

多元资产月报（2025年4月）

国内交易逻辑回归基本面，关税政策搅动海外变局

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 WEIWEI170@pingan.com.cn
陈骁	投资咨询资格编号 S1060516070001 CHENXIAO397@pingan.com.cn
刘璐	投资咨询资格编号 S1060519060001 LIULU979@pingan.com.cn
张亚婕	投资咨询资格编号 S1060517110001 ZHANGYAJIE976@pingan.com.cn
郭子睿	投资咨询资格编号 S1060520070003 GUOZIRUI807@pingan.com.cn
张君瑞	投资咨询资格编号 S1060519080001 ZHANGJUNRUI748@pingan.com.cn
陈潇榕	投资咨询资格编号 S1060523110001 CHENXIAORONG186@pingan.com.cn
马书蕾	投资咨询资格编号 S1060524070002 MASHULEI362@pingan.com.cn

研究助理

校星	一般证券业务编号 S1060123120037 XIAOXING407@pingan.com.cn
靳旭媛	一般证券业务编号 S1060124070018 JINXUYUAN745@pingan.com.cn

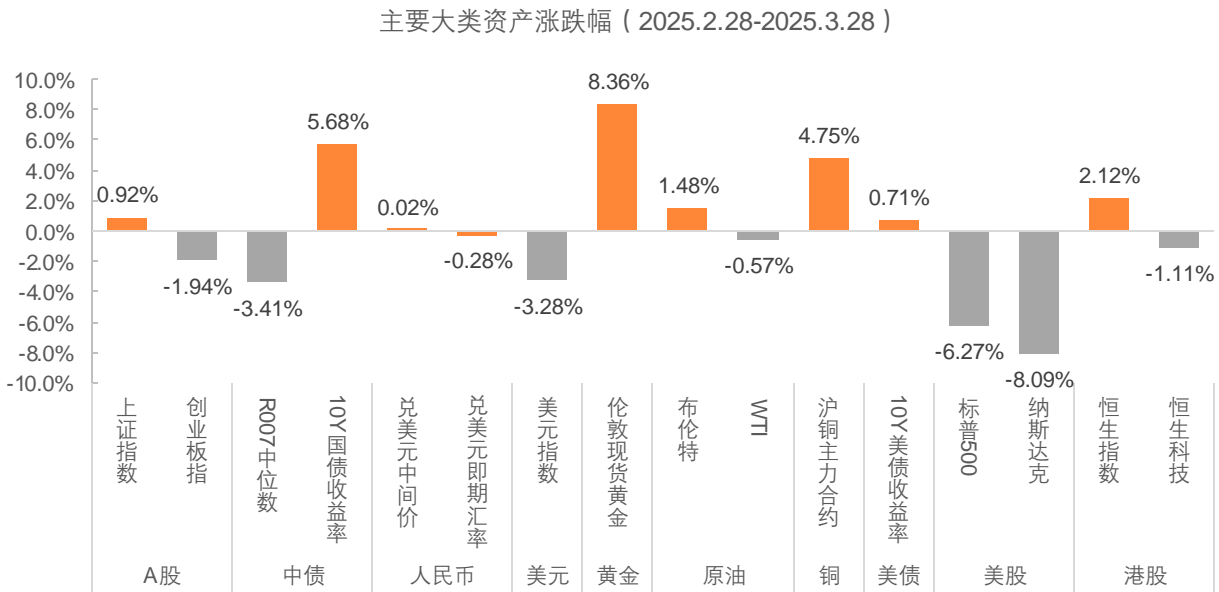


平安观点：

- 3月公布的经济数据显示内需好于外需，供给端修复好于需求端。从基本面看，1-2月工业增加值同比保持较快增长；投资端整体平稳，地产的拖累有所缓和；消费端受政策提振，通讯器材等分项快速增长；出口动能有所放缓。物价方面，CPI与PPI同比继续在低位区间运行，显示总需求仍疲弱。流动性方面，地方债继续支撑社融增长，居民信贷呈现韧性。政策方面，3月两会定调宏观政策“更加积极有为”，产业政策聚焦内需筑基、创新开局。在此背景下，A股走势震荡，并实现了由小盘成长向大盘红利的切换；债市资金利率高位回落，收益率先上后下；人民币汇率窄幅波动，在美元走弱背景下小幅升值，但表现弱于非美货币。
- 3月境外资产交易逻辑从衰退预期转向滞胀担忧。3月初美国公布的2月就业数据偏弱，市场衰退预期持续；后伴随中旬公布的2月CPI全面降温叠加美联储3月会议略偏鸽并宣布4月放缓缩表，部分缓解市场对特朗普关税政策可能导致降息减少的担忧；但月底受特朗普关税政策扰动叠加2月PCE显示通胀粘性，市场滞胀担忧升温。在上述背景下，境外资产大体呈现美股、美债利率低位震荡、美元大幅下跌后止跌企稳的格局。具体看，美股受经济预期、特朗普关税政策拖累较为明显；短端美债更多定价降息预期升温，长端美债更多受通胀预期及名义增速支撑上行，曲线趋于陡峭；美元指数还受德国突破财政限制事件影响，先跌后涨。此外，港股受两会提振，以及科技龙头财报和美股表现等扰动因素影响，波动加大。
- 展望4月，国内高频和领先经济指标显示生产季节性回暖，经济基本面继续稳步修复。一是工业高频数据显示传统旺季下生产保持回升，3月制造业PMI也继续处于荣枯线上；二是物价高频数据显示CPI有望逐步回升，但PPI或仍在低位运行；三是地产高频数据显示，30个大中城市商品房成交套数与成交面积维持在2024年同期水平附近，但仍低于历史均值。总体而言，预计生产端在季节性旺季需求下继续回暖，制造业景气有望稳步回升，房地产市场修复节奏仍有待观察。往后看，A股迎来业绩密集期，基本面因子的定价权重在增加，企业盈利的确认将进一步驱动行情走向纵深分化，预计“四月决断”以基本面改善为主导。债市收益率预计在震荡中小幅下探，原因在于MLF招标方式调整一定程度上验证了央行边际转松的信号，可以关注地方债补涨、曲线陡峭的6Y国开债等结构性机会。人民币短期在美元震荡、中美负向利差高位、政策维稳倾向等因素影响下，料将继续保持窄幅震荡。

- 展望 4 月，预计美国经济基本面温和降温。**一是劳动力市场温和放缓，政府裁员的拖累或加大，但前瞻指标显示政府裁员对私人部门劳动力市场的负面影响未明显扩散；二是居民消费能力仍有支撑+通胀预期升温，或制约通胀下行。此外，4 月对等关税以及部分行业关税或将落地，政策扰动下滞胀预期可能继续发酵；但从政策表态来看，美国对盟友国家的关税政策或有较大谈判空间，需关注关税对通胀影响的预期差。在此背景下，**美股**因估值已大幅回落，且负面业绩预期已较多 price in，底部有一定支撑，但特朗普关税等政策以及经济数据或加剧美股波动。**美债**收益率下行空间有限，主因美债利率本轮回调已较为充分，而目前看美国经济仅温和放缓，并未明显走弱。**港股**处于估值修复后的震荡调整期，市场继续等待新的催化剂，关注特朗普关税政策扰动以及 4 月政治局会议政策信号。**金价**在避险情绪发酵下，预计仍将维持上行；但 4 月特朗普关税政策不确定性的扰动加大，金价波动率将呈现一定放大。
- 风险提示：**1) 当前政府对于 2025 年宏观政策的积极取向进行了明确定调，但若政策后续的部署和落地低于预期，则可能影响资本市场的整体表现。2) 若后续经济基本面并未出现明显改善，A 股上市公司企业盈利将相应遭受负面影响，人民币汇率的贬值压力将进一步增大。3) 当前货币政策已经明显转向宽松，若后续货币政策再度超预期收紧，A 股市场流动性将面临过度收紧的风险，无风险利率上移，对利率债资产形成调整压力。4) 若特朗普政策出现超预期变化，并对美国经济乃至全球政治经济格局产生重大影响，则可能加剧相关资产价格的波动。5) 若美国经济基本面表现超预期，通胀回落的节奏放缓，甚至在特朗普政策的影响下出现“再通胀”，则可能进一步放缓美联储的降息操作，并进而对境外相关资产造成冲击，也可能加剧国内资产的波动。6) 全球地缘政治冲突加剧，中美关系再起波澜，都可能影响相关资产价格的表现。

图表1 2025 年 3 月主要大类资产表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

注: 利率及汇率指标保留原始口径未做调整; 标橙资产为上涨, 标灰资产为下跌。

正文目录

一、 宏观经济背景	6
1.1 国内经济：政策支持全年经济开局向好	6
1.2 海外经济：美国滞胀阴云渐起，特朗普政策扰动市场	9
二、 A股	12
2.1 3月回顾：小切大，高切低	12
2.2 4月展望：景气指引四月决断	13
三、 固收	14
3.1 3月回顾：资金利率高位回落，收益率先上后下	14
3.2 4月展望：收益率震荡小幅下探，关注结构性机会	15
四、 汇率	16
4.1 美元：多空交织下将双向震荡	16
4.2 人民币：短期料将保持窄幅波动	16
五、 境外市场	18
5.1 港股：估值优势仍在，关注结构机会	18
5.2 美股：估值回调明显，短期低位震荡	19
5.3 美债：利率进一步下行空间有限	20
六、 大宗商品	21
6.1 黄金：避险情绪持续发酵，预计金价维持上行	21
6.2 铜：美国关税担忧发酵，旺季到来驱动铜价	22
6.3 原油：OPEC+增产压制油价，美国制裁支撑需求	23
七、 风险提示	26

图表目录

图表 1	2025 年 3 月主要大类资产表现	2
图表 2	2025 年 2 月主要经济数据跟踪	6
图表 3	2 月物价水平整体仍在低位运行	7
图表 4	2 月采掘工业 PPI 环比回落 1.3% (%)	7
图表 5	2 月社融存量同比 8.2%，较前值回升 0.2%	7
图表 6	2 月新增社融各分项同比增量	7
图表 7	3 月以来主要政策措施总结	8
图表 8	3 月制造业 PMI 指数季节性回升	9
图表 9	30 大中城市商品房成交套数仍低于历史均值	9
图表 10	美国 2025 年 2 月失业率上行至 4.1%	10
图表 11	预期 2025 年将于 6、7、12 月分别降息 25BP	10
图表 12	特朗普 3 月以来政策及言论汇总	11
图表 13	3 月风格切换至大盘红利	13
图表 14	3 月黄金珠宝、鸡产业、稀土等概念领涨	13
图表 15	3 月有色金属等涨价链，社会服务等消费链，国防军工等新质链，以及红利板块涨幅靠前	13
图表 16	3 月全 A 日均成交额较上月回落 16.2% 至 1.5 万亿元	14
图表 17	3 月资金利率高位回落	15
图表 18	3 月国债收益率先上后下	15
图表 19	3 月美元指数大幅下行后止跌企稳，收于 104.0	16
图表 20	2025 年 3 月美元指数与人民币汇率	17
图表 21	2025 年 3 月 CFETS 人民币汇率指数回落	18
图表 22	2 月银行结售汇保持逆差 (亿美元)	18
图表 23	港股 3 月高位震荡，波动加大	19
图表 24	3 月恒生指数行业涨跌幅	19
图表 25	3 月国际中介持股占比先升后降	19
图表 26	3 月南向资金流入规模扩大	19
图表 27	美股 3 月止跌企稳后再度回落	20
图表 28	3 月标普 500 行业成份涨跌幅(总市值加权)	20
图表 29	标普 500 估值略高于近 10 年均值	20
图表 30	纳斯达克 100 估值接近近 10 年均值	20
图表 31	3 月份美债收益率低位震荡 (%)	21
图表 32	3 月美债 10Y-2Y 期限利差扩大	21
图表 33	COMEX 金&美国实际利率走势	22

图表 34	全球黄金储备及同比增速	22
图表 35	美国主要经济指标走势	22
图表 36	SPDR 黄金 ETF 持仓尚处低位	22
图表 37	SHFE 铜收盘价&LME3 个月铜收盘价	23
图表 38	国内铜社会库存走势（横轴：月）	23
图表 39	铜精矿现货 TC 持续走低	23
图表 40	铜下游开工率	23
图表 41	原油期货收盘价和美国实际利率走势	24
图表 42	美国原油库存走势	24
图表 43	美国汽油日需求量(千桶)	25
图表 44	中国和美国冶油厂开工率（%）	25

一、宏观经济背景

1.1 国内经济：政策支持全年经济开局向好

本月公布的经济数据显示内需好于外需，供给端修复好于需求端。投资端整体平稳增长，地产拖累缓和。1-2月固定资产投资累计同比增4.1%，较去年底加快0.9pct；其中，制造业投资同比9.0%（前值9.2%）和基建投资同比10.0%（前值9.2%）均继续保持高增；房地产投资累计同比-9.8%，降幅较去年底收窄0.8pct。消费端受政策提振效果明显。1-2月社零总额同比增4.0%，通讯器材在消费品以旧换新政策扩围加码下，同比增速较去年12月大幅提高12.2pct至26.2%。出口端动能有所放缓。1-2月出口金额累计同比增2.3%，2月同比-3.0%（前值6.0%），抢出口现象仍存。分地区看，1-2月对美、欧盟出口同比增速下滑，对东盟出口增速则提高2.5pct至5.7%。分产品看，高新技术产品增速提高2.5pct至5.4%，手机、集成电路等产品增速回升。生产端继续保持高景气。1-2月工业增加值同比增长5.9%，较去年全年放缓0.3pct，高景气延续，结构上高技术制造、装备制造业继续保持高增。

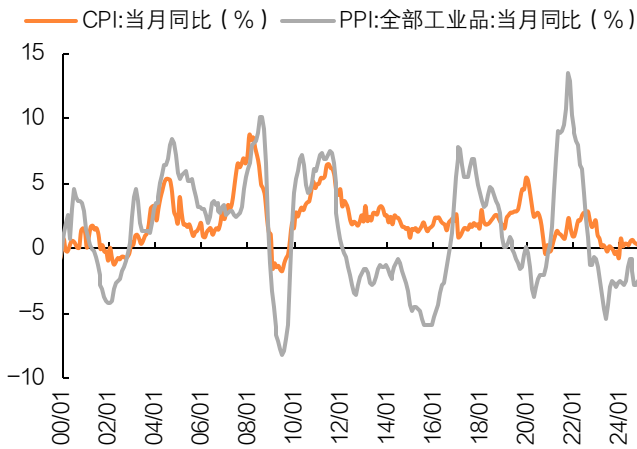
图表2 2025年2月主要经济数据跟踪

月度数据		较上期变化	25/02	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	23/12	
工业生产	工业增加值:累计同比	▲	-0.3	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6	6.7	4.5	7.0	6.8
	其中: 采矿业	▲	1.9	4.3	2.4	4.2	4.6	3.7	3.7	4.6	4.4	3.6	2.0	0.2	2.3	4.7
	制造业	▼	-0.5	6.9	7.4	6.0	5.4	5.2	4.3	5.3	5.5	6.0	7.5	5.1	7.7	7.1
	电燃水生产供应业	---	0.0	1.1	1.1	1.6	5.4	10.1	6.8	4.0	4.8	4.3	5.8	4.9	7.9	7.3
	高技术产业	▲	1.2	9.1	7.9	7.8	9.4	10.1	8.6	10.0	8.8	10.0	11.3	7.6	7.5	6.4
消费	社零总额:累计同比	▲	0.3	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1	5.5	7.4
	其中: 商品零售	---	0.0	3.9	3.9	2.8	5.0	3.3	1.9	2.7	1.5	3.6	2.0	2.7	4.6	4.8
	餐饮收入	▲	1.6	4.3	2.7	4.0	3.2	3.1	3.3	3.0	5.4	5.0	4.4	6.9	12.5	30.0
投资	固定资产投资:累计同比	▲	0.9	4.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2	3.0
	其中: 制造业	▼	-0.2	9.0	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4	6.5
	房地产	▲	0.8	-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6
	基建	▲	0.8	10.0	9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8	8.8	9.0	8.2
	民间固定资产投资:累计同比	▲	0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.4	-0.4
地产	商品房销售面积:累计同比	▲	7.8	-5.1	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1	-18.0	-18.6	-19.0	-20.3	-20.2	-19.4	-20.5	-8.5
	商品房销售额:累计同比	▲	14.5	-2.6	-17.1	-19.2	-20.9	-22.7	-23.6	-24.3	-25.0	-27.9	-28.3	-27.6	-29.3	-6.5
	房屋新开工面积:累计同比	▼	-6.6	-29.6	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2	-22.5	-23.2	-23.7	-24.2	-24.6	-27.8	-29.7	-20.4
	70大中城市:新房价格:环比	---	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4
	70大中城市:二手房价格:环比	---	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.5	-0.6	-0.8
月度数据		较上期变化	25/02	25/01	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	
出口	出口: 累计同比	▼	-3.7	2.3	6.0	5.9	5.4	5.3	4.5	4.7	4.2	3.7	2.7	1.5	7.1	
	出口: 当月同比	▼	-9.0	-3.0	6.0	10.6	6.6	12.7	2.4	8.6	6.9	8.5	7.4	1.3	-7.6	6.3
	分地区: 美国	▼	-9.8	2.3	12.1	15.6	8.0	8.1	2.2	4.9	8.1	6.6	3.6	-2.8	-15.9	5.0
	欧盟	▼	-10.2	0.6	10.8	8.8	7.2	12.7	1.3	13.4	8.0	4.1	-1.0	-3.6	-14.9	-1.3
	东盟	▲	2.5	5.7	3.2	18.9	14.9	15.8	5.5	9.0	12.2	15.0	22.5	8.1	-6.3	6.0
	日本	▼	-0.1	0.7	0.8	-4.2	6.3	6.8	-7.1	0.5	-6.0	0.9	-1.6	-10.9	-7.8	-9.7
	韩国	▲	0.1	-2.6	-2.7	4.0	-2.6	5.0	-9.2	3.4	0.8	4.1	3.6	-6.1	-12.1	-9.9
	分商品: 高新技术产品	▲	2.5	5.4	2.9	4.4	6.5	9.3	-0.7	9.6	12.1	6.8	8.6	4.5	-0.8	0.2
	机电产品	▼	-3.9	4.2	8.1	12.3	8.1	14.1	3.8	12.4	10.4	8.1	8.3	3.8	-5.2	8.5
	家用电器	▼	-4.6	6.3	10.9	14.1	10.2	23.2	5.2	12.3	17.4	18.7	19.6	13.9	-0.6	20.8
	手机	▲	9.5	-3.3	-12.8	-15.8	-0.3	-0.4	-4.9	17.1	5.7	2.7	8.1	7.7	2.1	-18.2
	集成电路	▲	7.9	11.9	4.0	5.5	11.1	17.9	6.5	18.6	28.7	24.0	30.4	18.9	13.3	24.3
	自动数据处理设备及零部件	▼	-0.8	10.5	11.3	9.8	16.5	15.8	4.7	11.6	19.9	10.4	7.0	9.2	6.3	3.9
汽车(包括底盘)	▼	-5.3	2.5	7.8	12.1	-7.7	4.0	25.7	32.6	13.8	12.6	16.7	28.8	29.1	12.6	

资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

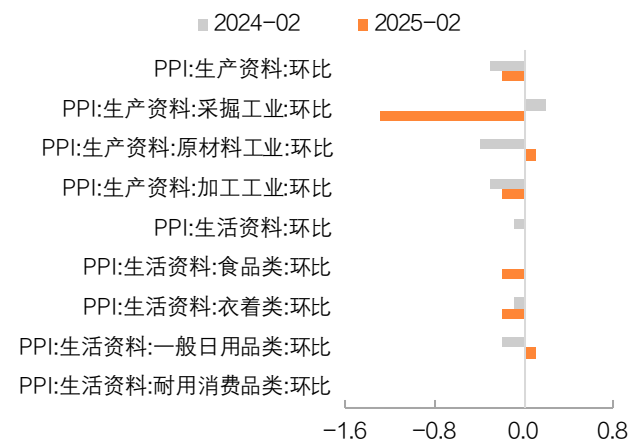
价格方面，2月物价水平仍在低位运行，CPI同比由涨转降，PPI同比降幅收窄。1) CPI同比由涨转降，食品与服务价格均有回落。2月CPI同比-0.7%（前值0.5%），环比-0.2%（前值0.7%），主要受春节错月、天气与供应链改善、汽车降价促销等影响。结构上，食品价格环比下跌0.5%，其中鲜菜、猪肉价格环比分别回落3.8%、1.9%拖累较大；服务价格环比下跌0.5%，其中旅游分项价格在上月高基数下环比回落4.4%。2) PPI同比降幅略有收窄，采掘分项拖累较大，生活资料价格相对稳定。2月PPI同比-2.2%，降幅较前月小幅收窄0.1pct；环比-0.1%，降幅较前月收窄0.1pct，主要受到部分行业需求边际改善，以及国际大宗商品价格波动传导等因素影响。结构上，生产资料PPI环比回落0.2%持平前值，其中采掘分项在采暖季尾声等影响下环比回落1.3%；生活资料PPI环比持平（前值持平）。总体而言，CPI同比由涨转降，PPI同比降幅有所收窄但仍低迷，物价整体仍处于低位区间。

图表3 2月物价水平整体仍在低位运行



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

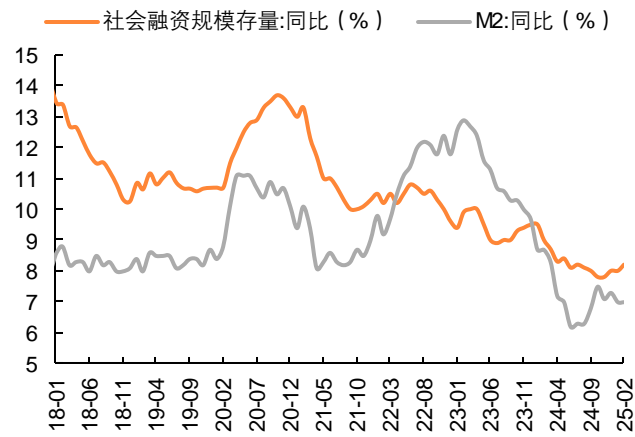
图表4 2月采掘工业PPI环比回落1.3% (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

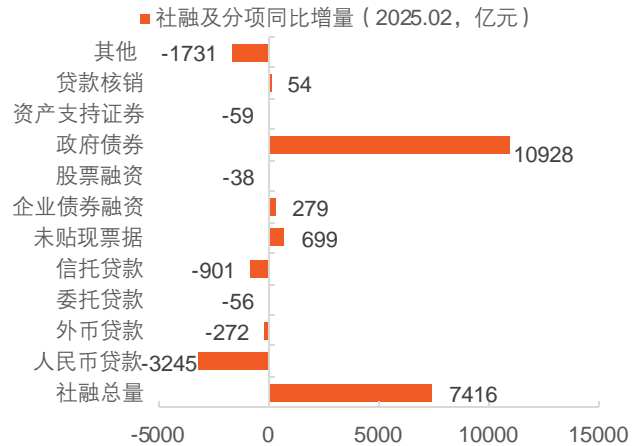
流动性方面，地方债继续支撑社融增长，居民信贷呈现韧性。2月新增社融2.23万亿元，同比多增7416亿元，其中地方债务置换带动的政府债多增是主要贡献，2月政府债融资1.69万亿元，同比多增1.09万亿元。2月社融存量同比8.2%，较前值回升0.2%。金融机构口径新增人民币贷款1.01万亿元，同比少增4400亿元。其中，企业端融资仍偏弱，2月同比少增5300亿元，结构上呈现票据冲量特征，票据融资同比多增4460亿元，而短贷和中长贷同比分别少增2000亿元、7500亿元；居民端融资在“两新”政策扩围加码等促消费政策刺激下呈现韧性，2月同比多增2016亿元，其中短贷在低基数下同比多增2127亿元，中长贷同比略少增112亿元，地产端修复进程仍待观察；在此基础上，新口径M1增速回落0.3pct至0.1%，M2增速持平于前值的7.0%。

图表5 2月社融存量同比8.2%，较前值回升0.2%



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表6 2月新增社融各分项同比增量



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

政策方面，3月两会定调宏观政策“更加积极有为”，产业政策聚焦内需筑基、创新开局。其一，宏观调控政策方面，2025年3月5日，李强总理代表国务院在十四届全国人大三次会议上作《政府工作报告》，整体宏观政策定调“更加积极有为”，设定全年GDP增速目标为5%。CPI目标调降1pct至2%，从上限约束调整为增速目标，城镇调查失业率目标5.5%左右持平去年，城镇新增就业目标1200万人以上持平去年；财政政策延续“更加积极”基调，赤字率目标设定为4%（较去年+1pct），赤字规模5.66万亿元（较去年+1.6万亿元），特别国债1.8万亿元（较去年+0.8万亿元），专项债4.4万亿元（较去年+0.5万亿元）；货币政策延续“适度宽松”基调，明确提出“适时降准降息”，并提出“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进股市楼市健康发展”。其二，产业政策方面，政府工作报告主要聚焦两大方向，一是以提振消费为抓手全方位扩内

需，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列在全年工作首位，提出“使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。具体操作上，安排超长期特别国债 3000 亿元（去年 1500 亿元）支持以旧换新，另拟安排中央预算内投资 7350 亿元（去年 7000 亿元）更大力度支持“两重”建设。后 3 月 16 日国务院印发《提振消费专项行动方案》，从促进居民增收、服务消费提质、大宗消费更新升级等多方面全方位扩大国内需求。二是因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系，今年新增提出深海科技、具身智能、6G 等新兴产业与未来产业赛道，并提出大模型应用、人工智能手机和电脑、智能机器人、5G 规模化应用等数字经济产业，着重强调 AI 技术赋能千行百业。在本次两会首次提及“深海科技”后，上海、青岛、浙江、厦门等多地部署海洋产业发展规划，发展海洋经济。

图表7 3月以来主要政策措施总结

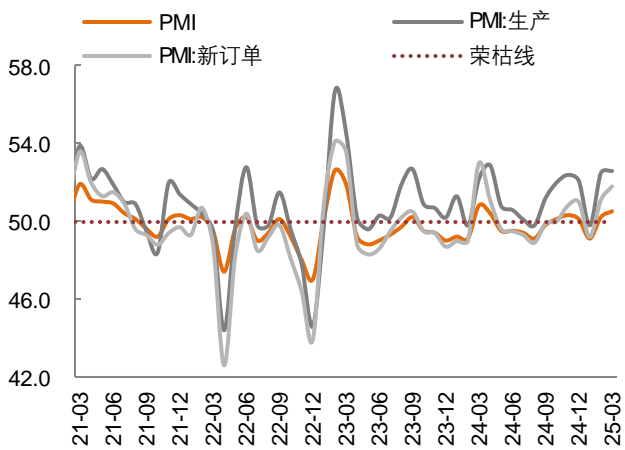
发布日期	部门/会议	会议/通知/文件	主要内容
2025/3/5	十四届全国人大三次会议	《2025 年政府工作报告》	2025 年全年经济目标为国内生产总值增长 5%左右，城镇调查失业率 5.5%左右，城镇新增就业 1200 万人以上，居民消费价格涨幅 2%左右。 财政政策方面，拟按 4%左右安排赤字率，赤字规模 5.66 万亿元；拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，特别国债 5000 亿元支持国有大型商业银行补充资本，地方政府专项债券 4.4 万亿元。货币政策方面，实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，优化和创新结构性货币政策工具，完善利率形成和传导机制。产业政策方面，以提振消费为抓手全方位扩内需，以及因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。
2025/3/6	国务院办公厅	《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》	科学设计、精准实施再贷款等结构性货币政策工具；深化资本市场投资端改革，壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；加大对突破关键核心技术的科技型企业的股权融资支持力度；发挥多层次资本市场支持科技创新关键枢纽作用，着力投早、投小、投长期、投硬科技。
2025/3/6	金融监管总局	《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》	提出将范围扩大至试点城市所在省份，支持符合条件的商业银行发起设立金融资产投资公司，支持保险资金参与试点。
2025/3/14	呼和浩特市政府	《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》	发放育儿补贴实施细则；生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元；生育二孩补贴 5 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上补贴 10 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 10 周岁。
2025/3/16	国务院	《提振消费专项行动方案》	多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点，强化央企国企控股上市公司市值管理，依法严厉打击资本市场财务造假和上市公司股东违规减持等行为。进一步丰富适合个人投资者投资的债券相关产品品种。鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率。支持金融机构按照市场化法治化原则优化个人消费贷款偿还方式，有序开展续贷工作。
2025/3/18	交通运输部、发改委、财政部	《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》	部署实施国三、国四营运货车报废更新，2025 年期间，提前报废旧车最高补贴 4.5 万元/辆，购买新车最高补贴 9.5 万元/辆。
2025/3/18	青岛市海洋发展局	青岛市委海洋委全体会议	审议《中共青岛市委海洋发展委员会 2025 年工作要点》《青岛市现代海洋特色产业集聚区建设行动方案》《关于进一步加强海上船舶安全管理的意见》等文件。强调要聚焦“4+4+2”海洋重点产业方向，加快涉海重大项目招引建设，打造一批海洋特色产业集聚区，培育发展海洋新质生产力。大力推进国际航运中心建设。
2025/3/19	国务院	《关于进一步强化食品安全链条监管的意见》	提出 8 个方面共 21 条具体措施，包括建立实施散装液态食品运输准运制度，建立跨境电商零售进口食品负面清单，加强网络订餐线上线下一体化监管等。
2025/3/19	交通运输部、发改委、财政部	《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	对更新新能源城市公交车每辆车平均补贴 8 万元；其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴 4.2 万元。
2025/3/20	交通运输部、发改委、财政部	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	推进中药药品价值评估和配备使用。 开发中医药临床疗效评价大模型，促进人用经验向临床证据转化。加强中药配备使用，优化中药集中采购、招标采购政策，实现优质优价。

2025/3/20	上海市海洋局	《上海市海洋产业发展规划（2025-2035年）》	宣布将出台《上海市海洋产业发展规划（2025-2035年）》和《上海市海洋观测网规划（2025-2035年）》，同时印发《关于推动上海海洋经济高质量发展加快建设现代海洋城市的实施意见》，以强化战略引领，谋篇布局做好海洋文章。
2025/3/21	中国人民银行	一季度货币政策例会	加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，择机降准降息。明确将推动社会综合融资成本“下降”而非上季度的“稳中有降”。对于支持资本市场的两项货币政策工具，会议提出“探索常态化的制度安排”。
2025/3/21	国务院	国常会	研究建立健全涉企收费长效监管机制有关举措，指出要健全涉企收费目录清单制度，清单之外一律不得收费。要加大违规收费治理力度。另外审议通过《婚姻登记条例（修订草案）》，加快推进实现婚姻登记“全国通办”。
2025/3/26	商务部	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	优化入境政策和消费环境、更好发挥免税店和离境退税政策作用等，支持上海、北京、广州、天津、重庆加快国际消费中心城市培育建设。

资料来源：国务院，金融监管总局，央行，商务部，交通运输部，呼和浩特市政府，上海市海洋局，青岛市海洋发展局，平安证券研究所

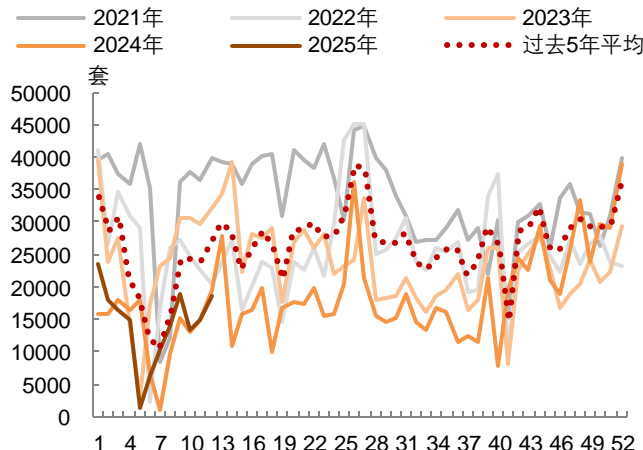
展望下月，高频和领先经济指标显示生产季节性回暖，经济基本面稳步修复。其一，从工业高频数据来看，3月份电炉、高炉炼铁、螺纹钢、水泥熟料等工业生产在传统旺季需求下，开工率与产能利用率均明显回升，钢铁呈现量增价减态势，国内粗钢日均产量同比增速近10%，螺纹钢价格则持续下降，PO42.5散装水泥均价自2月触底以来持续回升；汽车轮胎开工率在2月快速上行后保持相对稳定；石油沥青、纯碱、聚氯乙烯开工率则保持平稳震荡。其二，从物价高频数据来看，3月份商务部公布的食用农产品价格指数降幅收窄（3月环比回落1.8%，降幅较上月收窄2.3pct），或将带动CPI逐步回升；生产资料价格指数3月环比-0.3%，较上月回落0.4pct，预计3月PPI或仍在低位区间运行。其三，从PMI数据来看，3月制造业PMI录得50.5%（前值50.2%），且生产指数、新订单指数分别录得52.6%、51.8%，均处于扩张区间；新出口订单49.0%（前值48.6%）也有一定幅度的回升。其四，从房地产高频数据来看，3月份30个大中城市商品房成交套数与成交面积维持在2024年同期水平附近，但仍低于历史均值水平。总体而言，预计4月即将公布的经济数据将显示生产端在季节性旺季需求下有所回暖，制造业景气有望稳步回升，房地产市场修复节奏仍有待观察。

图表8 3月制造业PMI指数季节性回升



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月31日

图表9 30大中城市商品房成交套数仍低于历史均值



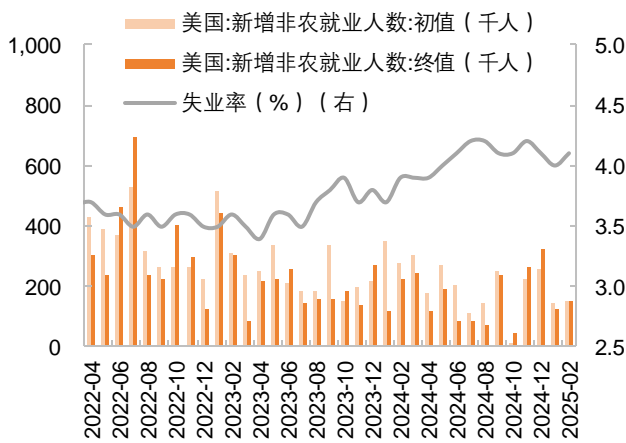
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月28日

1.2 海外经济：美国滞胀阴云渐起，特朗普政策扰动市场

2025年3月，美国就业表现低于预期，CPI降温但PCE通胀仍显粘性。就业方面，联邦政府就业为主要拖累，或指向政府裁员的影响已初步显现。月初公布的2月新增非农就业15.1万人，低于预期的16万人，高于前值的14.3万人；失业率4.1%，略高于预期与前值的4.0%；时薪环比0.28%，低于前值的0.42%。从结构上看，私人部门中的商品、服务生产新增非农就业人数较1月均有增长，但政府部门就业出现大幅下降，其中，联邦政府非农就业减少1万人，为2022年6月以来的最低。通胀方面，油价下行+需求边际放缓导致2月CPI出现大范围降温，2月PCE通胀显示服务分项粘性较强，持平前

值。中旬公布的2月CPI同比2.8%，低于前值3.0%；核心CPI同比3.1%，低于前值3.3%。从分项环比看，食品、能源、核心商品、核心服务价格均降温。其中，能源价格环比大幅走弱主因2月油价大幅下降；核心商品中，服装、家具价格环比上涨，可能部分反映关税带来的涨价效应，其余分项则相对偏弱；核心服务中，粘性较强且权重较大的住所价格环比小幅下降0.1pct至0.3%，运输服务尤其是机票价格环比明显转弱，叠加休闲服务价格也有所降温，反映核心需求边际降温。但因住所、运输服务等出现放缓的分项在PCE物价指数中权重较小，月底公布的PCE通胀同比2.5%，持平前值。据CME数据，截至2025年3月28日，市场预期2025年将于6月、7月、12月分别降息25BP，降息预期较上月底的年内6月、9月降息2次出现明显升温。

图表10 美国2025年2月失业率上行至4.1%



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月28日

图表11 预期2025年将于6、7、12月分别降息25BP

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	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%	18.5%	81.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	64.9%	21.5%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	42.2%	40.7%	9.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	29.0%	41.3%	21.4%	3.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	13.5%	33.4%	34.1%	15.0%	2.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.6%	23.5%	33.7%	24.5%	8.6%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.5%	25.3%	32.1%	21.6%	7.3%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.7%	4.5%	14.9%	27.3%	29.0%	17.4%	5.4%	0.7%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.2%	5.8%	16.4%	27.6%	27.6%	15.9%	4.8%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.3%	2.0%	7.7%	18.4%	27.6%	25.5%	14.0%	4.1%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	19.0%	27.4%	24.8%	13.3%	3.8%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.5%	2.5%	8.7%	19.2%	27.3%	24.4%	13.1%	3.7%	0.4%
2026/10/28	0.1%	0.4%	2.4%	8.1%	18.3%	26.6%	24.7%	14.1%	4.6%	0.7%
2026/12/9	0.4%	2.1%	7.4%	17.0%	25.6%	24.9%	15.4%	5.8%	1.2%	0.1%

资料来源：CME，平安证券研究所；数据截至2025年3月28日

3月份，特朗普关税、联邦政府裁员等一系列政策持续扰动市场，受此影响，美国经济“软数据”的恶化程度明显。

其一，特朗普对墨西哥、加拿大的关税政策持续反复，对部分国家和行业的关税政策仍在加码。一方面，从对盟友的关税政策看，原拟于3月4日对墨西哥、加拿大实施的25%关税在3月6日被大部分豁免（豁免持续至4月2日）；3月11日上午特朗普称，次日将对墨西哥、加拿大进口的钢铁、铝加征50%关税，后又在当天下午撤销这一承诺。另一方面，从对部分国家和行业的关税政策看，3月4日特朗普将此前对中国额外加征的10%关税提升至20%；3月12日对钢铁、铝加征25%的关税开始实施；3月24日特朗普签署行政令，4月2日起对直接或间接进口委内瑞拉石油的国家的商品征收25%的关税；3月26日特朗普签署行政令，4月3日起将对所有不在美国本土制造的汽车以及特定汽车零部件最高加征25%关税。

其二，联邦政府裁员计划仍在持续。2月26日，特朗普曾发布备忘录，要求各联邦机构配合政府效率部（DOGE）确定裁员目标，在3月13日前提交大幅裁员计划；3月20日，特朗普签署行政令，要求解散教育部，涉及该部门4000多名员工；据华盛顿邮报3月27日报道，称特朗普政府正准备对22个政府机构裁减8%-50%的员工。

其三，美国经济3月份“软数据”恶化程度明显。一是2月制造业、服务业PMI显示特朗普关税政策影响下企业提价效果明显。2月ISM制造业PMI为50.3%，较前值50.9%有所回落。其中，物价支付指数从54.9%飙升至62.4%，指向特朗普关税政策影响下企业提价明显；而新订单指数从55.1%跌至收缩区间的48.6%，指向需求减弱。此外，2月服务业PMI为53.5%，较前值的52.8%有所上升，同样也出现价格提升的情况。二是3月通胀预期进一步上行。其中，密歇根大学调查的未来一年通胀预期从2月的4.3%升至3月的5.0%；未来5-10年通胀预期从2月的3.5%升至3月的4.1%。三是消费者信心指数进一步下滑。3月密歇根大学消费者信心指数从前值的64.7进一步下行至57.0。

在上述背景下，3月美联储按兵不动，宣布4月放缓缩表节奏，点阵图维持年内降息2次的预测，同时，经济预测显示滞胀风险升温，鲍威尔称不急于调整政策立场。经济预测方面，相较于2024年12月，本次会议下调2025年GDP预测0.4pct，上调2025年通胀预测0.2pct，显示美联储对滞胀风险的担忧。点阵图方面，今年降息次数仍维持在两次，但支持更多降息的人数有所减少，指向部分官员或对于通胀回落的前景缺乏信心。放缓缩表方面，美联储宣布4月开始将美国国债的每月赎回上限从250亿美元降至50亿美元，同时，鲍威尔称之为“技术性决定”，而不是货币政策态度的变化。鲍威尔表态方面，

称当前美国“硬数据”仍有韧性，美联储有能力等待情况明朗，不需要急于调整政策立场，偏安抚市场，同时多次强调政策效果的不确定性，指向美联储后续行动仍维持“后顾式”。

图表12 特朗普 3 月以来政策及言论汇总

发布日期	简要内容	政策性质	政策当前进程
2025/03/01	继特朗普与泽连斯基就俄乌谈判发生争吵后，特朗普在社交平台称，泽连斯基在椭圆形办公室的行为不尊重美国，他可以再准备好接受和平时再来。	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/03	鉴于中国未采取足够措施缓解非法药物危机，3月4日起将对中国的额外10%关税提升至20%。	行政令	进行中
2025/03/04	此前被延期一个月的对自墨西哥、加拿大的进口商品新征收的25%关税生效。	行政令	延期
2025/03/04	特朗普在国会发表讲话时表示，4月2日将会有进一步的关税，包括“对等关税”和旨在平衡多年来贸易不平衡的非关税措施。	总统言论	未实施
2025/03/06	3月7日起推迟对所有来自墨西哥、加拿大受美墨加自由贸易条约（USMCA）涵盖的产品征收25%关税。路透社报道称，这项豁免将持续到4月2日。	行政令	进行中
2025/03/06	建立战略比特币储备，财政部长应设立一个办公室，负责管理和控制统称为“战略比特币储备”的保管账户。在本命令日期后的30天内，各机构应审查其将其持有的任何政府BTC转移至战略比特币储备的权限。	行政令	进行中
2025/03/09	特朗普在接受福克斯新闻频道采访时，被问及是否预计2025年会出现经济衰退，他回答说：“我不喜欢预测这样的事情。因为我们正在做的事情非常重大，所以有一个过渡期。我们正在将财富带回美国。这是一件大事。”他接着补充道：“这需要一点时间。”	总统言论	—
2025/03/09	商务部长卢特尼克表示，钢铁和铝的关税将于3月12日生效，而木材和乳制品的关税将推迟到4月2日。	商务部长言论	仅对钢铁、铝的关税落地
2025/03/10	马斯克将联邦福利项目描述为充满欺诈，暗示这些项目将成为他减少政府开支运动的主要目标。马斯克正在为总统唐纳德·特朗普提供建议，表示需要削减5000亿到7000亿美元的浪费。	马斯克言论	进行中
2025/03/11	特朗普政府不会削减社会保障、医疗保险或医疗补助福利，特朗普总统本人已经多次表示这一点。埃隆·马斯克也没有这么说，媒体又在撒谎。	白宫文章	—
2025/03/11	特朗普周二上午表示，他将把定于周三生效的关税对加拿大的钢铁和铝的计划关税从25%翻倍至50%，称这是对安大略省政府对出售给美国的电力价格上涨的回应。	总统言论	已取消
2025/03/11	特朗普在周二下午取消对来自加拿大的钢铁和铝的关税翻倍至50%的承诺，这一转变发生在一名加拿大官员也放弃了对电力征收25%附加费的计划之后。	总统言论	—
2025/03/13	由于钢铁、铝关税生效，欧盟称计划下个月对美国威士忌和其他产品征收关税。对此，特朗普威胁称，将很快对来自欧洲的葡萄酒、干邑和其他酒类进口商品征收200%的关税。	总统言论	未实施
2025/03/13	马斯克领导的政府效率部（DOGE）在社会保障管理局有10名工作人员正在寻找证据来支持其关于可能有数百万死者领取公共福利的说法。	DOGE行动	进行中
2025/03/15	据路透社报道，消息人士称一些高级前俄罗斯官员抱怨凯洛格（此前被特朗普任命为俄乌特使）对基辅过于同情，不希望凯洛格参与旨在结束战争的高层讨论。特朗普周六表示，凯洛格将军的职责已从俄乌特使缩小为仅负责乌克兰事务。	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/17	特朗普在 Truth Social 上发文宣布任命米歇尔·鲍曼为新任美联储副主席。	总统言论	已实施
2025/03/18	俄罗斯总统普京与美国总统特朗普通电话，俄称双方详细坦诚交流乌克兰局势，普京就特朗普30天停火提议提条件，包括于3月19日互换被俘人员、俄方支持俄乌30天内不攻击对方能源基础设施提议、解决俄乌问题关键前提是停止对乌军援等。	克里姆林宫文章	俄乌谈判仍在进行
2025/03/18	美财长贝森特称其乐观地认为，由于当前部分协议已谈妥，叠加关税数据公布后，各国会寻求降低关税，因此部分对等关税可能不会实施。	美财长言论	4月2日结束调查
2025/03/19	为了国家安全，美国必须立即采取行动，尽可能促进国内矿产生产。本命令日期后的45天内，小企业管理局局长应提交立法建议，以支持从事矿产生产的国内小企业的融资。	行政令	进行中
2025/03/19	特朗普批评了美联储，敦促中央银行降低利率。美联储在美国关税开始逐渐影响经济时，应该大幅降低利率。	总统言论	—
2025/03/21	特朗普表示，他认为美国已经与俄罗斯和乌克兰达成了协议的框架，俄乌冲突很快将全面停火。	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/21	特朗普称对等关税计划将会有“灵活性”，尽管他似乎反对为即将到来的关税设立例外。	总统言论	4月2日结束调查

2025/03/24	因委内瑞拉故意和欺骗性地向美国秘密派遣了数万名高级和其他罪犯，4月2日起对 直接或间接进口委内瑞拉石油的国家的商品征收25%的关税。	行政令	计划4月2日实施
2025/03/26	4月3日起将对所有不在美国本土制造的汽车，以及特定汽车零部件加征最高 25%关税。 根据《美墨加贸易协定》进口汽车的企业将 有机会证明其“美国本土含量”，25%的关税仅适用于非美国原产部分的价值。 如果“非美国本土含量”有夸大，则25%的关税将适用于汽车的全部价值。	行政令	计划4月3日实施

注：标灰色为实施概率较大的政策。

资料来源：白宫，路透社，彭博，CNN，Fox News，X平台，美联社，CNBC New，ABC News，平安证券研究所

展望4月，预计美国经济基本面温和降温。其一，劳动力市场温和放缓。一方面，从政府部门就业看，据彭博数据，首次申领政府雇员专用失业金的人数从2月下旬（2月22日当周）开始增长，预计3月政府裁员对非农数据的拖累可能加大。另一方面，从私人部门就业看，3月周度初请失业金人数四周移动平均值略有下降，叠加3月标普PMI报告显示，受益于服务业招聘增加，就业有所回暖，或指向政府裁员对私人部门劳动力市场的负面影响尚未明显扩散。**其二，消费能力仍有支撑+通胀预期升温，或制约通胀下行。**月底公布的2月PCE数据显示，居民实际可支配收入环比0.5%，高于前值的0.3%，增速稳健，指向居民消费能力仍有支撑，同时特朗普关税政策的不确定性或影响企业、家庭行为，导致价格坚挺。不过，3月仅对华第二次加征的额外10%关税以及对钢铁、铝加征的25%关税生效，通胀或难明显上行。

4月对等关税以及部分行业关税或将落地，政策扰动下滞胀预期或继续发酵，关注特朗普关税政策对通胀影响的预期差。对等关税方面，从政策表态看，3月末特朗普、贝森特关于对等关税的言论有所软化：据CNBC 3月21日报道，特朗普称对等关税不会有例外，但具有“灵活性”。据路透社3月18日报道，美财长贝森特称其乐观地认为，由于当前部分协议已谈妥，叠加关税数据公布后，各国会寻求降低关税，因此部分对等关税可能不会实施。此外，贝森特补充说此前对加拿大、墨西哥、中国、欧盟和金属征收的关税将被计入各国的互惠关税税率。**因此对等关税或遵循“先硬后软”的发展态势，对盟友国家的关税政策可能有较大谈判空间。**行业关税方面，出于制造业回流的底层逻辑，部分行业的关税政策落地概率较大，但行业关税相较于国家关税而言，对美国通胀、经济的影响相对有限。

二、A股

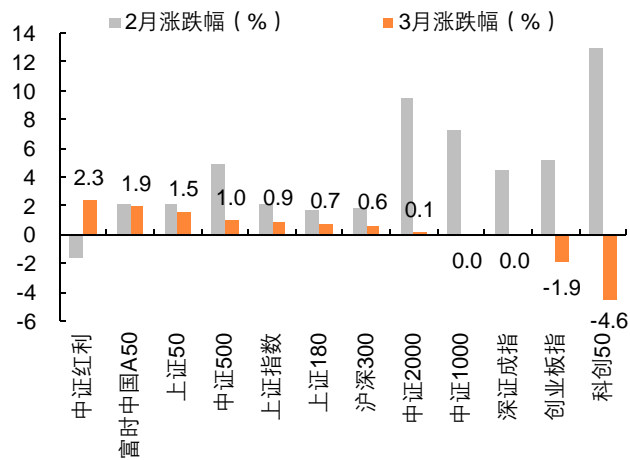
2.1 3月回顾：小切大，高切低

3月A股市场风格由此前的小盘成长切换至大盘红利。3月Wind全A小幅收涨0.4%，市场风格由此前的小盘成长切换为大盘红利，中证红利、上证50指数分别上涨2.3%、1.5%，科创50指数下跌4.6%。行业方面，有色金属等涨价链，社会服务等消费链，国防军工等新质链，以及红利板块涨幅靠前。概念方面，黄金珠宝、鸡产业、稀土指数涨幅超10%。

3月国内宏观资金面维持紧平衡，市场成交缩量。从宏观流动性来看，本月在央行流动性投放偏谨慎，以及权益市场分流影响趋缓等因素下，10Y中债收益率继续上行近10BP至1.8%。从市场流动性来看，3月A股成交缩量，截至2025/3/28，全A日均成交额录得1.5万亿元，较上月回落16.2%。3月股票型ETF合计净流出454.7亿元，其中宽基指数ETF流出较多，而科创、科创芯片、人工智能、机器人等主题类ETF继续呈现净流入。

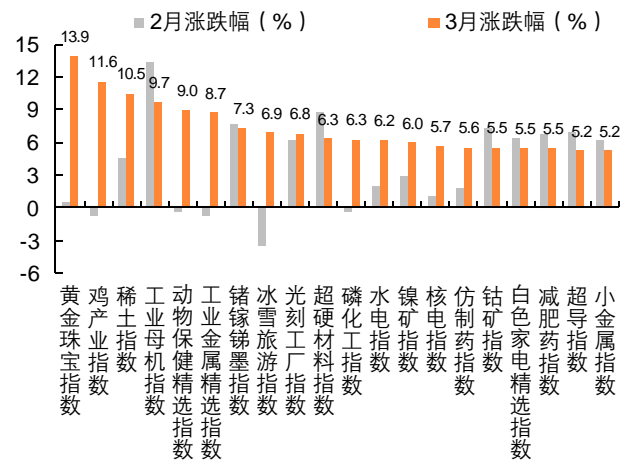
3月A股市场资金博弈增强，轮动加快，风格趋向均衡；交易主线并没有上月集中，但仍有逻辑可循，即业绩确定性。一是有色金属代表的涨价链，在多重因素推动下业绩改善具有较强确定性。海外方面特朗普对钢铁、铝、铜等有色金属加征关税，以及欧洲推出5000亿欧元经济刺激；国内方面1-2月经济数据在政策支持下释放积极信号，工业生产高景气，叠加部分金属自身产能周期等影响，有色金属行业全月上涨8.7%。二是社会服务/美容护理为主的消费链，在政策催化下基本面预期边际改善。“两新”政策等一系列促消费扩内需政策提振下，社会服务/美容护理/家用电气行业全月上涨3%-5%。三是国防军工代表的新质链，受益于政策支持和自身产业竞争力下有基本面支撑。3月国防军工行业上涨4.1%，国内新质生产力政策支持和应对海外风险自主可控的部分科技产业，以及全球竞争力且产业格局有望边际改善的先进制造板块具有长期基本面改善逻辑。相比之下，计算机、通信、电子等前期涨幅较大的TMT板块回调4%-6%。

图表13 3月风格切换至大盘红利



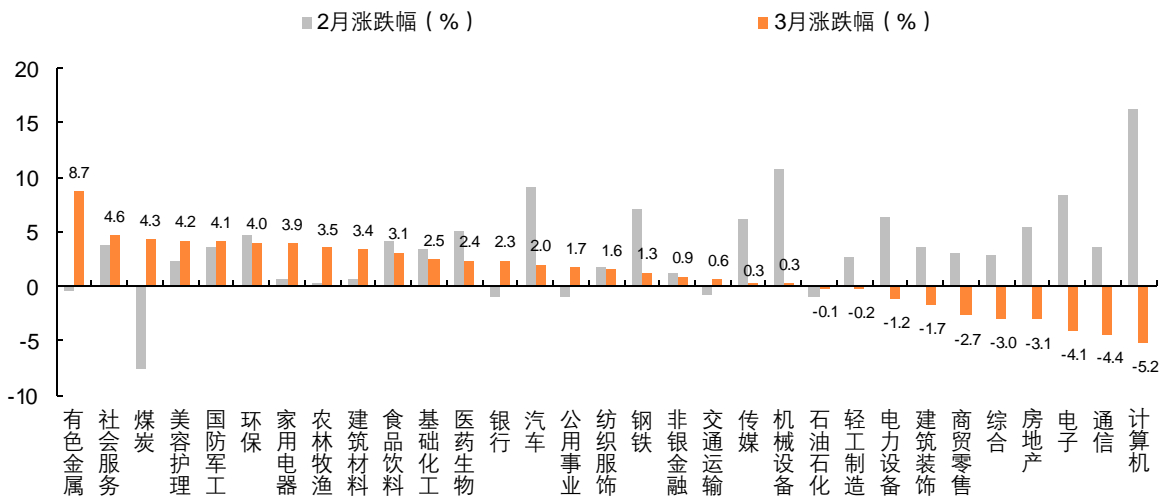
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表14 3月黄金珠宝、鸡产业、稀土等概念领涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表15 3月有色金属等涨价链, 社会服务等消费链, 国防军工等新质链, 以及红利板块涨幅靠前



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

2.2 4月展望：景气指引四月决断

4月份的市场交易可能发生哪些变化？

其一，企业盈利上，4月交易将回归基本面，关注新质生产力/内需修复/商品涨价三大业绩改善方向。从企业盈利来看，1-2月工业企业利润累计同比回落 0.3%，连续 6 个月为负。结构上，采矿业利润增速降幅继续扩大至 25.2%；制造业利润增速由负转正至 4.8%，其中汽车/交运设备/仪器制造利润增速居前。从上市公司业绩来看，截止 2025/3/28，共 3687 家 A 股上市公司公布 2024 年报业绩，披露率 68%，亏损率 37%。可比口径下，全部 A 股 2024 年报归母净利润同比下降 1.0%，农林牧渔/非银金融/商贸零售/电子行业 2024 年报盈利同比增幅超 50%。从盈利预期来看，截至 2025/3/28，电力设备/电子/国防军工代表的新质板块 2025 年预测净利润增速在 39%-62%，房地产/汽车/建材/农林牧渔等内需消费板块盈利增速预期在 22%-32%，基础化工/有色金属/钢铁代表的涨价板块盈利增速预期在 22%-24%。

其二，经济基本上，关注 4 月政治局会议对扩内需政策加码的可能。4 月政治局会议将分析研究当前经济形势和经济工作，预计对经济形势定调转变的概率不大，历史上看近几年中只有 2019 年有所转变，政策方向上预计主要聚焦推动两会政策持

续落地，并根据一季度经济数据相机进行政策校准。具体来看，宏观调控政策上，财政政策在“更加积极”基调下有望持续发力，根据3月23-24日蓝佛安部长在中国发展高层论坛2025年年会上的发言，政策发力重点预计主要聚焦大力提振消费和提高投资效益，以及加快培育发展新质生产力两大领域；货币政策在“适度宽松”基调下有望择机降准降息，推动社会综合融资成本继续下降。产业政策上，预计增量政策主要聚焦于特朗普关税政策落地与出口预期放缓的背景下，扩内需政策仍存在加码的可能，包括两新政策扩围加码、丰富服务消费供给、促进居民增收等。

其三，流动性环境上，短期降准概率仍大于降息，首次降准或落在4-6月。近期央行多次表态“择机降准降息”，汇率约束、金融稳定与防空转诉求等仍是掣肘，预计今年首次降准或落在4-6月，4月根据关税落地的程度或有货币政策对冲的可能，6月美联储释放降息信号也会打开国内货币宽松的窗口。另外考虑到息差压力等因素，短期降准概率仍大于降息。

展望4月份，市场迎来业绩密集期，基本面因子的定价权重在增加，企业盈利的确认将进一步驱动行情走向纵深分化，预计“四月决断”以基本面改善为主导。结构上建议关注三条主线：一是AI+逻辑下有基本面支撑的板块（TMT/机械设备/国防军工/创新药等）；二是政策催化持续、估值性价比高且基本面预期边际改善的顺周期优质资产；三是受益于涨价逻辑下业绩改善有较强确定性的涨价品类（有色金属/基础化工等）。

图16 3月全A日均成交额较上月回落16.2%至1.5万亿元

项目	类型 I	类型 II	指标	2025-01	2025-02	2025-03	2024年3月以来月度表现
资金供给	个人投资者	杠杆资金	融资业务余额(亿元)	17645.2	18871.4	19150.7	
	机构投资者	公募基金	新成立偏股型基金份额(亿份)	266.8	387.2	478.9	
	ETF	ETF	股票型ETF新成立发行份额(万份)	85.1	290.8	98.3	
资金需求	IPO		首发募集资金规模(按发行日统计, 亿元)	47.7	38.8	64.4	
	再融资		增发募集资金规模(按发行日统计, 亿元)	179.9	294.2	135.4	
	限售股解禁		当月限售股解禁规模(亿元)	2453.1	5450.2	1436.0	
	产业资本减持		重要股东净减持规模(亿元)	99.7	151.3	173.2	
	股票回购		股票回购规模(亿元)	126.2	85.8	81.0	
市场成交	全A成交量		日均成交量(亿股)	1043.9	1363.5	1180.5	
	全A成交额		日均成交额(亿元)	12054.8	18401.6	15417.8	
	全A换手率		区间日均换手率(%)	3.3	4.4	4.2	

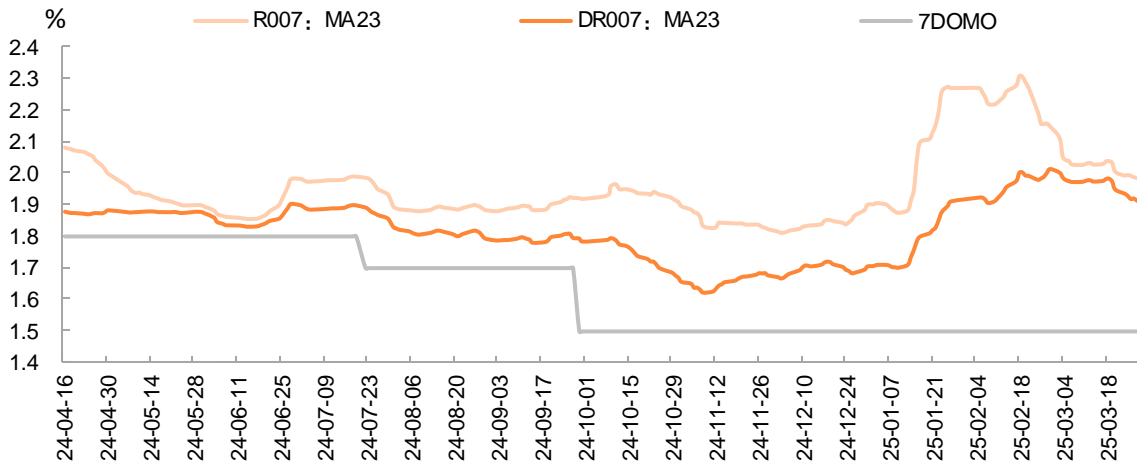
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

三、固收

3.1 3月回顾：资金利率高位回落，收益率先上后下

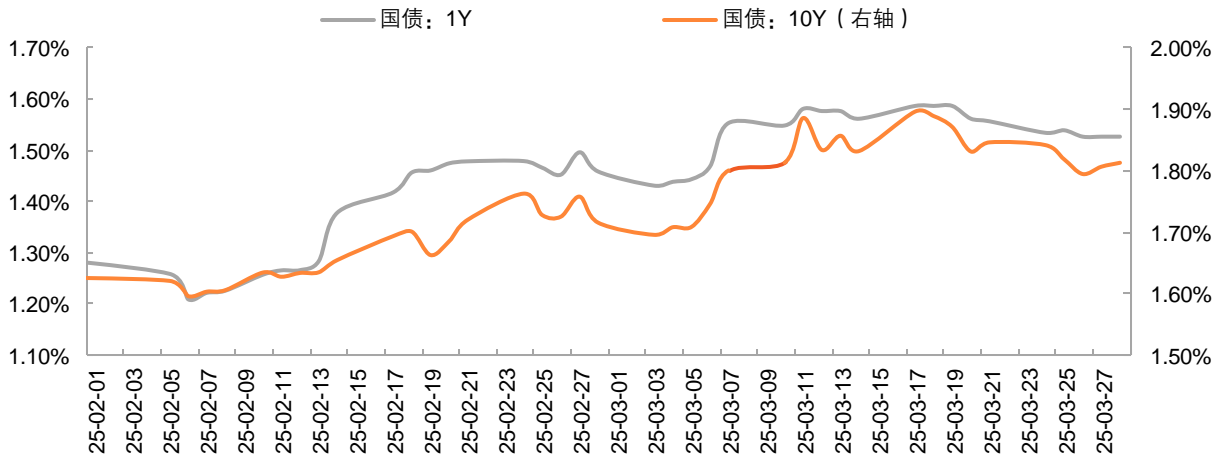
3月资金利率高位回落，收益率先上后下。前期资金利率已经上升较多，人民币在3月有所升值，使得3月资金利率整体处于下降趋势，R007和DR007移动均值分别下降16BP和10BP。在基本面数据有支撑、权益市场走牛和资金偏紧等的影响下，3月1-17日债市情绪较悲观，收益率曲线全方位上行，10年期国债利率上行18BP到1.9%。2024年12月政治局会议首提“适度宽松的货币政策”之前的利率也是1.9%，所以1.9%是关键点位。10年期国债利率达到1.9%之后，央行加大OMO投放，而且权益市场也走跌，使得10年期国债利率逐步下行到1.7%附近。

图表17 3月资金利率高位回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表18 3月国债收益率先上后下



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

3.2 4月展望：收益率震荡小幅下探，关注结构性机会

利率债：收益率预计在震荡中小幅下探，可以关注结构性机会。MLF 招标方式调整后，目前央行边际转松的信号得到一定验证，但从央行视角来看，若债市形成一致性宽松预期，不利于维护此前“有效弱化和阻断风险的累积”的局面，我们预计债券利率可能在震荡中小幅波动下移。品种上，当前同业存单性价比有所回落，可以关注的结构性机会：1) 地方债的补涨机会；2) 曲线较为陡峭的 6Y 国开债。

信用债：建议关注中高等级短债的机会。目前信用利差分位数属于中性偏低水平，绝对水平也在今年以来波动区间的下沿，R 和 DR 利差已经下降到近一年低位，因此信用利差进一步压缩较有难度。目前曲线较平，因此我们更推荐中高等级短久期债，待入场机会到时再拉久期。

可转债：可转债估值偏高，能否进一步上涨取决于正股，但向下的底部较坚实。正股高波动的 TMT、新兴周期转债余额中 51% 为偏债型转债。在信用风险可控的前提下，即便高波动板块正股大幅下行，债底也能支撑可转债价格相对稳定。科技主

线趋势清晰，但节奏上二季度可能会有阶段性盘整压力，人工智能指数下跌接近 15%时可逐渐累积仓位。TMT 转债、新兴周期转债在成长股行情中弹性最大，且可选标的较丰富、债底保护较强，建议跟随调整配置，价格低于 110 元时有较强配置价值。若调整超预期，可采用高价+低价结合的策略实现攻守兼备。

REITs: 季报期过后，市场可能缺乏增量信息，REITs 可能进入横盘震荡状态。不过，REITs 下跌并未持续、消费 REITs 解禁后反而大涨，似也显示出需求资金较为充足，也不排除在没有增量信息的情况下缓慢、小幅上涨。展望后续，一级市场审批、发行提速，建议积极参与。南方润泽科技 REIT 申报深交所，REITs 市场或将新添 IDC 板块；华夏北京保障房扩募 REIT 已获交易所通过，为 2023 年以来首只扩募 REIT；华夏华润商业 REIT 宣布扩募，拉开消费基础设施扩募大幕。

四、 汇率

4.1 美元：多空交织下将双向震荡

3 月美元指数大幅下行后止跌企稳。月初以来美元指数受美国经济数据偏弱，以及德国突破财政限制推升欧元的影响而出现大幅下行，从 2 月底的 107.62 大幅下行至 3 月 18 日的 103.3；而后，因 3 月 18 日德国财政扩张计划落地，短期利空出尽，叠加 3 月 19 日鲍威尔在 3 月 FOMC 会议上称当前美国“硬数据”仍有韧性并宣布 4 月放缓缩表，安抚了市场；美元指数止跌企稳，截至 3 月 28 日收于 104.0。

展望 4 月，我们认为美元指数多空因素交织，可能呈现双向震荡。不利于美元的因素包括，受特朗普收缩性政策（关税、减支裁员）先行的影响，美国经济正逐步放缓，对美元形成拖累。支撑美元的因素包括，美国经济“硬数据”虽放缓但还不至于疲弱，叠加欧元区经济复苏仍有待观察，美欧利差难以进一步收窄，美元指数经历大幅下行后底部仍有支撑。此外，市场最关注的对等关税计划将于 4 月初落地，因对等关税存在谈判空间，或遵循“先硬后软”的发展态势；在此过程中，短期内特朗普表态将持续扰动市场，或阶段性对美元形成支撑。

图表19 3 月美元指数大幅下行后止跌企稳，收于 104.0



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 3 月 28 日

4.2 人民币：短期料将保持窄幅波动

2025 年 3 月人民币汇率窄幅波动，整体小幅走升。3 月人民币兑美元即期汇率由上月末的 7.28 小幅升值到 7.27 左右，升值 0.14%，全月人民币汇率在 7.22 至 7.30 之间波动。同期，美元指数由上月末的 107.6 快速下行至 103.2，然后在 104 附近企稳，全月下行 3.1%；CFETS 人民币汇率指数由上月末的 99.9 持续下行至 98.9。人民币的中间价保持在 7.17 左右，人

民币中间价与上日收盘价依然保持分化。

从月内走势来看，人民币走势波动幅度弱于美元波动，相比其他非美货币，人民币相对偏弱。美元指数在月初受美国经济数据走弱、美国经济衰退预期升温影响，美元指数从 107.6 快速下行至 103.2，下行幅度 4.1%；同期，人民币兑美元即期汇率从 7.28 升值至 7.22，升值幅度仅 0.8%，远低于美元的贬值幅度。随后，美元指数企稳小幅反弹，人民币汇率再次走弱到 7.27 左右。CFETS 人民币汇率指数持续下行，说明在美元走弱过程，CFETS 篮子的其他非美货币相比人民币出现了更大幅度的升值。

人民币汇率的偏弱主要受两方面因素的影响：其一，银行间外汇市场银行代客结售汇仍保持逆差，在开年出口增速不弱和贸易整体保持顺差情况下，代客结售汇逆差意味着企业的结汇动力不足，企业对未来人民币能否持续升值相对偏谨慎；其二，从政策信号来看，并不希望人民币出现快速大幅升值。在月初人民币跟随美元下行升值的过程，人民币的中间价依然在 7.17 左右，央行并未顺势下调中间价数值，说明政策当局并不希望引导人民币快速升值。

往后看，人民币短期料将继续保持窄幅震荡，较难出现大幅升值和贬值。首先，美元指数经历下行后，短期料将保持双向震荡。开年以来，美元的下跌主要分为两个阶段：1) 1 月中旬至 2 月底，主要受特朗普关税政策不及预期，做多美元过于拥挤，美元指数从 109 下行至 106；2) 3 月以来，美国衰退预期升温，美股下跌，美债收益率下行，美元指数快速下行。从实际数据来看，美国经济虽然在走弱，但尚未达到衰退程度。在特朗普政策不确定下，美元指数虽然缺乏大幅上行动力，经历过持续下行后，继续大幅下行动力亦不足，更可能双向震荡。其次，当前中国经济正在缓慢恢复，但中美负向利差还在高位，2025 年 1 月和 2 月银行代客结售汇保持逆差，银行间外汇市场的供求显示人民币仍然存在一定贬值压力。最后，从政策当局来看，仍倾向于保持人民币汇率平稳运行，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，预计人民币继续保持低波震荡。

图表 20 2025 年 3 月美元指数与人民币汇率



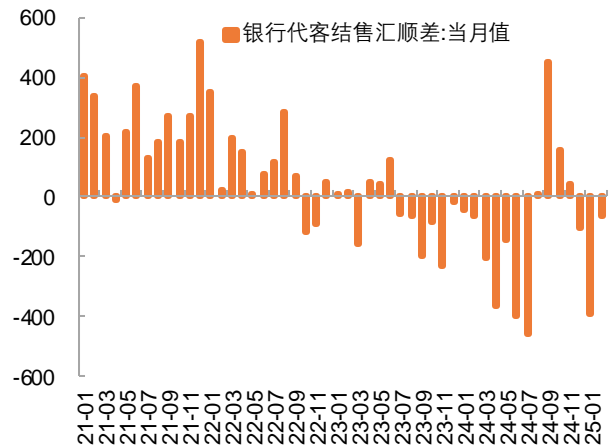
资料来源: WIND, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表21 2025年3月CFETS人民币汇率指数回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

图表22 2月银行结售汇保持逆差(亿美元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

五、 境外市场

5.1 港股: 估值优势仍在, 关注结构机会

3月份, 月初两会政策积极提振港股情绪, 中旬以来伴随科技龙头财报公布导致获利回吐, 以及美股止跌企稳吸引部分外资回流, 港股波动加大。国内方面, 3月5日, 中国总理李强向十四届全国人大三次会议作政府工作报告, 2025年GDP增速目标仍在5%左右, 将实施更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策, 并将扩大内需位居全年工作任务首位。受此影响, 港股市场情绪提振; 中旬以来, 小米、腾讯、美团、拼多多先后发布2024年财报, 科技龙头业绩表现亮眼, 但部分受财报公布后获利回吐以及腾讯资本开支计划相对保守的影响, 市场情绪有所回落。海外方面, 3月美联储FOMC会议略偏鸽, 鲍威尔表态安抚市场, 推动美股上行, 进而吸引部分资金回流, 对港股形成一定压制。

资金面上, 3月南向资金维持强势, 流入规模扩大, 外资流入后部分获利了结。南向资金方面, 截至3月28日, 南向资金净买入规模为1574亿港元, 较2月的1528亿港元略有扩大, 维持强势。从行业来看, 主要流向非必需性消费业、金融业、资讯科技业。外资方面, 从港股中介持股比例变动情况来看, 月初以来国际中介持股占比变动均为正, 指向外资持续流入, 在美联储FOMC会议提振美股表现后, 国际中介持股占比变动转负, 部分外资转为流出。

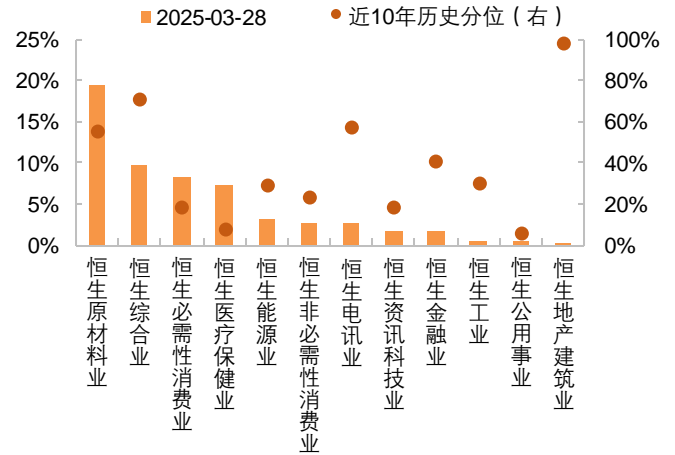
整体来看, 3月港股波动加剧背景下, 高股息指数表现占优, 行业上原材料业、综合业、必需性消费业、医疗保健业领涨, 地产建筑、公用事业、工业涨幅较小。截至3月28日, 3月恒生指数、恒生科技指数、恒生中国企业指数、恒生高股息指数月内分别变动2.12%、-1.11%、2.25%、3.26%。分行业看, 3月港股呈普涨行情, 原材料业(19.51%)、综合业(9.67%)、必需性消费业(8.31%)、医疗保健业(7.31%)领涨, 地产建筑(0.18%)、公用事业(0.47%)、工业(0.59%)涨幅较小。

图表23 港股3月高位震荡，波动加大



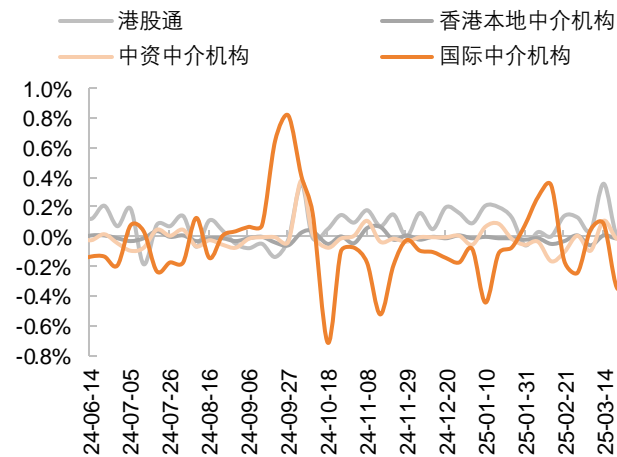
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

图表24 3月恒生指数行业涨跌幅



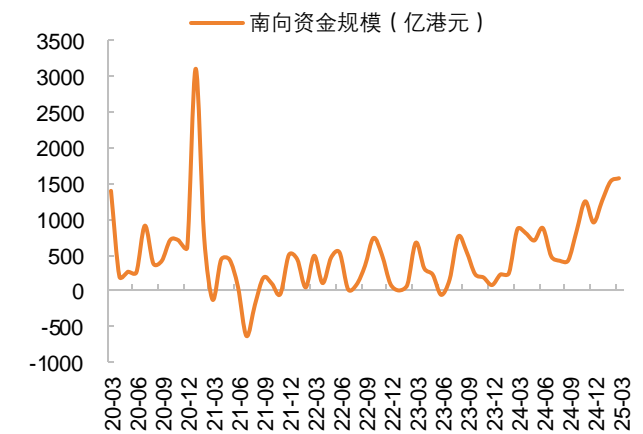
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

图表25 3月国际中介持股占比先升后降



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

图表26 3月南向资金流入规模扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

展望4月，港股处于估值修复后的震荡调整期，市场继续等待新的催化剂，关注特朗普关税政策扰动以及4月政治局会议政策信号。其一，港股阶段新高后，资金多头情绪有所降温，港股进入估值修复后的震荡调整期，市场继续等待新的催化剂。其二，4月特朗普对等关税计划将推出，贝森特称此前对中国（20%）和钢铁、铝（25%）征收的关税将被计入互惠关税税率，因此，在对等关税框架下中国可能不会被过度针对；但仍需高度关注特朗普关税政策的变化，不排除较难量化的非关税壁垒对最终关税制定的影响。其三，在推动两会政策持续落地，以及出口预期放缓的背景下，关注4月政治局会议扩内需政策进一步加码的可能。

结构配置方面，建议关注三大主线：一是科技行情主线不变，港股科技资产具备中长期的投资价值，AI、消费电子等细分领域的机遇值得关注；二是关注政策支持的内需消费领域的优质资产；三是关注外部扰动加剧背景下红利资产的配置价值。

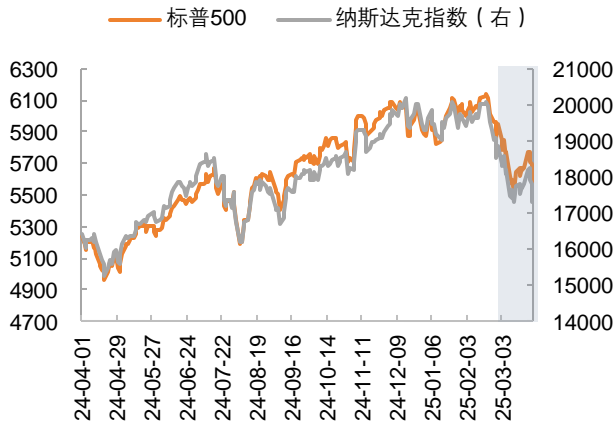
5.2 美股：估值回调明显，短期低位震荡

3月份，美股走势剧烈震荡：月初受经济数据偏弱影响下行，此后伴随CPI放缓、美联储会议偏鸽而企稳，月末则因关税扰动+PCE粘性再度回落。其一，月初非农数据偏弱，衰退担忧持续的背景下美股延续下行；其二，中旬以来，随着2月CPI全面放缓，3月美联储FOMC会议略偏鸽，并宣布4月起放缓缩表，以及特朗普关税表态软化，部分缓解市场对特朗普关

税政策可能导致降息减少的担忧，美股止跌企稳；其三，月底特朗普宣布 4 月 3 日起将对汽车及零部件加征 25%关税，叠加 2 月 PCE 显示通胀仍有粘性，市场对美联储面对增长下行却难以降息的担忧再度升温，美股再度回落。

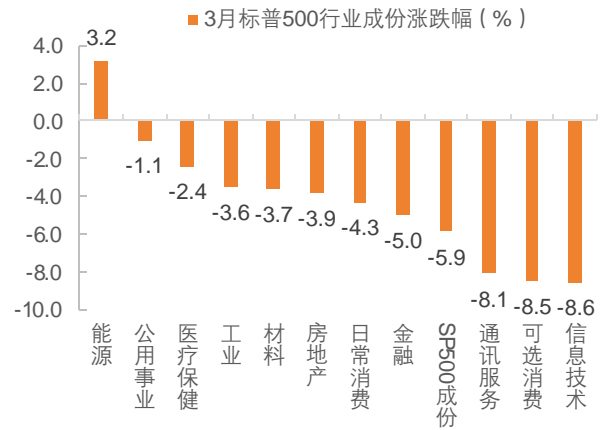
整体来看，3 月除能源外，美股其余行业均下跌，科技相关的信息技术、通讯服务以及可选消费行业领跌。截至 3 月 28 日，月内标普 500、纳指、道指分别下跌 6.27%、8.09%、5.15%。分行业看，仅能源实现上涨（3.2%），其余行业均出现下跌，其中科技相关的信息技术（-8.6%）、可选消费（-8.5%）以及通讯服务（-8.1%）行业领跌。

图表27 美股 3 月止跌企稳后再度回落



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 3 月 28 日

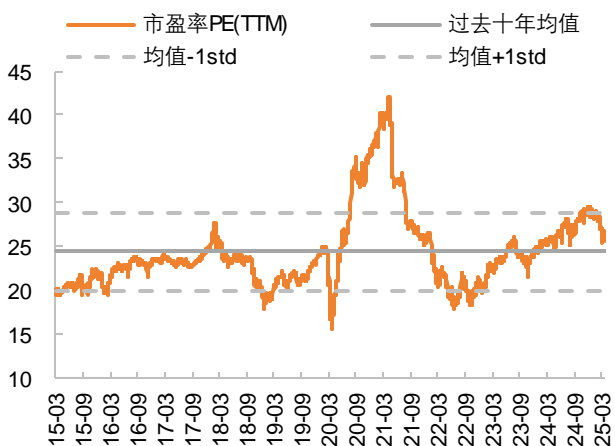
图表28 3 月标普 500 行业成份涨跌幅(总市值加权)



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 3 月 28 日

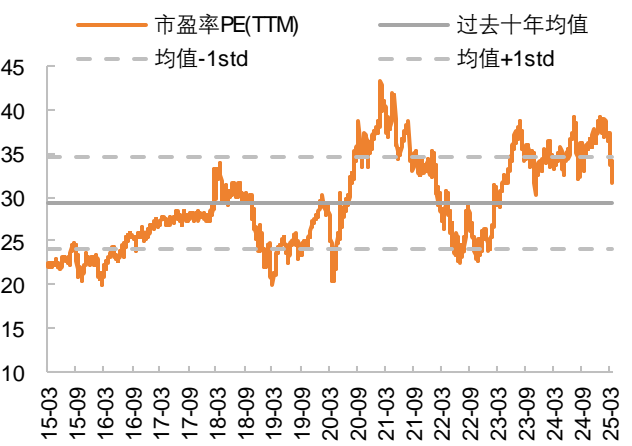
展望 4 月，在美股估值已明显回落，而当前经济“硬数据”还未明显转弱的背景下，美股底部或有一定支撑，但特朗普关税等政策以及经济数据的变化，仍可能加剧美股波动。其一，截止 3 月 28 日，据 Wind 数据，标普 500、纳指估值均明显回落，接近近 10 年以来的均值水平。同时，短期美国经济经基本面更多是温和放缓，“硬数据”未明显转弱，在此背景下，据 Factset 数据，截至 3 月 28 日标普 500 指数 2025 年 Q1 盈利增速预期为 7.17%，较 2024 年 9 月 30 日的 13.93% 出现明显下调，或指向负面因素或已被较多计入，短期美股底部或有一定支撑。其二，4 月美国更多关税政策或落地，尽管政策不确定性落地后美股风险偏好或阶段性企稳，但对后续贸易摩擦升级以及通胀上行的担忧或加大美股波动。

图表29 标普 500 估值略高于近 10 年均值



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表30 纳斯达克 100 估值接近近 10 年均值



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 3 月 28 日

5.3 美债：利率进一步下行空间有限

3月份，美债利率低位震荡，曲线走陡。受2月下旬起经济数据降温、衰退预期增强的影响，美债利率大幅回落；情绪集中释放后，3月以来，在美国经济“硬数据”放缓但未明显疲弱的背景下，美债利率呈震荡格局。其中，短端利率更多定价降息预期的升温，截至3月28日，2年期美债收益率较上月底的3.99%下行10bp至3.89%；长端利率更多或因特朗普政策不确定性推动通胀预期及名义增速的上行而小幅抬升，10年期美债收益率较上月底的4.24%上行3bp至4.27%。10年期美债与2年期美债利差较上月底的25bp增加至38BP。

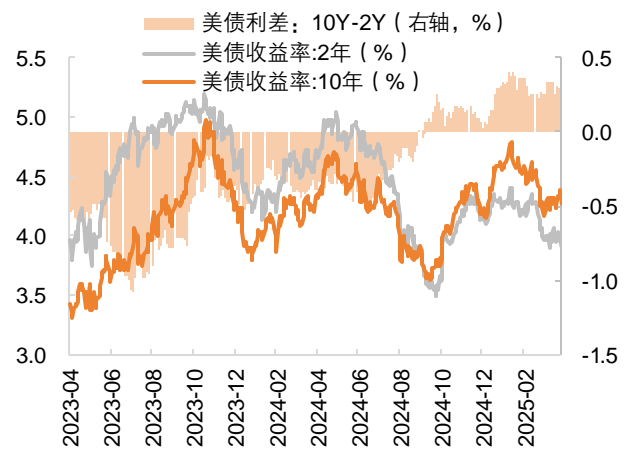
展望4月，美债利率进一步下行空间或有限。短期看，美国经济温和放缓，而非明显疲弱，美债利率进一步下行空间或有限；但中期看，关税和紧财政的影响或进一步发酵，随着增长压力显现，美债利率下行空间或将进一步打开；尤其是在美联储采取“后顾式”降息的背景下，降息后置可能意味着更深的降息终点。

图表31 3月份美债收益率低位震荡 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

图表32 3月美债10Y-2Y期限利差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

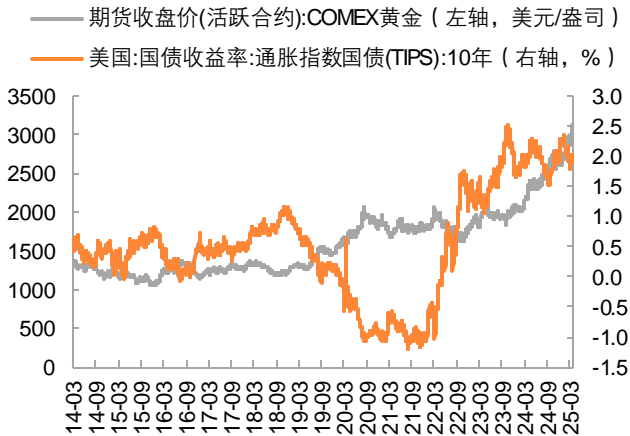
六、 大宗商品

6.1 黄金：避险情绪持续发酵，预计金价维持上行

3月份，金价再创新高。截至3月28日，COMEX金活跃合约环比上涨8.7%至3118美元/盎司；本月，SPDR黄金ETF持仓环比增加27.56吨至931.94吨，全球黄金储备同比增加259吨至3.62万吨。宏观经济面，2月美国失业率环比上升0.1个百分点至4.1%，1月美国制造业PMI为50.3%，环比下降0.6个百分点；非制造业PMI为53.5%，环比上升0.7个百分点。3月金价整体呈流畅上涨趋势。

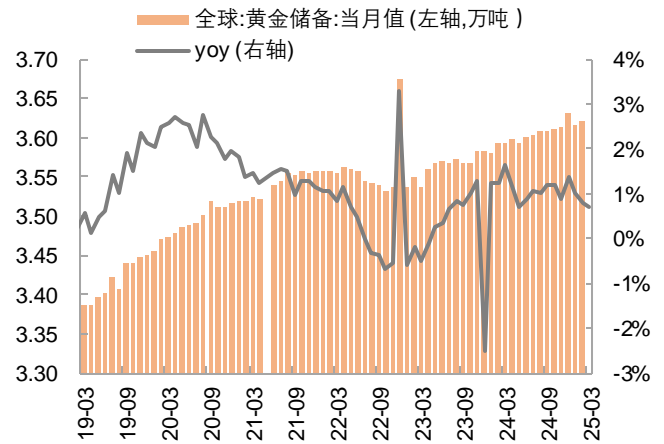
展望4月，黄金或持续震荡上行。进入4月，特朗普关税政策不确定性或面临短期冲高，情绪扰动加大，金价中枢抬升后预计波动率将呈现一定放大。但中期来看，美国再通胀预期以及美元信用边际走弱的长期核心逻辑不变，预计金价长期仍将震荡偏强运行。

图表33 COMEX 金&美国实际利率走势



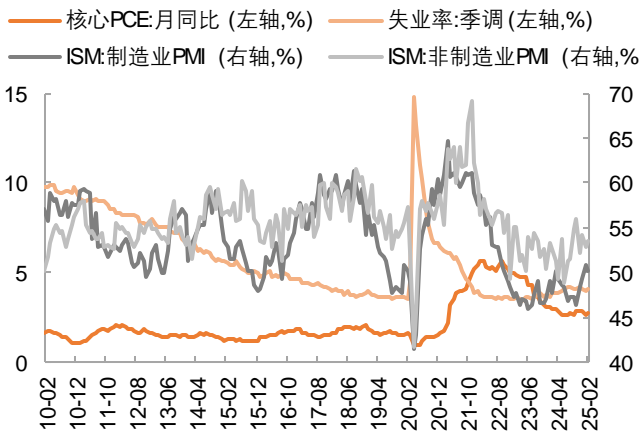
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表34 全球黄金储备及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表35 美国主要经济指标走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表36 SPDR 黄金 ETF 持仓尚处低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

6.2 铜：美国关税担忧发酵，旺季到来驱动铜价

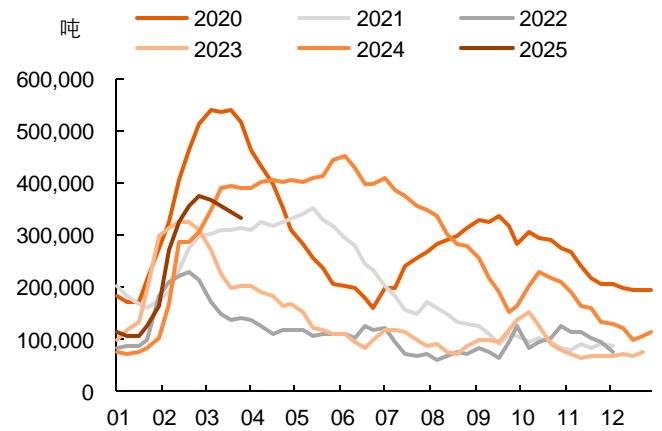
3 月份，美国关税担忧发酵，海外铜库存迁移。截至 3 月 28 日，LME 铜主力合约上涨 4.6%至 9794 美元/吨。从基本面来看，截至 3.27 国内铜社会库存达 33.45 万吨，较 2.27 去库 4.16 万吨，下游需求旺季逐步开启。据 SMM，3 月 28 日进口铜精矿指数报-24.14 美元/吨，加工费环比下跌 9.74 美元/吨，加工费创新低。从基本面来看，下游节后开工率回暖，上游方面铜精矿加工费在负数区间内仍持续下探。美铜溢价下 LME 库存维持去库，COMEX 库存抬升，铜价震荡走高。

图表37 SHFE 铜收盘价&LME3 个月铜收盘价



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表38 国内铜社会库存走势 (横轴: 月)



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

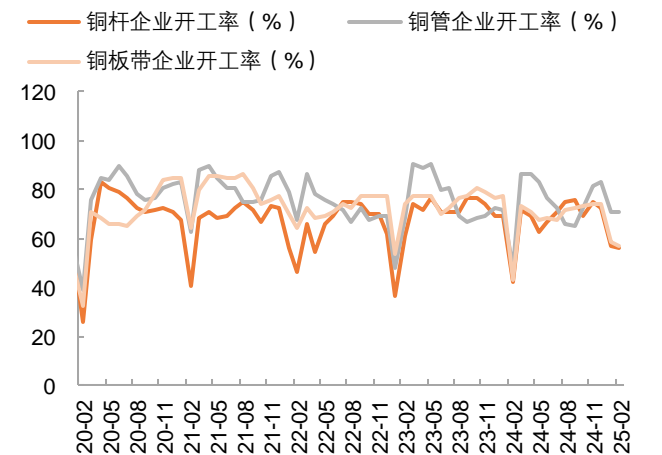
展望 4 月, 旺季驱动需求复苏, 铜价中枢或仍上行。短期来看, 伴随 Q2 旺季渐进, 预计铜库存仍然维持去库节奏。宏观层面, 中美 PMI 进入景气区间, 预计中期制造业需求持续向好。同时, 海外贸易保护主义环境下, 市场对于美国对铜加征关税的担忧持续, 各生产环节备货意愿中期抬升, 美铜溢价下全球铜库存结构或逐步失衡; 叠加铜精矿加工费持续走低, 减产预期或将逐步落地, 铜价中枢有望逐步抬升。

图表39 铜精矿现货 TC 持续走低



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表40 铜下游开工率



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

6.3 原油: OPEC+增产压制油价, 美国制裁支撑需求

2025 年 3 月, 油价先降后升、震荡持稳; 中东局势有升温风险, 供应端消息多空交织。截至 2025 年 3 月 28 日, WTI 原油期货结算价较上月末下跌 0.57%, 布伦特原油期货结算价较上月末上涨 0.61%。

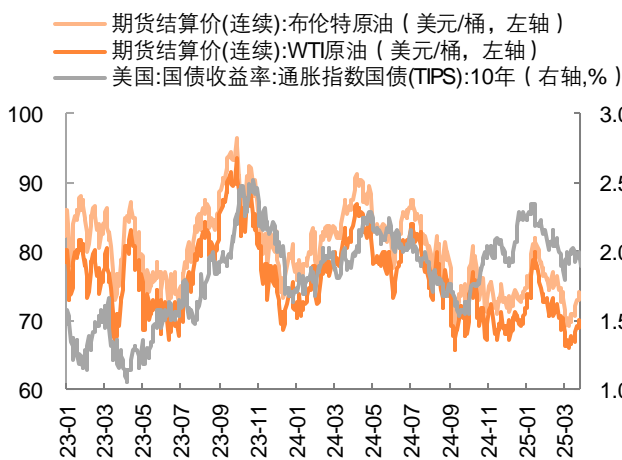
地缘局势方面, 3 月 11 日, 美乌高层在沙特重启谈判, 乌克兰表示愿意接受美国提出的立即实施为期 30 天的临时停火建议, 俄乌和谈进程积极推进, 同时美国计划延长加沙停火协议时间, 地缘风险趋缓; 3 月 20 日, 美国发布对伊朗的新制裁, 制裁对象包括亚洲一家独立炼油厂, 以及向这些炼油厂供应原油的船只; 3 月 21-22 日, 美军大举空袭也门, 同时警告伊朗立即停止支持胡塞武装, 美方称将向中东地区部署第二艘航空母舰“卡尔·文森”号, 胡塞武装也再次对以色列特拉维夫的

本·古里安机场、美国航母等目标发动打击；3月25日消息，以色列军方已制定重新占领加沙地带以彻底消灭巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）的计划，中东局势有进一步升温的趋势。

消息面上，3月3日，OPEC+发布声明称，将在4月把日产量提高13.8万桶，据格隆汇消息，OPEC+很可能在5月份连续第二个月坚持其提高石油产量的计划；3月26日，特朗普签署行政令，从4月2日起美国将对从委内瑞拉购买石油或天然气的任何国家的所有进口产品征收25%的关税，并对这个南美国家本身征收新的关税。

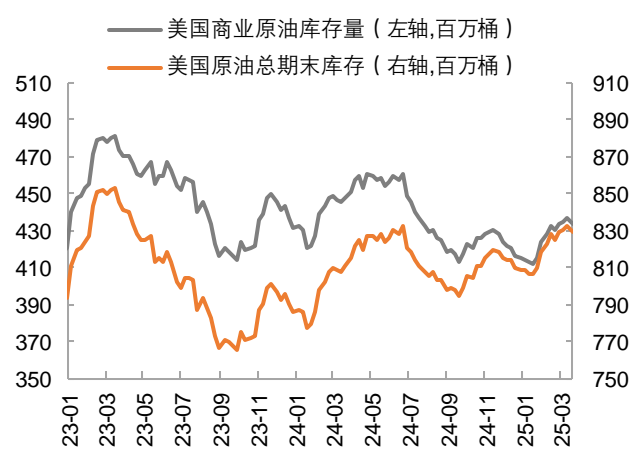
实际基本上，美国原油因产量增加而累库，但汽柴航煤等成品油日需回升、全面去库，提振了市场信心；中国汽油产销反弹，柴油产销表现良好，市场情绪回暖。3月27日，国家统计局发布数据显示，中国1-2月规模以上工业企业利润下降0.3%，较去年底降幅收窄3.0个百分点，其中制造业利润改善明显，中国工业利润的转好有利于提高企业的生产意愿，进而支撑原油需求。

图表41 原油期货收盘价和美国实际利率走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月28日

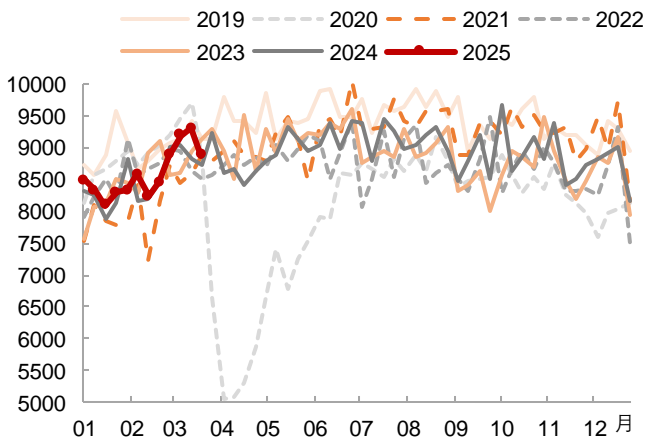
图表42 美国原油库存走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年3月21日

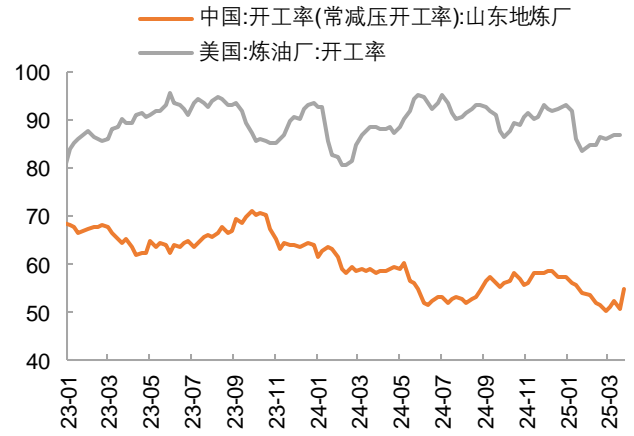
展望4月，OPEC+增产带来的供应压力或压制油价，关注中东局势和伊朗、委内瑞拉油出口变化。地缘冲突方面，近期乌克兰将举行总统选举，乌克兰总统泽连斯基处境较为艰难，美国已多次要求乌克兰签署以50%的矿产资源偿还军援的协议，短期内俄乌冲突彻底结束的概率不大；中东方面，因美军大规模空袭胡塞武装，胡塞武装对以色列进行打击报复，而以军已制定重新占领加沙地带的计划，中东地缘风险有进一步升温的趋势。基本上，欧佩克+计划在5月继续增产，虽然俄罗斯、伊拉克、沙特等国家发布了新的补偿性减产计划，但OPEC+整体产量仍将呈增加趋势。但因美国对伊朗油和委内瑞拉油制裁持续加严，且从4月2日起将对从委内瑞拉进口油气的国家所有进口产品征收25%的关税，伊朗油和委内瑞拉油产量和对外出口量将被进一步压缩。综上，虽然中东地缘局势升温和美国对伊朗及委内瑞拉的制裁将导致两国原油供应趋减，但OPEC+增产带来的供应压力可能更大，基本面上的压力导致油价缺乏进一步上涨动力。

图表43 美国汽油日需求量(千桶)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

图表44 中国和美国炼油厂开工率 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 28 日

七、风险提示

1. 国内政策落地低于预期。当前政府对于 2025 年宏观政策的积极取向进行了明确定调，但若政策后续的部署和落地低于预期，则可能影响资本市场的整体表现。
2. 国内宏观经济修复不及预期。在前期一系列稳增长政策密集出台的背景下，若后续经济基本面并未出现明显改善，A 股上市公司企业盈利将相应遭受负面影响，人民币汇率的贬值压力将进一步增大。
3. 当前货币政策已经明显转向宽松，若后续货币政策再度超预期收紧，A 股市场流动性将面临过度收紧的风险，无风险利率上移，对利率债资产形成调整压力。
4. 特朗普政策出现超预期变化。特朗普新一轮任期正式开启，从上任至今的表现看，特朗普政策、言论呈现反复变化的特征，并易对资本市场形成扰动。若其政策出现超预期的变化，并对美国经济乃至全球政治经济格局产生重大影响，则可能加剧相关资产价格的波动。
5. 美联储降息节奏超预期放缓。如果美国经济基本面超预期、通胀回落的节奏进一步放缓，甚至在特朗普政策的影响下出现“再通胀”，则可能进一步放缓美联储的降息操作，并进而对境外相关资产造成冲击，也可能加剧国内资产的波动。
6. 全球地缘政治冲突加剧，中美关系再起波澜，都可能影响相关资产价格的表现。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层