

政府债券支撑社融数据，权益市场出现风格轮动

——鑫元周观点（2025. 3. 10-2025. 3. 16）

一、核心观点

宏观方面，2月中国金融数据略不及预期，政府债券支撑社融多增，信贷中企业贷款形成拖累。政策方面，《金融时报》刊文称，“货币政策有必要保持合理空间；市场专家指出，结构性降息也是降息”。近期促进消费政策频出，国家金融监督管理总局提出优化消费金融政策的具体举措；国办、中办印发《提振消费专项行动方案》；呼和浩特发布育儿补贴项目实施细则及服务流程。海外方面，通胀“1月效应”退潮，2月美国CPI数据如期降温。往前看，美国CPI同比可能在4月触底，但需观察特朗普政府紧财政立场的政策效果。美国国会参议院14日通过短期支出法案，政府“停摆”危机再次得以避免。

权益市场方面，上周五权益市场出现向内需顺周期切换的风格轮动，是对中债收益率上行的大类资产补偿，30年国债收益率的回升，背后是市场对之前过分悲观情绪的修复，包括消费数据、二手房销售数据和工程机械数据的复苏。但不应因顺周期行业上涨就线性外推出总量分子全面景气和总量分母更宽松的交易逻辑，当前总量分母短期更宽松的逻辑难以实现，总量分子也仅体现在结构化的行业景气上。策略上建议放弃小区间的轮动机会，把握以人工智能为代表的科技主线，做好科技行业的内部切换。同时，美股在上周五出现技术性反弹，市场等待本周FOMC会议鲍威尔的前瞻性指引，预计道指和纳指将在特定位置进行高波震荡以等待更多数据验证。

固收市场方面，上周债市波动加大，债券收益率先上后下，触顶回落。但不同期限和品种的下行幅度不同，中短久期债券下行更多。整周来看债市呈现震荡格局，权益市场持续回暖叠加社融数据不及预期，现券市场表现出多空交织。本周市场面临税期因素扰动，且临近3月下旬，市场降准预期升温，预计市场本周依然存在剧烈震荡波动的可能。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国2月金融数据重磅出炉。据央行统计，今年前两个月，人民币贷款增加6.14万亿元；

社会融资规模增量累计为9.29万亿元，比上年同期多1.32万亿元。2月末，M2同比增长7%，M1同比增长0.1%，社会融资规模存量同比增长8.2%。2月份企业新发放贷款加权平均利率约3.3%，个人住房新发放贷款加权平均利率约3.1%，保持在历史低位水平。

3月16日出版的《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《坚持和落实“两个毫不动摇”》。文章指出，公有制经济、非公有制经济应该相辅相成、相得益彰，而不是相互排斥、相互抵消。要立足社会主义初级阶段，始终坚持社会主义市场经济改革方向，坚持“两个毫不动摇”。

央行党委召开扩大会议。会议强调，要实施好适度宽松的货币政策，择机降准降息。研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。探索拓展宏观审慎和金融稳定功能，维护金融市场稳定。支持资本市场稳定发展。完善房地产金融宏观审慎管理，健全房地产金融制度。

证监会党委召开扩大会议，研究部署资本市场贯彻落实具体举措。会议指出，要全力巩固市场回稳向好势头，加强战略性力量储备和稳市机制建设。在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力，稳妥恢复科创板第五套标准适用。以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革。研究制定资本市场对外开放总体规划，稳步拓展跨境互联互通。着力提升监管执法效能。加快建设“三个过硬”的监管铁军。

公募基金改革方案细则即将出炉。方案初稿内容核心围绕鼓励中长期投资、以关切投资者利益导向为考核重点、改革权益产品发展、做好合规风控监管等主线，旨在推动公募基金行业高质量发展，并在诸多领域提出了明确的量化指标。

（二）海外宏观

美国2月通胀全面降温。美国劳工统计局公布数据显示，美国2月CPI同比放缓至2.8%，环比上涨0.2%，均低于市场预期。2月核心CPI同比上涨3.1%，创2021年4月以来新低，环比上涨0.2%，也均低于市场预期。交易员提高对美联储降息的押注，预计年内至少降息两次。

美国初请失业金人数小幅下降至22万，低于预期。上周美国失业救济申请人数几乎没有变化，大致与疫情前的水平持平。至3月8日当周初请失业金人数为22万人，低于预期的22.5万人。根据劳工部周四发布的数据，截至3月1日当周，续请失业金人数(衡量领取失业救济金人数的指标)降至187万，也低于预期。

日本央行行长植田和男对消费持乐观态度。并重申日本央行缩减“过大”资产负债表的决心，这表明该行仍在逐步减少对经济的货币刺激。消息人士表示，日本央行将在下周的政

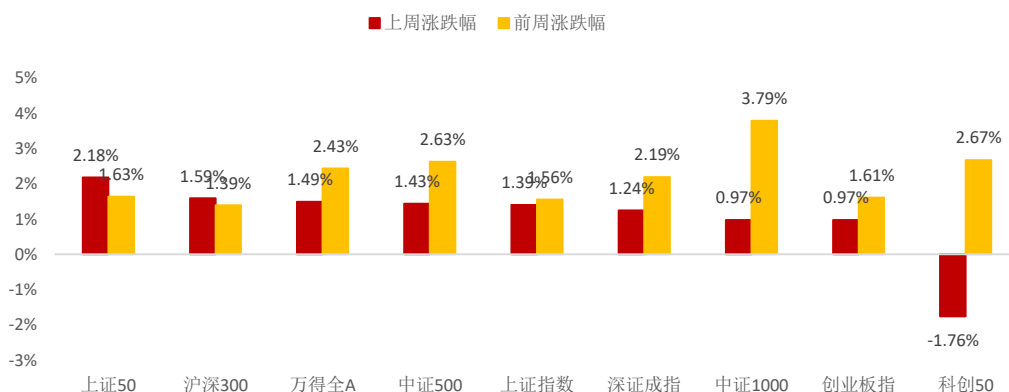
策会议上维持利率不变。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数上涨。截至 3 月 14 日，上证 50 上涨 2.18%，沪深 300 上涨 1.59%，万得全 A 上涨 1.49%，涨幅居前。从行业板块看，上周美容护理、食品饮料、煤炭领涨，计算机、机械设备、电子领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/3/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.7	↑ 0.20	42.1	↑ 2.15	72.1%	87.1%	83.0%
深证成指	26.2	↑ 0.36	56.8	↑ 2.45	56.3%	64.8%	52.3%
上证 50	11.0	↑ 0.12	51.4	↑ 3.19	77.2%	78.4%	70.6%
沪深 300	12.8	↑ 0.20	46.3	↑ 3.60	63.4%	69.9%	63.2%
中证 500	29.3	↑ 0.35	49.2	↑ 2.06	62.0%	92.6%	89.6%
中证 1000	39.7	↑ 0.12	54.9	↑ 0.49	54.9%	77.5%	78.1%
创业板指	34.1	↑ 0.20	16.3	↑ 0.38	17.3%	29.7%	33.9%
科创 50	113.8	↓ 1.77	99.6	↓ 0.32	99.6%	99.6%	99.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/3/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数		
农林牧渔(申万)	22.8	↑	0.58	12.00%	↑	0.63	12.0%	20.6%	28.9%
基础化工(申万)	24.7	↑	0.37	47.72%	↑	1.31	47.7%	82.0%	76.2%
钢铁(申万)	29.7	↑	0.86	69.81%	↑	0.48	69.8%	99.9%	99.9%
有色金属(申万)	21.3	↑	0.74	20.46%	↑	1.08	20.5%	35.2%	49.2%
电子(申万)	60.2	↓	0.38	82.60%	↓	0.66	82.6%	98.3%	97.6%
家用电器(申万)	15.6	↑	0.29	50.79%	↑	4.00	50.8%	56.7%	61.2%
食品饮料(申万)	21.6	↑	1.24	19.96%	↑	3.87	20.0%	10.4%	14.4%
纺织服饰(申万)	21.1	↑	0.84	20.61%	↑	4.93	20.6%	32.1%	35.5%
轻工制造(申万)	25.6	↑	0.24	36.34%	↑	1.31	36.3%	62.2%	47.8%
医药生物(申万)	31.8	↑	0.57	29.85%	↑	2.01	29.8%	51.3%	57.7%
公用事业(申万)	16.9	↑	0.41	10.52%	↑	2.23	10.5%	4.0%	5.7%
交通运输(申万)	16.6	↑	0.22	45.26%	↑	2.40	45.3%	57.0%	68.7%
房地产(申万)	36.2	↑	0.09	97.68%	↑	0.06	97.7%	96.0%	94.4%
商贸零售(申万)	35.6	↑	1.01	74.46%	↑	2.90	74.5%	88.1%	83.3%
社会服务(申万)	25.7	↑	1.10	6.45%	↑	1.09	6.5%	11.1%	14.8%
综合(申万)	58.8	↑	0.87	75.58%	↑	0.88	75.6%	89.5%	85.3%
建筑材料(申万)	27.3	↑	0.33	77.09%	↑	0.47	77.1%	99.9%	99.8%
建筑装饰(申万)	9.7	↑	0.15	31.36%	↑	3.76	31.4%	50.3%	62.8%
电力设备(申万)	32.6	↑	0.35	33.80%	↑	2.28	33.8%	57.1%	48.8%
国防军工(申万)	71.0	↑	1.86	61.69%	↑	2.80	61.7%	87.9%	88.9%
计算机(申万)	82.2	↓	1.10	92.24%	↓	0.67	92.2%	97.9%	97.0%
传媒(申万)	43.0	↑	0.76	59.42%	↑	1.27	59.4%	86.5%	84.4%
通信(申万)	35.6	↑	0.19	36.13%	↑	1.02	36.1%	55.7%	69.8%
银行(申万)	6.1	↑	0.09	42.65%	↑	3.04	42.7%	50.4%	68.7%
非银金融(申万)	16.2	↑	0.50	49.35%	↑	7.17	49.3%	66.0%	75.0%
汽车(申万)	29.2	↑	0.26	80.30%	↑	0.69	80.3%	67.7%	54.8%
机械设备(申万)	35.9	↓	0.24	68.69%	↓	0.24	68.7%	96.9%	99.5%
煤炭(申万)	11.3	↑	0.52	54.36%	↑	5.50	54.4%	85.1%	86.3%
石油石化(申万)	15.6	↑	0.21	37.07%	↑	1.79	37.1%	63.2%	68.6%
环保(申万)	21.6	↑	0.54	28.50%	↑	5.23	28.5%	49.0%	59.4%
美容护理(申万)	36.2	↑	2.82	46.96%	↑	11.13	47.0%	42.4%	28.1%

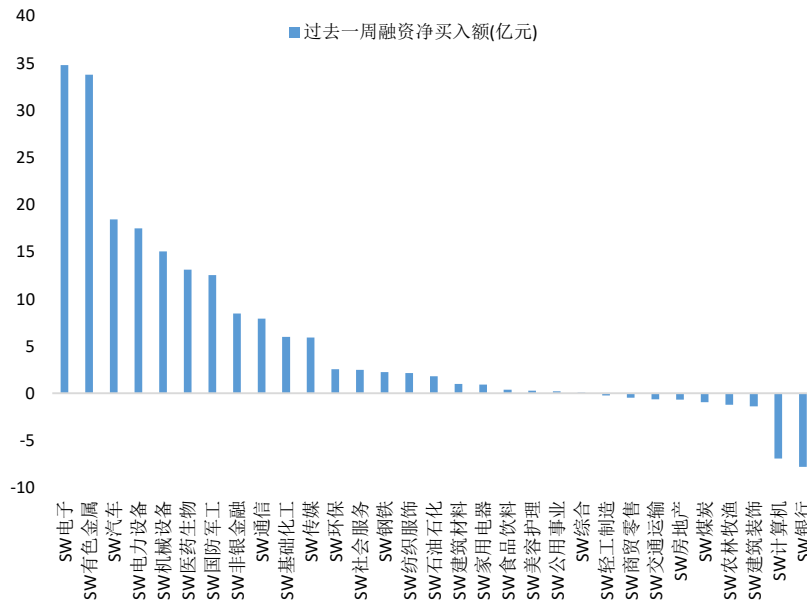
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和行业指数估值多数上行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周美容护理、国防军工、食品饮料估值上行最多，计算机、电子、机械设备下行最多。当前房地产、计算机、电子、汽车、建筑材料板块估值处于历史较高水平；社会服务、公用事业、农林牧渔、食品饮料、有色金属板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

3月13日，两融资金占比为9.14%，3月7日为9.56%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至3月14日，上周融资净买入的前三行业为电子、有色金属、汽车。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

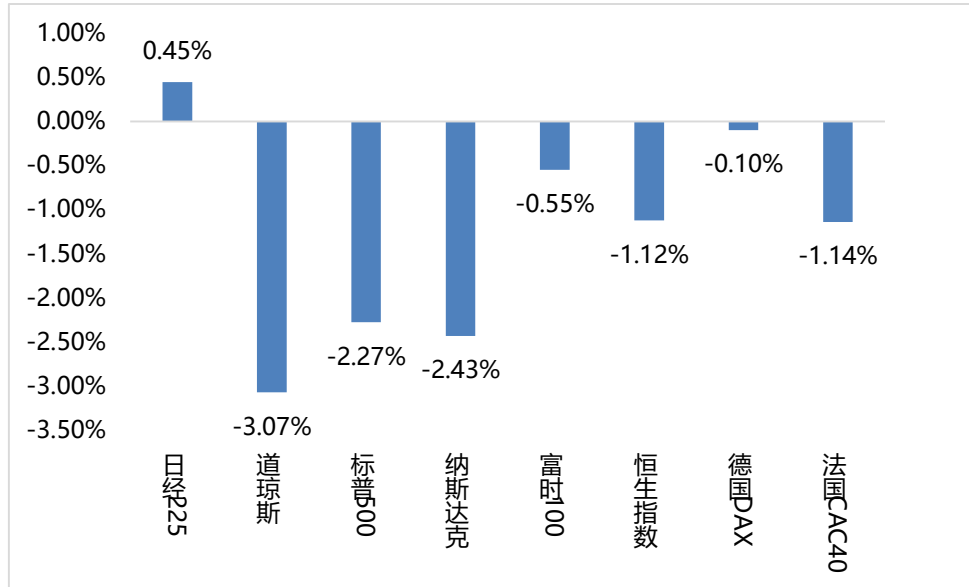


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周海外股市分化。美国股市方面，道指下跌 3.07%，标普 500 下跌 2.27%，纳指下跌 2.43%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 0.10%，英国富时 100 下跌 0.55%，法国 CAC40 下跌 1.14%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 0.45%，恒生指数下跌 1.12%。

图5：上周海外主要指数涨跌

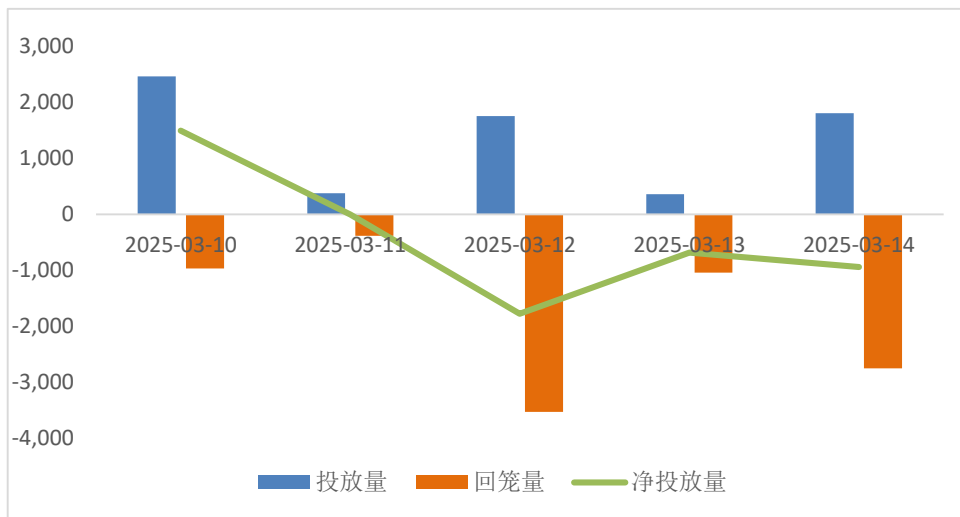


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行累计有 5262 亿元逆回购投放和 1500 亿元国库现金定存发行，同时有 7779 亿元逆回购到期和 900 亿元国库现金定存到期，实现净回笼 1917 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 1670 亿，地方政府债计划发行 1571 亿，整体净缴款 1091 元。

表 1：3 月 17 日-3 月 21 日政府债发行缴款

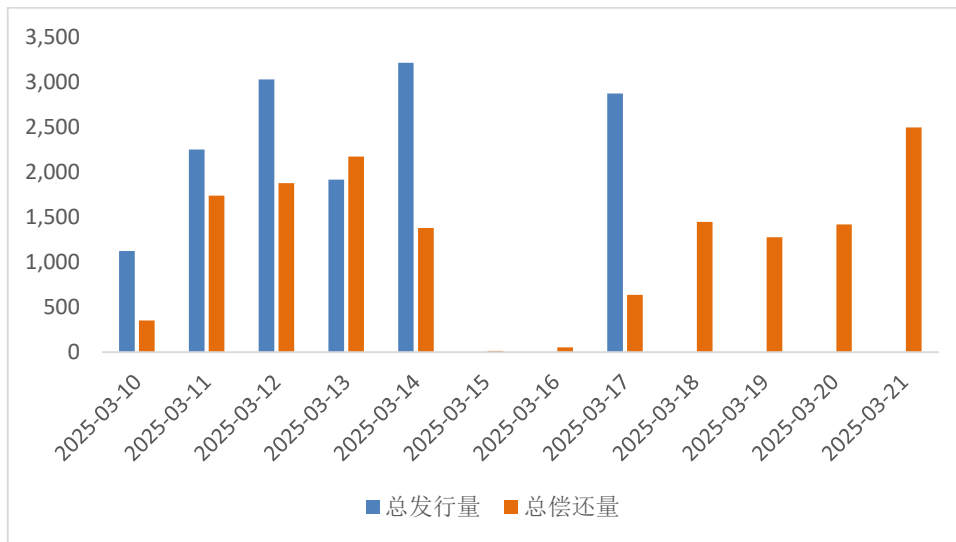
单位：亿元

	3 月 17 日	3 月 18 日	3 月 19 日	3 月 20 日	3 月 21 日

	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	342	0	230	1670	0	0	19	0	979
到期	2595.7	61	0	74.7	0	57.6	402	0	0	0
缴款	1975	46	0	352	0	230	1670	0	0	19
净缴款	-636		268		173		1268		19	

同业存单发行：本周（3月17-21日）存单到期规模将升至8307亿。整体来看，3月共计到期同业存单近3.0万亿元，较1、2月的到期规模1.4万亿、2.2万亿显著增加。

图7：同业存单到期与发行



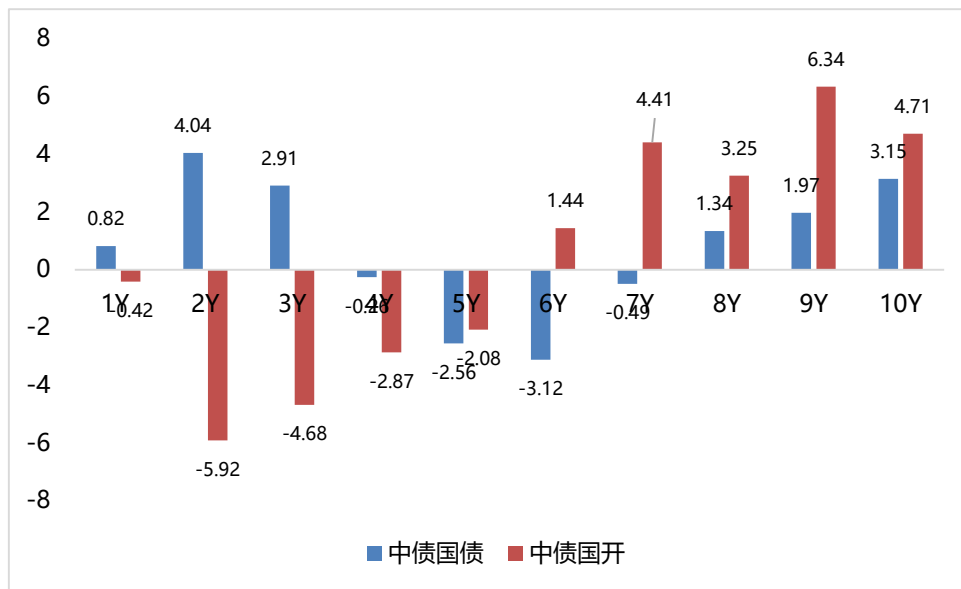
回购市场：3月10-14日，央行逆回购连续5日净回笼，合计回笼1917亿元，逆回购余额降至5262亿元。不过，资金利率仍维持较强的稳定性。具体而言，R001在1.77%-1.81%区间范围内波动，上周均值较前一周小幅上行1bp至1.79%；R007全周波动幅度在1bp以内，上周均值环比下行1bp至1.82%。

票据利率：票据利率整体呈现区间震荡，趋势上，跌后回暖。上周初时点，票源供给有所下滑，同时大行进场收票，带动中小机构跟随进场配置，票据利率小幅走低。但随着大行抬价进场和票源供给明显增长，买盘机构倾向高价收票，卖盘跟随出票，票价止跌回弹，但幅度有限。上周五，或出于对即将发布的金融数据的预期，午后买盘情绪释放，票价涨后小幅回

调。

(三) 债券市场

图 8：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.85	2.02	19.01	0.05
环比	2.09	-5.47	5.71	1.10
年初以来	-15.13	-9.05	3.49	-30.35
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.35	15.63	18.64	49.14
2016 年以来分位数	4.95%	2.09%	54.95%	10.56%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 3 月 16 日）

中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	35.85	36.31	38.48	48.36	51.36
环比	-4.07	1.54	3.46	5.87	6.10
年初以来	3.51	1.08	1.22	14.72	6.24
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.38	36.27	38.72	42.75	44.04

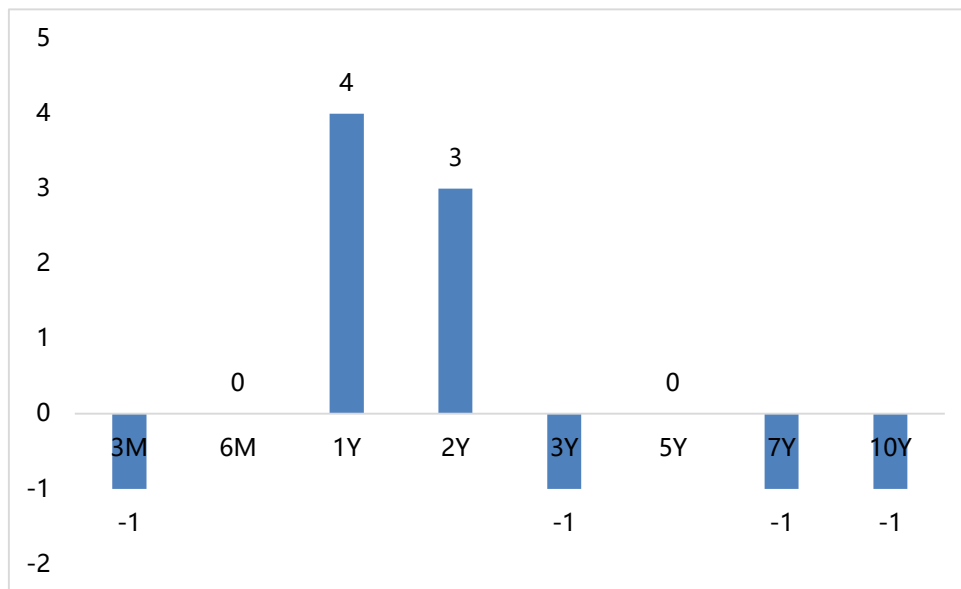
2016 年以来分位数	32.75%	53.04%	51.04%	69.55%	75.37%
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率分化。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.82BP 至 1.5629，3 年期上行 2.91BP 至 1.6214，5 年期下行 2.56BP 至 1.6416，10 年期上行 3.15BP 至 1.8317。

长期限高等级票据信用利差分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.07BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.54BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.46BP。

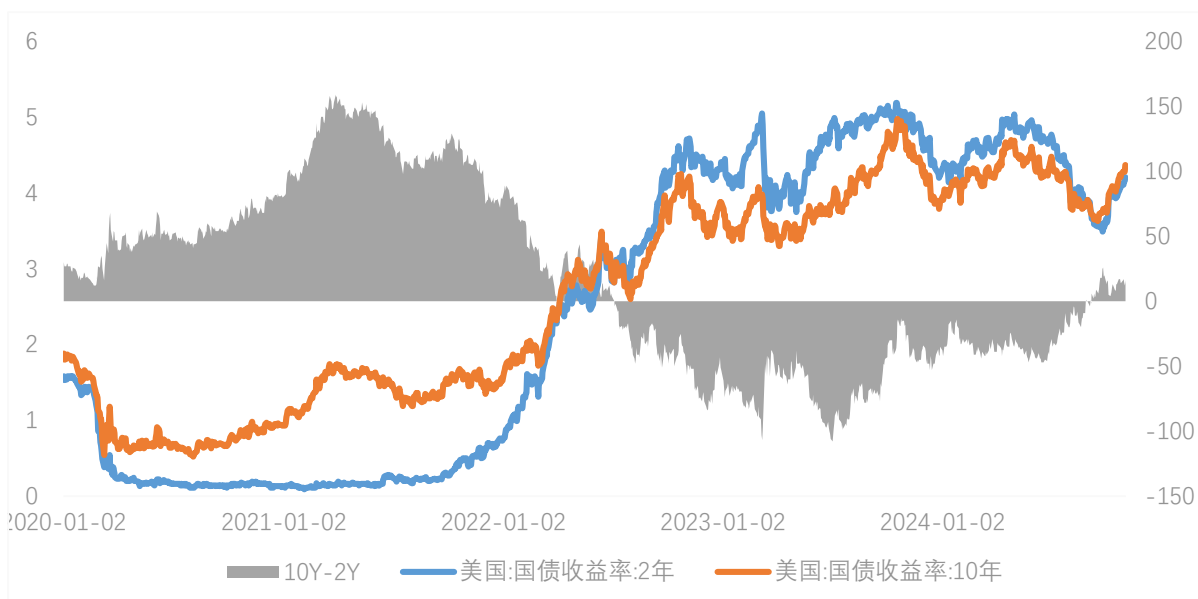
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率曲线走势分化；中美利差倒挂程度减小。上周 10 年期美债收益率下行 1BP，10 年期中国国债收益率上行 3.15BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率上行 4BP，3 年期美债收益率下行 1BP，10 年期美债收益率下行 1BP。

图 10：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（三）外汇市场

上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。上周美元指数下行 0.15%，中间价贬值 0.05%，即期汇率升值 0.13%，离岸人民币汇率升值 0.07%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	103.7363	7.1738	7.2288	7.2382
对照日期	103.8945	7.1705	7.2382	7.2435
涨跌	-0.15%	-0.05%	0.13%	0.07%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度。

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，2 月中国金融数据略不及预期，政府债券支撑社融多增，信贷中企业贷款形成拖累。政策方面，《金融时报》刊文称，“货币政策有必要保持合理空间；市场专家指出，结构性降息也是降息”。近期促进消费政策频出，国家金融监督管理总局提出优化消费金融政策的具体举措；国办、中办印发《提振消费专项行动方案》；呼和浩特发布育儿补贴项目

实施细则及服务流程。海外方面，通胀“1月效应”退潮，2月CPI数据如期降温。美国国会参议院14日通过短期支出法案，政府“停摆”危机再次得以避免。2月社融同比多增，置换债发行节奏快，对社融贡献较大。信贷方面，2月信贷同比少增，企业贷款形成拖累。企业贷款少增，可能来自春节效应，1月较高的企业贷款透支2月数据。但结合1-2月信贷表现基本持平，一定程度上反映企业内生融资需求不足，银行更多靠票据冲量。《金融时报》刊文称，“经济持续回升向好的内外部挑战和不确定性因素依然较多，货币政策有必要保持合理空间，把政策资源用在刀刃上，应对未来各种不确定性。此外，市场专家指出，结构性降息也是降息。”近期促进消费政策频出，国家金融监督管理总局提出优化消费金融政策的具体举措，针对长期、大额消费需求，从消费贷款额度、期限等方面给予支持。中办、国办公厅印发《提振消费专项行动方案》，提出六方面行动，包括居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、以及消费环境改善提升行动。3月13日呼和浩特发布育儿补贴细则，其中生育一孩补贴1万、二孩补贴5万、三孩补贴10万。海外方面，“1月效应”的季节性消退，美国CPI全面弱于预期；分项来看，“1月效应”异常上涨的分项都在2月回落，而核心服务项走弱是2月CPI超预期回落的主要原因。3月15日美国国会参议院14日通过一项短期支出法案，按现有水平为联邦政府继续提供资金至今年9月。此时距离联邦政府资金耗尽仅剩数小时，政府“停摆”危机再次得以避免。

（二）权益市场展望和策略

上周权益市场呈现内需顺周期风格切换特征，其本质是市场对中债收益率上行的补偿性反应。30年期国债收益率从1.80%反弹至2.05%，25BP的升幅映射出大类资产定价的再平衡。这一利率修复并非单纯由市场倒挂驱动，而是春节后消费复苏、二手房交易回暖及工程机械数据改善等多维度经济信号共振的结果，显示前期过度悲观预期正在修正。

但需警惕线性外推风险。尽管顺周期板块阶段性补涨，当前宏观环境并不支持总量分母持续宽松的逻辑：美联储降息预期仍受制于美国经济韧性，欧洲复苏迹象削弱全球货币宽松动能，国内社融数据更印证总量复苏的结构性特征。2月居民中长期贷款负增长1150亿元，M1同比增速降至0.1%，表明地产回暖尚未传导至加杠杆阶段，经济复苏动能仍呈“弱修复+强分化”特征。

在此背景下，权益交易应聚焦分母适度宽松与分子结构性景气的交集。科技主线尤其是人工智能领域，成为穿越周期的核心配置方向。当前市场追逐顺周期轮动的行为，本质是估值修复的尾声而非新趋势的开端。策略上需放弃短期博弈，紧握科技创新主线，通过行业内

部切换捕捉成长红利。

美国市场则呈现科技股拥挤交易后的均值回归特征。纳指跌幅显著超过道指，显示估值泡沫挤压压力。上周五技术性反弹虽昭示短期 risk-off 情绪见底，但右侧拐点尚未确立。本周 FOMC 会议将成为关键变量，鲍威尔的前瞻指引或将决定美股震荡中枢。预计道指将围绕去年四季度平台波动，纳指则需回补日元套利平仓缺口，整体维持高波动区间震荡格局，等待更多经济数据验证方向选择。

（三）债券市场展望和策略

从宏观基本面看，当前国内经济修复情况仍有待验证，第一，2月新公布的社融数据中，信贷增速延续回落，单月新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比少增 4400 亿元，即使考虑到春节错位影响影响，合并 1-2 月数据看，人民币贷款仍同比少增 2300 亿元，企业中长期贷款是主要拖累项；第二，2月新口径 M1 同比从 1 月的 0.4% 降至 0.1%，2 月置换债券发行较多，加上春节靠前影响，理论上这些因素有利于 M1 增速反弹，不过私人部门信贷投放不足，加上商品房销售恢复较慢，新口径 M1 同比增速表现不及预期，企业存款减少 1.1 万亿元，同比少减 7500 亿元，这也侧面反映实体流动性偏弱；第三，外需下行风险较大而内需偏弱，从外需的角度来看，美国的经济下行可能会通过贸易和金融等多个渠道对全球产生影响，而即将生效的 20% 新增关税，后续对外需的影响正在逐步显现。

微观交易策略层面，近期市场从下跌情绪中逐渐恢复至中性，但市场并未完全修复，因此初期情绪仍然较为脆弱。当前经济的恢复情况仍然有待验证，后期如果进一步降准，用以解决银行负债问题，提振信贷数据，可以看到短端的下行空间更大。在当前情绪修复初期，短端品种也更为安全，后期如果经济数据持续未发生明显改善，债券情绪全面好转，可逐渐加配长久期品种，如果经济数据改善或者出台超预期政策，短端的短久期特征也能够降低组合的波动。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。