

金融市场分析周报

(2025.02.24-2025.02.28)

报告摘要

- **PMI:** 随着假期效应影响消退,制造业活动重回扩张区间,服务业活动边际回落,但建筑业回升。2月,制造业 PMI 为 50.2,较 1 月回升 1.1 个百分点,延续去年四季度以来底部企稳态势;非制造业商务活动指数为 50.4,较 1 月回升 0.2 个百分点。制造业方面,供需两端均改善、对制造业 PMI 的拉动作用较大,主要价格回升,库存继续下降,制造业企业信心持续提升。非制造业方面,尽管服务业回落,但建筑业回升,是非制造业反弹的主因。
- **资金面分析:** 月末与央行投放相结合,资金价格维持波动;下周逆回购到期额仍位于高位,关注央行支持情况。本周央行公开市场累计开展了 16592 亿元逆回购操作和 3000 亿元 MLF 操作,本周央行公开市场共有 15261 亿元到期,因此本周央行公开市场全口径净投放 4331 亿元。月末与央行投放相结合,资金价格维持波动。下周月初,跨月结束叠加月末财政支出走款,一定程度带来资金面季节性缓和。近两周政府债融资额连续升高后,下周政府债融资额环比回落,处于近期相对偏低位置,预计对于资金面的冲击随之降低。本周跨月期间,央行相应增大逆回购投放,下周逆回购到期额再超 1.5 万亿元,月初预计央行维持公开市场操作净回笼,下周资金面情况仍需观察央行逆回购投放
- **利率债:** 本周周五晚间央行公告未进行国债买卖操作,买断逆回购符合预期。下周两会来临,市场整体较为谨慎,财政方面市场关注赤字率、超长期特别国债发行计划及“两新一重”领域发力,地方政府专项债发行提速或增加供给压力,货币方面两会后资金面转松也为市场期望,但降息降准概率较低。地产宽松政策同样有一定预期。PMI 数据制造业超预期,非制造业下滑,合并 1-2 月,综合 PMI 是略低于去年的,经

主要数据

上证指数	3324.2099
沪深 300	3885.2208
深证成指	10679.4351

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

2025 年 2 月官方 PMI 数据总体表现中性 — 2025-03-03
金融市场分析周报 —2025-02-26
美联储会议纪要显示进一步降息须通胀下行 —2025-02-24

济仍在弱修复中，对债市压力有限。综上，本周短端继续新高，长端在前高附近徘徊，均未出现大幅上行的情况，若后续资金面阶段性缓和，短端修复空间加大，同时也会带动长端下行，故继续关注超调后的交易性机会。

- **权益市场：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱。**本周市场整体下跌，上证指数（-1.72%）、深证成指（-3.46%）、沪深 300（-2.22%）、科创 50（-1.46%）、创业板指（-4.87%）、中证 500（-3.26%）、中证 1000（-2.77%），均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 4.6%。分行业来看，申万一级行业中钢铁、房地产、食品饮料表现较强，分别上涨 3.18%、2.22%、1.77%；通信、传媒、计算机表现较弱，分别下跌 9.64%、8.00%、7.82%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19915.86 亿元，较上周增加 776.23 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。
- **美元指数分析：国际贸易不确定性再次增大，美元指数转为上行。**本周美国多项经济数据公布，其中美国 1 月份 PCE 数据公布，同比上涨 2.65%，与此前市场预期相符。此外美国 2024 年四季度 GDP 修正值环比升 2.3%，同样符合市场预期。本周美国关税风波再起，美国总统表示，美国将于 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税，同时后续也将对中国、欧盟等地区进一步增加关税。整体来看本周公布的美国主要经济数据整体符合预期，对于美元指数冲击有限，但受美国总统发言影响，国际贸易不确定性再次增大，美元指数后半周转为上行。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

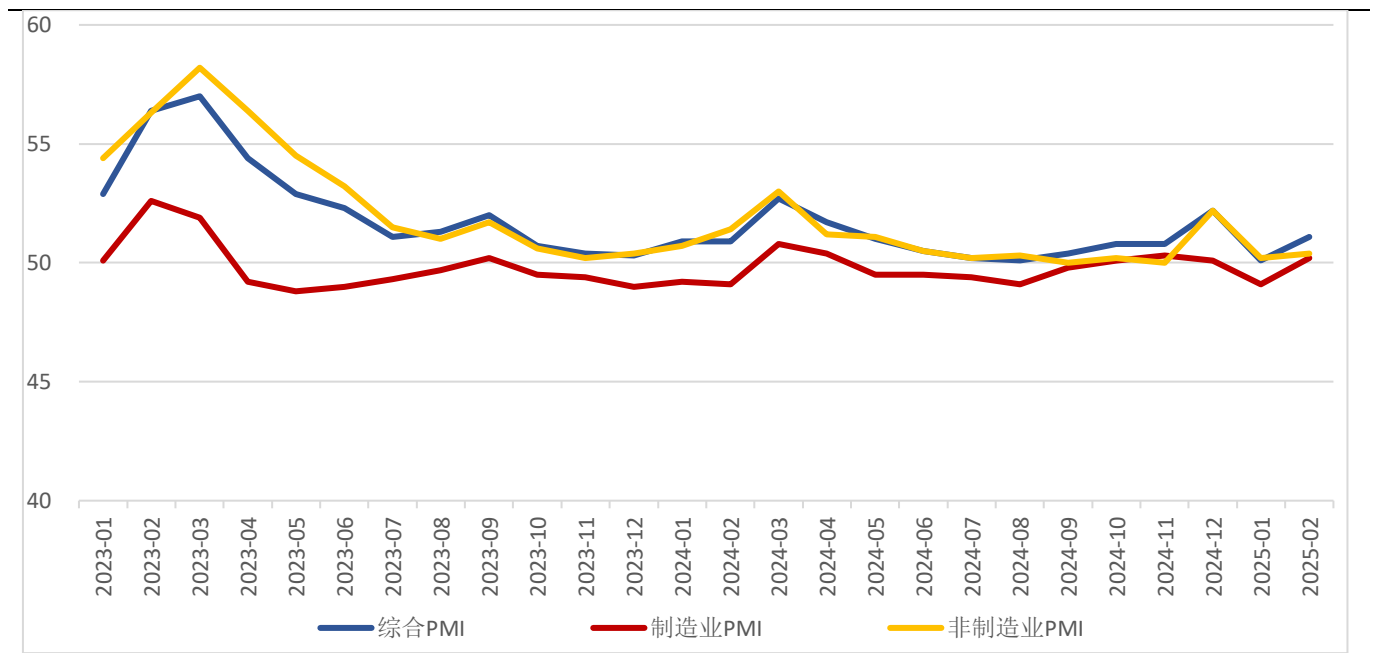
一、 本周重点经济	4
1.1 随着假期效应影响消退，制造业活动重回扩张区间，服务业活动边缘回落，但建筑业回升	4
1.2 一周要闻	5
二、 固定收益市场分析	6
2.1 资金面分析：月末与央行投放相结合，资金价格维持波动；下周逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况	6
2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，未买卖国债，PMI 超预期，利率债本周震荡上行	8
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率整体下行	10
三、 主要资产价格分析	11
3.1 权益市场分析：两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技	11
3.2 美元指数分析：国际贸易不确定性再次增大，美元指数转为上行 ..	12

一、 本周重点经济

1.1 随着假期效应影响消退，制造业活动重回扩张区间，服务业活动边际回落，但建筑业回升

随着春节假期效应逐渐消散及企业陆续复工复产，制造业生产活动重回扩张区间。2月，制造业采购经理指数（PMI）为50.2，较1月回升1.1个百分点，重新回到扩张区间，延续去年四季度以来底部企稳的态势；非制造业商务活动指数为50.4，较1月回升0.2个百分点；综合PMI产出指数回升1个百分点至51.1，企业生产活动出现加速。

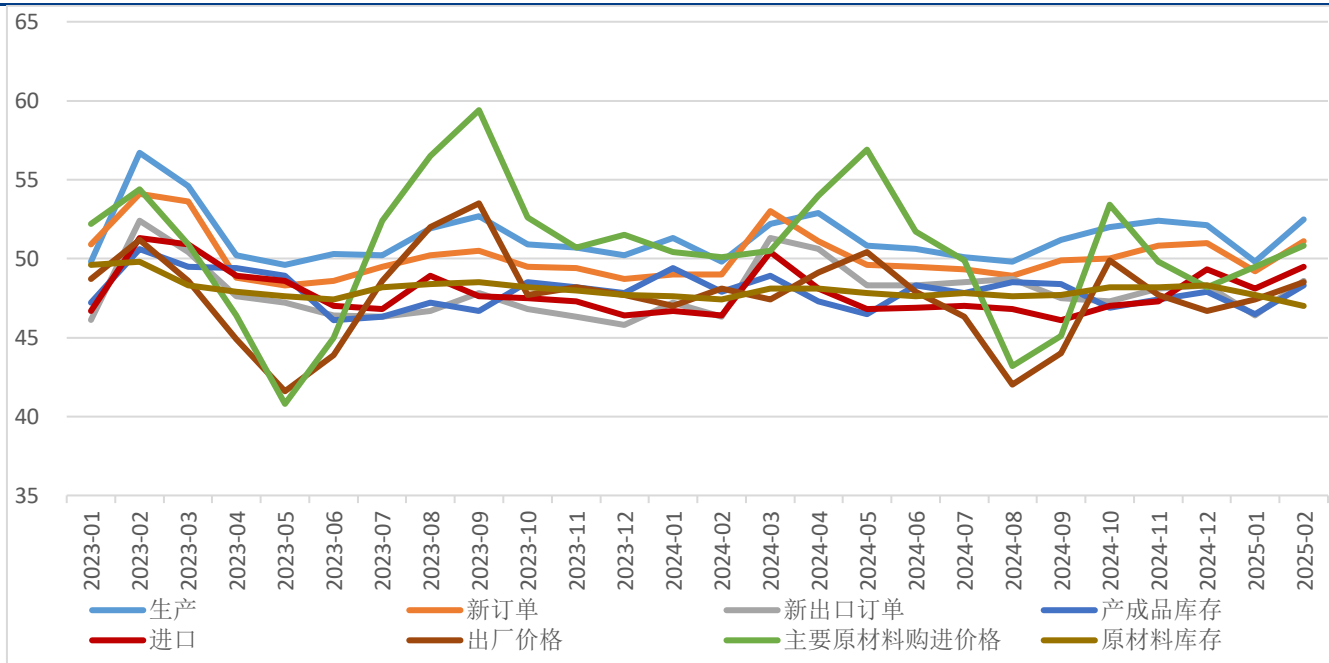
图1：2月制造业和非制造业PMI均出现回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

制造业PMI的回升并不意外，春节过后供需两端均边际改善，对制造业PMI的拉动作用较大。2月制造业供需明显改善，生产指数、新订单指数分别反弹2.7个、1.9个百分点至52.5、51.1，均从收缩转为扩张；出口边际改善但预期仍较弱，新出口订单指数回升2.2个百分点至48.6，继续低于荣枯线；制造业就业反弹，从业人员指数上升0.5个百分点至48.6，但增幅明显弱于季节性，主因或是制造业用工需求可能因节后返工延迟或企业观望情绪浓厚而致。供需两端改善，助力价格指标回升，2月主要原材料购进价格指数为50.8，较1月回升1.3个百分点；出厂价格指数上升1.1个百分点至48.5，不过依然低于临界点。由于市场需求出现反弹，企业主动增加原材料采购，2月采购量指数反弹2.9个百分点至52.1；生产消耗快于补库存，原材料库存指数持续处于收缩区间，回落0.7个百分点至47；产成品库存指数回升1.8个百分点至48.3。制造业企业信心持续提升，2月生产经营活动预期指数为54.5，较1月回落0.8个百分点。

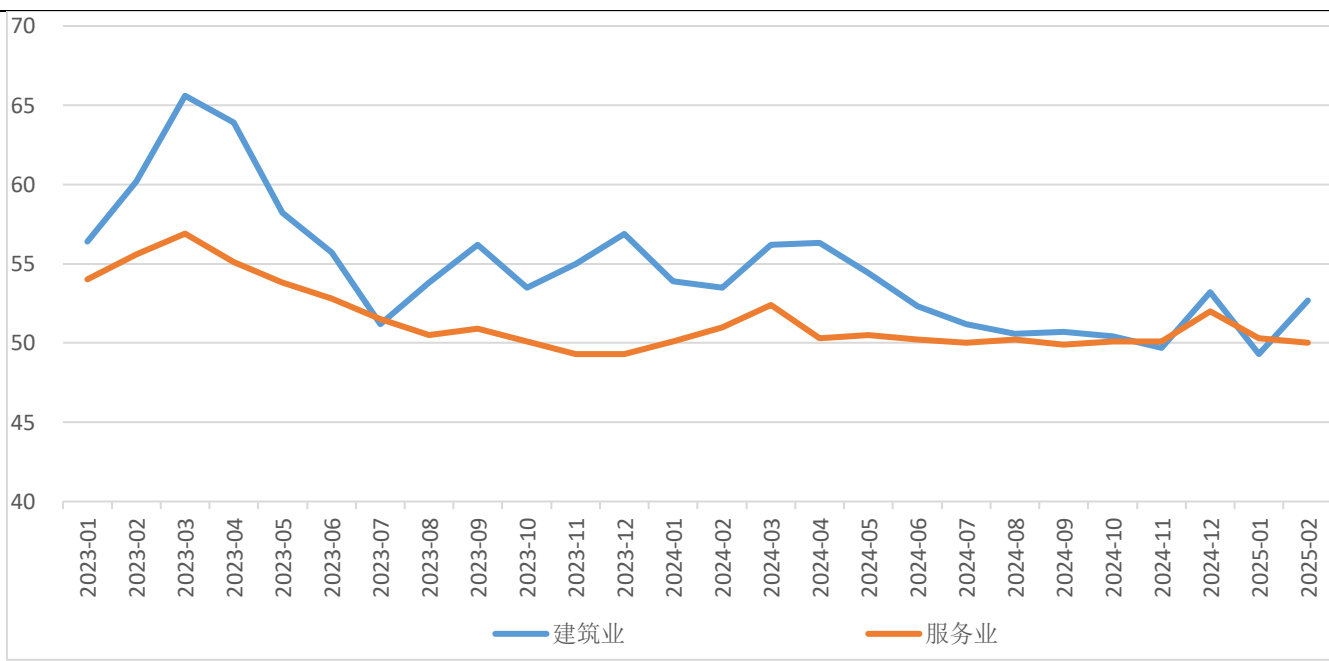
图2：制造业供需两端均改善，主要价格回升，库存继续下降（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

服务业回落，建筑业回升。2月，服务业商务活动指数回落0.3个百分点至临界点50，受春节假期效应消退影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落明显；由于部分地区天气转暖和投资项目陆续动工等，建筑业商务活动指数大幅反弹3.4个百分点至52.7，重回扩张区间，其中土木工程建筑业商务活动指数大幅升至65.1，说明节后基础设施项目建设施工进度加快。

图3：服务业回落，建筑业回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 国内2月份PMI数据公布，2月官方制造业PMI为50.2，前值49.1；非制造业PMI为50.4，比上月

上升 0.2 个百分点；综合 PMI 为 51.1，比上月上升 1.0 个百分点。国家统计局表示：2 月份，随着春节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，制造业采购经理指数明显回升，为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.1%；三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平总体有所回升

2) 本周美国总统特朗普在内阁会议上表示，美国将从 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税。特朗普还表示，预计将很快宣布对欧盟输美商品加征关税；可能会征收 25% 的关税，这将适用于汽车和所有其他物品。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月末与央行投放相结合，资金价格维持波动；下周逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 4331 亿元

本周央行公开市场累计开展了 16592 亿元逆回购操作和 3000 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场共有 15261 亿元到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 4331 亿元。下周央行公开市场将有 16592 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 2925 亿元、3185 亿元、5487 亿元、2150 亿元、2845 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	1905	4892	5389	1250	1825
7 天	2925	3185	5487	2150	2845
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	3000	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	1020	1293	98	900	1020

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：月末与央行投放相结合，资金价格维持波动。本周临近月末，从本周一一起 7d 资金开始跨月，央行随之增大投放，全周每日均实现净投放。周二 MLF 虽然缩量续作，但剩余资金通过 OMO 进行补齐。受此影响，本周资金面压力环比略有缓解，资金价格仍维持波动。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.9759%，R007 加权平均降至 2.1357%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 2.3220%，GC007 加权平均降至 2.1560%。

表 2: 本周货币市场利率 (%)

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	2.0587	2.2813	2.0121	2.0784	2.1481
	R007	2.0924	2.4670	2.0816	2.1593	2.3100
	R014	2.1461	2.4894	2.2358	2.2711	2.3514
	R021	2.1055	2.3037	2.2340	2.2522	2.2286
	R1M	2.0048	2.1339	2.1364	2.0749	2.1413
上交所协议回购	206001	2.3340	2.6980	2.5010	2.4940	
	206007	2.2980	2.6680	2.4770	2.4440	2.5660
	206014	2.6810	2.9740	2.8070	2.7670	2.7860
	206021	5.1380	5.0890	3.9650	4.3670	5.4910
	206030	4.5510	3.6760	3.7140	3.8060	3.4020
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.7076	1.7553	1.7267	1.7617	1.7663

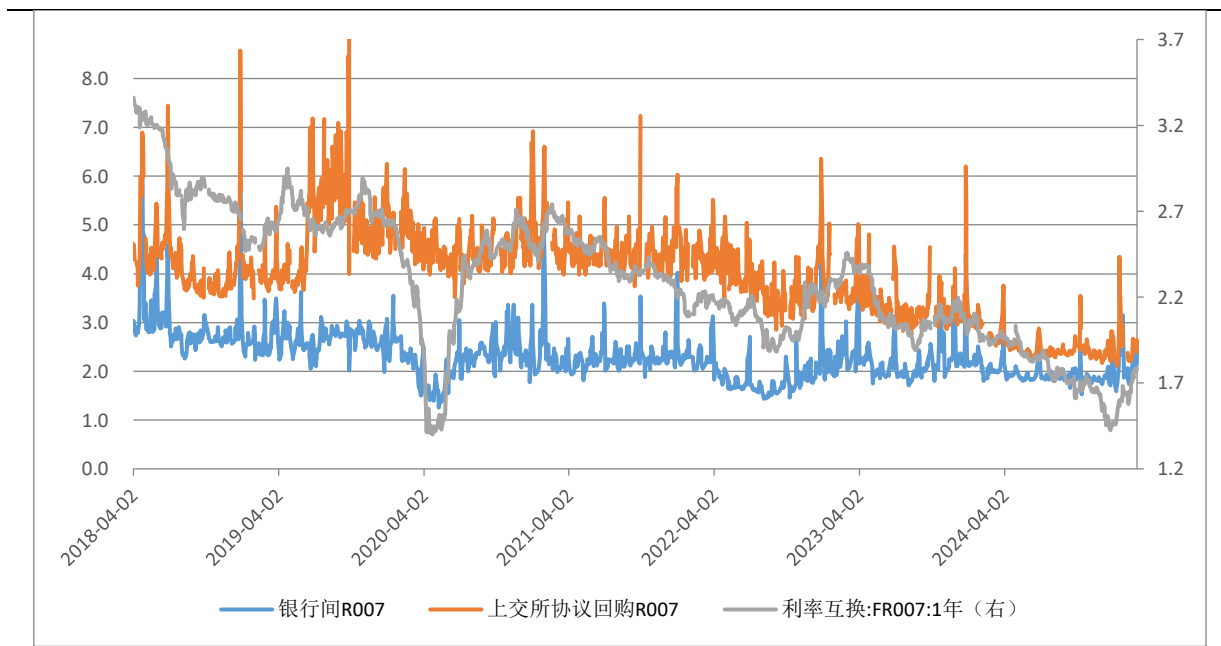
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 逆回购到期额仍位于高位, 关注央行支持情况

近期央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示, 下一阶段, 实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具, 保持流动性充裕。但同时央行在货币政策执行报告中对于汇率问题表述改变, 稳汇率决心增强。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据仍较弱, 实体经济融资需求有待增强, 货币政策多年来重提适度宽松, 但同时随近期美国大选落地, 美国经济通胀韧性超预期, 美元指数维持强势, 短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率, 对货币政策宽松路径存在一定影响。

下周月初, 跨月结束叠加月末财政支出走款, 一定程度带来资金面季节性缓和。近两周政府债融资额连续升高后, 下周政府债融资额环比回落, 处于近期相对偏低位置, 预计对于资金面的冲击随之降低。本周跨月期间, 央行相应增大逆回购投放, 下周逆回购到期额再超 1.5 万亿元, 月初预计央行维持公开市场操作净回笼, 下周资金面情况仍需观察央行逆回购投放。

图 4：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，未买卖国债，PMI 超预期，利率债本周震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行本周投放资金，未买卖国债，PMI 超预期，利率债本周震荡上行

周一，央行以固定利率、数量招标方式开展了 2925 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1905 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1020 亿元。基金赎回导致恐慌性抛售，利率大幅上行，10y 国债盘中达到 1.77%，30 年国债盘中达到 1.95%，均为近 2 个月高点，随后小幅下行，日终 10y 国债上行 2.75bp；

周二，央行开展了 3185 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 4892 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1707 亿元。全日振幅极大，早盘缓解昨日恐慌大幅下行，后期货相关消息引发调整，后监管发声叠加债基赎回下降，并未出现大规模负反馈赎回潮，央行委员发表通胀情况，转为下行，日终 10y 国债下行 3.75bp；

周三，央行开展了 5487 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 5389 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 98 亿元。连续净投放下，存单继续提价，引发曲线熊陡，全日震荡，日终 10y 国债收平。

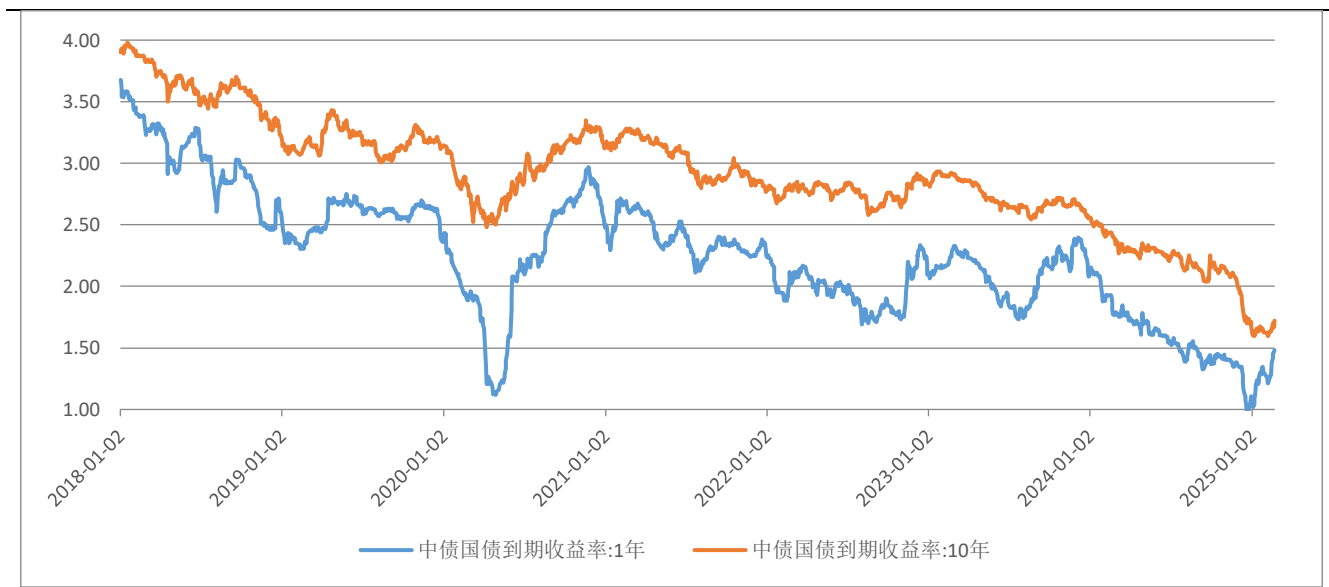
周四，央行开展了 2150 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1250 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 900 亿元。银行专家访谈关于负债问题，尾盘引发恐慌抛售，日终 10y 国债上行 3.75bp；

周五，央行开展了 2845 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1825 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1020 亿元。昨日过度恐慌，开盘下行，后权益市场持续调整，利率债持续下行，

日终 10y 国债下行 2.75bp;

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.7275%上行 0.00bp 至 1.7275%，10 年国开活跃券 240215 由 1.7450%上行 2.75bp 至 1.7725%。

图 5：本周 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：本周周五晚间央行公告未进行国债买卖操作，买断逆回购符合预期。下周两会来临，市场整体较为谨慎，财政方面市场关注赤字率、超长期特别国债发行计划及“两新一重”领域发力，地方政府专项债发行提速或增加供给压力，货币方面两会后资金面转松也为市场期望，但降息降准概率较低。地产宽松政策同样有一定预期。PMI 数据制造业超预期，非制造业下滑，合并 1-2 月，综合 PMI 是略低于去年的，经济仍在弱修复中，对债市压力有限。综上，本周短端继续新高，长端在前高附近徘徊，均未出现大幅上行的情况，若后续资金面阶段性缓和，短端修复空间加大，同时也会带动长端下行，故继续关注超调后的交易性机会。

PMI：2 月官方制造业 PMI 50.2，预期 49.9，前值 49.1。非制造业 PMI 50.4，预期 50.5，前值 50.2。制造业超预期，生产和新订单指数分别升至 52.5%和 51.1%，建筑业 PMI 大幅反弹 3.4 个百分点至 52.7%，显示节后复工复产带动需求回暖。但中小型企业 PMI 仍低于临界点（中型 49.2%、小型 46.3%），服务业 PMI 回落 0.3 个百分点至 50.0%，内需结构性分化明显。出口订单（48.6%）和进口（49.5%）仍处收缩区间，叠加美国加征关税政策对出口的潜在冲击，外需不确定性较高。

整体看，本周周五晚间央行公告未进行国债买卖操作，买断逆回购符合预期。下周两会来临，市场整体较为谨慎，财政方面市场关注赤字率、超长期特别国债发行计划及“两新一重”领域发力，地方政府专项债发行提速或增加供给压力，货币方面两会后资金面转松也为市场期望，但降息降准概率较低。地产宽松政策同样有一定预期。PMI 数据制造业超预期，非制造业下滑，合并 1-2 月，综合 PMI 是略低于去年的，经济仍在弱修复中，对债市压力有限。综上，本周短端继续新高，长端在前高附近徘徊，均未出现大幅上行的情况，若后续资金面阶段性缓和，短端修复空间加大，同时也会带动长端下行，故继续关注超调后的交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比均回落

同业存单净融资规模为-3,994.30 亿元，发行总额达 7,207.20 亿元，平均发行利率为 2.0622%，到期量为 11,201.50 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 13.18bp 报 2.0977%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 8.51bp 报 2.0881%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 8.61bp 报 2.0827%，9M 存单平均发行利率较上周上行 7.80bp 报 2.0215%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,447.54 亿元，环比减少 1,202.29 亿元，偿还量约 2,640.31 亿元，净融资额约-192.77 亿元，环比减少 1,727.94 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 10.02bp~上行 11.02bp, 3 年期各评级信用债收益率上行 9.64bp~上行 11.64bp, 5 年期各评级信用债收益率上行 9.31bp~上行 12.95bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

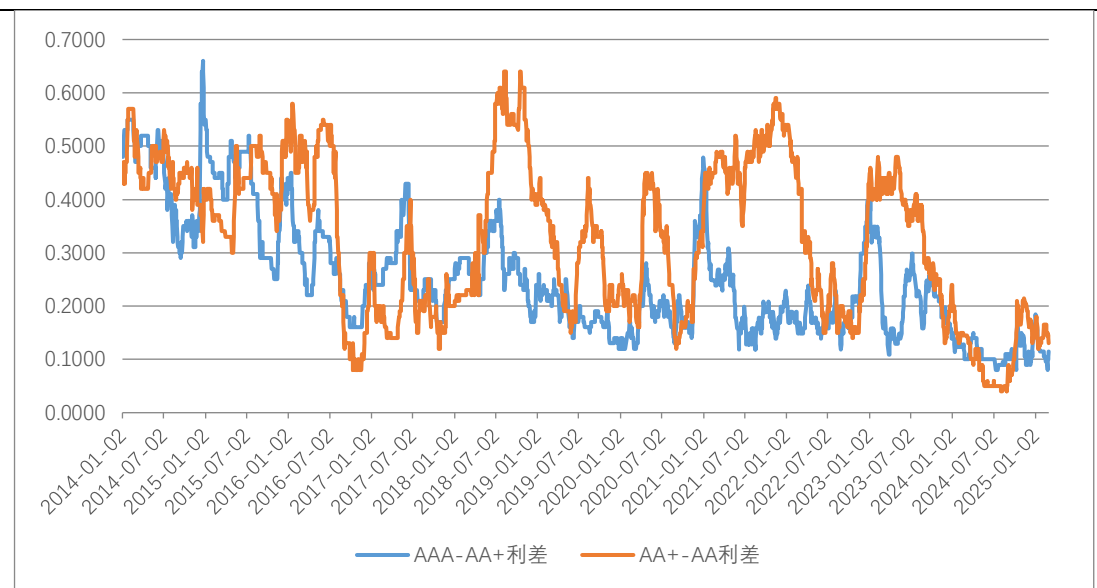
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	2.0810	8.40%	10.93
信用债(AAA):3 年	2.0802	2.70%	9.64
信用债(AAA):5 年	2.1213	2.10%	9.31
信用债(AA+):1 年	2.1610	6.40%	10.02
信用债(AA+):3 年	2.1952	3.40%	11.64
信用债(AA+):5 年	2.2413	2.40%	11.31
信用债(AA):1 年	2.2210	5.30%	11.02
信用债(AA):3 年	2.3252	4.20%	10.14
信用债(AA):5 年	2.4413	3.60%	12.95

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 1.29bp、扩大 1.62bp、缩小 0.88bp，5Y-3Y 利差分别缩小 0.33bp、缩小 0.33bp、扩大 2.81bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 12bp，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 13bp，较上周缩小 1bp。

图 6：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱

本周市场整体下跌，上证指数（-1.72%）、深证成指（-3.46%）、沪深 300（-2.22%）、科创 50（-1.46%）、创业板指（-4.87%）、中证 500（-3.26%）、中证 1000（-2.77%），均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 4.6%。分行业来看，申万一级行业中钢铁、房地产、食品饮料表现较强，分别上涨 3.18%、2.22%、1.77%；通信、传媒、计算机表现较弱，分别下跌 9.64%、8.00%、7.82%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19915.86 亿元，较上周增加 776.23 亿元。

2) 权益市场展望：

两会将于 3 月 4 日至 3 月 5 日在北京召开。2 月 27 日，两会新闻中心正式启用，近期或将有密集的政策吹风，预计两会政策预期也将持续升温。对于资本市场来说，本次两会或将与以往略有不同。自 2024 年 9 月底政策转向以来，市场对于 2025 年稳增长政策的乐观预期明显提升，并对此进行了多轮博弈，我们认为 2025 年两会应重点关注：（1）可量化的政府年度目标数据，用于验证和维护市场活跃度；（2）年度重点工作任务的细节，即如何部署以及抓手是什么，用于指导具体的投资方向。

历年两会，市场的首要关注点为可量化的政府年度目标，主要包括 GDP 增速目标、CPI 目标和赤字率目标。基于 31 个省区市 2025 年 GDP 增速目标，以各自 2024 年 GDP 规模为权重，计算出 2025 年 31 个省区市加权平均经济增长目标为 5.3%，较 2024 年 5.4% 的加权平均增长目标略降 0.1pct。鉴于 2024 年全国 GDP 目标最终定为 5% 左右，我们认为今年全国 GDP 目标或仍将定在 5% 左右。CPI 目标方面，从 2024 和 2025 年均公布具体 CPI 目标的 27 省中，除西藏今年 CPI 目标仍为 3% 外，其他 26 省均降至 2%，或一定程度指引 2025 全国

CPI 目标将降至 2%。我国政府杠杆率具备提高赤字率的条件和举债空间，2025 年财政政策有望在力度上更加积极、节奏上前置。鉴于此前目标赤字率最高为 2020 年 3.6%，我们预计 2025 年目标赤字率有望逼近甚至超过 4%，创历史新高。

从历史数据上看，我国每年的广义赤字率与年初政府制定的赤字率目标具有较强的相关性。同时，财政扩张往往能够带动经济增长，从而对股市有较强的提振效应。回顾过去，万得全 A 指数年度走势与广义赤字规模变化较为一致，因此 2025 年广义赤字规模如能大幅扩张，则有望带动 A 股中枢较 2024 年抬升。

复盘重要会议部署 2024 年重点工作任务的变化时发现，2024 年《政府工作报告》中的工作安排较此前中央经济工作会议的内容新增“科教兴国战略”，该内容在 2024 年两会前的 2 月政治局会议审议《政府工作报告》时已提前公布。2025 年 2 月政治局会议较 2024 年减少了重点工作任务安排的内容，未有增量信息，预计《政府工作报告》较 2024 年底中央经济工作会议的部署安排或没有大幅调整。因此，本次两会应重点关注重点工作任务如何部署以及抓手是什么，用于指导具体的投资方向。

参考 2024 年底中央经济工作会议内容，预计提振消费扩大内需和科技创新引领新质生产力发展将被列为《政府工作报告》中 2025 年前两大工作任务。科技方面，时隔六年多高规格民营企业座谈会再次召开，本次座谈会“科技味”十足，确认了科技被列为中期政策重点扶持方向。相比于民营企业座谈会的高规格，近期内需方面政策释放相对平稳。同时，内需和科技两大政策重点导向的板块，自年初以来的市场表现却呈现出明显的差异，科技板块投资者已积累了大量浮盈。因此，两会对于内需的政策安排或将成为推动资金“高切低”的催化，近两日市场已经出现科技切换消费的迹象。但整体来看，“高切低”或只是短期节奏问题，我们依旧认为内需板块和人工智能自主可控有望成为市场中期主线。

回顾 2013-2024 两会前后市场平均表现，以 7 个自然日为一个观察区间。两会前 14 个自然日，万得全 A 上涨趋势较恒生指数更加明显；A 股小盘、价值风格占优，中位数看科技板块涨幅居前。两会期间万得全 A 和恒生指数均有所调整。两会后 28 个自然日，万得全 A 和恒生指数均震荡上行。中位数看，恒生指数表现好于万得全 A，恒生科技指数涨幅显著。中位数看，A 股风格较为均衡，板块呈现轮动态势。结合本轮科技革命和两会政策方向，后续 A 股扩内需和科技两大方向有望贡献超额收益，港股可依旧关注恒生科技指数。

整体来看，新时代军工行业具有更优的资产质量、更新的景气赛道、更大的业务规模、更高的市场天花板，军工行业的估值体系也将进行重塑，享受更新更高的溢价。军工行业重回市场主舞台后，增量资金配置或将倾向于白马。

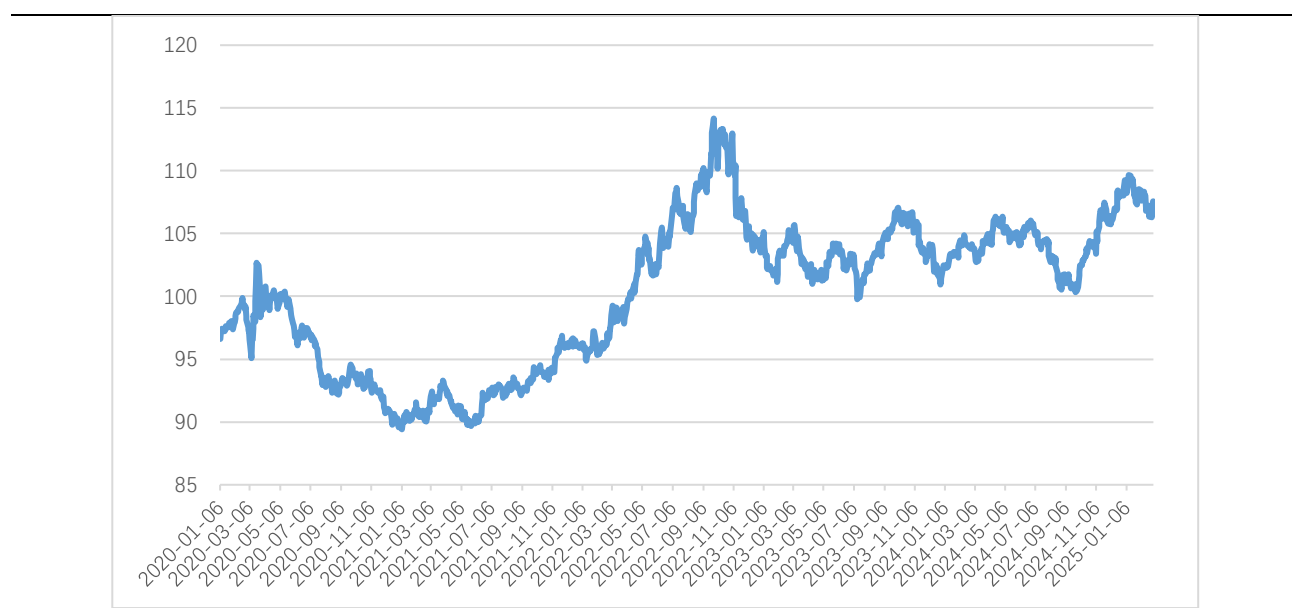
展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

3.2 美元指数分析：国际贸易不确定性再次增大，美元指数转为上行

本周美元指数报 107.5644，较上周上行 0.9143。本周美国多项经济数据公布，其中美国 1 月份 PCE 数据公布，同比上涨 2.65%，与此前市场预期相符。此外美国 2024 年四季度 GDP 修正值环比升 2.3%，同样符合市场预期。本周美国关税风波再起，美国总统表示，美国将于 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税，同时后续也将对中国、欧盟等地区进一步增加关税。整体来看本周公布的美国主要经济数据整体符合预期，对于美元指数冲击有限，但受美国总统发言影响，国际贸易不确定性再次增大，美元指数后半周转为上行。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后声明表示失业率在低位企稳，劳动力市场状况依然稳固，同时删除了通胀朝着 2% 通胀目标取得进展的措辞，指出“通胀在某种程度上依然高企”。会后美联储主席鲍威尔表示，关于通胀的措辞修改主要为了精简表述，并非对市场发出信号。他也表述目前美联储的利率水平显著高于中性利率，但考虑到近期就业及通胀形式，美联储不急于降息。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 7：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637