

3月宏观展望

研究咨询部 霍柔安、王兆玮
3月7日





目录

ONTENTS

01 ||

市场行情梳理

02 ||

宏观基本面分析

03 ||

未来趋势展望





目录

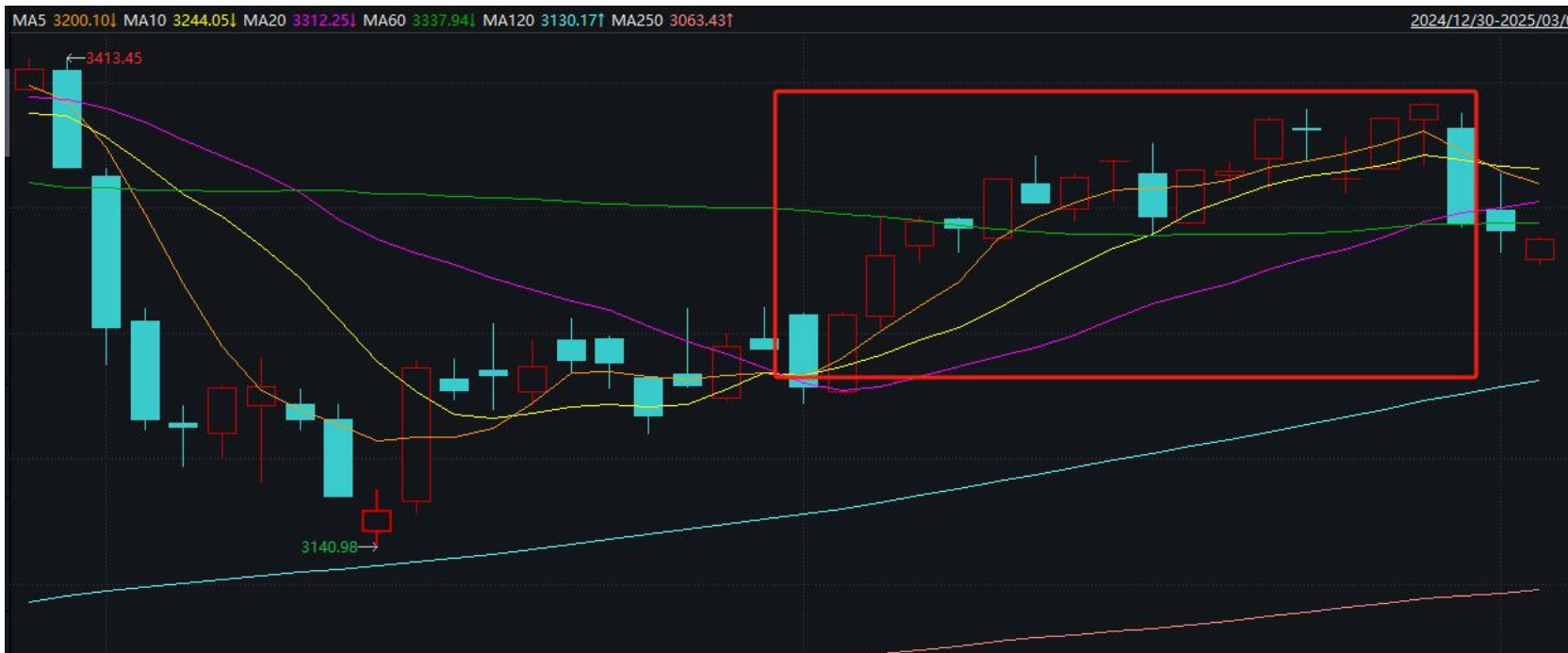
ONTENTS



市场行情梳理

01

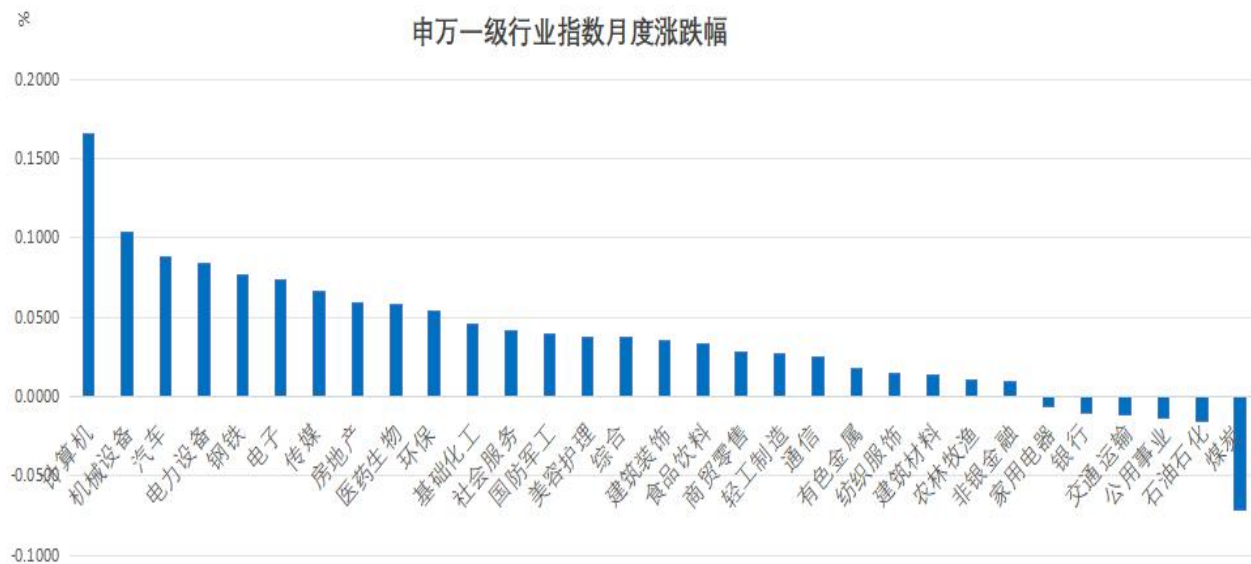
图表1.上证指数2月走势



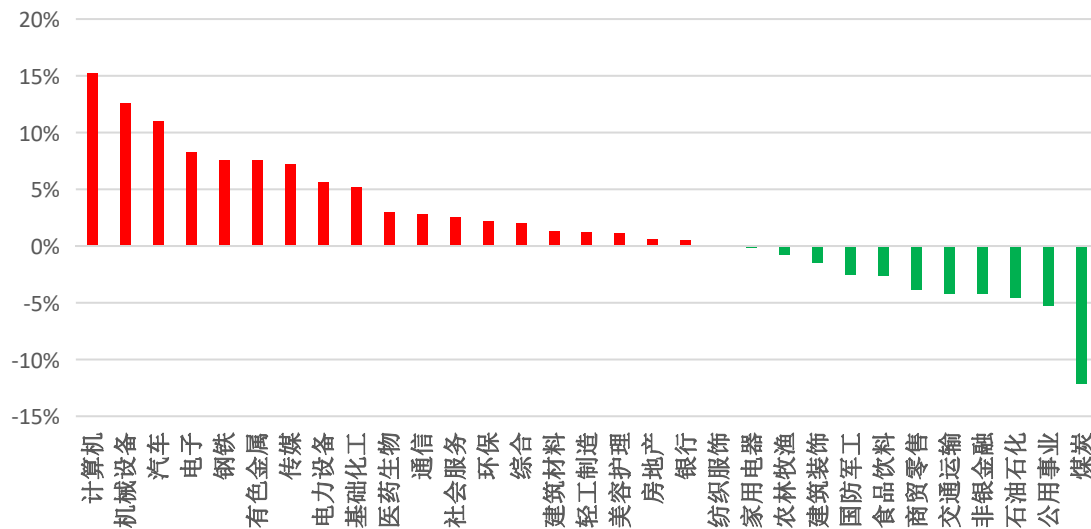
数据来源：Wind，国元期货

2月市场整体呈现震荡攀升走势，科技股以及中小盘股爆发。市场风险偏好持续上升，同时交投活跃度回升至历史高位，2月日均成交额高达1.8万亿元。

图表2.申万一级指数月度涨跌幅



年迄今相对沪深300指数涨跌幅



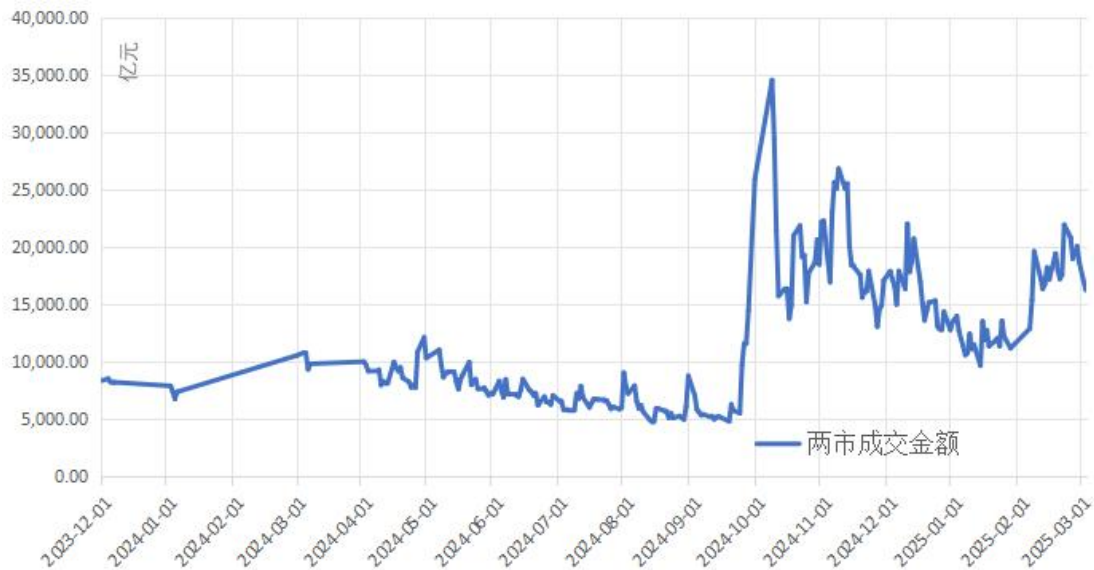
数据来源：Wind，国元期货

2月AI相关概念表现强势，计算机板块涨幅超15%。科技相关股票整体表现较好，机械设备、汽车以及电子板块涨幅靠前。煤炭板块逆势跌超5%。全年来看，计算机、机械设备以及汽车板块表现最好。

代码	名称	现价	涨跌幅	主力净流入天数	主力净流入额	主力净流入额占比	5日主力净流入天数	5日主力净流入额	5日主力净流入额占比	20日主力净流入天数	20日主力净流入额	20日主力净流入额占比
801750	计算机(申万)	5090.72	1.26%	2	72.68亿	0.185%	2	-98.15亿	-0.250%	13	1493.34亿	3.805%
801890	机械设备(申万)	1717.09	1.55%	1	88.14亿	0.240%	2	65.20亿	0.177%	14	888.45亿	2.416%
801080	电子(申万)	4830.34	1.79%	1	138.69亿	0.187%	2	-121.26亿	-0.164%	13	746.26亿	1.007%
801730	电力设备(申万)	7335.08	-1.27%	-1	-20.21亿	-0.040%	2	132.19亿	0.264%	13	583.12亿	1.165%
801880	汽车(申万)	7055.12	0.12%	2	52.42亿	0.152%	4	97.65亿	0.283%	14	526.75亿	1.528%
801770	通信(申万)	3043.40	0.57%	1	26.82亿	0.119%	1	-121.73亿	-0.542%	11	380.40亿	1.693%
801760	传媒(申万)	685.81	0.34%	2	4.94亿	0.036%	3	-39.57亿	-0.288%	14	274.88亿	2.002%
801150	医药生物(申万)	7379.03	0.38%	2	21.79亿	0.043%	4	53.39亿	0.105%	13	259.45亿	0.511%
801030	基础化工(申万)	3407.97	-0.13%	2	1.91亿	0.006%	3	59.10亿	0.197%	14	246.57亿	0.823%
801790	非银金融(申万)	1766.89	0.09%	1	12.98亿	0.024%	3	-35.77亿	-0.067%	11	169.58亿	0.320%
801720	建筑装饰(申万)	1934.72	-0.26%	-1	-3.20亿	-0.021%	3	8.98亿	0.058%	14	153.91亿	0.996%

从20日净流入额来看，计算机，电子以及机械设备板块排名靠前，和2月初时保持一致。科技股依旧是当前主旋律。个股来看：计算机板块主力资金净流入排名靠前的有常山北明，神州数码，拓维信息等。电子板块为卓翼科技，北京君正，韦尔股份。机械设备板块有利欧股份，巨轮智能等。

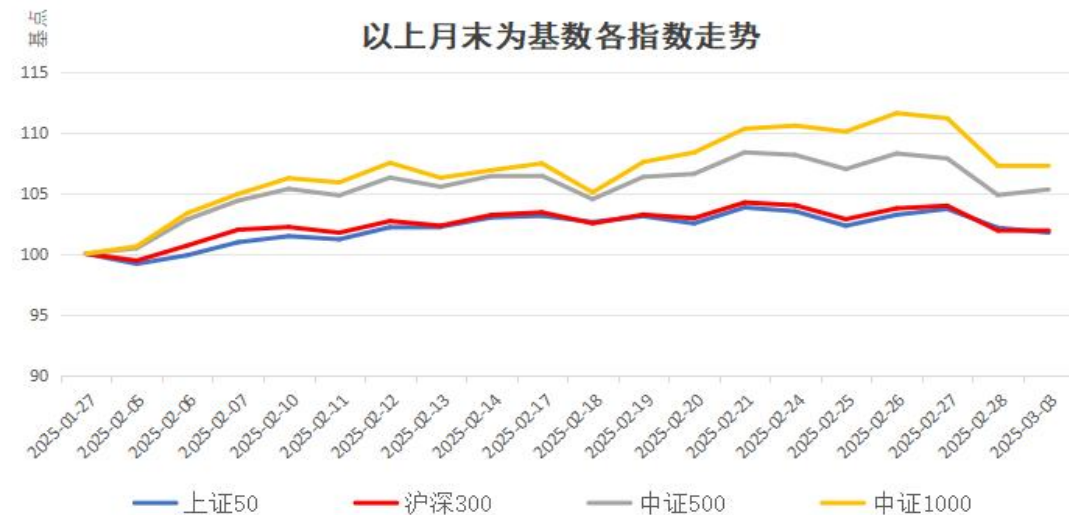
图表3.两市成交额近一年走势



图表5.融资融券情况

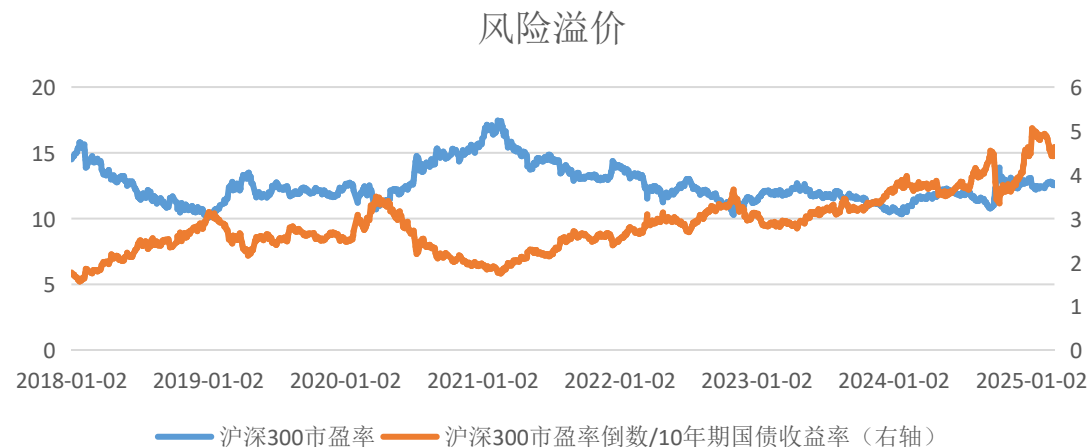


图表4.期指近两月走势



数据来源：Wind，国元期货

图表6.风险溢价情况



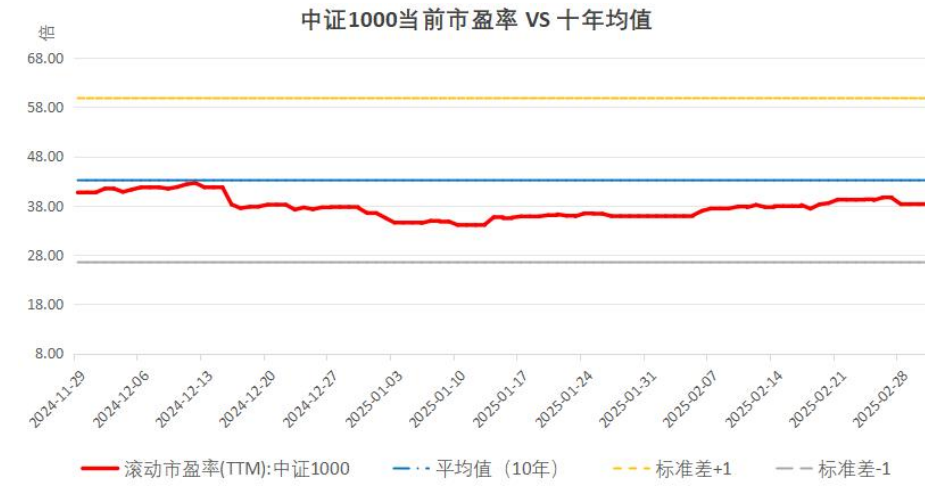
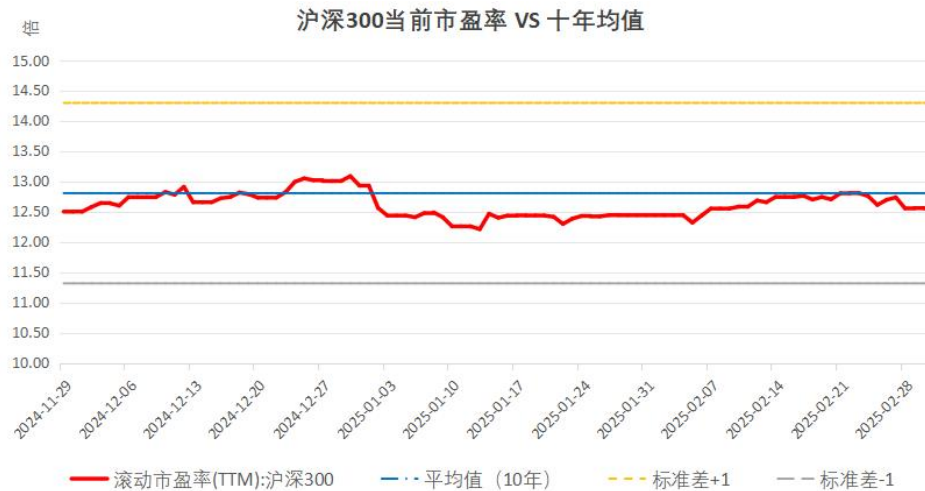
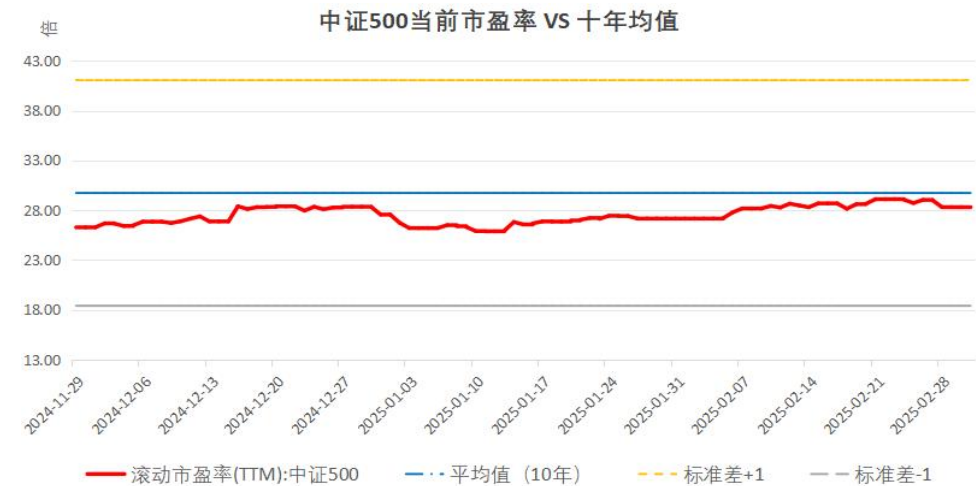
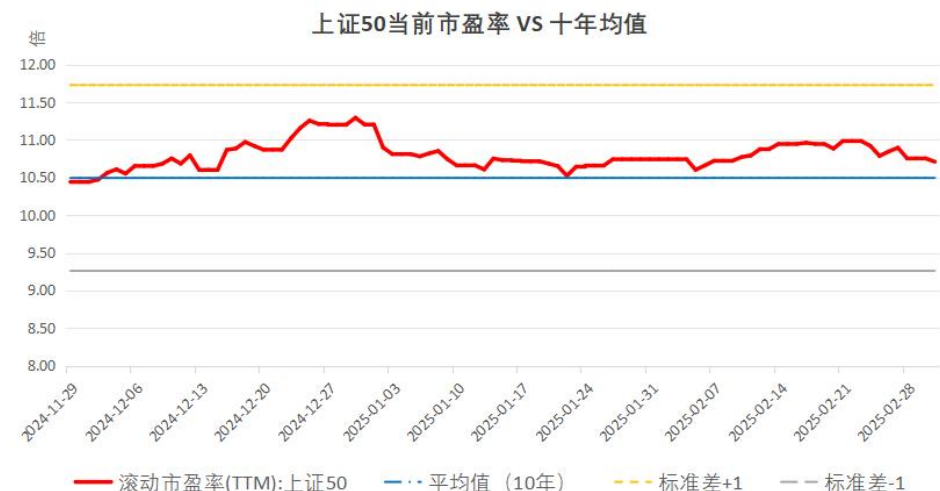
图表9.基金指数及私募基金仓位情况

基金指数	2月	2025年全年
普通股票型基金	4.67%	4.22%
偏股混合型基金	4.29%	4.45%
偏债混合型基金	0.47%	0.44%
平衡混合型基金	1.50%	0.69%
债券型基金	-0.18%	-0.08%
股票指数型基金	5.01%	2.95%
QDII基金	3.12%	4.87%
大盘价值风格型基金	0.74%	-0.83%
大盘平衡风格型基金	2.14%	1.80%
大盘成长风格型基金	4.38%	4.05%
中盘价值风格型基金	2.72%	3.43%
中盘平衡风格型基金	4.21%	4.43%
中盘成长风格型基金	5.83%	7.05%
小盘价值风格型基金	2.74%	3.55%
小盘平衡风格型基金	6.32%	7.57%
小盘成长风格型基金	21.12%	22.68%

- ◆ 2月除债券型基金以外全线上涨，股票型基金大涨4.67%，QDII基金表现较好，涨超3%。
- ◆ 大盘股和小盘股2月继续分化。小盘成长风格为今年表现最好风格，今年已涨超20%。大盘价值风格今年小幅收跌，IM/IH近期已来到近年最高水平。

数据来源：Wind，国元期货

图表10.四大期指估值情况



目前各大股指多数市盈率处在近10年中等水平。

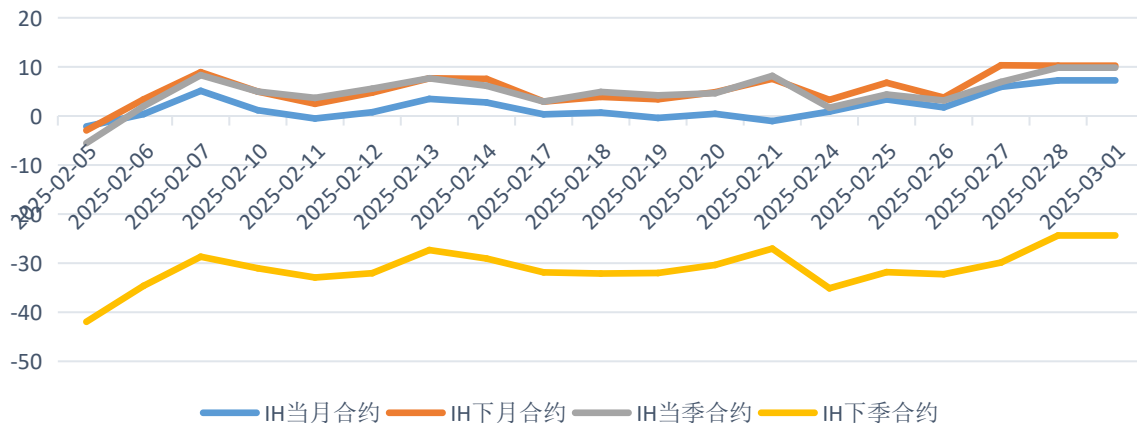
从股息率以及市净率等角度看，目前估值处在相对低位。沪深300目前股息率为3.44%。

	上证综指	深证成指	创业板指数	上证50指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
市盈率 (TTM)	14.31	25.47	33.75	10.71	12.54	28.42	38.33
市盈率分位点 (近十年)	63.27	45.61	18.50	67.41	53.97	60.62	48.55

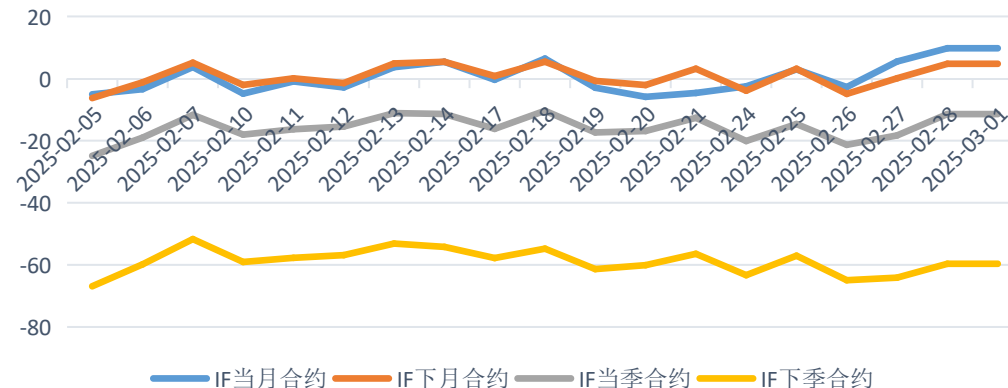
数据来源：Wind，国元期货

图表11.四大期指基差变化情况

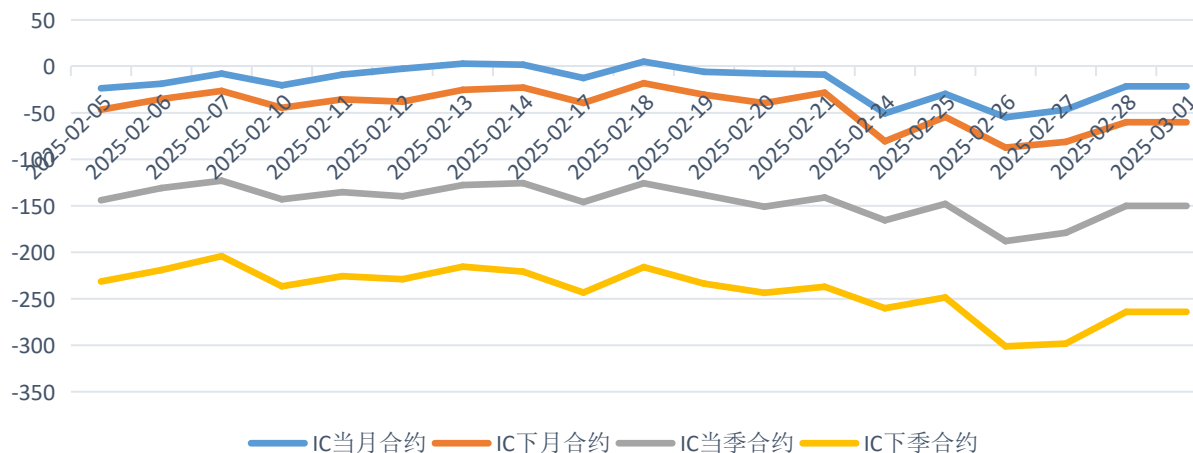
上证50股指期货基差



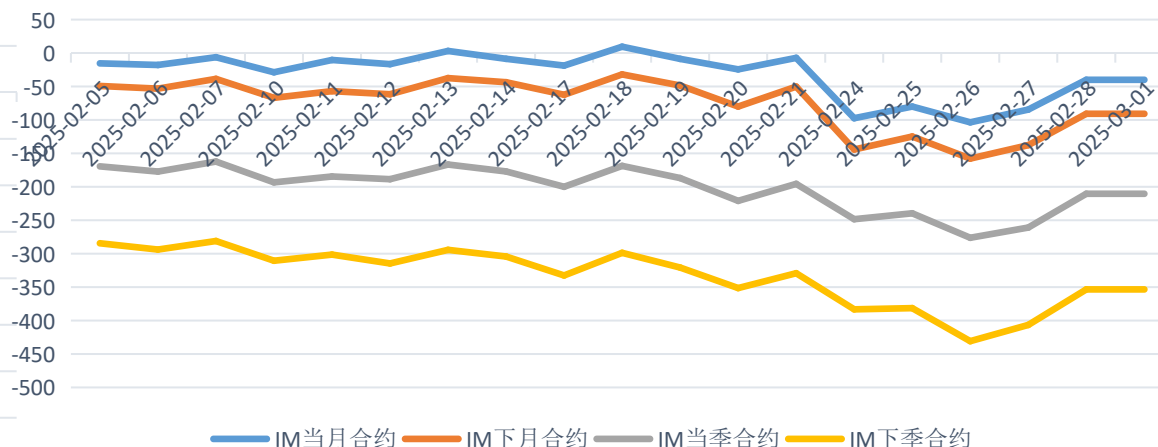
沪深300股指期货基差



中证500股指期货基差



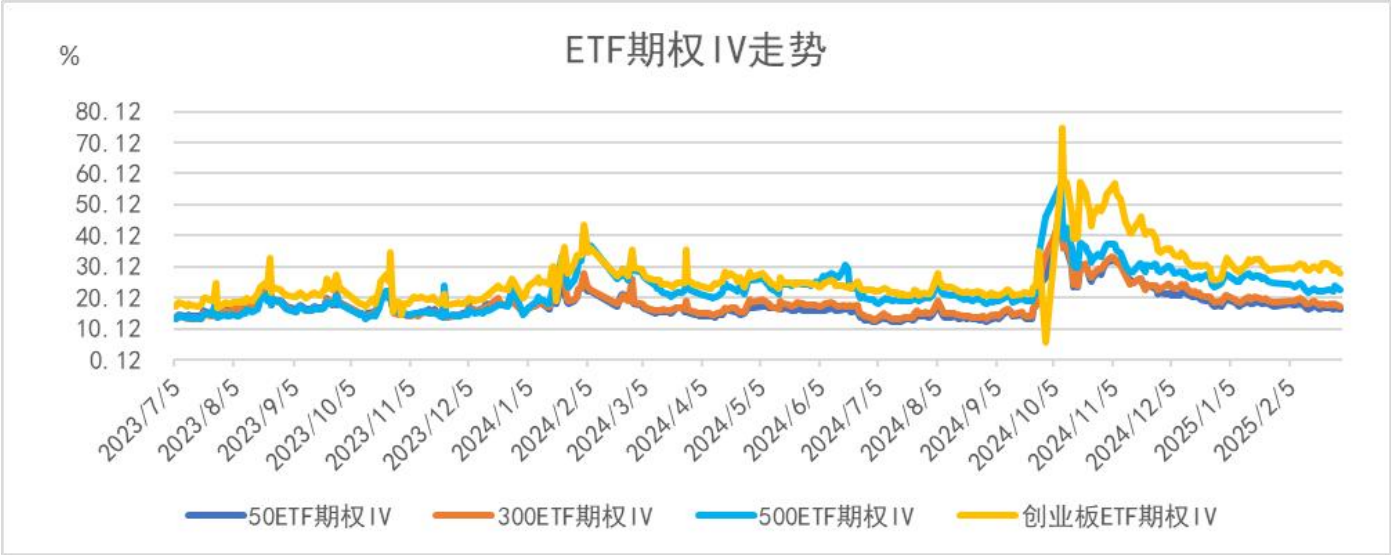
中证1000股指期货基差



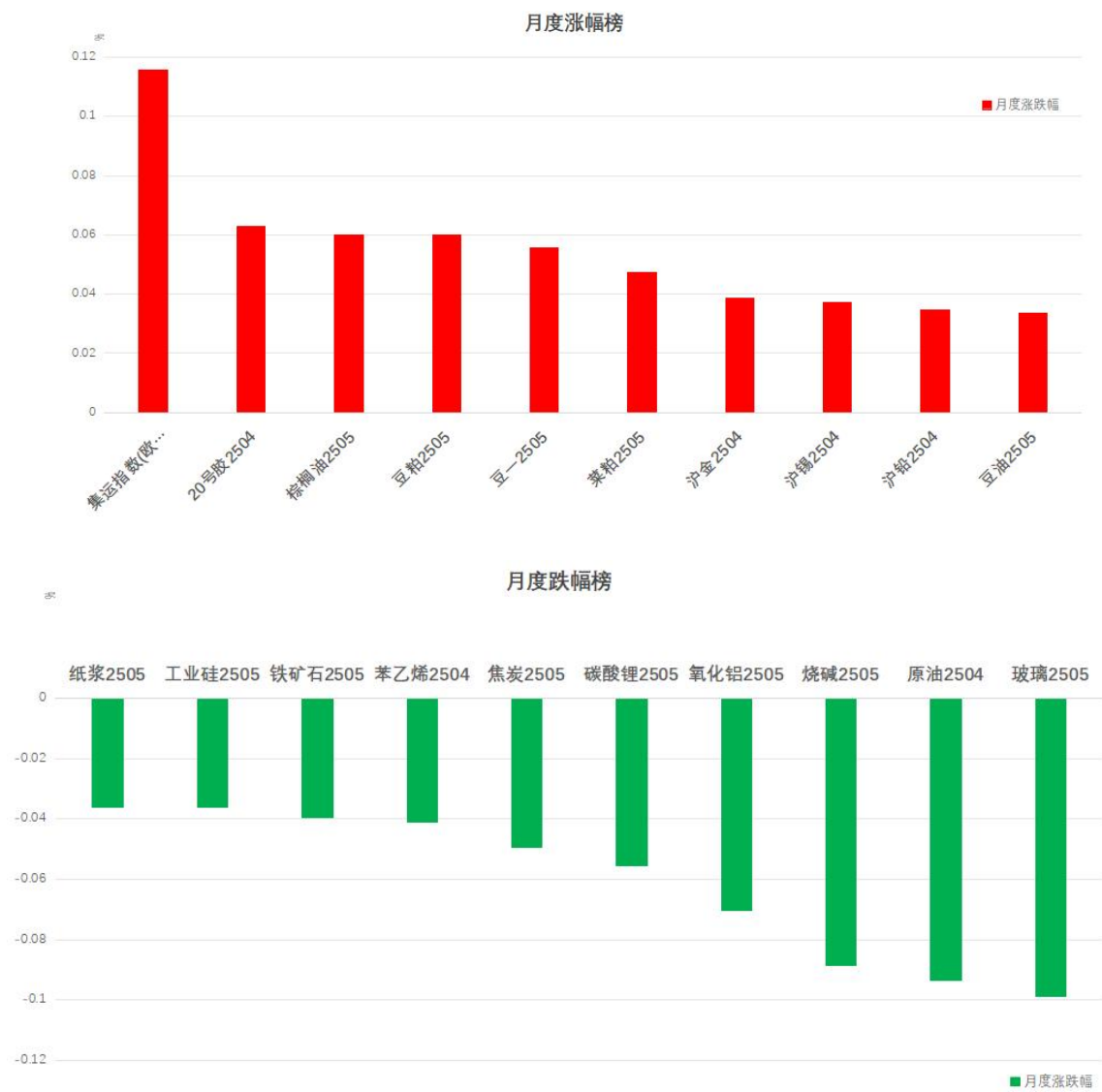
数据来源：Wind，国元期货

图表12.期权市场情况

	50ETF	300ETF	500ETF	创业板ETF	上证50指数	沪市300指数	中证1000指数
期权加权平均隐含波动率分位点	51%	61%	54%	81%	60%	65%	52%



图表13.主要商品期货月度涨跌幅排行



2月商品期货涨跌不一。集运指数涨幅超20%，棕榈油、蛋白粕涨幅较大，玻璃、原油以及烧碱跌幅靠前。近20个交易日，油脂油料以及饲料板块涨幅靠前。建材、石油以及钛合金块跌幅较大。

数据来源：Wind，国元期货

图表14.文华商品分类指数近期表现

序号	合约名称	5日涨幅	20日涨幅 ↓	5日资金流向	20日资金流向	沉淀资金
1	油脂板块	-0.59%	5.86%	-2.72亿	55.46亿	248.62亿
2	油脂链	0.29%	5.21%	10.63亿	110.81亿	526.22亿
3	饲料板块	1.82%	4.19%	16.12亿	49.12亿	316.75亿
4	玉米链	1.51%	3.81%	2.76亿	1.96亿	75.49亿
5	谷物板块	1.81%	3.75%	4.00亿	3.56亿	86.22亿
6	贵金属	-2.09%	2.95%	-117.55亿	-18.77亿	717.29亿
7	生猪链	1.37%	2.79%	14.56亿	41.08亿	325.99亿
8	塑化链	0.26%	1.55%	-2.04亿	2.32亿	103.53亿
9	软商板块	-1.26%	1.07%	-10.05亿	17.86亿	116.22亿
10	煤化工	0.20%	0.91%	8.22亿	20.63亿	150.33亿
11	有色板块	-0.79%	0.62%	-18.25亿	86.69亿	599.20亿
12	化工板块	0.06%	-0.61%	3.83亿	55.35亿	571.14亿
13	聚酯链	-1.03%	-1.10%	6.71亿	14.09亿	94.06亿
14	钢铁板块	-3.18%	-2.76%	-2.94亿	48.96亿	358.08亿
15	煤炭板块	-0.50%	-3.31%	6.03亿	28.32亿	103.54亿
16	黑链指数	-1.75%	-3.52%	9520.81万	80.13亿	513.27亿
17	铁合金	-1.70%	-5.26%	-2.13亿	2.85亿	51.65亿
18	石油板块	-2.31%	-5.75%	-22.14亿	-16.26亿	132.11亿
19	建材板块	-2.18%	-7.33%	12.87亿	47.28亿	212.41亿

数据来源：文华财经，国元期货



目录

ONTENTS



02

宏观基本面情况

表 1：历年政府工作报告工作目标一览

具体目标	单位	2025/3/5	2024/3/5	2023/3/5	2022/3/5	2021/3/5	2020/5/22
GDP实际增速	%	5左右	5左右	5左右	5.5左右	6以上	-
城镇新增就业	万人	1200以上	1200以上	1200左右	1100以上	1100以上	900以上
城镇调查失业率	%	5.5左右	5.5左右	5.5左右	5.5以内	5.5左右	6左右
CPI涨幅	%	2左右	3左右	3左右	3左右	3左右	3.5左右
进出口	—	—	—	(促稳提质)	(保稳提质)	(量稳质升)	(促稳提质)
国际收支	—	(基本平衡)	(基本平衡)	(基本平衡)	(基本平衡)	(基本平衡)	(基本平衡)
居民收入	—	(和经济增长基本同步)	(和经济增长基本同步)	(和经济增长基本同步)	(和经济增长基本同步)	(稳步增长)	(和经济增长基本同步)
单位GDP能耗降低	%	3左右	2.5左右	(继续下降)	(在十四五规划期内统筹考核并留有弹性)	3左右	(继续下降)
主要污染物排放量降低	%	—	—	(继续下降)	(继续下降)	(继续下降)	(继续下降)
粮食产量	万亿斤	1.4左右	1.3以上	1.3以上	1.3以上	1.3以上	—
赤字率	%	4	3	3	2.8左右	3.2左右	3.6以上
财政赤字规模	万亿元	5.66	4.06	3.88 (两会) 4.88(特别国债后)	3.37	3.57	3.76
地方政府专项债	亿元	44000	39000	38000	36500	36500	37500
特别国债	亿元	18000 (超长期特别国债13000, 补充资本5000)	10000 (连续几年发行超长期特别国债)	10000 (10月24日人大常委会会议审议通过)	—	—	—
M2增速	%	(同经济增长、价格总水平预期目标相匹配)	(同经济增长和价格水平预期目标相匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(引导其增速明显高于去年)
社会融资规模增速	%	(同经济增长、价格总水平预期目标相匹配)	(同经济增长和价格水平预期目标相匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(与名义经济增速基本匹配)	(引导其增速明显高于去年)
首要工作目标	—	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力	着力扩大国内需求	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间	保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间	加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业
资本市场政策(节选)	—	1) 优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市、股市健康发展。 2) 深化资本市场投融资改革，大力推动中长期资金入市，加强战略力量储备和稳市机制建设。	适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式，加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。	推进股票发行注册制改革，完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。	完善资本市场基础制度	改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。	
房地产政策(节选)	—	1) 优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市、股市健康发展。 2) 持续用力推动房地产市场止跌回稳，合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办住房，推进收购存量商品房，有效防范房企债务违约风险，有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。 加强住房保障性体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策，促进房地产市场良性循环和健康发展。	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。	

资料来源：新华网，中国政府网，长江证券研究所

从政策基调来看，**依旧强调动态调整和稳中求进**。货币政策和财政政策的表态和中央经济工作会议基本保持一致，动态调整的含义应至少包括货币政策的“适时降准降息”、对资本市场的支持功能也基本固定“促进楼市、股市健康发展”。

稳楼市方面，思路或延续“控量稳价”，而非2015年与1998年的量价齐增。后续持续关注地产的库存去化情况，尤其是现房的去化情况。从目前的数据来看，以现房消费面积/上年末待售面积衡量的现房去化速度来看，2024年为66.3%，同样处于历史偏低水平。

图表 11 现房去化速度趋缓



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 政府性基金收入：2022-2024 年实际完成低于预算目标



资料来源：Wind，华创证券

财政政策更多的是细节方面的明确，后续可以期待加码。赤字率定在4%，符合预期。债务端包括专项债、特别国债、赤字在内，比上年增加2.9万亿元。

11.86万亿的组成=1.3万亿超长期特别国债（用于两重两新，其中3000亿以旧换新）+5000亿特别国债（金融机构注资）+5.66万亿赤字（中央赤字4.86万亿、地方赤字0.8万亿）+4.4万亿专项债（含8000亿用于化债，其余用余投资建设、土地收储、收购存量商品房）。

但财政支出端的影响因素除了新增债务之外还有财政收入，而增幅能否超过5%仍然取决于财政收入端的完成情况。也就是一般公共预算收入和政府基金性收入，后者能否实现预期增速主要取决于卖地情况能否好转，近几年其实现的收入都低于预算目标。

图表 2 历年名义增长预期与当年名义 GDP 增速



资料来源: Wind, 华创证券

具体预期目标来看，本次的政府工作报告中提出的全年发展目标相对稳健：GDP实际增速5%左右，城镇新增就业1200万人以上，调查失业率5.5%左右，CPI涨幅2%左右。

从GDP增长方面来看，实际增速目标基本符合预期，但名义增长预期低于去年，根据推算名义GDP应该在4.9%左右，去年核算的名义GDP目标为7.4%，而实际的名义GDP是4.2%，所以**今年的增长预期更加务实，但目前来看也存在一定差距，需要进一步调整供求关系。**

物价水平方面，2%的通胀目标较去年先下降1%，其目的更像是向社会传递要努力通过各种政策去推动物价的温和回升的信号。从赤字率和赤字规模倒算的结果来看，财政所预期的2025年名义GDP增速为4.9%左右，隐含的GDP平减指数同比增速在0%左右。由此来看，**推动价格不收缩或为今年政策制定的真实锚点。**这就意味着，当前仍然更注意高质量发展，在技术革新和产品升级的背景下，价格不大幅收缩，就已经实现了控制宏观风险（避免价格下行螺旋）和重视民生（消费者剩余提升）的双重目标。

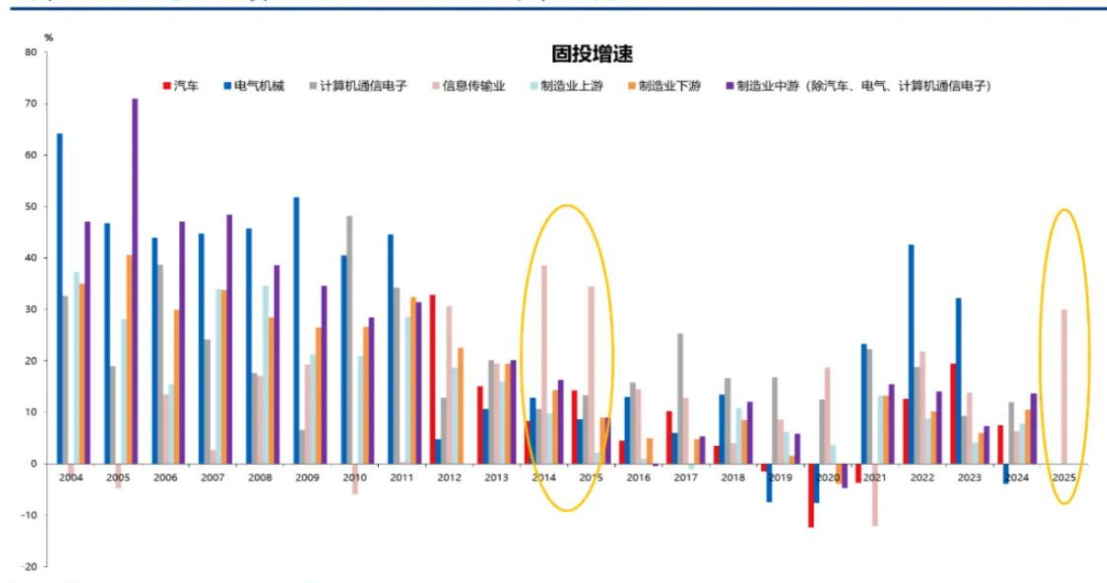
关于产业的方面，主要提到了消费的供给增加以及智能终端的培育。

关于消费，强调增加供给以促进消费。提到“放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手”“着力破解消费供给的结构性矛盾等。

关于制造，强调发展智能设备。包括“支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。”、“培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。”

结合近期的互联网大厂的资本开支计划，今年可能会类似2014-2015年，资本市场在活跃交易支持下，**科技领域会出现更强的收益表现。**

图表 7 信息业投资或类似 2014-2015 年表现亮眼



资料来源：Wind，华创证券预测

表 1：2 月以来俄乌冲突各方重要表态

时间	事件
2025 年 2 月 3 日	特朗普在白宫表示希望乌克兰通过向美国供应稀土等资源换取美国对乌援助
2025 年 2 月 12 日	美国国防部长赫格塞思称恢复乌克兰 2014 年之前的边界是“不现实”的，美国不认为应该通过乌克兰加入北约来保障乌未来安全
2025 年 2 月 12 日	特朗普先后与俄总统普京和乌克兰总统泽连斯基通电话。特朗普表示，他与普京同意就结束俄乌冲突进行“紧密合作”，并派遣各自团队“立即开始谈判”。俄方说，普京赞同特朗普有关可以通过谈判实现乌克兰危机长期解决的观点，俄方已经启动与美国对话谈判团队的组建工作
2025 年 2 月 12 日	英国、德国、法国等欧洲多国与欧盟委员会发布联合声明，表示愿意加大对乌克兰的支持，强调“乌克兰和欧洲必须成为任何谈判的一部分。”
2025 年 2 月 12 日	美国财政部长斯科特·贝森特向乌方提供了一份矿产协议的方案，据悉内容涉及安全保障和乌克兰矿产资源开发。2 月 14 日，据悉乌方已完成与美国的矿产协议初稿并交给美方评估
2025 年 2 月 14-15 日	慕尼黑安全会议召开。泽连斯基 15 日在出席慕尼黑安全会议期间表示，美方的矿产协议方案缺乏对乌方的“安全保障”，他“没有允许签署该协议，因为它还没有准备好”
2025 年 2 月 18 日	俄美两国在沙特会谈，达成四点共识：建立磋商机制，使两国外交使团的运作正常化；任命各自的高级团队，着手努力以持久、可持续且为各方接受的方式尽快结束乌克兰冲突；为未来在共同地缘政治利益问题及经济和投资机会方面的合作奠定基础，这些合作将随着俄乌冲突结束而出现；当天与会团队承诺将保持接触，确保以及时和富有成效的方式推进谈判进程。
2025 年 2 月 19 日	泽连斯基表示乌克兰希望在今年获得安全保障并结束战争，美方目前方案不够明确，“唯一明确的部分是乌克兰必须交出 50% 的矿产资源”
2025 年 2 月 22 日	特朗普表示要求从乌克兰获得稀土、石油和“任何我们能得到的东西”，以收回投入乌克兰的资金，“我认为我们非常接近与乌克兰达成协议”。

资料来源：新华网，人民网，招商证券

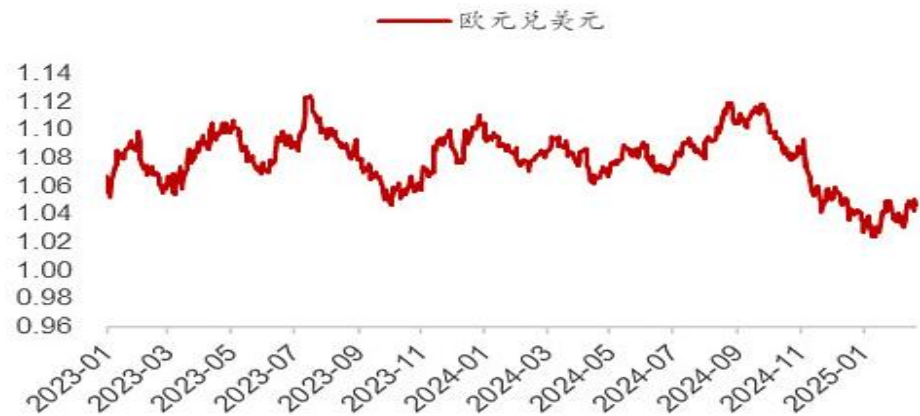
雪球+ 轩言全球宏观

2月以来俄乌冲突各方开始频繁表态，俄美直接接触，2月18日，俄美两国在沙特会谈，达成四点共识，同时乌克兰和欧洲方面没有参与会谈。俄美会谈后，美方对乌措辞更加严厉。其原因除了特朗普“美国优先”的指导原则促使他要减少美国在乌克兰战场的投入之外，最值得我们关注的是对于中国的考量，现任政府认为“拜登政府的对俄敌意政策促使俄罗斯与中国走近”，新的美国政府应纠正拜登政府的错误。

如果从国际关系的角度来看，俄乌冲突的转机可能有利于中国 在相关地区获得稳定的投资环境，保障供应链安全。且如果中国有参与战后重建的空间，或可加强与他国的利益共同点，如中欧合作。

但**俄美关系的变化可能会加剧大国关系的复杂性**，尤其是中美关系。美国除推动俄乌冲突结束外、还对诸多非美大国实施（或即将实施）关税政策，这将变相强化非美之间的合作可能。

图 5: 欧元-美元



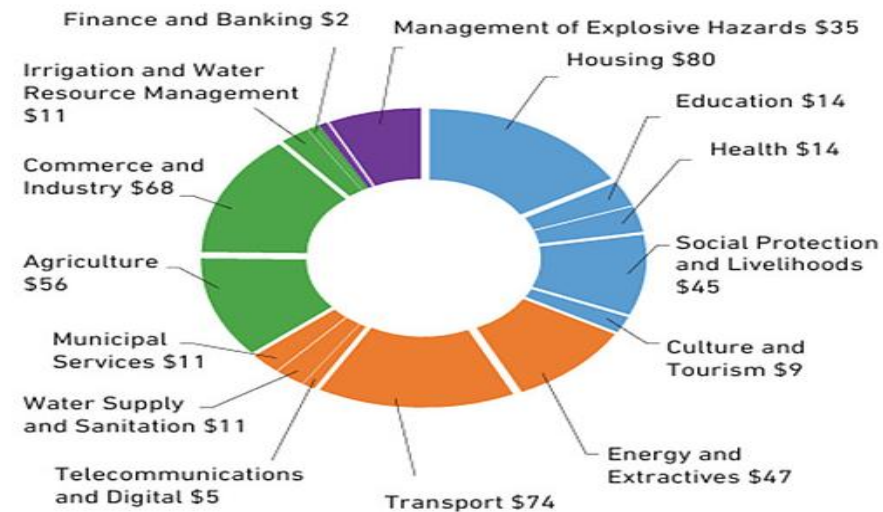
资料来源: Wind、招商证券

雪球: 轩言全球宏观

中期来看，战后重建有利于基建、建筑建材、机械、交通运输、电力设备及新能源等行业。根据联合国出具的《损害和需求快速评估》估算，未来十年乌克兰重建和恢复需求最高的领域就是住房、运输、工商业、农业和能源。其中中国有望受益的行业：基建（公路铁路桥梁等）、建筑及建材（钢铁水泥玻璃等）、机械（工程机械、农业机械等）。此外若停火后，西方解除对俄领空限制，将有利于跨境交通运输的正常化（如涉及到相关领空的国际航班）；考虑到乌克兰电力供应系统受到战争严重破坏，电力设备及新能源同样有望受益。

对于产业的影响，短期资产价格可能会迎来变相提振。俄乌冲突正在朝着结束的方向推进，这一过程已经对欧洲资产产生提振并抑制了近期美元指数走势。若后续进程依旧顺利，欧元有望重回1.05-1.1区间，进而压制美元走弱至100-105，进而人民币等非美货币也将受到阶段性、变相提振。

图 7: 乌克兰战后重建经济规模及各产业占比（单位：十亿美元）



资料来源: 世界银行、招商证券

雪球: 轩言全球宏观

美国方面，特朗普关税政策升级，将此前2月4日生效的10%关税修改为20%；但对于墨西哥和加拿大，目前处于摇摆不定的阶段，目前来看加拿大对美国关税的报复似乎比墨西哥更激进，墨西哥可能会率先与美国达成关税暂停协议。

关于反制的情况，中国和加拿大维持强硬立场，墨西哥的反制措施相对犹豫。中方宣布自3月10日起，对来自美国的部分商品加征15%或10%关税，加上此前2月4日宣布的关税措施，合计对362亿美元商品加征关税，占从美国总进口的22%；总的来看，关税力度明显轻于美国（对中国所有商品加征20%）。

此外中国还采取了一系列非关税措施：暂停美国原木进口、对美国相关光纤产品发起反规避调查、暂停美国CHS Inc.等3家企业大豆输华资质。

图2：中国对美国的关税反制措施总结

宣布日期	幅度	商品种类	商品规模（2024年中国从美国进口）	占中国2024从美国总进口比重
2月4日宣布反制关税	加15%	煤炭、液化天然气	44.7 亿美元	2.7%
	加10%	原油、农业机械、大排量汽车、皮卡	94.6 亿美元	5.7%
3月4日宣布反制关税	加15%	鸡肉、小麦、玉米、棉花	34.3 亿美元	2.1%
	加10%	高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品	188.7 亿美元	11.4%

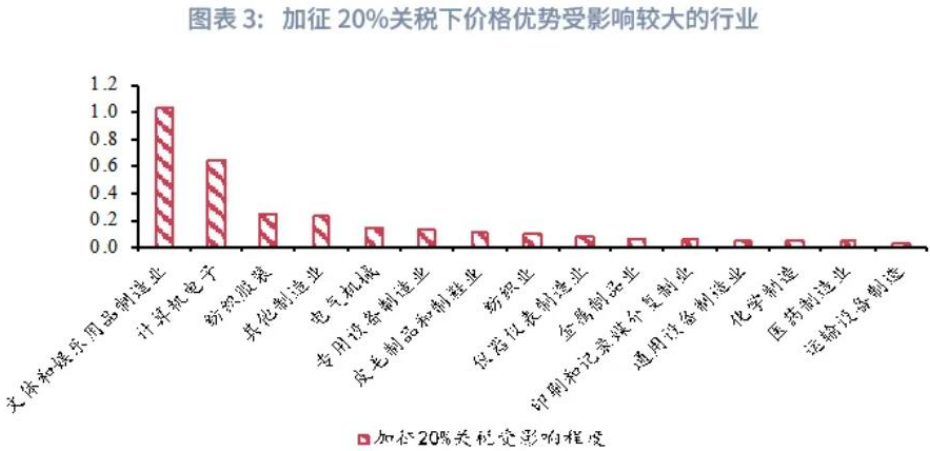
资料来源：商务部，Trade Map，民生证券研究院测算

具体到影响来看，从经济角度来看，如果不考虑其他变量的变化或者对冲政策，美国对中国的20%关税，大致拖累0.69个百分点的名义GDP，对实际GDP增长的拖累或在0.49个百分点左右，这可以看作损失的上限，没有考虑对非美国家的出口转移、汇率贬值对冲等。而对美国而言，加墨的25%关税给美国的冲击更大。最新公布的美国GDP数据大幅低于预期，-2.8%，如果年内无法取消的话，美国的“滞胀”预期会持续升温，导致美国成长股承压，而对于非美资产可能存在机会。

图4：美国对中、加、墨加征关税可能对美国经济的影响						
预测机构		关税的情景假设		对美国经济的影响		
耶鲁大学预算实验室 (The Budget Lab)	加拿大额外加25% (原油10%) + 墨西哥额外加25%+中国额外加10%	反制	均衡状态下:			
			PCE物价	+0.76%		
			平均每家家庭实际可支配收入	-\$1,245 (单位2024\$)		
		不反制	平均有效关税税率	+6.3%		
			中长期实际GDP增速	-0.20%		
			均衡状态下:			
彼得森国际经济研究所 (PIIE)	情景一：加拿大额外加25%+墨西哥额外加25%	不反制	通胀	+0.43	+0.18	+0.05
			实际GDP	-0.04	-0.23	-0.26
		反制	通胀	+0.86	+0.38	+0.09
			实际GDP	-0.11	-0.50	-0.55
	情景二：中国额外加10%	不反制	通胀	+0.06	+0.03	+0.01
			实际GDP	+0.01	-0.02	-0.03
		反制	通胀	+0.12	+0.05	+0.02
			实际GDP	-0.01	-0.06	-0.07
	情景三：加拿大额外加25%+墨西哥额外加25%+中国额外加10%	不反制	通胀	+0.54	+0.24	+0.07
			实际GDP	-0.06	-0.3	-0.33

资料来源：TBL, PIIE, 民生证券研究院

而中国方面，美国的关税政策一旦实施，受价格优势变化影响较大的行业主要是电气机械和专用设备制造业。而中国的反制政策尤其是农产品的，通过提升国内饲料成本进而传导到肉类价格这个渠道，目前来看对CPI影响有限 (0.01-0.03%) 。





目录

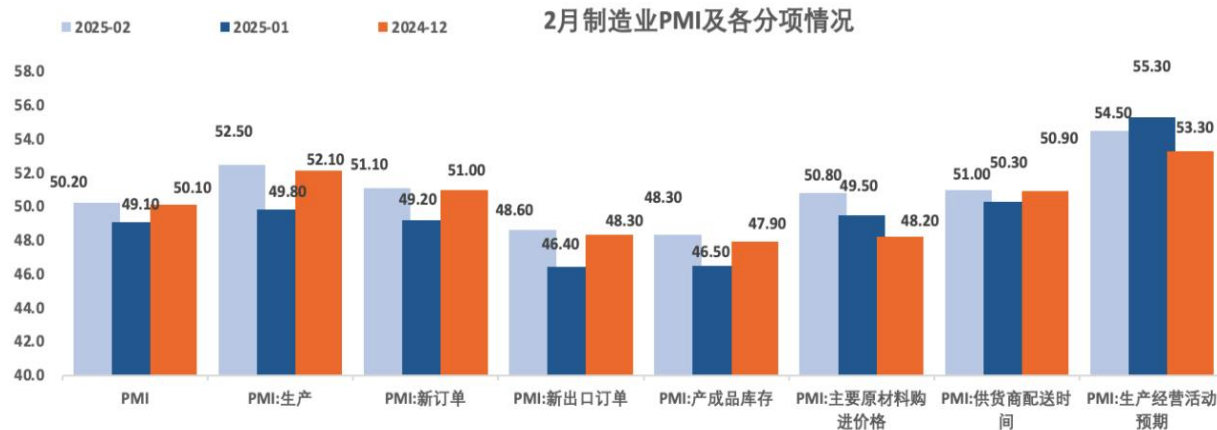
ONTENTS



03

未来展望

图35.2月制造业PMI及各分项情况



资料来源：wind，国投证券证券研究所



从市场整体来看，三月份的策略核心有两个，其一是两会政策的演绎，其二是美元指数的变化。根据目前两会所传达的信息来看，政策依然倾向于以中国式现代化为核心高质量发展仍然占据主导方向，稳中求进，对于经济基本面的刺激与拉动总体温和。根据近期公布的2月PMI、房地产等数据显示，当前经济正处于弱复苏阶段，从基本面角度来对市场形成底部支撑，**当前的市场主要以风险偏好为核心矛盾**。美元指数虽然近期由于滞胀担忧有所回落，未来仍然很大程度上受到特朗普政策的影响，同时地缘政治也是影响美元指数的重要因素之一。随着关税政策落地实施、地缘政治摩擦升级，美元指数仍有进一步上行并保持高位震荡的可能，彼时可能对风险偏好产生影响，**如果美元指数进一步转强，高股息板块的超额行情可能会再次出现**。而风险偏好转向基本面的定价或许要留待二季度后期作进一步确认，这或与超常规逆周期调节的节奏相关。目前通稿中尚未提及。

图20.TMT 指数突破去年 9 月高点，距离 2015 年历史高点也十分接近



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

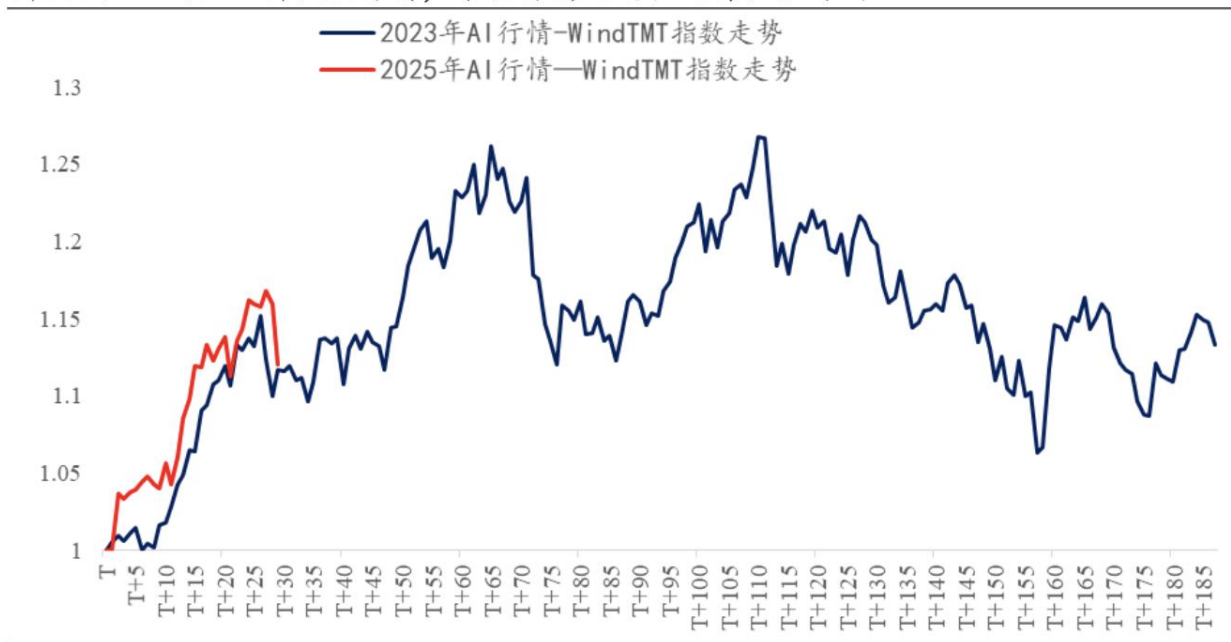
图24.当前高切低跟踪指标来到区间高点附近，提示高切低的可能性较高



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

对于当前的科技股行情，TMT指数相对沪深300和红利的相对收益都已经达到历史高位，出现从软件应用切换向硬件半导体的特征，科创 50、半导体指数等纷纷开启补涨，并突破 2024 年 9 月的高点。当前 TMT 交易已经进入较为拥挤的阶段，根据国投证券的高切低指标来看，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。资金可能从此前涨幅较高的机器人、AI 应用等领域向科技内部的硬件半导体以及科技外部的低位顺周期（地产链）和消费领域（两会政策支持）扩散。后续值得关注的节点是两会之后，若量能出现回落、美元转弱的趋势扭转，高位板块可能会面临的进一步调整，低位的顺周期板块，可能存在一定的补涨空间，但是目前的宏观基本面和宏观经济政策都属于“波澜不惊”的阶段，边际变化较小，中期来看不足以吸引大量资金。

图28.对比上轮 AI 科技股行情，本轮行情的进程还有较长时间

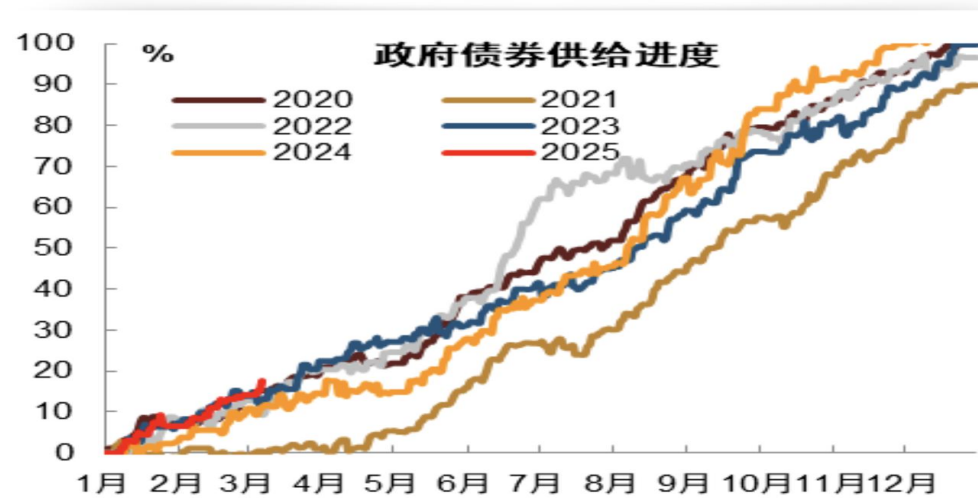


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

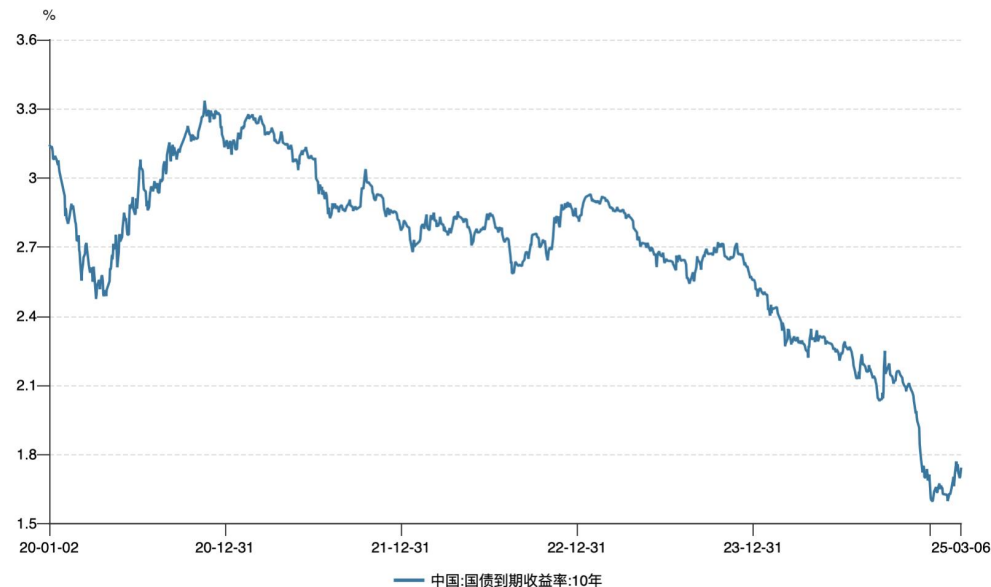
而中期来看，依然是科技成长的主线。只要 AI 科技不断演化并能够与各类生产部门结合，那么中期以半导体和科创 50 为核心的科技中长科创定价就不用担心。复盘历史上几轮科技股行情，与当前在产业叙事上可比的是 2010 年、2013 年，这三轮行情的空间依赖龙头完成技术的 0-1 突破后，进行资本开支，并形成爆款产品落地完成产业化，带动产业链形成利润—资本开支的正向循环，此时会在回调后开启第二波。若对比 2023 年上轮 AI 科技股 N 字型行情，第一波拔估值的定价过程还难言结束，受益于近期主动多头科技类产品的扩张，**后续 AI 领域资本开支是关注重点，中期看或许会对科技再次凝聚共识，在此期间围绕 AI 科技的龙头核心标的应该仍有机会获得超额。**

债市方面

图表9：2025年政府债券供给进度



注：2025年数据截至3月7日
资料来源：iFinD，中金公司研究部



对债市影响上，今年财政发力整体处于市场预期下限，政府债券供给放量对于债市的扰动相对有限。同时，由于货币政策明确要适度宽松，择机降准降息，并且要“提升政策目标、工具、时机、力度、节奏的匹配度”，“出台实施政策要能早则早”、“看准了就一次性给足”，经济增长预期目标继续维持在5%，实现难度抬升，或需要更大力度且更具针对性的政策举措。财政发力会伴随着货币政策的明显放松配合，预计后续流动性环境会出现较为显著的改善，以实现政府工作报告保持流动性充裕、支持实体经济的要求。我国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段，社会综合融资成本下降的过程中各类广谱利率可能仍有回落的空间，金融机构“资产荒”的格局可能将持续演绎，债券配置需求仍能有效承接政府债券供给的增加。因此预计年内降准降息仍有不低的空间，资金面有望得到明显改善，在债券供需格局相对稳定，货币政策仍将进一步放松的情况下，债券类资产的配置价值正在凸显，**预计年内10年国债收益率低点或降至1.5%或者更低水平。**

要注意的是两会之后到4月中旬政治局会议前是政策空窗期，在此之间市场可能放大对经济数据的敏感度，需**提前布局数据披露时点。**

谢谢观看

