

生产及投资活动提速，关注关税影响

华泰研究

2025年3月31日 | 中国内地

图说中国月报

研究员 易垣
SAC No. S0570520100005 evayi@htsc.com
SFC No. AMH263 +(852) 3658 6000

研究员 吴宛忆
SAC No. S0570524090005 wuwanyi@htsc.com
SFC No. BVN199 +(86) 10 6321 1166

研究员 常慧丽, PhD
SAC No. S0570520110002 changhuli@htsc.com
SFC No. BJC906 +(86) 10 6321 1166

联系人 王铭硕, CFA, PhD
SAC No. S0570123070085 wangmingshuo@htsc.com
SFC No. BUP051 +(86) 10 6321 1166

3月宏观走势几何？

居民出行及汽车消费同比回升，工业生产及投资活动整体提速，但结构或有分化；港口指标显示出口维持韧性；二手房成交表现相对强劲、不同城市分化延续。出行及消费方面，截至3月29日，18城地铁客运量同比较2月的1.5%上行至2.9%；3月1-23日，乘用车日均零售销量同比增长18%。出口方面，HDET高频指标显示截至3月27日，3月出口同比增速或录得4%左右。工业生产整体提速、但结构或有分化，3月全月，焦化/高炉/水泥开工率高于去年同期4.1/5/1.7个百分点，建筑钢材成交量低于去年同期11.4%，或体现制造业投资偏强而房建需求仍偏弱。地产方面，二手房成交同比维持高位，3月1-30日，44城新房成交面积同比降幅较1-2月的1.3%小幅走阔至1.8%，而22城二手房较1-2月的27.4%加速上行至33.5%。一线城市地产需求仍较强，新房/二手房成交同比上行17.3%/44.1%。

通胀：国际油价回落、金价持续走高，农产品价格季节性回落。截至3月28日，布伦特油价环比回落4.9%至73.6美元/桶；COMEX黄金月环比震荡上行2.5%至3,118美元/盎司，创历史新高。国内原材料呈现分化——铜/水泥价格环比回升5%/3.8%，螺纹钢价格环比回落3%。农产品价格总体回落，其中猪肉/蔬菜价格环比回落5.0%/5.5%。

金融市场：3月LPR连续5个月持平；利率债净发行同比多增。国债收益率曲线趋陡：截至3月28日，1/10年期国债收益率月环比上行7.4/8.8bp；银行间流动性偏松，R007/DR007月环比回落4/19bp。3月国债、地方债和政策性银行债合计净发行1.49万亿元，同比多增9,570亿元。汇率方面，截至3月28日，人民币兑美元汇率上升0.3%、兑一篮子货币亦回撤0.9%。

1-2月重要宏观数据回顾：1) 1-2月工业增加值同比较12月的6.2%小幅回落至5.9%，而社零/固定资产投资同比从去年12月的3.7%/2.2%分别回升至4%/4.1%，闰年效应抬升基数、表观增速数据可能低估回升幅度；2) 1-2月美元计价出口/进口同比增速从上年12月的10.7%/1%回落至2.3%/-8.4%；3) 2月新增社融2.23万亿元，同比多增7,374亿元，政府债融资贡献新增社融近八成；2月M1同比增速从1月的0.4%放缓至0.1%；M2同比增速持平于1月的7%。4) 2月中国CPI同比较1月的0.5%下降至-0.7%，PPI同比降幅较1月的2.3%收窄至2.2%。

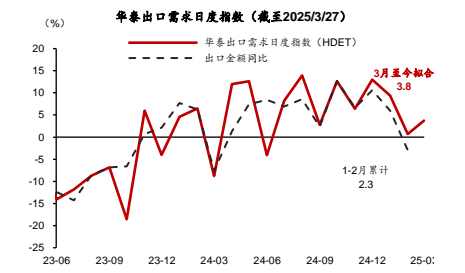
政策及事件：1) 3月5日，全国两会召开，2025年实际GDP增长目标确定在5%左右，CPI目标下调至2%左右，赤字规模(5.66万亿元)及赤字率(4%)均创历史新高，提振消费在宏观政策中的站位明显提升。2) 3月6日，经济主题记者会进一步细化提振消费、稳地产、稳股市、稳外贸等方面政策。3) 3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，从城乡居民增收促进行动等八方面部署30项重点任务。4) 3月24日，央行发布2025年3月MLF招标公告，称自本月起MLF将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。

2025年4月宏观主要观察点：

- 1) 关注逆周期政策落实进度及其对内需的影响。关注财政政策是否发力，以及“两重两新”等政策对消费的提振作用及对相关产业的影响。
- 2) 关注特朗普“对等”关税政策落地情况。特朗普预计在4月2日宣布加征“对等关税”，关注关税政策对全球贸易活动及出口链景气度的扰动。

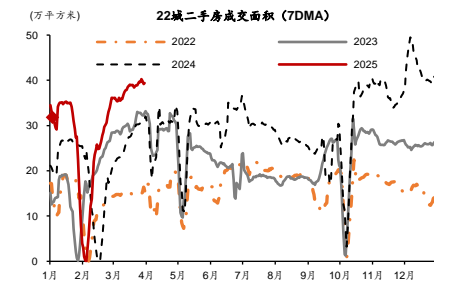
风险提示：稳增长政策执行力度低于预期、地产需求超预期走弱。

本月重点图表 1: HDET 高频指标显示 3 月出口保持稳健



资料来源：百年建筑网，华泰研究

本月重点图表 2: 3 月二手房成交同比持续走强



资料来源：Wind，华泰研究

正文目录

1-2 月经济数据一览	4
经济活动指标	5
国内各类价格走势	8
贸易及外商直接投资相关指标	10
货币政策及金融市场主要指标	11
财政指标	14
4 月经济数据日历	15

图表目录

图表 1: 经济数据总表	4
图表 2: 3 月制造业 PMI 环比上行至 50.5%	5
图表 3: 3 月制造业 PMI 生产指数持续扩张	5
图表 4: 1-2 月工业增加值同比增速较 12 月的 6.2% 下降至 5.9%	5
图表 5: 1-2 月发电量同比增速较 12 月的 0.6% 回落至 -1.3%	5
图表 6: 2 月铁路客运周转量累计同比增幅下降至 2.9%	5
图表 7: 12 月国内旅客周转量同比增速小幅放缓至 7.1% (未更新)	5
图表 8: 1-2 月名义社会消费品零售总额同比增速较 12 月的 3.7% 回升至 4%	6
图表 9: 1-2 月线上零售同比增速较 12 月的 3.8% 回落至 2.3%	6
图表 10: 1-2 月可选消费中, 金银珠宝消费增速同比回升	6
图表 11: 1-2 月基建投资提速、总体维持韧性	6
图表 12: 1-2 月房地产新开工面积同比降幅扩大至 23.9% (3 月移动平均)	6
图表 13: 1-2 月房地产开发企业到位资金同比降幅收窄至 3.8%	6
图表 14: 2 月二线城市房地产销量同比小幅提升	7
图表 15: 2 月一、二、三线城市房地产库存去化周期均下行	7
图表 16: 1-2 月工业企业利润同比增速有所回落	7
图表 17: 季调后, 1-2 月工业企业整体利润率较去年 12 月环比回落	7
图表 18: 1-2 月上中下游工业企业营收增速同比均有所回落	7
图表 19: 1-2 月工业企业库存水平小幅回升	7
图表 20: 2 月 CPI 同比转负至 -0.7%, 食品 CPI 同比回落至 -3.3%	8
图表 21: 2 月 PPI 同比降幅小幅收窄至 2.2%	8
图表 22: 2 月各线城市新建住房价格同比降幅均收窄	8
图表 23: 2 月二线、三线城市新建商品住宅价格环比增速均有回落	8
图表 24: 2 月一、二线城市二手房价格环比增速均有回落	8
图表 25: 2024 年 4 季度城镇居民人均收入增速边际回升 (未更新)	8
图表 26: 2 月人民币名义有效汇率向下波动	9
图表 27: 3 月人民币兑美元汇率向上波动	9

图表 28: 3 月螺纹钢价格下降、水泥价格上升 (截至 3 月 28 日)	9
图表 29: 3 月铜价上升 (截至 3 月 28 日)	9
图表 30: 3 月小麦、棉花价格均下行 (截至 3 月 28 日)	9
图表 31: 3 月波罗的海干散货指数大幅上行 (截至 3 月 28 日)	9
图表 32: 1-2 月出口增速下滑, 贸易顺差环比下行	10
图表 33: 1-2 月中国对美国出口额同比增速下行	10
图表 34: 1-2 月中国自美国、欧洲进口额同比增速均回升	10
图表 35: 1-2 月一般贸易进口增速较 12 月小幅回升	10
图表 36: 1-2 月高新技术行业和非高新技术行业出口增速均回落	10
图表 37: 2023 年 12 月实际使用外资金额累计同比增速下行 (未更新)	10
图表 38: 2 月社融同比增速回升至 8.2%、M2 同比增速持平于 7%	11
图表 39: 2 月其他存款性公司总资产同比增速回落	11
图表 40: 2 月其他存款性公司资产对政府机构债权增速回升	11
图表 41: 2 月基础货币同比增速小幅回落	11
图表 42: 2 月人民币短期贷款存量增速持平, 中长期贷款存量增速回落	11
图表 43: 2 月新增人民币贷款 1.01 万亿元	11
图表 44: 2 月新增非金融企业贷款、住户贷款均回落	12
图表 45: 2 月新增社融 2.23 万亿元, 同比多增 7,374 亿元	12
图表 46: 3 月国债收益率曲线趋陡	12
图表 47: 3 月 AA 级与 AAA 级企业债收益率利差上行	12
图表 48: 2 月存款准备金率环比持平	12
图表 49: 2 月外汇储备同比增速回升	12
图表 50: 各类利率指标汇总 (截至 2025 年 3 月 28 日, 单位%)	13
图表 51: 2 月央行净赎回 7666 亿元	13
图表 52: 2 月央行公开市场操作以逆回购为主	13
图表 53: 2025 年 1-2 月财政支出增速同比小幅回落	14
图表 54: 2 月税收收入同比回落, 土地出让收入同比下降	14
图表 55: 2 月教育、科技与文化、社保及医疗卫生支出均有所回升	14
图表 56: 3 月利率债净融资额同比多增, 环比回落	14
图表 57: 2 月财政存款同比增速转正至 14.9%	14
图表 58: 2 月机关团体存款占 M2 比例环比回升	14
图表 59: 2025 年 4 月主要经济数据日历	15

1-2 月经济数据一览

图表1：经济数据总表

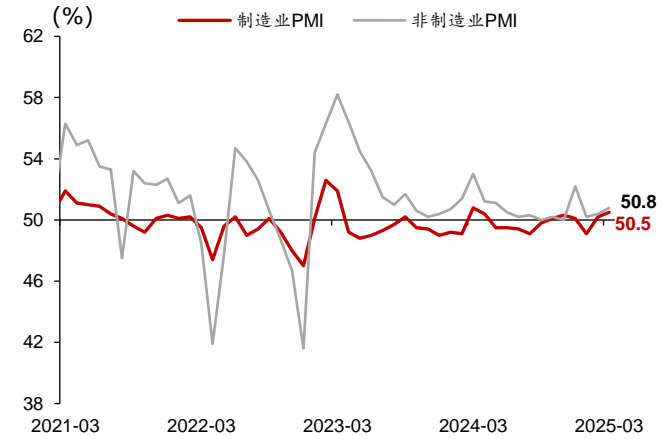
季度	4Q24	3Q24	2Q24	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23	4Q22	3Q22	2Q22	1Q22	4Q21	3Q21	2Q21	1Q21	
实际GDP	5.4	4.6	4.7	5.3	5.0	6.5	4.7	3.0	4.0	0.4	4.8	4.0	4.9	7.9	18.9	
同比	6.6	5.3	3.6	3.6	6.1	4.9	7.0	2.0	13.0	5.7	0.8	5.3	1.2	11.2	0.4	
环比 (季调年化)																
名义GDP	4.6	4.1	4.0	4.3	4.1	5.7	5.5	2.9	5.9	3.9	8.9	9.7	9.7	13.4	21.6	
同比																
实际GDP	3.7	3.2	3.6	4.2	4.2	3.7	3.7	4.0	3.4	4.4	6.1	6.4	7.1	7.6	8.1	
第一产业	5.2	4.6	5.6	5.1	4.3	4.9	2.9	1.9	3.4	0.2	4.0	2.5	3.9	6.7	24.9	
第二产业	5.8	4.8	4.2	5.7	5.6	7.9	5.9	3.6	4.4	0.8	5.3	5.5	6.3	9.1	16.4	
第三产业																
GDP平减指数	-0.7	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.7	0.7	-0.1	1.8	3.5	4.0	5.5	4.5	5.1	2.3	
同比																
环比 (季调年化)																
月度	2025/2	2025/1	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	
经济活动																
PMI	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	
工业增加值																
同比	5.9	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6	6.7	4.5	7.0	7.0	6.8	
环比 (季调年化)	8.8	9.8	6.1	6.0	5.5	4.9	5.2	5.1	5.1	4.2	4.9	6.5	7.5	7.6	6.5	
社会消费品零售总额																
同比	4.0	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1	5.5	5.5	7.4	
环比 (季调年化)	4.5	7.0	12.5	11.9	5.2	-1.7	-5.1	-1.7	0.4	3.5	3.6	5.1	5.5	6.2	7.7	
固定资产投资																
同比	4.1	4.1	2.2	2.4	3.4	3.4	2.2	1.9	3.6	3.5	3.5	4.8	4.2	4.2	4.1	
环比 (季调年化)	10.8	6.9	4.1	3.2	0.7	-2.2	-3.6	-2.5	0.9	4.8	7.6	8.5	7.8	6.4	4.9	
价格																
CPI	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	
同比	-2.3	-1.8	-2.0	-2.5	-0.5	1.3	1.8	1.2	0.8	0.5	3.0	0.5	1.1	-2.4	-0.9	
环比 (季调年化)																
PPI	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	
同比	-0.5	0.0	-1.3	-4.6	-6.8	-2.0	0.1	0.2	-1.6	-2.8	-2.6	-2.1	-2.4	-2.9	-1.7	
环比 (季调年化)																
贸易																
出口 (以美元计)																
同比	2.3	2.3	10.7	6.7	12.7	2.4	8.7	7.0	8.5	7.4	1.1	-7.9	6.7	6.7	2.1	
环比 (季调年化)	11.7	13.1	24.4	4.8	1.7	-7.7	-5.5	-3.1	-1.7	10.2	16.8	31.0	21.4	17.3	6.3	
进口 (以美元计)																
同比	-8.4	-8.4	1.0	-3.9	-2.3	0.3	0.4	7.1	-2.4	1.9	8.3	-1.9	3.6	3.6	0.3	
环比 (季调年化)	-3.5	-6.2	2.5	2.7	0.4	-6.5	-13.3	-10.1	-2.3	1.6	4.2	-0.9	1.7	3.3	21.6	
贸易盈余 (亿美元)	317.2	1,388.0	1,048.4	974.4	957.2	817.5	910.2	846.5	990.5	826.0	723.5	586.0	393.7	853.4	747.3	
货币及信贷																
M2	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	
同比	6.3	5.9	9.1	8.7	8.5	8.5	7.5	7.5	5.9	6.6	6.6	8.5	8.4	8.7	9.2	
环比 (季调年化)																
社会融资规模总量																
同比	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3	8.7	9.0	9.5	9.5	
环比 (季调年化)	9.5	9.4	9.0	10.1	8.5	8.5	6.5	5.7	3.4	4.6	5.8	7.5	7.1	7.2	7.3	
外汇储备 (亿美元)	32,272	32,090	32,024	32,659	32,611	33,164	32,882	32,564	32,224	32,320	32,008	32,457	32,258	32,193	32,380	
财政																
财政收入																
同比	-1.6	-1.6	24.3	11.0	5.5	2.5	-2.8	-1.9	-2.6	-3.2	-3.7	-2.3	-2.3	-2.3	-8.4	
环比 (季调年化)																
财政支出																
同比	3.4	3.4	9.5	3.8	10.4	5.2	-6.7	6.6	-3.0	2.6	6.1	2.9	6.7	6.7	8.3	
环比 (季调年化)																
累计财政盈余 (亿元)	-1,240	-	-64,910	-46,040	-36,484	-38,720	-26,122	-19,800	-20,658	-11,447	-8,557	-8,979	-	-56,906	-57,790	

**准M2 = 社融存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款

资料来源：CEIC, Wind, 华泰研究

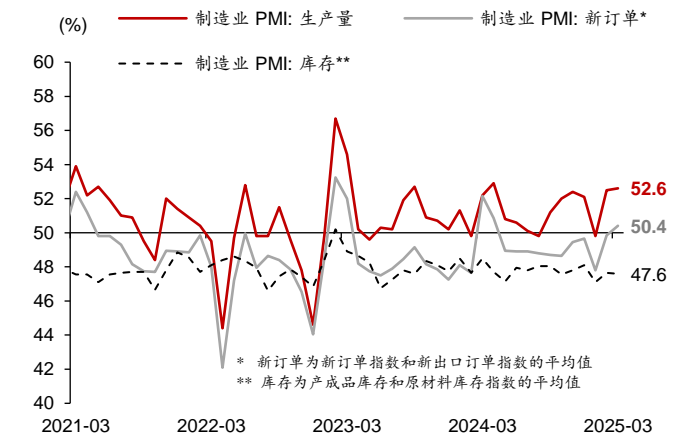
经济活动指标

图表2：3月制造业PMI环比上行至50.5%



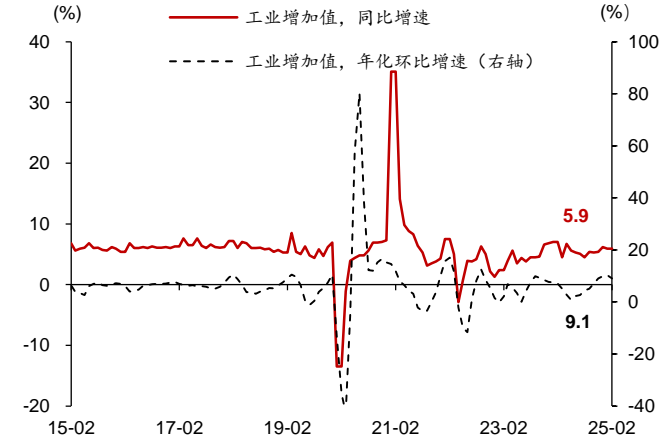
资料来源：CEIC，华泰研究

图表3：3月制造业PMI生产指数持续扩张



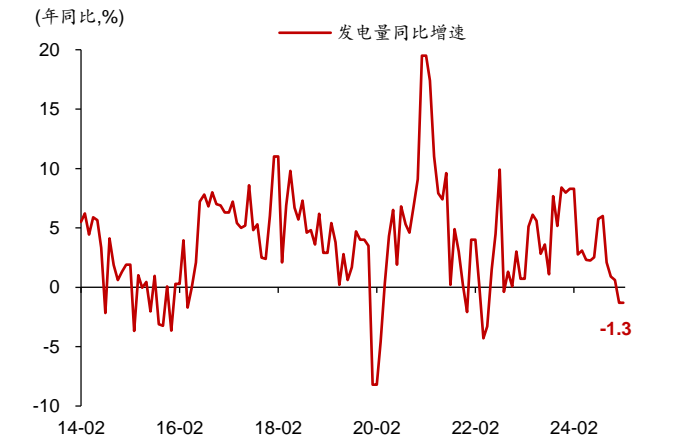
资料来源：CEIC，华泰研究

图表4：1-2月工业增加值同比增速较12月的6.2%下降至5.9%



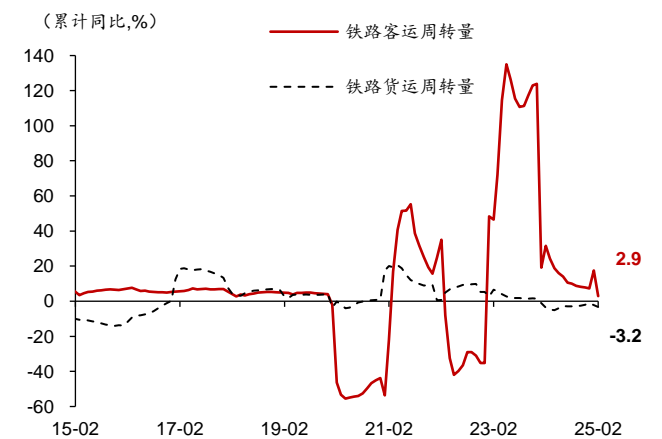
资料来源：CEIC，华泰研究

图表5：1-2月发电量同比增速较12月的0.6%回落至-1.3%



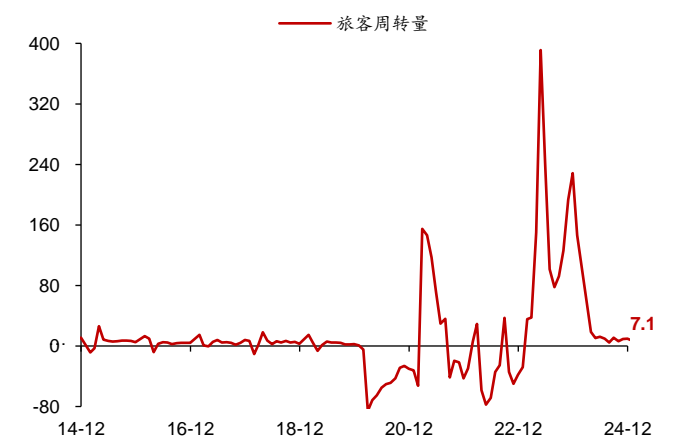
资料来源：CEIC，华泰研究

图表6：2月铁路客运周转量累计同比增幅下降至2.9%



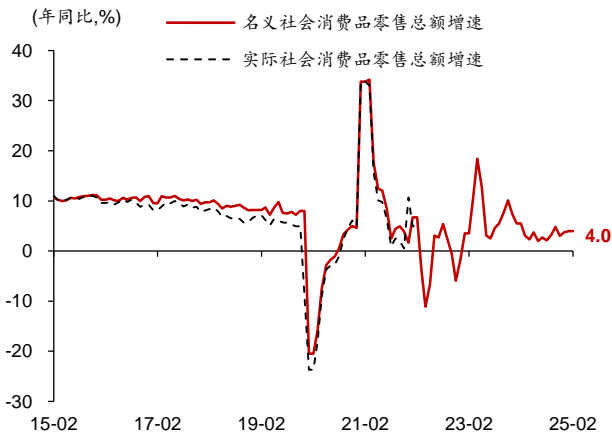
资料来源：CEIC，华泰研究

图表7：12月国内旅客周转量同比增速小幅放缓至7.1%（未更新）



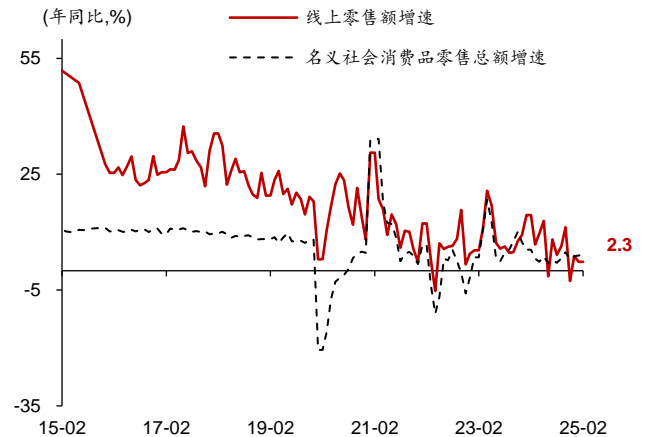
资料来源：CEIC，华泰研究

图表8：1-2月名义社会消费品零售总额同比增速较12月的3.7%回升至4%



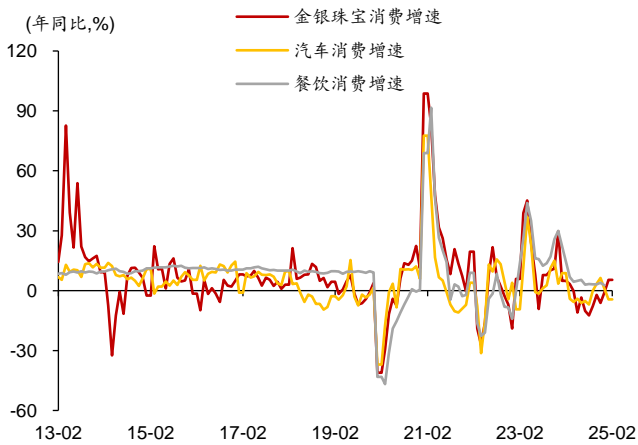
资料来源：CEIC，华泰研究

图表9：1-2月线上零售同比增速较12月的3.8%回落至2.3%



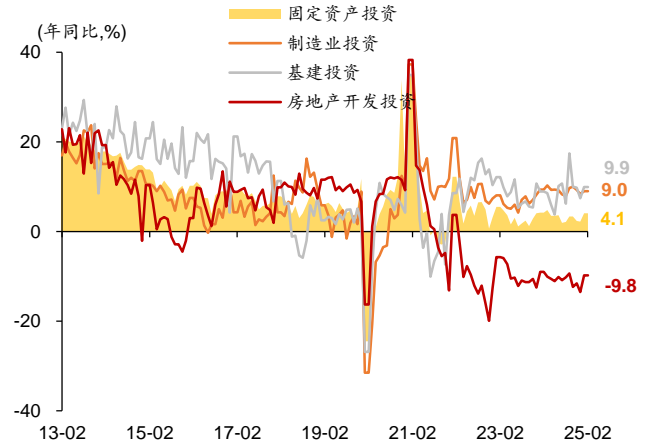
资料来源：CEIC，华泰研究

图表10：1-2月可选消费中，金银珠宝消费增速同比回升



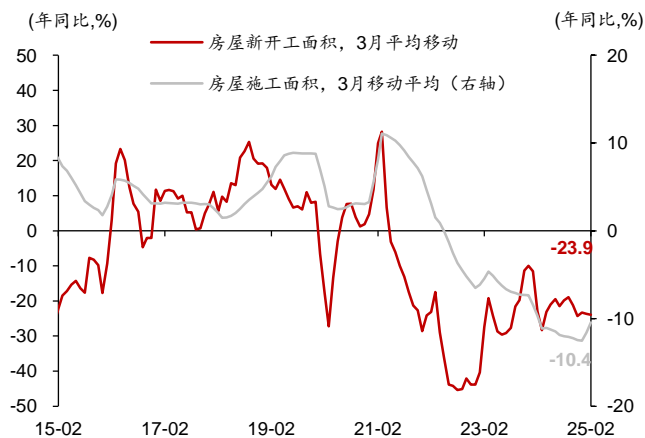
资料来源：CEIC，华泰研究

图表11：1-2月基建投资提速、总体维持韧性



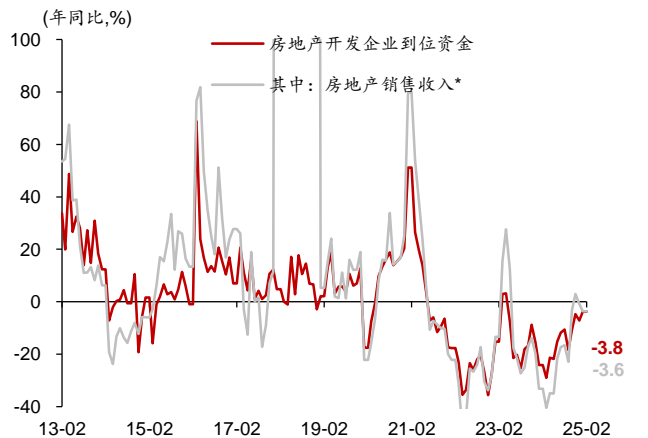
资料来源：CEIC，华泰研究

图表12：1-2月房地产新开工面积同比降幅扩大至23.9%（3月移动平均）



资料来源：CEIC，华泰研究

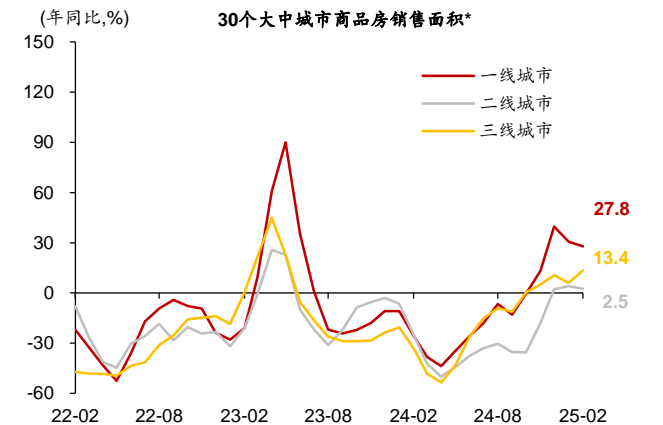
图表13：1-2月房地产开发企业到位资金同比降幅收窄至3.8%



注：* 在房地产开发企业到位资金中归类于“其他资金来源”，大约占房地产到位资金的40%-50%，其中约有80%的资金来源于房屋销售的定金和预收款，以及银行发放的按揭贷款。

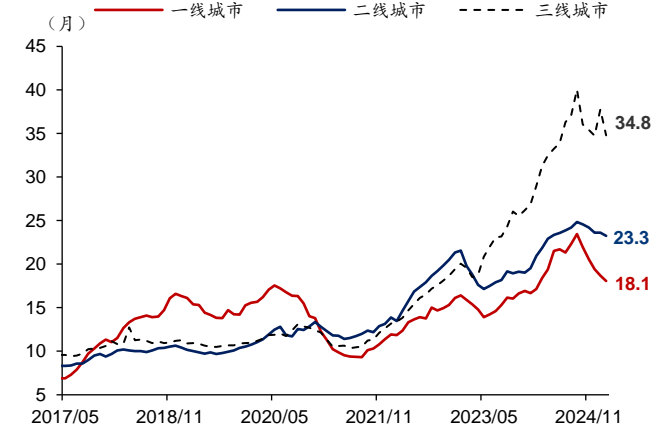
资料来源：CEIC，华泰研究

图表14：2月二线城市房地产销量同比小幅提升



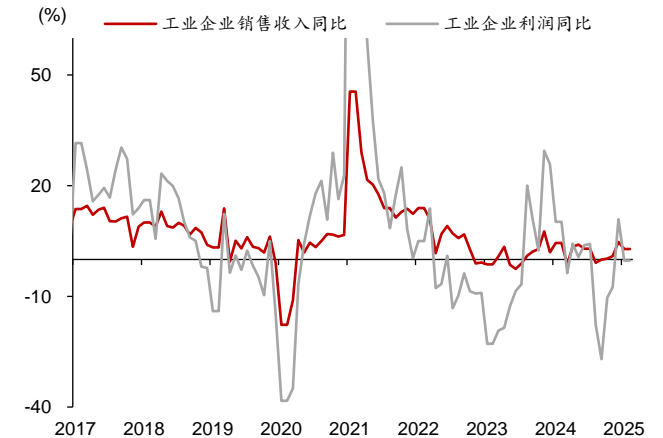
注：* 商品房销售面积为3月移动平均值。一线城市（4个）：北京、上海、广州、深圳；二线城市（13个）：天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春；三线城市（13个）：无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴
资料来源：CEIC，华泰研究

图表15：2月一、二、三线城市房地产库存去化周期均下行



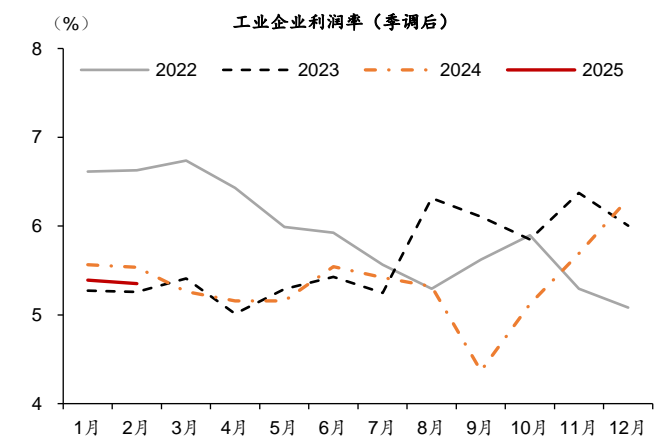
资料来源：CEIC，华泰研究

图表16：1-2月工业企业利润同比增速有所回落



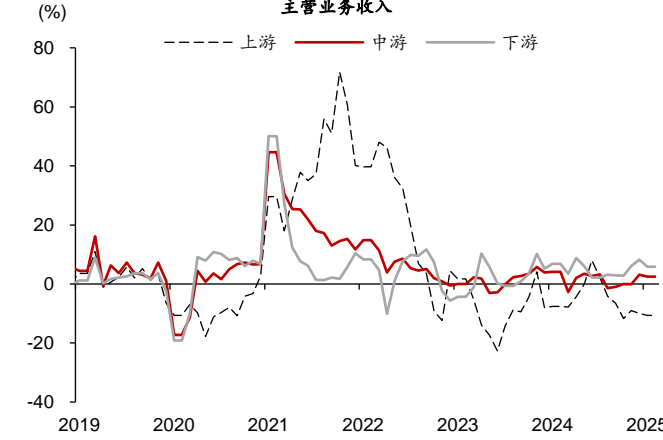
资料来源：CEIC，华泰研究

图表17：季调后，1-2月工业企业整体利润率较去年12月环比回落



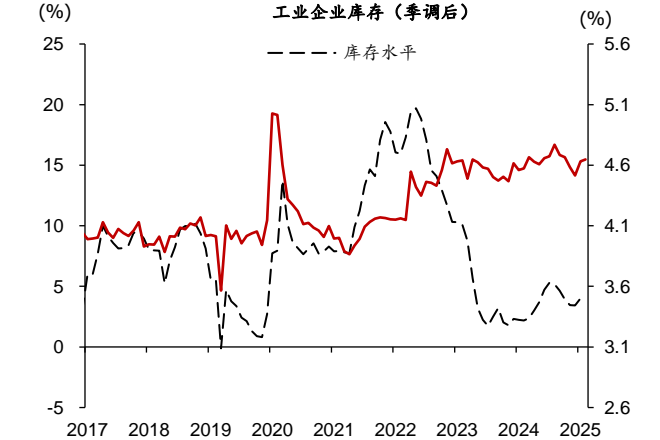
资料来源：CEIC，华泰研究

图表18：1-2月上中下游工业企业营收增速同比均有所回落



资料来源：CEIC，华泰研究

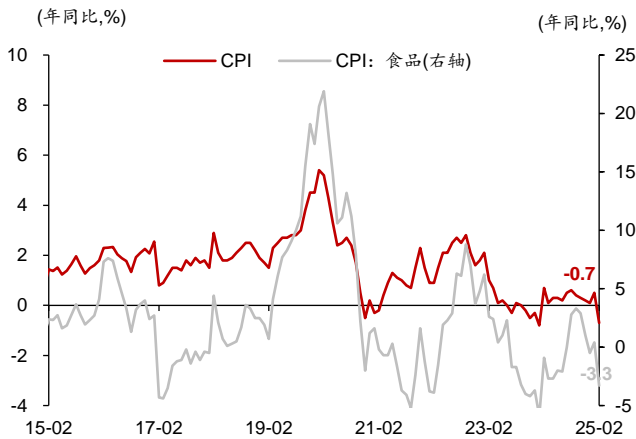
图表19：1-2月工业企业库存水平小幅回升



资料来源：CEIC，华泰研究

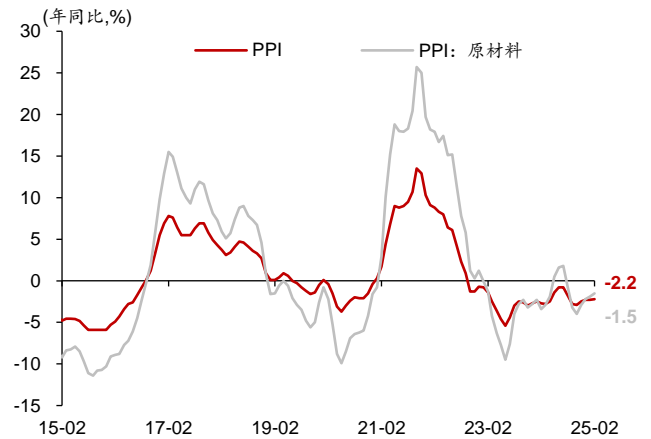
国内各类价格走势

图表20: 2月CPI同比转负至-0.7%，食品CPI同比回落至-3.3%



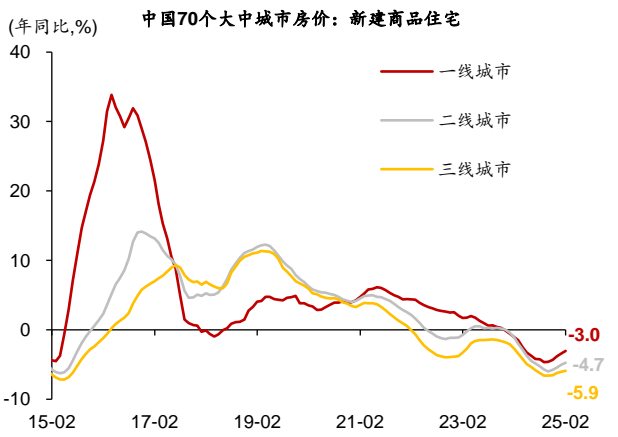
资料来源: WIND, 华泰研究

图表21: 2月PPI同比降幅小幅收窄至2.2%



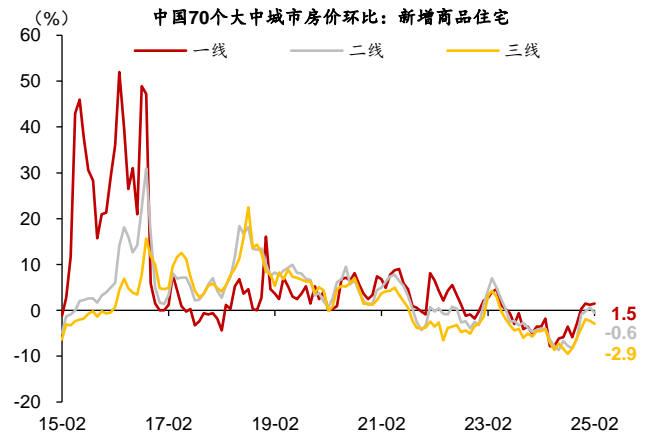
资料来源: WIND, 华泰研究

图表22: 2月各线城市新建住房价格同比降幅均收窄



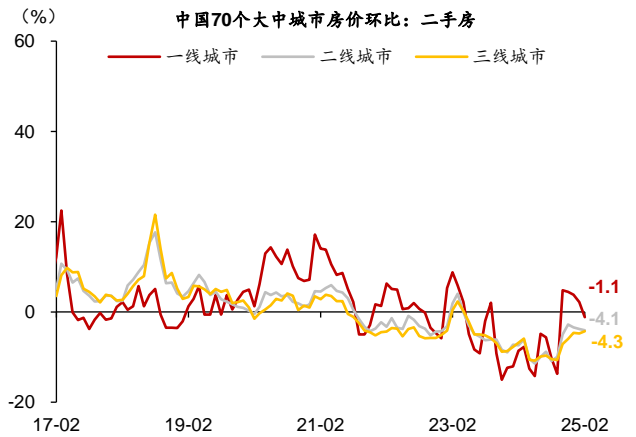
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表23: 2月二线、三线城市新建商品住宅价格环比增速均有回落



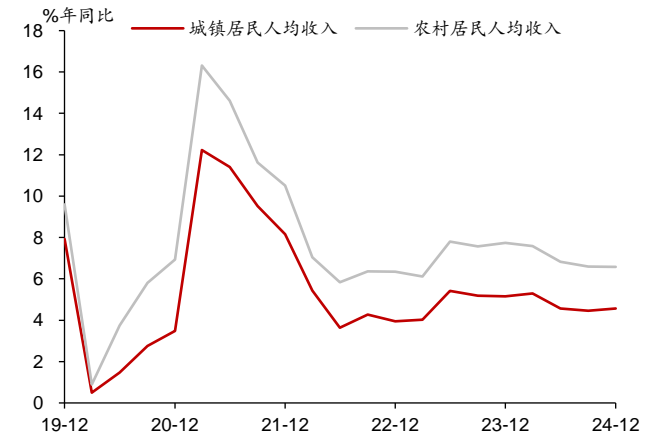
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表24: 2月一、二线城市二手房价格环比增速均有回落



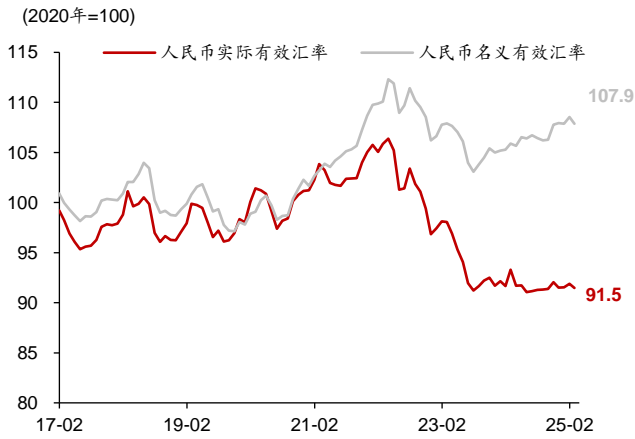
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表25: 2024年4季度城镇居民人均收入增速边际回升(未更新)



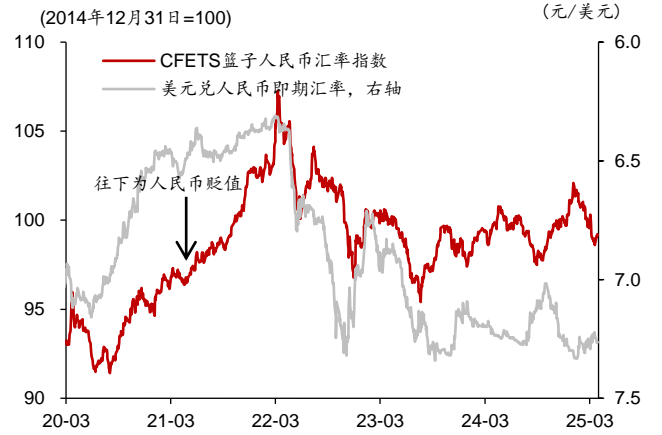
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表26：2月人民币名义有效汇率向下波动



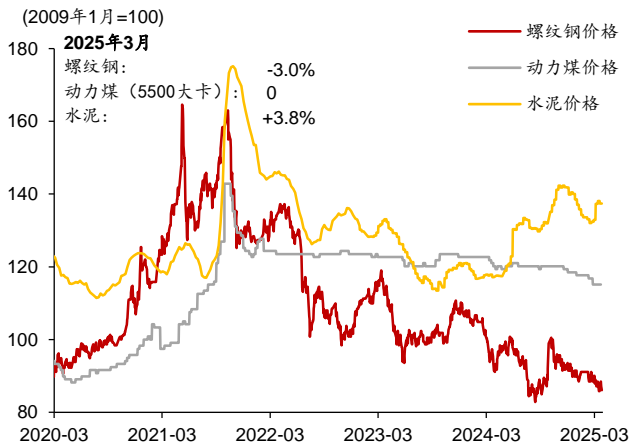
资料来源：CEIC，华泰研究

图表27：3月人民币兑美元汇率向上波动



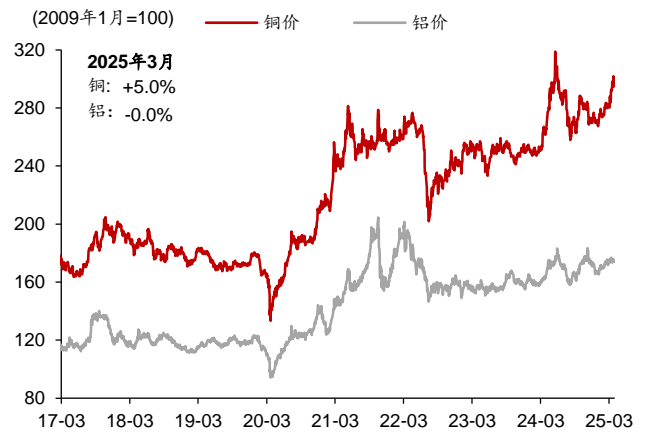
资料来源：CEIC，彭博资讯，华泰研究

图表28：3月螺纹钢价格下降、水泥价格上升（截至3月28日）



资料来源：Wind，华泰研究

图表29：3月铜价上升（截至3月28日）



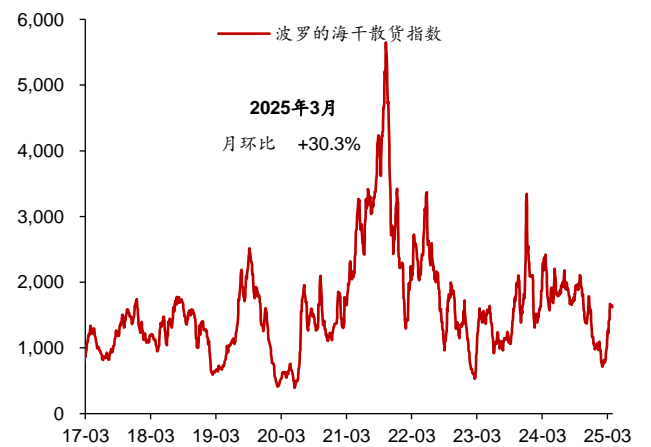
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：3月小麦、棉花价格均下行（截至3月28日）



资料来源：Wind，华泰研究

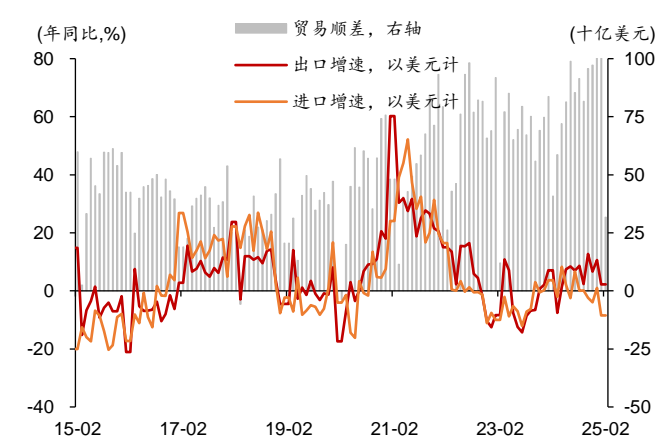
图表31：3月波罗的海干散货指数大幅上行（截至3月28日）



资料来源：Wind，华泰研究

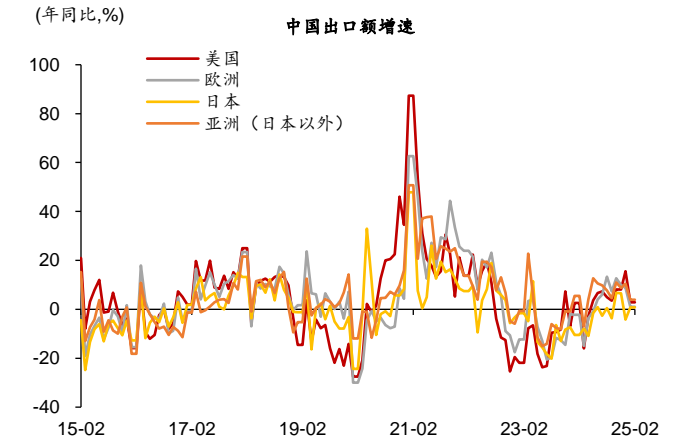
贸易及外商直接投资相关指标

图表32: 1-2月出口增速下滑, 贸易顺差环比下行



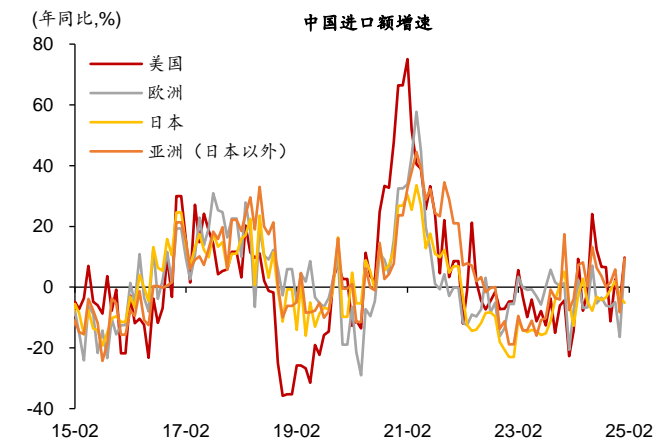
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表33: 1-2月中国对美国出口额同比增速下行



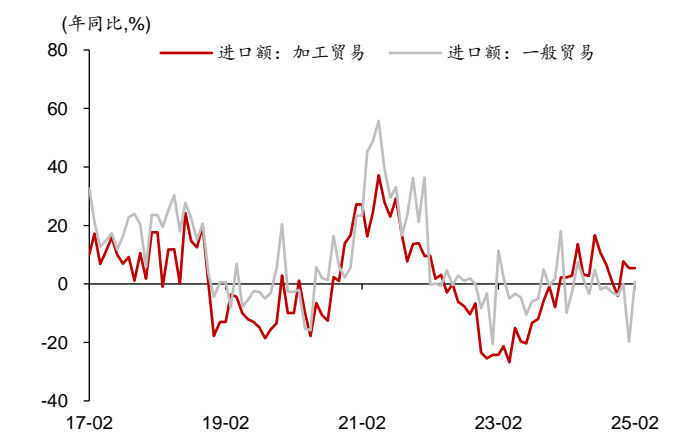
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表34: 1-2月中国自美国、欧洲进口额同比增速均回升



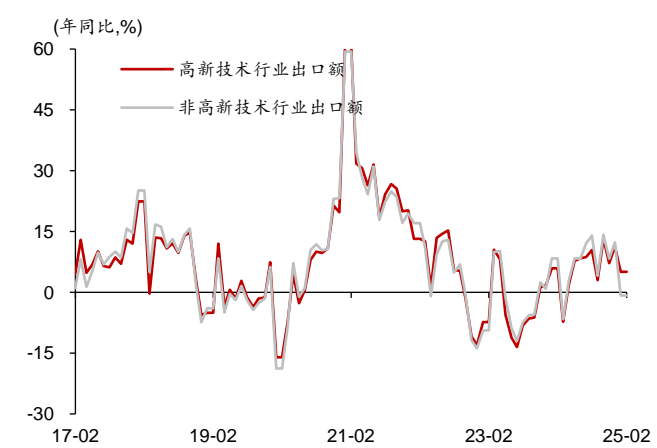
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表35: 1-2月一般贸易进口增速较12月小幅回升



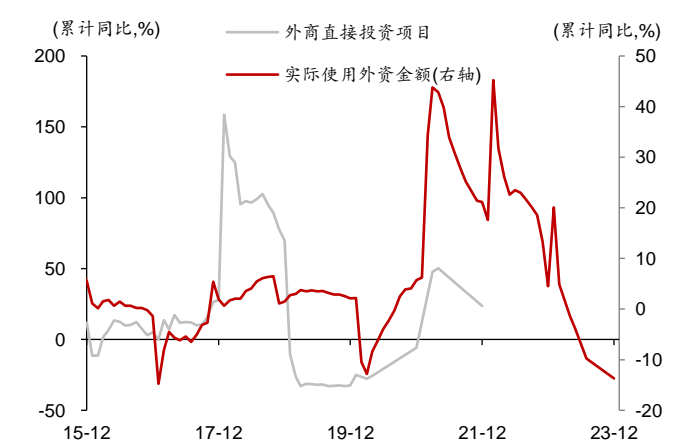
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表36: 1-2月高新技术行业和非高新技术行业出口增速均回落



资料来源: CEIC, 华泰研究

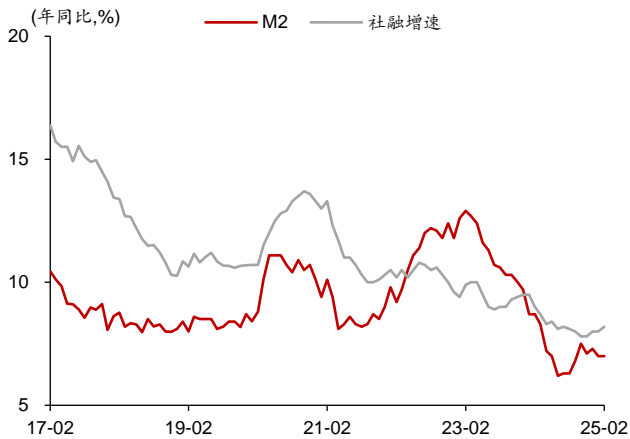
图表37: 2023年12月实际使用外资金额累计同比增速下行(未更新)



资料来源: CEIC, 华泰研究

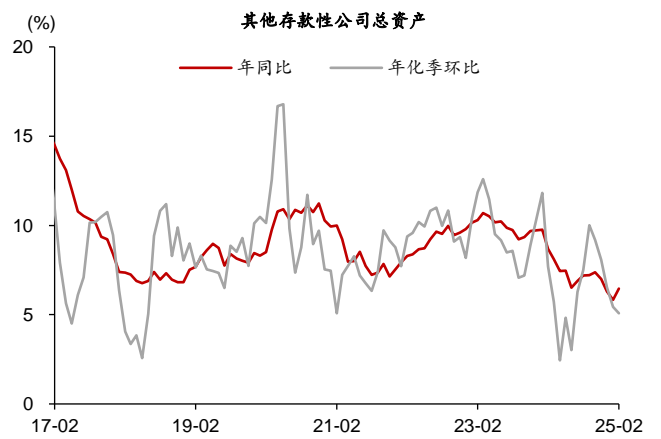
货币政策及金融市场主要指标

图表38：2月社融同比增速回升至8.2%、M2同比增速持平于7%



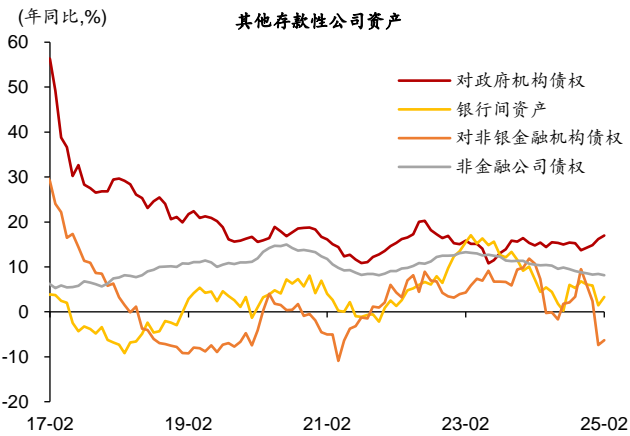
资料来源：CEIC，华泰研究

图表39：2月其他存款性公司总资产同比增速回落



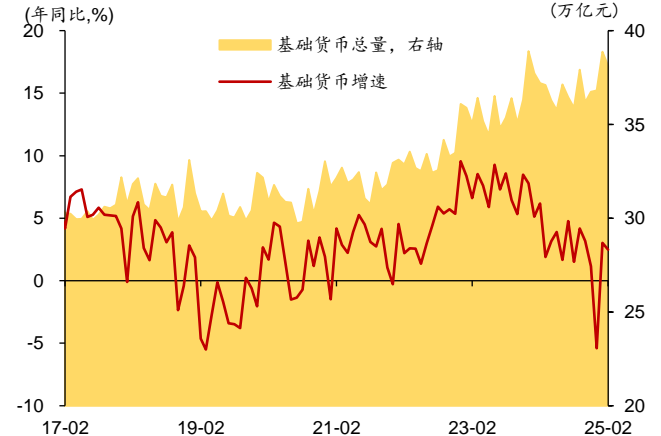
资料来源：CEIC，华泰研究

图表40：2月其他存款性公司资产对政府机构债权增速回升



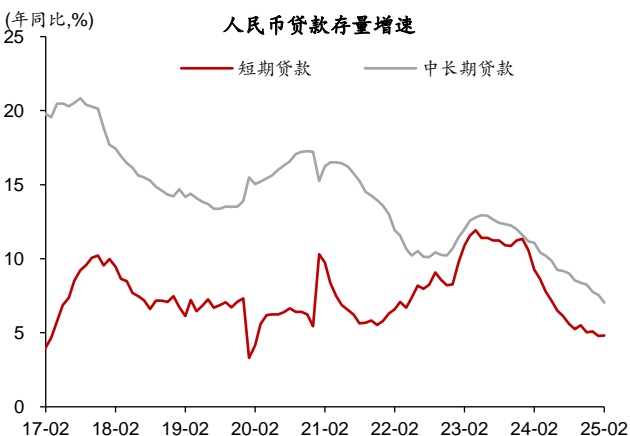
资料来源：CEIC，华泰研究

图表41：2月基础货币同比增速小幅回落



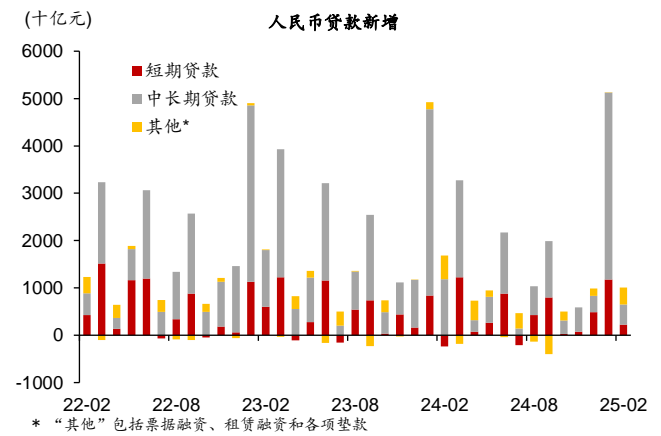
资料来源：CEIC，华泰研究

图表42：2月人民币短期贷款存量增速持平，中长期贷款存量增速回落



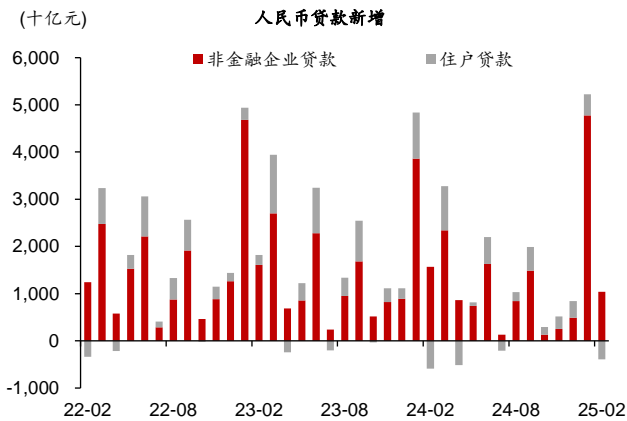
资料来源：CEIC，华泰研究

图表43：2月新增人民币贷款1.01万亿元



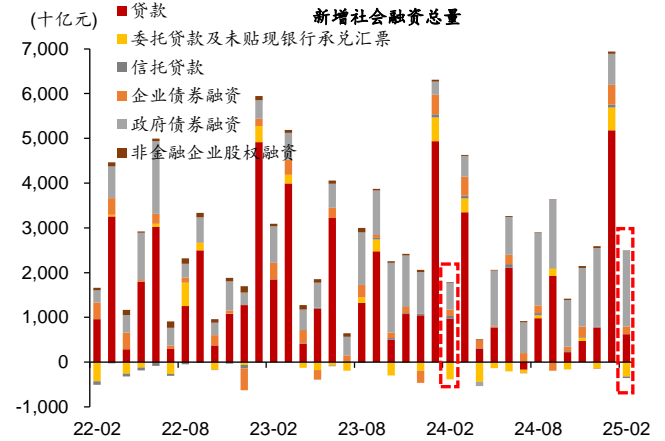
资料来源：CEIC，华泰研究

图表44：2月新增非金融企业贷款、住户贷款均回落



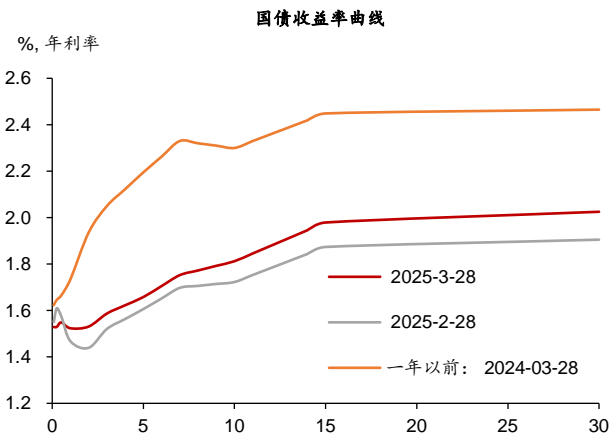
资料来源：CEIC，华泰研究

图表45：2月新增社融2.23万亿元，同比多增7,374亿元



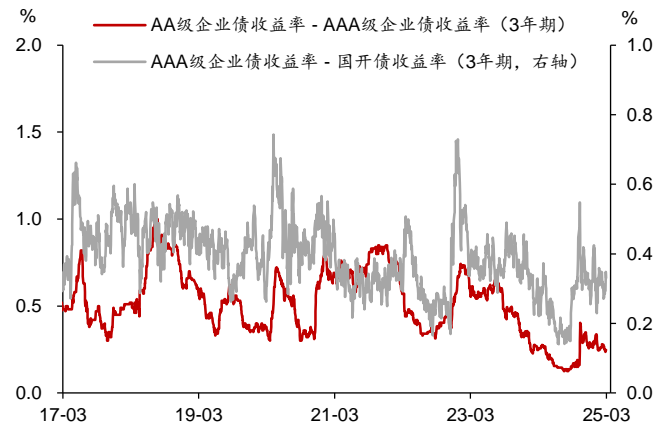
资料来源：CEIC，华泰研究

图表46：3月国债收益率曲线趋陡



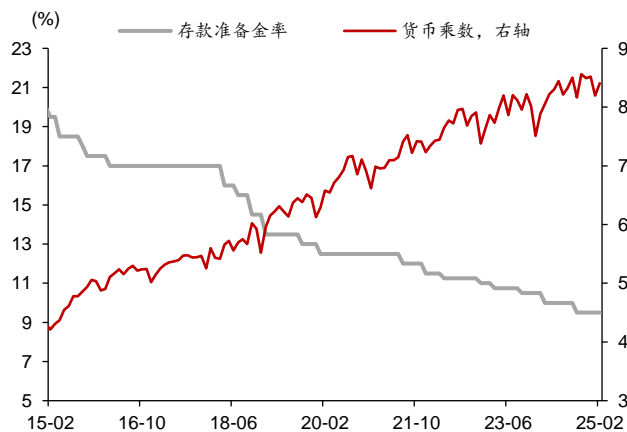
资料来源：CEIC，华泰研究

图表47：3月AA级与AAA级企业债收益率利差上行



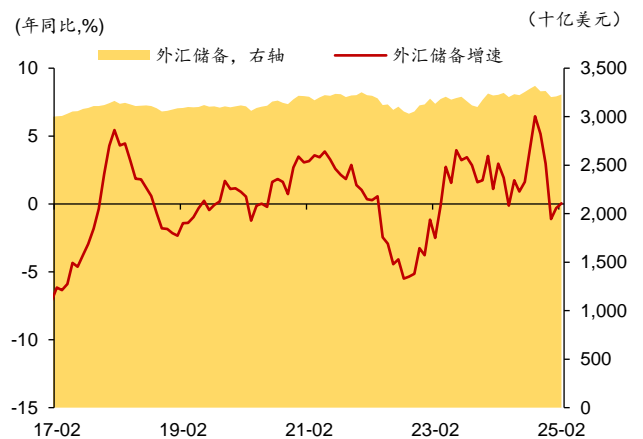
资料来源：CEIC，华泰研究

图表48：2月存款准备金率环比持平



资料来源：CEIC，华泰研究

图表49：2月外汇储备同比增速回升



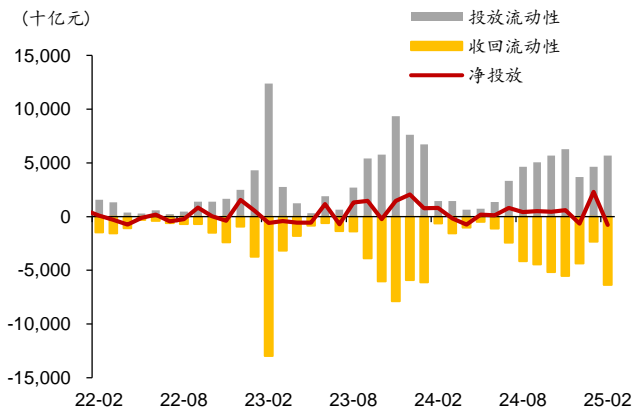
资料来源：CEIC，华泰研究

图表50：各类利率指标汇总（截至2025年3月28日，单位%）

	央行7日 逆回购利率	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	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	3.45	3.95	2.38	1.98	2.16	1.75	2.30	1.85	2.42	1.80	2.10
1个月前	1.50	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	3.10	3.60	1.82	1.77	1.97	1.56	1.85	1.65	1.88	1.31	1.90
当前	1.50	3.10	3.60	2.26	2.05	1.92	1.53	1.81	1.65	1.86	1.38	1.90

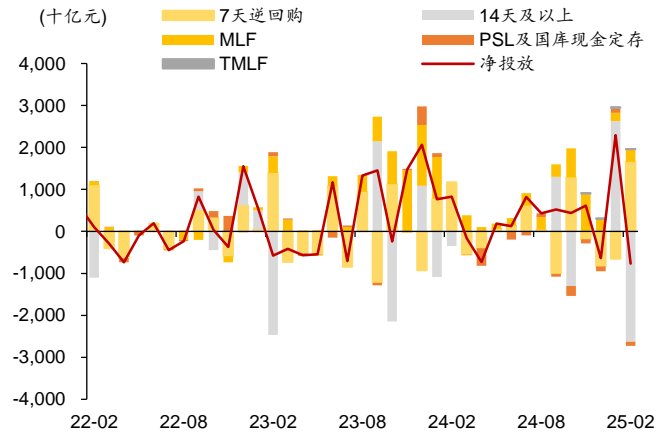
资料来源：Wind, CEIC, 华泰研究

图表51：2月央行净赎回7666亿元



资料来源：CEIC, 华泰研究

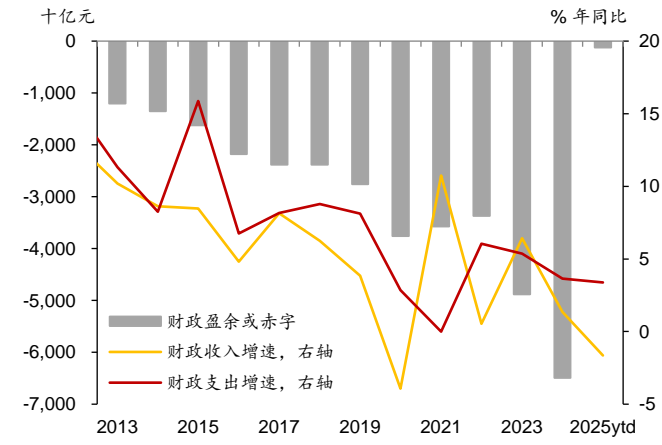
图表52：2月央行公开市场操作以逆回购为主



资料来源：CEIC, 华泰研究

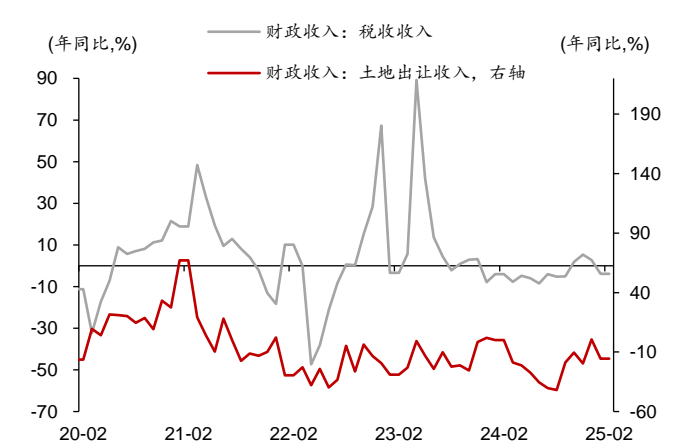
财政指标

图表53：2025年1-2月财政支出增速同比小幅回落



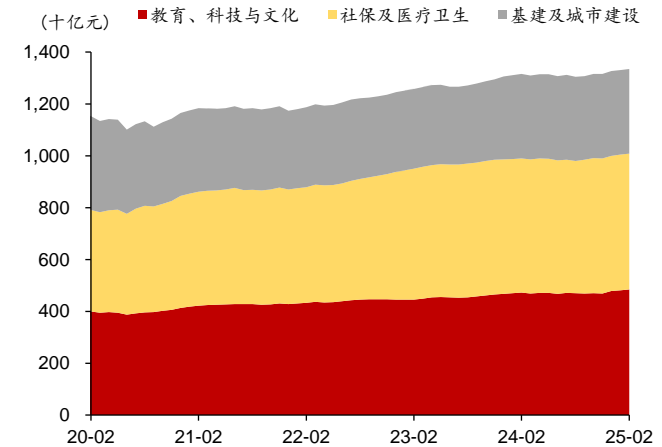
资料来源：CEIC，华泰研究

图表54：2月税收收入同比回落，土地出让收入同比下降



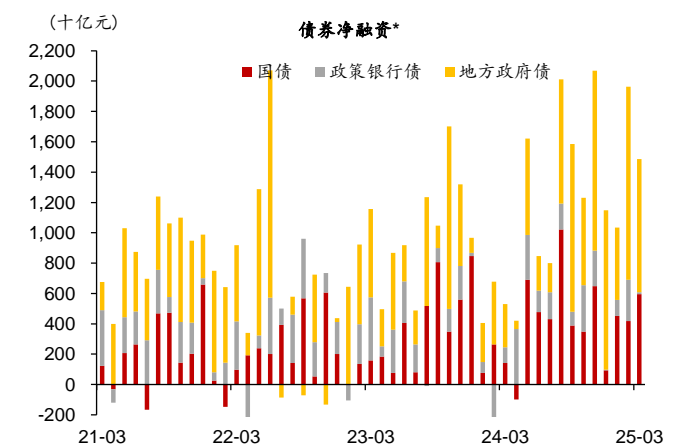
资料来源：CEIC，华泰研究

图表55：2月教育、科技与文化、社保及医疗卫生支出均有所回升



资料来源：CEIC，华泰研究

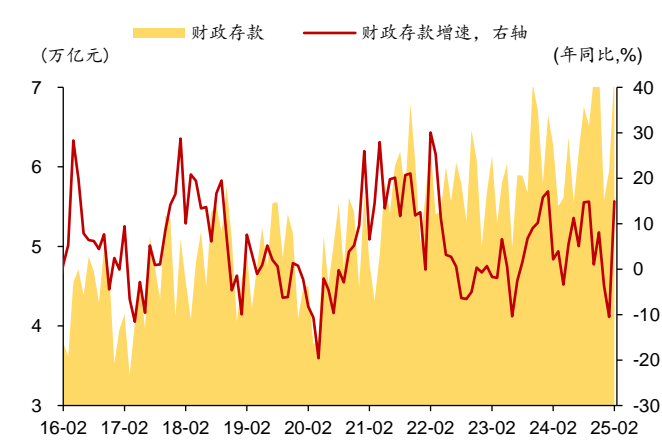
图表56：3月利率债净融资额同比多增，环比回落



注：*专项金融债并未包含在政策性银行债的统计数据里。

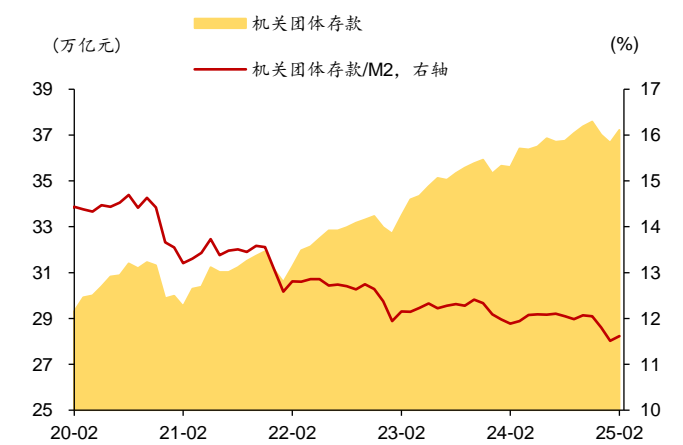
资料来源：CEIC，华泰研究

图表57：2月财政存款同比增速转正至14.9%



资料来源：CEIC，华泰研究

图表58：2月机关团体存款占M2比例环比回升



资料来源：CEIC，华泰研究



4 月经济数据日历

图表59：2025 年 4 月主要经济数据日历

【华泰宏观】2025年4月国内宏观数据日历

星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六		
30	31	1	2	3	4	5		
6	7	8	9	10	11	12		
				3月通胀数据			3月金融数据	
				CPI同比 PPI同比	新增人民币贷款： 人民币贷款（存量）同比： 当月社融规模： 社融规模（存量）同比： M2同比			
13	14	15	16	17	18	19		
	3月海关统计快讯		MLF到期	1季度GDP及3月经济活动数据			3月海关月刊	
	出口同比 进口同比 贸易差额	到期：1,000亿元；利率：2.5%	GDP同比 社会消费品零售总额 工业增加值 固定资产投资 制造业投资 房地产开发投资 基建投资 城镇调查失业率					
20	21	22	23	24	25	26		
3月海关在线查询		4月LPR		3月财政数据				
27	28	29	30	1	2	3		
3月工业企业利润数据		4月制造业PMI						

资料来源：Wind，华泰研究

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

- 分析师易峋、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