

2025 年 2 月 28 日

市场或呈现震荡偏强格局

2025 年 3 月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

市场主要指数 2 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3320.90	2.16%
深证成指	10611.24	4.48%
沪深 300	3890.05	1.91%
创业板指	2170.39	5.16%
科创 50	1078.80	12.95%
北证 50	1306.98	23.53%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **2025年2月大盘震荡上行。**尽管2月最后一个交易日市场大幅调整，但三大指数月K线依旧全线收涨。春节后受益于流动性释放、Deepseek爆火出圈、两会政策预期等因素，市场情绪逐步回暖，春季躁动行情延续，AI+、机器人等主题投资活跃，两市量能重返2万亿附近。截至2月28日，上证指数月K线上涨2.16%，深证成指月K线上涨4.48%，创业板指月K线上涨5.16%，科创50月K线上涨12.95%，北证50月K线上涨23.53%。个股板块涨多跌少，计算机、机械设备、汽车、电子和钢铁等板块涨幅靠前；煤炭、石油石化、银行、公用事业和交通运输等板块跌幅靠前。

■ **2025年3月份行情研判：市场或呈现震荡偏强格局。**从3月份的市场环境来看，海外环境方面，美联储1月货币政策会议纪要显示，进一步降息之前，需要看到通胀继续下降。当前美联储进入“观望模式”，后续通胀、就业数据和特朗普政策仍是核心变量。考虑到美联储降息预期降温以及贸易摩擦对于人民币汇率的压力，外部因素成为当下国内货币政策的重要制约。国内方面，开年中国经济整体延续平稳修复走势，并呈现出结构性的亮点，像春节期间旅游出行数据向好，1月信贷实现开门红，部分民营企业带来科技新突破等。2025年以来，各类稳增长政策正在稳步推进，包括像“抢出口”活动延续和消费品以旧换新政策加码等，一季度中国经济有望持续修复。此外，3月初召开的全国两会将进一步明确经济目标和包括赤字率在内的增量政策力度，随着国内经济基本面与政策预期改善，顺周期资产有望迎来积极定价。但值得注意的是，市场可能在政策信号验证前后趋于谨慎，市场震荡波动的概率加大。**展望3月份，1、2月经济数据开始陆续披露，验证本轮逆周期发力成色，A股短期或延续结构性分化行情，但中期趋势仍具备向上动能。**此外，民企座谈会提振市场信心、产业暖风劲吹，科技板块或仍是资金关注主线，但波动性或进一步加剧。此外，“两会”的政策预期或能给予A股较好的支撑，像支持民营经济、民生消费和科技创新的政策，有望得到进一步部署，市场或呈现震荡偏强格局。

■ **板块上建议关注金融、机械设备、TMT、电力设备、家用电器、汽车和有色金属等板块。**

■ **行业配置：超配金融、机械设备、TMT、电力设备等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，3月建议超配：金融、机械设备、TMT、电力设备等。

■ **风险提示：**美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾	3
2、2025 年 3 月份市场环境分析	4
2.1 全球增长动能保持平稳，国内经济有望持续修复	4
2.2 民营企业座谈会时隔七年再度召开，关注两会期间政策部署	6
2.3 LPR 继续按兵不动，资金面短期维持“紧平衡”状态，证监会首次发布行政指导性案例	7
3、3 月行情研判：市场或呈现震荡偏强格局	9
4、行业配置：超配金融、机械设备、TMT 和电力设备	10
5、风险提示	13

插图目录

图 1：近期指数走势	3
图 2：2 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 2 月份涨跌幅	3
图 4：海外 PMI 数据	5
图 5：工业增加值增速	5
图 6：PMI 数据	6
图 7：重要股东交易增减持数据	8

1、月度行情回顾

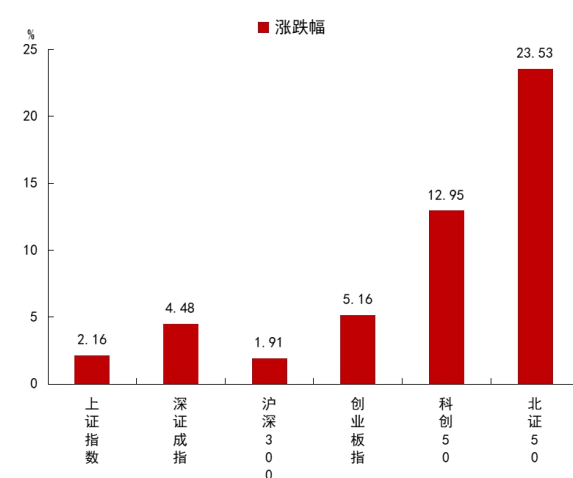
2025 年 2 月大盘震荡上行。尽管 2 月最后一个交易日市场大幅调整，但三大指数月 K 线依旧全线收涨。春节后受益于流动性释放、Deepseek 爆火出圈、两会政策预期等因素，市场情绪逐步回暖，春季躁动行情延续，AI+、机器人等主题投资活跃，两市量能重返 2 万亿附近。截至 2 月 28 日，上证指数月 K 线上涨 2.16%，深证成指月 K 线上涨 4.48%，创业板指月 K 线上涨 5.16%，科创 50 月 K 线上涨 12.95%，北证 50 月 K 线上涨 23.53%。个股板块涨多跌少，计算机、机械设备、汽车、电子和钢铁等板块涨幅靠前；煤炭、石油石化、银行、公用事业和交通运输等板块跌幅靠前。

图 1：近期指数走势



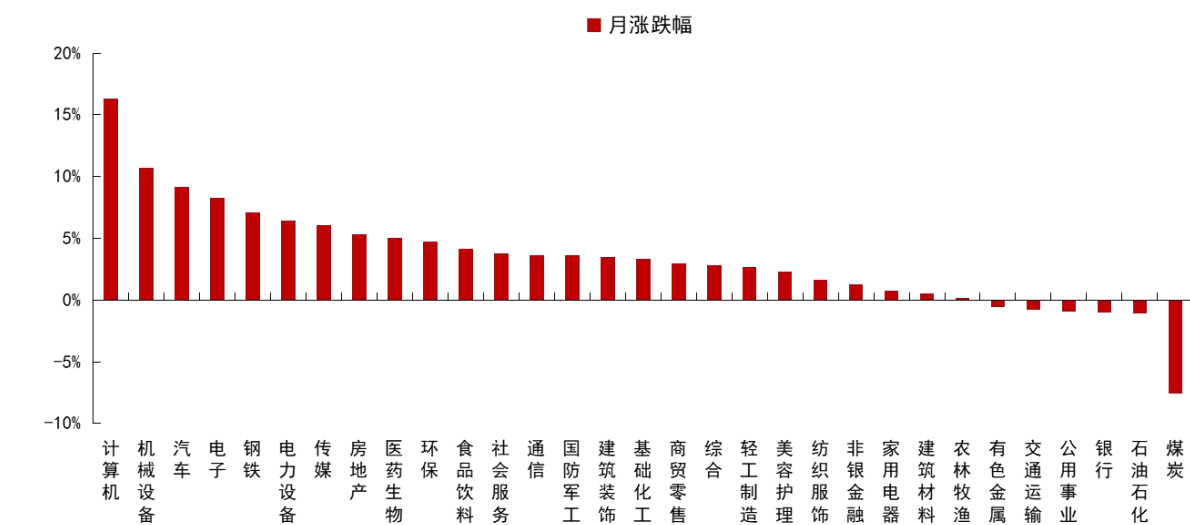
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 2 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 3 月份市场环境分析

2.1 全球增长动能保持平稳，国内经济有望持续修复

（1）全球制造业 PMI 重回荣枯线，美联储进入观望模式

根据 iFinD 数据显示，1 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 50.1%，较前值上升 0.5 个百分点，重新回到荣枯线上方。从 PMI 数据来看，海外复苏动力保持平稳，后续全球经济有望进一步修复。美国方面，季调后，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.6%，较前值上升 0.4 个百分点，高于预期的 51.5%；服务业 PMI 初值为 49.7%，较前值下降 3.2 个百分点，大幅低于预期的 53.0%；综合 PMI 指数下降 2.3 个百分点至 50.4%。整体而言，2 月美国经济分化，其中制造业 PMI 创 8 个月新高，但服务业 PMI 跌破荣枯线，录得 25 个月新低。欧元区方面，2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 47.3%，较前值上升 0.7 个百分点，高于预期的 47.0%，制造业景气度超预期回升，创 9 个月新高；不过，服务业 PMI 初值录得 50.7%，较前值意外下滑 0.6 个百分点，明显低于市场预期，考虑到此前服务业一直是欧元区经济复苏的主要推动力量，在制造业依旧萎缩的背景下，欧元区经济前景欠佳。日本方面，2 月，日本 Markit 综合 PMI 初值录得 51.6%，较前值上升 0.5 个百分点，其中制造业 PMI 上升 0.2 个百分点至 48.9%，服务业 PMI 上升 0.1 个百分点至 53.1%，2 月日本制造业和服务业 PMI 双双回升。

货币政策上，美国方面，美联储 1 月议息会议如期暂停降息，鲍威尔多次提及“不需要急于调整政策立场”，美联储进入“观望模式”。2 月 20 日，美联储发布了 2025 年 1 月货币政策会议纪要，美联储官员一致认为，在进一步降息之前，需要看到通胀继续下降，但特朗普关税等政策让通胀存在上行风险。总体来看，会议纪要并未改变市场对美联储政策走向的预期。与此同时，美联储官员们的最新讲话也进一步强化了“暂停降息”的市场预期。美联储副主席表示，当前美国通胀率仍然略高。数据显示，美国 1 月 CPI 同比增速从 2.9% 升至 3%，为连续四个月上行并创下去年 6 月以来的新高，核心 CPI 同比增速从 3.2% 升至 3.3%。此外，非农数据显示，虽然美国 1 月新增就业不及预期，但前两月数据大幅上修，且失业率下行至 4.0%，美国就业市场依旧保持平稳。据 CME “美联储观察”工具，截至 2 月 24 日，预期 3 月美联储继续暂停降息的概率已提高至 97% 以上，且市场判断美联储将在 6 月重启降息，全年降息两次。而鉴于经济增长乏力以及通胀回落，其他海外央行延续降息步伐，欧洲央行 1 月 30 日连续第四次降息，澳大利亚联储 2 月 18 日自 2020 年以来首次降息，新西兰联储 2 月 19 日将利率再度下调 50 个基点，海外货币宽松节奏分化。

（2）开年经济延续修复态势，政策助力春节消费向好

开年中国经济整体延续平稳修复，并呈现结构性亮点。从生产端来看，1 月制造业 PMI 结束了连续 3 个月位于荣枯线上方的态势，环比大幅回落 1.0 个百分点，剔除春节效应后，制造业 PMI 和产需水平仍弱于季节性，此外中小企业 PMI 也回落较快。但积极变化在于价格指数边际回升，且企业预期明显改善，1 月制造业生产经营活动预期反弹 2.0 个百分点，为 2024 年 4 月以来最高。总体来看，1 月 PMI 受春节错位等短期扰动的影响大幅回落，强劲春运对供给端压制尤为明显，但企业预期持续向好；伴随复工复产推进，2 月 PMI 有望回升，但后续仍需跟踪增量政策的边际变化以及美

国加征关税的影响。从消费端来看，春节假期，居民旅游出行需求较旺，消费品以旧换新活动火热开展，春节档票房收入明显增长。文旅部数据显示，今年春节假期 8 天，全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%；国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%。商务部数据显示，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 4.1%，网上零售额同比增长 5.8%。消费品“以旧换新”政策持续显效，全国各地掀起“换新潮”。此外，据国家电影局统计，2025 年春节档票房为 95.10 亿元，创下历史纪录；观影人次为 1.87 亿，亦刷新中国影史春节档观影人次纪录。

通胀数据方面，春节错期效应下，1 月 CPI 同比涨幅由前值的 0.1%扩大至 0.5%，大致符合市场预期，环比增速亦扩大至 0.7%；扣除食品和能源价格的核心 CPI 连续第四个月回升，主要是由于春节期间出行和文娱消费需求大幅增加的原因。1 月 PPI 同比下降 2.3%，低于市场预期，主要受工业生产处于淡季等影响。短期看，2 月春节错期效应逆转，CPI 环比或将由升转降，同比则有可能出现一定幅度的负增长。长期看，当前通胀水平或处于筑底回升的早期阶段，有效需求恢复的空间仍然较大，预计后续降准、降息等总量性货币宽松政策有望渐进落地。金融数据方面，在政策靠前发力、银行加力投放以及需求有所恢复的背景下，今年 1 月金融数据实现开门红，信贷社融总量双双超出市场预期。社融方面，1 月社会融资规模增量为 7.06 万亿元，同比多增 5833 亿元，社融增速录得 8%。从分项来看，人民币贷款和政府债券是 1 月社融同比多增的主要贡献。信贷方面，1 月新增人民币贷款 5.13 万亿元，同比多增 2100 亿元，创历史新高，1 月票据利率走高也侧面印证月内信贷增长良好。其中，实体贷款结构呈现“企业端偏强、居民端偏弱”的特征。另外，1 月末 M1 余额同比增长 0.4%，调整口径后的 M1 步入正增长区间；M2 余额同比增速小幅回落至 7%。

综上所述，开年中国经济整体延续平稳修复走势，并呈现出结构性的亮点。从生产端来看，1 月 PMI 受春节错位等短期扰动的影响大幅回落，强劲春运对供给端压制尤为明显，但企业预期持续向好，伴随复工复产推进，2 月 PMI 有望回升。从消费端来看，春节假期，居民旅游出行需求较旺，消费品以旧换新活动火热开展，春节档票房收入明显增长。从通胀率来看，中国 1 月份核心 CPI 连续 4 个月回升，说明居民服务消费需求有所回暖；PPI 继续低迷，回暖尚需等待房地产市场企稳反弹。从金融数据来看，在政策靠前发力、银行加力投放以及需求有所恢复的背景下，今年 1 月金融数据实现开门红，信贷社融总量双双超出市场预期。2025 年以来，各类稳增长政策正在稳步推进，往后看，伴随当前“抢出口”活动延续和消费品以旧换新政策加码推进，2025 年一季度中国经济有望持续修复。

图 4：海外 PMI 数据

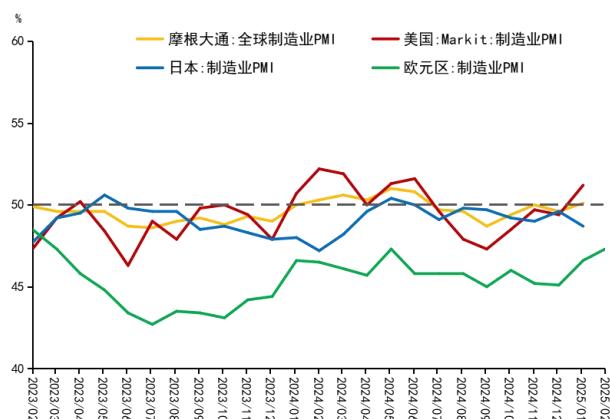
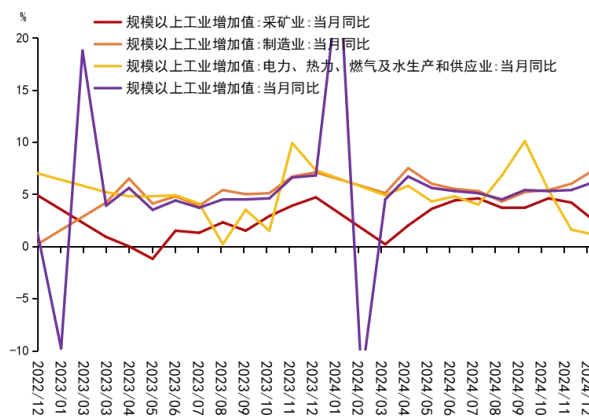


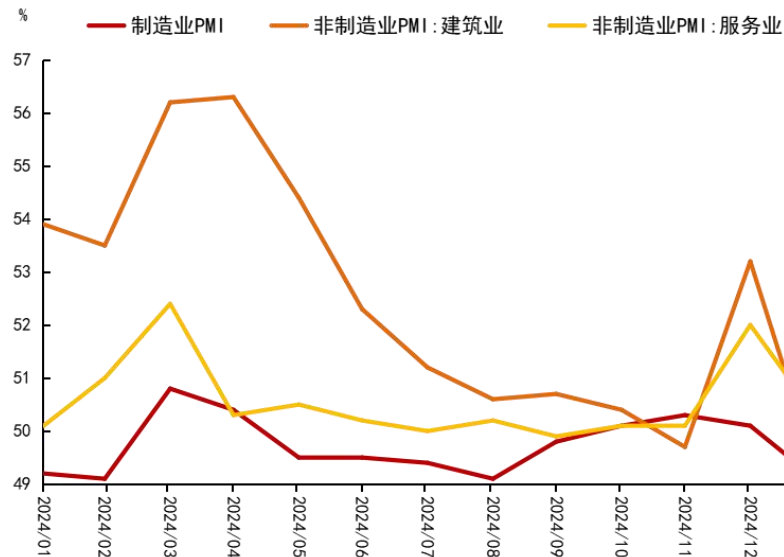
图 5：工业增加值增速



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 6：PMI 数据



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

2.2 民营企业座谈会时隔七年再度召开，关注两会期间政策部署

2月17日，国家主席在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。他强调，新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。自2018年11月之后，民营企业座谈会时隔7年再度召开，乘“科技开门红”之东风，为民营经济和全年经济发展注入信心与活力，起到良好的引领作用。从背景来看，首先，“当前民营经济发展面临一些困难和挑战”，加之美国新政府上台后加征关税落地，贸易摩擦或对民营经济造成一定冲击，在此时召开会议，体现了中央对民营企业的支持和呵护，也有助于稳定社会预期和信心。其次，2月24日至25日，十四届全国人大常委会第十四次会议在北京举行，会议对民营经济促进法草案进行二次审议，《民促法》落地值得期待，民营企业或迎来估值重塑。再者，年初DeepSeek、宇树科技等为代表的民企凭借硬科技迅速出圈甚至火爆海外，也进一步拔高中美科技竞争的重要性，在民营企业取得重大突破之际，本次会议继续给民营经济打足信心、给足底气、抓好落实。从影响来看，本次座谈会释放了鼓励支持民营经济发展的积极信号，对于激发市场活力、增强发展动力具有重要意义，有望成为新一轮民企和科技乘风发展的起点。从政策导向上看，2025年参会企业在科技和消费领域明显增加。意味着支持民营经济、民生消费和科技创新的政策，有望在后续两会中得到进一步部署。

十四届全国人大三次会议将于2025年3月5日在北京召开。2025年作为“十四五”规划收官之年，也是全面巩固经济回升向好态势的关键之年。因此，市场对两会的关注点主要包括GDP增速目标、财政赤字率，以及在提振消费、稳地产等方面的新举措、新表态。而此前陆续召开的地方两会对全国两会有一定的前瞻性。从各地两会透露的信息来看，将围绕大力提振消费投资、以科技创新引领新质生产力发展、改善营商环境等做足文章，确保经济稳增长和高质量发展。围绕稳增长，多地明确提出2025年GDP增速目标。其中，广东、北京、上海、天津、广西、黑龙江等地2025年GDP

预期增长目标均为 5%左右。综合来看，2025 年全国 GDP 增长目标预计在 5%左右。财政政策方面，赤字率有望突破 3%上升至 4%左右，并发行两万亿左右的特别国债来拉动内需，而消费将成为扩内需的核心抓手。科技方面，国务院专题学习会议提到，要大力促进科技消费，释放人工智能终端产品等消费潜力，激发新的消费需求。近期召开的民营企业座谈会也体现了决策层对于科技创新的高度重视，结合去年中央经济工作会议以及今年地方两会信号，我们认为后续产业政策将进一步聚焦科技创新，推动培育新质生产力。

消费政策方面，2 月 10 日，国务院总理主持召开春节后的首次国务院常务会议，研究提振消费有关工作。在提振消费的具体举措中，会议把大力支持居民增收放在了首位，提出促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。因此，我们认为，今年除消费品以旧换新政策加力扩围外，支持居民增收的相关政策举措也有望进一步加码。2025 年或将通过加大财政对终端消费直接投入、提升社会保障水平等多种方式，推动居民收入稳定增长；而拓宽居民财产性收入渠道方面，最重要的或是稳住股市和楼市。在此背景下，2025 年“就业-收入-消费”循环堵点有望逐渐疏通。货币政策方面，2 月 13 日，央行发布《2024 年第四季度中国货币政策执行报告》，总体定调基本延续去年底政治局会议、中央经济工作会议的表述。但值得注意的是，央行基于对中国经济 2025 年将保持稳定增长，全球风险上升的判断，重申货币政策取向“适度宽松”的同时，提出“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。我们认为，虽然适度宽松取向不改，但考虑到美联储降息预期降温以及贸易摩擦对于人民币汇率的压力，外部因素成为当下货币政策的重要制约，降息节奏可能发生改变，再次降息需要等待。

总体来看，2 月处于宏观经济数据、政策真空期，增量政策以保持接续性为主。科技方面，时隔七年民营企业座谈会再度召开，有望成为新一轮民企和科技乘风发展的起点，结合去年中央经济工作会议以及今年地方两会信号，我们认为后续产业政策将进一步聚焦科技创新，推动培育新质生产力。两会方面，除了市场关注的 GDP 增速目标、财政赤字率外，支持民营经济和科技创新的政策，以及在提振消费、稳地产等方面的新举措、新表态，有望在两会中得到进一步部署。此外，提振消费是今年经济工作的重心。中央经济工作会议确定的 2025 年九大重点任务中，排在首位的就是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。近期两次国常会均聚焦部署提振消费行动，包括 2.10 国常会研究提振消费有关工作、2.21 国常会研究服务贸易和服务消费有关工作。

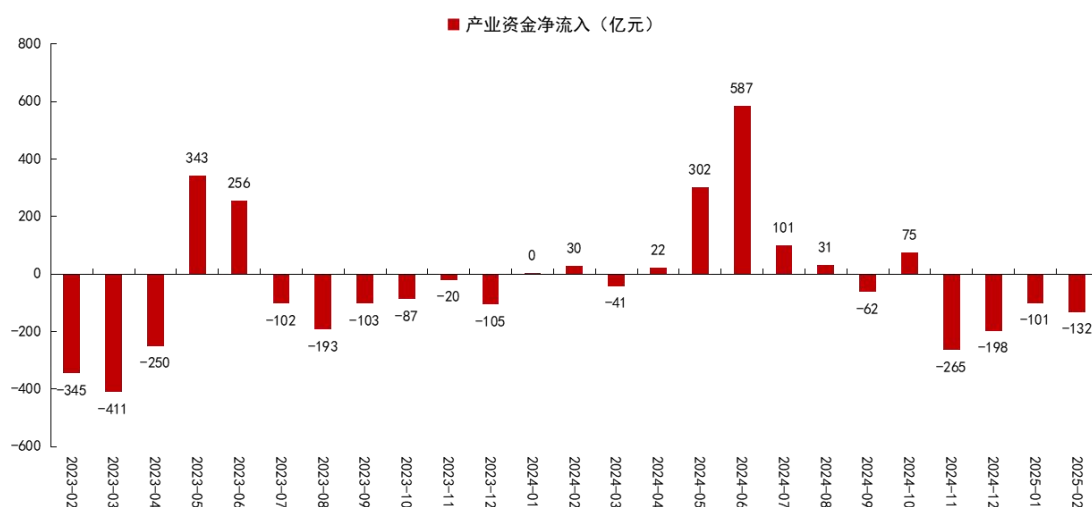
2.3 LPR 继续按兵不动，资金面短期维持“紧平衡”状态，证监会首次发布行政指导性案例

公开市场操作方面，2025 年 2 月央行累计开展了 53858 亿元逆回购以及 3000 亿元 MLF 操作，鉴于当月有 68531 亿元资金到期，央行 2 月公开市场累计净回笼 10773 亿元。值得注意的是，今年春节后央行政策保持定力，银行体系资金面延续偏紧，我们认为近期货币政策操作反映了央行对于防范长端利率风险、资金空转以及稳汇率的诉求增强。当前资金面趋紧所带来的长期国债收益率回升，也契合央行提出的“长期国债收益率在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内运行”理念。此外，在 1 月信贷同比实现较高增长后，央行推动信贷扩张而放宽资金流动性的动力可能减弱，未来资金面或在短期内维持“紧平衡”状态。后续需要关注降准降息落地、央行重新恢复购买国债以及资金利率趋松等有利情况。LPR 方面，2 月贷款市场报价利率报价出炉：

5 年期以上 LPR 为 3.6%，1 年期 LPR 为 3.1%，均与上月持平。年初以来，在适度宽松的货币政策基调之下，央行保持定力，政策利率延续持稳，使得 LPR 报价的定价基础未发生变化。往后看，我国经济修复基础仍待夯实，未来货币政策进一步放松的取向不变，仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。

2 月 21 日，证监会在“依法从严打击证券违法犯罪 促进资本市场健康稳定发展”发布会上表示，本次是证监会首次发布行政指导性案例，既是具象化展示近年来的监管执法成果，也是树立执法“标杆”发挥示范引导作用，更是宣示资本市场严监严管的鲜明态度。2 月 24 日，证监会主席发文表示，资本市场加大力度培育壮大科技领军企业和链主型龙头企业；优先支持开展关键核心技术攻关的科技型企业股债融资、并购重组。两融资金方面，随着节后市场交易回暖，投资者信心修复，A 股市场两融余额呈现攀升态势。截至 2 月末，沪深两市两融余额为 19148.51 亿元。其中，融资余额为 19031.65 亿元，较 1 月末增加近 1400 亿元。此外，2 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.38%，较 1 月末的 2.34% 有所回升。重要股东交易方面，2 月份重要股东净减持约 132.23 亿元，减持力度较 1 月有所扩大。股权融资方面，按网上发行日进行统计，2 月份股票融资规模约为 29.33 亿元，较 1 月数据大幅回落，可能与 2 月份大量 IPO 终止有关。数据显示，IPO 排队家数已下降至 200 多家，新股“堰塞湖”得到有效化解，标志着 A 股市场更加成熟。

图 7：重要股东交易增减持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，LPR 继续按兵不动，资金面短期维持“紧平衡”状态，证监会首次发布行政指导性案例。资金面方面，春节后央行政策保持定力，银行体系资金面延续偏紧，我们认为近期货币政策操作反映了央行对于防范长端利率风险、资金空转以及稳汇率的诉求增强。往后看，我国经济修复基础仍待夯实，未来货币政策进一步放松的取向不变，仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求，后续降准依旧可期。资本市场端，随着节后市场交易回暖，投资者信心修复，2 月份 A 股市场两融余额呈现攀升态势，而重要股东净减持力度较 1 月有所扩大，股票融资规模较 1 月大幅回落。此外，证监会首次发布行政指导性案例体现“长牙带刺”、

有棱有角的从严基调，并强调在科技方面发挥资本市场优势，更好地服务新型工业化，畅通“科技-产业-金融”的良性循环。

3、3 月行情研判：市场或呈现震荡偏强格局

对于 2025 年 3 月份的行情走势，我们认为：

第一，全球增长动能保持平稳，国内经济有望持续修复。1 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 50.1%，较前值上升 0.5 个百分点，重新回到荣枯线上方，海外复苏动力保持平稳。2 月美国经济分化，其中制造业 PMI 创 8 个月新高，但服务业 PMI 跌破荣枯线，录得 25 个月新低；欧元区经济前景欠佳；日本制造业和服务业 PMI 双双回升。货币政策上，当前美联储进入“观望模式”，进一步降息之前，需要看到通胀继续下降。而鉴于经济增长乏力以及通胀回落，其他海外央行延续降息步伐。国内方面，开年中国经济整体延续平稳修复走势，并呈现出结构性的亮点。从生产端来看，1 月 PMI 受春节错位等短期扰动的影响大幅回落，强劲春运对供给端压制尤为明显，但企业预期持续向好，伴随复工复产推进，2 月 PMI 有望回升。从消费端来看，春节假期，居民旅游出行需求较旺，消费品以旧换新活动火热开展，春节档票房收入明显增长。从通胀率来看，中国 1 月份核心 CPI 连续 4 个月回升，说明居民服务消费需求有所回暖；PPI 继续低迷，回暖尚需等待房地产市场企稳反弹。从金融数据来看，在政策靠前发力、银行加力投放以及需求有所恢复的背景下，今年 1 月金融数据实现开门红，信贷社融总量双双超出市场预期。2025 年以来，各类稳增长政策正在稳步推进，往后看，伴随当前“抢出口”活动延续和消费品以旧换新政策加码推进，2025 年一季度中国经济有望持续修复。

第二，民营企业座谈会时隔七年再度召开，关注两会期间政策部署。总体来看，2 月处于宏观经济数据、政策真空期，增量政策以保持接续性为主。科技方面，时隔七年民营企业座谈会再度召开，有望成为新一轮民企和科技乘风发展的起点，结合去年中央经济工作会议以及今年地方两会信号，我们认为后续产业政策将进一步聚焦科技创新，推动培育新质生产力。两会方面，除了市场关注的 GDP 增速目标、财政赤字率外，支持民营经济和科技创新的政策，以及在提振消费、稳地产等方面的新举措、新表态，有望在两会中得到进一步部署。此外，提振消费是今年经济工作的重心。中央经济工作会议确定的 2025 年九大重点任务中，排在首位的就是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。近期两次国常会均聚焦部署提振消费行动，包括 2.10 国常会研究提振消费有关工作、2.21 国常会研究服务贸易和服务消费有关工作。

第三，LPR 继续按兵不动，资金面短期维持“紧平衡”状态，证监会首次发布行政指导性案例。资金面方面，春节后央行政策保持定力，银行体系资金面延续偏紧，我们认为近期货币政策操作反映了央行对于防范长端利率风险、资金空转以及稳汇率的诉求增强。往后看，我国经济修复基础仍待夯实，未来货币政策进一步放松的取向不变，仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求，后续降准依旧可期。资本市场端，随着节后市场交易回暖，投资者信心修复，2 月份 A 股市场两融余额呈现攀升态势，而重要股东净减持力度较 1 月有所扩大，股票融资

规模较 1 月大幅回落。此外，证监会首次发布行政指导性案例体现“长牙带刺”、有棱有角的从严基调，并强调在科技方面发挥资本市场优势，更好地服务新型工业化，畅通“科技-产业-金融”的良性循环。

从 3 月份的市场环境来看，海外环境方面，美联储 1 月货币政策会议纪要显示，进一步降息之前，需要看到通胀继续下降。当前美联储进入“观望模式”，后续通胀、就业数据和特朗普政策仍是核心变量。考虑到美联储降息预期降温以及贸易摩擦对于人民币汇率的压力，外部因素成为当下国内货币政策的重要制约。国内方面，开年中国经济整体延续平稳修复走势，并呈现出结构性的亮点，像春节期间旅游出行数据向好，1 月信贷实现开门红，部分民营企业带来科技新突破等。2025 年以来，各类稳增长政策正在稳步推进，包括像“抢出口”活动延续和消费品以旧换新政策加码等，一季度中国经济有望持续修复。此外，3 月初召开的全国两会将进一步明确经济目标和包括赤字率在内的增量政策力度，随着国内经济基本面与政策预期改善，顺周期资产有望迎来积极定价。但值得注意的是，市场可能在政策信号验证前后趋于谨慎，市场震荡波动的概率加大。展望 3 月份，1、2 月经济数据开始陆续披露，验证本轮逆周期发力成色，A 股短期或延续结构性分化行情，但中期趋势仍具备向上动能。此外，民企座谈会提振市场信心、产业暖风劲吹，科技板块或仍是资金关注主线，但波动性或进一步加剧。此外，“两会”的政策预期或能给予 A 股较好的支撑，像支持民营经济、民生消费和科技创新的政策，有望得到进一步部署，市场或呈现震荡偏强格局。

板块上建议关注金融、机械设备、TMT、电力设备、家用电器、汽车和有色金属等板块。

4、行业配置：超配金融、机械设备、TMT 和电力设备

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，3 月建议超配：金融、机械设备、TMT 和电力设备

（1）金融

根据东莞证券《金融行业双周报（20250207-20250220）：1 月社融信贷开门红，个人住房贷款同比多增》报告的观点，银行方面，春节期间 DeepSeek 的火爆出圈推动市场情绪及风险偏好有所提升，年后科技板块持续爆发，市场资金显著向 AI、算力、半导体等成长性方向集中，银行板块跌幅居前。若科技股热度持续，资金分流压力下银行板块短期或维持弱势震荡。从长期来看，当前市场环境不确定性较高，如考虑到美国大选后政策落地、国内经济弱复苏等因素，“哑铃”策略仍为合理配置，高股息低估值的银行板块仍有一定配置价值。一方面是目前 10 年国债到期收益率降至 1.598%，银行股息率为 6.64%，高股息配置价值更加凸显。另一方面是《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》正式出台，强调从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。除了险资，政策支持社保基金、养老金等中长期资金提高权益投资比例，以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势大概率将延续，而占比最大的银行也将继续承接被动资金的流入，有助于推升银行板块的流动性和估值水平。若消费和房地产数据持续改善得到数据验证，兼顾稳定分红、低估值和基本面修复的股份行或有更大的上涨空间与潜力。

证券方面，近期，经中央金融委员会审议同意，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。方案明确了公募基金、保险资金等各类中长期资金入市的规模和比例指标，每年将为资本市场带来万亿元以上的增量资金，为市场提供充足的流动性支持。除此以外，通过引导上市公司加大股份回购力度、落实分红政策等举措，将提升资本市场的吸引力和投资价值，营造良好的市场生态。随着中长期资金加速入场，市场活跃度将显著提升，投资者的交易需求增加，证券经纪业务有望受益。前期随着新“国九条”及配套政策的出台，资本市场活跃度大幅提升，多家券商 2024 年业绩快报预喜，部分券商自营投资业务积极把握市场机遇，收入大幅增加；财富管理业务也快速响应市场行情，实现全年收入增长，基本面改善叠加政策定调积极，证券行业的业绩与估值有望实现提升共振。

保险方面，保险行业负债端延续高质量增长，资产端受益于一揽子增量政策持续改善，叠加强 β 属性，有望在“资产负债共振”中实现估值上涨，看好后续行情的持续性。预计负债端延续景气增长。预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动 NBVM 的提升，助推 NBV 延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。资产端有望继续受益于一揽子金融新政。央行等部门联合宣布一揽子金融新政，力度大且范围广，旨在稳增长、稳市场，超预期提振市场信心。预计新政将持续提振资本市场，改善险企投资端，利好股价表现，权益占比以及 FVTPL 占比更高的险企更加受益。同时，央行降准降息，长端利率回升后企稳，险企净投资收益率有望逐步提升。此外，房地产新政引导存量房贷利率下行，提高保障性住房再贷款支持比例，若房地产市场企稳，险企投资风险及减值压力将减轻，估值压制减弱。

（2）机械设备

根据东莞证券《机械设备行业双周报（20250205-20250213）：2025 人形机器人量产元年，行业发展提速》报告的观点，工程机械方面，2025 年 1 月挖掘机内销同比小幅下降，而挖掘机整体销量增速保持增长，主要系受春节假期影响较小和海外销量增速修复。我们认为随着国家政策推动及下游行业景气度回升，今年销量有望呈复苏态势。由于春节假期时间不一，1 月、2 月数据均受一定程度影响，建议关注一季度及 3-4 月旺季销量数据。

机器人方面，目前，国家及各地方政府持续颁布政策和制定行业标准，海内外企业陆续推出新产品或切入人形机器人及核心零部件等细分赛道，叠加 AI 大模型加速发展催化板块行情，同时有效推动人形机器人行业加速发展。我们认为 2025 年或将迎来人形机器人量产元年。建议关注上游核心零部件传感器、丝杠、减速器、电机。

（3）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（20250207-20250220）：阿里巴巴业绩、指引超预期》报告的观点，春节期间市场对 DeepSeek 关注度迅速升温，爆火原因在于一个中国公司在算力制裁的背景下，能够通过极致工程创新用较低的成本训练出一个比肩全球第一梯队的模型。通过推出高性能、低成本且开源的模型，DeepSeek 给全球 AI 发展带来了模型平权，同时也将刺激其他头部模型厂商加快推出性能更强、成本更具竞争力的模型。而随着模型调用门槛降低，AI 手机、眼镜和耳机等可穿戴等终端有望加速落地，而 AI+快速发展也将反哺训练算力、推理算力需求。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（20250207-20250220）：AI+通信融合加速全产业链受益》报告的观点，在 DeepSeek 开源及蒸馏能力加持下，人工智能赋能通信业的商用进程持续加快，三家基础电信企业均全面接入 DeepSeek 开源大模型，在多场景、多产品中实现应用。头部大型科技企业预计加大新型数字基础设施投入的背景下，通信运营商在供应与需求双通道从中受益。运营商作为通信行业硬件商的重要下游，受益涟漪将传导至为 AIDC 等集采的上中游供应商。展望后市，不断推动网络强国和数字中国建设是我国通信业发展的重要目标，作为实现数字中国愿景重要的柱梁，基站、光缆线路、数据中心等的通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注数字经济发展背景下的相关硬件制造与提供支持服务的企业机遇。

传媒方面，根据东莞证券《传媒行业双周报（20250205-20250213）：《哪吒 2》票房破 100 亿元，IP 衍生品热度持续攀升》报告的观点，AI 方面，2 月 21 日 DeepSeek 宣布将开源 5 个代码库，并表示这些在线服务中的基础构建模块已经经过文档化、部署，并在生产环境中经过实战检验。DeepSeek 的训练成本较低且为开源大模型，有望持续降低 AI 应用制作和研发等成本，继续看好 2025 年传媒 AI 应用端加速落地。IP 衍生品方面，哪吒 IP 的热度持续攀升，带动了衍生品市场的繁荣。集卡社推出的《哪吒之魔童闹海》电影官方联名收藏卡，仅一周便在全渠道实现了 1 亿元的销售额，稳居收藏卡牌类目销售榜首。此外，《哪吒 2》与 FunCrazy 联合推出的官方正版手办众筹项目，众筹金额（截至 2 月 10 日）已达 2484 万元，完成率达 24840%。建议关注高潜力高增长 IP 衍生品赛道。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报（20250205-20250213）：云计算、电信、汽车等行业公司纷纷官宣接入 Deepseek》报告的观点，虽然 DeepSeek-R1 模型通过算法优化降低了对高端算力硬件的需求，但是随着下游 AI 应用、AI 端侧落地加速，推理算力需求有望加速提升。当前海内外 CSP 巨头仍加大 AI 相关资本开支，中美科技博弈愈演愈烈，全球算力需求有望继续增长，建议持续关注 AI 应用、AI 算力（华为昇腾生态、服务器头部厂商、国产 AI 芯片龙头等）产业链投资机遇。

（4）电力设备

根据东莞证券《电力设备及新能源行业双周报（20250205-20250213）：光伏产业链价格节后平稳运行》报告的观点，风电方面，2024 年，全国风电新增装机 79.34GW，同比+4.53%；2024 年 12 月，全国风电新增装机 27.59GW，同比-20.05%，2024 年全国风电新增装机量延续增长趋势。2024 年全国陆风中标价格震荡上行，海风中标价格企稳，2025 年全市场海上风电项目的招投标景气度有望提升。

电网方面，2024 年，全国电网工程累计投资完成额达 6083 亿元，同比+15.3%；2024 年 12 月，全国电网工程累计投资完成额达 793 亿元，同比-2.9%。2024 年，全国电网工程累计投资完成额保持同比较快增长趋势，全年投资总额超过六千亿元。电网工程建设投资力度加大，以提升对新能源发电的消纳能力和电网调峰调频能力。2025 年，电网行业有望保持高景气度，国家电网投资有望超 6500 亿元。

光伏方面，2024 年，全国光伏新增装机 277GW，同比+27.8%；2024 年 12 月，全国光伏新增装机 70.9GW，同比+33.7%。出口方面，2024 年，全国电池组件累计出口金额达 306 亿美元，同比-30%；2024 年 12 月，全国电池组件出口金额达 19.6 亿美元，同比-16.0%，环比+8.8%。2024 年，全国逆变器累计出口金额达 82.6 亿美元，同比-17.1%；2024 年 12 月，全国逆变器出口金额达 6.7 亿美元，同比+11.8%，环比+9.2%。

总体而言，2024 年光伏组件出口受光伏晶硅产业链价格下滑影响较大，逆变器出口情况呈现更显著改善趋势。

5、风险提示

美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn