

2025年03月23日

耐心！重点是科技的C点

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

邹卓青 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524060001

zouzq2@essence.com.cn

黄玮宗 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123070007

huangwz1@essence.com.cn

## 相关报告

谁在买顺周期？	2025-03-16
叙事起变化：东升西降 VS 杠铃新阵地	2025-03-09
稳中求进，科技当先——2025 年政府工作报告简评	2025-03-06
低位的回旋	2025-03-02
准备好！“高切低”	2025-02-23

本周上证指数跌 1.60%，沪深 300 跌 2.29%，恒生指数跌 1.13%。价值风格表现强于成长风格，本周全 A 日均交易额 15497 亿，环比上周有所下降。

本周上证综指跌破 3400 点，对于 924 行情以来持以震荡思维的投资者而言并未大惊小怪。我们认为当前市场已经摆脱熊市思维，有底部支撑的上下波动应该是大盘指数的底色：1、国内基本面：目前国内经济刺激与拉动政策总体温和，随着当前国内财政前置发力，国内经济最糟糕的阶段已经过去，基本面形成于市场回落时的底部支撑作用。2、美元指数：事实上，我们一直反复强调当前宏观策略的核心是美元指数，尤其是美元指数是否能够有强转弱带来全球资产配置由美元向非美的再均衡过程。可以看到，此前美元指数在经济衰退预期下从高位 110 上方回落至 103 过程中，包括欧股、日股、港股与 A 股大盘均有表现；而在本周 3 月美联储暂停降息美元指数波动向上至 104 上方，非美资产出现回撤。在美元指数的反复波动下，将所谓“东升西降”宏观叙事作为大盘底色显然不确定性较强，客观情况或许是“东稳西荡”，而全球美元-非美元与国内股-债资产再均衡为核心的筹码转移应该才是最准确的认知。

结构上，虽然大盘指数的上下波动可以理解和接受，但高切低的转变对结构的影响是巨大的。自 2 月下旬以来我们陆续外发《98℃的科技》、《准备好！“高切低”》、《低位的回旋》强调：98 度的科技意味着短期科技行情逐渐走向过热，多项客观统计数据使暗示高切低的可能性在大幅度提升。从目前来看，“高切低”的判断依然是准确且前瞻的：在过去 2-3 周时间低位顺周期获得相对收益回升同时低位高股息绝对收益阶段性得以修复。

对于本轮高切低的过程中，本周科技板块进一步缺乏上涨动力并且出现整体退潮迹象。目前，从我们独家交易指标监测来看：1、A 股高切低指数在 2 月下旬自区间上沿 60% 回落至 40% 左右（区间下沿为 30%）；2、A 股产业主题投资有效性指数在 2 月下旬上升至 80.6%，本周进一步回落至 65.2%（跌破 50% 则说明产业主题投资失效）；3、TMT 指数成交额占比回落至 33.3%（2 月下旬维持在 45% 以上，常态平均在 25% 左右）；4、从 2013 年 AI-TMT 与 2015 年 AI-TMT 行情节奏拟合来看，科技第二波拉升预计还需要等待 2 周-3 周时间，意味着眼下科技投资波动性依然较大。对于科技投资的建议，我们认为应该耐心等待科技的第二波行情，眼下基于内部调仓回归“科技核心舱”，重点把握科技 C 点，将找到和逆势重仓“2023 年光模块”再创辉煌作为最重要的命题。同时，我们在此坚持声明的是：AI 浪潮是未来 3-5 年最重要的产业趋势，只要 AI 科技不断演化并能够与各类生产部门结合，那么我们反复强调即便短期存在波动，中期以 AI 半导体和科创 50 为核心的科技科创定价就不用担心。

对于本轮高切低的过程中，伴随着美元指数的强弱变化，可以看到美元走高则低位高股息相对收益更占优，美元走低则提供低位顺周期+大盘成长品种相对收益的空间，符合我们此前基于美元指数-国内政策的四象限结构判断。期间，随着港股红利持续跑赢 A 股红利资产，其特有的估值折价和股息率溢价正在快速收敛，从恒生港股通高股息率指数和中证红利指数的股息率差距来看，港股红利的股息率溢价在本周下降到 12%（低于红利税的 20%），并且是接近近三年的最低水平。反观 A 股红利资产，中美利差收窄的趋势暂缓这给 A 股红利资产反弹阶段性的动力，A 股红利和港股红利的分化有望得到缓解。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。



## 目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	4
2. 内部因素：政策发力支撑一季度经济回暖，内生增长修复仍需观察.....	19
3. 外部因素：3月FOMC会议暂停降息符合预期；鲍威尔提示当前市场担忧情绪过浓，美股止跌企稳.....	22
3.1. 美联储3月如期暂停降息，点阵图仍指引年内50bp降息幅度.....	22
3.2. 美国2月零售增长不及预期，耐用品分项边际缓和.....	24
3.3. 2月成屋销售远超预期，成屋房价同比加速再创新高.....	25

## 目 录

图 1. 本周美股回弹，港股回落.....	5
图 2. 本周低估值指数占优.....	5
图 3. 本周主要指数涨跌幅一览.....	6
图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块.....	6
图 5. 本周万得全A换手率和成交额回落.....	6
图 6. 3月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股.....	7
图 7. 本周南向资金流入明显放缓（亿港元）.....	7
图 8. 南向资金对于港股市场定价权持续提升，当前成交额占比已经接近60%.....	7
图 9. 港股红利在今年明显上涨后，与A股红利资产的溢价已经较低.....	8
图 10. 当前港股红利相对A股红利的溢价已经来到近三年的最低水平.....	8
图 11. 如果美元由弱转强，高股息的超额环境有望再次出现.....	9
图 12. 港股高股息虽然在绝对收益层面优于A股高股息，但相对收益跑输更多.....	9
图 13. 高切低行情开始以来，高切低跟踪指标从高位逐步回落.....	10
图 14. 高切低过程中呈现出低位板块轮动补涨，高位板块波动加剧的特征.....	10
图 15. 美元指数由跌转升压制成长风格.....	10
图 16. 今年恒生科技和A股科技股形成极致的高度同步.....	11
图 17. 国内外重要因素影响下市场结构情景假设.....	11
图 18. 除消费板块内部资金外，科技风格的资金向消费切换的信号不明显.....	12
图 19. 红利风格的资金向资源品调仓的趋势比较显著.....	12
图 20. 成长风格资金与红利指数的相关系数开始回升，表明成长资金可能选择短期防御.....	12
图 21. 科技板块交易热度较2月有所下降，当前交易额占比为34.42%.....	13
图 22. 2月的产业主题投资有效性指数达到72.5%，3月至今该数据回落至65.2%.....	13
图 23. 历史各轮科技股行情梳理对比.....	14
图 24. 对比上轮AI科技股行情，本轮行情的进程还有较长时间.....	14
图 25. 科技成长的“N”字型投资框架.....	15
图 26. 社融结构中政府融资的拉动作用仍在增强.....	15
图 27. 逐步增强的财政支出脉冲为当前指数震荡上行提供基础.....	16
图 28. 本周美元指数震荡上行.....	16
图 29. 本周金价走势震荡上行.....	17
图 30. 本周铜价震荡上行.....	17
图 31. 本周原油价格整体回弹.....	18
图 32. 3月EPMI明显走强.....	19
图 33. 各分项EPMI均有所改善.....	20
图 34. 2月城镇调查失业率上升.....	20
图 35. 1-2月进出口同比增速回落.....	20



图 36. 1-2 月对东盟出口保持较高增速.....	21
图 37. 高频数据跟踪 .....	21
图 38. CME 降息预测 (3 月 22 更新) .....	23
图 39. 美联储 2024 年 12 月与 2025 年 3 月 FOMC 会议点阵图 .....	23
图 40. 美联储 2024 年 12 月与 2025 年 3 月预测 .....	24
图 41. 美国 2 月零售数据增长不及预期 .....	25
图 42. 美国 2 月成屋销售超预期 .....	26
图 43. 美国 2 月成屋库存抬升 .....	26
图 44. 美国 2 月新屋开工数上升 .....	26

## 1. 近期权益市场重要交易特征梳理

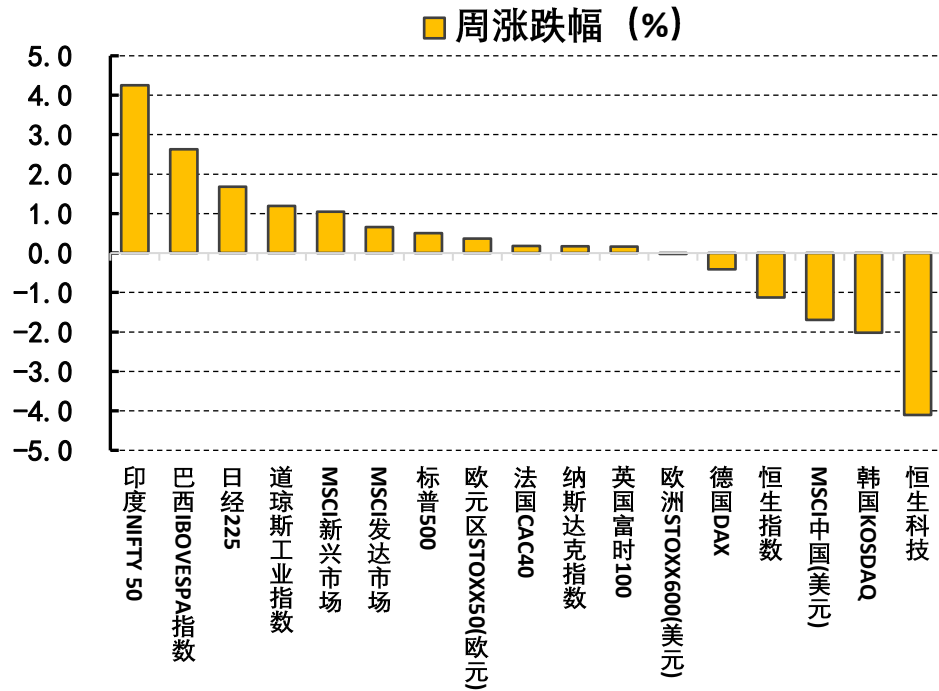
结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股三大指数均回弹。截至 2025 年 3 月 21 日星期五，道指累涨 1.20%，纳指累涨 0.16%，标普累涨 0.51%。盘面上，本周标普 500 各板块涨跌不一，能源板块涨 3.19%，金融板块涨 1.89%，医疗保健板块涨 1.08%，工业板块涨 0.85%，可选消费板块跌 0.03%，房地产板块跌 0.05%，信息技术板块跌 0.07%，通讯服务板块跌 0.09%，公用事业板块跌 0.21%，材料板块跌 0.25%，日常消费板块跌 0.26%。个股方面，特斯拉涨近 5%，英伟达涨近 2%；波音涨近 7%，领涨道指。此前，受特朗普对等关税政策和美国一些经济数据不及预期所累，美股走低，最新消息，本周 FOMC 会议结束后，鲍威尔安抚投资者，暗示美联储认为没有必要在关税及其对通胀的影响下采取激烈行动。鲍威尔称，衰退风险不高，美国经济仍然强劲，就业市场依旧稳固。鲍威尔淡化关税影响，认为通胀压力是暂时的，当前判断关税将造成严重影响还言之过早，并指出密歇根大学的通胀预期数据“异常”，调查数据与实际经济数据之间的关系并不是很紧密。鲍威尔发布会讲话期间，美股加速反弹，三大美股指刷新日高。

欧股本周涨跌不一。欧元区 STOXX50（欧元）上涨 0.36%，法国 CAC40 上涨 0.18%，英国富时 100 上涨 0.17%，德国 DAX 下跌 0.41%。欧盟委员会发言人奥洛夫·吉尔在 20 日本周四表示，欧盟原本计划分两阶段对美国部分商品实施的反制关税措施，现在将推迟至 4 月中旬统一生效。这一调整旨在让欧盟官员有更多时间完善打击美国产品的清单，同时也为与美国政府的进一步谈判争取时间。欧盟贸易委员指出，与美国的谈判仍在继续，4 月 2 日将根据美国方面的行动来评估并调整欧盟的应对措施。据称，欧盟推迟实施的反制措施中包括对美国威士忌征收 50% 的关税。对此，白宫新闻秘书表示，欧盟暂缓对威士忌征收关税的决定表明，欧盟对特朗普政府的态度是严肃认真的。

港股本周齐跌。恒生科技指数跌 4.10%，恒生指数跌 1.13%。盘面上，各板块涨跌不一。原材料业涨 4.52%，必需性消费涨 0.93%，能源业涨 1.13%，医疗保健业跌 0.17%，工业板块跌 0.02%，公用事业板块涨 0.93%，金融业涨 0.55%，地产建筑业跌 2.26%，电讯业跌 0.96%，非必需性消费跌 2.91%，资讯科技业跌 1.91%，综合企业跌 3.58%。影响港股走低的原因除了此前港股的高位回落之外可能还包括：隔夜美股市场在科技股的拖累下继续下挫，投资者担忧全球市场的联动效应会对港股造成冲击。特别是美股科技股的调整对港股形成了传导效应，导致港股科技板块大幅下跌；特朗普的对等关税政策加剧全球贸易摩擦担忧，外资主导的港股市场情绪更易受冲击。

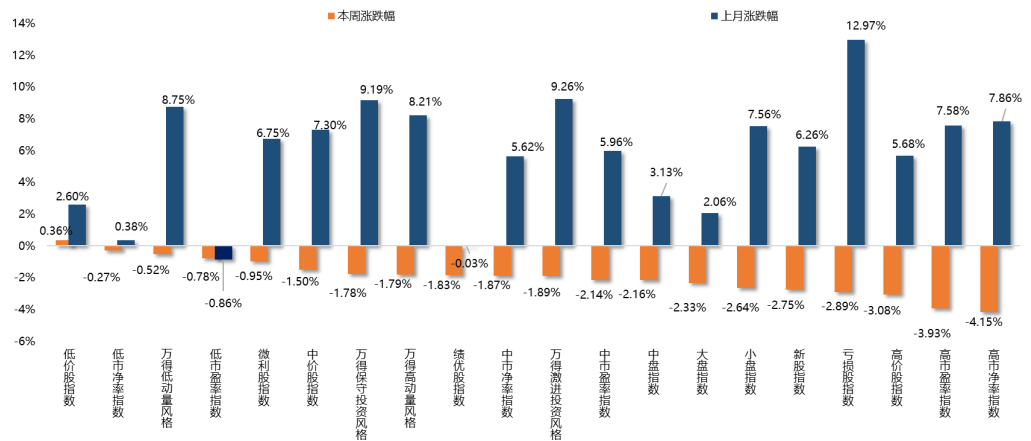
图1. 本周美股回弹，港股回落



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

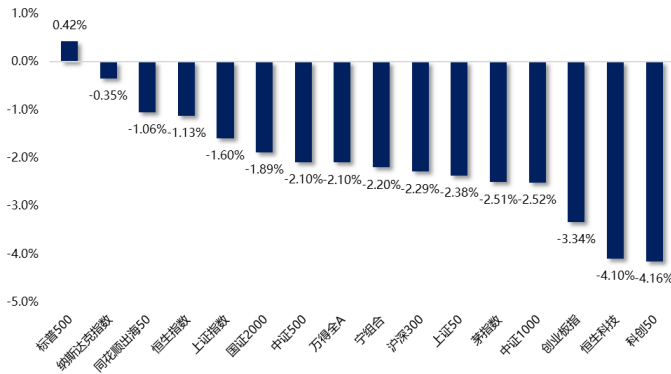
第一, 本周上证指数跌 1.60%, 沪深 300 跌 2.29%, 中证 500 跌 2.1%, 创业板指跌 3.34%, 恒生指数跌 1.13%。价值风格表现强于成长风格, 中盘股涨幅较大, 油气开采、天然气涨幅较大。本周全 A 日均交易额 15497 亿, 环比上周有所下降。

图2. 本周低估指数占优



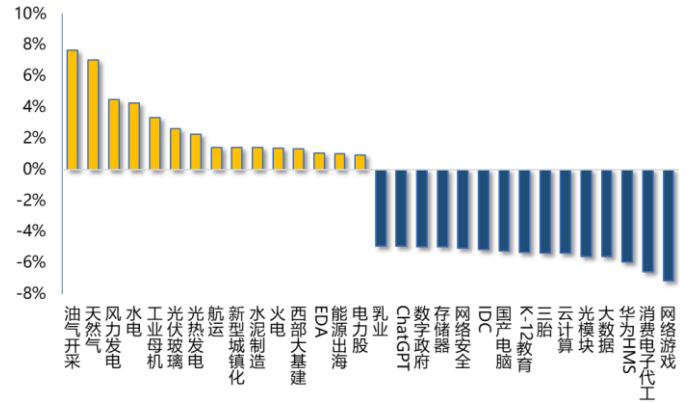
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3.本周主要指数涨跌幅一览



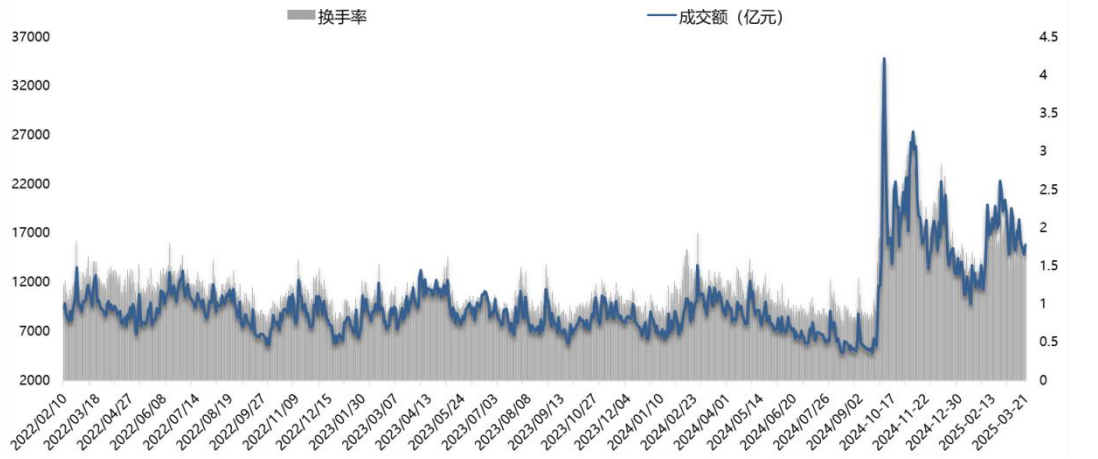
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图4.本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图5.本周万得全A 换手率和成交额回落



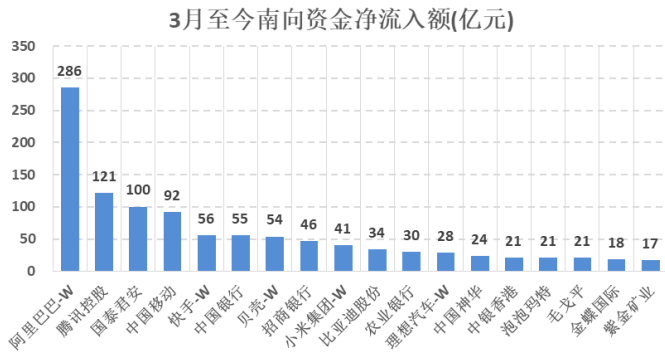
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，近期值得高度关注是互联网龙头财报落地后南向资金流向港股的速度放缓，以及港股红利性价比的持续下降导致的绝对收益资金回流：

首先，年初至今南向资金累计净流入近 4000 亿港元，但本周南向资金仅有三个交易日净流入，累计净流入仅 230 亿港元，流入速度也较前两周明显放缓。从结构上看，南向资金的流入分成鲜明的两个方向，一是港股互联网为代表的科技领域，二是港股银行、运营商为代表的港股高股息，3 月以来，这一趋势仍在持续，显然两者都相对 A 股资产具有稀缺性。

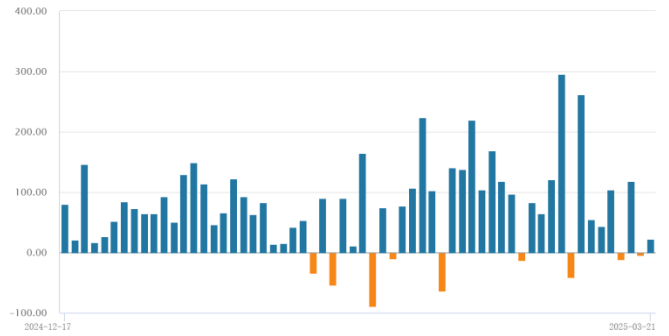
从南向资金交易占比看，可以说南向资金对于港股的定价权在明显提升，以南向资金每日交易总额占港股通指数的比例来测算，2021-2022 年港股持续下跌期间，南向资金交易额占比中枢维持在 30%附近，2023 年港股企稳反弹后交易额占比中枢上升至 40%-50%，而 2024 年 9 月至今南向资金定价权加速提升，2025 年至今的交易额占比接近 60%。这一定程度上解释了近期港股市场与海外市场波动的逐步脱钩，也解释了港股互联网和港股红利等南向资金重点流入资产的较好的表现。

图6.3月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股



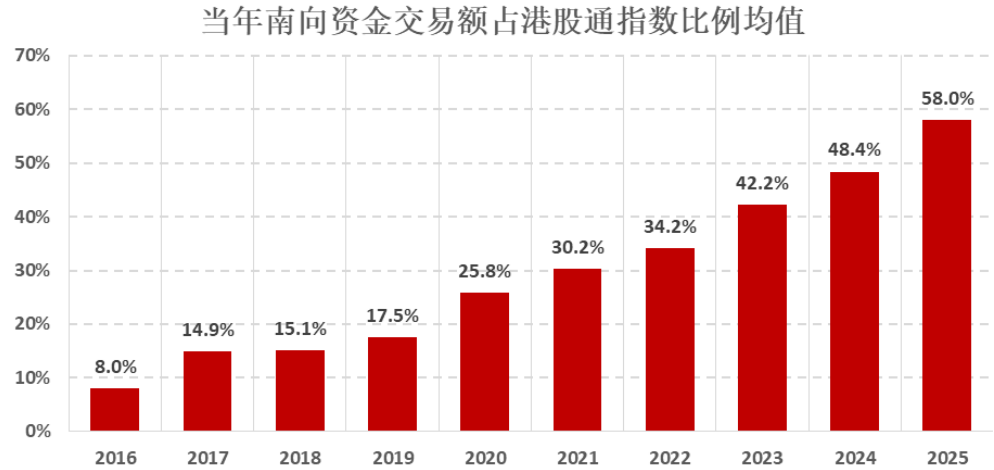
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图7.本周南向资金流入明显放缓(亿港元)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图8.南向资金对于港股市场定价权持续提升,当前成交额占比已经接近60%



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

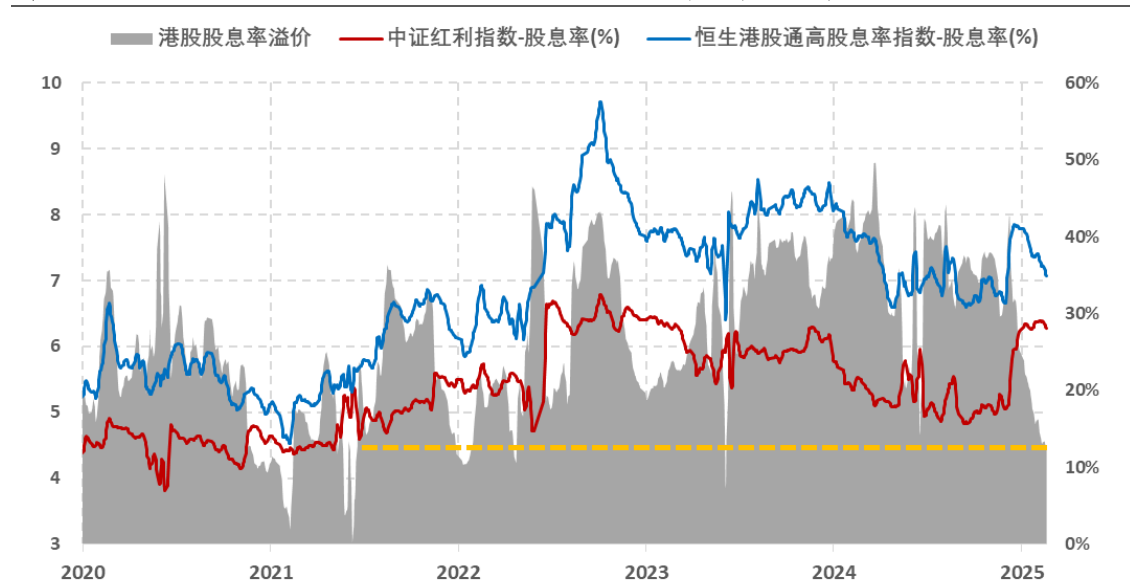
而对于红利资产更为重要的是,随着港股红利持续跑赢A股红利资产,其特有的估值折价和股息率溢价正在快速收敛,目前港股银行和A股银行的股息率差距平均在1个百分点左右,如果考虑到港股市场20%的红利税,当前部分港股红利资产的性价比已经不足(溢价接近或低于20%),从恒生港股通高股息率指数和中证红利指数的股息率差距来看,港股红利的股息率溢价在本周下降到12%(低于红利税的20%),并且是接近近三年的最低水平。反观A股红利资产,由于春节后资金面收紧叠加经济企稳预期导致长债利率抬升,压制了红利资产的超额表现,而随着经济企稳逐步被定价,且通胀、失业率和出口等经济数据表明内生增长动力仍需要政策进一步支持,长债利率在本周出现回落。同时,美元指数和美债利率也出现企稳迹象,中美利差收窄的趋势暂缓,这给了A股红利资产反弹的动力。综合来看,我们认为A股红利和港股红利表现的背离或将迎来反转,即A股红利相对港股红利开始跑赢。

图9.港股红利在今年明显上涨后，与A股红利资产的溢价已经较低

A股代码	A股简称	年初至今涨跌幅(%)	股息率(%)	港股代码	港股简称	年初至今涨跌幅(%)	股息率(%)	港股股息率溢价
601336.SH	新华保险	1.51	2.76	1336.HK	新华保险	21.40	5.31	48.1%
600036.SH	招商银行	13.74	4.41	3968.HK	招商银行	21.13	4.46	1.1%
601728.SH	中国电信	4.16	3.42	0728.HK	中国电信	20.94	4.77	28.4%
601988.SH	中国银行	-0.47	6.66	3988.HK	中国银行	19.66	8.49	21.5%
600585.SH	海螺水泥	4.79	3.84	0914.HK	海螺水泥	18.71	4.47	14.1%
601998.SH	中信银行	3.30	6.72	0998.HK	中信银行	15.08	8.99	25.3%
601288.SH	农业银行	-2.46	6.82	1288.HK	农业银行	14.54	7.69	11.3%
601319.SH	中国人保	-9.05	3.19	1339.HK	中国人民保险集团	11.11	5.56	42.7%
601658.SH	邮储银行	-3.57	7.67	1658.HK	邮储银行	14.85	8.47	9.5%
600016.SH	民生银行	-0.97	8.46	1988.HK	民生银行	11.92	9.84	14.0%
601916.SH	浙商银行	0.69	5.60	2016.HK	浙商银行	15.77	7.01	20.2%
601328.SH	交通银行	-4.89	7.73	3328.HK	交通银行	13.33	8.67	10.9%
601818.SH	光大银行	1.92	7.21	6818.HK	中国光大银行	12.95	9.21	21.7%
000157.SZ	中联重科	10.93	3.99	1157.HK	中联重科	10.00	5.59	28.7%
601318.SH	中国平安	-1.71	4.67	2318.HK	中国平安	3.69	5.59	16.4%
601398.SH	工商银行	-0.24	6.65	1398.HK	工商银行	10.19	8.82	24.5%
601077.SH	渝农商行	-0.13	8.25	3618.HK	重庆农村商业银行	11.40	10.18	18.9%
601939.SH	建设银行	-1.16	7.03	0939.HK	建设银行	9.62	9.48	25.9%
600941.SH	中国移动	-9.74	4.28	0941.HK	中国移动	9.07	5.95	28.1%
002948.SZ	青岛银行	9.28	3.77	3866.HK	青岛银行	10.38	5.51	31.5%
601963.SH	重庆银行	3.81	6.07	1963.HK	重庆银行	11.84	9.22	34.1%
601766.SH	中国中车	-12.77	2.74	1766.HK	中国中车	3.79	4.22	35.2%
601598.SH	中国外运	-5.05	5.69	0598.HK	中国外运	2.18	8.43	32.5%
600377.SH	宁沪高速	-6.86	3.30	0177.HK	江苏宁沪高速公路	3.03	5.83	43.5%
601390.SH	中国中铁	-8.76	3.60	0390.HK	中国中铁	0.51	5.78	37.7%
601866.SH	中远海发	-7.28	2.10	2866.HK	中远海发	-0.96	5.42	61.2%
688009.SH	中国通号	-10.38	3.03	3969.HK	中国通号	-3.46	5.57	45.6%
601857.SH	中国石油	-10.96	5.65	0857.HK	中国石油股份	-0.98	8.15	30.7%
600188.SH	兖矿能源	-4.09	10.13	1171.HK	兖矿能源	-2.35	17.26	41.3%
600028.SH	中国石化	-13.02	5.96	0386.HK	中国石油化工股份	-4.49	9.02	33.9%
601186.SH	中国铁建	-9.92	4.24	1186.HK	中国铁建	-7.68	7.26	41.7%
600548.SH	深高速	-13.80	4.73	0548.HK	深圳高速公路股份	-7.24	8.88	46.7%
601088.SH	中国神华	-15.78	6.17	1088.HK	中国神华	-6.70	7.95	22.3%
601919.SH	中远海控	-8.00	5.26	1919.HK	中远海控	-6.41	6.86	23.3%
600012.SH	皖通高速	-7.71	3.69	0995.HK	安徽皖通高速公路	-8.21	6.71	45.1%
601898.SH	中煤能源	-16.01	7.59	1898.HK	中煤能源	-12.59	10.46	27.5%

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图10.当前港股红利相对A股红利的溢价已经来到近三年的最低水平



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图11.如果美元由弱转强，高股息的超额环境有望再次出现



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图12.港股高股息虽然在绝对收益层面优于 A 股高股息，但相对收益跑输更多



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

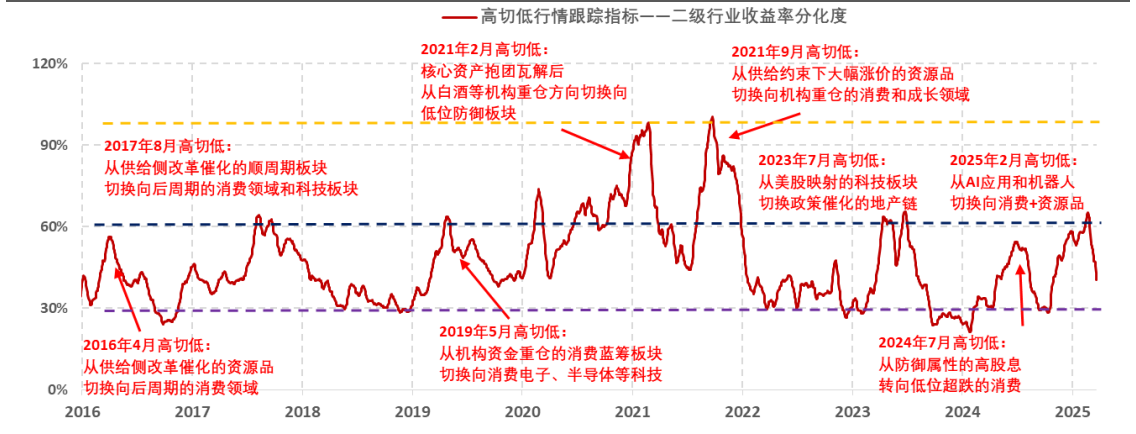
第三，基于我们特色的交易指标：高切低行情跟踪指标来观察，前两周我们明确提示目前高切低跟踪指标已经来到区间高点附近，这意味着部分高位细分行业的收益率已经与低位行业拉开较大差距，存在高切低和补涨的需求。2 月底高切低如期发生，截至当前在低位板块补涨之后，高切低指标正在逐步从高点回落。

而在高切低的进程当中，我们也明确发现低位板块从最早的低位科技（军工、半导体等），转向低位顺周期（有色金属、消费等），最终切换至低位高股息（银行、电力等），本周低位高股息的上漲说明高切低进入到最后阶段，即随着量能和情绪回落，美元指数由跌转升压制港股情绪，A 股高位板块从滞涨转向下跌，同时赚钱效应从扩散转向缩圈，多数低位板块完成补涨后缺乏进一步冲高的基本面逻辑，叠加长端利率有回落迹象，高股息的配置价值再度出现。

从交易逻辑的角度看，我们依然强调弱美元对于本轮港股和 A 股科技行情的重要驱动作用，从单纯的相关性统计来看，历史上恒生科技和美元指数的负相关相对稳定，而 A 股科技股（TMT 指数）的表现和美元指数的关系则并不稳定，当然恒生科技和 TMT 指数的相关关系也不稳定。然而，近期的 A 股科技股行情则体现出“港股映射”的特征，以港股互联网龙头为

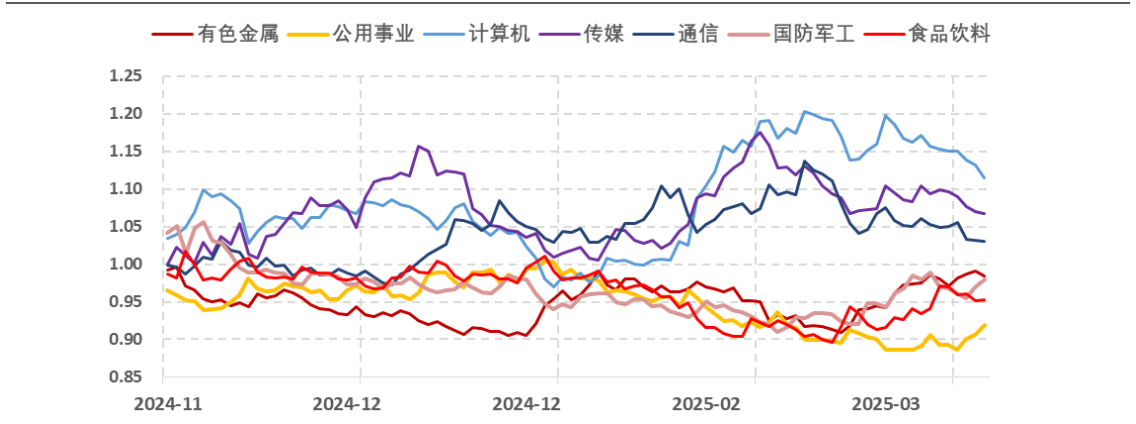
代表的一批港股公司引领了本轮中国资产重估，今年以来 TMT 指数和恒生科技指数的相关系数达到 98%。由此对于本轮高切低行情拐点的判断，不能抛开港股以及影响港股的美元指数的走势。如果美元指数由弱转强，那么高位板块回落的持续时间或将延续更久。

图13.高切低行情开始以来，高切低跟踪指标从高位逐步回落



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图14.高切低过程中呈现出低位板块轮动补涨，高位板块波动加剧的特征



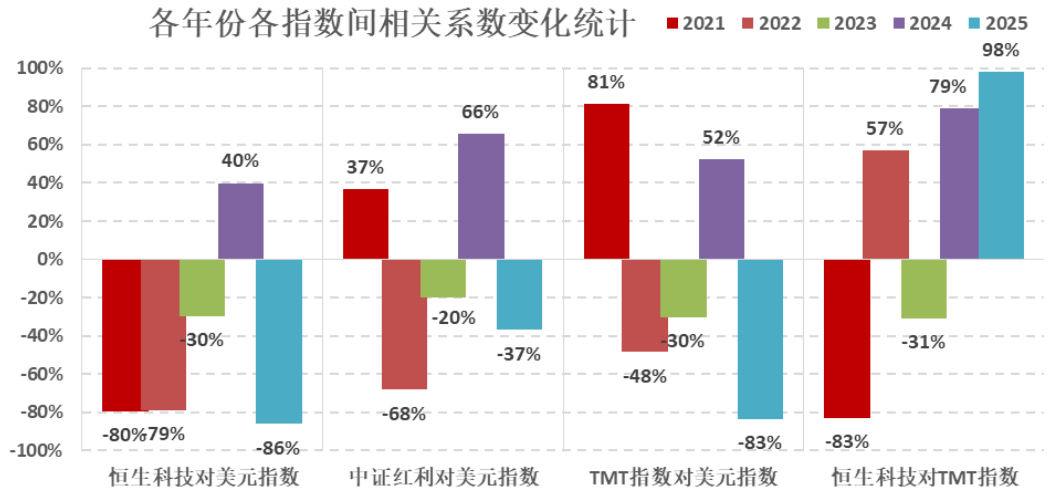
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图15.美元指数由跌转升压制成长风格



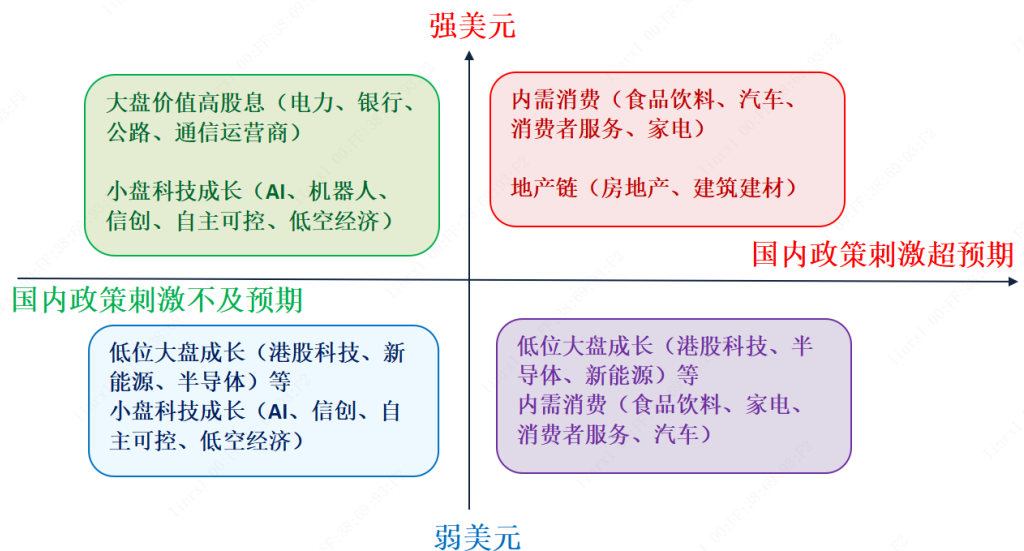
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图16.今年恒生科技和 A 股科技股形成极致的高度同步



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图17.国内外重要因素影响下市场结构情景假设



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第四, 进一步观察本轮高切低的资金动向, 借助我们独创的主动型公募基金资金流向测算方法, 通过测算重仓不同行业的基金净值超额回报和行业指数超额回报的相关系数, 可以模拟各类风格的基金对于特定的行业的暴露。从近期的跟踪来看:

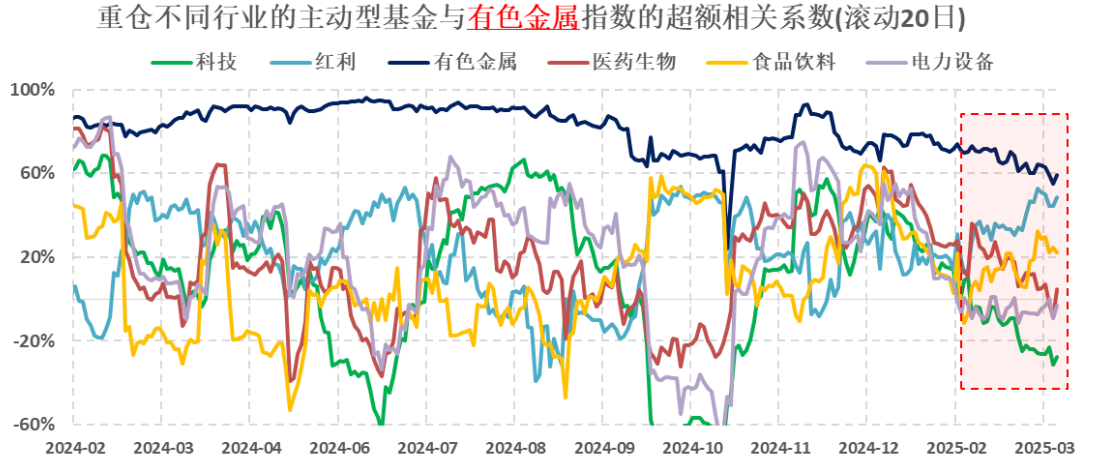
- 本轮以食品饮料为代表的消费板块上涨, 可能主要以消费风格基金内部加仓来驱动, 其他风格资金加仓消费的迹象不明显;
- 本轮以有色金属为代表的涨价线行情, 可以观察到红利风格资金的存在调仓行为, 消费风格资金的对于有色金属的暴露度也有所提升, 但是没有观察到科技成长领域的资金明显切换的迹象。
- 从本周开始, 成长风格的基金与中证红利指数的相关系数开始回升, 这或许意味着随着高位科技板块波动加剧, 红利资产重新成为了避险的选择。

图18.除消费板块内部资金外，科技风格的资金向消费切换的信号不明显



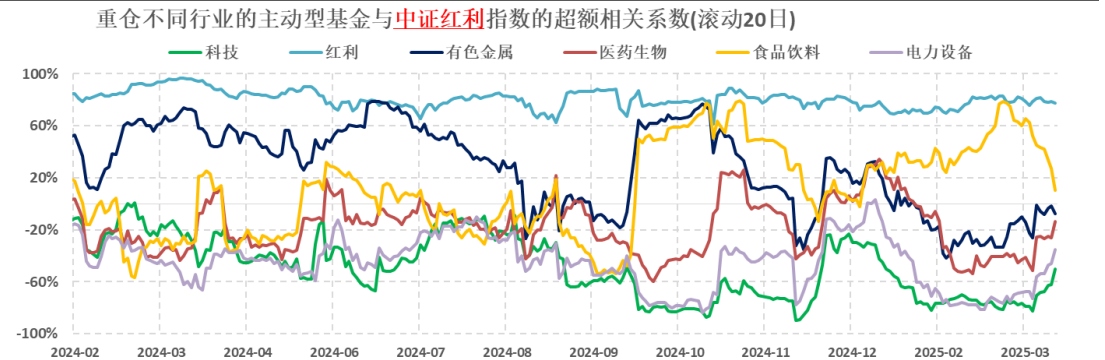
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图19.红利风格的资金向资源品调仓的趋势比较显著



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图20.成长风格资金与红利指数的相关系数开始回升，表明成长资金可能选择短期防御

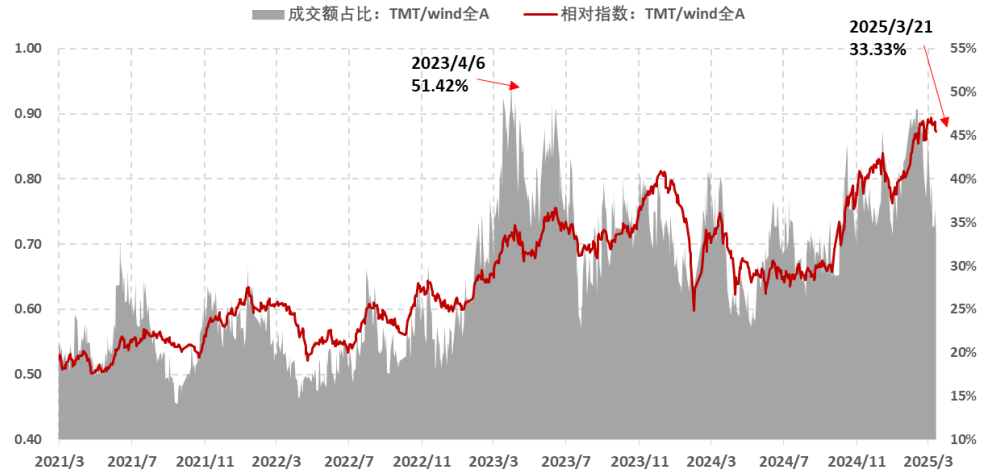


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第五，对于本轮科技股行情，我们此前周报《准备好！高切低》中明确强调，TMT 指数以及其相对沪深 300 和红利的相对收益都已经达到历史高位，距离 2015 年牛市顶部也十分接近。进一步从本轮科技股行情的交易情绪来看，观察科技板块的交易拥挤度可以发现，由于春节前市场成交量萎缩并且科技主题催化密集，TMT 指数成交额占比从 2025 年初开始持续提升，一度达到 48% 的高位，距 2023 年的高点 51% 极为接近，这提示在 2 月下旬 TMT 交易已经进入

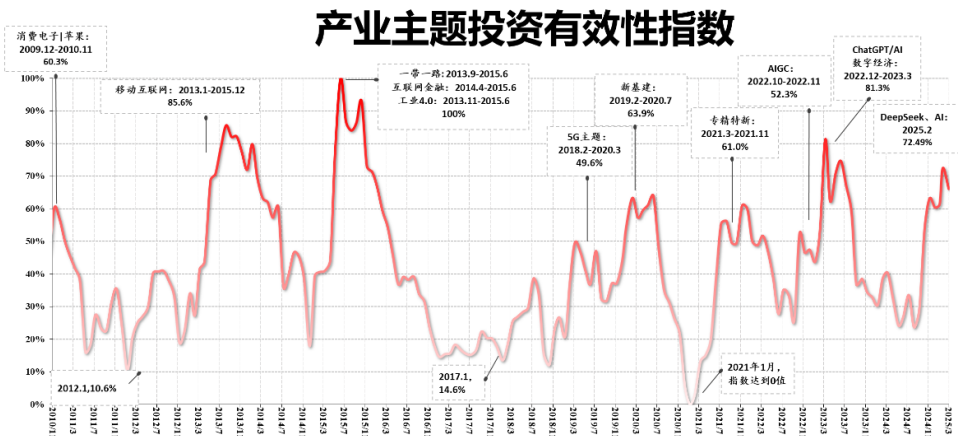
较为拥挤的阶段，3月以来在科技板块高位震荡下，资金向低位板块扩散，成交额占比回落至33.3%（2月底维持在45%以上）。进一步关注我们的特色跟踪指标：产业主题投资有效性指数，该指数在2月下旬上升至80.6%，较前期底部有明显回升，距离2023年GPT行情的高点81%基本持平，上周回落至66.1%，本周进一步回落至65.2%。

图21.科技板块交易热度较2月有所下降，当前交易额占比为34.42%



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图22.2月的产业主题投资有效性指数达到72.5%，3月至今该数据回落至65.2%



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

第六，高切低开始之后，伴随特朗普关税冲击，高位板块出现集中退潮，那么如何评估本轮科技行情调整的持续时间和幅度？复盘历史上几轮科技股行情，与当前在产业叙事上可比的是2010年、2013年，这三轮行情的空间依赖龙头完成技术的0-1突破后，进行资本开支，并形成爆款产品落地完成产业化，带动产业链形成利润-资本开支的正向循环，此时会在回调后开启第二波。第二波的幅度和持续性取决于业绩落地是聚焦部分环节（如重点基础设施），还是产业链整体爆发，例如2013年移动互联网浪潮是全产业链盈利爆发，而2019年5G和新基建、2021年高端制造和2023年的光模块都有部分环节的业绩兑现。反例则是2021年的元宇宙和区块链，由于缺乏产业落地和应用场景，止步于0-1的阶段。需要注意的是，在当前内需走弱的环境下，叙事上的想象空间并不能简单线性外推为产业趋势的爆发，还需要等待渗透率拐点和产业链业绩的兑现。

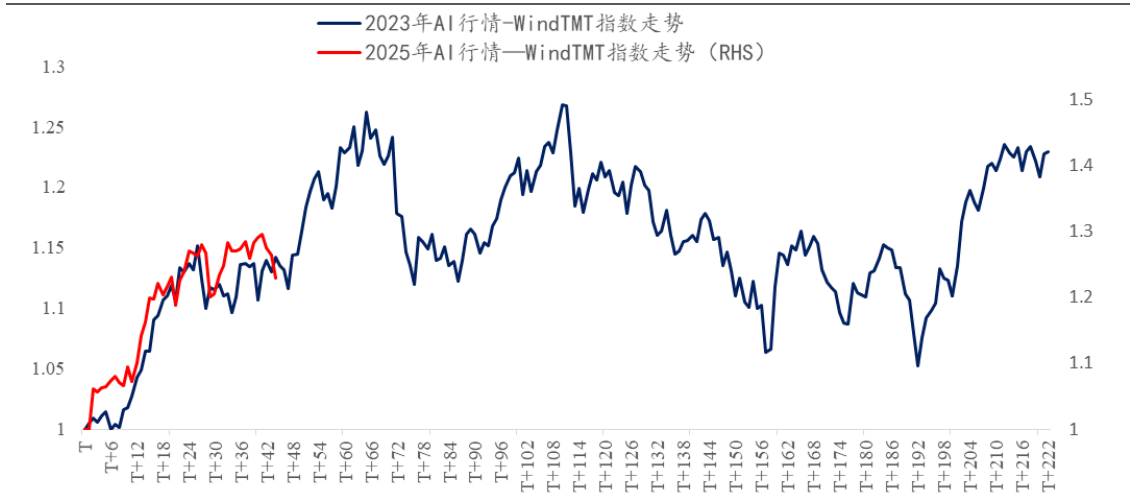
从持续时间上看，从0-1过渡到1-100的产业趋势行情（图中灰色背景的三轮行情）整体上涨区间可以达到200-300个交易日，而仅止步于0-1的主题投资行情（图中绿色背景的三轮行情），基本也要持续50-70个交易日才会结束，从持续性上看，本轮基于AI崛起的科技股行情目前仅持续30个交易日左右。而第一轮上涨结束后，第二轮上涨需要等待情绪回落充分以及产业催化再起。

图23.历史各轮科技股行情梳理对比

行情	3G+消费电子 (2010)	4G+移动互联网 (2013)	5G+消费电子 (2019)	元宇宙 (2021)	区块链 (2021)	机器人 (2022)	AI (2023)	AI+机器人 (2025)
上涨驱动因素	流动性宽松 政策支持 技术进步	技术进步 政策支持 业绩支撑	流动性宽松 技术进步 商业落地 政策支持	爆款消息 巨头引领 赚钱效应	技术突破 商业落地 官方支持	政策支持 增速突出 巨头爆款	关键技术突破 产业链订单爆发 爆款出现 想象空间大	关键技术突破 巨头资本开支 爆款出现 想象空间大
下跌驱动因素	流动性收紧 大盘虹吸	钱荒影响 过热回调 增速放缓	利好出尽 贸易战 业绩较弱	利好出尽 缺乏支撑	认知分化 监管加强 缺乏支撑	增长乏力 风格切换	小微盘炒作过热 经济加速下行 科技内部分化	业绩兑现难 情绪回落
震荡驱动因素	宏观政策收紧 风险偏好下降	钱荒影响 过热回调	风险偏好下降	-	-	-	业绩落地分歧 全面增概念结束	
产业空间	大	大	大	中	中	中	大	大
产业增速	中国/苹果	中兴/苹果	华为/苹果	Meta	蚂蚁集团	特斯拉	英伟达	阿里/特斯拉
爆款	iPhone	4G基站	5G手机/TWS	Horizon Worlds	数字人民币/NFT	擎天柱	ChatGPT	DeepSeek
技术成熟度	高	高	中	低	低	中	高	中
产业链	已经可感 中天科技/莱宝高科/华	逐步实现 三安光电/歌尔股份/博瑞 迎兄弟	刚刚落地 沪电股份/深科技/汇 迈	尚未实现 歌尔股份/东山精密/ 天下秀	尚未实现 新大陆/三未信安/中 文在线	刚刚落地 绿的谐波/汇川技术/ 巨星科技	逐步实现 中际旭创/胜宏科技/工 业富联	刚刚落地 赛武纪/拓维信息/恒立 液
导入期时长	113个交易日	97个交易日	59个交易日	6个交易日	31个交易日	8个交易日	49个交易日	
绝对收益	50.38%	50.50%	20.71%	0.47%	13.31%	9.33%	13.95%	
超额收益	36.86%	36.76%	2.24%	2.37%	6.87%	3.89%	6.50%	
发展期时长	84个交易日	90个交易日	135个交易日	16个交易日	24个交易日	44个交易日	72个交易日	
绝对收益	9.24%	24.65%	14.57%	2.87%	5.43%	22.72%	11.81%	
超额收益	20.29%	23.54%	11.28%	2.52%	9.90%	13.13%	15.18%	
沉淀期时长	108个交易日	93个交易日	61个交易日	5个交易日	6个交易日	24个交易日	113个交易日	
绝对收益	24.83%	8.54%	40.34%	4.34%	4.85%	20.85%	5.89%	
超额收益	8.15%	9.35%	28.03%	4.95%	5.68%	17.86%	11.67%	
首轮上涨时间	99个交易日	97个交易日	23个交易日	3个交易日	14个交易日	39个交易日	33个交易日	32个交易日
绝对收益	71.41%	50.50%	47.84%	2.19%	12.27%	41.27%	21.83%	29.33%
超额收益	49.60%	36.76%	21.90%	3.68%	9.19%	20.69%	11.80%	18.55%
整体上涨时间	305个交易日	280个交易日	255个交易日	56个交易日	61个交易日	76个交易日	235个交易日	
绝对收益	105.07%	130.61%	94.09%	7.83%	25.26%	62.15%	29.6%	
超额收益	87.25%	89.54%	56.67%	10.00%	24.42%	43.15%	-3.64%	
顶部换手率	2.77%	2.51%	6.75%	1.92%	2.66%	3.96%	3.54%	
顶部成交占比	14.63%	23.22%	41.16%	5.26%	6.15%	3.48%	51.40%	

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图24.对比上轮 AI 科技股行情, 本轮行情的进程还有较长时间



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

当前科技产业投资出现高位震荡, 基于科技产业投资的“N”字型走势, 站在全年的维度上来看, 当前更多走过的是从 A-B 的过程, 在经历回调之后以 AI、智能驾驶为代表的科技产业有可能在今年下半年逐步进入到从 1-100 的过程, 开启 C-D 的第二波行情。可以明确的是, 科技投资最终收益回过头来看, 关键点在于 C 点敢于重仓, 担心的是在 C-D 过程中逐渐高位加仓。总结来说:

- 1、A-B 坚定介入的条件: 科技演化满足巨头+爆款+产业链三要素。
- 2、B-C 逆势敢增配的条件: 规模经济下成本下行+范围经济下产品兼容性+商业模式可复制下订单爆发; C 才是科技投资最终胜负手。
- 3、D 点: PE 透支业绩增长的极限是 5 年。

A—B—C—D 过程按照我们独家四阶段处理：1、爆款出现买巨头—2、巨头开启巨额资本开支买基础设施—3、产业链形成，定价产业链关键环节—4、1-100 的是时候定价供需缺口+应用端。

图25.科技成长的“N”字型投资框架



第七，我们此前反复强调财政收支数据在定价层面体现出积极信号，2024年1-12月，全国一般公共预算收入累计同比增速为+1.3%，前值为-0.6%；一般公共预算支出累计同比增速为+3.6%，前值为+2.8%。2024年12月财政公共预算收支增速均提升，但考虑到非税大幅增长的贡献，以及债务付息对财政资源的挤占，收支结构仍有改善空间。此外，12月财政发力，收入进度显著加快，预算缺口大幅收窄，收支矛盾也有所缓和。可以看到化债和财政存量加速逐步落地带来的积极影响，从趋势上（五期平滑后）我们的大势研判指标——央地财政支出增速差进一步抬升，从11月的-3.49pct进一步回升至12月的-0.05pct，这也为市场在春节后开启反弹提供了基本面维度的支持。

而1-2月的社融数据再次确认这一趋势，今年以来政府债券的发行成为社融增量的主要支持项，政府债券在去年不低的基数下，将增速提升到18.1%，而同期社融存量仅小幅上升至8.2%（前值8%），人民币贷款存量增速则下滑至7.1%（前值7.2%）。政府融资成为社融主要拉动项的特征再次印证当前以财政为核心的宏观策略定价体系的重要性。

图26.社融结构中政府融资的拉动作用仍在增强

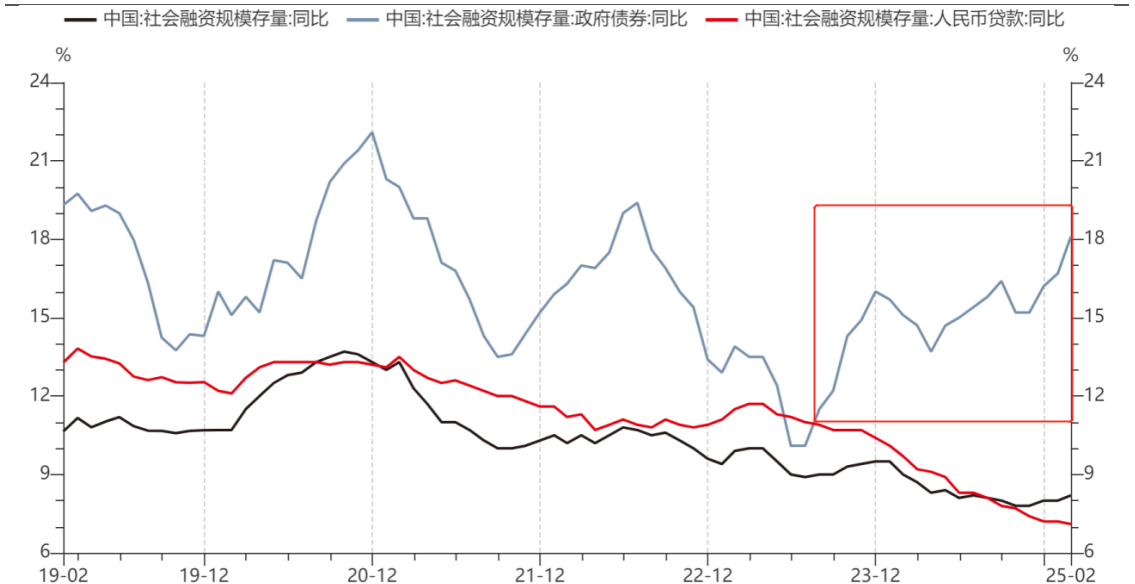


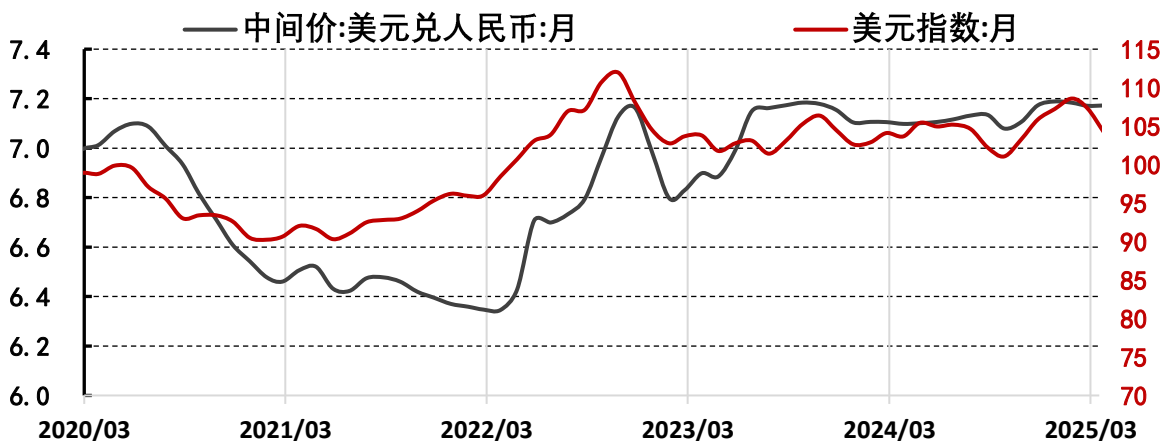
图27.逐步增强的财政支出脉冲为当前指数震荡上行提供基础



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

本周美元指数回弹,截至3月21日本周五,美元指数报收104.1540,上周前值为103.7363。美元兑人民币的即期汇率从7.24上涨到7.26,美元指数创近两周的最高值。在本周的美联储货币政策委员会(FOMC)会议上,决策者们决定继续维持利率不变,暂不降息。美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上安抚市场情绪,表示目前因关税问题而采取激进政策并无必要。他强调,美国经济的硬数据表现强劲,而一些疲软的软数据(如调查数据)可能与特朗普政府初期的动荡有关。他还提到,尽管经济衰退的风险有所上升,但总体仍处于较低水平。此外,鲍威尔指出,美联储此次上调通胀预期主要是由于关税因素,但关税对通胀的具体影响难以精确评估。由于长期通胀预期保持稳定,美联储可以忽略关税对通胀的短期影响。我们认为,美元指数未来仍然很大程度上受到特朗普政策的影响,随着关税带来的通胀预期升高,美元指数存在继续上行的可能,同时当前美联储不急于降息的表态也一定程度上安抚了市场情绪。

图28.本周美元指数震荡上行



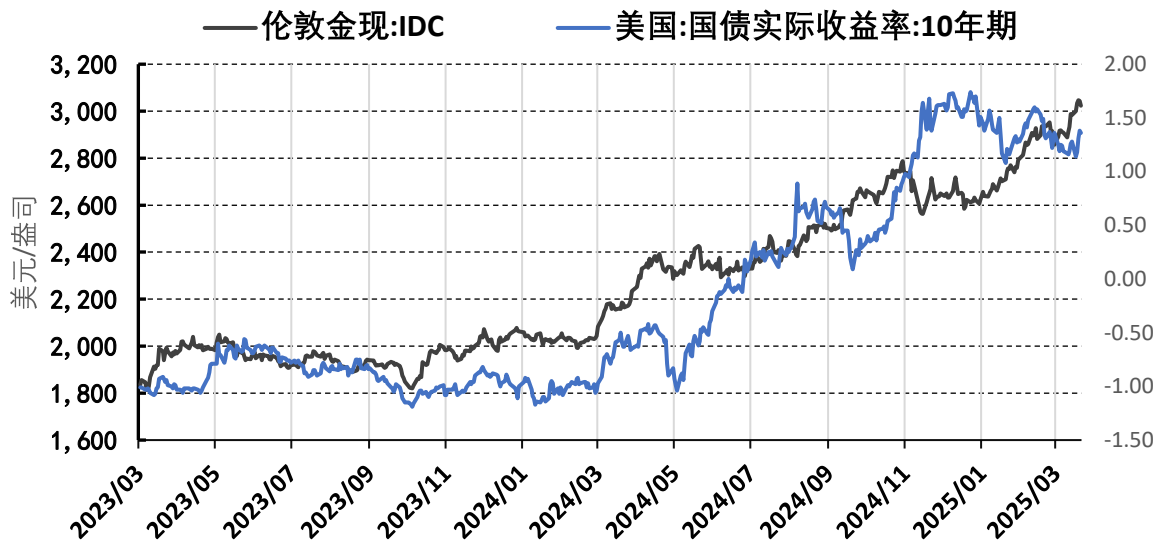
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

COMEX 黄金期货最新价格为3025.50美元/盎司,相较于上周前值2990.00美元/盎司震荡上行,伦敦金现IDC最新价格3022.79,相较于上周前值2983.80震荡上行。其中在周四首次突破3000美元关口的基础上,进一步刷新盘中历史高位至3017.10美元,本周累涨2.82%。本周,全球贸易摩擦升级以及中东局势紧张推动黄金价格震荡上升。此前特朗普表示4月2

日开始征收广泛的对等关税，全球贸易摩擦升级。地缘政治方面，中东局势紧张，3月20日以色列恢复对加沙地带的轰炸和地面行动，导致91名巴勒斯坦人在空袭中丧生，打破了持续两个月的停火协议。此外，3月20日也门胡塞武装对以色列特拉维夫的本-古里安国际机场及红海地区的美军军舰实施军事行动。这些事件显著提升了市场的避险情绪，推动投资者大量买入黄金，从而推高了黄金价格。

我们认为，短期来看特朗普的对等关税政策仍会使金价保持高位震荡；中长期来看，地缘政治也是影响黄金价格走势的重要因素。

图29. 本周金价走势震荡上行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

截止本周五，LME铜本周报收9855.50美元/吨，上周报收9780.50美元/吨，本周铜价持续震荡上行。本周影响铜价上涨可能的原因有：美元指数仍处于较低位置，使得以美元计价的大宗商品对其他货币持有者来说相对价格较低，从而增加了需求，推动铜价的走高。LME铜库存从2025年3月17日的22.77万吨降至3月20日的22.46万吨，库存下降反映了市场对铜的需求依然强劲也支撑了铜价。

图30. 本周铜价震荡上行



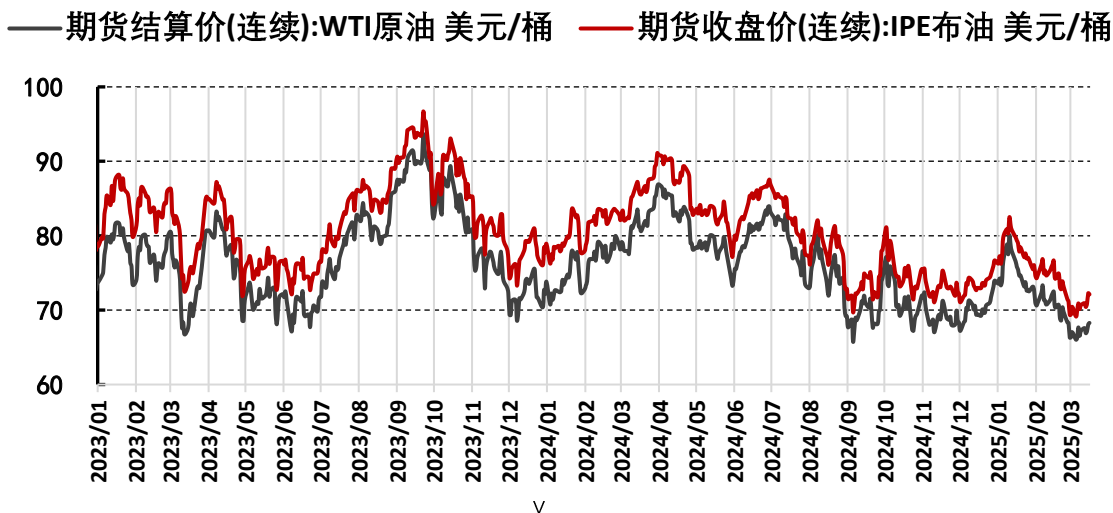
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

原油近期呈现区间震荡上行走势，WTI原油本周结算价68.28美元/桶，上周前值67.18美元/桶；IPE布油本周收盘价72.11美元/桶，上周前值70.65美元/桶。本轮原油价格上涨的主

要驱动力是供应端的扰动以及由此带来的成本支撑。首先，美国在周四宣布了针对伊朗的新制裁措施，制裁对象包括亚洲一家独立炼油厂以及为该炼油厂提供原油的运输船只。鉴于伊朗是全球重要的石油生产国，这些制裁可能导致其石油出口受限，从而显著减少市场供应。其次，OPEC+发布了新的减产计划，要求7个成员国进一步削减石油产量，以弥补之前超出协议产量的部分。值得注意的是，此次减产的幅度预计将超过原计划下个月开始执行的月度增产幅度。

我们认为，石油市场的供求和未来地缘政治的走向是影响油价的关键因素，在美国宣布制裁伊朗石油出口叠加中东地缘政治局势紧张的影响下，油价未来仍然可能继续上升。

图31. 本周原油价格整体回弹



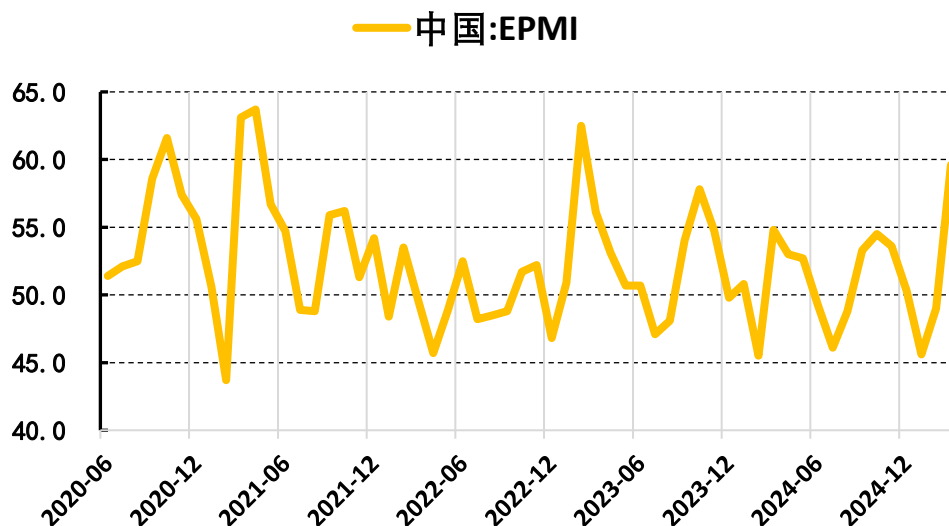
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

## 2. 内部因素：政策发力支撑一季度经济回暖，内生增长修复仍需观察

近期主要公布了2月失业率数据、进出口数据和3月EPMI数据。整体而言，一季度投资和消费活动走强，但2月失业率回升且出口小幅减速，最终导致经济在去年的高水平上轻微下滑。可见年初经济高增长背后更多与稳增长政策的效果有关，而市场主体的内生增长动能不强。往后看，二季度经济往往会呈现出季节性走弱的态势，而经济下滑的斜率更多取决于房地产市场的表现与政策的持续性。

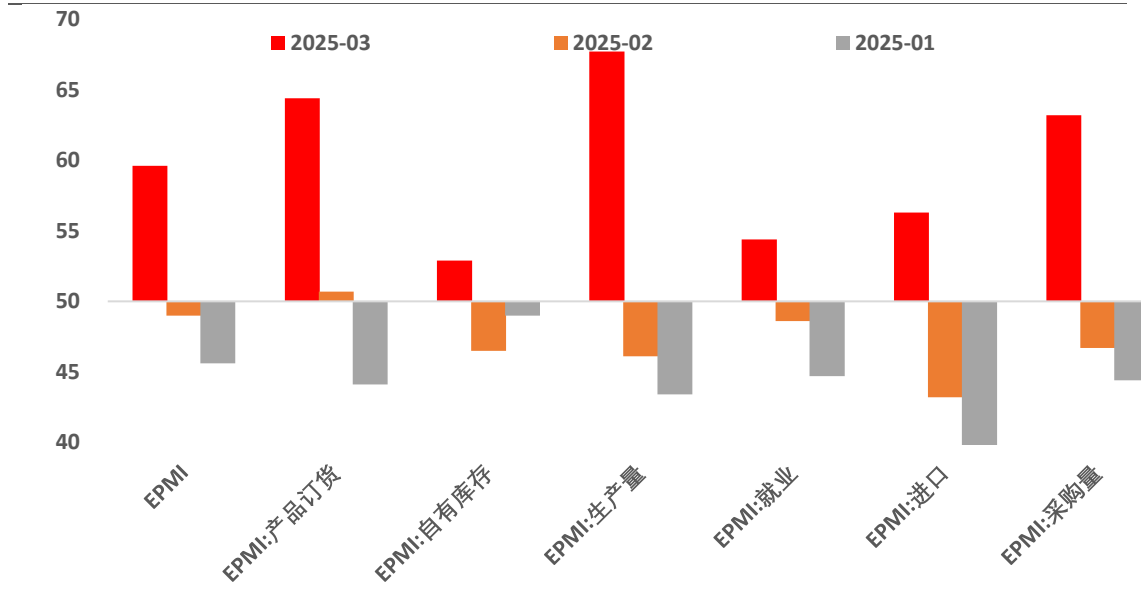
- 3月份，中国战略性新兴产业采购经理指数(EPMI)为59.6%，比上月上涨10.6%，3月处于工业生产旺季，企业生产活动显著恢复，且由于在春节后的季节性因素，与往年同期相比处于偏高水平。从分项来看，同上月相比，产品订货、自有库存、生产量、就业、进口、采购量都大幅回升。从生产端来看，3月生产量指数环比上行21.6%至67.70%，采购量环比上行16.5%至63.20%，自有库存环比上行6.4%至52.90%。从需求端来看，3月产品订货指数环比上行13.7%至64.40。采购量与生产量的同步增长(采购量滞后生产量5.1个百分点)表明供应链效率较高，未出现明显原材料短缺或交付延迟。
- 2025年2月全国城镇调查失业率为5.4%，比上月上升0.2个百分点，失业率的不断提高显示出就业情况总体不太乐观。其中2月份31个大城市城镇调查失业率为5.2%，环比提高0.1%，自2025年以来连续三月失业率处于不断上升趋势，就业市场正在恶化，对经济的可持续发展产生不利影响。
- 1-2月份，按美元计价，2月以美元计价的出口同比下降3%，较前期的上升10.63%相比大幅回落；进口同比上升1.5%，与前置1.02%的上升幅度相比有多扩大。出口同比回落，一方面去年同期基数偏高，另一方面美国对华关税政策落地前的“抢出口”效应在1月已部分释放需求，2月出口动能有所减弱。分国家和地区来看，对美欧等发达经济体出口同比增速回落，东盟依然为我国最大贸易伙伴。2月对东盟出口同比增长5.7%，对美国、欧盟和日本等发达经济体的出口累计同比均仅小幅正增，分别为2.3%，0.6%和0.7%，对非洲出口增速大幅回落至-0.2%。分类产品中，机电产品由于全球电子信息市场回暖与中国产业链升级延续了韧性，集成电路出口同比从5.5%升至11.9%，同时手机、计算机设备及零件等消费电子表现出一定增长，手机同比从-15.8%回升至-3.3%；汽车(包括底盘)、汽车零部件同比分别从12.1%和15.6%下降至2.5%和0.6%，是1-2月出口增速下降的主要原因之一。纺织纱线织物及制品和家具及其零件降幅最为明显，分别回落19.4%和18.7%。高新技术产品出口增速上升1%至5.4%。

图32.3月 EPMI 明显走强



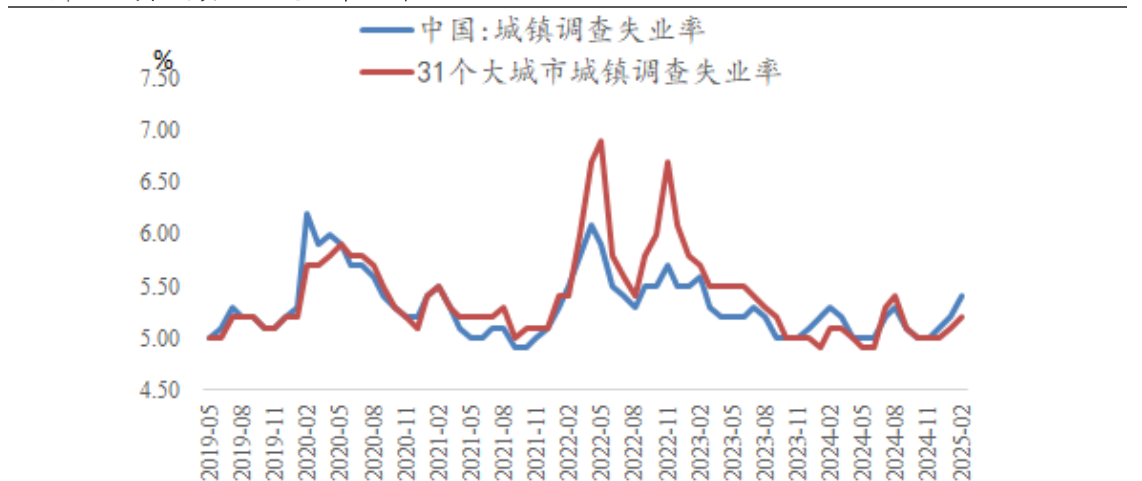
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图33.各分项 EPMI 均有所改善



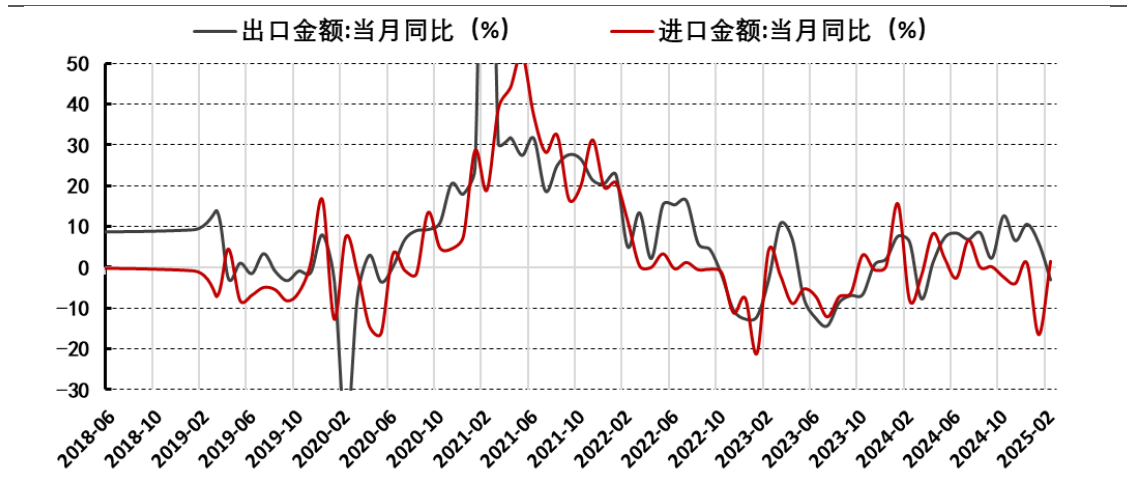
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图34.2月城镇调查失业率上升



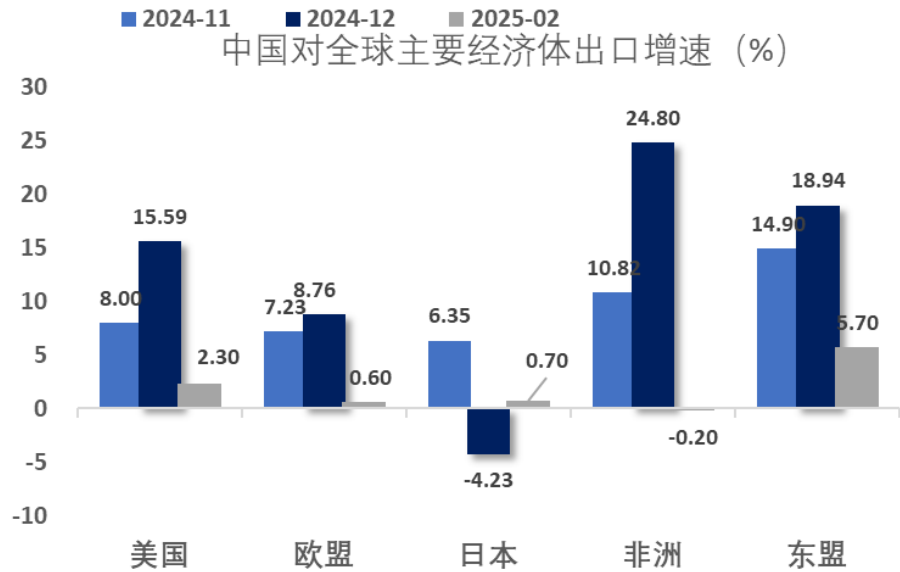
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图35.1-2月进出口同比增速回落



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图36.1-2月对东盟出口保持较高增速



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图37.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2025/3/21	日度	117		-8.43%	0.24%
煤炭行业	煤炭库存	2025/3/21	日度	729	万吨	39.92%	-0.14%
石油化工业	地炼开工率	2025/3/19	周度	50.67	%	-13.74%	-3.04%
	涤纶长丝开工率	2025/3/20	周度	95.50	%	5.66%	1.49%
	焦化企业开工率	2025/3/21	周度	76.39	%	7.08%	3.61%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2025/3/21	周度	81.98	%	7.63%	1.71%
	生铁日均产量	2025/3/10	旬度	188.80	万吨/天	2.40%	-4.93%
	粗钢日均产量	2025/3/10	旬度	196.91	万吨/天	3.60%	-5.62%
	钢材日均产量	2025/3/10	旬度	200.70	万吨/天	4.12%	-12.78%
	建筑钢材品种库存	2025/3/21	周度	304.17	万吨	-45.38%	-4.03%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2025/3/21	周度	86.59	%	7.46%	2.46%
	全钢胎开工率	2025/3/20	周度	69.07	%	-0.56%	-0.06%
	半钢胎开工率	2025/3/20	周度	83.11	%	3.42%	-0.07%
房地产	乘用车销量	2025/3/16	周度	58329	辆/日	0.84%	44.36%
	30大城市商品房成交面积	2025/3/21	日度	28.83	万平方米	-21.07%	-18.55%
	一线	2025/3/21	日度	7.28	万平方米	-19.57%	-18.18%
	二线	2025/3/21	日度	15.90	万平方米	-19.96%	-22.07%
基建	三线	2025/3/21	日度	5.66	万平方米	-25.73%	-7.31%
	石油沥青开工率	2025/3/19	周度	27.20	%	-9.93%	-3.55%
出口	水泥发运率	2025/3/14	周度	33.69	%	2.25%	12.30%
	中国出口集装箱运价指数	2025/3/21	周度	1147.76		-10.21%	-3.69%
商品价格	波罗的海干散货指数	2025/3/21	日度	1643		-25.18%	0.49%
	猪肉	2025/3/21	日度	20.89	元/公斤	3.88%	0.48%
	农产品批发价格指数	2025/3/21	日度	119.06		-3.99%	-0.03%
	蔬菜	2025/3/21	日度	4.83	元/公斤	-6.40%	0.21%
	布伦特原油	2025/3/21	日度	72.16	美元/桶	-16.04%	2.24%
	螺纹钢	2025/3/21	日度	3165.00	元/吨	-11.57%	-2.82%
	南华工业品指数	2025/3/21	日度	3713.34		-7.61%	-1.34%
	南华农业品指数	2025/3/21	日度	1077.41		-2.68%	-0.91%
	玻璃	2025/3/21	日度	1169.00	元/吨	-24.77%	1.30%
LME铜	2025/3/21	日度	9829.00	美元/吨	11.82%	0.72%	

资料来源: wind, 国投证券证券研究所

### 3. 外部因素：3月FOMC会议暂停降息符合预期；鲍威尔提示当前市场担忧情绪过浓，美股止跌企稳

#### 3.1. 美联储3月如期暂停降息，点阵图仍指引年内50bp降息幅度

美东时间3月19日星期三，美联储结束货币政策会议后发布公告，决定维持基准利率在4.25%-4.5%区间不变。

美联储在资产负债表调整策略方面制定了分阶段缩减方案。自4月起，美国国债的月度减持规模将从250亿美元调降至50亿美元，而抵押贷款支持证券的缩减节奏维持既有安排。美联储理事沃勒成为本次会议唯一持异议者，他支持维持联邦基金目标区间不变，但倾向于继续按照目前的步伐减少证券持有量，他在3月21日的公开声明中强调，反对的原因是美国的银行准备金高于充裕水平。对比1月政策声明，本次FOMC会议说明有所变化：首先移除了“实现就业和通胀目标的风险大体均衡”的表述；其次将“经济前景不确定”升级为“经济前景不确定性增加”。

值得关注的是，在政策会议前夕，被成为“美联储传声筒”的《华尔街日报》经济记者Nick Timiraos发表专题分析，揭示鲍威尔主席当前面临的三重困境：既要应对可能引发滞胀的贸易政策冲击，又需化解行政当局的政治施压，同时还要协调联邦公开市场委员会内部日益明显的政策分歧。文章形象地将鲍威尔比作水面下的潜行者——看似姿态平稳，实则通过高强度协调维持政策航向。

最新点阵图表示年内或将再有50bp降息，明年或将有50bp降息，远期的中性利率则几乎没有变化。点阵图表明美联储官员们的立场自12月份以来略有一些偏鹰的变化，当前对中性利率的评估仍存在大范围不确定性。特别值得警惕的是经济预测报告呈现的滞胀特征，2025年实际GDP预期明显下调至1.7%，前次预测为2.1%，2026年下调至1.8%，前次预测为2.0%，2025年核心PCE上调至2.8%，此前为2.5%。

当前对美国滞胀的担忧再次复燃，美联储对经济的评述改为“经济前景不确定性增加”，对经济的预测也呈现“下调GDP+上调PCE”的格局，但回顾最新的经济数据，1月PCE稳定在2.5%，新增非农就业三个月平均增长200万人，2月失业率维持在约4.1%，零售同比下滑至3.1%，数据并未描绘出滞胀的情形。芝加哥联储主席Goolsbee在会后接受采访时表示“关税会推高物价并降低产出。所以这是一种滞胀的冲动，但这并不意味着现在就处于滞胀状态”，“我们所依据的硬数据并不是1970年代那种滞胀情况”。站在当下我们认为，美国经济的不确定性正来源于美国的国际霸权渐弱，各国对关税的反制措施可能会螺旋引发超过关税本身带来的负面效应，而美国目前经济数据的疲软主要来源于对该不确定性担忧引发的前置性防御措施。当下CME对2025年降息的预测依然为三次，对6月降息的概率提升至67.3%，上周为58.1%。

图38.CME 降息预测 (3月22更新)

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	67.3%	22.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	36.4%	46.7%	12.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	25.5%	43.2%	24.0%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.3%	32.0%	36.2%	16.8%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	21.3%	34.0%	26.8%	9.9%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	23.3%	32.9%	24.2%	8.6%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	12.8%	26.1%	30.3%	19.5%	6.4%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	14.2%	26.6%	29.2%	18.2%	5.8%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	16.4%	27.0%	27.2%	16.0%	4.9%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	17.1%	27.0%	26.5%	15.3%	4.6%	0.6%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	17.4%	27.0%	26.2%	15.0%	4.5%	0.5%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.7%	6.7%	16.5%	26.2%	26.3%	16.0%	5.4%	0.9%
2026/12/9	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	24.9%	26.3%	17.3%	6.8%	1.5%	0.2%

资料来源: CME, 国投证券证券研究所

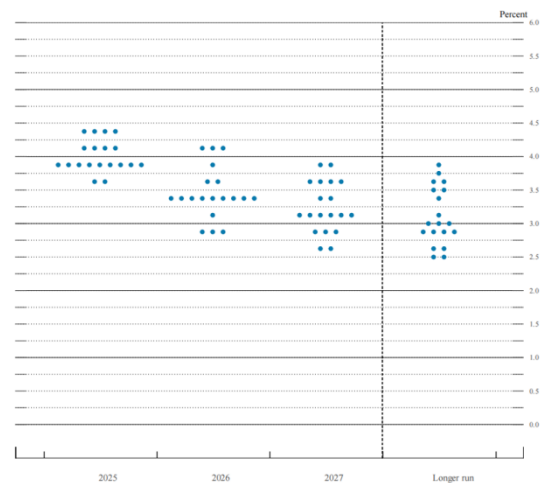
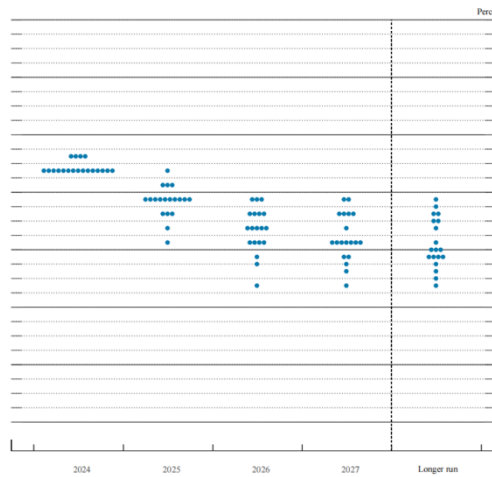
图39.美联储 2024 年 12 月与 2025 年 3 月 FOMC 会议点阵图

For release at 2:00 p.m., EST, December 18, 2024

For release at 2:00 p.m., EDT, March 19, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate.

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate.



资料来源: FED, 国投证券证券研究所

图40.美联储 2024 年 12 月与 2025 年 3 月预测

2024年12月美联储预测															
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.5	2.2	2.0	2.0	2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0	2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	2.0
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0	2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	2.0	2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	2.0
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

2025年3月美联储预测												
Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.2	2.0	2.0	2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	2.0
December projection	2.5	2.2	2.0	2.0	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	2.0
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

资料来源: FED, 国投证券证券研究所

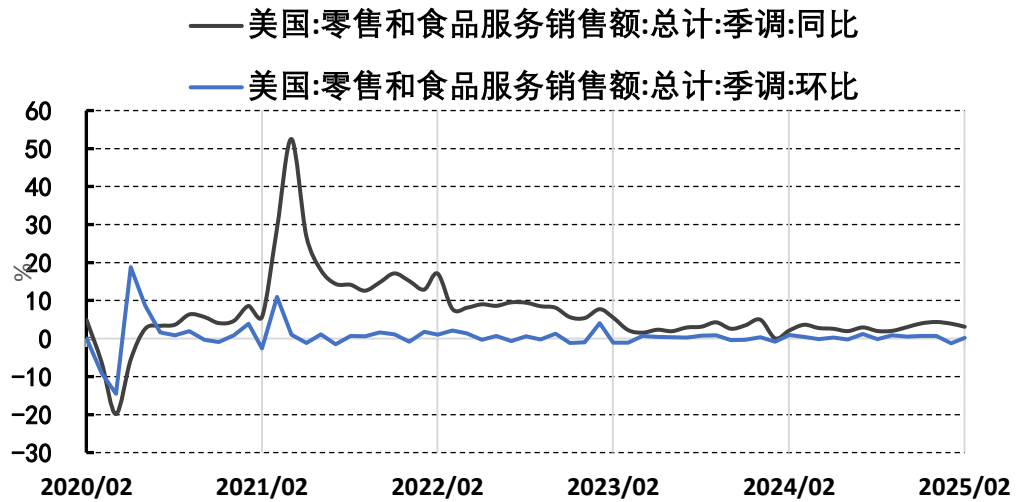
### 3.2. 美国 2 月零售增长不及预期，耐用品分项边际缓和

2 月 18 日本周二，美国人口调查局公布 2 月零售销售数据。美国 2 月零售额环增长 0.2%，不及预期 0.6%，前值为下修为-1.2%，同比增长 3.1%，前值 3.9%。回顾连续下行的 2025 年 3 月的密歇根大学消费者信心指数，美国的消费需求有所降温。

具体来看，美国 2 月零售销售各分项除无店铺商贩和保健与个人护理外均表现疲软。2 月美国除汽车外零售销售环比增长 0.33%，前值-0.64%，同比增长 3.11%，前值 3.91%；2 月核心零售（除汽车和加油站后零售）销售环比上涨 0.47%，前值-0.84%，同比上升 3.47%，前值 3.59%。在该数据统计涉及的 13 个类别中，本月有 7 个类别环比下跌。其中，保健和个人护理环比增长 1.75%，前值为-1.15%，同比增长 6.65%，前值为 4.41%；无店铺商贩环比增长 2.44%，前值为-2.44%，同比增长 6.50%，前值为 3.72%。该两项为各分项中环比增长最显著，其中无店铺商贩零售额以 16.8%的权重为本次零售数据中的最大贡献分析。值得注意的是，汽车、家具、电子产品和建筑材料等耐用品分项环比数据较上月大幅下跌的趋势有所缓和，但依旧表现疲软不抵 2024 年末的数据，其中电子产品和电器同比下滑 5.32%，说明消费者信心不足已切实传导至实际的消费数据中。

美国 2 月零售数据增长不及预期，零售额的放缓受到食品、加油站和耐用品的拖累。本月 CPI/PPI 数据稳定，非农数据小幅不及预期，消费者信心指数连跌，这体现出美国经济与劳动力市场并无实质上的危机，是消费与投资者的信心受特朗普政策不确定性带来的负面影响。值得注意的是，尽管 2 月零售数据有所走弱，但其庞大的基数依然为特朗普制衡各国贸易的底牌之一。

图41.美国 2 月零售数据增长不及预期



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

### 3.3.2 2月成屋销售远超预期，成屋房价同比加速再创新高

3月20日本周四，根据美国全国房地产经纪人协会(NAR)公布的数据，2月美国成屋销售总数年化约426万户，高于预期的395万户和修正后前值408万户。环比方面，2月成屋销售环比上涨4.2%，预期为下跌3.2%，1月前值为下跌4.9%。在同比方面，2月的成屋销售下降1.2%，1月前值为增长2.2%。2月最新的成屋售价中位数同比上涨3.8%至39.8万美元，是连续第20个月同比上涨。

2月成屋库存有所下滑，截至2月底有124万户待售房屋，环比上行5.1%，同比增长17.0%，仍远低于2019年6月新冠疫情爆发前的190万户。按目前的销售速度，库销比约3.5个月，仍低于5个月的库销比。2月份待售时间小于一个月的房屋占售出房屋的50%，1月前值为47%，21%的房屋以高于标价的价格售出。需要注意的是，2月首次购房人的占比仅为31%，高于1月前值的28%，但历史上首次购房者一般占市场的40%左右。按揭贷款利率在9月一度跌至两年来的最低点6.08%，但随后的就业市场、通胀数据、特朗普当选，均增强了人们对美联储将采取更鹰派降息的预期，30年期固定利率抵押贷款截至3月21日，平均为6.87%。

3月18日本周二，美国普查局公布美国2月新屋开工数，2月新屋开工环比增长11.2%，前月为降低11.5%，新屋开工数折年率150.1万套，高于前值135万套。其中单户型住宅开工数增长11.4%，折年数111万套，多户型住宅开工增长10.7%，折年数39.1万套。

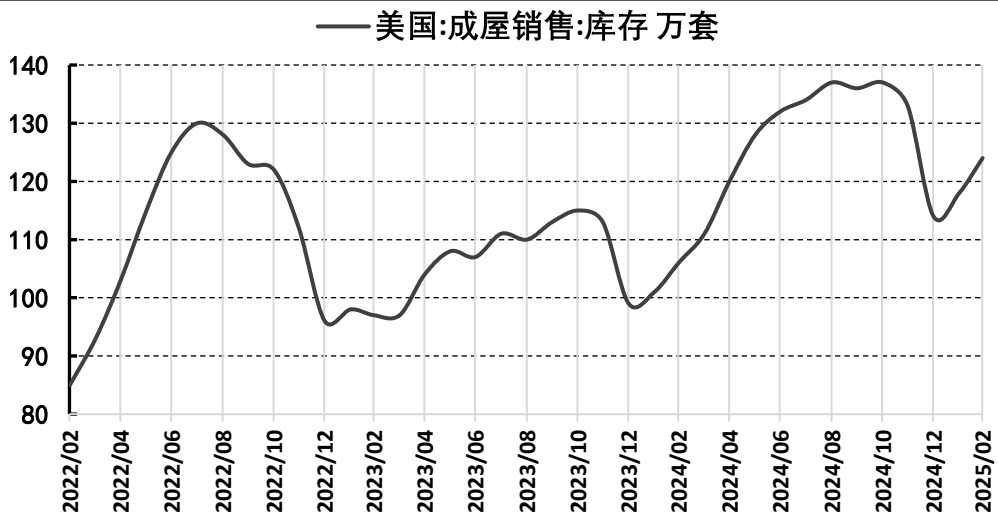
美国2月成屋销售大超预期，然而受关税和攀高的房价影响，建筑商信心指数降至39，为过去6个月最低。本月的成屋销量和库存双双抬升，说明市场上成屋供应显著增加，站在美联储放缓降息进程的当下，房地产开发商提升供给所需的降息幅度，与刺激消费者需求提升的利率降幅间的博弈会收窄楼市复苏的进程。贷款利率高企叠加持续攀升的成屋房价使得消费者“无力购房”，相比之下新房价格正持续走低。高企的房价与美国人民负担能力之间的矛盾仍然是一个紧迫的问题，在利率达到新的供需平衡点之前美国地产市场将继续承压。

图42.美国 2 月成屋销售超预期



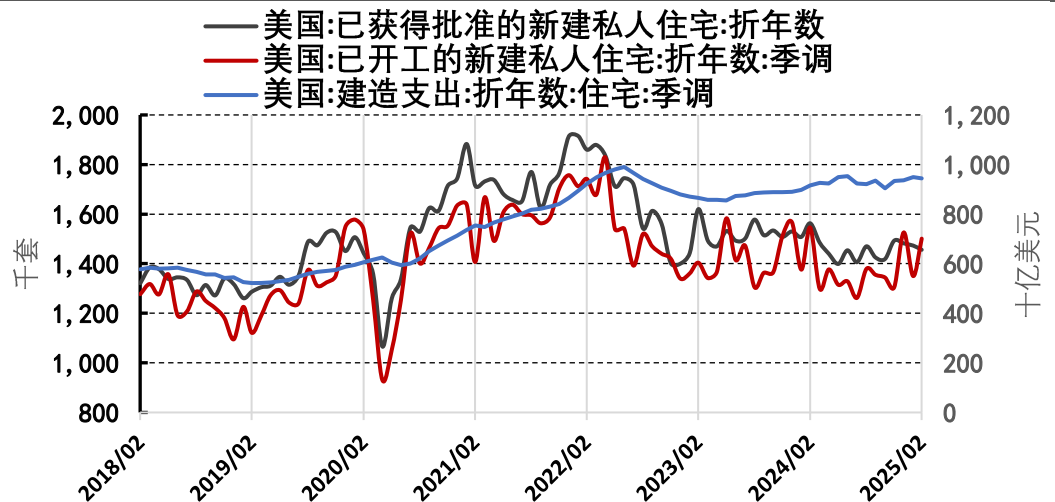
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图43.美国 2 月成屋库存抬升



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图44.美国 2 月新屋开工数上升



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**国投证券证券研究所****深圳市****地 址：** 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层**邮 编：** 518046**上海市****地 址：** 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层**邮 编：** 200082**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034