

消费总体积极，投资稳中有升

华泰研究

2025年3月23日 | 中国内地

国内周报

研究员

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

易垲

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090005
SFC No. BVN199

吴宛忆

wuwanyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570520110002
SFC No. BJC906

常慧丽, PhD

changhuli@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123070085
SFC No. BUP051

王铭硕, CFA, PhD

wangmingshuo@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

一周概览

1-2月经济活动数据显示基建和制造业投资偏强，部分消费品需求呈现边际回暖，其中餐饮及手机等消费表现亮眼。而3月以来的高频数据显示消费企稳的迹象有所延续——出行活动回暖，餐饮消费意愿较强，消费补贴相关品类保持较高同比增速，二手房成交同比仍保持较高景气度；生产及投资方面，物流量同环比均回升，高炉/焦化/水泥开工率持续爬坡，一些周期品（铜、铝、水泥）价格企稳回升。但螺纹钢、农产品等价格企稳仍待观察，港口高频指标显示关税影响下，出口仍较为稳健。

高频经济活动跟踪

上周工业生产整体延续回暖态势，港口数据显示出口稳健，铁路及公路货运量同比回升，地产成交仍偏强，但传统建筑活动同比继续回落。出行及消费方面，上周18城地铁客运量同比上行0.5%。3月10-16日，乘用车日均零售销量同比上行37%。工业生产方面，上周焦化/高炉企业开工率同比回升4.9/5.8个百分点，水泥企业开工率亦高于去年同期24个百分点，而建筑钢材成交量同比回落14%。出口方面，HDET高频指标显示3月1-21日出口同比增速或录得3%左右，显示出口维持稳健。地产方面，上周44城新房成交面积同比从前一周的4.9%回落至4.4%，22城二手房成交面积同比亦较前一周的43.3%回落至29.4%、其中一线城市二手房成交同比录得41.7%，仍保持较高景气度。

价格指数及变化

国际油价回升，金价持续走强，国内原材料价格分化，农产品价格整体小幅下行。上周布伦特油价环比上行2.2%至72.2美元/桶；COMEX金价上升1.2%至3028美元/盎司；国内铜价环比上涨1.4%，焦煤价格环比持平，螺纹钢价格环比回落2.8%。农产品价格指数环比下行0.3%，其中蔬菜/水果价格环比上涨0.2%/1.9%，但猪肉价格环比回升0.5%。

金融市场及资金成本

上周银行间流动性宽松，十年期国债收益率略回升，人民币对美元汇率略下降。银行间利率下行，DR007/R007环比下行4.3/1.3个基点；国债收益率曲线整体趋陡。利率债净发行同比少增1545亿元。汇率方面，上周人民币兑美元汇率较前一周下降0.28%，对一篮子货币汇率环比回撤0.08%。

中观行业景气度追踪

有色金属、石油石化和航运港口等行业景气度相对较高。光伏价格整体上涨，晶硅光伏组件/多晶硅片/太阳能电池价格月均环比上涨3.6%/3.4%/5.4%。

上周主要宏观事件及数据回顾

数据：1-2月规模以上企业工业增加值同比小幅回落至5.9%，社零总额名义同比回升至4%，固定资产投资额同比从去年12月的2.2%回升至4.1%
 上周重要事件：1) 3月17日，国新办召开提振消费主题新闻发布会，从居民的工资性收入、财产性收入、定向补贴/激励等维度发力提振消费。2) 3月18日，央行货币政策委员会2025年第一季度例会召开，表示要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。3) 3月20日，李强总理在福建召开外贸企业座谈会，强调做好稳外贸工作，大力开拓多元化市场。

本周宏观主要观察点

关注3月MLF、1-2月工业企业利润及1-2月财政数据。

风险提示：欧美经济超预期走弱拖累外需、地产需求超预期回落。

正文目录

| | |
|-------------------|----|
| 高频经济活动跟踪..... | 5 |
| 价格指数及通胀变化..... | 13 |
| 利率、汇率及金融市场环境..... | 16 |
| 中观行业景气度追踪..... | 21 |
| 宏观政策指标跟踪..... | 23 |
| 风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 全国重点电厂日均耗煤、日均发电同比分别下降 4.0%/5.2% | 5 |
| 图表 2: 主流港口煤炭库存环比减少 6.0 万吨, 同比增加 1840.3 万吨 | 5 |
| 图表 3: 焦化企业开工率环比上行 1.8 个百分点, 同比增加 4.9 个百分点 | 5 |
| 图表 4: 高炉开工率同比环比分别增加 5.8/1.4 个百分点..... | 5 |
| 图表 5: 铁路货运量同比增加 2.7%, 环比增加 2.0% | 6 |
| 图表 6: 高速公路货车通行量同比增加 2.1%, 环比增加 3.5%..... | 6 |
| 图表 7: 铜库存环比减少 0.3 万吨, 同比高于去年同期 2.4 万吨..... | 6 |
| 图表 8: 半钢胎企业开工率同比增加 3.0 个百分点, 环比下降 0.1 个百分点..... | 6 |
| 图表 9: 螺纹钢产量同比增加 6.9%, 环比减少 0.4% | 6 |
| 图表 10: 螺纹钢库存周环比上升 0.6%..... | 6 |
| 图表 11: 建筑钢材成交量同比回落 14.0%, 环比回落 2.1% | 7 |
| 图表 12: 沥青周度出货量同比回落 2.8 万吨, 环比上升 1 万吨 (未更新) | 7 |
| 图表 13: 水泥企业开工率环比增加 11.1 个百分点 | 7 |
| 图表 14: 水泥发运率同比增加 0.7 个百分点, 环比增加 3.7 个百分点..... | 7 |
| 图表 15: 铝型材开工率环比下行 (未更新) | 7 |
| 图表 16: 玻璃库存环比下行 | 7 |
| 图表 17: 18 城地铁客运量环比分别下行 2.1%, 同比上行 0.5% | 8 |
| 图表 18: 百城拥堵指数同比上行 0.1%, 环比下降 1.1% | 8 |
| 图表 19: 国内航班数目环比上行 1.6%..... | 8 |
| 图表 20: 国际航班数环比上行 1.9% | 8 |
| 图表 21: 3 月 10-16 日, 乘用车销量环比上行 50%, 同比上行 37.1% | 9 |
| 图表 22: 全国电影票房同比下行 34.4%, 环比下行 6.0% | 9 |
| 图表 23: 新房成交面积同比上行 4.4%..... | 10 |
| 图表 24: 一线城市新房成交同比上行 25.5% | 10 |
| 图表 25: 22 城二手房成交面积同比上行 29.4% | 10 |
| 图表 26: 一线城市二手房成交同比上行 41.7%..... | 10 |
| 图表 27: 土地成交面积环比上行 222.6% | 10 |
| 图表 28: 一线城市土地成交面积同比上行, 二/三线同比回落 | 10 |

| | |
|--|----|
| 图表 29: 全国二手房出售挂牌价指数环比持平 | 11 |
| 图表 30: 百城土地成交楼面均价环比下行 48% | 11 |
| 图表 31: 地产政策追踪 (3.17-3.21) | 11 |
| 图表 32: 出口高频指标 (HDET) 显示 3 月出口保持稳健 | 11 |
| 图表 33: 1 月义乌中国小商品效益指数同比有所回升 | 11 |
| 图表 34: BDI 运价指数环比下行 1.6% | 12 |
| 图表 35: 中国出口集装箱运价指数环比下行 3.7% | 12 |
| 图表 36: 布伦特原油/WTI 原油分别环比上行 2.2%/1.6% | 13 |
| 图表 37: 铜价格环比上行 1.4%，螺纹钢价格环比下行 2.8% | 13 |
| 图表 38: 铜金比同比降幅由 19.5% 走阔至 20.2%，油金比同比降幅由 40% 收窄至 39.4% | 13 |
| 图表 39: 动力煤/焦煤价格环比持平 | 14 |
| 图表 40: 水泥价格环比上行 0.4% | 14 |
| 图表 41: 氯化钾价格环比下行 0.1%，尿素价格环比上行 2.2% | 14 |
| 图表 42: 聚乙烯价格环比下行 1.6% | 14 |
| 图表 43: 玉米价格环比上行 0.7%，小麦价格环比上行 0.4% | 14 |
| 图表 44: 农产品价格指数环比下行 0.3% | 14 |
| 图表 45: 蔬菜批发价环比上行 0.2%，水果批发价环比上行 1.9% | 15 |
| 图表 46: 猪肉批发价格环比回升 0.5% | 15 |
| 图表 47: 主要利率指标 (截至 2025 年 3 月 21 日，单位：%) | 16 |
| 图表 48: 央行质押式回购加权利率下降 1.3 个基点 | 16 |
| 图表 49: 3 月 MLF 利率为 2% | 16 |
| 图表 50: 同业存单净发行量环比下行 | 16 |
| 图表 51: 同业存单发行利率环比下降 | 16 |
| 图表 52: 隔夜 1 月和 1 周 HIBOR 均环比下降 | 17 |
| 图表 53: DR007 利率环比下行 | 17 |
| 图表 54: 1 年期与 10 年期国债收益率期限利差走宽 | 17 |
| 图表 55: 国债收益率曲线趋陡 | 17 |
| 图表 56: AAA 级企业债收益率下降，曲线陡峭化 | 17 |
| 图表 57: AA 级企业债收益率下降，曲线陡峭化 | 17 |
| 图表 58: 信用债净发行额环比上升 | 18 |
| 图表 59: 1 年期 AA-AAA 级企业债信用利差环比下降，3 年期环比上升 | 18 |
| 图表 60: 上周房地产企业债券发行金额环比上升 | 18 |
| 图表 61: 上周 AAA 房地产债到期收益率环比下降 | 18 |
| 图表 62: 上周企业股票 (非金融) 融资额环比上升 | 18 |
| 图表 63: 沪深 300 指数环比下降 2.05% | 19 |
| 图表 64: 沪 300PE (TTM) 较前一周下降 | 19 |
| 图表 65: 在岸人民币兑美元汇率环比下行 0.28% | 19 |
| 图表 66: 人民币一篮子货币汇率环比回撤 | 19 |
| 图表 67: 华泰宏观预测值弱于人民币中间价实际值 (未更新) | 19 |
| 图表 68: 3 月至今，央行净回笼 15800 亿元 | 20 |

| | |
|---|----|
| 图表 69: 利率债总发行量同比下降 23.4% | 20 |
| 图表 70: 行业供需分位数水平一览 (截至 2025 年 3 月 22 日) | 21 |
| 图表 71: 行业景气度指标水平一览 (截至 2025 年 3 月 22 日) | 22 |
| 图表 72: 上周重要政策及会议一览 (3 月 17 日-3 月 21 日) | 24 |
| 图表 73: 本周重要宏观数据 (3.24-3.28) | 24 |

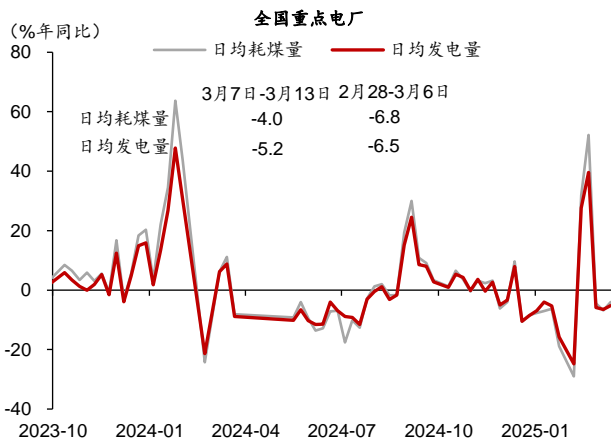
高频经济活动跟踪

上游：上周（3月17-21日）高炉开工率环比及同比均有回升，焦化企业开工率环比回升。较低基数下，3月7-13日全国重点电厂日均耗煤同比下降4.0%，日均发电量同比下行5.2%。3月11-17日，主流港口煤炭库存环比减少6.0万吨、同比增加1840.3万吨。3月15-21日，全国247家样本高炉开工率同比增加5.8个百分点，环比增加1.4个百分点。此外，3月8-14日，焦化企业开工率环比回升1.8个百分点，高于去年同期4.9个百分点。

中游：铜库存同比上升，环比下降，铁路货运量和高速公路货车通行量同环比均上升。3月16-22日，铜库存同比增加2.4万吨，环比较上一周减少0.3万吨。3月10-16日，铁路货运量高于去年同期2.7%，高速公路货车通行量环比上行3.5%，高于去年同期2.1%。

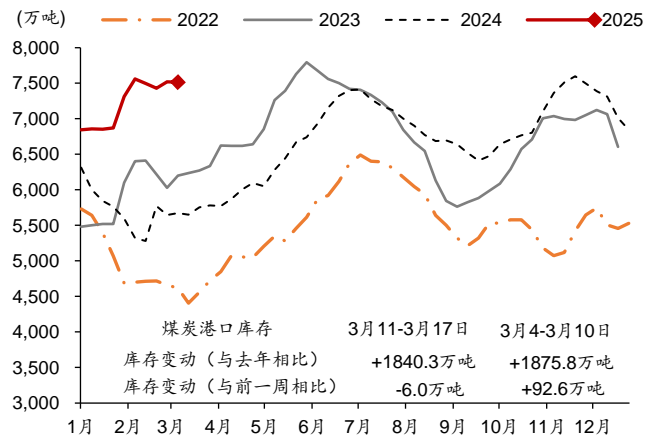
下游：水泥开工率同比上升，建筑钢材成交量同环比均回落。3月14-20日，水泥企业开工率环比增加11.1个百分点，高于去年同期24.4个百分点。3月15-21日，建筑钢材日均成交量同比回落14.0%，环比回落2.1%。此外，3月7-13日，半钢胎开工率环比下降0.1个百分点，同比上行3.0个百分点。

图表1：全国重点电厂日均耗煤、日均发电同比分别下降4.0%/5.2%



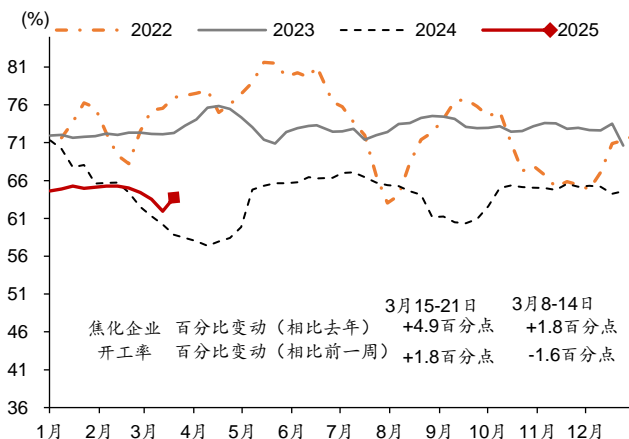
资料来源：iFind，华泰研究

图表2：主流港口煤炭库存环比减少6.0万吨，同比增加1840.3万吨



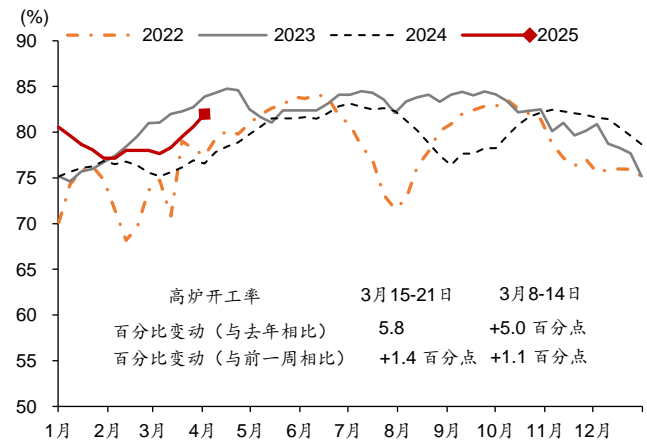
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：焦化企业开工率环比上行1.8个百分点，同比增加4.9个百分点



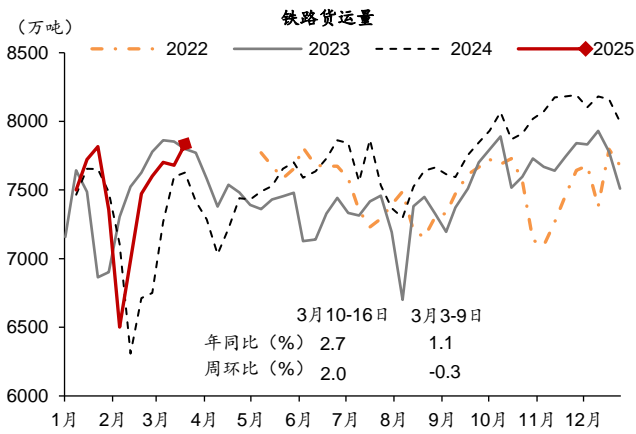
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：高炉开工率同比环比分别增加5.8/1.4个百分点



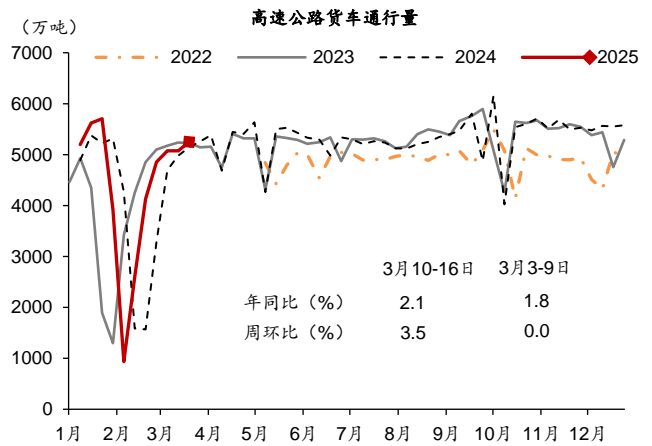
资料来源：Wind，华泰研究

图表5: 铁路货运量同比增加2.7%，环比增加2.0%



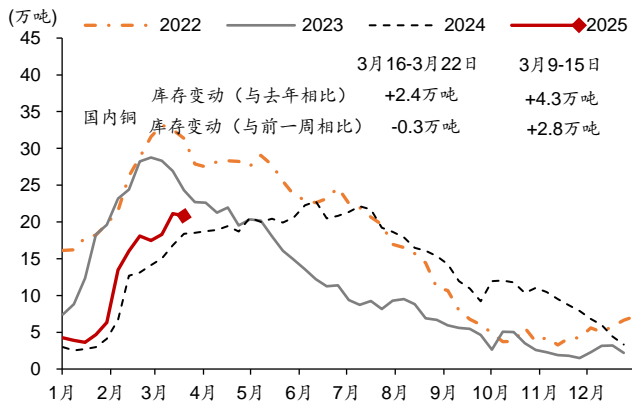
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 高速公路货车通行量同比增加2.1%，环比增加3.5%



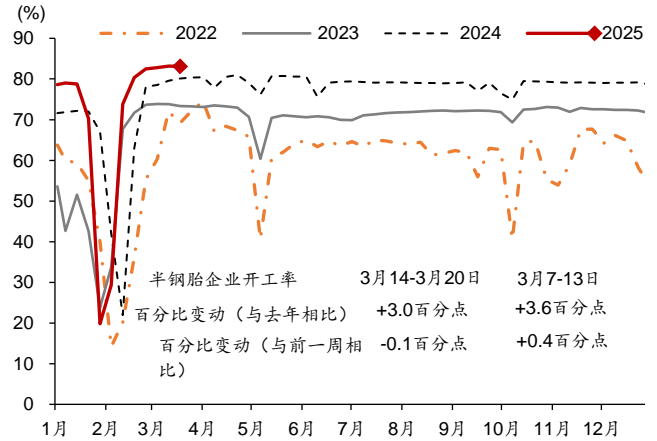
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 铜库存环比减少0.3万吨，同比高于去年同期2.4万吨



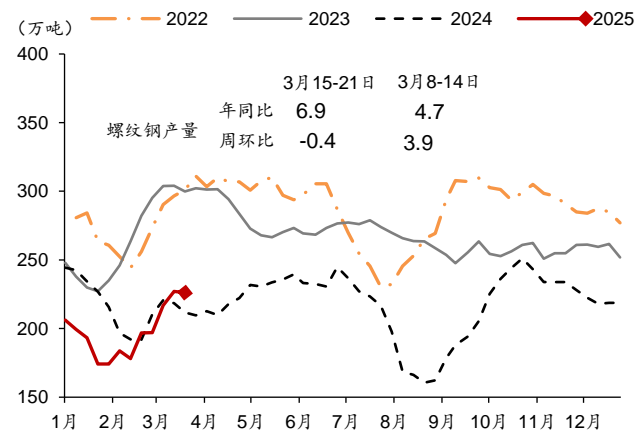
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 半钢胎企业开工率同比增加3.0个百分点，环比下降0.1个百分点



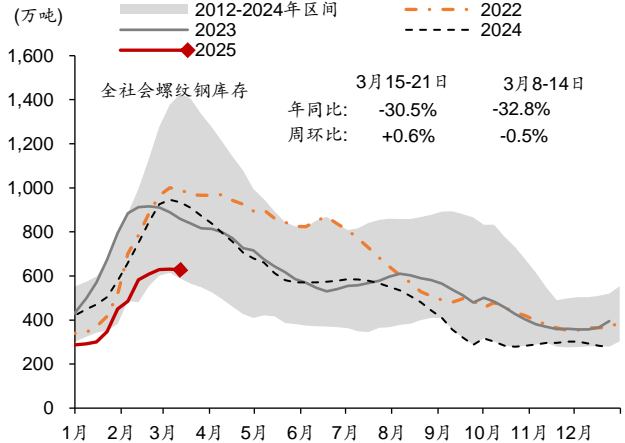
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 螺纹钢产量同比增加6.9%，环比减少0.4%



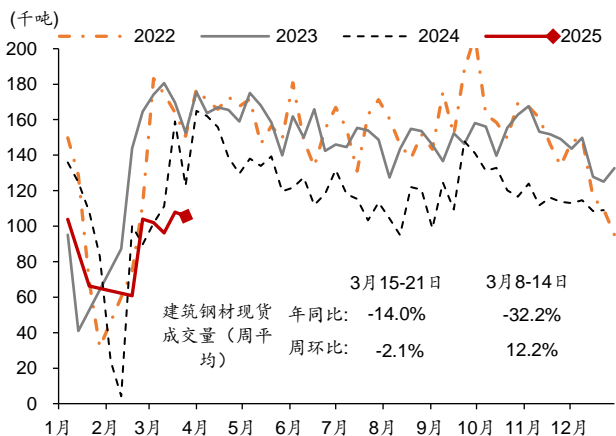
资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 螺纹钢库存周环比上升0.6%



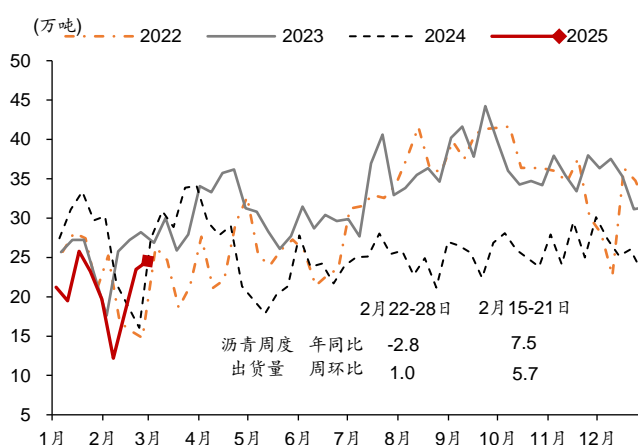
资料来源: Mysteel, 华泰研究

图表11: 建筑钢材成交量同比回落 14.0%，环比回落 2.1%



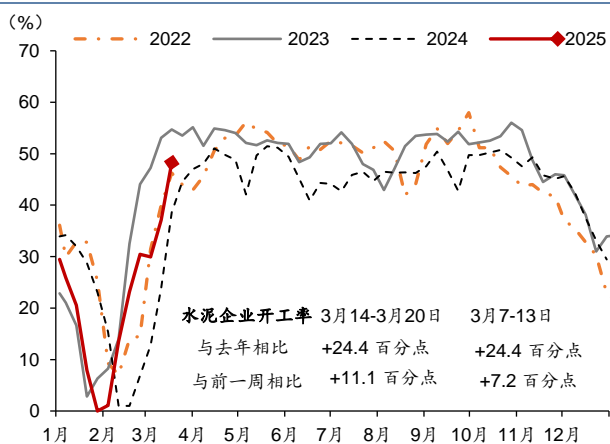
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 沥青周度出货量同比回落 2.8万吨, 环比上升 1万吨(未更新)



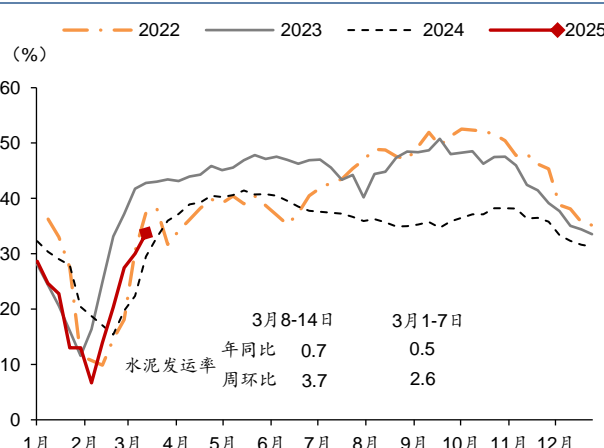
资料来源: Mysteel, 华泰研究

图表13: 水泥企业开工率环比增加 11.1 个百分点



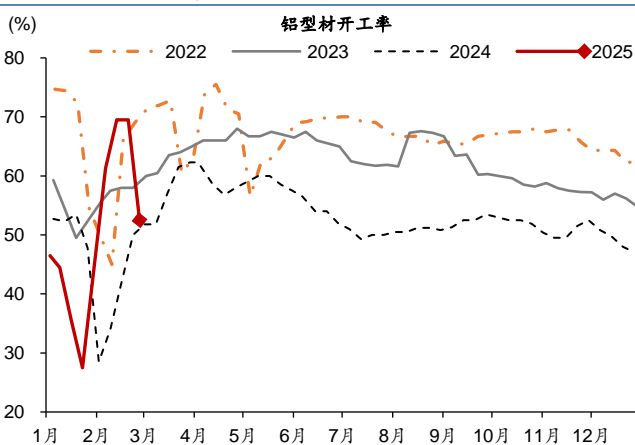
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 水泥发运率同比增加 0.7 个百分点, 环比增加 3.7 个百分点



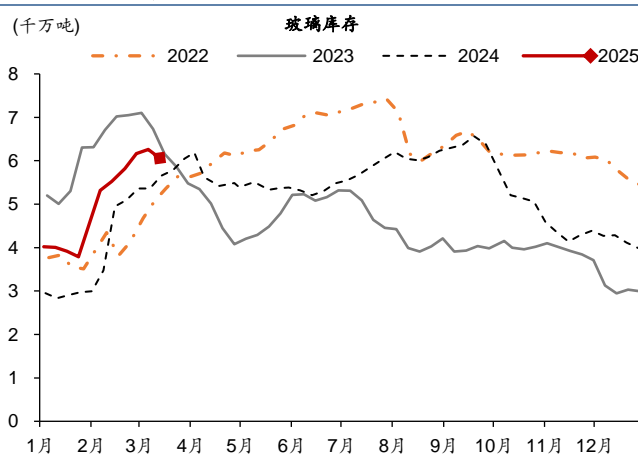
资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 铝型材开工率环比下行 (未更新)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 玻璃库存环比下行

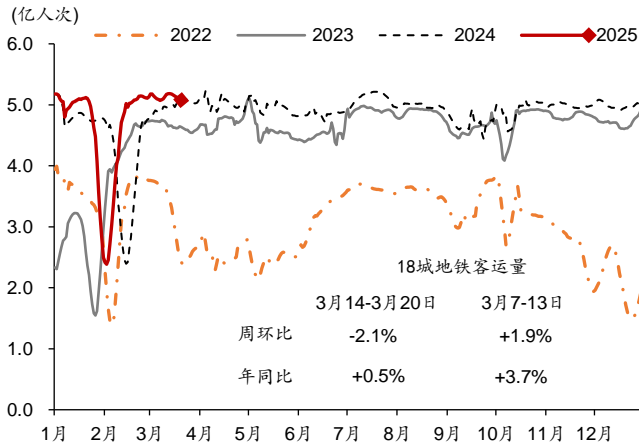


资料来源: Wind, 华泰研究

出行活动：百城拥堵指数和地铁客运量同比上升。国内航班及国际航班数量环比均有上行。 3月14-20日，18城地铁客运量周同比上行0.5%，环比下行2.1%。此外，3月10-16日，百城拥堵指数周同比上行0.1%，环比下行1.1%。城际/国际出行方面，国内航班数量环比上行1.6%，国际航班数量环比上行1.9%，分别为2019年同期的106.1%/84.4%。

线下消费：汽车零售环比上行，高于去年同期水平。电影票房同比环比均下行。 3月10-16日乘用车日均零售销量环比上行50%，高于去年同期37.1%，主要受相关政策补贴以及春节后需求恢复因素的影响。此外，3月8-14日，全国电影票房同比下行34.4%，环比下行6.0%。

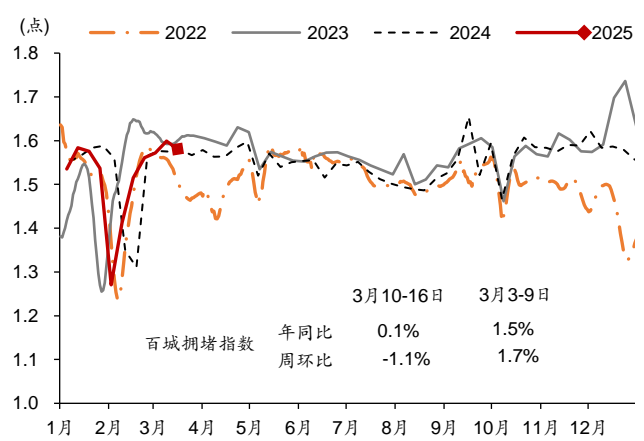
图表17：18城地铁客运量环比分别下行2.1%，同比上行0.5%



注：包括上海、广州、成都、南京、西安、苏州、郑州、北京、重庆、深圳、长沙、昆明、合肥、南宁、东莞、石家庄、厦门、武汉。

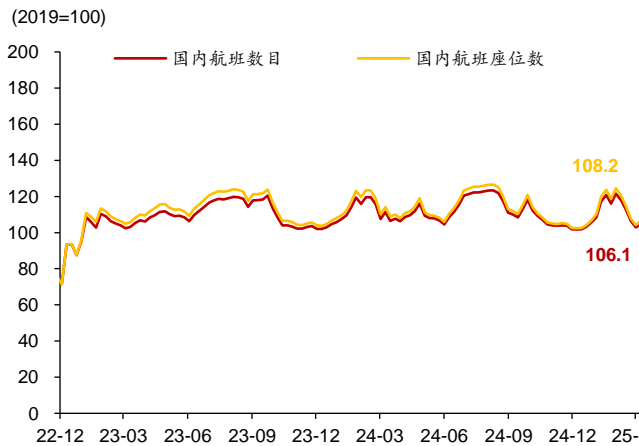
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：百城拥堵指数同比上行0.1%，环比下降1.1%



资料来源：Wind，华泰研究

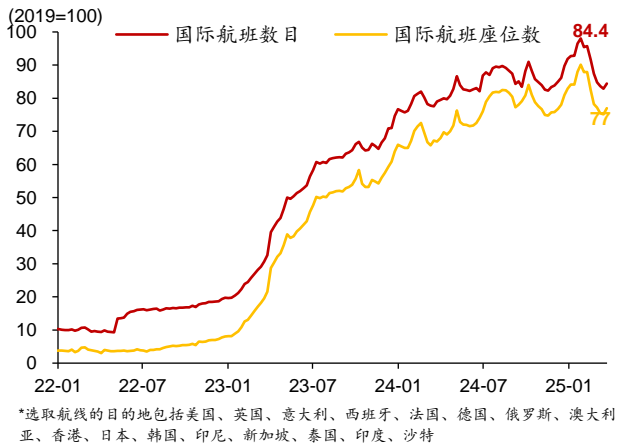
图表19：国内航班数目环比上行1.6%



注：座位数指实际执飞航班的座位总数（包含空位）

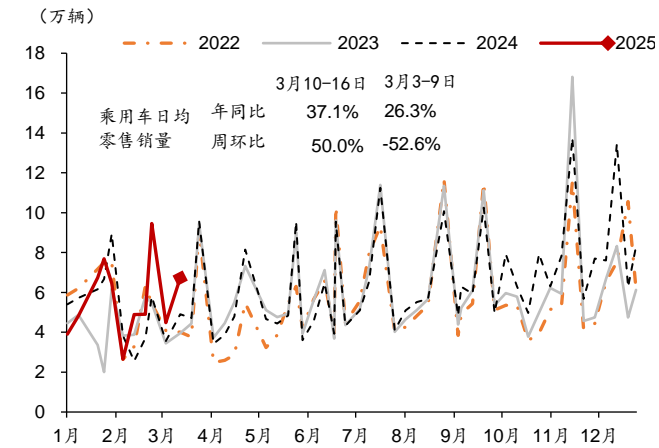
资料来源：CAPA，华泰研究

图表20：国际航班数环比上行1.9%

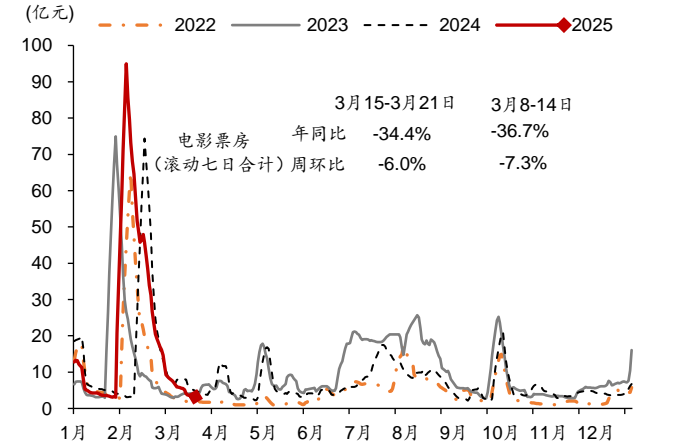


注：座位数指实际执飞航班的座位总数（包含空位）

资料来源：CAPA，华泰研究

图表21：3月10-16日，乘用车销量环比上行50%，同比上行37.1%


资料来源：Wind，华泰研究

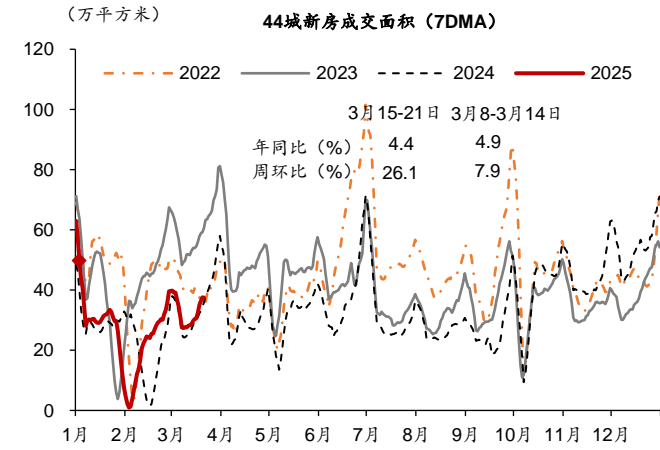
图表22：全国电影票房同比下行34.4%，环比下行6.0%


资料来源：Wind，华泰研究

地产需求：上周新房成交面积同比从前一周的4.9%回落至4.4%；二手房成交面积同比从前一周的43.3%回落至29.4%，其中一线城市二手房成交同比为41.7%。价格方面，二手房挂牌价格指数环比持平，土地成交环比量升价跌。

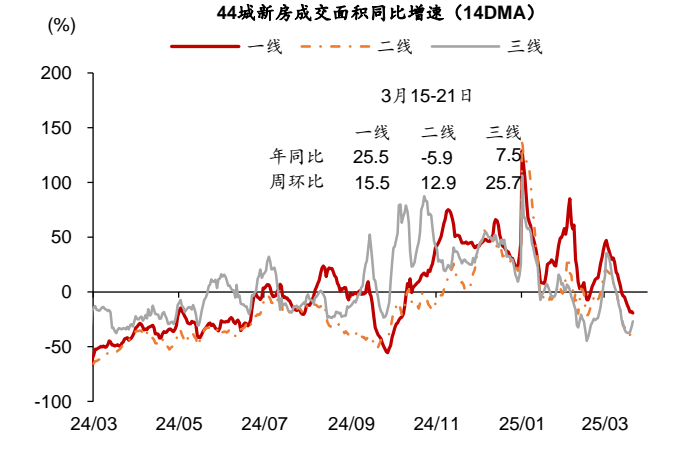
- 上周44城新房成交面积同比从前一周的4.9%回落至4.4%。分线而言，一/二/三线城市新房成交面积同比分别录得25.5%/-5.9%/7.5%，相比前一周的同比增速39.2%/-2.8%/-7.0%回落。具体看，一线城市中，北京/上海/广州/深圳新房成交面积同比分别上行56.5%/15.4%/15.1%/35.1%。
- 22城二手房成交面积同比增速由前一周的43.3%放缓至29.4%，环比下行0.4%。分线而言，一/二/三线城市二手房成交面积同比分别变动41.7%/25.6%/0.9%，一/二/三线城市二手房成交面积环比变动6.0%/6.0%/-17.7%。具体看，一线城市中，北京/上海/深圳二手房成交面积同比分别上行31.4%/44.5%/63.5%，二线城市中，杭州/成都/青岛/苏州/厦门同比分别上行37.5%/34.6%/-6.0%/25.0%/29.7%。
- 百城土地周均成交面积周环比上行222.6%，高于2024年同期-8.6%。价格方面，百城土地成交楼面均价环比下行48%，高于2024年同期21%。
- 地产政策方面：1) 3月17日，杭州出台了《杭州市进一步开展住宅品质提升工作的实施意见》，从优化规划选址、完善配套设施、加强环境协调、提升居住功能、保障住宅质量、提高安全性能、注重绿色节能、建设智慧住区、实现精细运维提出九个方面重点内容，推动“好房子”建设。2) 3月19日，昆明市住房公积金管理中心发布关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知：缴存人申请办理住房公积金个人住房贷款的，贷款到期日不超过法定退休年龄后5年，男性不超过68周岁，女性不超过63周岁，贷款期限最长为30年。

图表23: 新房成交面积同比上行 4.4%



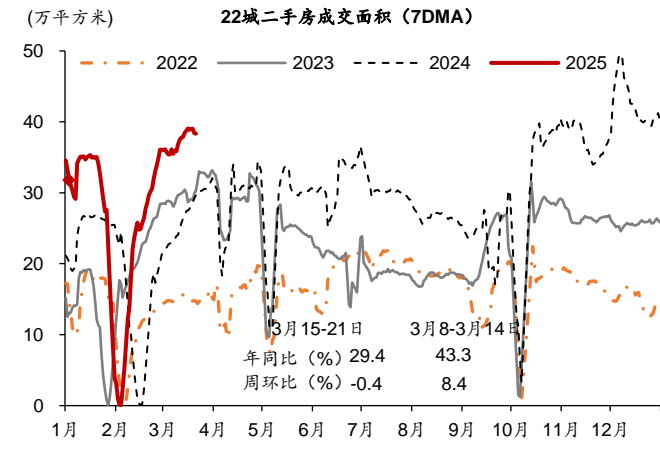
资料来源: Wind, 华泰研究

图表24: 一线城市新房成交同比上行 25.5%



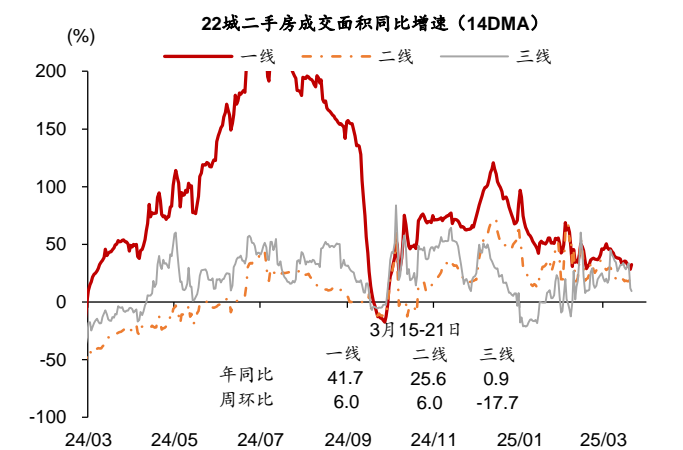
资料来源: Wind, 华泰研究

图表25: 22城二手房成交面积同比上行 29.4%



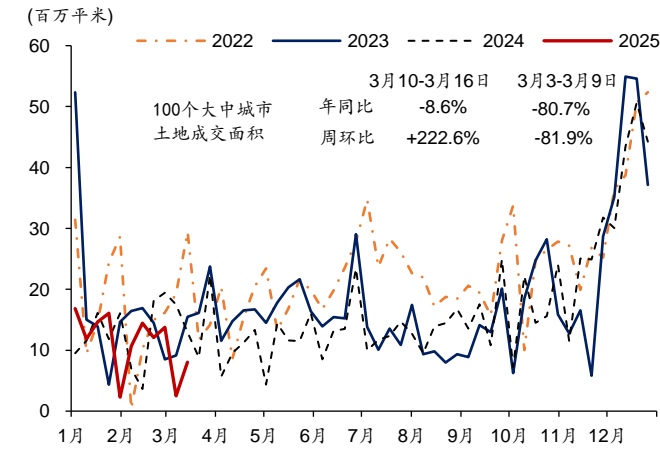
资料来源: Wind, 华泰研究

图表26: 一线城市二手房成交同比上行 41.7%



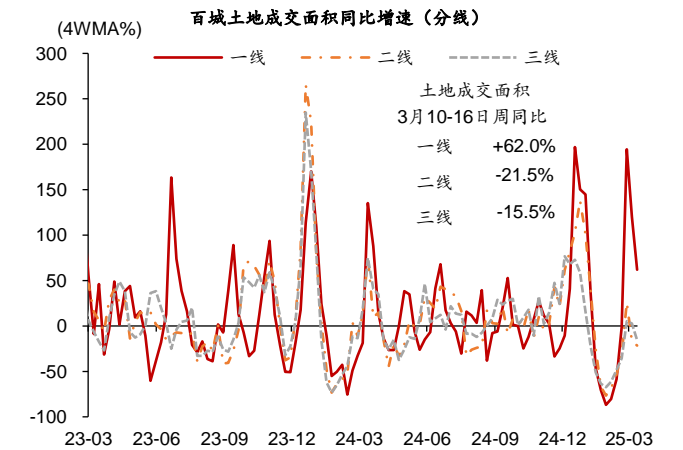
资料来源: Wind, 华泰研究

图表27: 土地成交面积环比上行 222.6%



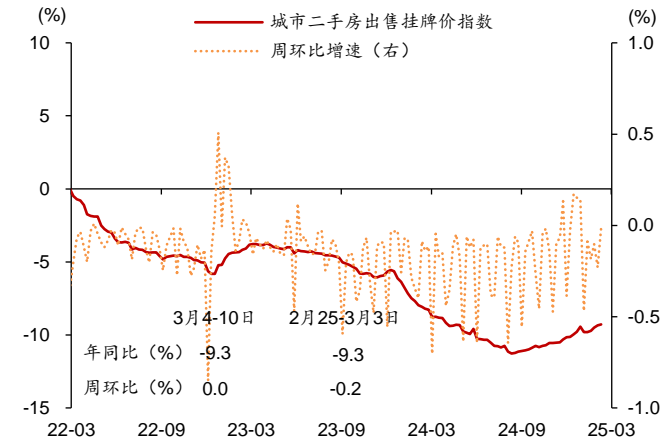
资料来源: Wind, 华泰研究

图表28: 一线城市土地成交面积同比上行, 二/三线同比回落



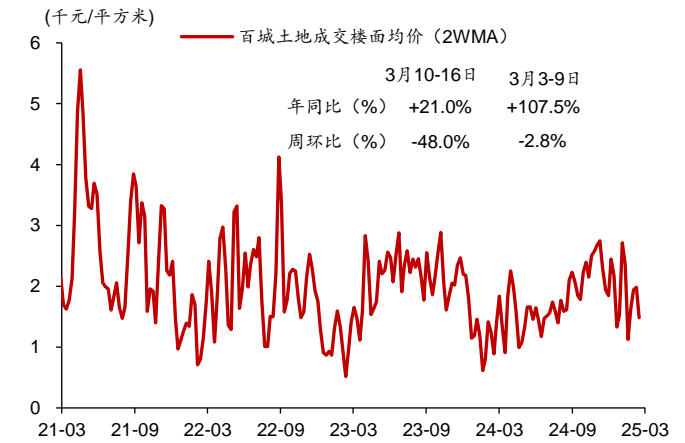
资料来源: Wind, 华泰研究

图表29：全国二手房出售挂牌价指数环比持平



资料来源：Wind，华泰研究

图表30：百城土地成交楼面均价环比下行 48%



资料来源：Wind，华泰研究

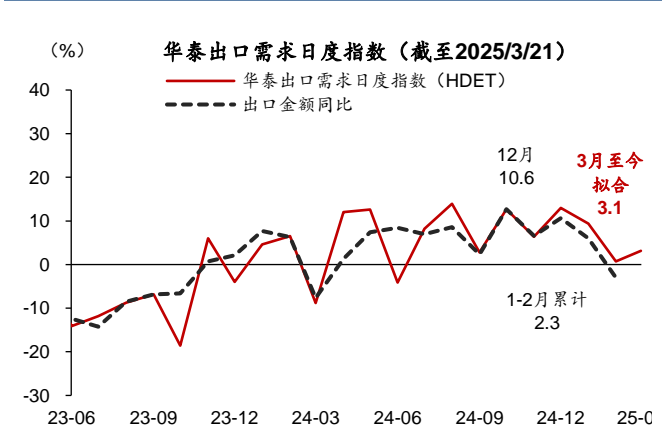
图表31：地产政策追踪 (3.17-3.21)

| 时间 | 省/市 | 地产政策 | 主要内容 |
|-------|-----|-------------------------|---|
| 3月17日 | 杭州市 | 试行品质住宅新规 | 杭州出台了《杭州市进一步开展住宅品质提升工作的实施意见》，从优化规划选址、完善配套设施、加强环境协调、提升居住功能、保障住宅质量、提高安全性能、注重绿色节能、建设智慧住区、实现精细运维提出九个方面重点内容，推动“好房子”建设。 |
| 3月17日 | 河南省 | 多子女家庭在郑州市区区内购房最高可贷144万元 | 新政显示，在郑州市区内购买自住住房，最高贷款额度从100万元提至120万元，郊县从80万元提至100万元。如果家庭有二孩及以上且至少有一个未成年子女，在郑州市区内购房最高贷款额度达144万元，郊县为120万元。 |
| 3月19日 | 山西省 | 2025年行动计划 | 行动计划提出，各相关单位要持续用力推动房地产市场止跌回稳，把各项存量政策、增量政策坚决落实到位，大力支持居民刚性和改善性住房需求，促进商品房销售，逐步化解房地产库存。 |
| 3月19日 | 昆明市 | 调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限 | 昆明市住房公积金管理中心发布关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知：缴存人申请办理住房公积金个人住房贷款的，贷款到期日不超过法定退休年龄后5年，男性不超过68周岁，女性不超过63周岁，贷款期限最长为30年。 |
| 3月19日 | 安徽省 | 放宽合肥市主城区落户限制 | 深化户籍制度改革；落实以经常居住地登记户口制度；在街道或社区设立公共集体户，推行合法稳定租赁住房落户政策；放宽合肥市主城区落户限制；完善农业转移人口多元化住房保障体系、完善农业转移人口市民化配套政策等。 |

资料来源：中国政府网，华泰研究

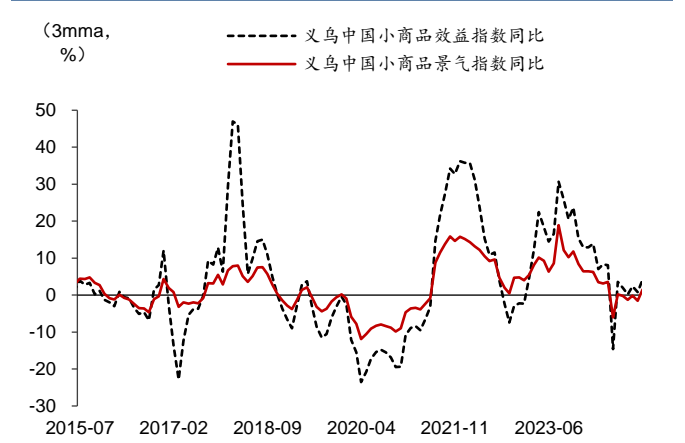
外贸需求：国际航线运价整体下滑，中国出口集装箱运价指数环比下行。截至3月21日，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 季节性回落，较前一周环比下行 3.7%；BDI 指数连续四周环比上涨后有所回落，较前一周环比下行 1.6%。此外，高频指标华泰出口需求日度指数 (HDET) 显示 3 月 1-21 日同比录得 3% 左右，可能体现“抢出口”效应较去年 4 季度有所退坡。

图表32：出口高频指标 (HDET) 显示 3 月出口保持稳健



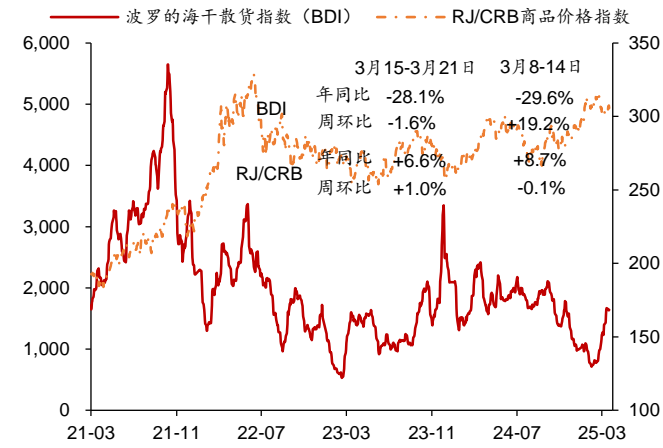
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：1 月义乌中国小商品效益指数同比有所回升



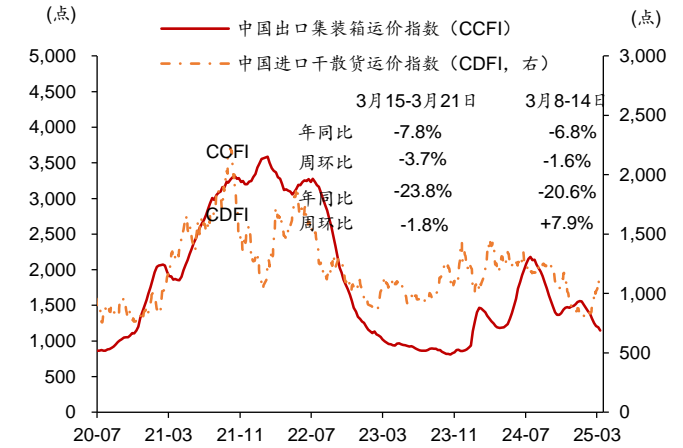
资料来源：Wind，华泰研究

图表34: BDI 运价指数环比下行 1.6%



资料来源: Wind, 华泰研究

图表35: 中国出口集装箱运价指数环比下行 3.7%



资料来源: Wind, 华泰研究

价格指数及通胀变化

上游：上周国际油价小幅回升，金价继续上升。布伦特原油价格环比上行 2.2%至 72.2 美元/桶，主要原因可能是在全球地缘政治因素以及产油国政策调整的驱动下，市场预期原油供应将进一步收紧。COMEX 黄金上升 1.2%至 3028.2 美元/盎司，周内一度录得 3057.8 美元/盎司的历史高点，可能主要受全球地缘政治冲突、关税政策不确定性加剧扰动。

中游：国内原材料价格走势分化。上周国内铜价格环比上行 1.4%；中游化工品方面，聚乙烯/氯化钾价格环比分别下行 1.6%/0.1%。水泥/尿素价格环比上行 0.4%/2.2%；动力煤和焦煤环比持平，螺纹钢价格环比下行 2.8%。铜金比同比降幅由 19.5%走阔至 20.2%，油金比同比降幅由 40%收窄至 39.4%

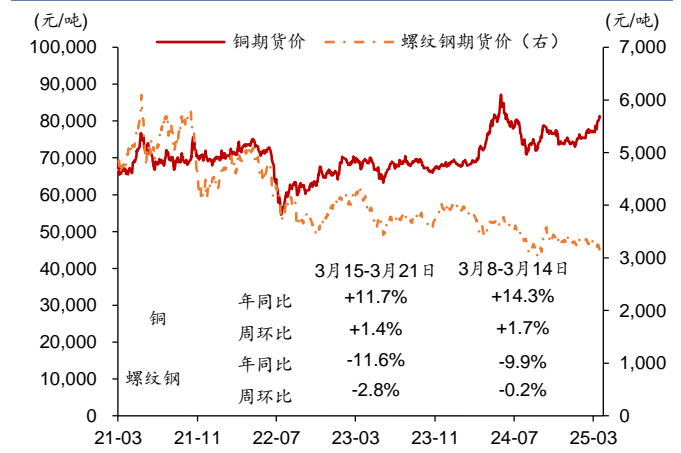
下游：农产品价格环比小幅下行。上周农产品 200 价格指数环比下行 0.3%，小麦价格环比上行 0.4%。进入 3 月后，农产品消费需求企稳，蔬菜批发价环比上行 0.2%，水果批发价环比上行 1.9%。猪肉价格方面，上周猪肉批发价环比回升 0.5%。

图表36：布伦特原油/WTI 原油分别环比上行 2.2%/1.6%



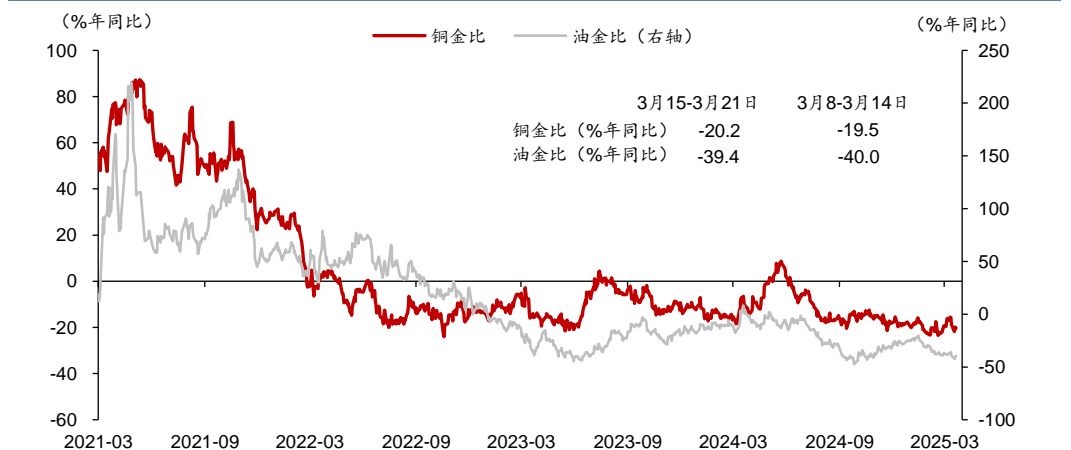
资料来源：Wind，华泰研究

图表37：铜价格环比上行 1.4%，螺纹钢价格环比下行 2.8%



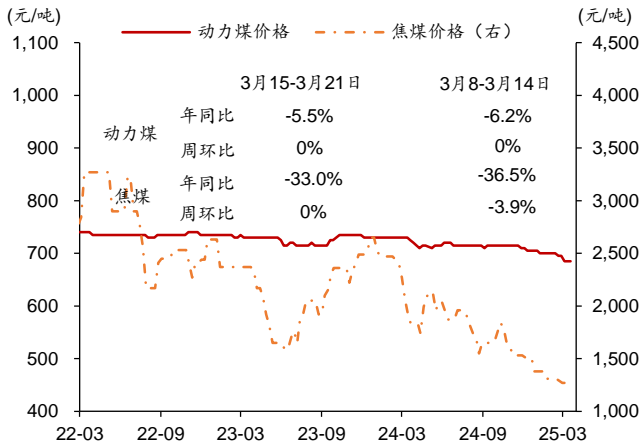
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：铜金比同比降幅由 19.5%走阔至 20.2%，油金比同比降幅由 40%收窄至 39.4%



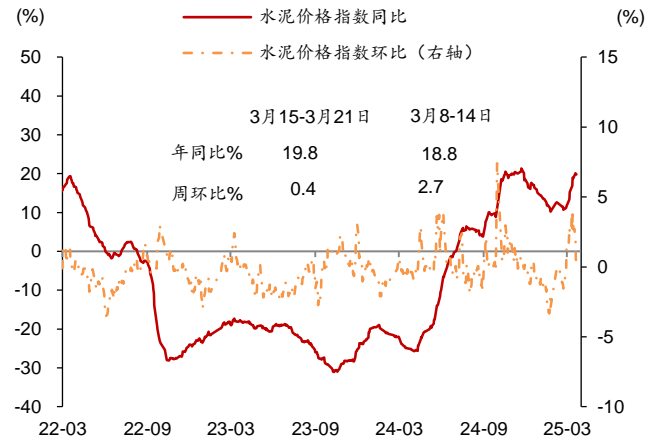
资料来源：Wind，华泰研究

图表39: 动力煤/焦煤价格环比持平



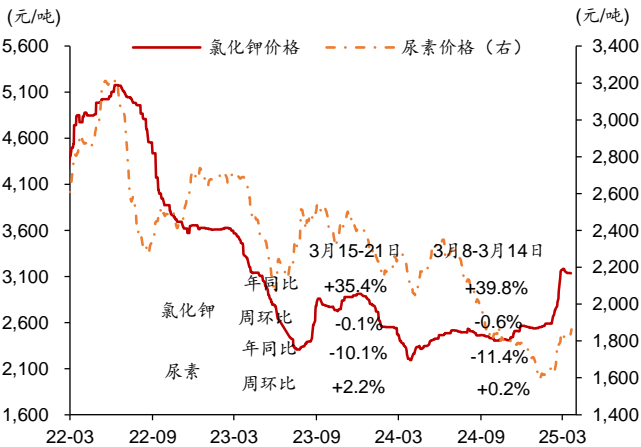
资料来源: Wind, 华泰研究

图表40: 水泥价格环比上行 0.4%



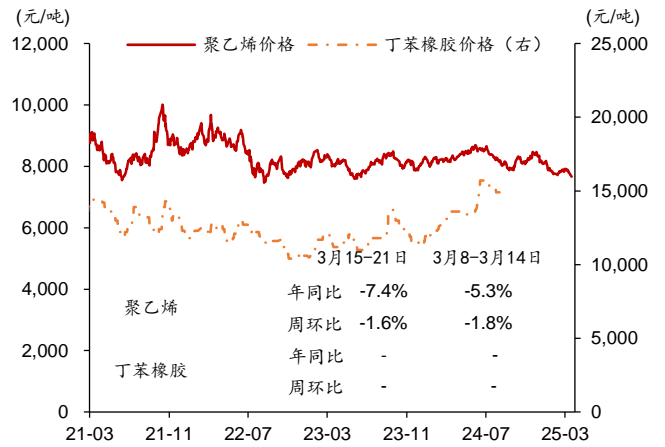
资料来源: Wind, 华泰研究

图表41: 氯化钾价格环比下行 0.1%, 尿素价格环比上行 2.2%



资料来源: Wind, 华泰研究

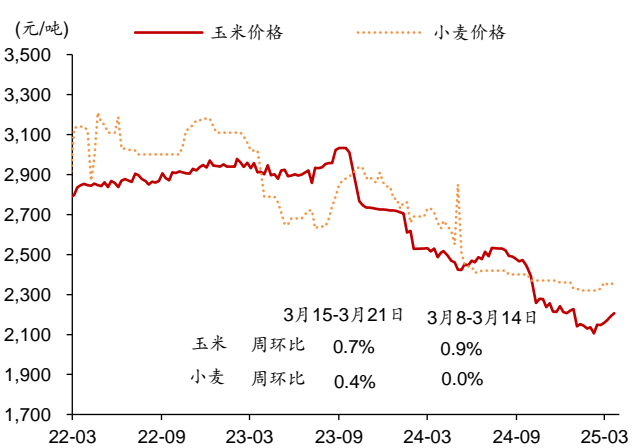
图表42: 聚乙烯价格环比下行 1.6%



注: 丁苯橡胶价格数据自8月13日起未更新。

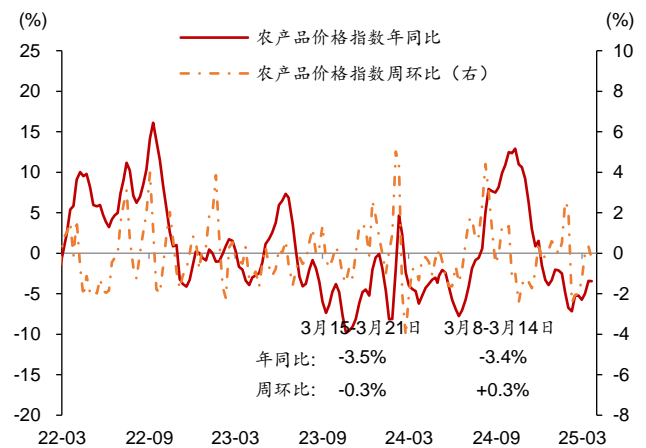
资料来源: Wind, 华泰研究

图表43: 玉米价格环比上行 0.7%, 小麦价格环比上行 0.4%



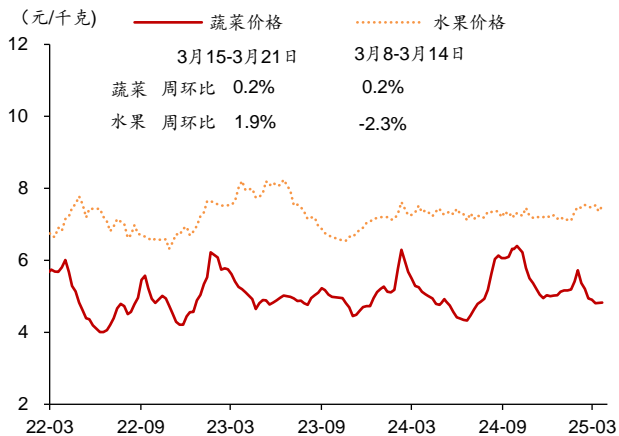
资料来源: Wind, 华泰研究

图表44: 农产品价格指数环比下行 0.3%



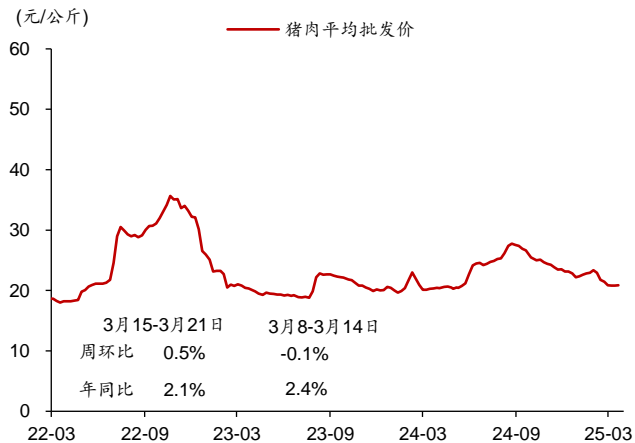
资料来源: Wind, 华泰研究

图表45: 蔬菜批发价环比上行 0.2%,水果批发价环比上行 1.9%



资料来源: Wind, 华泰研究

图表46: 猪肉批发价格环比回升 0.5%



资料来源: Wind, 华泰研究

利率、汇率及金融市场环境

流动性指标：银行间流动性宽松，同业存单发行利率环比下行。银行间利率整体下行，DR007/R007 环比下行 4.3/1.3 个基点。1 年期国债收益率环比下行 0.5 个基点，10 年期国债收益率环比上行 1.4 个基点，国债收益率曲线整体趋陡。上周央行质押式回购加权利率下行 1.3 个基点；同业存单净发行量环比下行，发行利率环比下降。

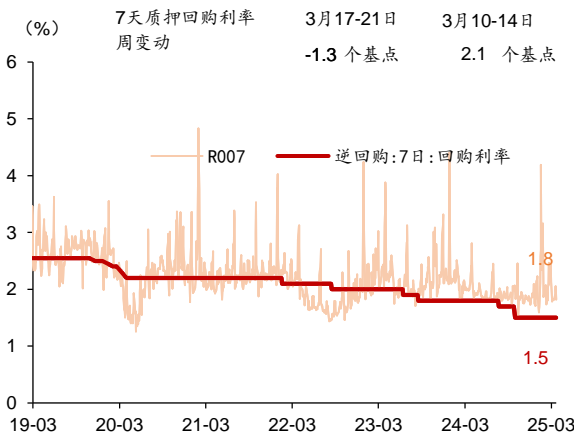
融资及汇率：AAA 级和 AA 级企业债收益率均下行，1 年期和 3 年期 AA-AAA 级企业债信用利差环比分别下降/上升。上周房地产债发行 128.62 亿元，股权融资额环比上升。上周沪深 300 指数环比下降 2.05%，PE (TTM) 估值水平较前一周边际下降。汇率方面，上周人民币兑美元汇率较前一周下行 0.28%，对一篮子货币汇率环比回撤 0.08%。上周利率债净发行同比少增 1545 亿元，其中，国债/地方政府债净发行同比少增 1509/87 亿元，政策性银行债同比多增 51 亿元。

图表47：主要利率指标（截至 2025 年 3 月 21 日，单位：%）

| | 央行7日 逆回购利率 | 1年MLF 利率 | 1年LPR | 5年LPR | R007 | DR007 | 3个月 SHIBOR | 1年国债 收益率 | 10年国债 收益率 | 1年国开债 收益率 | 10年国开债 收益率 | 余额宝 收益率 | 理财产品预期收益率 (6M) |
|-----------|---------------|-------------|-------|-------|------|-------|---------------|-------------|--------------|--------------|---------------|------------|-------------------|
| 2005年5月平均 | 3.76 | - | - | - | 1.16 | - | - | 2.53 | 3.89 | 2.41 | 3.96 | - | 2.10 |
| 2009年1月平均 | 3.76 | - | - | - | 0.94 | - | 1.51 | 1.08 | 2.90 | 1.26 | 3.32 | - | 2.90 |
| 2016年9月1日 | 2.25 | 3.00 | 4.30 | - | 2.39 | 2.29 | 2.79 | 2.11 | 2.75 | 2.30 | 3.19 | 2.31 | 3.96 |
| 1年前 | 1.80 | 2.50 | 3.45 | 3.95 | 2.08 | 1.87 | 2.16 | 1.76 | 2.29 | 1.92 | 2.40 | 1.82 | 2.10 |
| 1个月前 | 1.50 | 2.00 | 3.10 | 3.60 | 2.30 | 2.24 | 1.86 | 1.45 | 1.73 | 1.66 | 1.75 | 1.30 | 1.90 |
| 1周前 | 1.50 | 2.00 | 3.10 | 3.60 | 1.83 | 1.81 | 2.00 | 1.56 | 1.83 | 1.68 | 1.85 | 1.28 | 1.90 |
| 当前 | 1.50 | 2.00 | 3.10 | 3.60 | 1.82 | 1.77 | 1.97 | 1.56 | 1.85 | 1.65 | 1.88 | 1.31 | 1.90 |

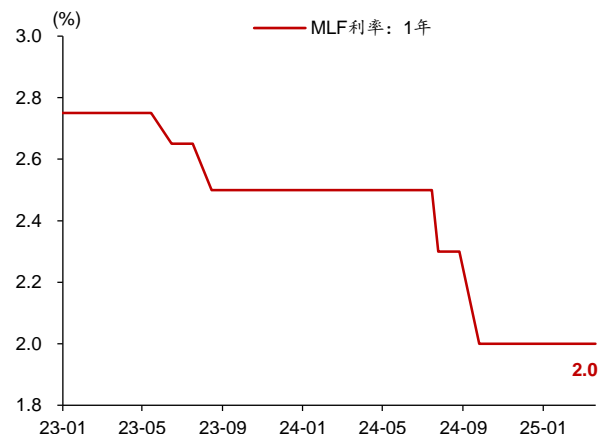
资料来源：Wind, CEIC, 华泰研究

图表48：央行质押式回购加权利率下降 1.3 个基点



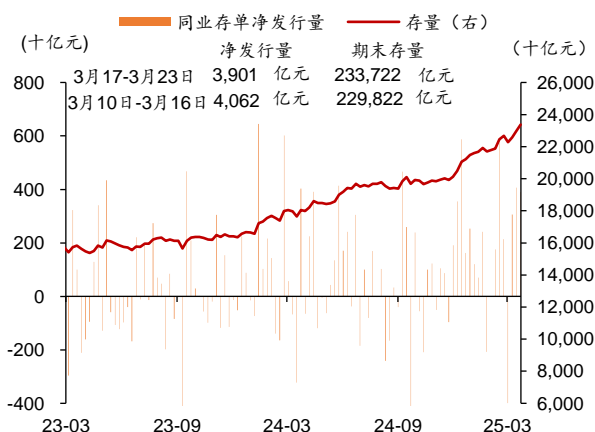
资料来源：Wind, 华泰研究

图表49：3 月 MLF 利率为 2%



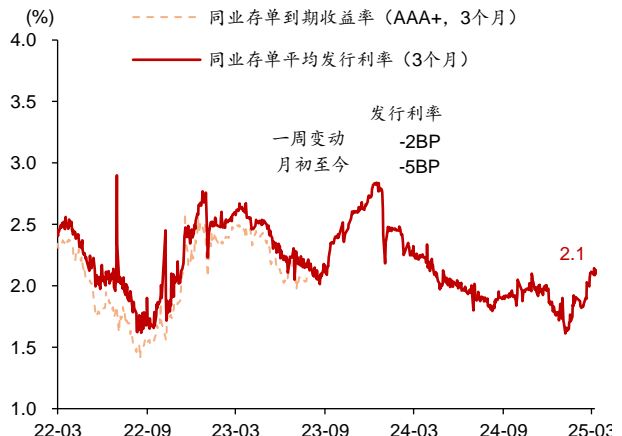
资料来源：Wind, 华泰研究

图表50：同业存单净发行量环比下行



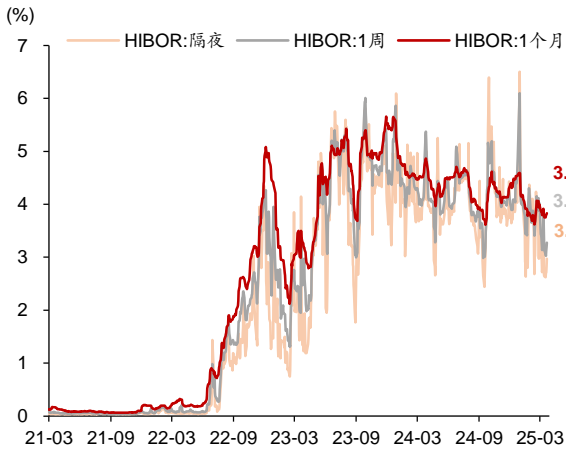
资料来源：Wind, 华泰研究

图表51：同业存单发行利率环比下降



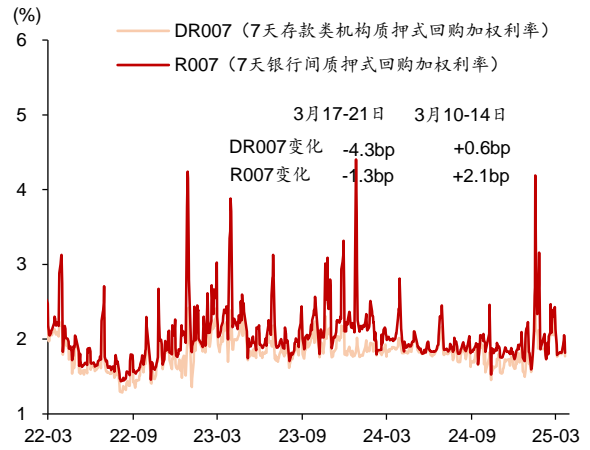
资料来源：Wind, 华泰研究

图表52: 隔夜1个月和1周HIBOR均环比下降



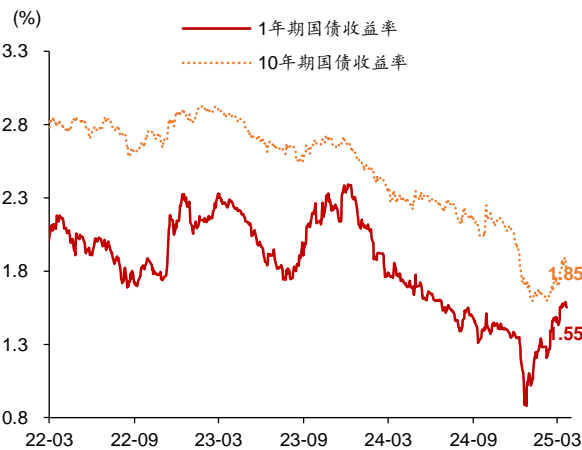
资料来源: Wind, 华泰研究

图表53: DR007 利率环比下行



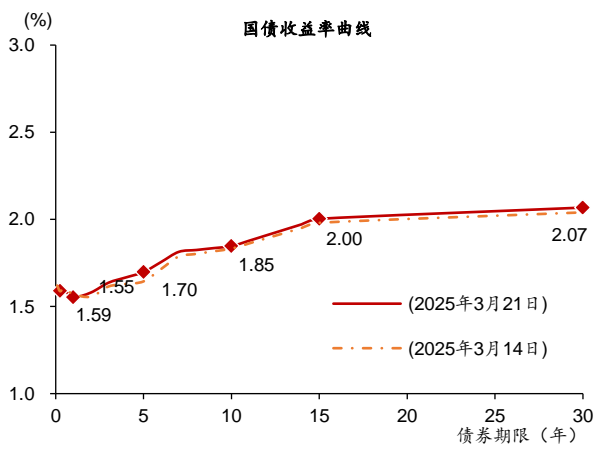
资料来源: Wind, 华泰研究

图表54: 1年期与10年期国债收益率期限利差走宽



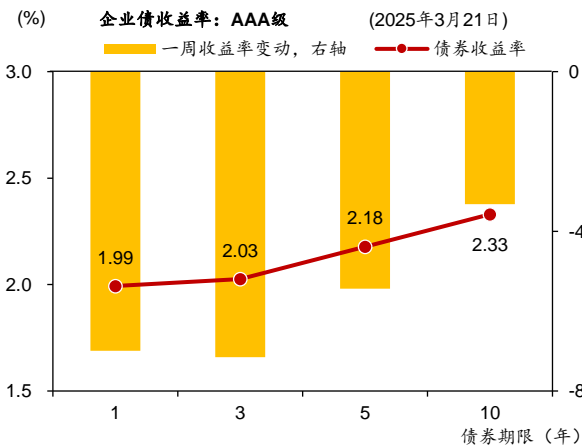
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表55: 国债收益率曲线趋陡



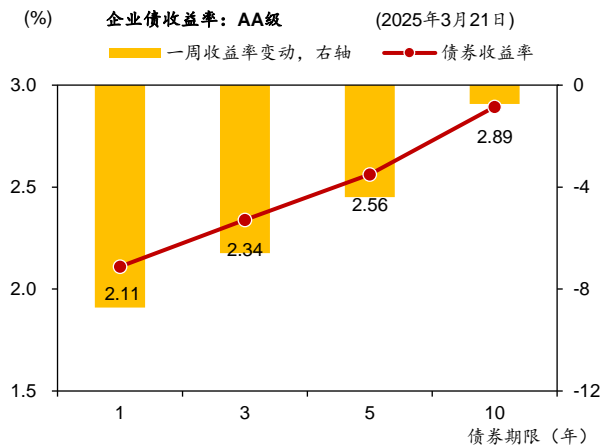
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表56: AAA级企业债收益率下降, 曲线陡峭化



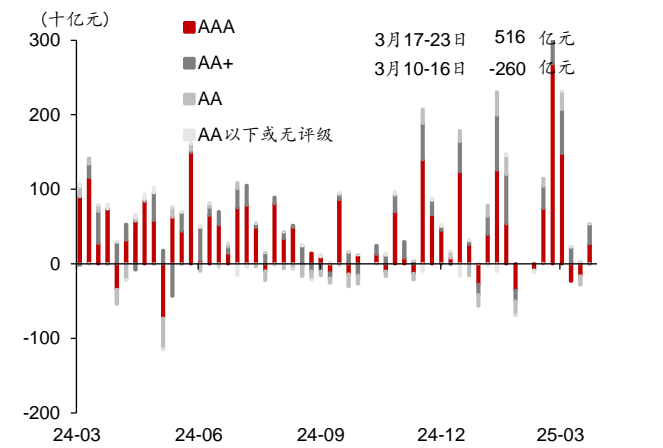
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表57: AA级企业债收益率下降, 曲线陡峭化

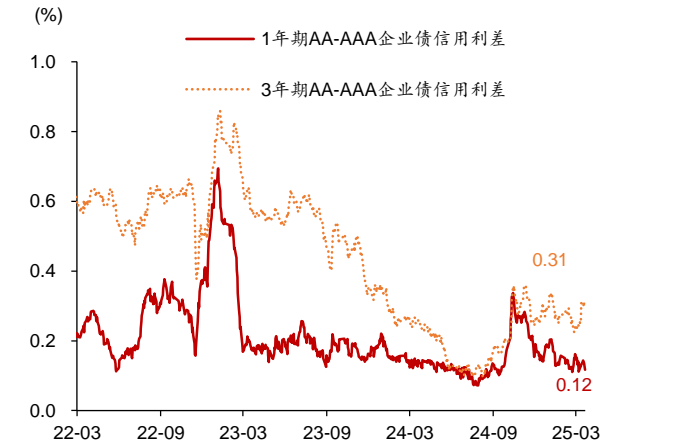


资料来源: CEIC, 华泰研究

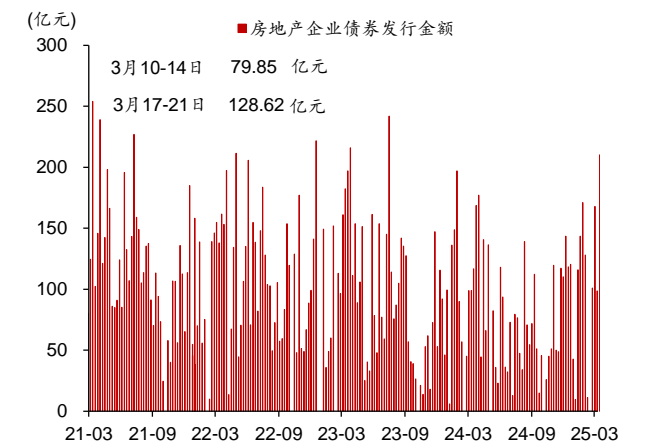
图表58: 信用债净发行额环比上升



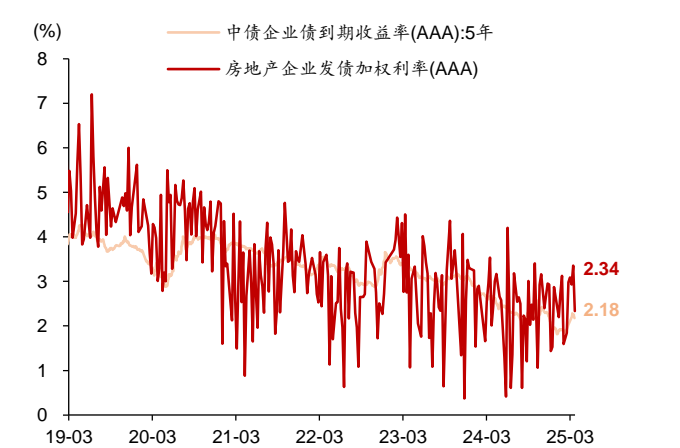
图表59: 1年期 AA-AAA 级企业债信用利差环比下降, 3年期环比上升



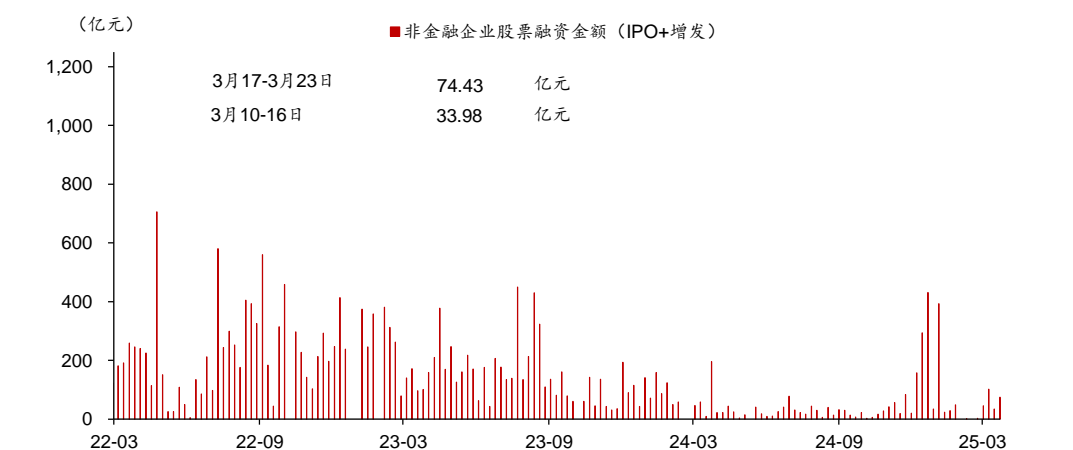
图表60: 上周房地产企业债券发行金额环比上升



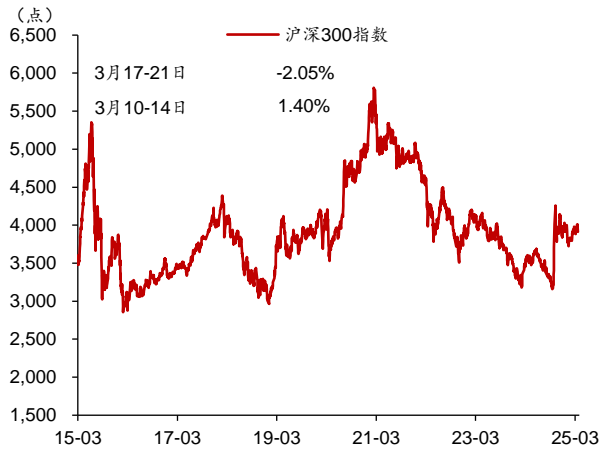
图表61: 上周 AAA 房地产债到期收益率环比下降



图表62: 上周企业股票(非金融)融资额环比上升

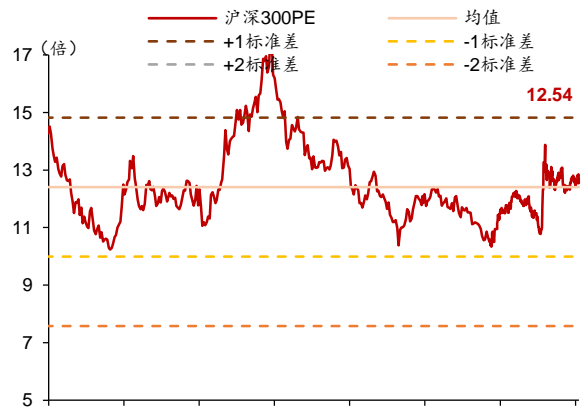


图表63: 沪深300指数环比下降2.05%



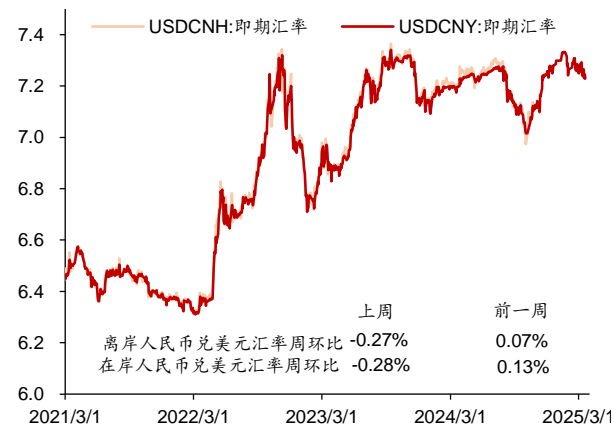
资料来源: Wind, 华泰研究

图表64: 沪300PE (TTM) 较前一周下降



资料来源: Wind, 华泰研究

图表65: 在岸人民币兑美元汇率环比下行0.28%



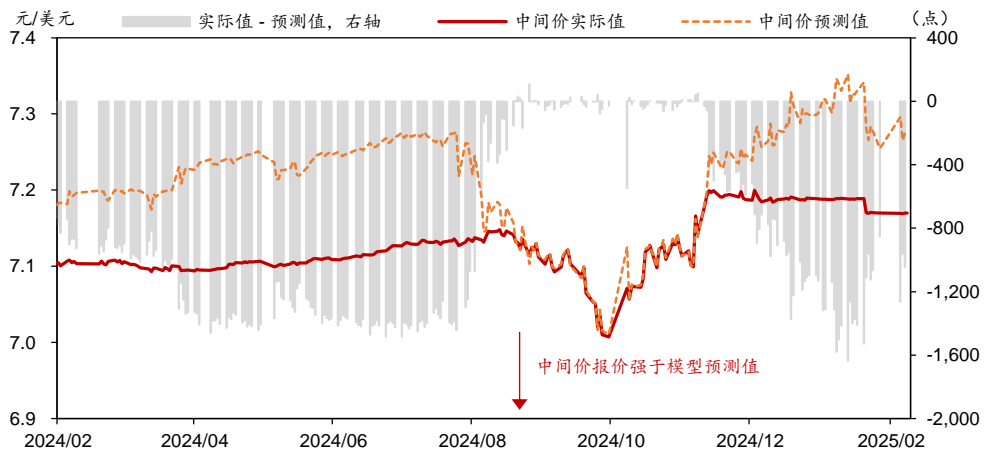
资料来源: Wind, 华泰研究

图表66: 人民币一篮子货币汇率环比回撤

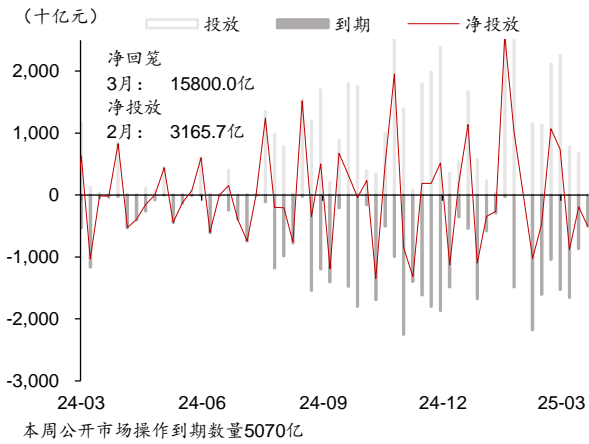


资料来源: Wind, 华泰研究

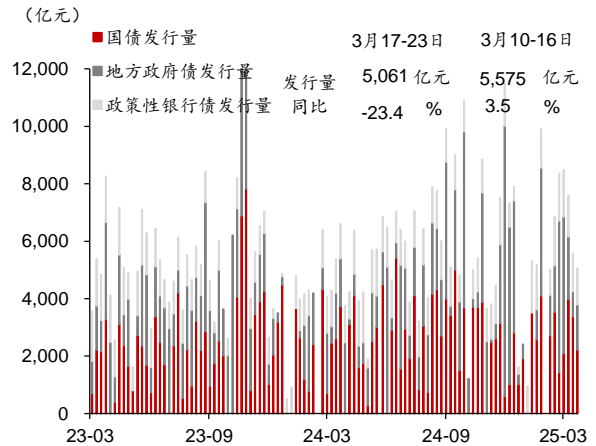
图表67: 华泰宏观预测值弱于人民币中间价实际值 (未更新)



资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表68：3月至今，央行净回笼15800亿元


注：央行的货币政策工具包括公开市场操作（逆回购），常备借贷便利（SLF），中期借贷便利（MLF），抵押补充贷款，短期流动性调节工具及国库现金招标
资料来源：Wind，华泰研究

图表69：利率债总发行量同比下降23.4%


注：利率债发行量=国债发行量+地方政府债发行量+政策性银行债发行量
资料来源：Wind，华泰研究

中观行业景气度追踪

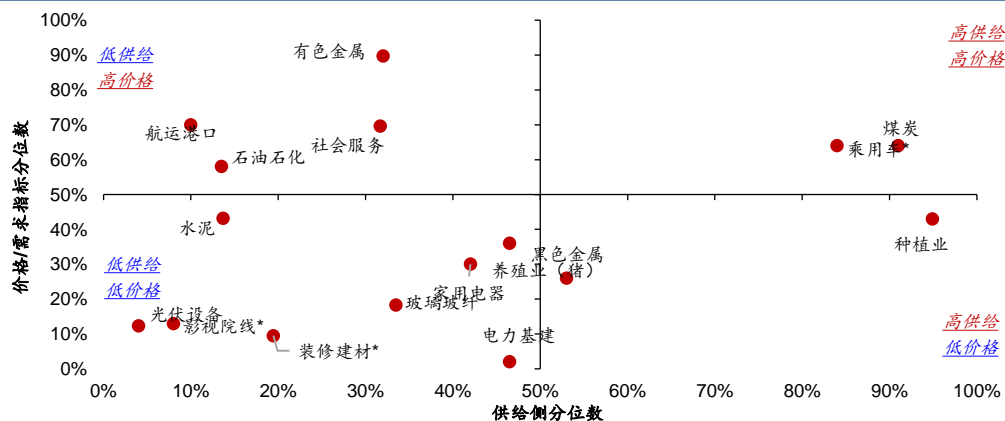
绝对水平：石油石化、有色金属、航运港口和社会服务等行业景气度相对较高；鸡蛋、白条鸡价格仍在回落；通信产品、锂电池和光伏设备的价格仍在低位。从各行业供给、需求/价格所在历史序列的百分位值来看（2013年至今，下同）：

- 上周石油石化、有色金属、航运港口和社会服务等行业位于低供给、高价格分位数区间，其中铝、铜价格位于2013年以来的93%-99%的高分位水平、铜库存回落至57%的分位数水平。
- 光伏设备、装修建材、玻璃玻纤、黑色金属、电力基建和水泥等行业所在分位数水平处于低供给、低需求区间，体现上述行业供需两侧均有所承压。通信产品、锂电池和光伏设备的价格水平仍在低位，但近期光伏产业链关键产品价格普遍上涨，晶硅光伏组件/多晶硅片/太阳能电池价格月均环比上行3.6%/3.4%/5.4%。

边际变化：铜价再度走高，猪价边际回升

- **制造业：**国际油价周环比止跌回升，有色金属价格月环比持续走高。1) **石油石化：**3月至今布伦特原油价格月均环比回落4.3%，上周环比回升2.2%；沥青装置开工率月环比平均上行6.1个百分点，主要由于节后复工复产逐步推进。2) **煤炭：**动力煤价格月均环比回撤1.8%、港口煤炭库存月均环比上行5.8%。3) **有色金属：**国际铝、铜等有色金属价格位于93%-99%的高分位水平，其中国际铜价上周环比回升2.3%，3月至今国际铝/铜均价上行1.2%/2.8%；库存方面，上周铝库存回落3.6%，铜库存大幅回落3.9%，且铜库存回落至2013年以来57%的分位数水平。4) **黑色金属：**螺纹钢/线材价格上周小幅回落2.9%/4.4%；库存方面，螺纹钢库存周环比回落2%、绝对水平回落至52%左右的分位数水平；5) **基础化工品**价格整体上行，尿素/氯化钾3月至今均价环比回升6.2%/9.2%。
- **农林牧渔：**猪价月均环比回落，生猪养殖利润回升。1) 猪肉价格3月至今月均环比回落4.3%，上周环比止跌回升0.5%，生猪养殖利润周环比回升40%。2) 粮价边际回升，3月至今小麦价格环比回升0.9%，上周玉米价格环比回升0.7%，3月至今累计环比上行2.4%。

图表70：行业供需分位数水平一览（截至2025年3月22日）



注：*标记的影视院线、乘用车等纵轴为需求侧指标，其余为价格指标。

资料来源：Wind, CEIC, 华泰研究

图表71：行业景气度指标水平一览（截至 2025 年 3 月 22 日）

| 华泰行业高频追踪 | | 指标（百分点、%） | 所在分位值 ¹ | 环比（百分点、%） | | 2025年 | | 2024年 | | | |
|-----------|------------------------------|-----------|--------------------|-----------|-------|--------|--------|-----------|--------|--------|-------|
| | | | | 周 | 月 | 2月 | 1月 | 同比（百分点、%） | | | |
| | | | | | | 2月 | 1月 | 12月 | 11月 | 10月 | |
| 石油石化 | 布伦特油价 | 58% | 58% | 2.2 | -4.3 | -8.5 | -1.7 | -5.5 | -10.6 | -14.5 | |
| | 炼油厂开工率 | 10% | 10% | 2.6 | 3.9 | -13.7 | -11.6 | -4.6 | -5.3 | -9.9 | |
| | 沥青装置开工率 | 17% | 17% | -3.5 | 6.1 | 1.6 | -2.7 | -5.2 | -6.5 | -8.9 | |
| 煤炭 | 动力煤价格 | 64% | 64% | 0.0 | -1.8 | -4.5 | -3.9 | -3.4 | -2.9 | -2.7 | |
| | 港口煤炭库存 | 91% | 91% | 3.4 | 5.8 | 14.6 | 5.7 | 3.6 | 5.3 | 12.6 | |
| 传统制造业 | 铝价 | 93% | 93% | -0.5 | 1.2 | 8.8 | 5.2 | 6.9 | 9.0 | 8.3 | |
| | 铜价 | 99% | 99% | 2.3 | 2.8 | 11.9 | 9.9 | 8.7 | 11.4 | 16.5 | |
| | 铝价 | 77% | 77% | 0.6 | 2.1 | 6.1 | 2.7 | 11.1 | 1.4 | 1.9 | |
| | 铝库存 | 7% | 7% | -3.6 | -8.8 | 0.6 | 9.8 | 38.7 | 50.7 | 56.8 | |
| | 铜库存 | 57% | 57% | -3.9 | -7.6 | 94.6 | 66.6 | 57.1 | 50.9 | 59.9 | |
| | 螺纹钢价格 | 21% | 21% | -2.9 | -2.6 | -13.7 | -16.2 | -15.8 | -13.2 | -5.4 | |
| 黑色金属 | 线材价格 | 31% | 31% | -4.4 | -2.5 | -15.0 | -15.9 | -9.5 | -6.0 | 0.2 | |
| | 高炉开工率 | 47% | 47% | 1.7 | 3.5 | 1.7 | 1.4 | 1.9 | 1.8 | -1.6 | |
| | 日均铁水产量 | 60% | 60% | 2.5 | 2.0 | 1.8 | 1.7 | 1.3 | -1.1 | -4.8 | |
| 基础化工 | 螺纹钢库存 | 52% | 52% | -2.0 | 8.6 | -18.6 | -27.3 | -21.3 | -22.3 | -36.9 | |
| | 氯化钾价格 | 71% | 71% | -0.6 | 9.2 | 13.0 | -3.9 | -11.3 | -13.7 | -13.0 | |
| | 尿素价格 | 33% | 33% | 2.4 | 6.2 | -21.3 | -26.9 | -26.5 | -27.1 | -22.9 | |
| 水泥 | 聚乙烯价格 | 16% | 16% | -2.9 | -0.9 | -4.0 | -3.3 | 0.9 | 2.5 | 1.9 | |
| | 水泥价格指数 | 43% | 43% | 0.4 | 5.0 | 11.4 | 19.0 | 16.3 | 19.5 | 15.8 | |
| | 水泥煤价差指数 | 54% | 54% | 0.8 | 7.9 | 19.1 | 28.5 | 28.6 | 31.8 | 27.2 | |
| | 磨机开工率 | 23% | 23% | 2.9 | 18.6 | -30.9 | -30.9 | -2.5 | 0.4 | -2.9 | |
| | 水泥出货量 | 17% | 17% | 1.7 | 24.4 | -33.2 | -15.9 | -3.7 | -6.2 | -5.4 | |
| | 水泥库存比 | 1% | 1% | -2.5 | -5.9 | -20.8 | -9.7 | -8.4 | -5.8 | -8.5 | |
| | 装修建材 | 建筑钢材成交量 | 10% | 10% | -4.8 | 17.0 | -38.5 | -44.1 | -18.1 | -22.1 | -20.9 |
| | | 混凝土搅拌站运转率 | 9% | 9% | 1.5 | 2.0 | -6.8 | -0.2 | -4.3 | -4.9 | -4.7 |
| | | 铝型材开工率 | 30% | 30% | 3.0 | -6.0 | 5.4 | -22.7 | -7.3 | -6.8 | -6.0 |
| | 玻璃玻纤 | 浮法玻璃均价 | 18% | 18% | -2.4 | -3.4 | -18.9 | -23.7 | -28.8 | -31.5 | -41.7 |
| 浮法玻璃产能利用率 | | 4% | 4% | -0.4 | 1.1 | -7.9 | -7.6 | -4.4 | -4.6 | -2.9 | |
| 玻璃日熔量 | | 18% | 18% | -0.4 | 1.4 | -10.5 | -10.3 | -7.5 | -8.1 | -5.4 | |
| 玻璃库存 | | 78% | 78% | -3.2 | 8.8 | 3.3 | -33.5 | 31.7 | 12.3 | 27.6 | |
| 房地产开发 | 新房总成交面积 | 35% | 35% | 33.5 | 72.3 | -34.3 | 95.6 | 28.8 | 16.7 | -21.4 | |
| | 二手房总成交面积 | 99% | 99% | 5.7 | 93.7 | -15.9 | 125.8 | 73.8 | 71.5 | 13.7 | |
| | 土地总成交面积 | 5% | 5% | 225.8 | -58.3 | 32.2 | 6.5 | 0.0 | 46.9 | -27.2 | |
| | 房地产企业开发投资额 | 11% | 11% | 11.0 | -56.3 | 0.2 | 0.0 | -0.6 | 0.0 | -0.7 | |
| | 房地产企业销售规模 | 72% | 72% | 61.1 | 13.9 | 7.2 | -25.2 | 30.1 | 22.7 | 90.7 | |
| | iBoxx亚洲中资美元房地产债券指数 | 55% | 55% | 0.02 | 3.40 | 22.1 | 19.3 | 26.6 | 26.8 | 8.6 | |
| | 百度搜索指数（房贷） | 2% | 2% | -2.7 | 0.3 | -17.4 | -24.8 | -14.8 | 2.2 | 22.9 | |
| 基础建设 | 百度搜索指数（房价） | 2% | 2% | 10.3 | -6.6 | -23.5 | -37.9 | -46.9 | -31.3 | -30.9 | |
| | 钢材综合价格指数 | 2% | 2% | -0.8 | -1.5 | -14.8 | -14.4 | -11.9 | -8.6 | -10.7 | |
| | 电解铜杆周度开工率 | 55% | 55% | -5.2 | 15.7 | 14.6 | -4.1 | 14.1 | 9.5 | -17.2 | |
| 交通运输 | 铝线周度开工率 | 38% | 38% | 3.0 | 4.8 | -13.1 | -4.0 | 6.8 | 6.6 | 3.8 | |
| | 市内交通 | 地铁客流量 | 97% | 97% | -7.0 | 7.9 | 25.7 | -8.3 | 4.7 | 5.7 | 4.6 |
| | 百城拥堵指数 | 75% | 75% | -1.1 | 10.0 | -0.8 | -1.7 | -2.6 | 2.3 | 0.5 | |
| | 航空机场 | 国内航班数 | 62% | 62% | 1.6 | -4.4 | -7.2 | 7.0 | 0.1 | -3.1 | 4.0 |
| | 国际航班数 | 73% | 73% | 1.9 | -3.7 | 7.2 | 25.0 | 24.4 | 27.7 | 34.2 | |
| | 国内航班执飞率 | 57% | 57% | 1.7 | 0.0 | -1.4 | 1.5 | 0.7 | -0.4 | 4.8 | |
| | 物流 | 整车货运物流指数 | - | - | - | - | -28.2 | 52.5 | 6.1 | 10.7 | 2.3 |
| | 波罗的海干散货指数（BDI） | 71% | 71% | -1.6 | 64.6 | -40.6 | -43.9 | -58.4 | -19.3 | -10.2 | |
| | 中国出口集装箱运价指数（CCFI） | 69% | 69% | -3.7 | -11.9 | -6.8 | 29.4 | 70.2 | 74.9 | 73.5 | |
| | 中国进口干散货运价指数（CDFI） | 69% | 69% | -4.0 | 20.1 | -20.4 | -23.8 | -31.5 | -8.1 | -2.3 | |
| 航运港口 | 到港船舶数量 | 32% | 32% | 2.6 | 43.7 | -14.6 | -23.0 | -13.8 | -18.4 | -22.0 | |
| | 集装箱船在港时长 | 7% | 7% | -2.1 | 19.7 | -25.2 | -37.2 | -10.1 | -13.5 | -12.2 | |
| | 义乌中国小商品价格指数同比增速 | 53% | 53% | 0.0 | - | - | - | -0.5 | 0.2 | 0.4 | |
| 汽车 | 华泰出口需求月度指数 | - | - | - | - | -7.7 | 9.4 | 10.7 | 11.4 | 5.4 | |
| | 乘用车零售 | 28% | 28% | -43.7 | -21.1 | -13.6 | -9.1 | 18.0 | 32.1 | 8.4 | |
| | 二手车车交易量 | 98% | 98% | 5.7 | -15.3 | 174.4 | -25.9 | 9.8 | 2.2 | -17.9 | |
| | 二手摩托车交易量 | 66% | 66% | -4.9 | -28.7 | 15.9 | -41.8 | -13.6 | -1.5 | -0.8 | |
| | 半钢胎企业开工率 | 99% | 99% | -0.1 | -16.3 | 18.0 | -6.3 | 6.8 | 6.6 | 5.7 | |
| 新能源 | 全钢胎企业开工率 | 69% | 69% | -0.1 | -6.7 | 96.0 | -17.1 | 5.0 | -0.8 | -12.1 | |
| | 光伏设备* | 5% | 5% | 0.0 | 3.6 | -26.2 | -30.7 | -33.8 | -35.6 | -38.2 | |
| | 多晶硅片价格 | 16% | 16% | 0.0 | 3.4 | -36.5 | -36.5 | -46.5 | -49.8 | -52.0 | |
| | 太阳能电池价格 | 16% | 16% | 0.0 | 5.4 | -32.6 | -31.9 | -35.6 | -41.7 | -52.5 | |
| | SOLARZOOM光伏经理人指数（全行业） | 4% | 4% | 2.3 | 0.0 | -16.7 | -14.2 | -6.5 | -5.8 | -5.2 | |
| 锂电池* | 金属锂价格 | 23% | 23% | 0.0 | -0.6 | -17.5 | -18.2 | -33.0 | -38.8 | -41.9 | |
| | 磷酸铁锂价格 | 3% | 3% | -0.1 | -0.4 | -17.6 | -17.0 | -23.4 | -38.0 | -43.1 | |
| | 半导体 | DRAM平均价* | 3% | 3% | 2.5 | 1.7 | -28.9 | -27.3 | -25.1 | -21.8 | -15.6 |
| 家用电器 | NAND Flash:64Gb 8Gx8 MLC平均价* | 97% | 97% | 0.9 | 1.7 | 13.1 | 12.3 | 11.9 | 12.9 | 13.3 | |
| | 通信产品 | 通用PC价格 | 1% | 1% | -0.7 | -2.2 | -4.4 | -3.1 | -3.5 | -5.9 | -7.2 |
| | 家用电器 | 平板电脑面板价格 | 0% | 0% | 3.7 | 3.7 | -4.5 | -6.0 | -8.9 | -11.7 | -16.4 |
| 传媒 | 大家电销售均价 | 30% | 30% | - | -3.2 | -14.3 | 23.2 | 23.2 | 6.5 | 9.0 | |
| | 大家电销售量 | 42% | 42% | - | -22.5 | 17.8 | -7.1 | -7.1 | -6.5 | 2.0 | |
| | 电影票房 | 13% | 13% | -36.7 | -87.8 | 45.6 | 205.5 | -44.5 | 11.7 | 12.9 | |
| 农林牧渔 | 影视院线 | 8% | 8% | -17.0 | -40.4 | 13.8 | 3.5 | -12.9 | -3.7 | -25.2 | |
| | 养殖业（鸡） | 61% | 61% | -0.8 | -0.4 | -2.4 | -0.8 | 0.7 | 0.3 | -0.1 | |
| | 鸡蛋批发价格 | 36% | 36% | -1.1 | -3.5 | -7.6 | 3.3 | 1.2 | 1.7 | -1.0 | |
| | 猪肉平均批发价格 | 36% | 36% | 0.5 | -4.3 | -0.6 | 14.2 | 12.6 | 17.4 | 17.8 | |
| | 生猪养殖利润 | 32% | 32% | 40.0 | 5.3 | -134.0 | -167.5 | -157.9 | -194.8 | -303.5 | |
| | 生猪存栏（能繁母猪） | 61% | 61% | - | -0.4 | - | -0.1 | -1.5 | -1.9 | -3.3 | |
| 种植业 | 小麦价格 | 36% | 36% | 0.4 | 0.9 | -13.3 | -14.9 | -16.6 | -17.8 | -18.7 | |
| | 玉米价格 | 50% | 50% | 0.7 | 2.4 | -15.9 | -19.6 | -18.5 | -18.2 | -18.9 | |
| | 棉花总库存 | 95% | 95% | 0.0 | -4.0 | 2.8 | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 20.0 | |
| 社会服务 | 招聘平均薪资 | 70% | 70% | 0.9 | 0.7 | -4.4 | 9.7 | 6.2 | 5.2 | 1.7 | |
| | 招聘发帖数量 | 47% | 47% | -7.7 | 25.7 | 64.4 | -2.5 | 12.5 | 16.2 | 39.3 | |
| | 新增招聘公司数 | 44% | 44% | -7.5 | 24.7 | 63.5 | -13.4 | 1.4 | 1.4 | 19.3 | |
| | 百度搜索指数（失业） | 10% | 10% | -5.0 | 4.2 | 16.2 | -16.3 | 3.6 | -8.7 | -10.1 | |

注：1.所在分位值：最新周均值在2013年以来周均值的分位数，如果该指标在2013年之后公布，则为已公布所有数据周均值的分位数；
 2.SOLARZOOM光伏经理人指数：光伏行业指数=（中上游制造业指数*50%+下游电站指数*50%），剔除大盘涨跌，并在调整估值差异并按市值加权，能较好地还原光伏企业的真实超额收益；
 3.锂电池板块价格数据均基于“中国富宝价格指数”计算；
 4.半导体存储器中，易失性存储器DRAM和非易失性存储器Flash（即闪存）占存储器市场营收的95%以上，其中DRAM是最大宗的单一芯片产品，NAND Flash是Flash中最主要的产品。
 5.我们基于各指标在对应行业中的实际含义判定价格指标、需求指标及供给指标的分类。

资料来源：Wind, CEIC, Datayes, CAPA, 华泰研究

宏观政策指标跟踪

上周重要数据:

1-2月规模以上企业工业增加值同比较12月的6.2%小幅回落至5.9%，高于彭博一致预期的5.3%，而去年1-2月工作日较今年同期多2天，工作日调整后工业增加值同比增速与去年12月基本持平，或显示出口需求仍对生产有所支撑。社会消费品零售总额名义同比增速从12月的3.7%边际上行至4%，高于彭博一致预期的3.8%，剔除汽车后的社零增速则从12月的4.2%上行至4.8%，显示年初消费需求有所企稳。1-2月固定资产投资同比增速从去年12月的2.2%回升至4.1%，其中基建和制造业投资均加速上行，地产投资降幅亦有所收窄。基建投资走高，或主要受广义财政融资节奏前置提振；中上游制造业行业整体维持较高景气度，下游行业投资有所回升，或体现下游行业需求边际回暖、拉动投资整体增长；需求端受需求季节性回落影响，1-2月商品房成交金额同比增速从去年12月的2.4%转负至-2.6%，1-2月房地产到位资金同比降幅较去年12月的7.1%收窄至3.6%；就业方面，1-2月全国城镇调查失业率较2024年12月的5.1%边际上行至5.3%，略高于去年同期水平。

上周重要事件:

(1) 3月17日，国新办联合发改委、财政部、人力资源社会保障部、商务部、央行、市场监管总局等举办提振消费相关政策新闻发布会。发改委强调着力促进居民增收减负，促进工资性收入合理增长，加紧制定育儿补贴、劳动工资、扩大住房公积金使用范围等配套政策，明确不得违法延长劳动者工作时间，安排3000亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新；市场监管总局强化对缺陷产品召回的监管力度；财政部指出，2025年中央财政安排就业补助资金667.4亿元，支持提高基本养老保险和基本医疗保障水平；央行强调实施好适度宽松的货币政策，营造良好的金融环境，拓宽金融机构资金来源，扩大消费领域资金供给。

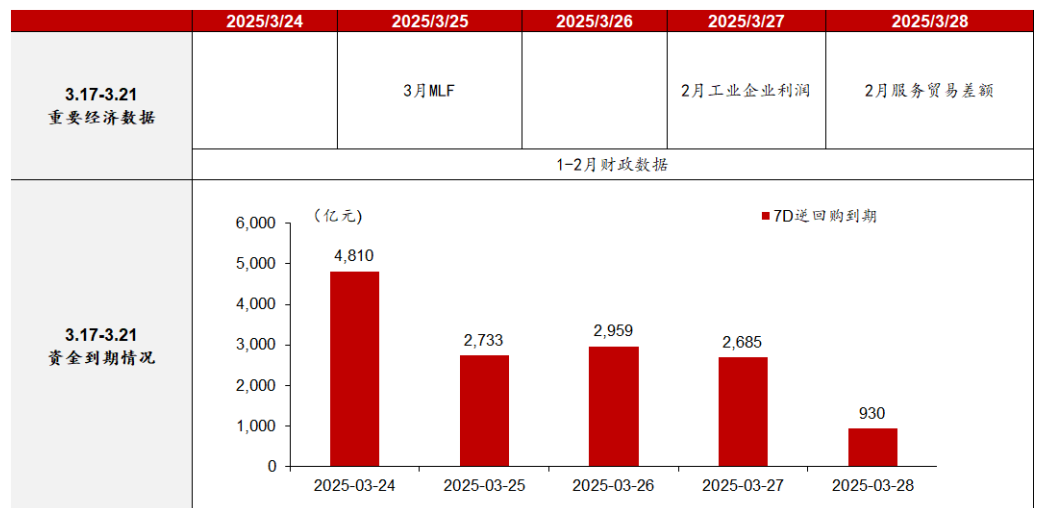
(2) 3月18日，央行货币政策委员会2025年第一季度例会召开。会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。会议分析了国内外经济金融形势，并对后续货币政策做出部署，表示要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。

(3) 3月20日，李强总理在福建调研并召开外贸企业座谈会。会议中提出要坚定不移扩大开放，放眼全球、抢抓机遇，团结起来、共迎挑战，不断提高搏击风浪的能力，要大力开拓多元化市场，积极创新贸易渠道方式，着力提升产品竞争力，加快内外贸一体化发展。

图表72： 上周重要政策及会议一览（3月17日-3月21日）

| 时间 | 政策主体 | 文件/会议名称 | 主要内容 |
|------|------------------------------|----------------------|--|
| 3/17 | 发改委、财政部、人力资源部、商务部、央行、市场监管总局等 | 国新办促进消费相关政策新闻发布会 | 1) 开展城乡居民增收促进行动，促进工资性收入合理增长；2) 开展消费能力保障支持行动，提高医疗养老保障能力；3) 开展服务消费提质惠民行动，促进生活服务消费，稳步推进服务业扩大开放；4) 开展大宗消费更新升级行动，加大消费品以旧换新支持力度，延伸汽车消费链条；5) 开展消费品质提升行动，支持新型消费加快发展；6) 开展消费环境改善提升行动，营造放心消费环境；7) 限制措施清理优化，有序减少消费限制，持续优化营商环境；8) 完善支持政策，加强促消费政策协同联动，发挥财政政策引导带动作用，强化信贷支持 |
| 3/18 | 央行 | 央行货币政策委员会2025年第一季度例会 | 会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。会议分析了国内外经济金融形势，我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战，并对后续货币政策做出部署，表示要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。 |
| 3/20 | 李强 | 福建调研时外贸企业座谈会讲话 | 以开拓创新精神做好稳外贸工作，加快构建高水平对外开放新优势；要坚定不移扩大开放，放眼全球、抢抓机遇，团结起来、共迎挑战，不断提高搏击风浪的能力。要大力开拓多元化市场，积极创新贸易渠道方式，着力提升产品竞争力，加快内外贸一体化发展 |
| 3/21 | 国家金融监督管理总局 | 关于发展消费金融助力提振消费的通知 | 包括增加消费金融供给、优化消费金融管理、开展个人消费贷款纾困、加强消费金融风险管理、优化消费金融环境、形成政策合力、强化组织实施等七个方面、20条内容，明确商业银行可根据客户还款能力和风险情况，实施差异化授信，个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从30万元提高至50万元，个人消费的贷款期限可阶段性由不超过5年延长至不超过7年 |

资料来源：中国政府网，华泰研究

图表73： 本周重要宏观数据（3.24-3.28）


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 欧美经济超预期走弱，若特朗普政府关税政策超预期，或对外需带来拖累；
- 2) 稳地产政策效果退坡，地产需求超预期回落。

免责声明

分析师声明

本人，易峘、吴宛忆、常慧丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峴、吴宛忆、常慧丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司