

全球波动率上行，A股迎来两会行情

——大类资产双周报（20250214-20250227）

2025年3月2日

分析师：朱定豪

SAC执业资格证书编码：S0020521120002

邮箱：zhudinghao@gyzq.com.cn

分析师：汤静文

SAC执业资格证书编码：S0020524060001

邮箱：tangjingwen@gyzq.com.cn

分析师：房倩倩

SAC执业资格证书编码：S0020520040001

邮箱：fangqianqian@gyzq.com.cn

分析师：黄轩辕

SAC执业资格证书编码：S0020524120001

邮箱：huangxuanyuan@gyzq.com.cn

联系人：黄雯瑜

邮箱：huangwenyu@gyzq.com.cn

联系人：王竞荣

邮箱：wangjingrong1@gyzq.com.cn

联系人：陈兆祥

邮箱：chenzhaoxiang@gyzq.com.cn

● 国内宏观观点

宏观层面，节后消费市场总体实现平稳开局，总体物价水平走弱。需求端，乘用车销售持续回暖，但客运增速放缓；生产端，高炉开工率整体小幅回落，煤炭重点企业日耗量节后连续上行；价格端，我国农产品批发价格水平节后走弱，油价水平整体下行。综合来看，呈现消费温和复苏、生产表现分化、价格走弱的态势。

● 固收市场观点

当前固收市场呈现“紧平衡博弈”特征。短期稳汇率与金融数据超预期制约宽松力度，但经济修复仍需宽货币支持。资金面维持紧平衡，DR007升至2.33%，存单利率攀升反映银行负债压力。利率债短端调整剧烈（1年期上行20bp），曲线极端扁平化加剧中长端补跌风险；信用债利差收窄但理财赎回压力隐现。一级市场分化明显，地方债发行放量（净融资7373亿）对冲国债缩量，存单供需矛盾凸显。中长期看，货币政策宽松周期未结束，降准降息仍可期，但需警惕财政发力与市场波动共振风险。

● 权益市场观点

A股市场呈现科技成长主导的结构性行情，万得全A上涨2.89%，小盘成长风格占优，资金向AI产业链及国产算力主线聚集，短期谨防拥挤交易。市场或延续“哑铃策略”，科技成长与防御性消费并行，中小盘风格因流动性宽松及风险偏好提升仍有扩散空间。交易热度方面，全A日均成交额1.94万亿元创近三年高位，但TMT板块交易拥挤度上升，融资余额达1.9万亿新高，短期过热风险需警惕。盈利预期边际改善，房地产、钢铁等顺周期行业盈利增速大幅上调，商贸零售、美容护理则面临下调压力，政策催化与业绩兑现成为后市关键变量。

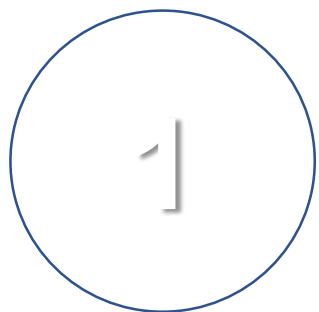
● 海外市场观点

海外市场方面，本期市场波动加剧，美国各期限国债收益率普遍下行，美股受疲软经济数据和政策不确定性影响出现回调，防御性板块受到青睐，市场波动性上升。美元指数整体震荡，避险货币走强。在全球资产中，中概科技股表现尤为突出。展望近期，10年期美债收益率已处于阶段性低点，进一步下行空间或有限，需关注月底PCE指数的发布及债务预算上限问题的解决进展。此外，俄乌局势的降温可能加大美元指数下行压力，而特朗普的政策动向及相关言论预计将继续加剧全球资产市场的不确定性。

● 整体观点

权益短期谨防部分主题交易过热，看好成长结构性行情；资金面紧张影响债券短期走势；海外市场波动加剧，关注避险资产。

- 第一部分：大类资产全景观
- 第二部分：国内宏观观察
- 第三部分：固收市场观察
- 第四部分：权益市场观察
- 第五部分：海外市场观察



大类资产全景观

● 权益市场:

A股科技板块强势领涨，港股领跑全球：本期科技（TMT）以4.74%的涨幅领跑，年初至今累计上涨14.33%，医药医疗（+3.67%）其次，金融地产（0.27%）相对较弱。港股逆势走强，恒生指数本期大涨8.73%，南下资金持续加仓科技龙头，年初以来涨幅达18.24%，估值修复与流动性宽松形成共振。美股则受美联储加息预期压制，纳斯达克本期下跌7.03%，科技股盈利增速放缓拖累市场情绪。

● 债券市场:

短端利率承压，信用利差分化：本期利率债短端调整剧烈，本期0.5、1年短端上行超20bp，长端10年期国债仅上行12bp，曲线扁平化加剧，反映资金面紧平衡与经济弱复苏的博弈。信用债中，城投债表现分化，AA+级短端利差收窄，金融债调整显著，流动性溢价抬升。可转债逆势上涨1.88%，受益于权益市场结构性行情。

● 商品市场:

黄金冲高回落，原油震荡寻底：COMEX黄金本期下跌1.96%，但年初至今累计上涨9.34%，地缘风险与美元波动主导价格，春节期间一度突破2800美元/盎司创历史新高。原油供需博弈持续，ICE布油本期跌2.13%，美国对俄制裁与全球需求疲弱形成拉锯，全年累计跌幅1.63%。工业品中，煤焦钢矿本期反弹1.51%，基建预期升温支撑价格；南华农产品指数年初至今涨3.01%，厄尔尼诺天气扰动供给端。

● 外汇市场:

美元韧性凸显，人民币双向波动：美元指数本期微涨0.22%，年初至今跌幅收窄至1.10%，美联储政策预期反复主导汇率波动。人民币汇率呈现“急升缓贬”特征，美元兑人民币（CFETS）本期跌0.30%，年初累计跌0.38%，人民币汇率小幅震荡，央行通过离岸央票发行稳定预期，短期政策干预信号强化。

表：大类资产行情回顾

资产类别	资产名称	本期涨跌幅	年初至今	1月涨跌幅	3月涨跌幅	6月涨跌幅	1年涨跌幅	3年涨跌幅	5年涨跌幅
中国股票	沪深300	1.61%	0.84%	3.53%	3.33%	19.37%	14.91%	-12.39%	-2.58%
	周期	0.57%	0.50%	2.86%	-0.17%	13.21%	6.74%	-18.36%	18.64%
	先进制造	2.99%	4.88%	5.19%	7.73%	27.41%	22.49%	-18.92%	5.84%
	科技(TMT)	4.74%	14.33%	12.55%	17.24%	63.68%	47.21%	13.98%	1.85%
	消费	0.94%	-1.16%	3.44%	0.47%	19.27%	1.36%	-19.91%	0.66%
	医药医疗	3.67%	3.27%	7.25%	-0.07%	18.86%	-0.60%	-24.06%	-16.33%
	金融地产	0.27%	-0.99%	1.84%	1.70%	22.48%	21.60%	1.58%	-6.28%
	恒生指数	8.73%	18.24%	18.20%	23.80%	33.26%	42.58%	3.57%	-11.16%
全球股票	纳斯达克指数	-7.03%	-3.97%	-7.07%	-3.29%	4.62%	16.07%	37.64%	106.49%
	标普500	-4.15%	-0.34%	-3.93%	-2.66%	4.36%	15.62%	36.67%	88.09%
	英国富时100	-0.10%	7.14%	2.99%	6.03%	5.14%	13.95%	21.49%	24.33%
	日经225	-3.05%	-4.11%	-4.20%	-0.48%	0.38%	-2.49%	47.30%	70.59%
境内债	利率债	-1.01%	-0.55%	-0.67%	1.66%	2.77%	6.11%	16.04%	24.40%
	信用债	-0.36%	-0.08%	-0.12%	0.73%	1.26%	3.35%	11.29%	19.13%
	可转债	1.88%	5.10%	3.29%	8.42%	18.56%	12.77%	3.50%	19.90%
美债	CBOT10年美债	1.71%	1.91%	2.18%	0.45%	-2.43%	1.11%	-12.37%	-16.88%
	COMEX黄金	-1.96%	9.34%	3.92%	10.17%	13.02%	41.64%	49.91%	75.75%
商品	ICE布油	-2.13%	-1.63%	-5.33%	1.52%	-8.64%	-10.10%	-23.06%	39.03%
	Wind煤焦钢矿	1.51%	1.35%	-0.83%	-1.95%	-1.07%	-16.13%	-25.65%	-0.13%
外汇	南华农产品指数	0.93%	3.01%	3.38%	-0.09%	3.65%	3.02%	-7.35%	43.39%
	美元指数	0.22%	-1.10%	-0.18%	0.38%	6.35%	3.38%	10.50%	8.20%
	美元兑人民币(CFETS)	-0.30%	-0.38%	0.41%	0.18%	2.14%	1.01%	14.99%	3.62%

资料来源：Wind，国元证券研究所

资产相关性矩阵观察

表：短期（10日）全球大类资产相关性矩阵

	沪深300	深成指R	创业板指	科创50	恒生指数	标普500	欧洲斯托克50	英国富时100	日经225	10年期国债期货主力连续	美国国债	美元指数	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	美元兑人民币	路透CRB商品指数	COMEX黄金当月连续	COMEX白银当月连续	布伦特原油当月连续	美小麦当月连续	美大豆当月连续	沪铜主力连续	螺纹钢主力连续	铁矿石主力连续	橡胶主力连续	
国内股市	沪深300	1.00	0.88	0.89	0.68	-0.04	-0.17	-0.21	-0.38	-0.54	0.46	0.10	-0.32	-0.04	-0.46	-0.55	-0.03	-0.09	-0.44	-0.44	-0.50	-0.26	-0.06	0.49	0.17	-0.18	
	深成指R	0.88	1.00	0.99	0.88	0.72	0.12	-0.38	-0.50	-0.43	-0.79	0.69	-0.26	-0.03	0.34	-0.80	-0.69	0.12	0.04	-0.58	-0.64	-0.63	-0.09	-0.16	0.49	0.25	-0.37
	创业板指	0.89	0.99	1.00	0.86	0.72	0.11	-0.36	-0.49	-0.34	-0.74	0.65	-0.25	-0.05	0.33	-0.79	-0.65	0.12	0.05	-0.56	-0.63	-0.59	-0.07	-0.17	0.51	0.27	-0.39
	科创50	0.68	0.88	0.86	1.00	0.87	0.20	-0.26	-0.27	-0.27	-0.87	0.93	-0.17	-0.11	0.40	-0.83	-0.49	0.21	-0.12	-0.82	-0.85	-0.82	-0.20	-0.37	0.33	-0.07	-0.69
	恒生指数	0.67	0.72	0.72	0.87	1.00	0.35	0.02	-0.04	-0.20	-0.73	0.75	0.17	-0.44	0.17	-0.60	-0.25	0.35	-0.01	-0.62	-0.71	-0.64	-0.12	-0.44	0.48	-0.04	-0.63
海外股市	标普500	-0.04	0.12	0.11	0.20	0.35	1.00	-0.38	-0.43	-0.11	-0.31	0.18	0.02	-0.15	0.02	-0.27	1.00	0.44	-0.06	-0.61	-0.09	0.44	0.16	0.28	0.38	0.02	-0.63
	欧洲斯托克50	-0.17	-0.38	-0.36	-0.26	0.02	-0.38	1.00	0.76	0.35	0.44	-0.16	0.17	-0.02	-0.01	0.44	0.06	-0.38	-0.20	0.15	0.00	0.22	-0.30	0.22	-0.05	-0.13	-0.43
	英国富时100	-0.21	-0.50	-0.49	-0.27	-0.04	-0.43	0.76	1.00	0.42	0.52	-0.07	0.61	-0.40	-0.44	0.63	0.45	-0.43	-0.58	-0.06	0.08	0.08	-0.05	-0.05	-0.40	-0.79	-0.21
	日经225	-0.38	-0.43	-0.34	-0.27	-0.20	-0.11	0.35	0.42	1.00	0.54	-0.09	0.10	-0.01	0.00	0.22	0.51	-0.11	-0.45	0.03	0.04	0.08	-0.01	0.05	-0.24	-0.37	-0.25
	10年期国债期货主力连续	-0.54	-0.79	-0.74	-0.87	-0.73	-0.31	0.44	0.52	0.54	1.00	-0.72	0.28	0.05	-0.48	0.87	0.53	-0.32	-0.25	0.54	0.61	0.59	-0.17	0.45	-0.49	-0.28	0.40
债市	10年期美国国债当月连续	0.46	0.69	0.65	0.93	0.75	0.18	-0.16	-0.07	-0.09	-0.72	1.00	-0.19	-0.02	0.40	-0.71	-0.37	0.18	-0.38	-0.93	-0.90	-0.91	-0.37	-0.24	0.07	-0.35	-0.78
	美元指数	0.10	-0.26	-0.25	-0.17	0.17	0.02	0.17	0.61	0.10	0.28	-0.19	1.00	-0.92	-0.85	0.55	0.67	0.03	0.04	0.27	-0.02	-0.30	-0.11	-0.04	-0.34	0.01	
	欧元兑美元	-0.32	-0.03	-0.05	-0.11	-0.44	-0.15	-0.02	-0.40	-0.10	0.05	-0.02	-0.92	1.00	0.64	-0.20	-0.53	0.12	0.06	0.06	-0.12	0.20	0.13	0.29	-0.28	0.14	0.12
	英镑兑美元	-0.04	0.34	0.33	0.40	0.17	0.02	-0.01	-0.44	0.00	-0.48	0.40	-0.85	0.64	1.00	-0.74	-0.57	0.02	0.32	-0.13	-0.37	-0.20	0.37	-0.22	0.34	0.26	-0.32
	美元兑日元	-0.46	-0.80	-0.79	-0.83	-0.60	-0.27	0.44	0.63	0.22	0.87	-0.71	0.55	-0.20	-0.74	1.00	0.57	-0.28	-0.22	0.48	0.60	0.58	-0.28	0.31	-0.54	-0.34	0.47
汇市	美元兑人民币	-0.55	-0.69	-0.65	-0.49	-0.25	0.18	0.06	0.45	0.51	0.53	-0.37	0.67	-0.53	-0.57	1.00	0.18	-0.13	-0.57	0.25	0.42	0.26	0.05	-0.11	-0.54	-0.31	-0.04
	路透CRB商品指数	-0.03	0.12	0.12	0.21	0.35	1.00	-0.38	-0.43	-0.11	-0.32	0.18	0.03	-0.16	0.02	-0.28	1.00	0.18	0.30	-0.06	-0.15	-0.09	0.44	0.15	0.29	0.38	0.02
	COMEX黄金当月连续	-0.09	0.04	0.05	-0.12	-0.01	0.30	-0.20	-0.58	-0.45	-0.25	-0.38	0.07	0.12	0.32	-0.22	-0.13	1.00	0.60	0.34	0.52	0.79	-0.30	0.56	0.80	0.31	
	COMEX白银当月连续	-0.44	-0.58	-0.56	-0.82	-0.62	-0.06	0.15	-0.06	0.03	0.54	-0.93	0.04	0.06	-0.13	0.48	0.25	-0.06	0.60	1.00	0.90	0.86	0.60	0.17	0.23	0.54	0.75
	布伦特原油当月连续	-0.44	-0.64	-0.63	-0.85	-0.71	-0.15	0.00	0.08	0.04	0.61	-0.90	0.27	-0.12	-0.37	0.60	0.42	-0.15	0.34	0.90	1.00	0.67	0.38	0.27	0.10	0.34	0.75
商品	美小麦当月连续	-0.50	-0.63	-0.59	-0.82	-0.64	-0.09	0.22	-0.05	0.08	0.59	-0.91	-0.02	0.20	-0.20	0.58	-0.09	0.52	0.86	0.67	1.00	0.48	0.60	-0.11	0.40	0.65	
	美大豆当月连续	-0.26	-0.09	-0.07	-0.20	-0.12	0.44	-0.30	-0.61	-0.01	-0.17	-0.37	-0.30	0.13	0.37	-0.28	0.05	0.44	0.79	0.60	0.38	0.48	1.00	-0.17	0.57	0.83	0.37
	沪铜主力连续	-0.06	-0.16	-0.17	-0.37	-0.44	0.45	-0.05	-0.05	0.05	0.45	-0.24	-0.11	0.29	-0.22	0.31	-0.11	0.15	-0.30	0.17	0.27	0.06	-0.17	1.00	-0.17	0.06	0.55
	螺纹钢主力连续	0.49	0.49	0.51	0.33	0.48	0.28	-0.13	-0.40	-0.24	-0.49	0.07	-0.04	-0.28	0.34	-0.54	-0.29	0.29	0.56	0.23	0.10	-0.11	0.57	-0.17	1.00	0.69	0.09
	铁矿石主力连续	0.17	0.25	0.27	-0.07	-0.04	0.38	-0.43	-0.79	-0.37	-0.28	-0.35	-0.34	0.14	0.26	-0.34	-0.31	0.38	0.80	0.54	0.34	0.40	0.83	0.06	0.69	1.00	0.55
橡胶主力连续	-0.18	-0.37	-0.39	-0.69	-0.63	0.02	-0.10	-0.21	-0.25	0.40	-0.78	0.01	0.12	-0.32	0.47	-0.04	0.02	0.31	0.75	0.65	0.37	0.55	0.09	0.55	1.00		

资料来源：Choice，国元证券研究所

表：中期（120日）全球大类资产相关性矩阵

	沪深300	深成指R	创业板指	科创50	恒生指数	标普500	欧洲斯托克50	英国富时100	日经225	10年期国债期货主力连续	美国国债	美元指数	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	美元兑人民币	路透CRB商品指数	COMEX黄金当月连续	COMEX白银当月连续	布伦特原油当月连续	美小麦当月连续	美大豆当月连续	沪铜主力连续	螺纹钢主力连续	铁矿石主力连续	橡胶主力连续	
国内股市	沪深300	1.00	1.00	0.99	0.98	0.38	0.06	0.07	0.07	0.09	0.99	0.19	0.18	-0.18	-0.13	0.22	0.99	0.11	-0.01	-0.03	0.10	0.15	0.13	0.99	0.99	0.99	0.99
	深成指R	1.00	1.00	1.00	0.99	0.39	0.06	0.08	0.08	0.09	0.98	0.18	0.21	-0.21	-0.16	0.24	0.98	0.11	0.02	-0.02	0.10	0.14	0.13	0.98	0.99	0.99	0.98
	创业板指	0.99	1.00	1.00	0.99	0.40	0.06	0.07	0.07	0.10	0.97	0.17	0.22	-0.22	-0.17	0.26	0.97	0.12	0.01	-0.02	0.09	0.14	0.12	0.97	0.98	0.98	0.97
	科创50	0.98	0.99	0.99	1.00	0.40	0.05	0.08	0.07	0.09	0.96	0.16	0.30	-0.31	-0.25	0.31	0.96	0.12	0.08	-0.02	0.10	0.13	0.13	0.95	0.96	0.98	0.95
	恒生指数	0.38	0.39	0.40	0.40	1.00	0.23	0.55	0.55	0.03	0.36	0.29	-0.01	-0.01	0.02	-0.03	0.36	0.21	0.20	0.22	0.43	0.33	0.30	0.37	0.37	0.39	0.37
海外股市	标普500	0.06	0.06	0.06	0.05	0.23	1.00	0.42	0.43	0.07	0.05	0.40	-0.09	0.09	0.10	-0.11	0.05	0.87	0.06	0.14	0.52	0.41	0.40	0.06	0.06	0.06	0.06
	欧洲斯托克50	0.07	0.08	0.07	0.08	0.55	0.42	1.00	0.99	0.13	0.08	0.55	-0.06	0.04	0.01	-0.19	0.08	0.40	0.35	0.32	0.79	0.60	0.61	0.10	0.08	0.10	0.08
	英国富时100	0.07	0.08	0.07	0.07	0.55	0.43	0.99	1.00	0.13	0.08	0.57	-0.10	0.08	0.05	-0.21	0.08	0.39	0.25	0.28	0.80	0.60	0.60	0.09	0.09	0.09	0.09
	日经225	0.09	0.09	0.10	0.09	0.03	0.07	0.13	0.13	1.00	0.07	0.28	-0.02	0.02	0.01	0.02	0.07	0.24	0.03	0.19	0.16	0.26	0.26	0.07	0.08	0.08	0.08
	10年期国债期货主力连续	0.99	0.98	0.97	0.96	0.36	0.05	0.08	0.08	0.07	1.00	0.20	0.16	-0.16	-0.12	0.18	1.00	0.09	-0.01	-0.05	0.11	0.15	0.14	1.00	1.00	0.99	0.99
债市	10年期美国国债当月连续	0.19	0.18	0.17	0.16	0.29	0.40	0.55	0.57	0.28	0.20	1.00	-0.28	0.27	0.24	-0.29	0.20	0.31	0.01	0.22	0.66	0.95	0.94	0.20	0.20	0.19	0.21
	美元指数	0.18	0.21	0.22	0.30	-0.01	0.16	-0.28	1.00	-0.98	0.16	-0.28	1.00	-0.99	-0.98	0.88	0.16	0.08	0.26	-0.29	-0.04	-0.31	-0.09	0.11	0.12	0.19	0.09
	欧元兑美元	-0.18	-0.21	-0.22	-0.31	-0.01	-0.09	0.04	0.08	0.02	-0.16	0.27	-0.99	1.00	0.97	-0.82	-0.17	-0.08	-0.30	0.27	0.04	0.29	0.08	-0.11	-0.13	-0.19	-0.10
	英镑兑美元	-0.13	-0.16	-0.17	-0.25	0.02	0.10	0.01	0.05	0.01	-0.12	0.24	-0.98	0.97	1.00	-0.82	-0.13	-0.07	-0.29	0.28	-0.02	0.28	0.04	-0.08	-0.09	-0.15	-0.05
	美元兑日元	0.22	0.24	0.26	0.31	-0.03	0.18	-0.19	-0.21	0.02	0.18	-0.29	0.88	-0.82	-0.82	1.00	0.19	0.06	0.03	-0.29	-0.07	-0.35	-0.16	0.14	0.16	0.19	0.12
汇市	美元兑人民币	0.99	0.98	0.97	0.96	0.36	0.05	0.08	0.08	0.																	

表：全球大类资产相关性变化矩阵显示，国内债券与商品负相关性、国内债券与国内股市负相关性均明显增强，国内股市与美元兑人民币汇率负相关增强

相关性矩阵变化 (短期-中期)		沪深300	深成指R	创业板指	科创50	恒生指数	标普500	欧洲斯托克50	英国富时100	日经225	10年期国债期货主力连续	10年期美国国债当月连续	美元指数	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	美元兑人民币	路透CRB商品指数	COMEX黄金当月连续	COMEX白银当月连续	布伦特原油当月连续	美小麦当月连续	美大豆当月连续	沪铜主力连续	螺纹钢主力连续	铁矿石主力连续	橡胶主力连续
国内股市	沪深300	0.00	-0.12	-0.11	-0.30	0.29	-0.09	-0.24	-0.28	-0.47	-1.52	0.27	-0.08	-0.14	0.09	-0.68	-1.54	-0.14	-0.09	-0.41	-0.54	-0.65	-0.39	-1.05	-0.51	-0.82	-1.17
	深成指R	-0.12	0.00	-0.01	-0.11	0.32	0.06	-0.46	-0.57	-0.52	-1.77	0.51	-0.47	0.18	0.50	-1.04	-1.67	0.01	0.02	-0.56	-0.74	-0.78	-0.23	-1.14	-0.49	-0.74	-1.35
	创业板指	-0.11	-0.01	0.00	-0.14	0.32	0.05	-0.43	-0.57	-0.45	-1.71	0.48	-0.47	0.18	0.50	-1.05	-1.62	0.00	0.03	-0.53	-0.72	-0.73	-0.19	-1.14	-0.47	-0.72	-1.36
	科创50	-0.30	-0.11	-0.14	0.00	0.46	0.15	-0.34	-0.34	-0.36	-1.83	0.77	-0.47	0.19	0.65	-1.14	-1.45	0.09	-0.20	-0.79	-0.95	-0.95	-0.33	-1.32	-0.63	-1.04	-1.65
海外股市	恒生指数	0.29	0.32	0.32	0.46	0.00	0.12	-0.53	-0.68	-0.24	-1.09	0.45	0.18	-0.43	0.16	-0.57	-0.61	0.14	-0.21	-0.84	-1.14	-0.97	-0.42	-0.81	0.11	-0.42	-0.99
	标普500	-0.09	0.06	0.05	0.15	0.12	0.00	-0.80	-0.86	-0.19	-0.36	-0.22	0.12	-0.24	-0.08	-0.16	0.13	0.13	0.23	-0.20	-0.68	-0.49	0.04	0.10	0.22	0.32	-0.04
	欧洲斯托克50	-0.24	-0.46	-0.43	-0.34	-0.53	-0.60	0.00	-0.23	0.22	0.35	-0.70	0.23	-0.06	-0.03	0.63	-0.02	-0.78	-0.85	-0.17	-0.78	-0.38	-0.91	-0.15	-0.21	-0.53	-0.18
	英国富时100	-0.28	-0.57	-0.57	-0.34	-0.58	-0.86	-0.23	0.00	0.29	0.44	-0.64	0.71	-0.48	-0.49	0.84	0.37	-0.82	-0.83	-0.35	-0.72	-0.64	-1.21	-0.15	-0.48	-0.89	-0.29
债市	10年期国债期货主力连续	-1.52	-1.77	-1.71	-1.83	-1.09	-0.36	0.35	0.44	0.47	0.00	-0.92	0.12	0.21	-0.36	0.69	-0.47	-0.41	-0.24	0.59	0.51	0.44	-0.31	-0.55	-1.48	-1.27	-0.59
	10年期美国国债当月连续	0.27	0.51	0.48	0.77	0.45	-0.22	-0.70	-0.64	-0.36	-0.92	0.00	0.09	-0.28	0.16	-0.42	-0.56	-0.12	-0.39	-1.14	-1.56	-1.86	-1.31	-0.44	-0.13	-0.54	-0.99
汇市	美元指数	-0.08	-0.47	-0.47	-0.47	0.18	0.12	0.23	0.71	0.11	0.12	0.09	0.00	0.07	0.13	-0.33	0.50	-0.05	-0.53	0.33	0.31	0.29	-0.21	-0.22	-0.17	-0.53	-0.08
	欧元兑美元	-0.14	0.18	0.18	0.19	-0.43	-0.24	-0.06	-0.48	-0.03	0.21	-0.28	0.07	0.00	-0.33	0.62	-0.36	-0.09	0.42	-0.21	-0.17	-0.09	0.04	0.40	-0.15	0.34	0.22
	英镑兑美元	0.09	0.50	0.50	0.65	0.16	-0.08	-0.03	-0.49	-0.01	-0.36	0.16	0.13	-0.33	0.00	0.08	-0.44	0.09	0.61	-0.41	-0.35	-0.48	0.33	-0.14	0.42	0.42	-0.27
	美元兑日元	-0.68	-1.04	-1.05	-1.14	-0.57	-0.16	0.63	0.84	0.19	0.69	-0.42	-0.33	0.62	0.08	0.00	0.38	-0.34	-0.25	0.77	0.67	0.93	-0.12	0.17	-0.70	-0.53	0.34
	美元兑人民币	-1.54	-1.67	-1.62	-1.45	-0.61	0.13	-0.02	0.37	0.44	-0.47	-0.56	0.50	-0.36	-0.44	0.38	0.00	0.09	-0.11	0.31	0.31	0.11	-0.09	-1.11	-1.29	-1.30	-1.03
商品	路透CRB商品指数	-0.14	0.01	0.00	0.09	0.14	0.13	-0.78	-0.82	-0.35	-0.41	-0.12	-0.05	-0.09	0.09	-0.34	0.09	0.00	0.12	-0.22	-0.63	-0.43	0.08	0.05	0.19	0.27	-0.08
	COMEX黄金当月连续	-0.09	0.02	0.03	-0.20	-0.21	0.23	-0.85	-0.83	-0.47	-0.24	-0.39	-0.83	0.42	0.61	-0.25	-0.11	0.12	0.00	-0.04	0.19	0.29	0.55	-0.31	0.57	0.76	0.34
	COMEX白银当月连续	-0.41	-0.56	-0.53	-0.79	-0.84	-0.20	-0.17	-0.35	-0.16	0.59	-1.14	0.33	-0.21	-0.41	0.77	0.31	-0.22	-0.04	0.00	0.69	0.48	0.36	0.18	0.26	0.56	0.77
	布伦特原油当月连续	-0.54	-0.74	-0.72	-0.95	-1.14	-0.68	-0.78	-0.72	-0.11	0.51	-1.56	0.31	-0.17	-0.35	0.67	0.31	-0.63	0.19	0.69	0.00	0.01	-0.82	0.16	-0.01	0.23	0.65
	美小麦当月连续	-0.65	-0.78	-0.73	-0.95	-0.97	-0.49	-0.38	-0.64	-0.19	0.44	-1.86	0.29	-0.09	-0.48	0.93	0.11	-0.43	0.29	0.48	0.01	0.00	-0.45	-0.11	-0.27	0.25	0.49
	美大豆当月连续	-0.39	-0.23	-0.19	-0.33	-0.42	0.04	-0.91	-1.21	-0.27	-0.31	-1.31	-0.21	0.04	0.33	-0.12	-0.09	0.08	0.55	0.36	-0.32	-0.45	0.00	-0.32	0.42	0.68	0.23
	沪铜主力连续	-1.05	-1.14	-1.14	-1.32	-0.81	0.10	-0.15	-0.15	-0.02	-0.55	-0.44	-0.22	0.40	-0.14	0.17	-1.11	0.05	-0.31	0.18	0.16	-0.11	-0.32	0.00	-1.17	-0.93	-0.44
	螺纹钢主力连续	-0.51	-0.49	-0.47	-0.63	0.11	0.22	-0.21	-0.48	-0.31	-1.48	-0.13	-0.17	-0.15	0.42	-0.70	-1.29	0.19	0.57	0.26	-0.01	-0.27	0.42	-1.17	0.00	-0.30	-0.91
	铁矿石主力连续	-0.82	-0.74	-0.72	-1.04	-0.42	0.32	-0.53	-0.89	-0.44	-1.27	-0.54	-0.53	0.34	0.42	-0.53	-1.30	0.27	0.76	0.56	0.23	0.25	0.68	-0.93	-0.30	0.00	-0.44
	橡胶主力连续	-1.17	-1.45	-1.46	-1.45	-0.99	-0.04	-0.18	-0.29	-0.33	-0.59	-0.99	-0.08	0.22	-0.27	0.34	-1.03	-0.08	0.34	0.77	0.65	0.49	0.23	-0.44	-0.91	-0.44	0.00

2

国内宏观观察

2025年全国两会即将召开，两会相关话题讨论热度上升并将影响A股市场表现。回顾2024年的政府工作，去年9月以来，针对经济运行中的新情况新问题，党中央、国务院在有效落实存量政策的同时，加强宏观调控，围绕加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场等方面推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好；2024年12月召开的中央经济工作会议中提出，2025年经济工作，要坚持稳中求进，实施更加积极有为的宏观政策。我们认为，2024年的工作基调有望在2025年政府经济工作中延续。

政策上，2024年12月的中央经济工作会议中，将“全方位扩大国内需求”、“科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”放在首要位置，需重点关注政策发力的方向。如消费、科技、国企改革等两会热门讨论主题，两会前已有《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》、《国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动》、《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》等多项政策出台，相应A股板块有望迎来政策红利和更多资金关注。

总量指标上，预计2025年全国GDP增速目标与去年水平相近。从地方经济增速目标历年数据来看，北京、上海等地GDP增速目标和全国GDP增速目标关联水平较高，2025年北京、上海经济增速目标“增长5%左右”，与去年增速目标基本一致。2024年底的中央经济工作会议中提出，2025年要保持物价“总体稳定”、“合理回升”，因此2025年全国CPI增速目标的设定需结合我国物价水平的现状，综合考虑上述目标的达成。中央经济工作会议中提出，要“实施更加积极的财政政策”、“加大财政支出”，相较前一年中央经济工作会议，对财政政策力度的措辞表述从“实施积极的财政政策”升级为“要实施更加积极的财政政策”，财政政策力度升级的意味浓厚，因此，赤字率水平预计在去年水平上小幅提升，以支持更加积极的财政政策。

消费板块：中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在25年重点任务第一位，多地政府工作报告中将促消费和扩内需作为首要任务。2025年1月8日，发改委、财政部联合发布通知，扩大两新政策实施范围，对汽车置换更新、家电以旧换新、手机等数码产品购新实施补贴：将符合条件的国四排放标准燃油车纳入报废更新补贴范围，规范全国汽车置换更新最高补贴限额，新能源车购买最高补贴2万元，置换更新补贴为1.5万元；家电消费品的补贴品类从8类扩容至12类；对个人消费者购买手机、平板、智能手表（手环）等数码产品按售价15%进行补贴（单件最高500元）。以手机等数码产品为例，1月20日起，全国各地已陆续开始实施购新补贴，积极效应已有所显现，根据官方引用数据，春节期间（1月28日至2月4日），全国手机等数码产品销售量突破450万台，销售额占消费品以旧换新总销售额的45%，其中手机销售额141亿元，同比+182%。随着2025年两新政策的扩围实施，对汽车、消费电子、家电等相关行业有望形成系统性政策支持，尤其是手机等消费电子市场，有望进一步延续强势复苏的态势，并带动上游产业链的业绩上行。

人工智能：科技板块上，当前Deepseek的突破性技术已经引发全球资本市场震荡和中国科技资产的重新估值，模型平权有望推动AI技术的广泛应用，应用端需求扩容有望带动算力等AI基础设施建设的提速。1) “人工智能+”应用：伴随着人工智能部署与应用成本的下降，应用端需求得到进一步释放，AI技术将赋能“千行百业”以及各种应用场景，近期各级政府纷纷接入DeepSeek大模型，通过智能问答、政策解读等功能提升服务效率，推动“一网通办”“跨省通办”等模式创新，并赋能智慧城市建设。2) 算力基础设施建设有望提速。2025年年初，国家发展改革委、国家数据局、工业和信息化部联合印发《国家数据基础设施建设指引》，就推进算力资源科学布局，推进东中西部算力协同，推进算力与数据、算法融合创新等具体工作提出明确要求，有望带动算力产业链扩张上行，建议关注算力租赁、算力芯片及服务器厂商。

低空经济：顶层设计持续强化，自上而下推动产业落地，地方配套加速推进。顶层制度设计方面，当前低空经济已上升至国家战略高度，30个省（区、市）在2024年政府工作报告中明确纳入低空发展规划。地方配套设施推进层面，首批试点城市（合肥、杭州等六大城市）已完成前期布局，重点关注地方政府专项债发行计划中低空基建项目占比、空域划设实施细则及地方性法规出台进度，苏城交、深城交等区域基建龙头有望率先受益。

新能源：光伏和储能领域有望通过补贴、税收优惠等更新政策加速技术迭代、扩大市场渗透率。光伏和储能作为新能源核心产业，有望通过设备更新政策加速技术迭代，并通过补贴、税收优惠等措施扩大市场渗透率。风电作为新能源的重要组成部分，也受益于设备更新政策的推动，尤其是针对老旧风电设备的更新改造。

需求端，消费市场节后总体实现平稳开局，乘用车销量持续提升。据商务部商务大数据监测，节日期间全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长4.1%，消费市场总体实现平稳开局。乘用车销售数据节后逐步回升，近三周日均销量持续增加；一线城市客运量恢复增速趋缓。

生产端，高炉开工率整体小幅回落，煤炭重点企业日耗量节后连续上行。从高频数据上看，高炉开工率整体小幅回落，截至2月21日，高炉开工率为77.7%，较上周回落0.34pct。煤炭重点企业日耗量节后连续上行，截至2025年2月22日，煤炭重点电厂日耗量544万吨，较上周环比+6.25%。汽车轮胎开工率节后整体呈持续回升态势，截至2月27日，全钢胎开工率为68.57，较上周环比+1.88pct；半钢胎开工率为82.51，较上周环比+2.16pct。

价格端，我国农产品批发价格水平节后整体呈持续走弱态势，油价水平整体呈下行态势。我国农产品批发价格水平节后整体呈持续走弱态势。截至2月27日，我国农产品批发价格指数为119.85，较两周前水平-2.94%，我国猪肉、蔬菜、水果、鸡蛋等批发价分别为21.23/4.86/7.38/8.36元/公斤，较两周前水平-3.46%/-7.25%/-1.99%/-4.57%。国际油价整体呈下行态势，2月27日小幅反弹，截至2月27日，美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)、英国布伦特Dtd现货价分别为70.35、74.23美元/桶，较两周前水平分别-1.32%/-1.50%。国内油价小幅下调，截至2月20日，95号汽油市场价9268.90元/吨，较2月10号水平下调1.42%；截至2月23日，92号汽油零售价10375.00元/吨，价格与两周前水平持平。

近两周来，两会热点主题市场关注度升高，科技、消费、金融等领域政策频出，资本市场改革持续深化，央地消费政策刺激力度不断加码发力。

表：近期重点政策跟进

发布时间	主题	政策/公告	内容概括
2025年2月17日	经济	习近平出席民营企业座谈会：民营经济发展前景广阔大有可为 民营企业和民营企业家大显身手正当其时	他强调，党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。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。要统一思想、坚定信心，促进民营经济健康发展、高质量发展。希望广大民营企业和民营企业家胸怀报国志、一心谋发展、守法善经营、先富促共富，为推进中国式现代化作出新的更大的贡献。
2025年2月18日	金融	地方政府土储专项债重启：《北京市政府债券发行结果公告》	2月18日，北京市发行了一批地方政府专项债券，规模合计462.9亿元。按照相关信息披露文件，本次募集资金将专项用于棚户区改造、土地储备、市政工程及产业园区基础设施建设等项目，旨在加快城市更新步伐和提升城市功能水平。
2025年2月19日	对外开放	国务院办公厅关于转发商务部、国家发展改革委《2025年稳外资行动方案》的通知	《行动方案》从有序扩大自主开放、提高投资促进水平、增强开放平台效能、加大服务保障力度等四大方面提出20条措施，包括“扩大电信、医疗、教育等领域开放试点”“优化国家服务业扩大开放综合试点示范”等。
2025年2月19日	消费	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》的通知	明确要求从源头解决消费纠纷，推动平台型、总部型、连锁型等大型企业健全消费纠纷解决体系，引导其积极加入消费纠纷在线解决机制。
2025年2月19日	AI	国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动	会议要求，要着力强化中央企业推进人工智能发展的要素支撑，在编制企业“十五五”规划中将发展人工智能作为重点，打造更多科技领军企业，孵化培育一批初创企业。要加大资金投入，坚持产投结合、以投促产，持续壮大发展人工智能的长期资本、战略资本、耐心资本。要优化人才引育，建立更加符合行业特点规律的人才评价体系，打造更加宽容、自由、耐心的发展环境，让人才心无旁骛搞科研。
2025年2月20日	消费	国务院第十二次主题学习：坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求	国务院总理李强在主持学习时强调，要深入贯彻落实习近平总书记和党中央关于扩大国内需求的决策部署，把经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费，以更大力度和更精准措施提振消费，持续增强消费对经济发展的基础性作用。
2025年2月21日	金融	央行连续开展大额逆回购 资金面紧张状态趋缓	央行连续多日开展大额逆回购操作，向市场注入流动性，缓解了资金利率持续偏高的压力。
2025年2月22日	海外	特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录	2月21日，美国总统特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，以“经济安全就是国家安全”为方针定义美国的投资政策。其主要内容是：鼓励盟友对美投资，限制中国（及其他“对手国家”）对美投资，限制美国对中国（及其他“对手国家”）投资。备忘录要求财政部、国务院、商务部、美国贸易代表办公室、证券交易委员会等部门或机构采取措施予以落实。
2025年2月23日	三农	中央一号文件发布《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》	《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》全文共六个部分，包括：持续增强粮食等重要农产品供给保障能力、持续巩固拓展脱贫攻坚成果、着力壮大县域富民产业、着力推进乡村建设、着力健全乡村治理体系、着力健全要素保障和优化配置体制机制
2025年2月24日	海外	德国联盟党默兹兹获得选举胜利	23日德国举行新一届联邦议院（议会下院）选举投票，出口民调显示，基督教民主联盟（基民盟）和基督教社会联盟（基社盟）组成的联盟党得票率领先其他政党。联盟党总理候选人默茨宣布在选举中获胜。同日，现总理、社会民主党（社民党）总理候选人朔尔茨承认败选。
2025年2月24日	金融	吴清：充分发挥资本市场功能 更好服务新型工业化	吴清指出，资本市场将继续做好“数字金融、绿色金融、科技金融”大文章，支持具有新产业新技术新业态的优质企业融资，坚决遏制“两高”项目盲目发展。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，提升服务新质生产力发展质效。促进长期资金入市、壮大耐心资本。

资料来源：人民政府网,北京市财政局,国资委,人民网,人民银行,美国白宫官网,新闻联播,上海证券交易所,国元证券研究所整理

需求端，据商务部商务大数据监测，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额同比+4.1%，消费市场总体实现平稳开局。节日期间，食品、年俗商品、绿色智能家电、手机、平板等商品热销，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长10%以上；聚餐、旅行、观影、看剧等服务消费需求集中释放。重点监测餐饮企业营业额同比增长6.2%。

表：需求端核心宏观指标跟踪表

一级指标	二级指标	三级指标	2025-01	2024-12	2024-11
需求端:GDP及其指标拆分	消费	社零总额：当月同比 (%)	-	3.70	3.00
		——餐饮收入：当月同比 (%)	-	2.70	4.00
		——商品零售：当月同比 (%)	-	3.90	2.80
		——除汽车以外的商品零售额	-	4.20	2.50
		城镇调查失业率：当月	-	5.00	5.10
	投资	30大中城市：商品房成交套数 (万)：当月	6.14	13.73	10.36
		30大中城市商品房成交面积 (万平方米)：当月	687.25	1545.02	1171.45
		100大中城市：成交土地占地面积 (万平方米)：当月	4871.06	18284.40	9200.94
		100大中城市：成交土地溢价率 (%)：当月	9.52	3.59	4.84
		100大中城市：成交地占地面积：住宅类用地(万平方米)：当月	743.46	5769.26	3159.78
进出口	出口金额：当月同比 (%)	-	10.70	6.60	
	进口金额：当月同比 (%)	-	1.00	-4.00	

资料来源：Wind、国元证券研究所

生产端，春节假期因素导致1月份制造业和非制造业PMI出现回落。根据国家统计局数据，1月制造业PMI为49.1，环比回落1.0pct，非制造业商务活动PMI指数为50.2，环比回落2.0pct，高于临界点，仍处于扩张态势，节前PMI的回落主要受春节期间务工人员返乡等因素影响。

价格端，春节假期效应释放叠加前期政策对总需求有所提振，1月CPI明显回升。根据国家统计局数据，同比涨幅由上月的0.1%扩大至0.5%。PPI同比延续负增，下降2.3%，与上月持平。

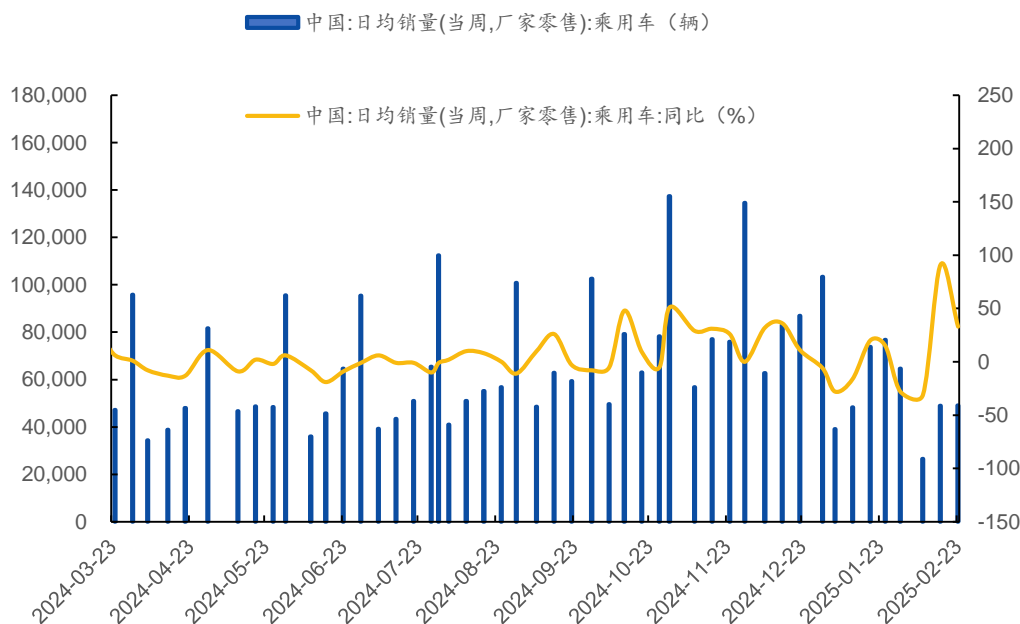
表：供给端、价格端核心宏观指标跟踪表

一级指标	二级指标	三级指标	2025-01	2024-12	2024-11
生产端	制造业PMI	制造业PMI	49.10	50.10	50.30
		——生产（制造业PMI）	49.80	52.10	52.40
		——新订单（制造业PMI）	49.20	51.00	50.80
		——新出口订单（制造业PMI）	46.40	48.30	48.10
		——在手订单（制造业PMI）	45.60	45.90	45.60
		——产成品库存（制造业PMI）	46.50	47.90	47.40
		——采购量（制造业PMI）	49.20	51.50	51.00
		——出厂价格（制造业PMI）	47.40	46.70	47.70
		——原材料库存（制造业PMI）	47.70	48.30	48.20
		——主要原材料购进价格（制造业PMI）	49.50	48.20	49.80
		——从业人员（制造业PMI）	48.10	48.10	48.20
		——供货商配送时间（制造业PMI）	50.30	50.90	50.20
		非制造业PMI	新订单	46.40	48.70
	新出口订单		44.60	50.00	48.20
	业务活动预期		56.70	57.50	57.00
	投入品价格		47.70	49.40	48.00
	销售价格		48.60	48.80	48.80
	从业人员		46.70	45.80	45.40
	价格	CPI	在手订单	43.30	44.10
存货			45.00	46.40	45.30
供应商配送时间			51.30	51.50	51.20
建筑业			49.30	53.20	49.70
服务业			50.30	52.00	50.10
CPI：当月同比（%）			0.50	0.10	0.20
——食品（CPI：当月同比，%）			0.40	-0.50	1.00
——非食品（CPI：当月同比，%）			0.50	0.20	0.00
——居住（CPI：当月同比，%）			0.10	0.10	-0.10
——交通和通信（CPI：当月同比，%）			-0.60	-2.20	-3.60
PPI	PPI	——教育文化和娱乐（CPI：当月同比，%）	1.70	0.90	1.00
		——医疗保健（CPI：当月同比，%）	0.70	0.90	1.10
		——核心CPI（CPI：当月同比，%）	0.60	0.40	0.30
		PPI：全部工业品：当月同比	-2.30	-2.30	-2.50
		——生产资料：原材料工业（全部工业品：当月同比，%）	-1.90	-2.20	-2.90
		——生产资料：加工工业（全部工业品：当月同比，%）	-2.70	-2.70	-2.70
		——生产资料：采掘工业（全部工业品：当月同比，%）	-4.90	-4.60	-4.90
——生产资料：生活资料（全部工业品：当月同比，%）	-1.20	-1.40	-1.40		

资料来源：Wind、国元证券研究所

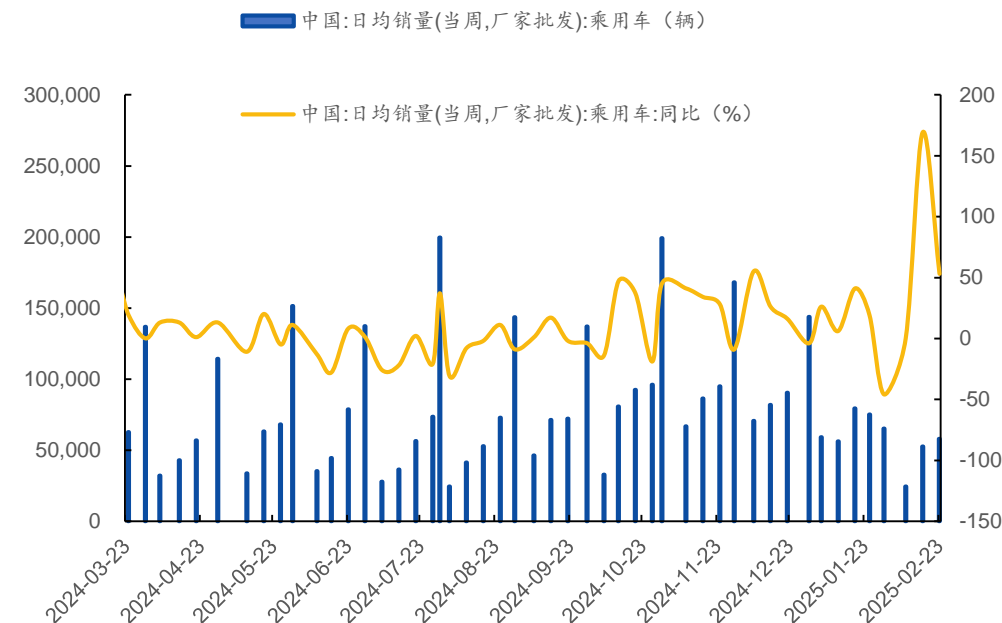
从消费方面高频数据表现上：乘用车销售数据节后逐步回升，连续三周日均销量增加，截至2月23日，乘用车日均销量（当周，厂家零售）4.90万辆，同比+33%，乘用车日均销量（当周，厂家批发）5.79万辆，同比+53%。

图：截至2月23日，乘用车日均销量（当周，厂家零售）同比+33%



资料来源：Wind，国元证券研究所

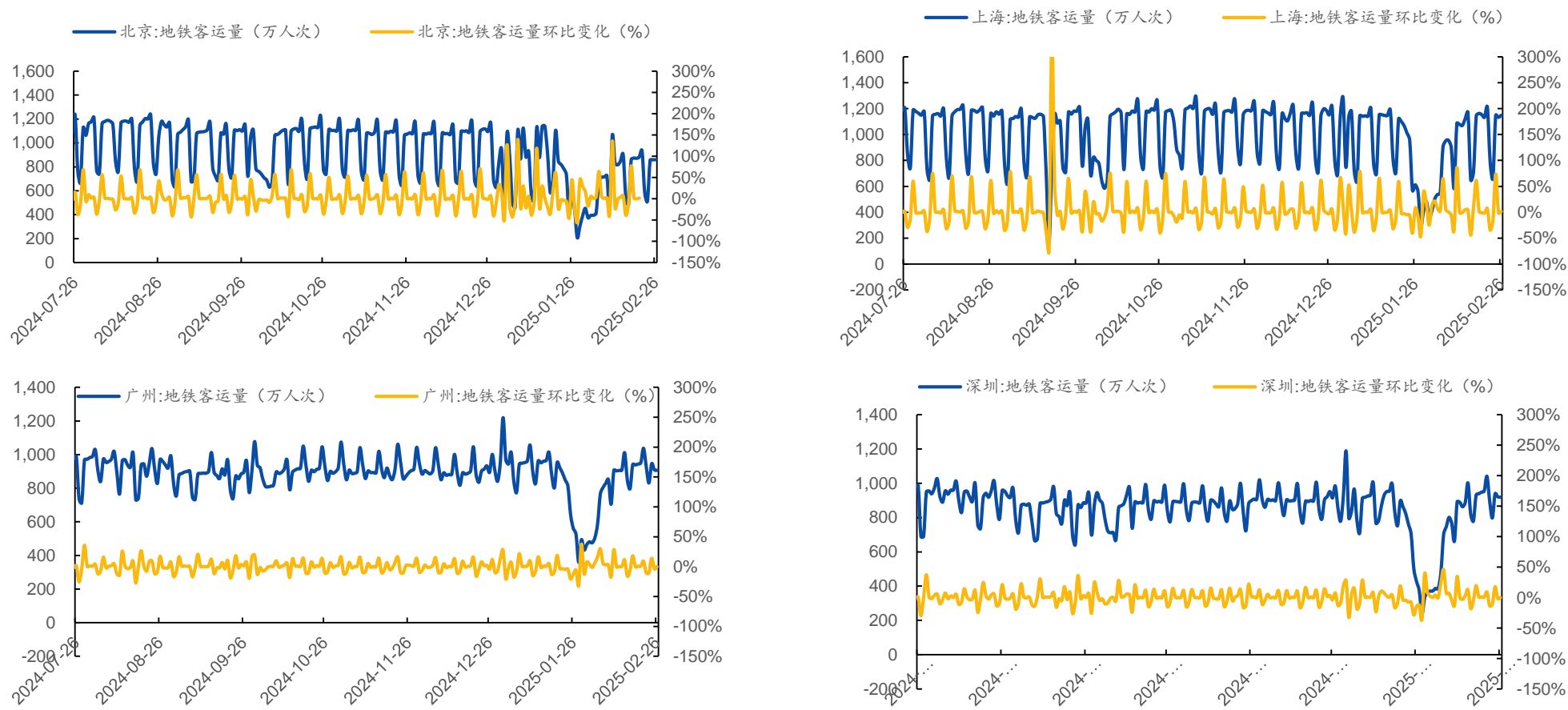
图：截至2月23日，乘用车日均销量（当周，厂家批发）同比+53%



资料来源：Wind，国元证券研究所

从消费方面高频数据表现上：北上广深地铁客运量节后整体呈回升态势，增速逐步趋缓。截至2月26日，北京/上海/广州/深圳日均客运量分别为860.29/1148.60/906.70/917.96万人次，环比+0.20%/+1.40%/-0.40%/-0.31%。

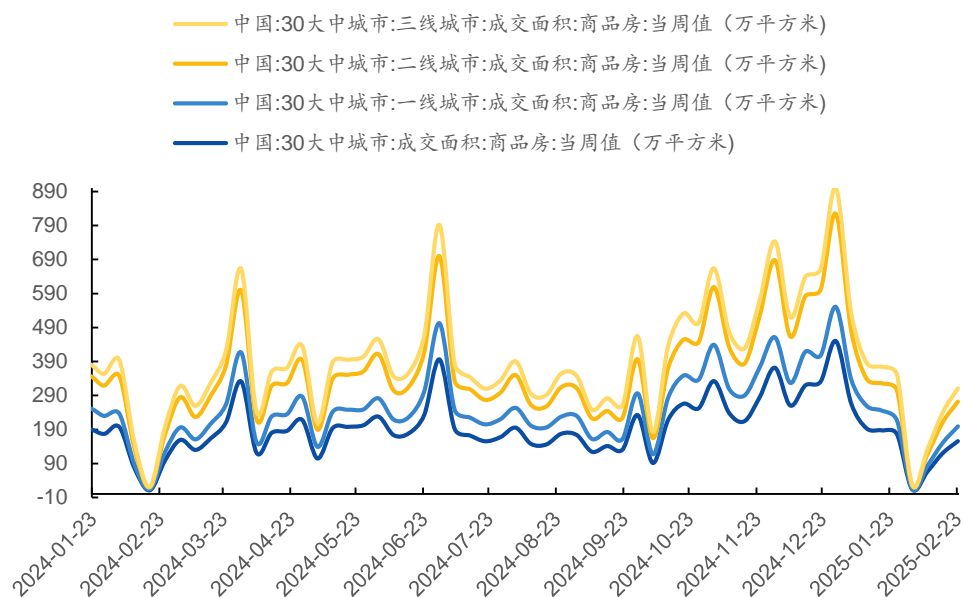
图：北上广深地铁客运量节后整体呈回升态势，增速逐步趋缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

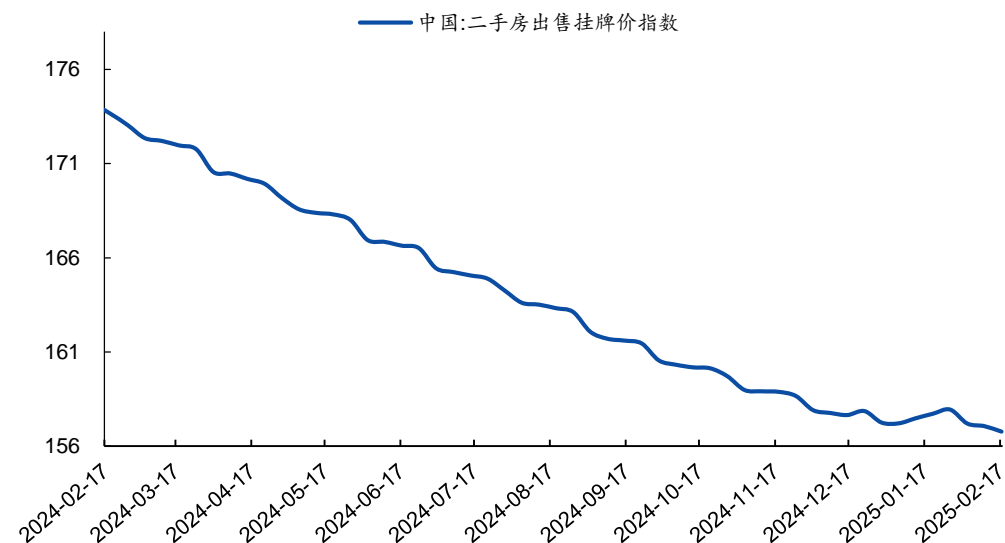
从投资方面高频数据表现上：全国30大中城市商品房成交面积节后整体呈回落反弹的态势，全国一、二、三线城市二手房出售挂牌指数节后整体呈下行态势。截至2月23日，全国30大中城市一线/二线/三线城市商品房成交面积分别为43.5/73.1/39.1万平方米。

图：全国30大中城市商品房成交面积节后整体呈回落反弹态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

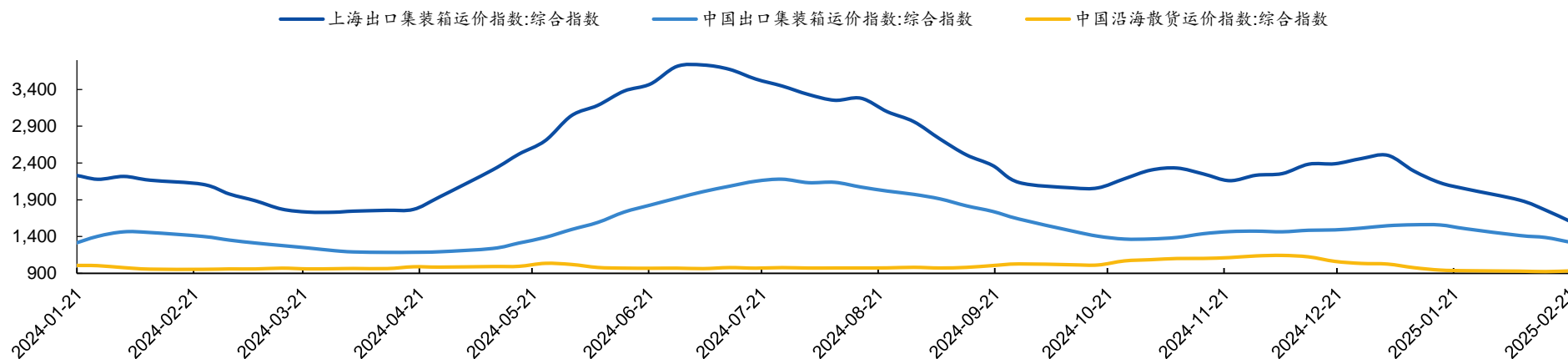
图：全国二手房出售挂牌指数节后整体呈下行态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

从进出口方面高频数据表现上：截至2月21日，主要运价指数近两周整体呈下行态势。

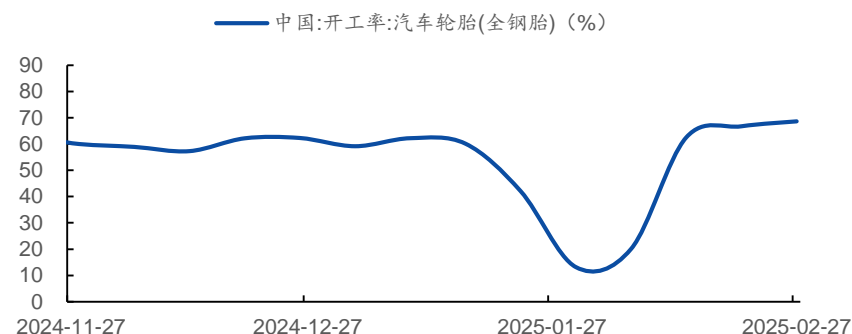
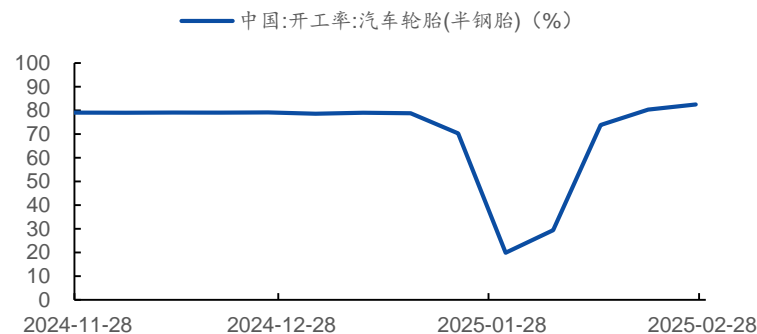
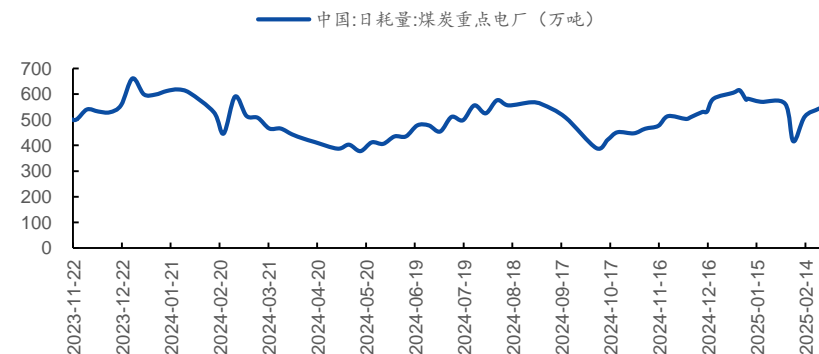
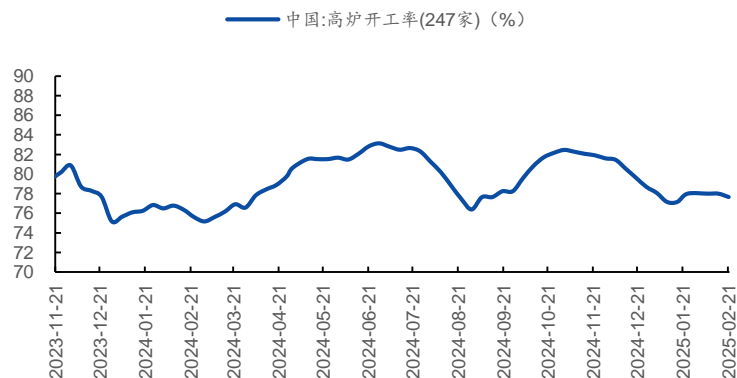
图：主要运价指数1季度后呈下行态势不变（截至2月21日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

生产端高频数据表现上：高炉开工率整体小幅回落，截至2月21日，高炉开工率为77.7%，较上周回落0.34pct。煤炭重点企业日耗量节后连续上行，截至2025年2月22日，煤炭重点电厂日耗量544万吨，较上周环比+6.25%。汽车轮胎开工率节后整体呈持续回升态势，截至2月27日，全钢胎开工率为68.57%，较上周环比+1.88pct；半钢胎开工率为82.51%，较上周环比+2.16pct。

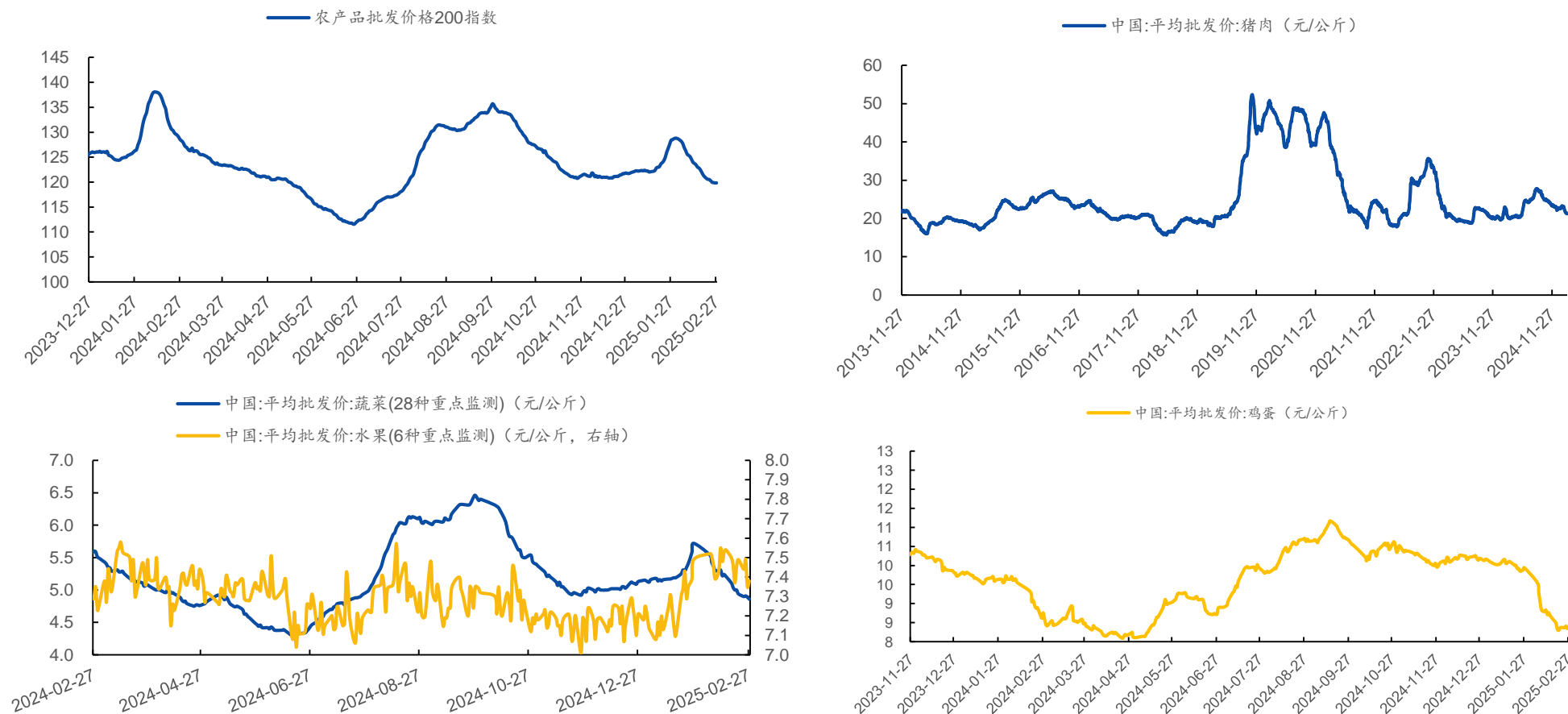
图：生产端整体表现分化



资料来源：Wind，国元证券研究所

从物价方面高频数据表现上：我国农产品批发价格水平节后整体呈持续走弱态势。截至2月27日，我国农产品批发价格指数为119.85，较两周前水平-2.95%，我国猪肉、蔬菜、水果、鸡蛋等批发价分别为21.23/4.86/7.38/8.36元/公斤，较两周前水平-3.46%/-7.25%/-1.99%/-4.57%。

图：农产品价格水平整体走弱

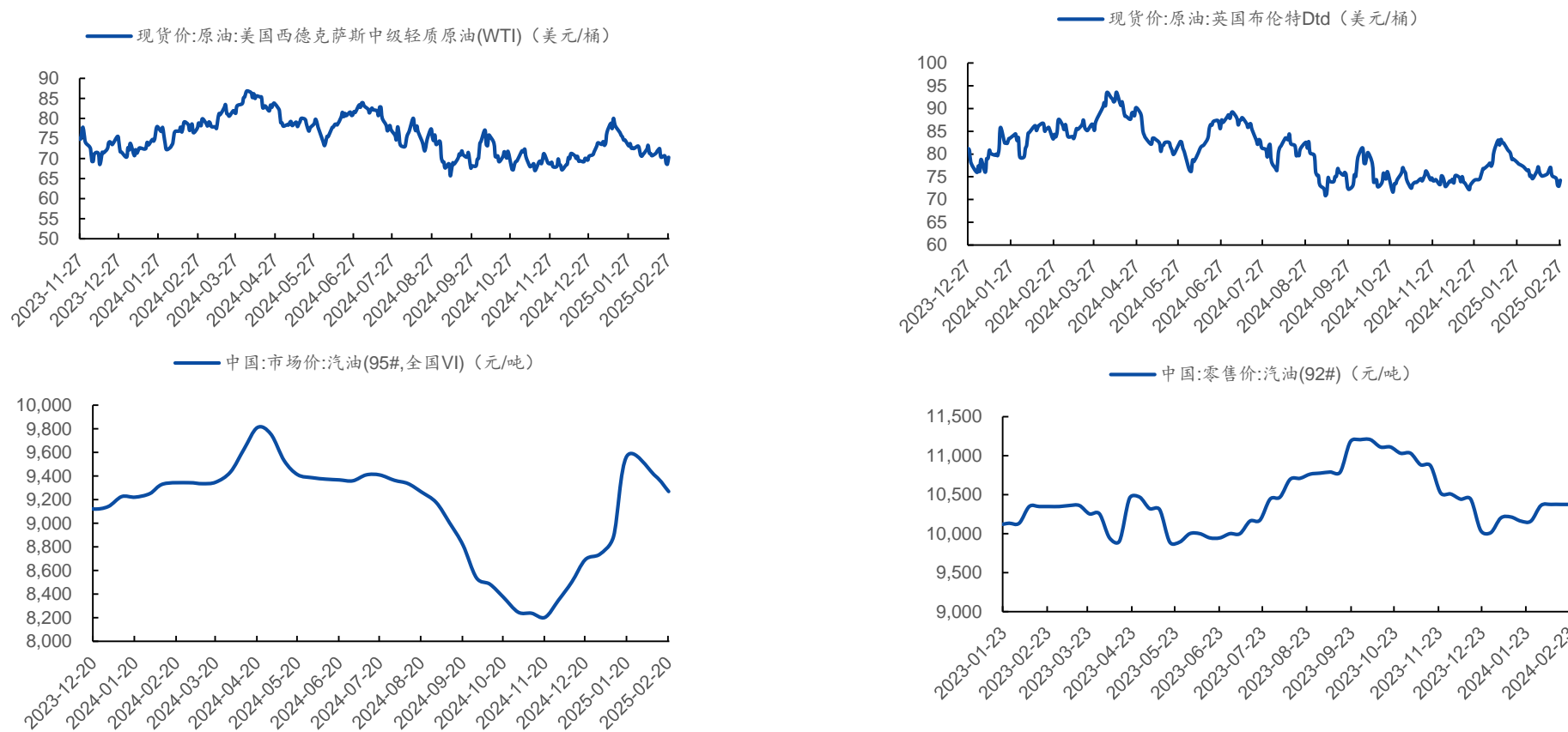


资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

从物价方面高频数据表现上：国际油价整体呈下行态势，2月27日小幅反弹。截至2月27日，美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)、英国布伦特Dtd现货价分别为70.35、74.23美元/桶，较两周前水平分别-1.32%/-1.50%。国内油价小幅下调，截至2月20日，95号汽油市场价9268.90元/吨，较2月10号水平下调1.42%；截至2月23日，92号汽油零售价10375.00元/吨，价格与两周前水平持平。

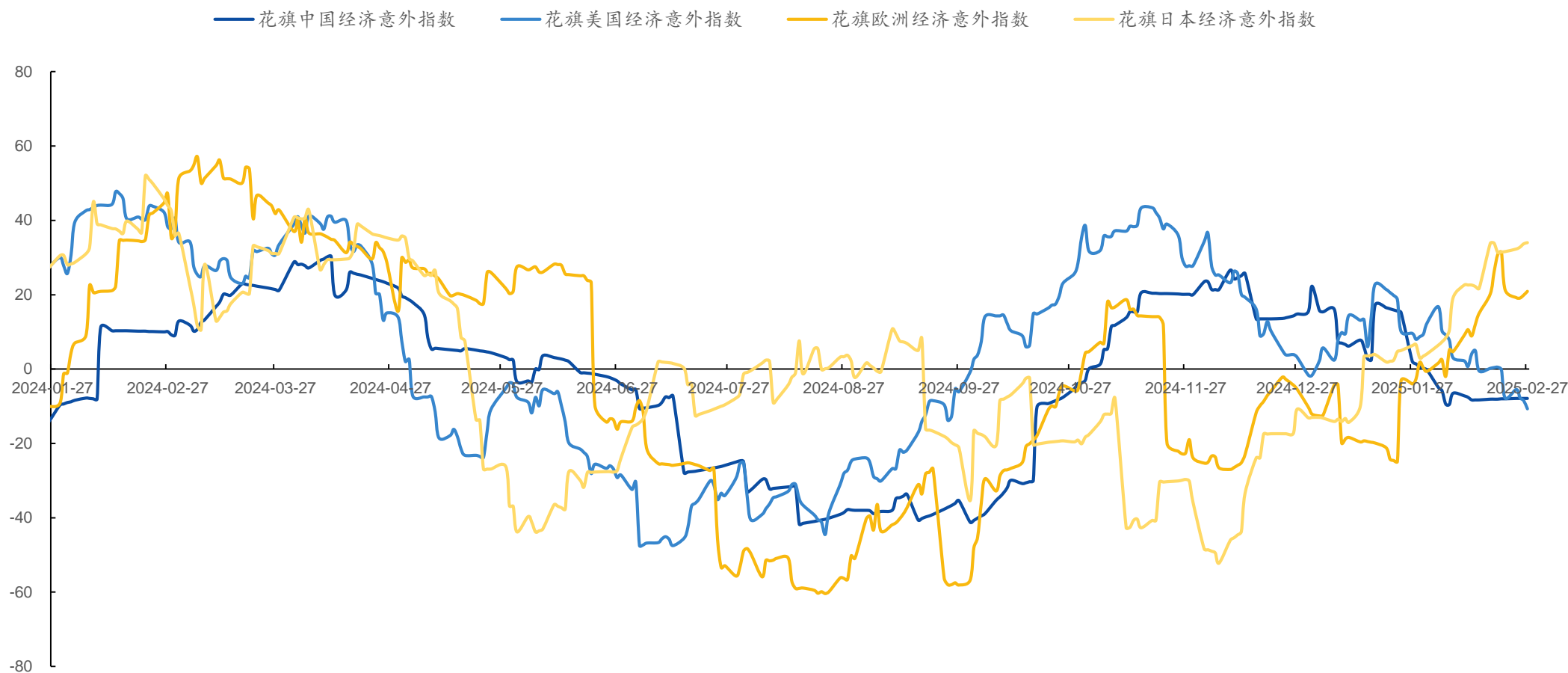
图：国际油价近期整体呈下行态势，国内油价小幅下调



资料来源：Wind，国元证券研究所

从经济指数高频数据表现上：截至2月27日，花旗中国经济意外指数节后呈回升态势，近期趋稳。

图：花旗中国经济意外指数近期趋稳



资料来源：Wind，国元证券研究所

3

固收市场观察

四季度货币政策执行报告新增“增强外汇市场韧性”表述，稳汇率优先级提升，叠加1月金融数据超预期，短期宽松力度可能减弱，但长期来看，经济修复仍需流动性支持，信用周期暂未止跌，依赖财政进一步发力，宽货币仍然有较大持续必要。

● 货币市场：

本期资金面延续紧平衡状态，主要受央行公开市场操作净回笼、银行负债端压力及政府债缴款等因素影响。央行操作方面，本期央行公开市场净投放3177亿元，上期净回笼6525亿元，央行操作有阶段性缓解意图，但整体资金支持力度有限；资金利率方面，DR007、R007变动+51bp、+63bp，DR007升至2.33%，资金成本显著上升；银行负债压力方面，本期同业存单净融资环比下行，同业存单发行14451.2亿元，偿还12986.8亿元，到期规模较大，存单1M发行利率2.08%，较上期变化+26bp，6月Shibor利率上行17bp，银行负债端承压明显。市场情绪方面，2月20日民生银行资金情绪指数高达62.2（紧张区间），2月27日回落至46，处于中性偏松位置，债券分歧指数显示，近期市场多空博弈加剧，银行、保险买盘力量较强，基金为近期主要卖出力量，主要受负债端压力持续减持。从利率交换工具来看，当前1年期FR007利率互换隐含了较大幅度的降息预期（60bp左右）。

● 二级市场：

利率债方面，债市短端上行幅度大于长端，短端品种调整更剧烈，本期0.5、1年短端上行超20bp，短端仍有上行压力。国债曲线扁平化加剧，30年与10年国债利差降低至17.74bp，呈现极端平坦化特征，需警惕中长端补跌风险，本期10Y国债和国开债活跃券成交量边际上升，长端博弈加剧；信用债方面，利差收窄但赎回压力隐现，资金面收紧导致理财负债端稳定性下降，若债市进一步调整，可能引发赎回负反馈并放大波动。截止本期，债券市场延续了2024年信用风险收敛的趋势，但需关注结构性风险，新增违约主体集中在展期房企及尾部弱资质企业。

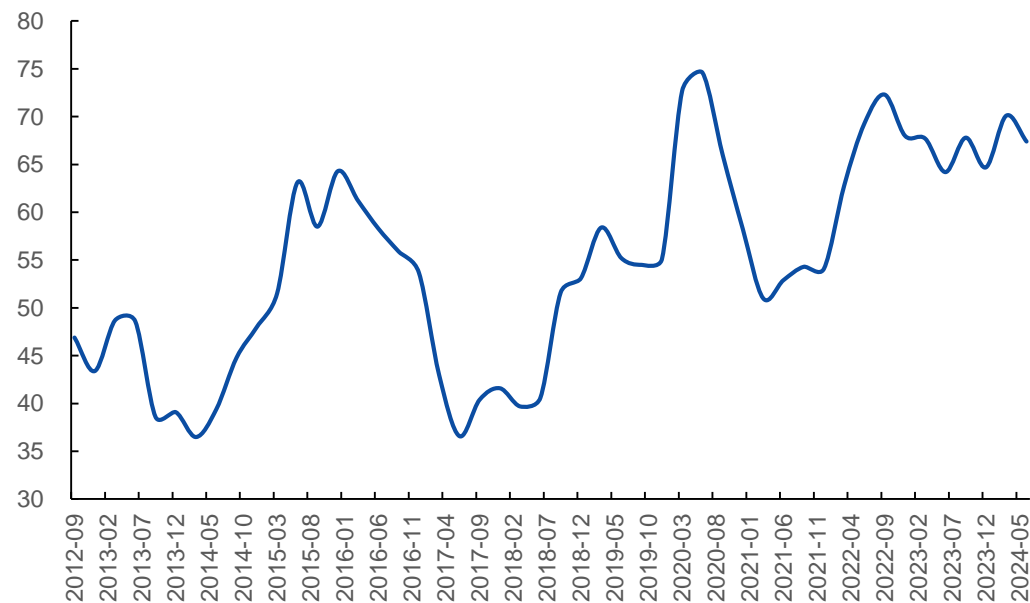
● 一级市场：

利率债供给放量，需求相对稳健，地方政府债发行明显提速，本期净融资7,373.13亿元（发行7,449.9亿，偿还76.77亿），反映“提前批”额度加速落地，基建项目配套融资需求旺盛；本期国债净融资-1,300.9亿元（发行2,640亿，偿还3,940.9亿），较上期+1,385.6亿大幅回落，主因特别国债发行暂缓及到期高峰，财政部或为两会后专项债放量预留空间，短期国债供给节奏放缓；信用债，金融债发行回暖，企业债相对遇冷；存单市场压力凸显，发行利率攀升，存单到期规模较大，进一步加剧供需矛盾。

- 货币信用周期是短期利率走势的核心驱动变量。宽货币紧信用阶段债市收益率往往会下行。
- 信用周期暂未止跌，传统运行规律趋于失效，依赖财政进一步发力。

图：货币周期处于宽松状态

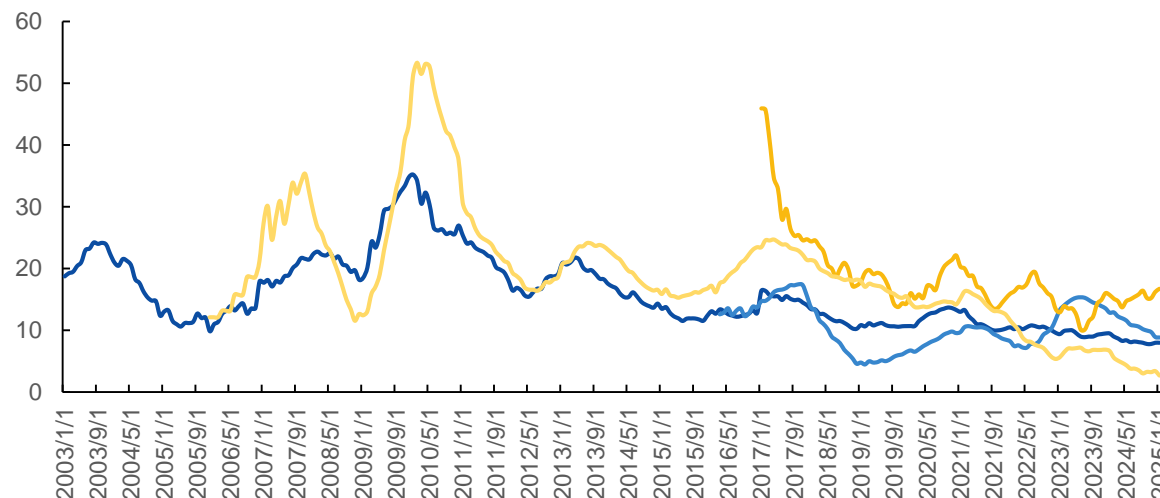
中国:银行家问卷调查:货币政策感受指数



资料来源: Choice, Wind, 国元证券研究所

图：信用周期处于收缩状态，仅政府部门扩张

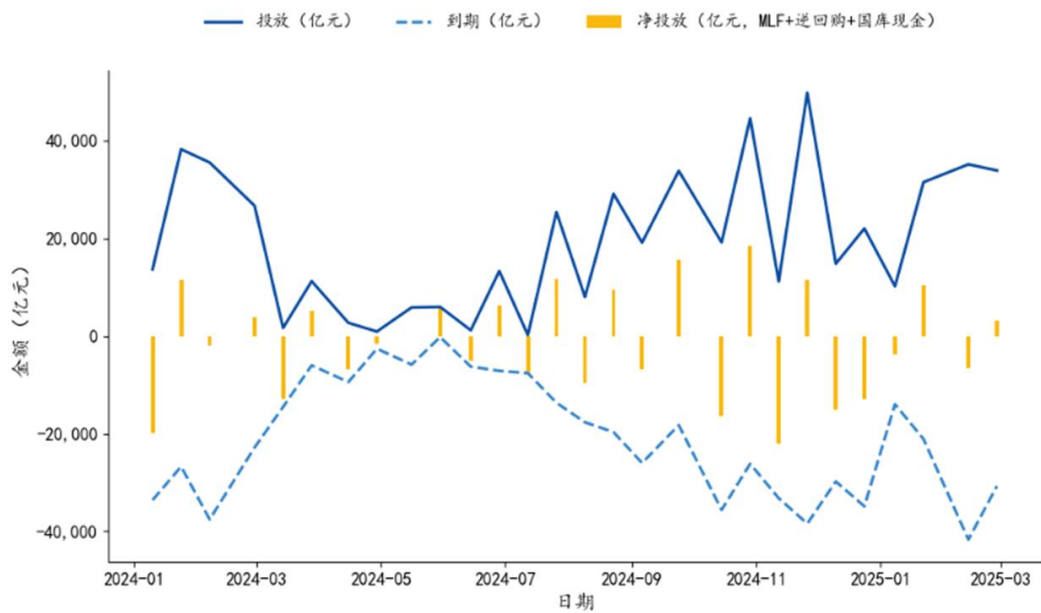
— (总信用周期) 中国:社会融资规模存量:同比%
— (企业部门) 企业中长期贷款&委托贷款&信托贷款:同比%
— (政府部门) 中国:社会融资规模存量:政府债券:同比%
— (居民部门) 中国:金融机构:本外币:资金运用:各项贷款:境内贷款:住户贷款:同比%



资料来源: Choice, 国元证券研究所

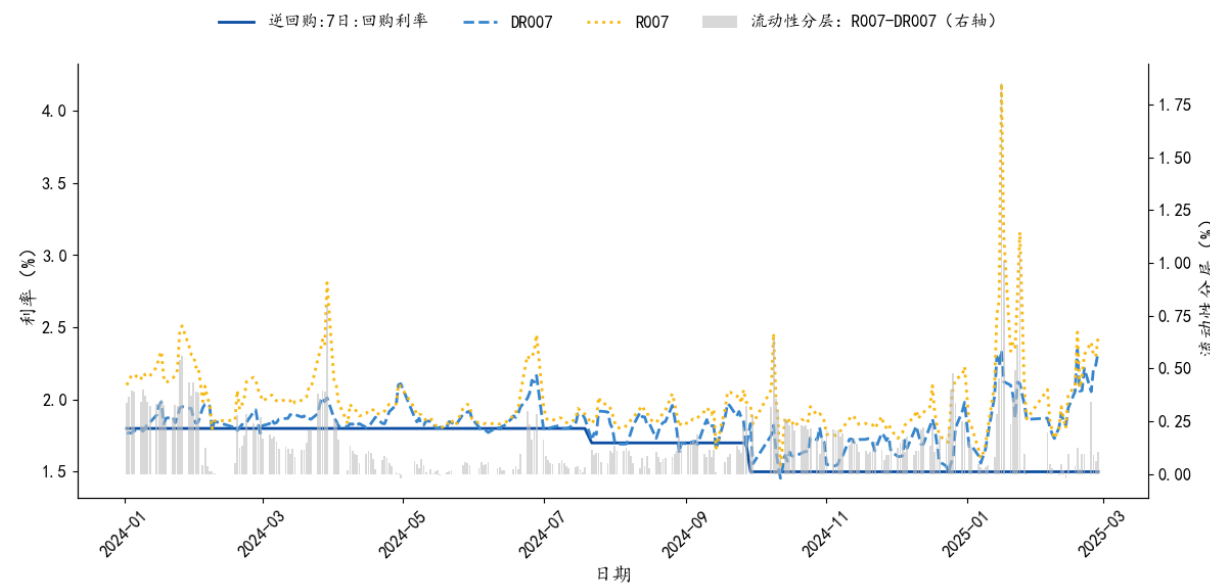
- 本期央行公开市场净投放3177亿元，上期净回笼6525亿元；
- DR007、R007变动+51bp、+63bp，R007-DR007由负转正，流动性分层现象边际修复至12bp，短期R007-DR007利差或维持5-10bp区间波动，需关注两会后财政发力节奏及央行对冲操作力度，OMO利率维持1.5%。

图：央行公开市场投放与到期情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

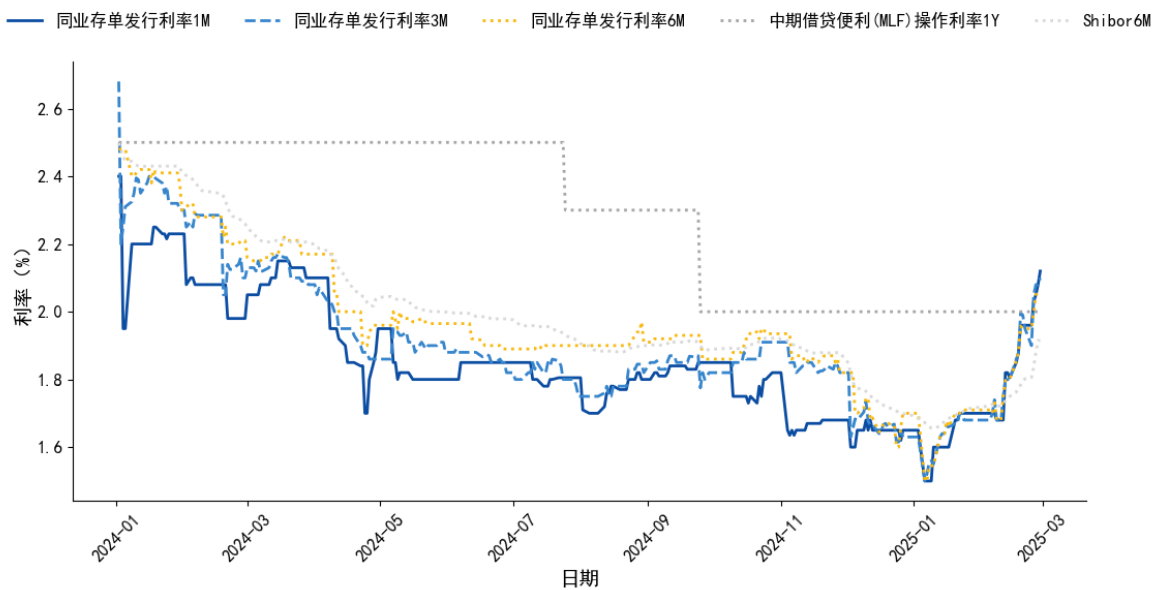
图：OMO、DR007和R007走势（%）



资料来源：Choice，国元证券研究所

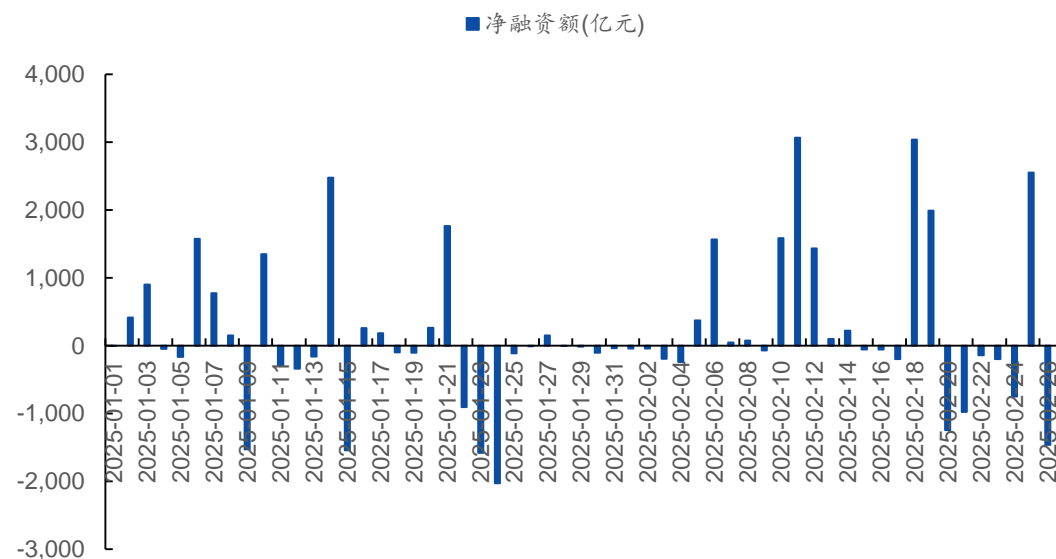
- 本期同业存单净融资环比下行，同业存单发行14451.2亿元，偿还12986.8亿元，净融资1464.4亿元；
- 本期存单1M发行利率2.08%，较上期变化+26bp，6月Shibor利率上行17bp，资金面持续紧张，在资金面紧平衡及政府债供给压力下，存单利率或维持高位震荡。

图：同业存单发行利率、MLF和Shibor



资料来源：Choice，国元证券研究所

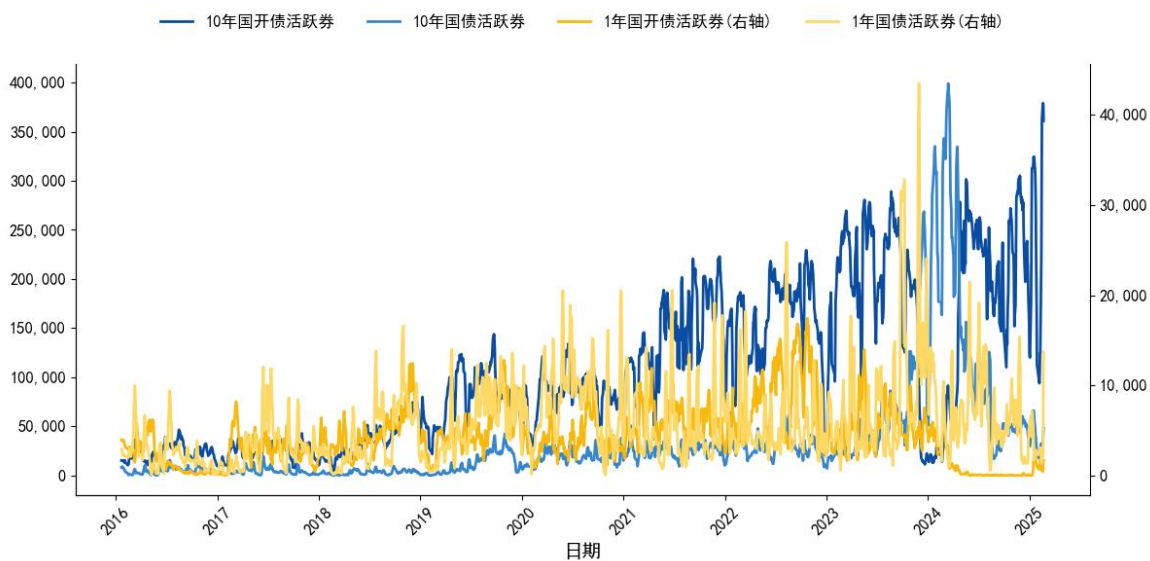
图：2025年以来同业存单净融资额



资料来源：Choice，国元证券研究所

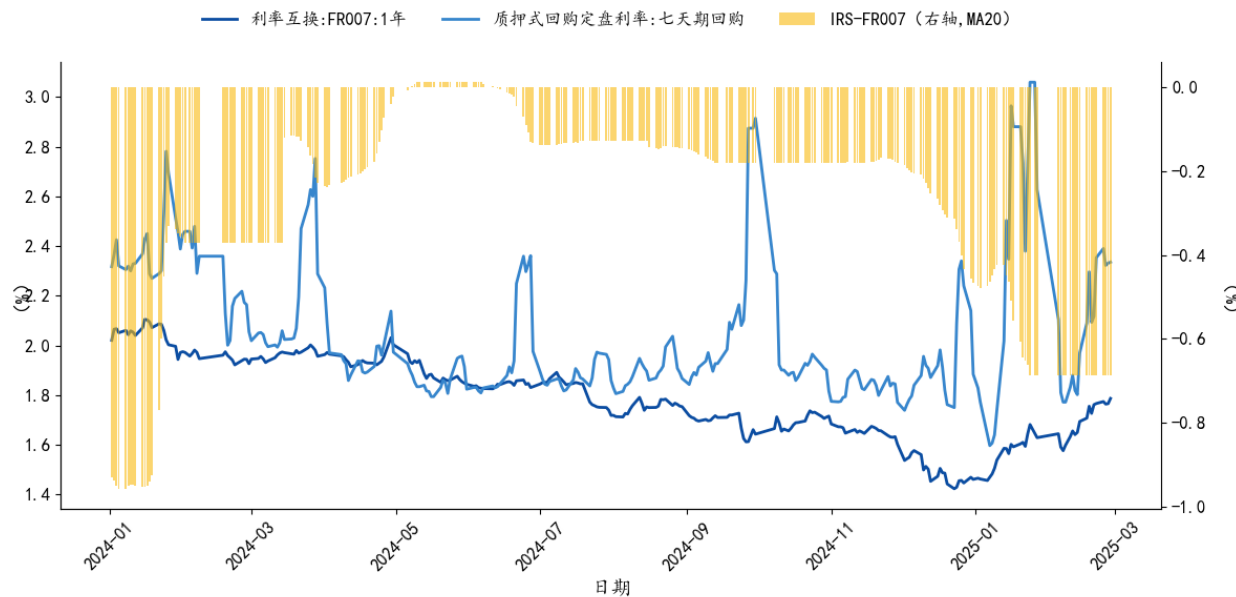
- 从市场活跃度来看，长端博弈加剧，本期10Y国债和国开债活跃券成交量边际上升，市场活跃度较高；
- 从利率交换工具来看，当前1年期FR007利率互换隐含了较大幅度的降息预期（60bp左右）

图：活跃券成交量（百万笔）



资料来源：Choice，国元证券研究所

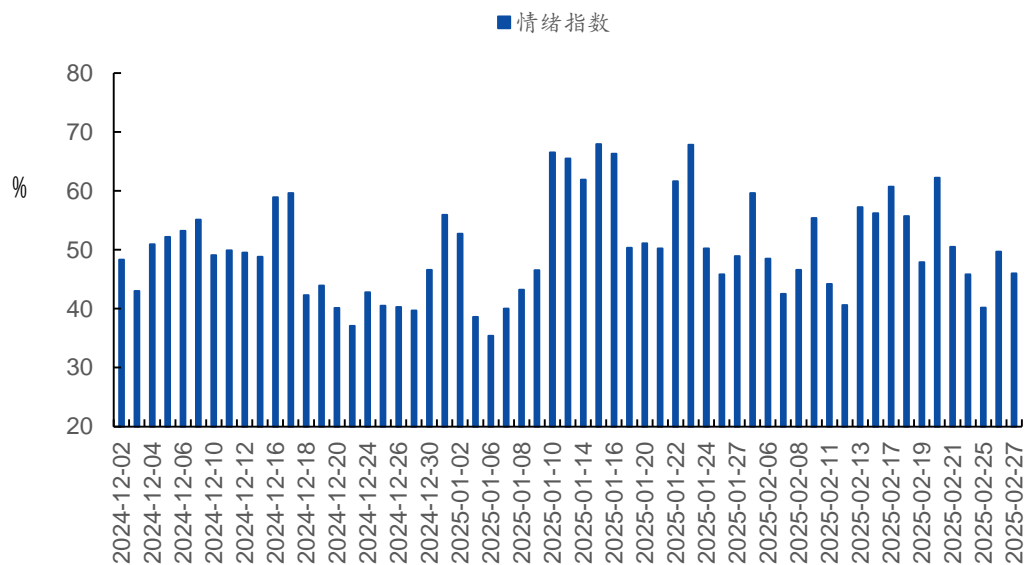
图：利率互换工具隐含降息预期



资料来源：Choice，国元证券研究所

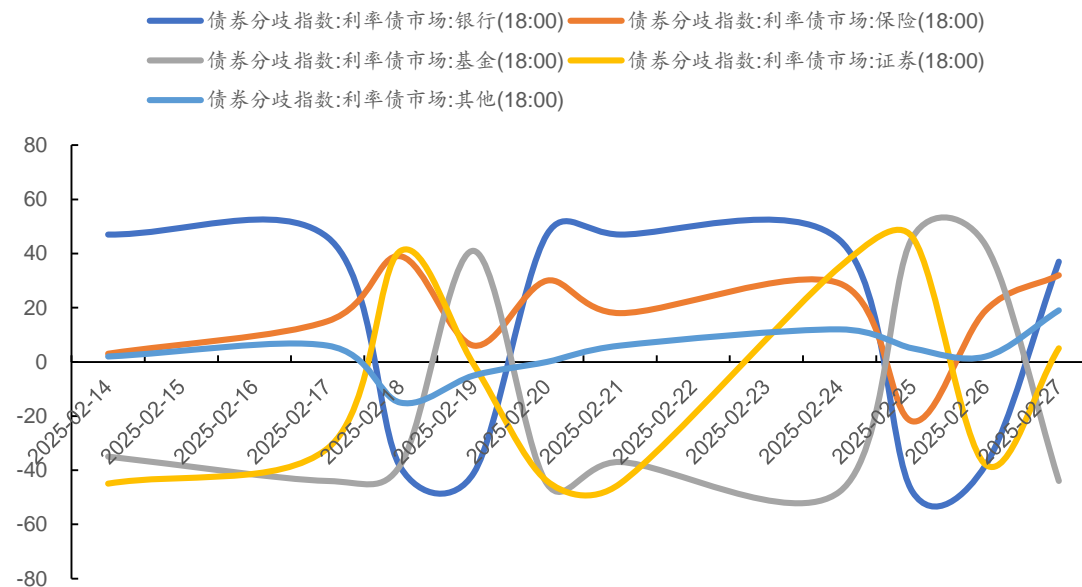
- 2月20日民生银行资金情绪指数高达62.2（紧张区间），2月27日回落至46，相对前期目前处于中性偏松位置。
- 债券分歧指数显示，近期市场多空博弈加剧，银行、保险买盘力量较强，基金为近期主要卖出力量，主要受负债端压力持续减持。

图：民生银行资金情绪指数



资料来源：Choice，国元证券研究所

图：债券分歧指数



资料来源：Choice，国元证券研究所

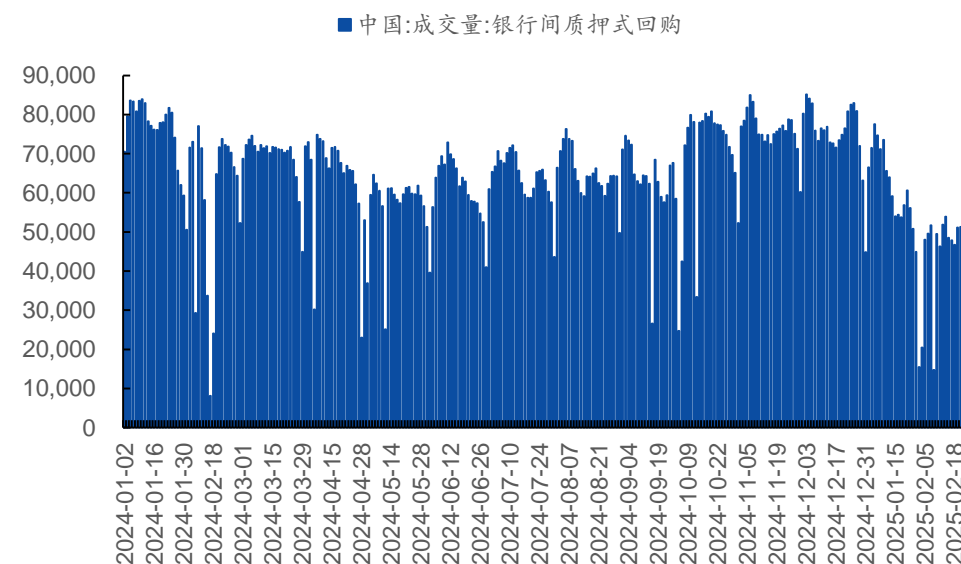
- 本期债券市场调整较大，中债总财富(总值)指数-0.89%，中债-信用债总财富(总值)指数-0.33%，中证转债+1.78%。
- 本期银行间质押式回购日均成交量升至5万亿元左右，融资需求边际回升。

图：债券指数行情统计（单位：%）

	利率债					信用债						转债
	综合	久期				综合	久期		资质			
	中债-总财富(总值)指数	中债-1-5年政策性金融债财富(总值)指数	中债-7-10年政策性金融债财富(总值)指数	中债-10-20年国开行债券财富(总值)指数	中债-30年期国债财富(总值)指数	中债-信用债总财富(总值)指数	中债-短融总财富(总值)指数	中债-中期票据总财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AAA信用债财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AA+信用债财富(总值)指数	中债-市场隐含评级AA信用债财富(总值)指数	中证转债
指标代码	CBA00301.CS	CBA10301.CS	CBA08201.CS	CBA06201.CS	CBA1801.CS	CBA02701.CS	CBA01801.CS	CBA02601.CS	CBA11201.CS	CBA11401.CS	CBA11501.CS	000832.CSI
本期涨跌幅	-0.89	-0.32	-1.20	-1.59	-2.54	-0.33	-0.01	-0.41	-0.45	-0.33	-0.25	1.78
上期涨跌幅	-0.12	-0.12	-0.10	0.10	-0.19	0.07	0.05	0.09	0.06	0.11	0.08	1.59
近三月涨跌幅	1.16	0.26	1.72	2.76	3.62	0.48	0.38	0.54	0.55	0.50	0.44	6.16
2024年以来涨跌幅	7.77	3.97	9.21	13.40	20.50	4.34	2.77	4.55	4.45	4.24	4.25	11.34

资料来源：Choice，国元证券研究所

图：银行间质押式回购成交量（亿元）



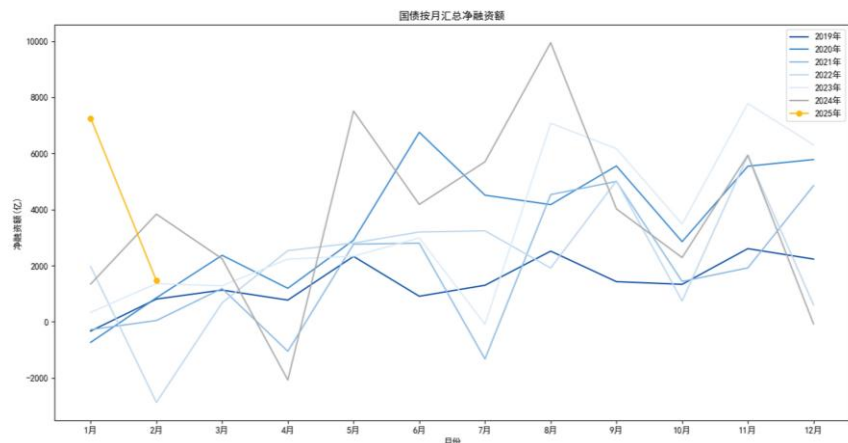
资料来源：Choice，国元证券研究所

表：本期、上期和年初以来债券市场发行到期情况：地方政府债发行提速，存单市场到期高峰

债券类型	本期2025-02-27			上期2025-02-13			年初以来		
	净融资额 (亿)	发行总额 (亿)	偿还总额 (亿)	净融资额 (亿)	发行总额 (亿)	偿还总额 (亿)	净融资额 (亿)	发行总额 (亿)	偿还总额 (亿)
国债	-1300.9	2640	3940.9	1385.6	7135.6	5750	201251.18	533236.36	331985.18
地方政府债	7373.13	7449.9	76.77	5329.5	5683.03	353.53	310289.27	466167.65	155878.38
同业存单	1464.4	14451.2	12986.8	3917.5	13627.5	9710	105861.8	1406130.03	1300268.23
央行票据	0	0	0	-47.2	0	47.2	1123.7	4348.4	3224.7
金融债	1408.4	5764.9	4356.5	1480	3378	1898	201380.64	562889.38	361508.74
公司债	642.09	1524.2	882.11	-165.68	637.41	803.09	62095.43	207916.76	145821.33
企业债	-39.44	8.12	47.56	-193.38	10.27	203.65	-10273.87	18226.42	28500.29

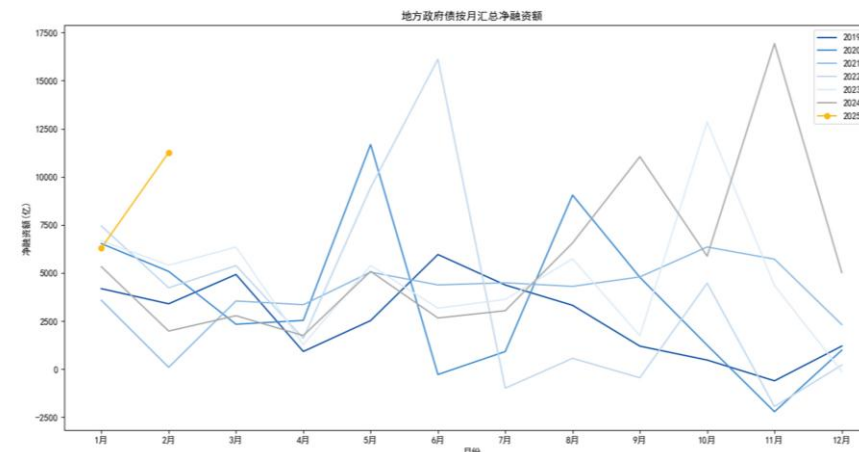
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：国债净融资额月度同期对比



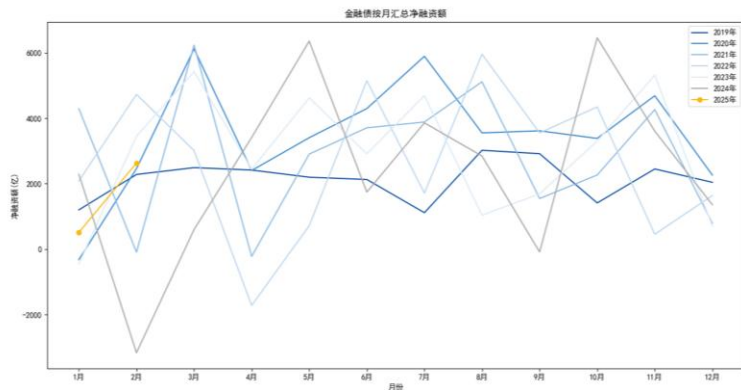
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：地方政府债净融资额月度同期对比



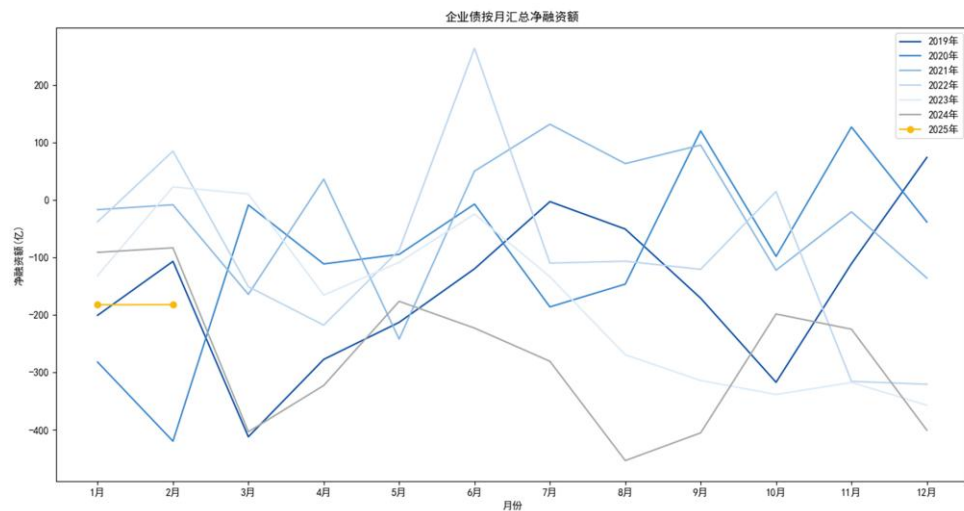
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：金融债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

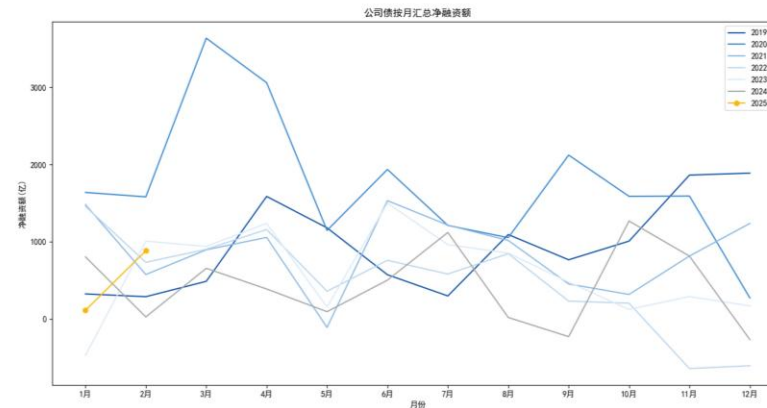
图：企业债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

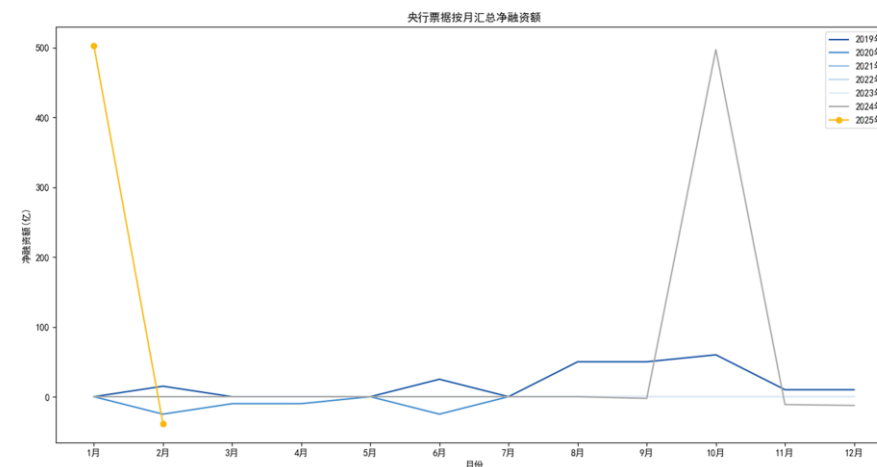
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：公司债净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

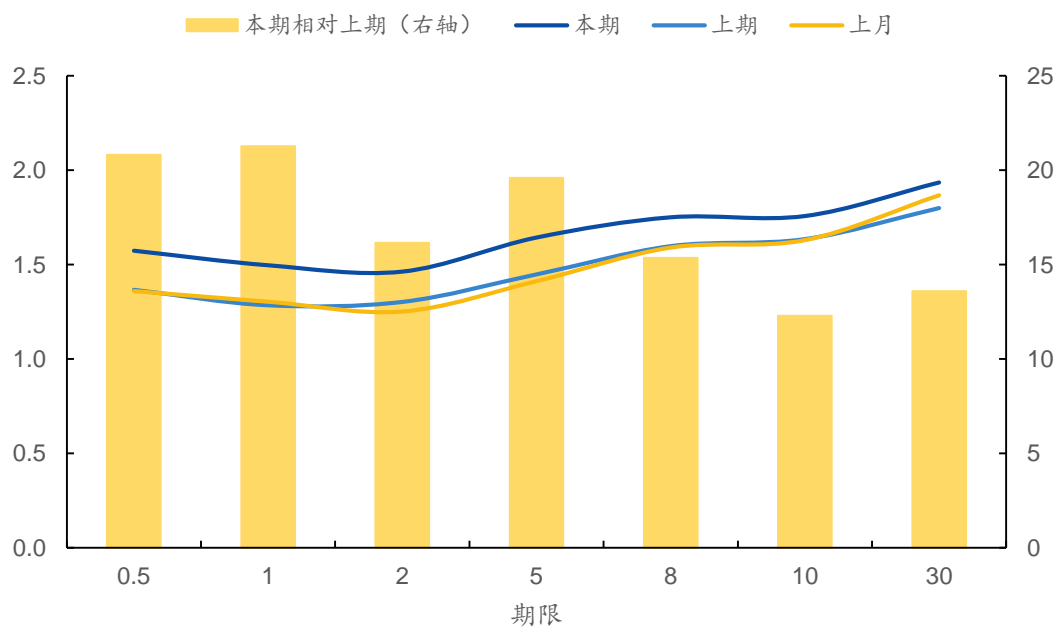
图：央行票据净融资额月度同期对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

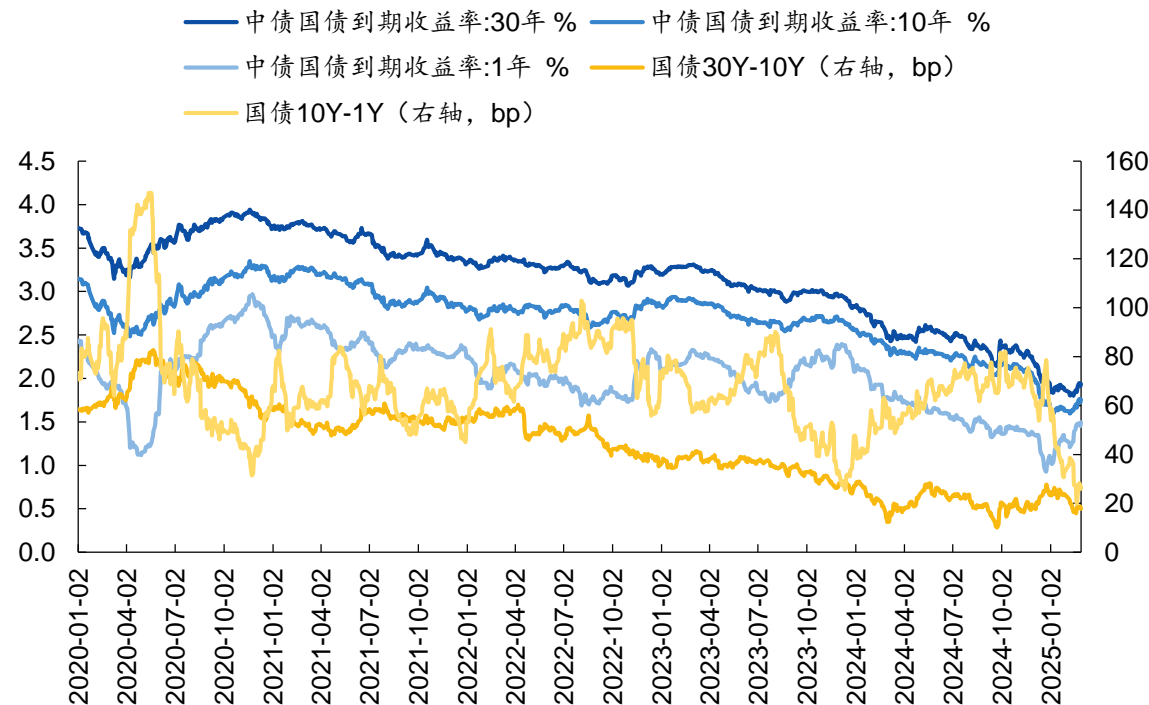
- 债市短端上行幅度大于长端，短端品种调整更剧烈，本期0.5、1年短端上行超20bp，短端仍有上行压力。
- 国债曲线偏平化加剧，30年与10年国债利差降低至17.74bp，呈现极端平坦化特征，需警惕中长端补跌风险。

图：中债国债收益率曲线变动 (%)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

图：国债期限利差 (BP)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

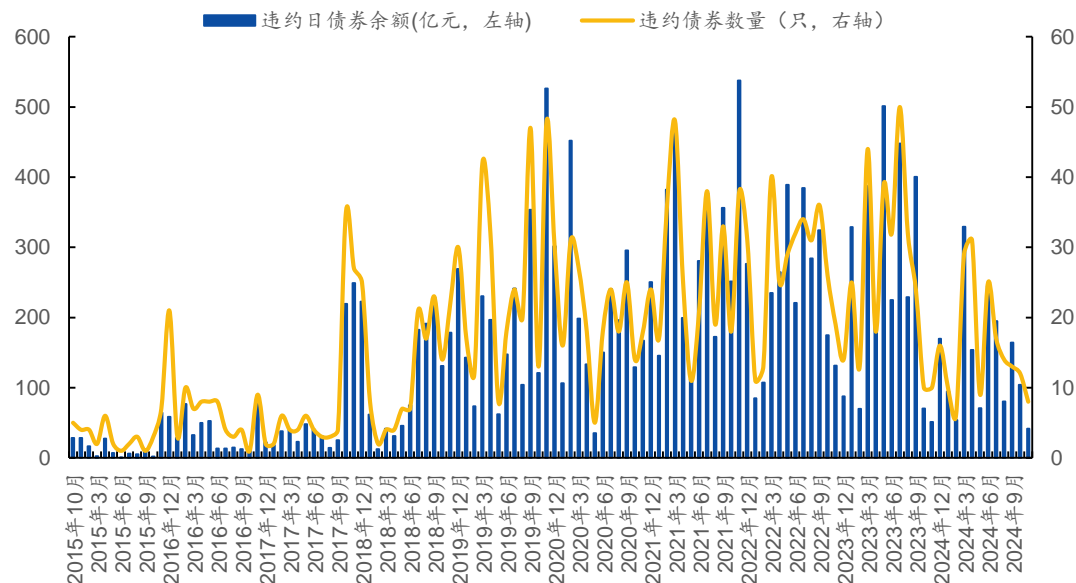
- 截至2025年2月27日，信用债各品种利差呈现分化特征，策略需结合资金面、政策预期及品种特性进行动态调整。
- 企业债、产业债：AA级别利差历史分位数相对较高，反映市场对弱资质主体的谨慎态度；
- 城投债：AAA级城投债利差处于历史3年内26.06%分位数，隐含政府信用支撑逻辑，短久期城投债具备一定的估值修复空间，建议两会前后关注化债政策加码（如特殊再融资债）对弱区域城投债的阶段性提振；
- 二永债：AAA-永续债利差处于历史1年内65%~80%分位数，可博弈流动性改善后的利差收敛，捕捉交易性机会。

图：信用品种比价（利率单位为%）

统计时间	债券类型	中票			二级资本债			企业债			永续期产业债		
		AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA-	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA
2025年2月27日	评级 久期												
当前利率	1	2.215	2.145	2.065	2.188	2.108	2.098	2.225	2.146	2.065	2.325	2.205	2.155
	2	2.211	2.141	2.061	2.188	2.088	2.065	2.224	2.141	2.060	2.327	2.207	2.162
	3	2.318	2.178	2.073	2.222	2.112	2.065	2.318	2.168	2.071	2.428	2.245	2.175
	4	2.405	2.220	2.110	2.289	2.139	2.081	2.415	2.194	2.111	2.515	2.285	2.211
	5	2.415	2.225	2.110	2.373	2.153	2.090	2.415	2.219	2.111	2.520	2.299	2.212
利差分位数(3年)	1	13.89%	36.38%	9.13%	45.11%	52.65%	59.79%	39.95%	52.65%	11.71%	26.59%	33.47%	53.70%
	2	45.63%	50.53%	1.72%	43.92%	44.44%	46.16%	39.95%	52.65%	11.97%	23.54%	26.19%	48.68%
	3	45.57%	50.26%	0.93%	28.97%	33.86%	31.22%	39.42%	52.12%	8.13%	24.27%	23.81%	38.29%
	4	69.44%	49.74%	0.93%	26.98%	26.46%	24.21%	39.15%	51.85%	7.01%	17.20%	22.22%	31.22%
	5	51.65%	41.07%	0.86%	25.79%	21.30%	19.71%	39.22%	51.92%	10.98%	12.17%	15.61%	19.58%
利差分位数(1年)	1	10.71%	97.22%	27.38%	79.37%	80.56%	81.35%	97.22%	97.22%	7.74%	69.84%	66.67%	78.97%
	2	23.41%	97.22%	5.16%	75.40%	75.00%	79.37%	97.22%	97.22%	10.91%	64.68%	63.49%	80.16%
	3	23.21%	95.63%	2.78%	70.63%	73.81%	67.46%	95.63%	95.63%	10.52%	67.46%	65.87%	80.36%
	4	94.84%	94.84%	2.78%	72.22%	72.22%	67.46%	94.84%	94.84%	5.56%	51.59%	57.54%	73.41%
	5	95.04%	95.04%	2.58%	66.67%	57.54%	55.16%	95.04%	95.04%	5.56%	36.51%	45.24%	55.56%
统计时间	债券类型	城投债			普通金融债			永续债			非公开产业债		
2025年2月27日	评级 久期	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA	AA	AA+	AAA-	AA	AA+	AAA
当前利率	1	2.381	2.215	2.098	2.115	2.055	2.015	2.200	2.120	2.110	2.301	2.220	2.143
	2	2.402	2.230	2.128	2.084	2.024	1.984	2.215	2.135	2.115	2.303	2.224	2.147
	3	2.426	2.280	2.160	2.145	2.015	1.955	2.297	2.137	2.117	2.399	2.247	2.161
	4	2.478	2.313	2.220	2.139	1.969	1.909	2.401	2.201	2.171	2.507	2.307	2.190
	5	2.524	2.322	2.250	2.190	1.990	1.930	2.460	2.210	2.180	2.530	2.314	2.194
利差分位数(3年)	1	38.62%	31.61%	26.06%	55.03%	74.87%	86.38%	23.68%	35.05%	37.83%	27.38%	34.26%	48.41%
	2	35.85%	30.03%	35.58%	21.96%	62.30%	85.45%	27.51%	41.80%	41.73%	19.97%	23.54%	38.23%
	3	23.54%	30.16%	25.66%	36.51%	35.71%	57.14%	25.93%	25.66%	26.52%	20.37%	15.74%	25.79%
	4	20.11%	21.56%	23.94%	38.49%	22.35%	39.81%	30.29%	29.10%	28.84%	17.20%	13.89%	18.25%
	5	15.34%	14.95%	16.14%	26.85%	15.21%	23.28%	25.79%	23.41%	24.21%	12.83%	9.79%	11.38%
利差分位数(1年)	1	82.54%	67.86%	48.81%	72.62%	82.54%	84.13%	68.65%	78.57%	78.57%	67.46%	64.29%	77.38%
	2	87.30%	73.02%	69.84%	46.43%	74.60%	90.08%	72.22%	80.56%	79.56%	59.52%	64.29%	75.40%
	3	70.63%	77.78%	67.46%	61.51%	57.54%	68.65%	71.43%	70.24%	68.65%	61.11%	47.22%	70.63%
	4	60.32%	64.29%	68.65%	49.21%	41.67%	46.83%	81.35%	79.37%	77.78%	51.59%	41.67%	54.76%
	5	46.03%	44.84%	48.41%	47.62%	35.71%	43.65%	72.22%	65.48%	67.86%	38.49%	29.37%	34.13%

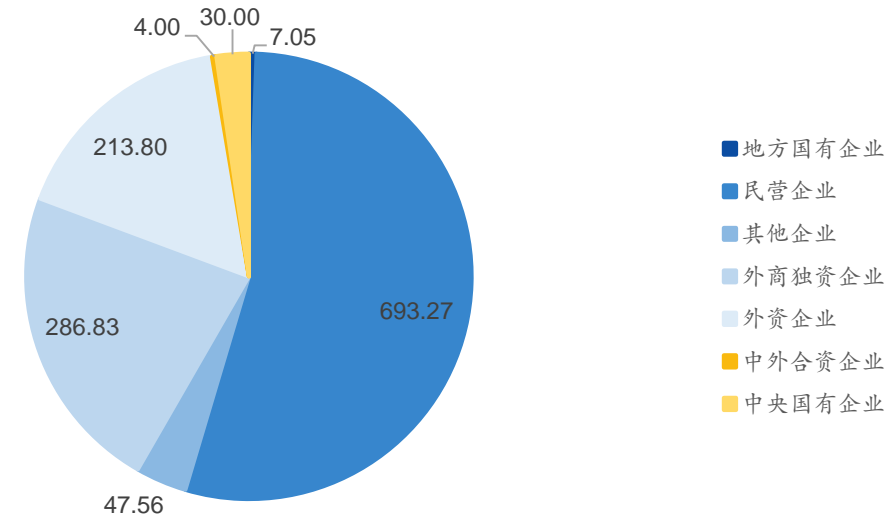
- 截止本期，债券市场延续了2024年信用风险收敛的趋势，但需关注结构性风险，新增违约主体集中在展期房企及尾部弱资质企业，房地产政策支持下销售边际回暖，但行业仍处深度调整期，尾部房企流动性压力及海外违约风险传导需重点关注。

图7：违约日债券余额和违约债券数量



资料来源：Choice，国元证券研究所

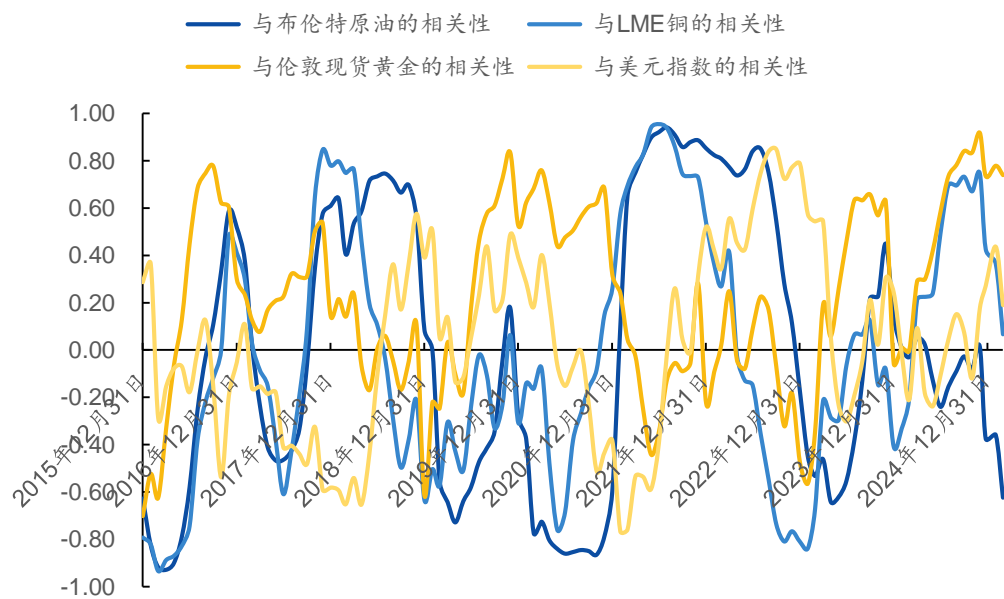
图8：2024年至今实质违约债券余额分企业性质统计（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

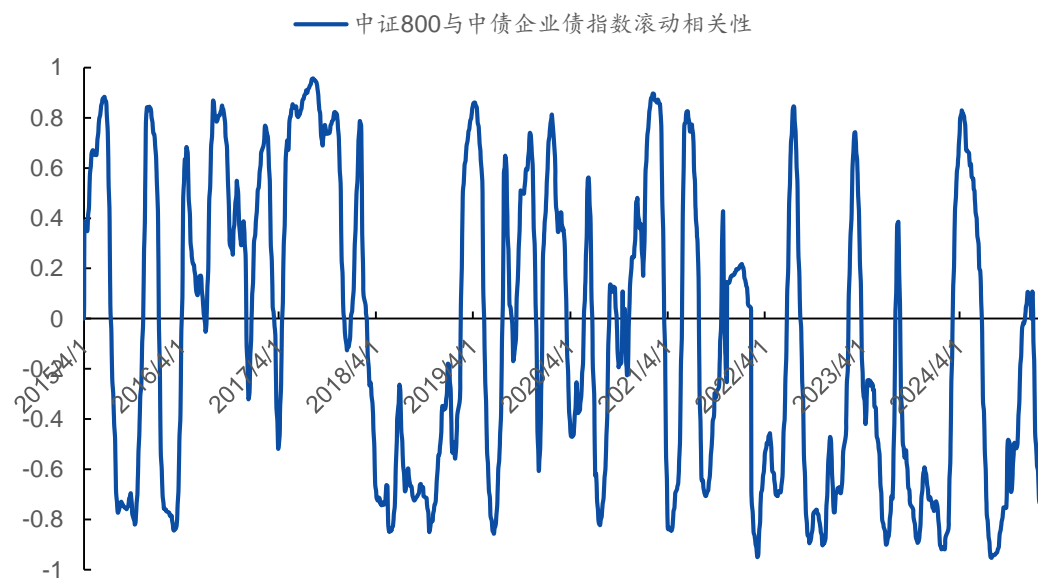
- 股债跷跷板效应边际加剧，中证800与中债企业债指数滚动3个月相关性扩大至-0.44。短期股债负相关性可能延续，但历史经验显示急速负相关后往往逐步修复，建议关注流动性变化对中长期相关性的影响；
- 原油与债券滚动12个月负相关性高达-0.62，周期切换信号扰动较大。

图7：中债企业债总财富指数与其他资产12个月滚动窗口相关性



资料来源：Choice，国元证券研究所

图8：股债相关性（滚动3个月）



资料来源：Choice，国元证券研究所

4

权益市场观察

● 行情

节后市场风险偏好显著修复，科技成长风格延续强势，AI产业链及国产算力主线领涨，万得全A本期上涨2.89%。风格策略上看，小盘较大盘占优，成长较价值占优，全A较基金重仓占优，反映市场对产业政策和科技创新的敏感性提升。行业板块方面，机械设备（9.97%）、电子（6.88%）和汽车（6.3%）表现靠前，煤炭（-4.42%）、传媒（-3.75%）和有色金属（-1.61%）表现靠后，传统周期及前期高估值板块回调，显示资金向政策催化及低位赛道切换。

● 交易

本期市场成交热度继续上升，微观赚钱效应波动走强，结构性机会延续。本期万得全A日均成交额1.94万亿元，近3年分位数边际上行至97.4，日均换手率1.99%。风格策略方面，成长和中小盘领跑，消费成交放量但换手仍低，红利策略交投偏冷。板块行业方面，计算机、电子和机械设备成交热度高，煤炭、石油石化等资源品交投低迷，反映市场对通胀预期及政策调控的谨慎态度。

● 情绪

本期市场行情仍然受到杠杆资金推动，融资余额达到1.90万亿，创下新高，融资净流入额大幅增加。以计算机、电子、通信为代表的TMT板块以及机器人概念集中的机械设备行业交易拥挤度较高，短期资金存在过热风险。AI和机器人概念虽为长期主线，但需警惕利好兑现后的回调。从ETF资金流向来看，不少资金选择获利了结，资金大幅流出中证A500、科创板，行业ETF中资金流入非银和人工智能，流出半导体芯片。本期市场机构调研活跃度增加，计算机维持高热度，通信和银行业调研热度增加。机构一方面继续聚焦高景气科技赛道，另一方面两会召开在即，市场开始博弈政策预期。

● 估值

当前A股整体估值位于中等水平，边际估值小幅上行，具有中长期配置价。万得全A当前PE（PB）为19.0（1.6），处于近10年56.2%（28%）分位。风格策略上，成长与价值风格剪刀差持续走阔，对应电子、计算机等高景气行业估值快速修复；市场风格扩散至中小盘，印证风险偏好提升；消费与红利策略现估值洼地，高股息与必选消费或成防御性配置选择。行业比较来看，PE\PB估值均在近5年80%分位以上的行业为计算机、传媒和机械设备；20%分位以下的为食品饮料和美容护理。

● 盈利预期

本期申万一级行业25年一致预期归母净利润增速多数上调，其中房地产大幅上调，可能因为政策预期与低基数效应；其次是钢铁、纺织服装、国防军工等行业盈利预期上调幅度超过2个百分点；商贸零售利润增速下调幅度较大。本期申万一级行业25年一致预期ROE多有下调，其中钢铁、美容护理行业下调幅度较大，其次是环保、农林牧渔、房地产等。家用电器、公共事业、食品饮料、非银金融等行业有所上调。

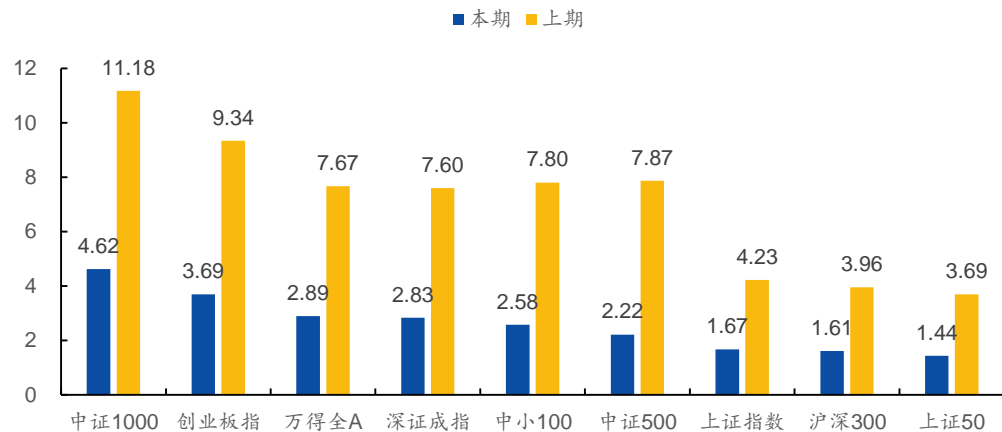
- ▶ **核心指数：**市场继续处于上行趋势，万得全A本期上涨2.89%。核心指数中，中证1000（4.62%）、创业板指（3.69%）和深证成指（2.83%）领涨，上证50（1.44%）、沪深300（1.61%）和上证指数（1.67%）排名靠后。
- ▶ 风格上看，各指数涨跌幅排序为：成长（4.97%）、周期（2.46%）、消费（1.62%）、稳定（0.43%）、金融（0.21%）。小盘较大盘占优，成长较价值占优，全A较基金重仓占优。
- ▶ 本期申万一级行业中，机械设备（9.97%）、电子（6.88%）和汽车（6.3%）表现靠前，煤炭（-4.42%）、传媒（-3.75%）和有色金属（-1.61%）表现靠后。

表：A股本期行情

大类	指数名称	走势图	现价	涨跌幅(%)				
				本期	上期	边际变化	近一月	今年以来
核心指数	万得全A		5,282	2.9	7.7	-4.8	7.7	5.2
	上证指数		3,388	1.7	4.2	-2.6	4.2	1.1
	深证成指		10,928	2.8	7.6	-4.8	7.6	4.9
	创业板指		2,257	3.7	9.3	-5.6	9.3	5.4
	上证50		2,679	1.4	3.7	-2.3	3.7	-0.2
	沪深300		3,968	1.6	4.0	-2.3	4.0	0.8
	中证500		6,029	2.2	7.9	-5.6	7.9	5.3
	中证1000		6,500	4.6	11.2	-6.6	11.2	9.1
	中小100		6,784	2.6	7.8	-5.2	7.8	6.3
	风格策略	国证成长		4,022	2.3	6.1	-3.8	6.1
国证价值			6,399	-0.1	0.5	-0.6	0.5	-1.9
巨潮大盘			4,385	1.5	3.7	-2.2	3.7	0.5
巨潮中盘			3,868	1.7	5.0	-3.3	5.0	2.8
巨潮小盘			5,042	3.3	10.6	-7.3	10.6	8.0
金融(风格.中信)			8,187	0.2	2.3	-2.0	2.3	-0.6
周期(风格.中信)			4,698	2.5	5.6	-3.1	5.6	5.2
消费(风格.中信)			10,008	1.6	4.7	-3.1	4.7	0.2
成长(风格.中信)			6,735	5.0	13.0	-8.0	13.0	10.9
稳定(风格.中信)			2,881	0.4	1.8	-1.4	1.8	-3.2
基金重仓指数			1,311	2.6	5.8	-3.3	5.8	4.3
中证红利			5,351	0.0	-0.9	0.9	-0.9	-4.1
万得微盘股指数			357,680	4.7	11.9	-7.2	11.9	13.2
板块行业	农林牧渔		2,480	-0.9	1.0	-1.8	1.0	-2.0
	基础化工		3,424	1.6	5.0	-3.4	5.0	4.4
	钢铁		2,271	5.1	9.3	-4.2	9.3	8.0
	有色金属		4,566	-1.6	1.2	-2.8	1.2	5.7
	电子		5,031	6.9	13.8	-6.9	13.8	13.5
	家用电器		8,616	0.7	2.7	-2.0	2.7	2.1
	食品饮料		17,399	1.7	4.0	-2.3	4.0	-3.1
	纺织服装		1,508	1.3	3.6	-2.3	3.6	0.9
	轻工制造		2,062	1.0	4.4	-3.5	4.4	1.7
	医药生物		7,468	3.8	7.5	-3.7	7.5	3.4
	公用事业		2,268	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-5.3
	交通运输		2,161	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-4.2
	房地产		2,166	0.7	6.9	-6.3	6.9	0.4
	商贸零售		2,200	0.8	6.4	-5.6	6.4	-1.7
	社会服务		8,298	0.6	6.7	-6.2	6.7	3.9
	综合		2,803	1.4	5.5	-4.0	5.5	2.6
	建筑材料		4,401	0.7	1.5	-0.8	1.5	0.2
	建筑装饰		1,961	1.2	4.7	-3.4	4.7	-1.5
	电力设备		7,461	5.5	8.9	-3.4	8.9	4.9
	国防军工		1,464	2.1	7.1	-5.0	7.1	-0.7
	计算机		5,299	4.0	22.9	-18.9	22.9	20.2
	传媒		713	-3.8	11.2	-15.0	11.2	10.6
	通信		3,224	4.2	9.2	-5.0	9.2	8.3
	银行		3,908	-0.4	-0.4	0.0	-0.4	0.0
	非银金融		1,828	0.8	4.5	-3.7	4.5	-2.0
	汽车		7,357	6.3	13.6	-7.4	13.6	14.6
	机械设备		1,773	10.0	15.7	-5.7	15.7	16.8
	煤炭		2,536	-4.4	-6.5	2.1	-6.5	-12.7
	石油石化		2,200	-1.3	-0.8	-0.5	-0.8	-5.0
	环保		1,717	3.6	7.0	-3.4	7.0	2.5
美容护理		4,378	0.9	4.3	-3.4	4.3	0.4	

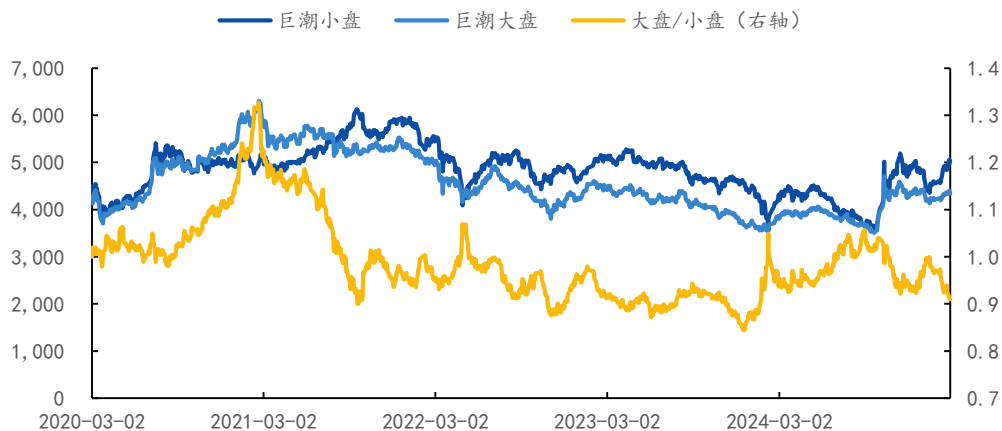
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：核心指数涨跌 (%)



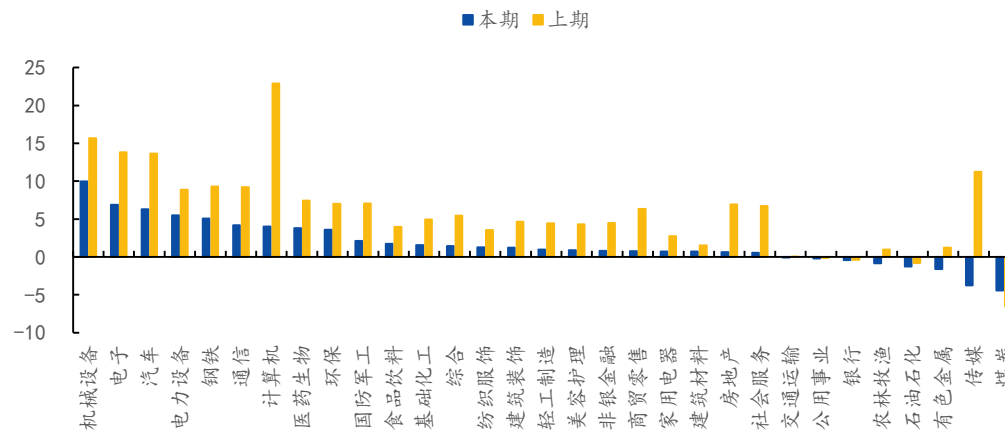
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：近5年大小盘风格变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业涨跌 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

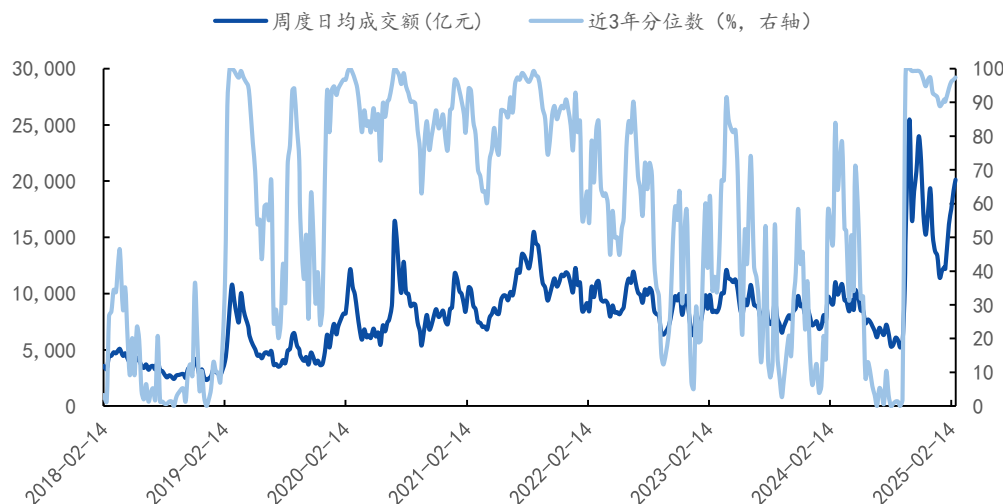
图：近5年价值成长风格变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

- **核心指数：**本期万得全A成交热度边际上升，日均成交额1.94万亿元，近3年分位数边际上行至97.4%，日均换手率1.99%。核心宽基的环比变动排序中，中证500和中证1000成交动能排名跃升，沪深300和上证指数相对靠后。
- **风格策略：**成长和中小盘领跑，消费成交放量但换手仍低，红利策略交投偏冷。
- **板块行业：**从成交和换手的综合排名来看，本期成交热度较高的行业为计算机、电子和机械设备；成交热度较低的行业为石油石化、煤炭和建筑材料。

图：万得全A交易热度



资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：A股本期成交情况

大类	指数名称	收盘价	日均成交额(亿元)			日均换手(%)		
			本期	上期	环比	本期	上期	边际变化
核心指数	万得全A	5,282	19,367	16,929	↑ 14.4	2.0	1.8	↑ 0.1
	上证指数	3,388	7,368	6,474	↑ 13.8	1.2	1.1	↑ 0.1
	深证成指	10,928	11,678	10,168	↑ 14.9	2.3	2.1	↑ 0.1
	创业板指	2,257	5,722	4,923	↑ 16.2	3.6	3.5	↑ 0.1
	上证50	2,679	1,133	981	↑ 15.5	0.4	0.3	↑ 0.1
	沪深300	3,968	4,034	3,799	↑ 6.2	0.6	0.6	↑ 0.1
	中证500	6,029	3,365	2,779	↑ 21.1	2.0	1.8	↑ 0.2
	中证1000	6,500	4,516	3,894	↑ 16.0	3.1	2.9	↑ 0.2
	中小100	6,784	995	967	↑ 2.9	1.7	1.5	↑ 0.1
	风格策略	国证成长	4,022	2,857	2,733	↑ 4.6	1.3	1.3
国证价值		6,399	1,589	1,418	↑ 12.0	0.6	0.6	↑ 0.0
巨潮大盘		4,385	3,152	3,001	↑ 5.0	0.5	0.5	↑ 0.0
巨潮中盘		3,868	2,231	2,065	↑ 8.0	1.5	1.4	↑ 0.1
巨潮小盘		5,042	3,034	2,539	↑ 19.5	2.3	2.2	↑ 0.1
金融(风格, 中信)		8,187	998	961	↑ 3.9	0.6	0.6	↑ 0.0
周期(风格, 中信)		4,698	3,690	3,153	↑ 17.0	1.8	1.6	↑ 0.2
消费(风格, 中信)		10,008	2,159	1,861	↑ 16.0	2.6	2.4	↑ 0.2
成长(风格, 中信)		6,735	11,426	10,056	↑ 13.6	4.3	4.0	↑ 0.3
稳定(风格, 中信)		2,881	670	509	↑ 31.5	1.0	0.9	↑ 0.2
板块行业	基金重仓指数	1,311	5,589	5,242	↑ 6.6	0.8	0.8	↑ 0.1
	中证红利	5,351	447	392	↑ 14.3	0.3	0.3	↑ 0.0
	万得微盘股指数	357,680	257	202	↑ 27.5	3.9	3.3	↑ 0.6
	农林牧渔	2,480	158	124	↑ 26.7	2.2	1.8	↑ 0.4
	基础化工	3,424	694	533	↑ 30.1	2.2	1.8	↑ 0.4
	钢铁	2,271	144	71	↑ 101.2	1.4	1.0	↑ 0.4
	有色金属	4,566	460	493	↓ -6.8	1.8	2.0	↓ -0.2
	电子	5,031	2,999	2,710	↑ 10.7	4.1	3.8	↑ 0.3
	家用电器	8,616	445	385	↑ 15.6	3.8	3.6	↑ 0.2
	食品饮料	17,399	311	318	↓ -2.2	1.8	2.0	↓ -0.3
纺织服装	1,508	111	110	↑ 1.0	2.3	2.2	↑ 0.1	
轻工制造	2,062	182	180	↑ 0.8	2.6	2.6	↑ 0.0	
医药生物	7,468	934	676	↑ 38.3	2.2	1.8	↑ 0.4	
公用事业	2,268	208	187	↑ 11.0	0.8	0.7	↑ 0.1	
交通运输	2,161	218	210	↑ 3.8	0.8	0.8	↑ 0.0	
房地产	2,166	192	184	↑ 4.2	1.9	1.9	↑ 0.0	
商贸零售	2,200	280	275	↑ 1.6	3.4	3.5	↓ -0.1	
社会服务	8,298	146	164	↓ -10.8	3.7	4.2	↓ -0.5	
综合	2,803	31	28	↑ 10.0	2.4	2.5	↓ -0.1	
建筑材料	4,401	91	78	↑ 16.6	1.8	1.6	↑ 0.1	
建筑装饰	1,961	303	216	↑ 40.1	1.6	1.3	↑ 0.3	
电力设备	7,461	1,414	1,087	↑ 30.2	3.1	2.5	↑ 0.6	
国防军工	1,464	419	337	↑ 24.2	2.0	1.6	↑ 0.4	
计算机	5,299	3,113	2,831	↑ 10.0	8.1	7.7	↑ 0.4	
传媒	713	880	890	↓ -1.1	5.4	5.7	↓ -0.3	
通信	3,224	1,228	1,023	↑ 20.1	4.4	4.4	↑ 0.0	
银行	3,908	237	228	↑ 4.1	0.2	0.2	↑ 0.0	
非银金融	1,828	637	598	↑ 6.5	1.3	1.3	↑ 0.0	
汽车	7,357	1,040	972	↑ 7.0	3.3	3.0	↑ 0.3	
机械设备	1,773	1,817	1,420	↑ 28.0	4.3	3.9	↑ 0.4	
煤炭	2,536	82	74	↑ 11.1	1.2	1.2	↓ -0.1	
石油石化	2,200	90	78	↑ 15.2	0.4	0.3	↑ 0.0	
环保	1,717	135	105	↑ 28.9	2.0	1.6	↑ 0.4	
美容护理	4,378	36	36	↑ 1.1	2.1	2.1	↑ 0.0	

资料来源：Wind，国元证券研究所

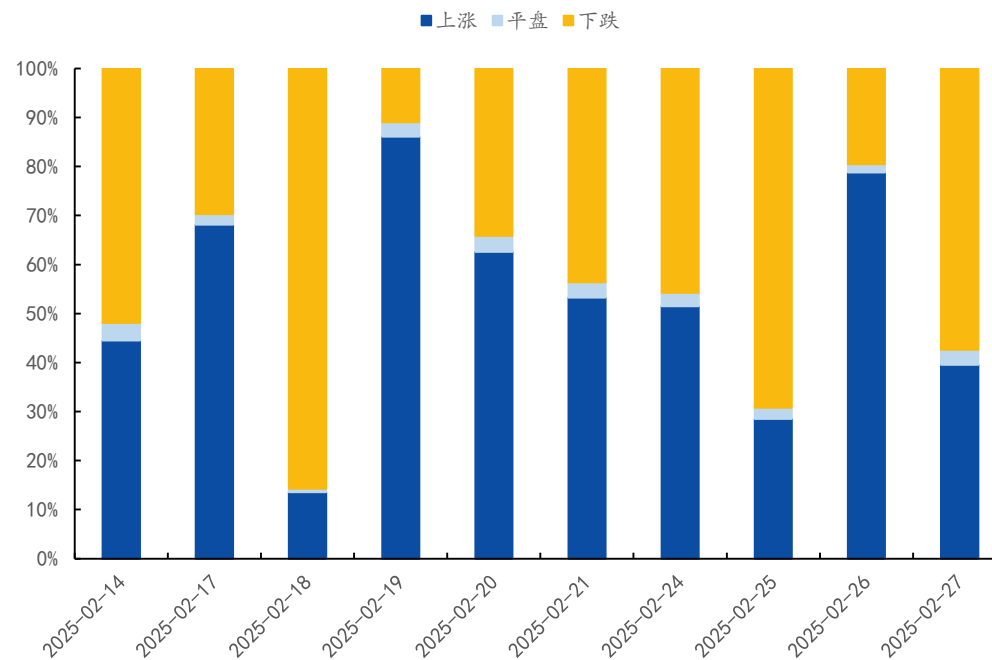
▶ 本期微观个股赚钱效应波动走强，全市场个股涨跌比MA30上行至6.57，结构性机会延续，局部赚钱效应与板块轮动分化并行。

图：万得全A赚钱效应



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期市场涨跌表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

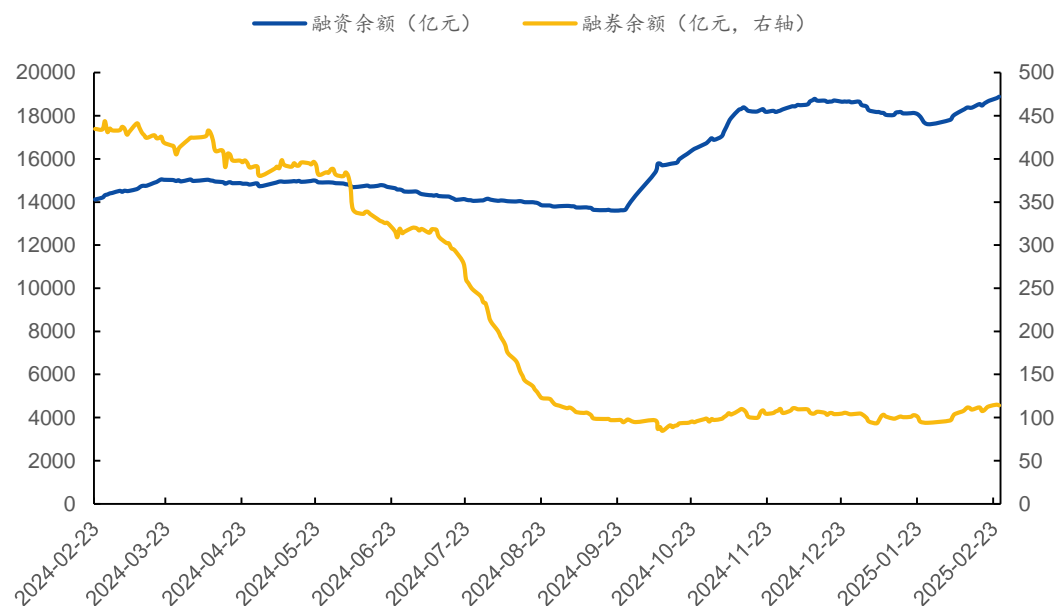
- 截至2025年2月27日，最近两周**电子、计算机**的绝对拥挤度较高，处于近3年历史高位；其次是**机械设备、电力设备**行业，机械设备同样处于近3年历史高位，但电力设备处于近3年历史低位。AI和机器人概念催化下，计算机和机械设备本期的绝对拥挤度有明显提升，非银金融行业拥挤度则明显下降。
- 从相对拥挤度来看，TMT板块下的**计算机、传媒、电子**均拥挤度较高，社会服务和商贸零售同样拥有较高的相对拥挤度。从历史分位数来看，超过1/3的行业的相对拥挤度指标处于历史高位。

表：申万一级行业拥挤度

行业	绝对拥挤度	环比变化	近3年历史分位数	相对拥挤度	环比变化	近3年历史分位数
机械设备	8.63%	↑0.53%	99.8%	2.06	↑0.117	99.8%
通信	5.76%	↑0.32%	99.8%	2.04	↑0.041	81.0%
家用电器	2.31%	↑0.03%	99.7%	1.86	↑0.041	99.7%
商贸零售	2.40%	↓-0.03%	97.3%	2.37	↓-0.010	98.6%
电子	15.59%	↑0.06%	95.1%	1.96	↑0.014	81.4%
计算机	12.38%	↑0.60%	93.6%	2.96	↑0.211	87.5%
综合	0.26%	↑0.00%	79.5%	1.72	↓0.000	89.5%
非银金融	4.07%	↓-0.42%	76.2%	0.69	↓-0.046	48.3%
传媒	4.72%	↑0.12%	69.0%	2.71	↑0.065	73.6%
纺织服装	0.84%	↓0.00%	66.2%	1.49	↑0.010	84.8%
轻工制造	1.31%	↓-0.01%	52.1%	1.62	↓-0.011	82.5%
汽车	5.27%	↑0.03%	48.6%	1.59	↓-0.012	48.3%
钢铁	0.57%	↑0.03%	35.8%	0.62	↑0.006	60.5%
银行	1.70%	↓-0.05%	33.9%	0.15	↓-0.004	14.9%
环保	0.82%	↓-0.05%	30.9%	1.02	↓-0.034	32.5%
社会服务	1.05%	↓-0.04%	26.2%	2.24	↓-0.047	23.2%
基础化工	3.76%	↓-0.02%	25.9%	1.11	↓-0.007	29.6%
交通运输	1.63%	↓-0.13%	17.3%	0.50	↓-0.045	18.9%
国防军工	2.40%	↓-0.18%	14.4%	0.93	↓-0.032	3.1%
电力设备	6.82%	↓-0.08%	12.2%	1.38	↑0.004	26.9%
房地产	1.36%	↓-0.11%	6.5%	1.10	↓-0.053	15.6%
公用事业	1.52%	↓-0.06%	2.8%	0.49	↓-0.010	0.1%
农林牧渔	0.96%	↓-0.01%	0.6%	1.19	↓-0.001	10.5%
食品饮料	2.27%	↓-0.06%	0.5%	1.18	↑0.005	79.5%
建筑装饰	1.67%	↓-0.09%	0.1%	0.81	↓-0.031	0.1%
建筑材料	0.60%	↓-0.02%	0.1%	1.00	↓-0.025	0.1%
医药生物	4.67%	↓-0.08%	0.1%	1.07	↓-0.011	4.5%
有色金属	2.93%	↓-0.19%	0.1%	1.04	↓-0.026	24.0%
石油石化	0.63%	↓-0.03%	0.1%	0.21	↓-0.005	0.6%
美容护理	0.27%	↓-0.02%	0.1%	1.36	↓-0.050	42.0%
煤炭	0.64%	↓-0.04%	0.1%	0.87	↓-0.059	58.3%

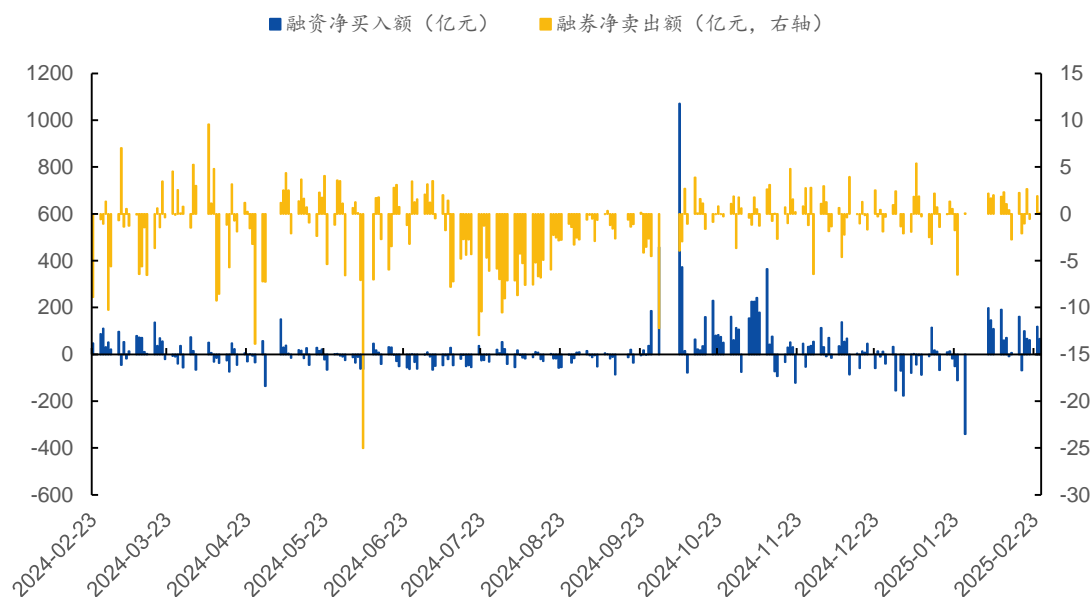
- 近两周杠杆资金情绪高涨，截至2025年2月27日，融资余额达到1.90万亿元，再创新高。
- 本期融资净买入额达到628.85亿元，较上期增加368.55亿元。

图：近一年两融余额变化



资料来源：iFind，国元证券研究所

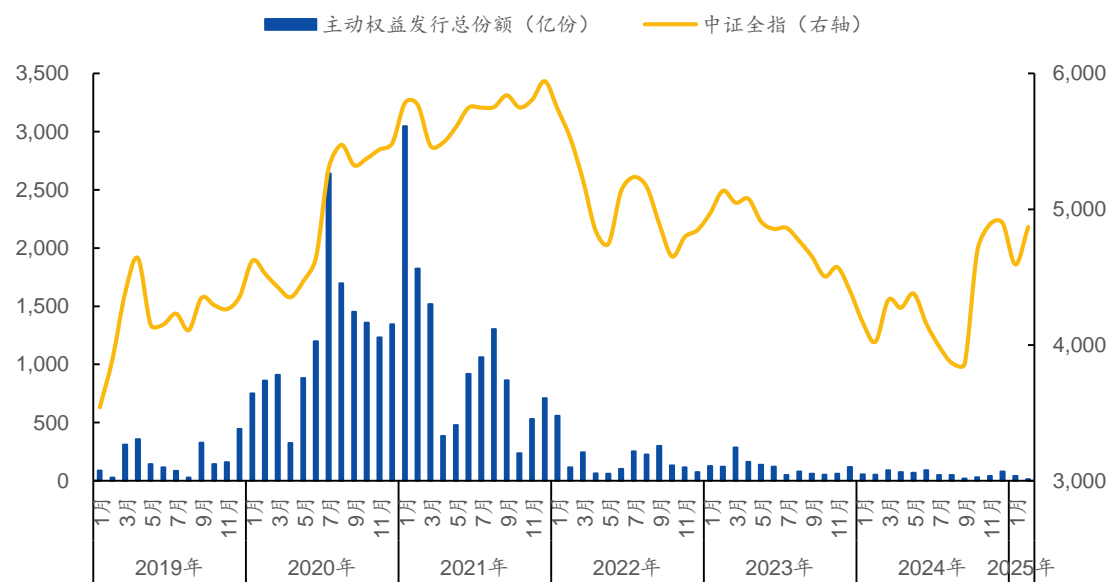
图：近一年融资净买入额和融券净卖出额



资料来源：iFind，国元证券研究所

- 从最近两周ETF的份额变化来看，不少资金选择获利了结，资金流出宽基ETF，其中资金大幅流出中证A500、科创板，行业ETF中资金流入非银和人工智能，流出半导体芯片。港股ETF中资金也有所流出。
- 主动权益基金发行依然冷清。截至2025年2月27日，主动权益基金2月共发行7只，合计规模13.15亿元。本期发行5只，合计规模8.69亿元，其中融通品质优选混合募资规模最大为6.12亿元。

图：2019年至今主动权益基金月度发行份额



资料来源：Choice，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

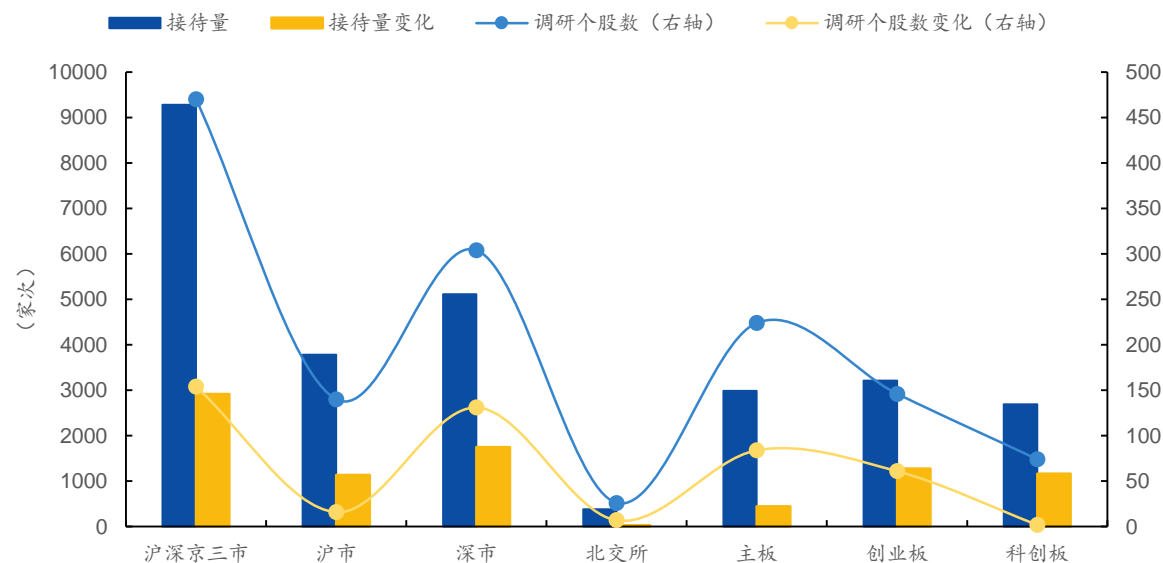
表：ETF数据跟踪

一级分类	二级分类	三级分类	数量(只)	规模(亿元)	昨日涨跌幅(%)	近两周涨跌幅(%)	近两周换手率(%)	近两月份额变化(亿份)	近两周规模变化(亿元)
宽基	大盘	上证50	12	1539	0.50	1.44	4.00	-16	16
宽基	大盘	沪深300	26	9831	0.31	1.54	1.93	-54	27
宽基	大盘	中证A50	10	334	0.31	1.60	4.50	-15	12
宽基	大盘	中证A100	12	45	0.31	2.02	5.83	1	2
宽基	大盘	中证A500	29	2578	0.02	1.76	10.55	-177	131
宽基	中小盘	中证500	27	1403	-0.29	1.87	4.12	-20	44
宽基	中小盘	泛创业板	33	1603	-0.50	4.07	7.67	-62	41
宽基	中小盘	泛双创	14	325	-0.43	7.14	2.92	-37	0
宽基	中小盘	科创板	27	2032	-0.08	9.90	8.83	-178	8
宽基	中小盘	中证1000	15	1238	-0.46	4.12	9.36	-30	18
宽基	中小盘	中证2000	14	41	-0.35	5.10	12.66	-15	14
行业主题	大金融	非银	20	967	-0.26	1.82	10.43	46	68
行业主题	大金融	银行	10	181	1.18	-0.29	7.55	7	9
行业主题	大科技	半导体芯片	30	1058	-0.38	10.23	14.96	-53	42
行业主题	大科技	通信	11	123	-2.66	2.93	12.18	1	5
行业主题	大科技	人工智能	10	290	-1.03	3.34	17.51	56	74
行业主题	大科技	游戏传媒	10	91	-0.41	-3.73	18.88	-14	17
行业主题	大科技	泛科技创新	22	150	-1.18	5.15	6.28	-4	4
行业主题	低碳新能源	新能源车	16	129	-0.17	6.19	7.22	-3	6
行业主题	低碳新能源	光伏	11	149	-1.15	3.64	6.27	12	14
行业主题	低碳新能源	碳中和	9	40	-0.06	1.88	4.73	-1	0
行业主题	大消费	医药	64	1199	0.14	6.06	13.21	-15	80
行业主题	大消费	食品饮料	7	222	2.56	2.05	4.67	16	14
行业主题	大消费	泛消费	21	200	1.11	1.45	6.76	6	8
行业主题	周期工业	军工	6	250	-1.14	0.47	4.39	12	10
行业主题	周期工业	基建	4	36	-0.01	2.30	6.79	1	1
行业主题	周期工业	泛农业	10	72	-0.03	-1.24	6.29	8	4
行业主题	企业性质	国企/央企	28	374	-0.26	0.27	3.31	-7	7
风格策略	红利	红利低波	20	503	0.61	0.41	5.25	4	9
风格策略	红利	红利	12	491	0.96	-0.32	2.72	1	2
风格策略	成长	成长	11	65	0.01	5.44	7.35	-8	2
跨境	香港	恒生指数	4	251	-0.19	7.37	13.93	-16	5
跨境	香港	恒生国企	4	126	-0.40	7.42	7.95	-16	6
跨境	香港	科技	27	1610	-1.09	11.51	75.33	-23	80
跨境	中概互联	中概互联	3	458	-1.82	7.76	27.69	-39	1
跨境	美国	标普500	4	222	-0.16	-3.72	7.57	4	0
跨境	美国	纳斯达克100	13	921	0.27	-3.25	4.83	7	29

资料来源：Choice，国元证券研究所

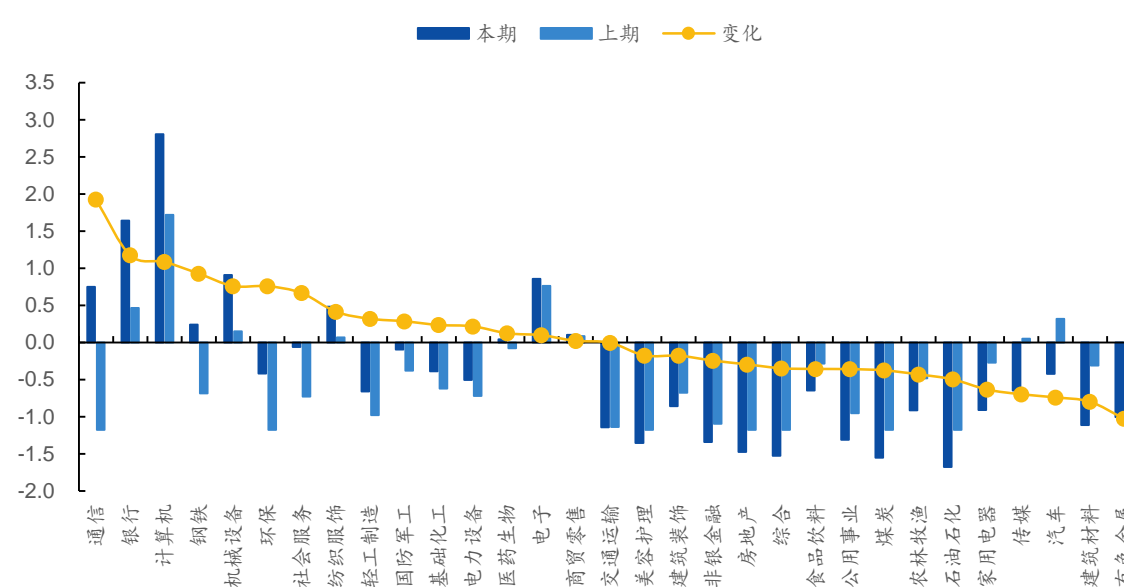
➤ 市场机构调研活跃度增加，计算机维持高热度，通信和银行业调研热度增加。截至2025年2月27日，近两周沪深京三市场接待量9280家次，较上期增加2919家次；调研个股470家，较上期增加154家。从申万一级行业来看，计算机、银行、机械设备、通信、电子调研热度明显高于市场平均水平，通信、银行和计算机行业调研热度增加最多。

图：全市场机构调研情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

图：申万一级行业调研活跃度：个股平均接待量（行业减去全市场）



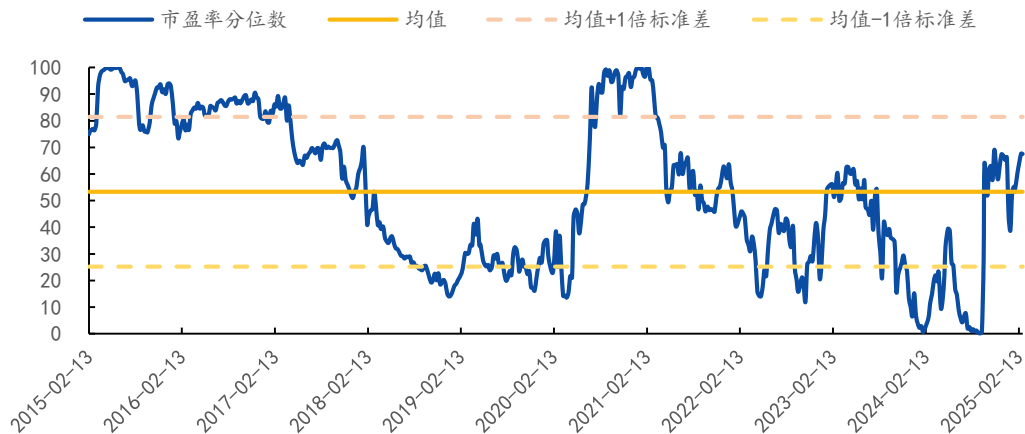
资料来源：Choice，国元证券研究所

- **核心指数：**当前A股整体估值位于中等水平，边际估值小幅上行，具有中长期配置价值。万得全A当前PE (PB) 为19.0 (1.6)，处于近10年56.2% (28%) 分位。上证50、沪深300等指数的PE和PB分位数均处于较低水平，显示出较好的投资价值。
- **风格策略：**成长与价值风格剪刀差持续走阔，成长PE分位低于历史中枢，显示市场资金更偏好成长弹性，对应电子、计算机等高景气行业估值快速修复。市场风格扩散至中小盘，巨潮小盘和中证1000估值扩张加速，印证风险偏好提升。消费与红利策略现估值洼地，消费风格PE (PB) 分位仅9.8% (9.1%)，中证红利PE分位更降至38.1% (环比-2.1pct)，高股息与必选消费或成防御性配置选择。
- **行业估值比较：**PE\PB估值均在近5年80%分位以上的行业为计算机、传媒和机械设备；PE\PB均在近5年20%分位以下的行业为食品饮料和美容护理。

表：A股本期估值

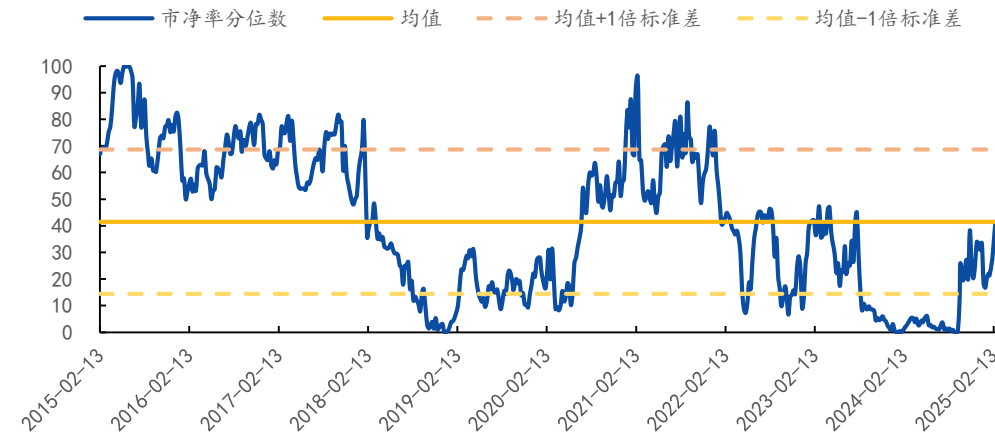
大类	指数名称	收盘价	PE-TTM				PB-LF			
			本期	上期	当前分位 (%)	较上期分位变动	本期	上期	当前分位 (%)	较上期分位变动
核心指数	万得全A	5,282	19.0	18.6	56.2	3.8	1.6	1.6	28.0	8.0
	上证指数	3,388	14.6	14.4	65.9	3.1	1.4	1.3	33.1	5.2
	深证成指	10,928	26.0	25.5	46.0	4.7	2.3	2.3	19.8	2.1
	创业板指	2,257	34.8	34.7	21.6	0.2	4.3	4.2	25.7	3.4
	上证50	2,679	10.9	10.9	71.5	0.5	1.2	1.2	44.5	1.0
	沪深300	3,968	12.7	12.7	55.3	1.8	1.4	1.4	26.8	3.0
	中证500	6,029	29.0	28.5	65.4	2.1	1.9	1.9	45.4	2.8
	中证1000	6,500	39.6	37.7	56.2	9.4	2.2	2.1	26.9	9.4
	中小100	6,784	26.0	25.2	32.8	4.0	2.7	2.6	14.5	1.8
	风格策略	国证成长	4,022	20.5	20.2	43.1	3.0	2.7	2.6	30.3
国证价值		6,399	8.9	8.9	40.7	-2.3	0.9	0.9	27.5	-2.8
巨潮大盘		4,385	12.2	12.1	59.3	1.5	1.3	1.3	27.5	1.9
巨潮中盘		3,868	23.5	23.2	53.4	2.3	2.0	1.9	28.0	4.6
巨潮小盘		5,042	32.4	31.5	62.4	2.8	1.8	1.8	35.0	9.2
金融(风格, 中信)		8,187	8.4	8.4	49.6	-1.6	0.8	0.8	29.0	0.6
周期(风格, 中信)		4,698	20.8	20.5	46.7	3.2	1.7	1.7	43.1	4.7
消费(风格, 中信)		10,008	25.3	25.2	9.8	0.2	2.8	2.7	9.1	1.4
成长(风格, 中信)		6,735	68.7	65.5	73.6	6.9	3.3	3.1	36.3	7.7
稳定(风格, 中信)		2,881	15.0	15.1	42.5	-0.5	1.3	1.3	47.8	-1.3
基金重仓指数		1,311	13.7	13.6	61.0	2.8	1.5	1.5	27.7	2.9
中证红利	5,351	7.3	7.3	38.1	-2.1	0.8	0.8	29.9	-1.7	
万得微盘股指数	357,680	-	-	-	-	2.0	1.9	11.9	3.0	
板块行业	农林牧渔	2,480	22.1	22.3	26.5	-0.6	2.3	2.3	4.3	-0.6
	基础化工	3,424	24.2	23.9	72.5	3.5	1.8	1.8	25.6	4.5
	钢铁	2,271	28.6	27.3	99.7	1.2	1.0	0.9	55.4	15.5
	有色金属	4,566	19.5	19.9	39.8	-2.4	2.1	2.2	25.2	-3.0
	电子	5,031	62.0	58.0	99.3	3.4	4.0	3.8	68.0	4.4
	家用电器	8,616	15.5	15.4	59.9	1.4	2.6	2.5	45.9	2.9
	食品饮料	17,399	20.2	19.9	8.5	1.4	4.3	4.2	8.7	1.2
	纺织服装	1,508	20.3	20.1	28.8	3.5	1.7	1.6	24.5	5.7
	轻工制造	2,062	25.4	25.2	46.4	1.2	1.7	1.7	20.5	0.9
	医药生物	7,468	31.6	30.5	55.7	5.2	2.5	2.5	16.3	4.7
	公用事业	2,268	16.7	16.7	3.0	-0.3	1.5	1.5	26.3	0.0
	交通运输	2,161	16.4	16.4	66.6	-0.4	1.3	1.3	21.6	0.0
	房地产	2,166	36.9	36.7	95.8	0.5	0.7	0.7	18.8	0.0
	商贸零售	2,200	35.5	35.3	83.0	0.6	1.8	1.8	58.6	0.7
	社会服务	8,298	24.3	24.2	11.2	0.4	2.9	2.9	25.0	0.8
	综合	2,803	60.0	59.8	88.7	0.5	1.6	1.6	44.5	1.2
	建筑材料	4,401	24.8	24.6	96.5	0.2	1.1	1.1	12.5	1.5
	建筑装饰	1,961	9.6	9.5	60.1	4.7	0.8	0.7	17.4	3.2
	电力设备	7,461	32.7	31.0	48.5	7.0	2.5	2.4	30.1	8.3
	国防军工	1,464	66.8	66.4	78.3	0.9	3.0	3.0	34.2	1.7
	计算机	5,299	82.5	79.8	97.6	2.3	4.4	4.3	89.6	5.7
	传媒	713	42.1	43.3	80.4	-3.8	2.7	2.8	82.8	-5.5
	通信	3,224	35.5	34.2	68.4	7.1	3.0	2.9	93.5	3.3
	银行	3,908	6.0	6.0	60.4	-2.1	0.5	0.5	52.4	0.0
	非银金融	1,828	16.0	16.3	71.4	-5.4	1.3	1.3	54.3	2.4
	汽车	7,357	29.2	27.5	55.4	15.2	2.7	2.6	99.1	8.9
	机械设备	1,773	35.8	32.5	99.9	6.6	2.7	2.5	81.2	21.4
	煤炭	2,536	10.8	11.3	81.6	-5.4	1.2	1.2	24.8	-5.4
	石油石化	2,200	15.7	15.9	70.1	-3.6	1.2	1.2	12.4	-4.7
	环保	1,717	21.1	20.4	49.5	11.0	1.4	1.4	25.0	5.8
美容护理	4,378	33.3	33.1	23.4	0.6	3.1	3.0	10.5	0.5	

图：近10年万得全A PE分位 (%)



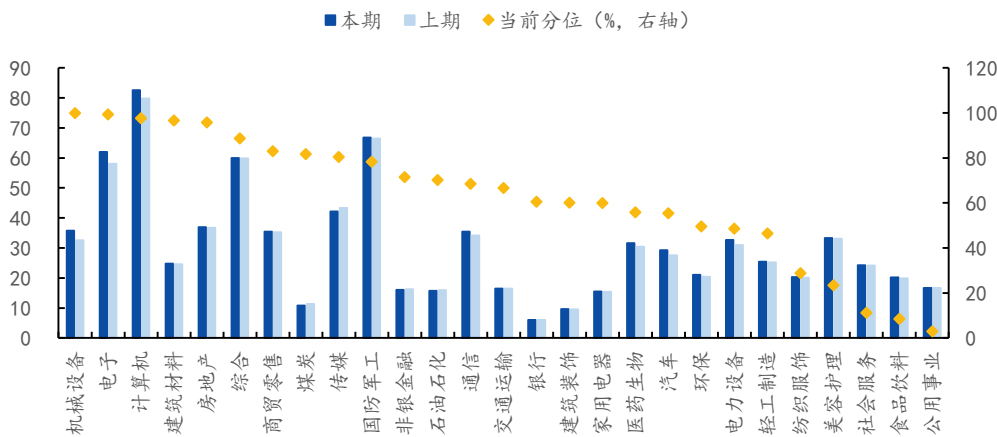
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：近10年万得全A PB分位 (%)



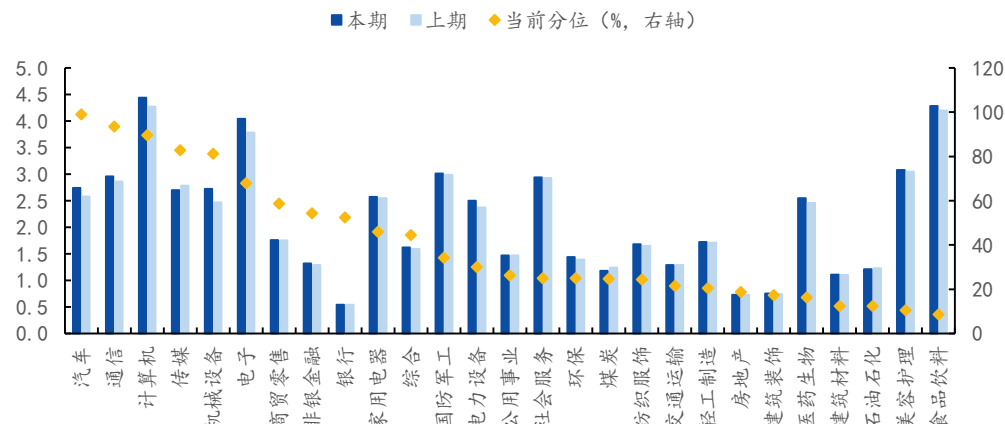
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业市盈率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：申万一级行业市净率



资料来源：Wind，国元证券研究所

- 本期申万一级行业25年一致预期ROE多有下调，其中**钢铁、美容护理**行业下调幅度较大，其次是**环保、农林牧渔、房地产**等。**家用电器、公共事业、食品饮料、非银金融**等行业有所上调。
- 本期申万一级行业25年一致预期归母净利润增速多数上调，其中**房地产**大幅上调，其次**钢铁、纺织服装、国防军工**等行业盈利预期上调幅度超过2个百分点，**电力设备、传媒、基础化工、汽车和电子**等行业也有不同程度上调。**商贸零售**行业下调幅度较大，其次是**农林牧渔、环保、非银金融**和社会服务等行业。

表：申万一级行业一致预期ROE和归母净利润同比增速

行业	一致预期ROE (FY1)	环比变化	一致预期ROE (FY2)	环比变化	一致预期归母净利润同比增速 (FY1)	环比变化	一致预期归母净利润同比增速 (FY2)	环比变化
房地产	0.6%	↓ -0.232%	3.15%	↓ -0.054%	-82.40%	↓ -7.551%	488.58%	↑ 168.236%
钢铁	4.2%	↓ -0.512%	5.74%	↓ -0.252%	-24.66%	↓ -1.596%	40.22%	↑ 2.896%
纺织服饰	10.7%	↓ -0.269%	12.00%	↓ -0.011%	-1.40%	↓ -1.111%	20.03%	↑ 2.452%
国防军工	6.3%	↓ -0.134%	8.28%	↓ -0.031%	14.23%	↓ -4.404%	44.53%	↑ 2.242%
电力设备	7.7%	↓ -0.102%	12.11%	↓ -0.012%	-30.45%	↓ -1.091%	75.29%	↑ 1.952%
传媒	8.0%	↓ -0.045%	10.18%	↑ 0.040%	-12.52%	↑ 0.040%	36.94%	↑ 1.459%
基础化工	9.7%	↓ -0.094%	12.04%	↑ 0.006%	10.50%	↓ -2.462%	38.50%	↑ 1.440%
汽车	10.4%	↓ -0.110%	12.53%	↓ -0.016%	19.77%	↓ -1.499%	34.12%	↑ 1.261%
电子	7.6%	↓ -0.060%	10.17%	↑ 0.008%	38.51%	↓ -1.669%	46.43%	↑ 1.029%
美容护理	11.5%	↓ -0.235%	13.36%	↓ -0.165%	6.45%	↓ -2.266%	28.12%	↑ 0.908%
建筑材料	4.3%	↓ -0.032%	5.68%	↓ -0.003%	-21.37%	↓ -0.653%	36.35%	↑ 0.866%
计算机	7.7%	↓ -0.076%	9.71%	↓ -0.013%	50.14%	↓ -2.085%	38.23%	↑ 0.592%
轻工制造	10.6%	↑ 0.042%	11.85%	↑ 0.047%	8.36%	↓ -1.096%	23.85%	↑ 0.542%
医药生物	10.0%	↓ -0.087%	11.43%	↓ -0.114%	19.83%	↓ -0.210%	25.06%	↑ 0.212%
煤炭	13.2%	↑ 0.052%	13.18%	↑ 0.076%	-13.80%	↓ -0.256%	6.75%	↑ 0.209%
家用电器	17.9%	↑ 0.058%	17.73%	↑ 0.099%	11.42%	↑ 0.047%	12.49%	↑ 0.052%
机械设备	9.2%	↓ -0.030%	10.76%	↓ -0.027%	19.85%	↓ -0.927%	27.07%	↑ 0.041%
石油石化	10.4%	↑ 0.017%	10.55%	↑ 0.025%	10.61%	↓ -0.805%	9.29%	↑ 0.017%
食品饮料	22.2%	↑ 0.080%	22.13%	↑ 0.081%	11.60%	↓ -0.101%	11.23%	↑ 0.007%
综合	6.7%	→ 0.000%	12.29%	→ 0.000%	738.98%	→ 0.000%	69.66%	→ 0.000%
有色金属	12.2%	↓ -0.011%	13.73%	↓ -0.013%	11.75%	↑ 0.167%	26.92%	↓ -0.005%
银行	10.2%	↓ -0.012%	9.72%	↓ -0.020%	1.97%	↓ -0.018%	2.86%	↓ -0.021%
建筑装饰	8.8%	↑ 0.014%	8.66%	↑ 0.010%	-0.16%	↑ 0.026%	6.48%	↓ -0.037%
交通运输	9.6%	↑ 0.026%	9.66%	↓ -0.022%	26.85%	↓ -0.119%	8.17%	↓ -0.048%
公用事业	10.6%	↑ 0.113%	10.88%	↑ 0.083%	21.51%	↓ -0.405%	11.03%	↓ -0.057%
通信	9.5%	↓ -0.001%	9.94%	↓ -0.017%	12.78%	↓ -0.217%	11.26%	↓ -0.097%
社会服务	9.1%	↑ 0.073%	10.03%	↑ 0.057%	44.90%	↑ 0.207%	23.12%	↓ -0.143%
非银金融	10.3%	↑ 0.111%	10.12%	↑ 0.080%	55.66%	↑ 1.709%	4.77%	↓ -0.264%
环保	9.3%	↓ -0.038%	9.73%	↓ -0.087%	24.87%	↓ -0.776%	12.52%	↓ -0.348%
农林牧渔	11.5%	↑ 0.007%	13.29%	↓ -0.066%	1471.88%	↑ 31.331%	29.95%	↓ -0.755%
商贸零售	6.0%	↓ -0.101%	7.00%	↓ -0.009%	21.68%	↑ 13.694%	18.22%	↓ -2.639%

- 从行业营业利润同比来看景气度，2024年12月上游行业中，石油、煤炭及其他燃料加工业营业利润同比大幅下滑187.8%，电力、燃气生产和供应业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业营业利润同比增速在10%以上，黑色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业景气度改善。
- 中游行业中，化学纤维制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业保持较高增速，超过20%，其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业营业利润增速有明显放缓。
- 下游行业普遍同比增速较低，造纸和纸制品加工业同比增速大幅放缓。

表：行业营业利润同比（月频）

行业	本期 (%)	增速变化 (%)	历史分位	
上游	煤炭开采和洗选业	-21.2	0.8	32.8%
	石油和天然气开采业	12.9	17.6	51.3%
	黑色金属矿采选业	-2.5	-6.5	36.8%
	有色金属矿采选业	17.6	-1.7	57.8%
	非金属矿采选业	-3.1	-1.9	15.7%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-187.8	-15.2	5.6%
	化学原料和化学制品制造业	-9.1	0.3	42.1%
	黑色金属冶炼和压延加工业	-40.7	30.6	40.2%
	有色金属冶炼和压延加工业	14.1	-6	60.5%
	电力、热力生产和供应业	20	4.9	56.5%
	燃气生产和供应业	-1.3	2.9	34.2%
	水的生产和供应业	8.5	-1.8	35.5%
中游	化学纤维制造业	35.3	-0.4	72.0%
	橡胶和塑料制品业	-0.3	0.6	30.2%
	非金属矿物制品业	-45.8	3.4	11.8%
	金属制品业	-2.3	1.6	35.5%
	通用设备制造业	1.3	0.8	26.3%
	专用设备制造业	2.3	2.3	34.2%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	23.2	-8	59.2%
	电气机械和器材制造业	-2.1	1.1	22.3%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	3.9	0.6	48.0%
	仪器仪表制造业	4.7	3.4	46.0%
下游	农副食品加工业	0.9	-0.6	47.3%
	食品制造业	6.7	0.9	38.1%
	酒、饮料和精制茶制造业	7.4	-2	25.0%
	烟草制品业	4.6	2.7	22.3%
	纺织业	4	-2.5	67.1%
	纺织服装、服饰业	3	-2.3	57.8%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业	3.3	-2.7	48.6%
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-11.8	0	13.1%
	家具制造业	0.4	-2.6	43.4%
	造纸和纸制品业	5.1	-10	55.2%
	印刷和记录媒介复制业	-8.6	-3.8	21.0%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.1	-2.4	47.3%
	医药制造业	-0.4	1.8	38.1%
	汽车制造业	-7.8	-0.2	31.5%

- 2024年12月，36个细分行业中多数行业位于主动补库存阶段，位于主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存的行业分别有22个、6个、3个和5个。
- 上游行业中多数处于主动补库存阶段，但石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、电力、热力生产和供应业、燃气生产和供应业处于被动去库存，其中燃气生产和供应业由主动补库存转为被动去库存；煤炭开采和洗选业由上期的主动去库存转到被动补库存；水的生产和供应业由上期的被动去库存转到主动去库存。
- 中游行业以主动补库存为主，但非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业处于被动补库存，其中电气机械和器材制造业是由上期的主动去库存转为被动补库存。
- 下游行业的造纸和纸制品业由主动补库存走向被动去库存，农副食品加工业和汽车制造业处于主动去库存，家具制造业处于被动补库存，其他均处于主动补库存。

表：行业库存周期（月频）

行业	库存：累计同比	增速变化	历史分位数	营业收入：累计同比	增速变化	历史分位数	库存周期	库存周期（上期）
煤炭开采和洗选业	4.8%	4.9%	65.7%	-11.1%	-0.4%	25.0%	被动补库存	主动去库存
石油和天然气开采业	1.3%	8.0%	57.8%	2.4%	0.9%	35.5%	主动补库存	被动去库存
黑色金属矿采选业	-2.7%	4.1%	43.4%	2.6%	-2.6%	47.3%	被动去库存	被动去库存
有色金属矿采选业	12.5%	2.3%	97.3%	8.9%	0.8%	67.1%	主动补库存	主动补库存
非金属矿采选业	2.7%	0.9%	39.4%	0.9%	0.8%	39.4%	主动补库存	主动补库存
上游								
石油、煤炭及其他燃料加工业	-8.8%	-0.1%	6.5%	-3.7%	-0.5%	15.7%	主动去库存	主动去库存
化学原料和化学制品制造业	1.0%	-3.2%	23.6%	4.2%	0.3%	48.6%	主动补库存	主动补库存
黑色金属冶炼和压延加工业	1.3%	-1.3%	38.1%	-6.2%	0.6%	19.7%	被动补库存	被动补库存
有色金属冶炼和压延加工业	14.1%	3.6%	71.0%	16.1%	0.6%	78.9%	主动补库存	主动补库存
电力、热力生产和供应业	-15.1%	-4.4%	15.7%	2.7%	-1.3%	14.4%	被动去库存	被动去库存
燃气生产和供应业	-10.9%	-17.6%	9.2%	4.4%	-1.3%	15.7%	被动去库存	主动补库存
水的生产和供应业	-3.5%	7.5%	21.0%	-0.4%	-0.7%	3.9%	主动去库存	被动去库存
中游								
化学纤维制造业	2.2%	-3.4%	28.9%	5.7%	-0.1%	35.5%	主动补库存	主动补库存
橡胶和塑料制品业	6.3%	-0.5%	51.3%	4.8%	0.4%	63.1%	主动补库存	主动补库存
非金属矿物制品业	2.3%	-2.8%	9.2%	-11.1%	0.8%	7.8%	被动补库存	被动补库存
金属制品业	4.5%	0.3%	23.6%	2.4%	0.3%	38.1%	主动补库存	主动补库存
通用设备制造业	4.7%	0.6%	32.8%	2.5%	0.5%	40.7%	主动补库存	主动补库存
专用设备制造业	4.6%	-0.1%	0.0%	2.3%	0.2%	40.7%	主动补库存	主动补库存
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.7%	-1.0%	21.0%	10.9%	-0.2%	73.6%	主动补库存	主动补库存
电气机械和器材制造业	0.6%	0.8%	13.1%	-0.2%	0.9%	21.0%	被动补库存	主动去库存
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.5%	1.0%	55.2%	7.3%	0.1%	46.0%	主动补库存	主动补库存
仪器仪表制造业	2.4%	2.2%	3.9%	4.3%	0.7%	42.1%	主动补库存	主动补库存
下游								
农副食品加工业	-2.3%	2.1%	3.9%	-3.0%	1.0%	15.7%	主动去库存	主动去库存
食品制造业	4.2%	2.3%	35.5%	4.9%	0.7%	36.8%	主动补库存	主动补库存
酒、饮料和精制茶制造业	2.6%	-1.9%	9.2%	2.8%	0.1%	18.4%	主动补库存	主动补库存
烟草制品业	14.0%	9.1%	71.0%	2.8%	0.2%	13.1%	主动补库存	主动补库存
纺织业	6.0%	0.2%	44.7%	3.6%	-0.4%	63.1%	主动补库存	主动补库存
纺织服装、服饰业	8.4%	0.7%	90.7%	3.6%	0.2%	56.5%	主动补库存	主动补库存
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.8%	-0.4%	25.0%	2.8%	0.0%	40.7%	主动补库存	主动补库存
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	4.3%	-1.2%	32.8%	3.7%	0.0%	35.5%	主动补库存	主动补库存
家具制造业	4.2%	2.3%	48.6%	-1.1%	-0.4%	40.7%	被动补库存	被动补库存
造纸和纸制品业	-1.2%	-5.9%	19.7%	0.4%	0.0%	53.9%	被动去库存	主动补库存
印刷和记录媒介复制业	6.9%	3.2%	81.5%	3.9%	0.5%	50.0%	主动补库存	主动补库存
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.4%	-0.7%	2.6%	2.4%	0.0%	43.4%	主动补库存	主动补库存
医药制造业	2.8%	0.4%	14.4%	3.7%	0.0%	39.4%	主动补库存	主动补库存
汽车制造业	-0.8%	0.5%	11.8%	0.0%	1.0%	47.3%	主动去库存	主动去库存

本期申万一级行业中，通信、计算机、传媒和电子行业波动率最高，年化波动率超过30%。行业波动率多数上升，钢铁、农林牧渔、建筑装饰行业波动率相较于上期上升幅度最大，超过7%；汽车、电力设备、房地产行业波动率下降幅度最大。从历史分位数来看，通信、钢铁、机械设备、计算机和电子行业波动率处于近3年历史高位，高于70%分位数；石油石化、煤炭、交通运输行业波动率处于近3年历史低位，低于10%分位数。

本期申万一级行业中，电力设备、汽车、机械设备的夏普比率较高，超过6；煤炭、石油石化、有色金属等周期性行业的夏普比率较低，小于-3。行业本期夏普比率多数下降，传媒、煤炭、计算机下降较多，而电力设备、食品饮料、机械设备上升较多。从历史分位数来看，电力设备、食品饮料、钢铁、汽车、机械设备和医药生物的行业夏普比率处于近3年历史高位，高于80%分位数；煤炭、石油石化和有色金属行业的夏普比率处于近3年历史低位，低于30%分位数。

表：申万一级行业风险收益指标

申万一级行业	年化波动率	变化	近3年历史分位数	夏普比率 (年化)	变化	近3年历史分位数
农林牧渔	19.9%	8.44%	53.1%	1.11	-3.80	61.4%
基础化工	13.1%	2.43%	25.5%	1.82	-5.08	66.5%
钢铁	25.7%	8.95%	83.2%	4.94	-3.81	86.4%
有色金属	14.8%	1.80%	10.3%	-3.58	-7.82	27.4%
电子	31.0%	-2.77%	71.8%	2.96	0.54	69.8%
家用电器	15.0%	0.06%	17.5%	0.50	-0.98	54.5%
食品饮料	17.4%	-2.63%	18.1%	4.63	4.89	86.8%
纺织服装	18.1%	4.95%	40.1%	1.50	-2.68	64.0%
轻工制造	21.4%	6.93%	54.1%	0.66	-4.05	59.3%
医药生物	20.7%	6.36%	55.0%	3.59	-0.77	80.6%
公用事业	9.5%	-0.12%	11.1%	-0.68	-2.44	43.4%
交通运输	9.1%	-2.77%	6.0%	0.28	0.18	56.5%
房地产	22.3%	-7.27%	54.3%	1.27	-0.40	68.5%
商贸零售	25.7%	2.48%	59.3%	0.83	-1.47	64.0%
社会服务	24.9%	3.48%	58.9%	0.04	-6.25	51.9%
综合	17.0%	-6.82%	38.1%	1.48	0.58	63.2%
建筑材料	15.5%	-1.06%	12.5%	1.86	-0.48	73.1%
建筑装饰	18.5%	7.21%	41.2%	1.76	-4.84	67.2%
电力设备	16.0%	-8.84%	10.0%	6.88	6.12	94.2%
国防军工	22.8%	0.18%	37.0%	1.00	-1.40	62.0%
计算机	37.4%	-5.19%	76.3%	1.74	-8.03	64.0%
传媒	31.8%	6.84%	60.4%	-1.41	-15.91	39.2%
通信	41.7%	5.72%	88.3%	1.39	-0.65	55.5%
银行	12.5%	-6.56%	19.9%	-0.65	-2.92	45.6%
非银金融	21.1%	0.92%	57.8%	0.40	-3.08	57.4%
汽车	17.4%	-9.05%	20.6%	6.21	1.57	85.4%
机械设备	28.0%	2.78%	78.4%	6.20	3.05	85.1%
煤炭	9.8%	-6.04%	0.6%	-11.11	-10.57	1.6%
石油石化	8.4%	-2.20%	0.4%	-5.60	-7.31	12.4%
环保	17.4%	6.59%	47.2%	3.64	-2.25	76.6%
美容护理	21.8%	6.25%	29.1%	1.83	-0.65	71.4%
同花顺全A(加权)	15.5%	-0.50%	55.0%	3.21	-2.10	74.6%

资料来源：iFind，国元证券研究所

5

海外市场观察

● 核心资产观察

海外国债：本期海外主要政府债收益率中美国多个期限国债收益率下行，美国10年期国债收益率下行至4.26%，2年期国债收益率下行至4.05%。日本、英国、德国三国的10年期国债收益率分别小幅上行。

海外权益：本期海外主要市场指数多数下跌，美股三大指数集体回调，道琼斯工业指数本期下跌3.29%，纳斯达克指数本期下跌7.03%，标普500本期下跌4.15%。本期美国一系列新发布的经济数据均显现出疲弱态势，特朗普政策不确定性亦加剧投资者避险情绪。

汇率与美元走势：近期乌俄局势虽放缓，但地缘政治风险依然存在，特朗普内外政策的不确定性也加剧了市场避险情绪，叠之日本央行加息预期，传统避险货币如日元和瑞郎表现较好，美元指数本期呈现先下挫和上扬的震荡走势。

● 美国基本面事件追踪

消费与生产：1月美国零售销售额环比下降近0.9%，创2024年1月以来最大环比降幅。与此同时，美国PPI数据显示最终需求仍保持一定韧性。密歇根大学消费者调查数据显示，2月份消费者信心指数从1月修正后的71.7大幅下降至64.7，低于预期。

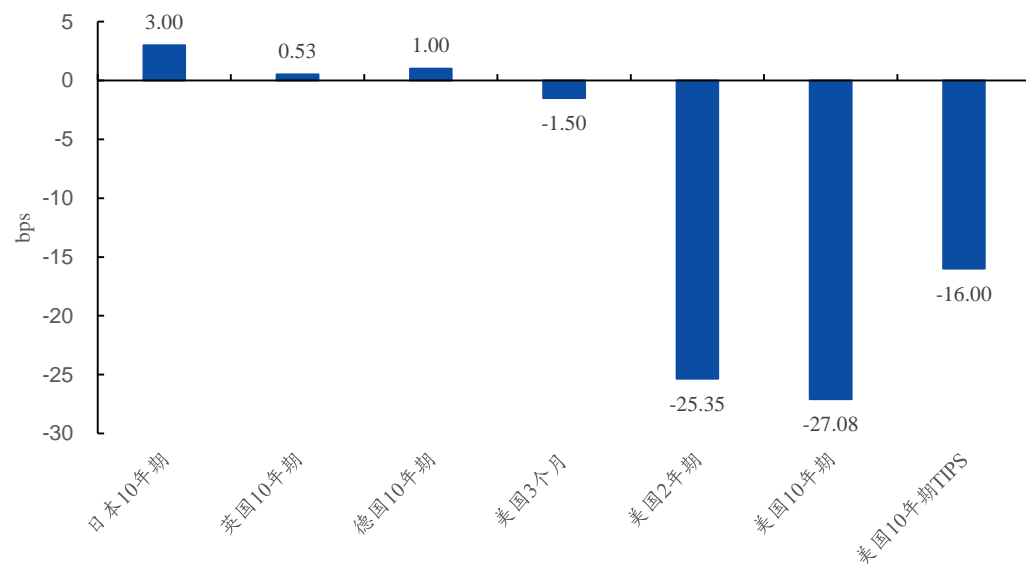
就业：2月27日的美国劳工部数据显示，上周美国首次申请失业救济人数大幅上升，从22万人增至24.2万人，创下近五个月来的最大增幅。

● 美股市场观察

本期美股市场中概科技股表现抢眼，行业方面，房地产和医疗保健板块等防御性板块表现相对突出。与此同时，市场波动率（VIX指数）小幅上升。

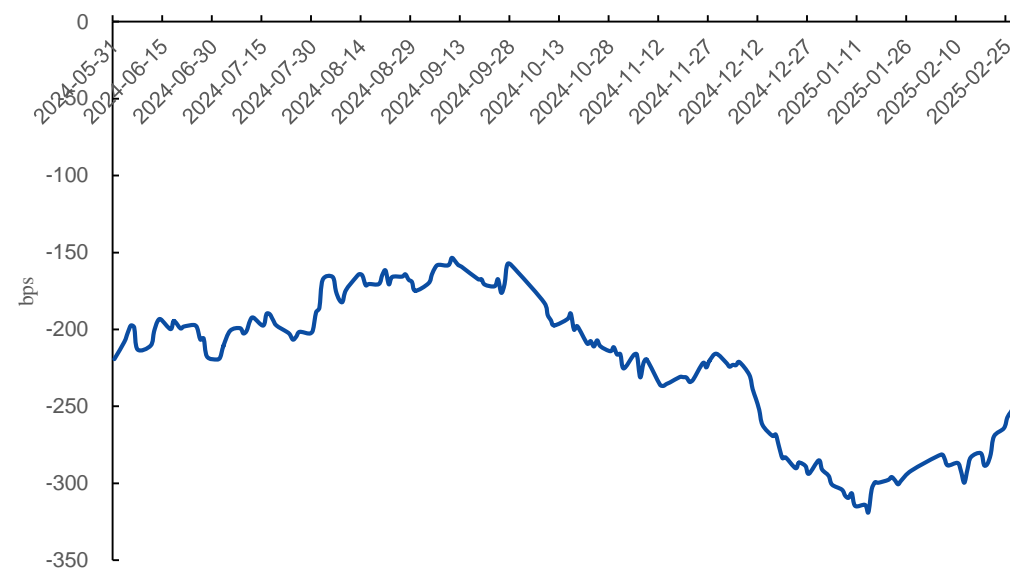
- 本期海外主要政府债收益率中，欧洲及日本主要政府债上行，美国各期限国债多数下行。美国10年期国债收益率下行至4.26%，2年期国债收益率下行至4.05%。日本、英国、德国三国的10年期国债收益率分别上行3bps，0.53bps，1bp。
- 随着中债10年期收益率震荡上行和美债10年期收益率下行，中美10年期国债利率差进一步缩小至250bps附近。

图：本期全球主要政府债收益率变动幅度



资料来源：Wind，国元证券研究所

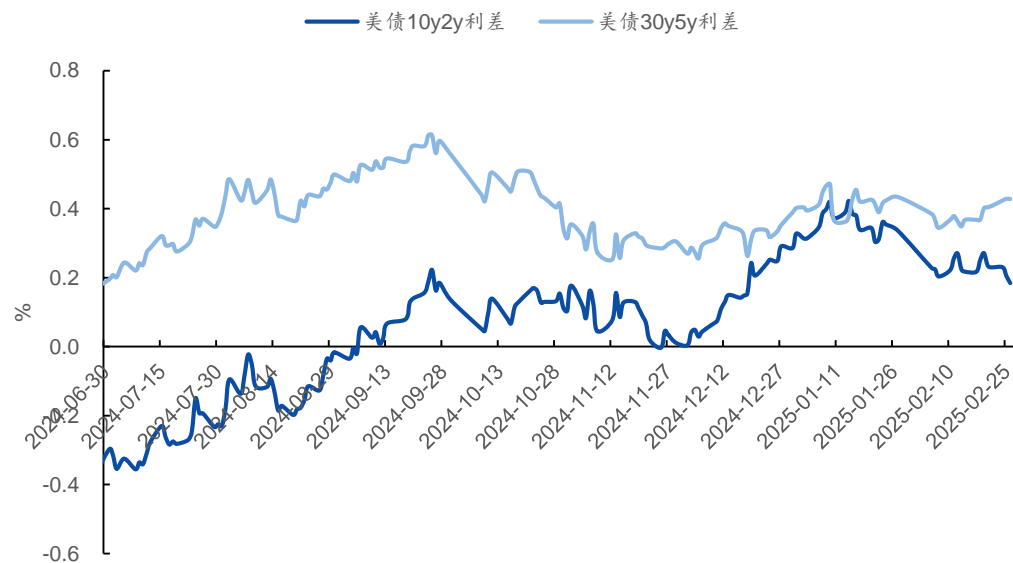
图：中美10年期国债利率差走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

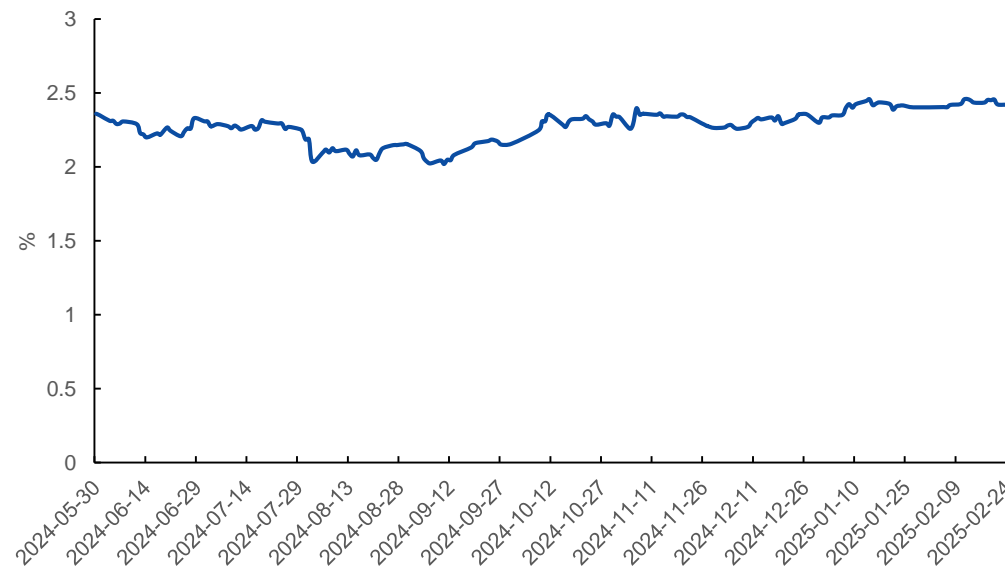
- 美国国债期限利差曲线通常会释放投资者如何看待货币政策路径以及经济增长动能的信号。
- 本期美债期限利差走势出现分化，30年期与5年期利差进一步走阔，而10年期与2年期利差则有所收窄。自2月下半月以来，一系列疲软的经济数据和特朗普政策的不确定性促使市场强化了对长期通胀的担忧，以及对短期经济增长动能的抑制。

图：美债30年与5年期利差、10年期与2年期利差走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

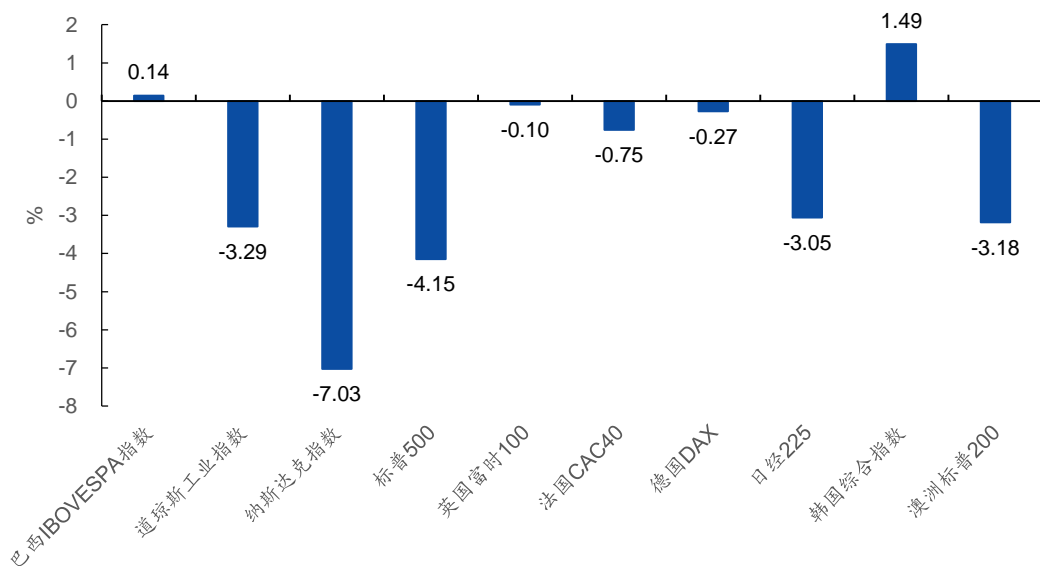
图：10年期盈亏平衡通胀率



资料来源：Wind，国元证券研究所

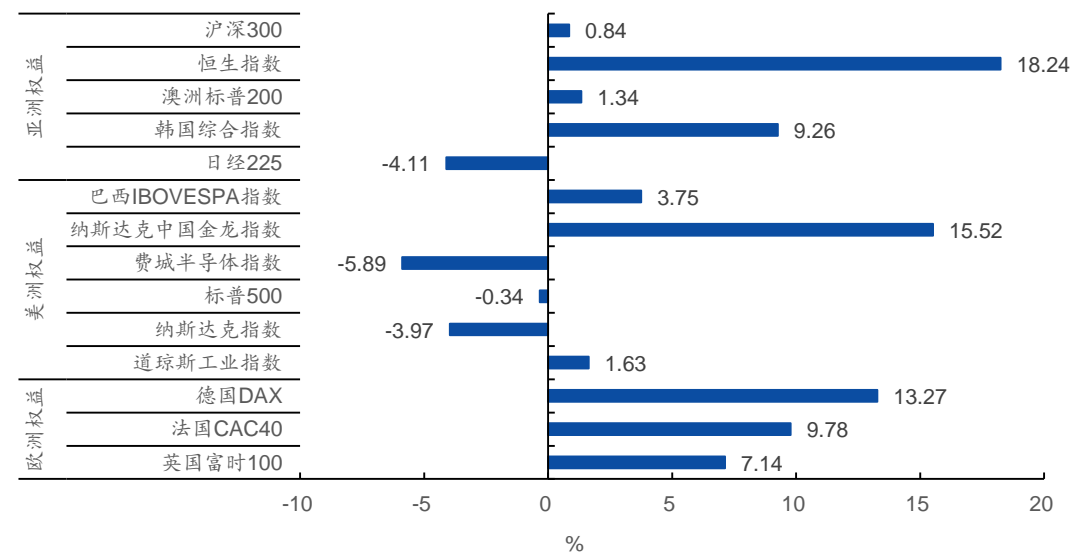
- ▶ 海外主要权益市场波动性抬升，走势分化，本期多数市场下挫，其中美股三大指数领跌，一系列经济数据如商业活动、通胀预期、消费者信心及失业救济申请等指标均显现出疲弱态势，特朗普政策不确定性亦加剧投资者避险情绪。
- ▶ 年初至今，受益于乌俄局势缓和预期及中国科技AI叙事重估，全球表现最为亮眼的权益指数集中于中概科技股、港股以及欧洲市场。

图：海外主要指数本期涨跌幅（2月14日至2月27日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

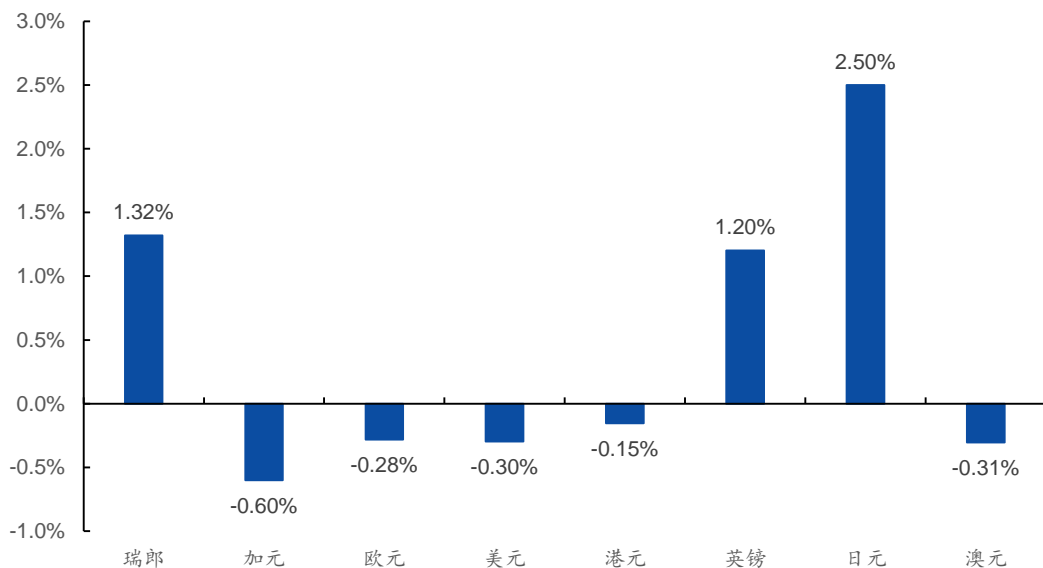
图：全球主要指数年初至今表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

- ▶ 本期主要货币中，日元、英镑、瑞郎对人民币走势较强，加元、欧元、美元等走势较弱。近期乌俄局势虽放缓，但地缘政治风险依然存在，特朗普政策不确定性也加剧了市场避险情绪，叠之日本央行加息预期，传统避险货币如日元和瑞郎表现值得关注。
- ▶ 避险情绪、特朗普政策不确定性与美联储货币政策路径可能成为支撑美元的主要因素，而疲软的美国经济数据则构成潜在的下行风险。一系列疲软的美国经济数据和特朗普对关税问题的表态使得美元指数本期呈现先下挫和上扬的震荡走势。

图：本期主要货币对人民币走势



资料来源：Wind，国元证券研究所；汇率数据采用中国外汇交易中心（CFETS）询价成交价

图：美元指数与美元兑人民币中间价走势

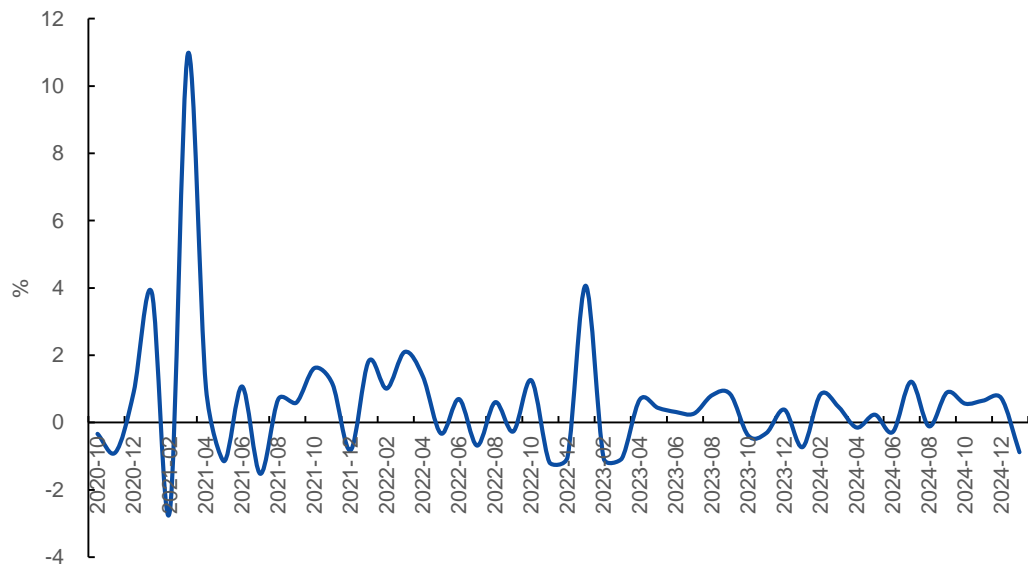


资料来源：Wind，国元证券研究所

消费与生产方面：

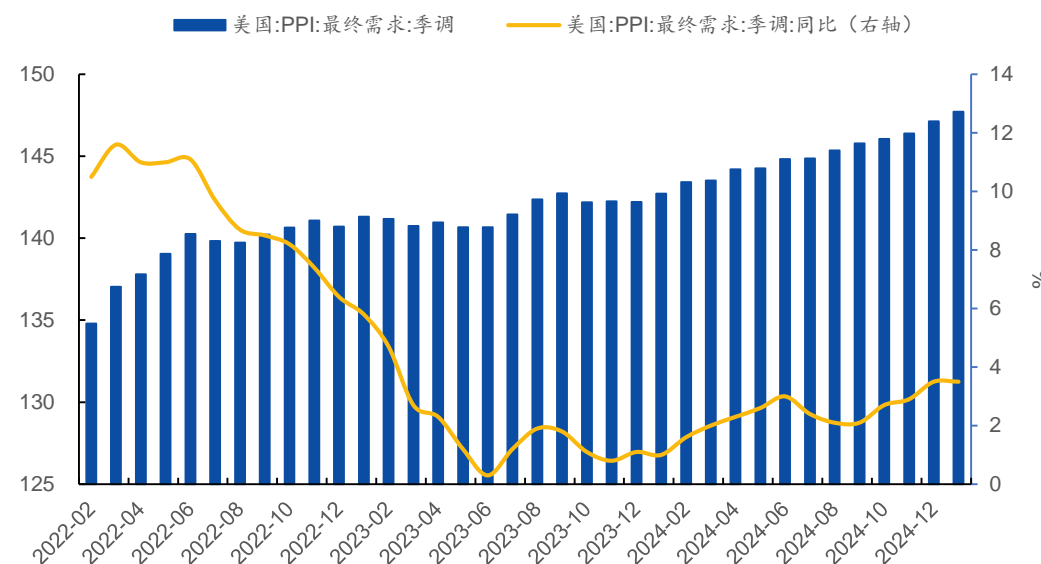
- 2月14日公布的数据显示，1月美国零售销售额环比下降近0.9%，创2024年1月以来最大环比降幅，数据的明显下滑可能受到寒冷天气、加州山火等季节性波动的影响。
- 与此同时，美国PPI数据显示最终需求仍保持一定韧性。目前，多项就业与通胀数据释放出相互矛盾的信号，后续需重点关注PCE走势，以进一步研判美国通胀趋势。

图：美国零售和食品服务销售额环比走势出现回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

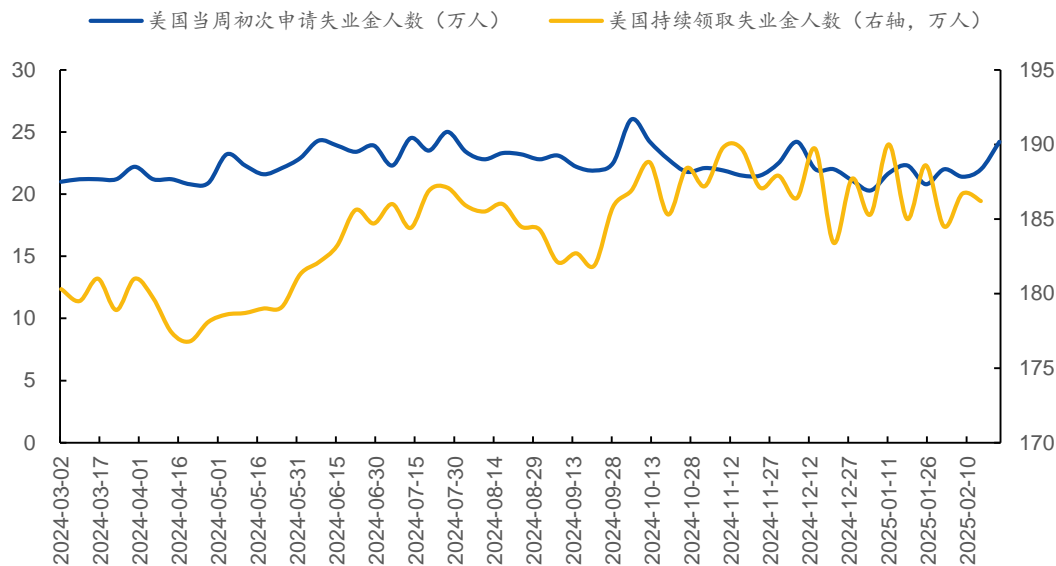
图：美国PPI表现



资料来源：Wind，国元证券研究所；左轴单位以2009年11月数值=100作为基准。

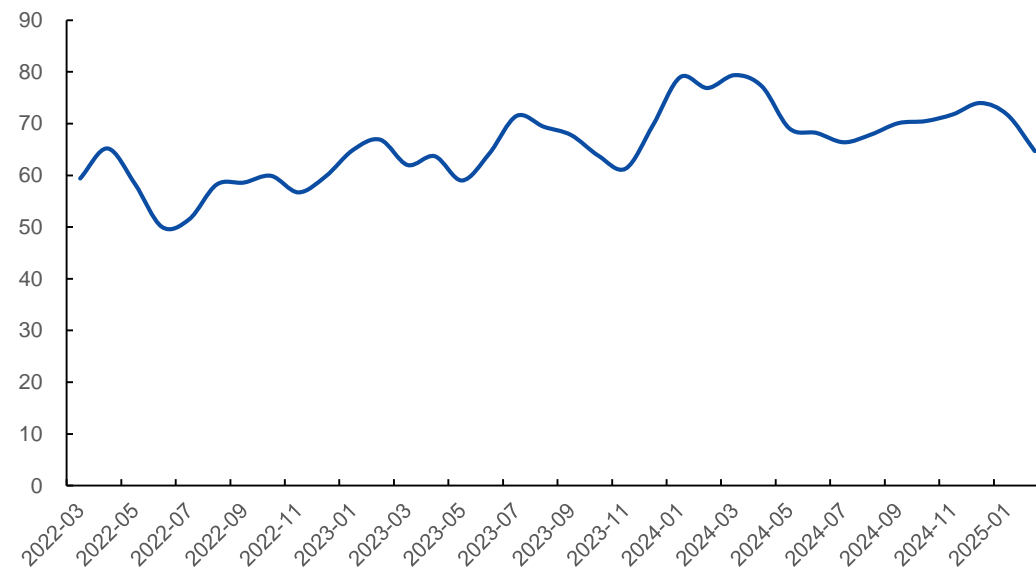
- 于2月21日公布的密歇根大学消费者调查数据显示，2月份消费者信心指数从1月修正后的71.7大幅下降至64.7，该数据不仅低于此前预估的67.8，更是创下自2023年11月以来的最低水平，消费者信心的下挫体现出美国居民对特朗普关税政策引发进一步通胀的隐忧。
- 2月27日，美国劳工部公布的数据显示，上周美国首次申请失业救济人数大幅上升，从22万人增至24.2万人，创下近五个月来的最大增幅。全国多地的暴风雪天气及总统日假期可能对本期失业金申请数据造成一定干扰。

图：美国失业金领取人数



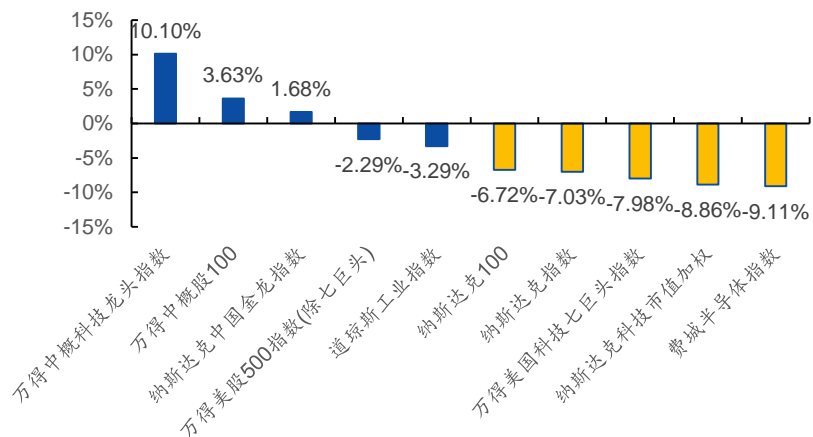
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：美国密歇根大学消费者信心指数



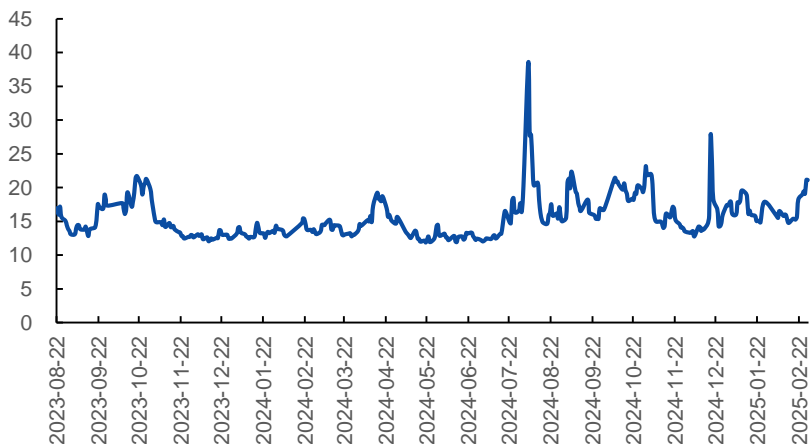
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期市场风格指数表现最佳/最差前五



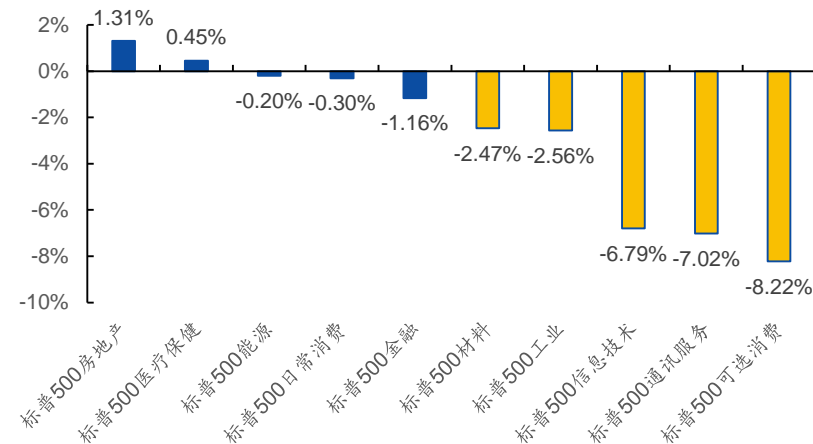
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：CBOE波动率（VIX指数）近期有所抬升



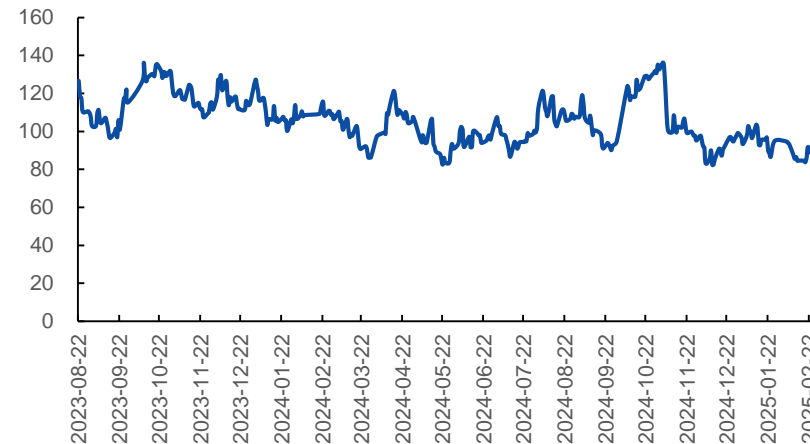
资料来源：Wind，国元证券研究所

图：本期标普500中行业板块表现最佳/最差前五



资料来源：Wind，国元证券研究所

图：美林Move指数走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

风险提示

政策调整风险；市场波动风险；地缘政治冲击；经济数据验证风险；流动性传导风险

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中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指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027