1387	1415	
物价	南华工业品价格指数	-1.7	-6.5	/	3740	3804	3856	3865	3862	
	螺纹钢	-1.1	-11.8	元/吨	3281	3318	3316	3293	3346	
	水泥价格指数	1.6	12.6	/	120.61	118.68	119.51	120.78	120.86	
	南华农产品指数	-0.3	-0.4	/	1070	1073	1072	1069	1065	
	猪价	-1.8	3.6	元/公斤	20.83	21.21	21.57	22.25	23.02	
	7种重点水果	-0.7	0.2	元/公斤	7.37	7.43	7.46	7.49	7.50	
	鸡蛋	0.8	0.1	元/公斤	8.47	8.40	8.40	8.77	9.29	
生产开工率	28种重点蔬菜	-1.8	-10.3	元/公斤	4.81	4.89	5.02	5.26	5.45	
	PTA	-2.1	-6.0	%	76.93	79.02	79.14	82.33	81.29	
	纯碱	-5.8	-7.7	%	83.29	89.04	87.85	87.30	88.04	
	浮法玻璃	0.3	-8.8	%	76.38	76.09	76.43	76.77	76.35	
	江浙织机	2.1	-5.2	%	59.99	57.88	/	34.43	18.62	
	半钢胎	0.3	4.2	%	82.78	82.51	80.35	73.85	29.38	
	全钢胎	0.2	-0.9	%	68.78	68.57	66.69	62.45	20.03	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<沪深 300<上证 180<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平，%

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMQR 分位数(%)	PBMQR
创业板指	16.68	34.98	36.28	4.41
创业板 50	19.74	32.11	39.30	4.98
中证 1000	50.89	39.72	27.56	2.21
中证 500	51.15	29.13	32.31	1.93
沪深 300	58.05	12.72	23.83	1.35
上证 180	60.33	11.06	23.56	1.17
上证 50	72.33	10.96	36.47	1.21
科创 50	96.95	92.62	62.20	5.07

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值（PE）分位数水平：周期：公用事业<环保<石油石化。消费：纺织服饰<食品饮料<农林牧渔。高端制造：家用电器<电力设备<机械设备。科技：通信<传媒<电子。金融（PB）：房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMQR 分位数(%)	PBMQR
周期	公用事业	11.23	17.14	23.75	1.68
	环保	11.78	26.67	7.24	1.52
	石油石化	12.90	10.67	28.86	1.14
	有色金属	19.13	21.94	26.47	2.28
	交通运输	20.35	17.34	20.76	1.38
	建筑装饰	36.77	9.83	5.06	0.80
	煤炭	44.34	11.08	45.35	1.35
	基础化工	80.74	31.11	41.19	1.93
	建筑材料	86.06	38.25	3.91	1.06
	钢铁	98.00	285.51	41.42	0.99
消费	纺织服饰	12.73	22.43	12.48	1.77
	食品饮料	16.16	21.49	31.30	4.59
	农林牧渔	18.61	33.35	2.63	2.34
	轻工制造	19.36	30.01	11.99	1.96
	美容护理	27.37	39.33	8.78	3.03
	社会服务	28.36	37.46	10.16	2.84
	医药生物	68.61	41.10	4.97	2.72
	商贸零售	80.76	59.10	27.63	1.72
	家用电器	42.90	16.73	33.68	2.58
	电力设备	43.74	49.57	23.19	2.52
高端制造	机械设备	56.46	41.13	57.14	2.67
	汽车	66.59	33.00	72.75	2.63
	国防军工	72.20	104.61	75.18	3.66
	通信	31.79	24.37	35.58	2.12
科技	传媒	68.16	66.18	29.84	2.51
	电子	89.55	76.93	68.98	4.12
	计算机	92.50	181.42	65.74	4.67

	房地产	0.00	-19.15	5.66	0.77
金融地产	非银金融	15.33	14.84	17.79	1.40
	银行	58.59	6.31	23.11	0.65

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.政府工作报告的定调以及经济主题发布会的落实

本周，两会召开，3月5日国务院总理李强作政府工作报告，3月6日召开经济主题记者会，多部门领导出席并回答记者提问。

1) GDP 增速目标 5%左右。符合市场预期，但实现必须付出艰苦努力，体现政策取向积极。

2) 财政政策持续用力、更加给力。一般公共预算支出同比 4.4%；赤字率 4%突破隐性约束，“左右”隐含灵活；地方政府专项债增至 4.4 万亿元，投向上除了投资建设外，收储以及化债也是重点；超长期特别国债 1.3 万亿元支持两新和两重，此外 5000 亿元特别国债用于补充银行资本金得到落实；初步测算广义赤字率 8.4%，高于去年 1.8 个百分点。经济主题记者会上财政部部长蓝佛安指出，为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间，这意味着财政政策在年中还有追加的可能，定调积极。

3) “适度宽松”的货币政策基调延续，汇率影响节奏，宽松大方向不变，以往 3%的 CPI 目标更偏上限，下调至 2%更务实。结合经济主题发布会来看，降准或先行，结构性工具资金利率有下行空间。

4) 宏观政策重民生，重时重效。报告提及推动更多资金资源“投资于人”，并在重点工作中提及“更大力度稳定和扩大就业”，对于政策实施要“能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”。民生方面，经济主题记者会上财政部部长蓝佛安公布了包括对基础养老金、退休养老金、育儿补贴、学生补助等多方面的民生支持政策。

5) 扩内需放首位，消费是重点。报告将扩内需放在 2025 年政府工作任务首位，3000 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新，较去年的规模翻倍。商品消费需求端是主要矛盾，服务消费主要矛盾是优质供给不足。新增实施两项贷款贴息政策，一项是对重点领域的个人消费贷款，给予财政贴息，另一项是对餐饮住宿、健康、养老、托幼、家政等民生相关的领域，对经营主体贷款分类给予贴息。

5) 积极扩大有效投资。中央预算内投资拟安排 7350 亿元，较去年增加 350 亿元。与 2024 年相比，投资更强调“有效”。关注“两重”项目，以及地方政府化债减负后对于城市更新以及改善民生方面的投入。

6) 科技新动能。政府工作报告中提到的行业较去年新增了具身智能和 6G，传统产业升级强调设备更新工程，激活数字经济强调应用端。3月6日经济主题发布会“科技”含量较高。增量举措包括：1.设立国家创业投资引导基金，吸引带动地方、社会资本近 1 万亿元，据央视新闻报道该基金主要引导金融资本投早、投小、投长期、投硬科技，聚焦人工智能、量子科技、氢能储能等前沿领域，基金存续期达到 20 年。2.创新推出债券市场的“科技板”。3.扩大科技创新和技术改造再贷款规模，从目前的 5000 亿元扩大到 8000 亿元至 1 万亿元，同时降低再贷款利率。4.资本市场加大支持科创的金融产品服务供给，除了 IPO 以及股票之外，债券、可转债、优先股、资产证券化、期权、期货等产品和工具也可以有所作为。

7) 稳住楼市股市。政府工作报告罕见地将“稳住楼市股市”放入了总体要求段落。持续用力推动房地产市场止跌回稳，体现出对于房地产的稳定对于经济大盘稳增长的重要性。政策上棚改释放需求潜力，供给上控制新房供应以及收储并进，融资协调机制继续支持房地产企业保交楼，稳定预期。经济主题记者会上证监会主席吴清介绍了中长期资金入市的成效：1. 入市长钱明显多了。两期互换便利超 1000 亿元，400 家上市公司披露回购增持再贷款合计近 800 亿元，第二批保险资金长期股票投资试点春节前后两批共批复 1120 亿元，后续还将进一步扩大，去年 9 月以来保险、各类养老金在 A 股净买入约 2900 亿元。2. 权益类基金发展明显加快。去年 9 月至今权益类基金规模从 6.3 万亿元增长到 7.7 万亿元。3. 两部门正推进长期资金长周期考核政策文件的制定工作。

8) 其他重点。政府工作报告对民营经济的支持，绿色转型，资本市场改革，防范化解风险做出了重要部署。

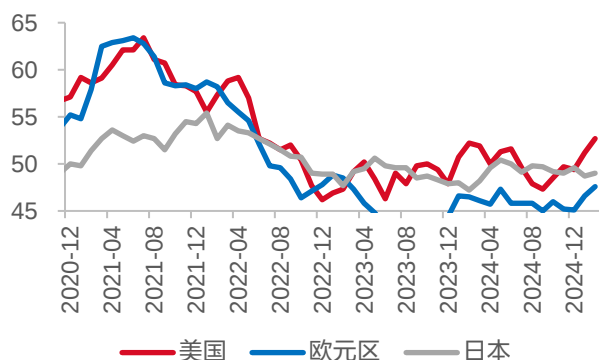
5.2. 关注关税政策后续对出口的影响

影响出口增速回落的四个原因。2025 年 1-2 月，以美元计价，出口增速 2.3%，较 2024 年 12 月明显回落。但从外需来看，并未明显走弱。2 月，日本、欧元区制造业 PMI 均有所回升，美国 ISM 制造业 PMI 回落但仍高于荣枯线。1-2 月出口弱于季节性的原因，一是特朗普上任前“抢出口”效应可能延续，这或许主要体现在 1 月；二是 2 月 10% 关税政策落地，叠加春节假期影响；三是 1-2 月合计与 2024 年同期相比少了 2 个工作日，对出口也有所影响；四是基数抬升也影响出口增速，这一点可能贯穿全年。

高新技术产品表现较好。高新技术产品当月同比有所提升，较 2024 年 12 月回升 1.1 个百分点至 5.4%。主要产品中，集成电路、自动数据处理设备及其零部件均有明显回升；12 月表现较好的钢材、汽车零部件、医疗仪器、纺织纱线及其制成品增速均有不同程度的回落。

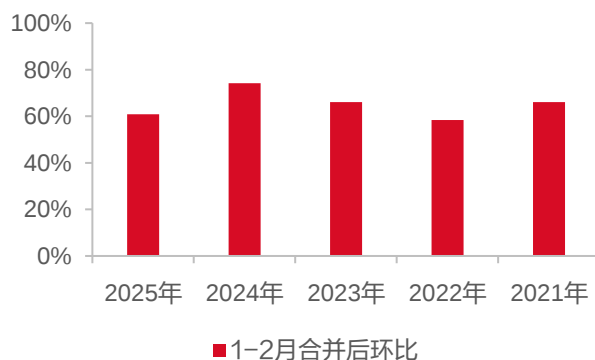
关注关税政策的影响。3 月 4 日起，美国对中国输美产品再次加征 10% 关税，自特朗普上任以来已累计加征 20% 关税。后续关税政策的不确定性仍然较大，包括最惠国待遇是否会取消，其他国家是否会进行转嫁关税的操作等等。总的来看，出口当前是否趋势性走弱仍需验证，但中长期来看关税压力下中枢可能会下行。

图39 美、欧、日制造业 PMI



资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 2021-2025 年 1-2 月合并后进口环比季节性，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图41 部分产品出口金额增速及进口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2025-02	2024-12	环比变化	2025-02	2024-12	环比变化
肥料	52.6	-1.1	53.7	56.0	22.3	33.7
集成电路	11.9	5.3	6.6	20.1	13.6	6.5
自动数据处理设备及其零部件	10.5	9.5	1.0			
家用电器	6.3	14.1	-7.8	9.4	15.5	-6.1
液晶显示板	5.6	6.3	-0.7	4.5	5.8	-1.3
医疗仪器及器械	4.4	16.3	-11.9			
汽车(包括底盘)	2.5	12.1	-9.6	16.8	24.9	-8.1
水产品	2.3	17.6	-15.3	11.9	22.1	-10.2
船舶	2.2	10.5	-8.3	-0.7	-5.8	5.1
粮食	1.3	-47.5	48.8	0.7	-42.2	42.9
汽车零配件	0.6	15.6	-15.0			
稀土	-0.4	-11.9	11.5	-3.0	-3.3	0.3
音视频设备及其零件	-1.0	5.5	-6.5			
通用机械设备	-2.0	29.0	-31.0			
纺织纱线、织物及其制品	-2.0	17.2	-19.2			
手机	-3.3	-15.8	12.5	-11.7	-9.3	-2.4
钢材	-3.9	11.8	-15.7	6.7	25.9	-19.2
未锻轧铝及铝材	-5.5	7.2	-12.7	-11.0	3.1	-14.1
服装及衣着附件	-6.9	6.2	-13.1			
塑料制品	-8.3	4.2	-12.5			
玩具	-11.1	-2.9	-8.2			
家具及其零件	-15.5	3.1	-18.6			
鞋靴	-18.3	-0.7	-17.6	-6.7	6.8	-13.5
箱包及类似容器	-20.2	-7.1	-13.1	2.3	13.1	-10.8
中药材及中式成药	-21.0	8.6	-29.6	1.4	10.7	-9.3
灯具、照明装置及其零件	-21.7	3.8	-25.5			
成品油	-24.8	-31.2	6.4	-18.1	-19.5	1.4
陶瓷产品	-30.4	-11.3	-19.1	-10.1	-0.3	-9.8

资料来源：海关总署，东海证券研究所

5.3.美国 2 月非农相对平淡

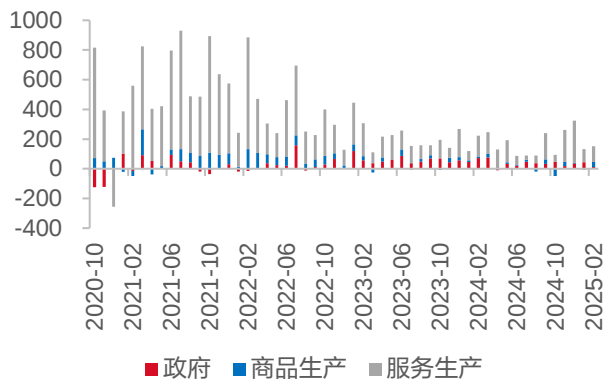
美国就业整体仍有韧性。2 月，美国季调后新增非农就业 15.1 万人，预期增 16 万人，前值由 14.3 万人下修至 12.5 万人。15.1 万人低于近 3 个月均值 23.6 万人，略低于去年月均值 16.8 万人，总体反映就业降温但仍有韧性。结构上政府部门就业受裁员影响，仅新增 1.1 万人，较前值少增 3.3 万人。建筑业及制造业就业均有改善，制造业主要集中在汽车及零部件行业。不过新增非农的贡献仍主要来自于服务业，金融、医疗表现较好，零售业或受关税影响，就业由增转减。

失业率小幅上行。2 月劳动参与率 62.4%，预期 62.6%，前值 62.6%，劳动参与人数下降。2 月失业率 4.1%，预期 4.0%，前值 4.0%。范围更广的 U6 失业率较前值上升 0.5 个百分点至 8.0%，为 2021 年 10 月以来最高，反映了劳动力市场的降温。

薪资增速小幅降温。2 月时薪环比 0.3%，前值 0.4%，同比升至 4.0%。薪资降温有利于通胀回落，但持续性仍需观察。

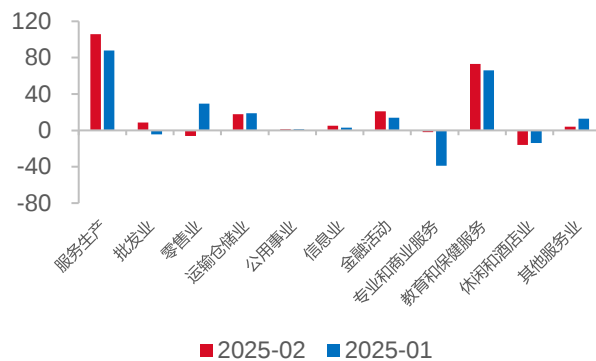
总体来看，2 月非农数据释放的增量信息相对有限，数据公布后美元以及美债收益率回落重新上涨，美股也震荡上涨。2 月中下旬以来一系列数据低于预期，市场交易的逻辑在由紧缩向衰退切换，2 月非农虽然表现并不强，但也并不糟，美联储主席鲍威尔当天再次表示不需要急于调整利率。特朗普的政策仍存较大不确定性，预计降息预期仍将来回波动。

图42 非农政府、商品生产、服务生产新增就业人数，千人



资料来源：Wind，东海证券研究所

图43 非农服务业各分项新增就业人数，千人



资料来源：Wind，东海证券研究所

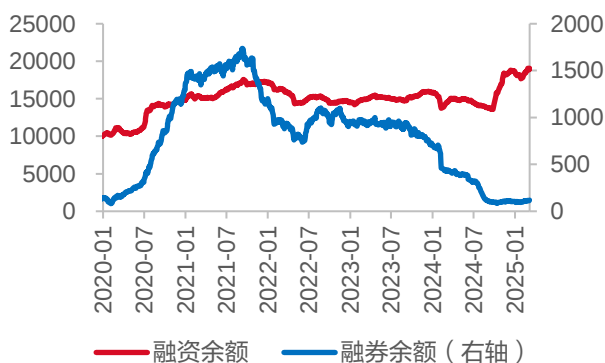
5.4.资金及流动性跟踪

融资余额增长。3月6日，融资余额 19087.99 亿元，较上周末增长 216.60 亿元。

基金仓位环比下降。3月7日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 81.97%、75.36%，分别较上周下降 0.18%、2.73%。

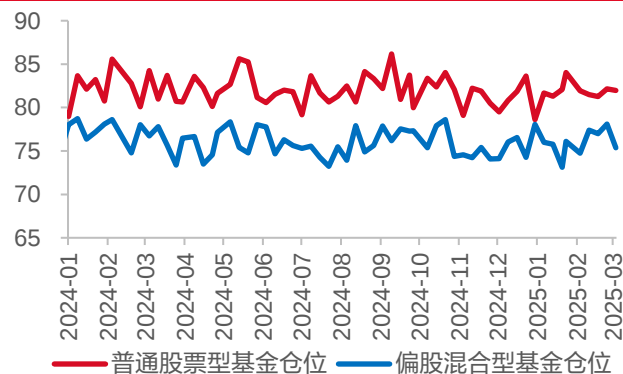
资金利率回落。3月7日当周，DR007 周均为 1.7986%，较上周环比下降 39.42 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.9713%，较上周环比上升 11.48 个 BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



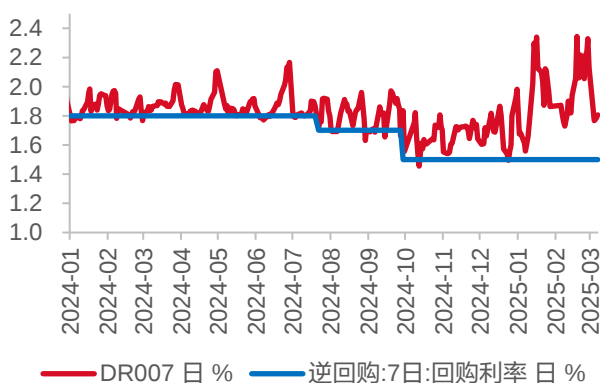
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 美国对中国再次加征关税。美方宣布以芬太尼等问题为由，自3月4日起对中国输美产品再次加征10%关税。

2) 美国总统特朗普在国会联席会议演讲中透露两大动作。一是呼吁美国应该废除《芯片法案》，另外则是宣布将于4月2日开始征收对等关税。农产品关税也将于4月2日生效。

3) 欧元区2月CPI初值略超预期。欧元区2月CPI初值同比升2.4%，预期升2.3%。月核心CPI初值同比升2.6%，预期升2.6%。

4) 欧洲央行降息。欧洲央行将存款机制利率、主要再融资利率、边际贷款利率下调25个基点至2.5%、2.65%、2.9%。

5) 鲍威尔的最新讲话释放重磅信号。美联储主席鲍威尔称，美联储官员正在关注特朗普政府政策的影响，但他对当前经济状况仍持相对乐观的看法。对于市场高度关注的降息时间点，鲍威尔表示，美联储应保持谨慎，现阶段无需急于调整政策利率。

6) 德国拟设立5000亿欧元特别基金。德国候任总理默茨周二表示，作为全面政策改革的一部分，德国将设立一个5000亿欧元的特别基金，以解决急需的国防投资问题。柏林还将改革债务刹车机制，允许更多的国防开支，超过1%的开支将不受债务刹车机制的限制。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

1) 习近平：落实高质量发展要求，实现我军建设“十四五”规划圆满收官。3月7日，国家主席习近平强调，实现我军建设“十四五”规划圆满收官，对如期实现建军一百年奋斗目标，对以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业，都具有重要意义。

2) 全国人大常委会工作报告显示今年将制定多项法案。今年将围绕健全社会主义市场经济法律制度，制定民营经济促进法、国家发展规划法、金融法等，修改反不正当竞争法、企业破产法、银行业监督管理法等。围绕推进社会、文化领域立法，制定法治宣传教育法、托育服务法等，修改传染病防治法、国家通用语言文字法；围绕人工智能、数字经济、大数据等新兴领域加强立法研究。

3) 2月外储规模上升，继续增持黄金。中国2月外汇储备规模为32272亿美元，较1月末上升182亿美元，升幅为0.57%。中国2月末黄金储备规模为7361万盎司，环比增加16万盎司，为连续第四个月增加。

4) 中国对美加征关税进行反制。自2025年3月10日起，对原产于美国的农产品（如鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税）和部分工业品（如高粱、大豆、猪肉、牛肉等加征10%关税）；中国自2025年3月4日起暂停进口美国原木；决定将莱多斯公司等15家美国实体列入出口管制管控名单，禁止两用物项对其出口；将美国因美纳公司列入不可靠实体清单，禁止其向中国出口基因测序仪。

5) 中国对原产于加拿大的部分进口商品加征关税。3月8日，国务院关税税则委员会发布关于对原产于加拿大的部分进口商品加征关税的公告称，对菜子油、油渣饼、豌豆加征100%关税，对水产品、猪肉加征25%关税。

6) 2025 年 2 月份, 全国居民消费价格同比下降 0.7%。其中, 城市下降 0.7%, 农村下降 0.7%; 食品价格下降 3.3%, 非食品价格下降 0.1%; 消费品价格下降 0.9%, 服务价格下降 0.4%。1—2 月平均, 全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

7) 2025 年 2 月份, 全国工业生产者出厂价格同比下降 2.2%, 环比下降 0.1%, 降幅比上月均收窄 0.1 个百分点; 工业生产者购进价格同比下降 2.3%, 环比下降 0.2%。1—2 月平均, 工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.2%, 工业生产者购进价格下降 2.3%。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 设立国家创业投资引导基金。3 月 7 日经济主题记者会上, 发改委主任郑栅洁提到, 将设立国家创业投资引导基金, 吸引带动地方、社会资本近 1 万亿元, 据央视新闻报道该基金主要引导金融资本投早、投小、投长期、投硬科技, 聚焦人工智能、量子科技、氢能储能等前沿领域, 基金存续期达到 20 年。

2) 国家发展改革委等八部门印发《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》, 其中提到, 统筹利用存量资产。各地方发展改革部门牵头, 对适合改建或转型普惠养老服务设施的党政机关和国有企事业单位培训疗养机构、闲置用房、学校等, 务实推动解决规划调整、不动产权证书办理、房屋报建及改扩建、消防验收、养老机构备案等方面存在的困难。围绕盘活存量资产加大政策支持。

3) 深圳印发《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划(2025-2027 年)》和《深圳市加快推进人工智能终端产业发展行动计划(2025—2026 年)》。其中分别提到, 到 2027 年, 关联产业规模达到 1000 亿元以上, 具身智能机器人产业集群相关企业超过 1200 家; 到 2026 年, 人工智能终端产业核心竞争力进一步增强, 全市人工智能终端产业规模达 8000 亿元以上、力争 1 万亿元。

4) 国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》。其中提出, 到 2027 年, 金融“五篇大文章”发展取得显著成效, 重大战略、重点领域和薄弱环节的融资可得性和金融产品服务供需适配度持续提升, 相关金融管理和配套制度机制进一步健全。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图48 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
3/11	07:50	日本	第四季度不变价 GDP:同比(修正)(%)	0.6	
3/12	待定	中国	2 月 M2:同比(%)	7	7.06
3/12	待定	中国	2 月新增人民币贷款(亿元)	51300	13037.50
3/12	待定	中国	2 月 M1:同比(%)	0.4	1.20
3/12	待定	中国	2 月社会融资规模:当月值(亿元)	70567	27142.86
3/12	20:30	美国	2 月 CPI:末季调:同比(%)	3	
3/13	20:30	美国	2 月 PPI 最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%)	0.3	

3/13	20:30	美国	2月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%)	3.4
------	-------	----	----------------------------------	-----

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089