

# 宏观稳健结构待解，内外风险市场摇摆

——鑫元周观点（2025.3.17-2025.3.23）

## 一、核心观点

**宏观方面**，国内经济数据表现积极，但结构性问题仍存，政策持续加码促进消费。国内经济开年表现较好，投资、工业生产持续复苏，但消费和房地产领域改善仍偏缓慢。预计消费促进政策将持续发力支撑需求回暖。央行货币政策委员会一季度例会建议加大货币政策调控强度，推动社会综合融资成本下降。海外方面，美联储政策转鸽派缓和和市场紧张情绪，但美国关税政策带来的不确定性和欧洲通胀风险仍在。预计美国经济和资本市场短期波动加剧，地缘政治风险仍是市场关注的重要因素。

**权益市场方面**，上周市场调整主要受成交金额缩量、前期上涨逻辑难以持续及大类资产短期再平衡影响，万得全 A 指数下跌 2.1%。展望后市，需关注成交金额能否在 1.3 万亿元左右企稳回升，以判断市场是否止跌。基本面方面，中美总量经济维持平稳，国内暂无强刺激或降息降准强烈诉求，美联储维持年内降息两次预期，美股进入技术性反弹区间。当前市场仍以“分母适度宽松+结构性分子景气”为主导逻辑，但短期缺乏催化剂，整体以震荡为主。行业上，重点观察港股核心互联网企业、A 股人工智能核心算力，以及工程机械、军工等结构性景气行业的企稳情况，同时关注白酒、地产、券商等顺周期板块是否延续弱势，以研判市场短期走势。

**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。但不同期限和品种之间的下行幅度不同，中长久期债券下行更多。整周来看债市呈现宽幅震荡格局，权益市场回调叠加央行资金净投放，现券市场在下半周表现出上涨。本周市场面临 MLF 续作及跨季考验等因素扰动，预计依然维持震荡波动。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

央行货币政策委员会召开第一季度例会。建议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”。

国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，从 8 个方面提出 21 项重点内容。包括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。

国务院常务会议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。会议审议通过《婚姻登记条例（修订草案）》，加快推进实现婚姻登记“全国通办”。

金融监管总局发布《商业银行代理销售业务管理办法》。办法明确不得将代销产品与其他产品或者服务进行捆绑销售等 11 类禁止行为。同时，对银行代销私募基金或聘请私募为投资顾问，提出证券类私募管理规模不低于三亿元等要求。

中日举行第六次经济高层对话。外交部长王毅表示，中日两国作为世界主要经济体，应当加快推进经贸合作转型升级，鼓励两国企业开展人工智能、数字经济、节能环保、绿色贸易等创新合作，加强医疗康养合作，培育“银发经济”；拓展第三方市场合作，更多惠及全球南方；支持彼此办好大阪·关西世博会和中国国际进口博览会，推进地方合作。

## （二）海外宏观

美联储如期维持利率不变。FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。经济前景不确定性增加。点阵图暗示今年仍有两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。此外，美联储大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期。交易员认为美联储在 6 月会议上恢复降息的概率为 62.1%，而在美联储做出决定之前这一概率为 57%。利率决议公布后，美股扩大涨幅，黄金上扬；美元、美债收益率双双走低。

美国首次申领失业救济人数低位持稳，就业市场稳固。美国上周初请失业金人数增加 2000 人至 22.3 万，略低于市场预期。前一周续请失业金人数 189.2 万人，略超预期。

日本央行宣布将利率维持在 0.5% 不变，符合市场预期。日本央行政策声明中表示，日本经济已适度复苏，通胀预期适度上升，但不确定性仍很高，需更关注汇率变化对物价的影响。日本央行行长植田和男表示，通胀预计将在下半年达到目标。如果经济前景实现，将会重启

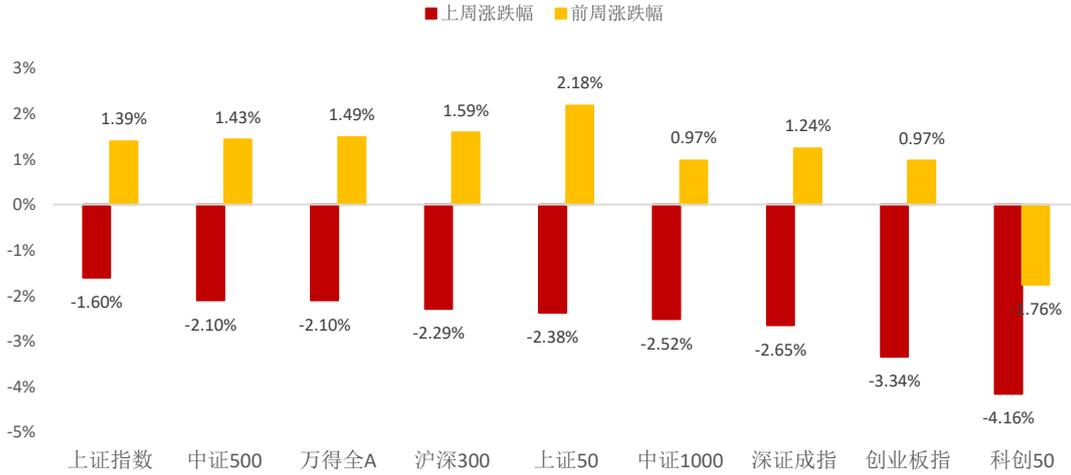
加息。

### 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股各宽基指数多数下跌。截至3月21日，上证指数下跌1.6%，中证500下跌2.1%，万得全A下跌2.1%，跌幅较少。从行业板块看，上周**石油石化、建筑材料、家用电器**领涨，**计算机、传媒、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)

	2025/3/21	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	14.4	↓ 0.23	40.3	↓ 3.10	69.0%	83.1%	77.9%
深证成指	25.3	↓ 0.97	52.5	↓ 7.53	48.8%	52.5%	39.3%
上证50	10.7	↓ 0.22	47.8	↓ 6.08	71.2%	71.6%	61.8%
沪深300	12.5	↓ 0.27	43.0	↓ 5.21	58.2%	63.2%	57.3%
中证500	28.8	↓ 0.53	46.4	↓ 3.26	58.7%	89.9%	85.9%
中证1000	38.8	↓ 0.91	50.6	↓ 4.29	50.6%	71.5%	72.9%
创业板指	32.4	↓ 1.71	12.9	↓ 2.60	14.7%	25.2%	27.8%
科创50	102.3	↓ 11.57	98.8	↓ 0.79	98.8%	98.8%	98.8%

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)

	2025/3/21	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)	19.1	↓	3.71	7.68%	↓	4.32	7.7%	13.2%	18.4%
基础化工(申万)	24.4	↓	0.32	46.52%	↓	1.20	46.5%	79.9%	73.4%
钢铁(申万)	29.6	↓	0.06	69.81%		0.00	69.8%	99.9%	99.8%
有色金属(申万)	20.9	↓	0.35	19.88%	↓	0.58	19.9%	34.1%	47.7%
电子(申万)	57.7	↓	2.47	78.89%	↓	3.71	78.9%	95.9%	94.4%
家用电器(申万)	15.8	↑	0.20	52.43%	↑	1.64	52.4%	58.6%	62.1%
食品饮料(申万)	20.8	↓	0.87	16.83%	↓	3.14	16.8%	7.4%	10.3%
纺织服装(申万)	20.9	↓	0.17	19.86%	↓	0.75	19.9%	31.1%	34.4%
轻工制造(申万)	25.1	↓	0.42	34.20%	↓	2.14	34.2%	58.6%	43.9%
医药生物(申万)	31.0	↓	0.81	26.85%	↓	3.00	26.9%	46.1%	52.5%
公用事业(申万)	17.0	↑	0.10	10.83%	↑	0.31	10.8%	4.5%	6.2%
交通运输(申万)	16.5	↓	0.05	44.59%	↓	0.68	44.6%	55.8%	68.1%
房地产(申万)	36.7	↑	0.51	97.93%	↑	0.24	97.9%	96.4%	95.0%
商贸零售(申万)	34.3	↓	1.32	70.46%	↓	4.00	70.5%	84.4%	78.2%
社会服务(申万)	25.3	↓	0.38	5.96%	↓	0.49	6.0%	10.2%	14.1%
综合(申万)	58.0	↓	0.82	74.52%	↓	1.05	74.5%	87.7%	82.8%
建筑材料(申万)	27.2	↓	0.13	76.70%	↓	0.39	76.7%	99.5%	99.3%
建筑装饰(申万)	9.7	↓	0.02	30.84%	↓	0.52	30.8%	49.4%	61.4%
电力设备(申万)	31.7	↓	0.91	28.89%	↓	4.91	28.9%	49.5%	43.6%
国防军工(申万)	70.1	↓	0.91	60.16%	↓	1.53	60.2%	85.6%	86.5%
计算机(申万)	78.0	↓	4.24	89.75%	↓	2.49	89.8%	94.9%	92.8%
传媒(申万)	40.9	↓	2.15	55.41%	↓	4.01	55.4%	80.4%	76.8%
通信(申万)	34.2	↓	1.40	29.49%	↓	6.64	29.5%	46.1%	61.2%
银行(申万)	6.1		0.00	42.60%	↓	0.06	42.6%	50.3%	68.4%
非银金融(申万)	15.4	↓	0.78	36.70%	↓	12.64	36.7%	48.4%	56.0%
汽车(申万)	28.8	↓	0.39	78.92%	↓	1.37	78.9%	65.6%	51.9%
机械设备(申万)	35.4	↓	0.42	68.44%	↓	0.25	68.4%	96.5%	99.0%
煤炭(申万)	11.3		0.00	54.42%	↑	0.06	54.4%	85.1%	86.3%
石油石化(申万)	15.8	↑	0.17	38.98%	↑	1.91	39.0%	65.8%	71.2%
环保(申万)	22.0	↑	0.37	31.68%	↑	3.17	31.7%	54.4%	65.2%
美容护理(申万)	35.0	↓	1.14	42.43%	↓	4.54	42.4%	37.1%	25.4%

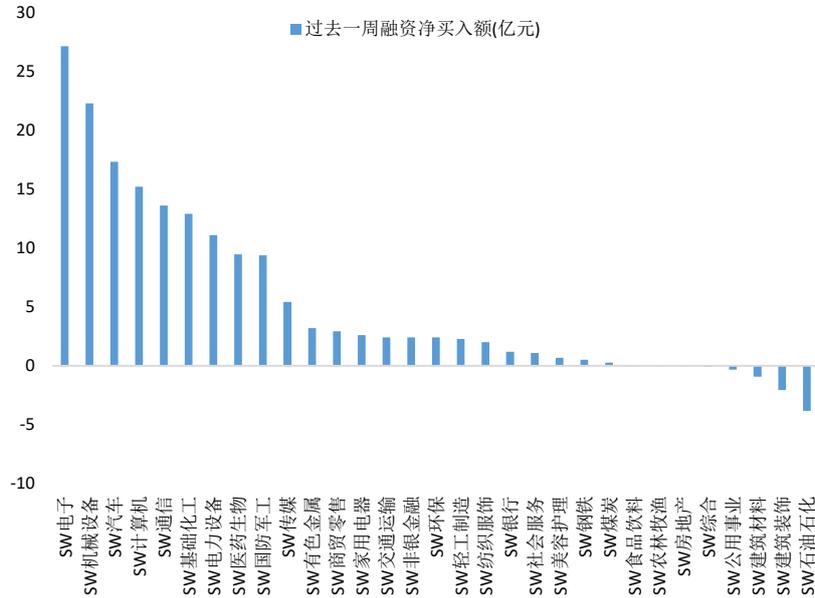
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和行业指数估值多数下行。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**房地产、环保、家用电器**估值上行最多，**计算机、农林牧渔、电子**下行最多。当前**房地产、计算机、汽车、电子、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、农林牧渔、公用事业、食品饮料、纺织服装**板块估值处于历史较低水平。

### 3、权益市场资金

3月20日，两融资金占比为9.26%，3月14日为9.87%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至3月21日，上周融资净买入的前三行业为电子、机械设备、汽车。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

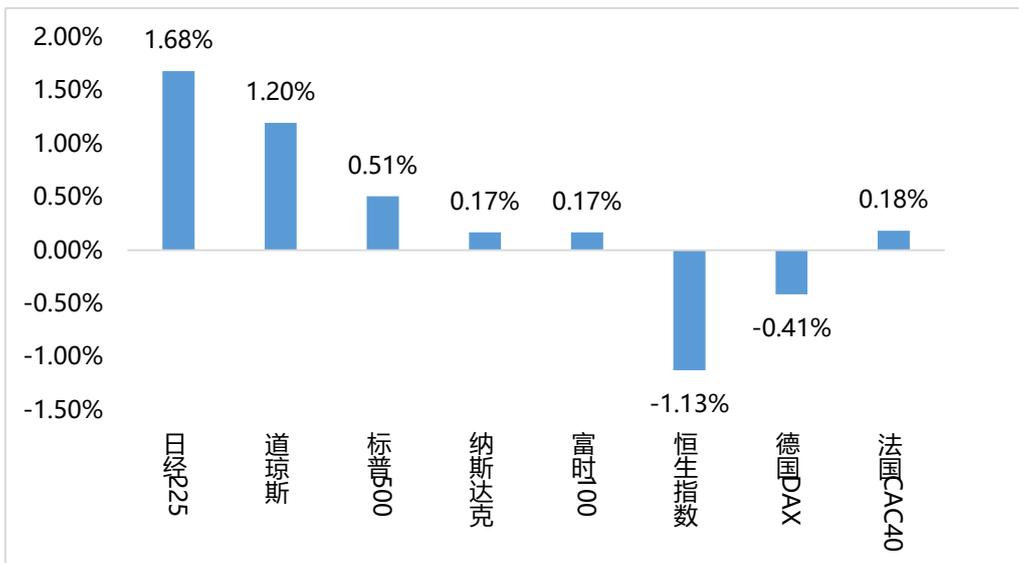


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨1.20%，标普500上涨0.51%，纳指上涨0.17%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.17%，德国下跌0.41%，法国上涨0.18%；亚太股市方面，日经指数上涨1.68%，恒生指数下跌1.13%。

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 14117 亿元逆回购投放，同时有 5262 亿元逆回购、3870 亿元 MLF 及 1200 亿元国库现金定存到期，当周实现净投放 3785 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 3500 亿，地方政府债计划发行 3363 亿，整体净缴款 6213 元。

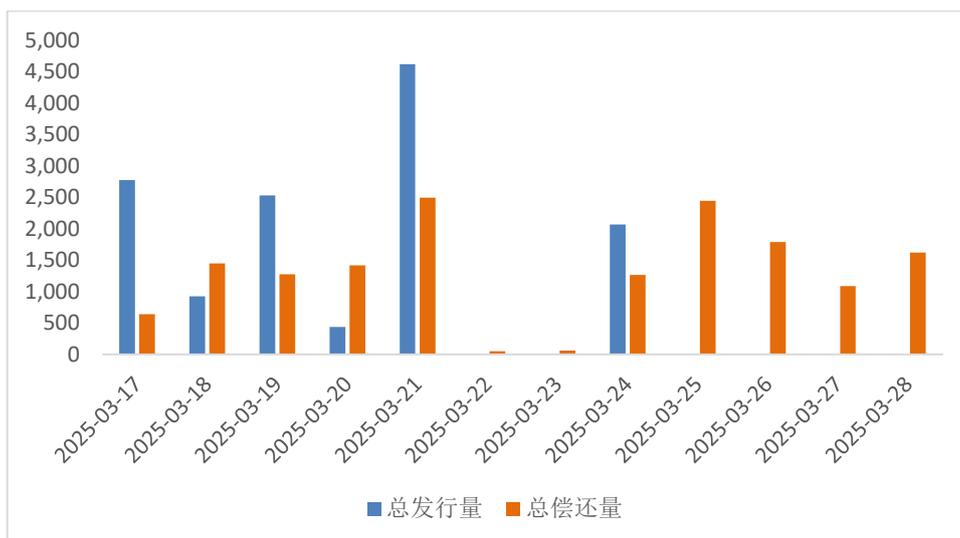
表 1：3 月 24 日-3 月 28 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 24 日		3 月 25 日		3 月 26 日		3 月 27 日		3 月 28 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	3500	1052	0	1101	0	375	0	428	0	406
到期	605	120.8	0	0	405	0	402	46	0	0
缴款	0	1052	3500	1101	0	375	0	428	0	406
净缴款	208		4552		696		329		428	

**同业存单发行：**本周存单到期 8307 亿元，规模较前一周的 7337 亿元抬升。不过，4 月首周存单到期规模将大幅回落至 1050 亿元。

图 7：同业存单到期与发行

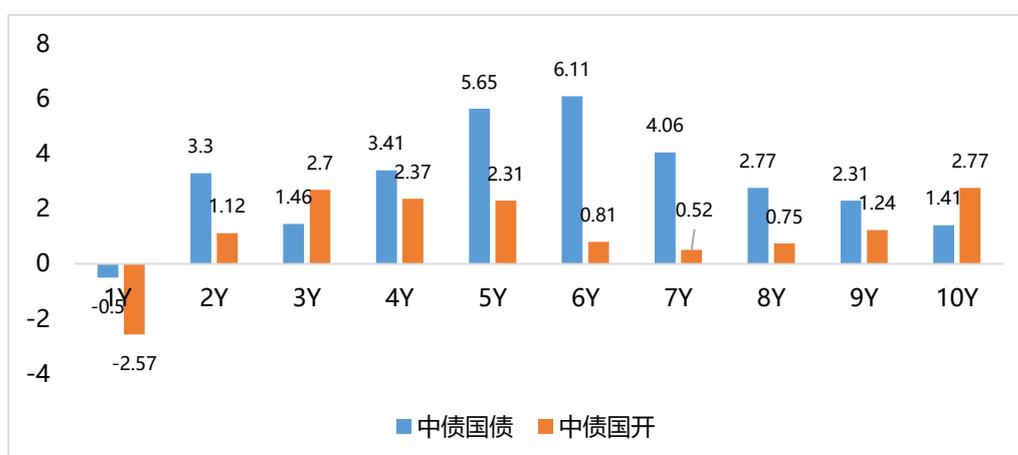


**回购市场：**上周资金面“先紧后松”。税期资金利率明显上行，幅度略超季节性规律。上周内来看，上周一（17日）纳税申报截止，资金利率开始显著上行，上周一至周三 R001、R007 分别上行 12.9、22.4bp，分别至 1.94%、2.05%

**票据利率：**整体区间震荡，趋势上跌后回暖，其中短期票价涨幅较大。上周初时点，票源供给时点性下滑，主要大行进场小幅调降价格收票，带动买盘中小行和非银收票，卖盘趁机压价，供需博弈下，票价小幅下行。但随着大行活跃度减弱和票源供给逐步攀升，买盘收票情绪平稳，卖盘继续出票，票价震荡回调，但幅度有限。上周五，早盘，主要大行继续进场收长期票，而短期票收口不足，卖盘继续出票。供需博弈下，长期票价震荡调整，短期票价上涨幅度较大。

### （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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	7.81	6.21	14.77	2.79
环比	1.96	4.19	-4.24	2.74
年初以来	-13.17	-4.86	-0.75	-27.61
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	26.31	15.60	18.64	49.02
2016 年以来分位数	6.94%	6.85%	29.09%	11.53%

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 21 日）

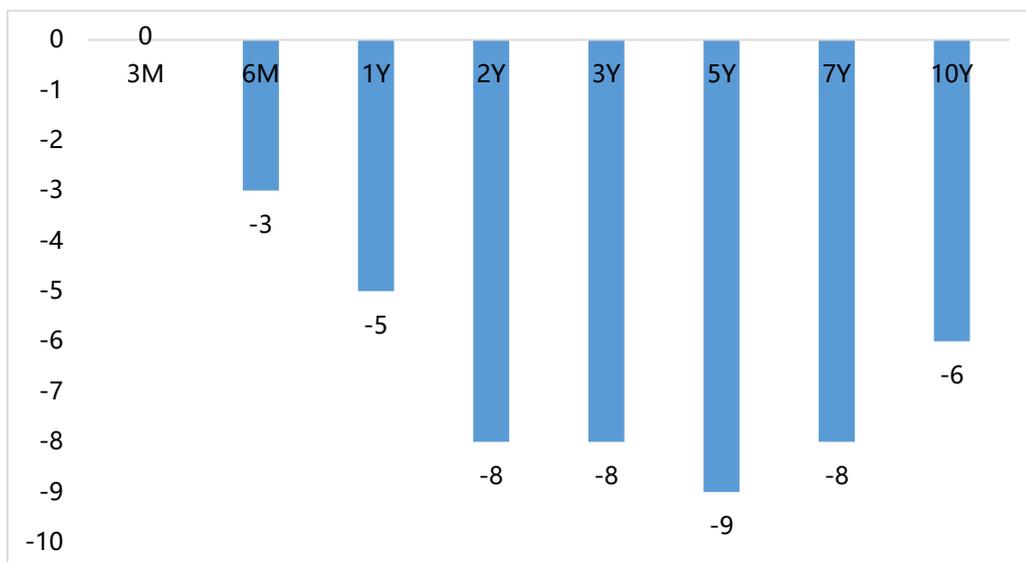
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	31.87	28.33	28.62	40.05	42.93
环比	-3.98	-7.98	-9.86	-8.31	-8.43
年初以来	-0.47	-6.9	-8.64	6.41	-2.19
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.36	36.26	38.70	42.75	44.05
2016 年以来分位数	20.33%	25.05%	16.82%	44.21%	45.04%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率分化。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.5BP 至 1.5579，3 年期上行 1.46BP 至 1.636，5 年期上行 5.65BP 至 1.6981，10 年期上行 1.41BP 至 1.8458。

长期限高等级票据信用利差短期、长期均收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.98BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 7.98BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 9.86BP。

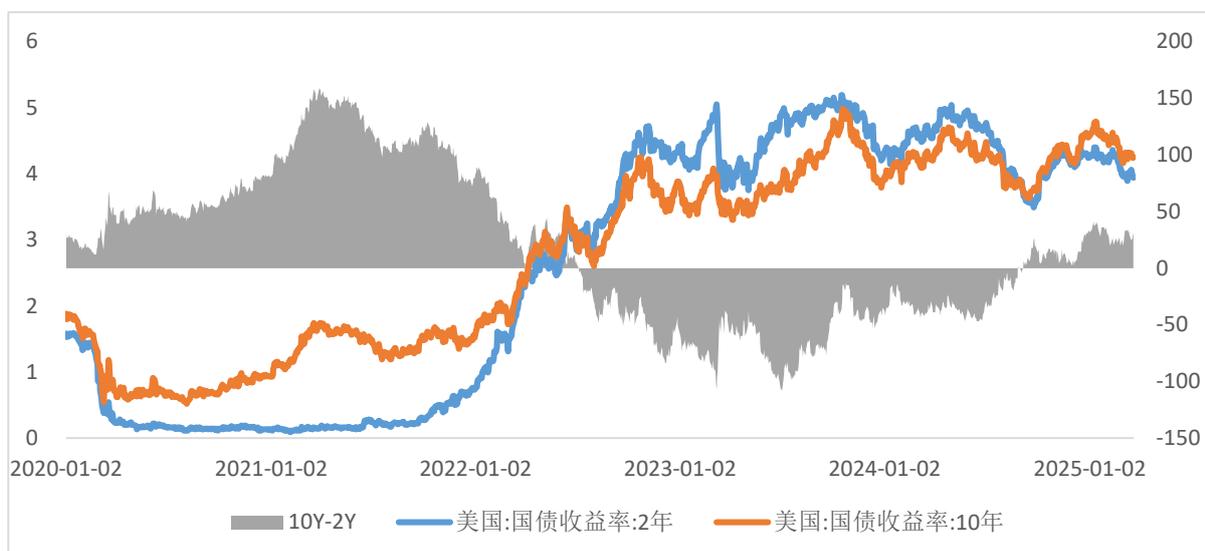
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 6BP，10 年期国债收益率上行 1.41BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 5BP，3 年期美债收益率下行 8BP，10 年期美债收益率下行 6BP。

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

#### (四) 外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.40%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.03%，即期汇率贬值 0.28%，离岸人民币汇率贬值 0.27%。

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	104.154	7.176	7.2489	7.2579
对照日期	103.7363	7.1738	7.2288	7.2382
涨跌	0.40%	-0.03%	-0.28%	-0.27%

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

国内经济开年表现较好，投资、工业生产持续复苏，但消费和房地产领域改善仍偏缓慢。预计消费促进政策将持续发力支撑需求回暖。央行货币政策委员会一季度例会建议加大货币政策调控强度，推动社会综合融资成本下降。

具体来看，国内 1-2 月经济数据方面，全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%（前值 6.2%），表现超出市场预期。其中，装备制造业和高技术制造业表现突出，新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产量分别增长 47.7%、30.2%、27.0%。固定资产投资同比增长 4.1%（前值 3.2%），制造业投资增长 9.0%，基础设施投资同比增长 5.6%，房地产开发投资同比下降 9.8%，但降幅较前值收窄 0.8 个百分点，房地产市场仍需关注。社会消费品零售总额同比增长 4.0%（前值 3.7%），低于预期但改善明显，餐饮收入同比增长 4.3%，通讯器材、家具、家电类商品销售增速较快，分别为 26.2%、11.7%、10.9%，显示以旧换新政策效果明显。1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%（前值 5.1%），显示就业市场存在一定压力，但总体平稳。CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 2.2%，表明通胀压力较弱，企业利润和需求复苏力度有待提升。

此外政策持续加码促进消费，政府发布《提振消费专项行动方案》，包括 3000 亿消费品以旧换新补贴及各类民生补贴，以提高居民收入、改善消费能力和优化消费环境，长期结构性消费政策持续推进。

海外方面，美联储政策转鸽派缓和和市场紧张情绪，但美国关税政策带来的不确定性和欧洲通胀风险仍在。预计美国经济和资本市场短期波动加剧，地缘政治风险仍是市场关注的重要因素。

美国经济政策不确定性增加，美联储政策转鸽派。美联储 3 月 FOMC 会议维持利率不变，

年内仍有两次降息预期，QT 规模由 250 亿美元下调至 50 亿美元每月，整体政策偏鸽派。特朗普政府关税政策对经济产生负面影响，欧洲央行警告关税冲突或提高欧元区通胀约 0.5 个百分点，增加全球经济不确定性。日本央行维持宽松政策，日本央行维持关键利率于 0.5%，经济温和复苏但仍存不确定性。地缘政治方面，俄乌冲突有缓和迹象，但中东、土耳其局势升温，影响市场情绪。

## （二）权益市场展望和策略

上周权益市场经历调整，万得全 A 指数下跌 2.1%，主要由于成交金额未能支撑市场继续上行且跌破 1.5 万亿-2 万亿区间下限，市场动能不足。同时，前期市场对顺周期板块上涨的线性外推逻辑难以持续，导致指数走势受限。此外，大类资产的短期再平衡交易也影响了市场走势，中债和美股的止跌反弹，使得部分资金回流美国资产，港股科技股领跌，进一步加剧了 A 股市场的调整。

展望后市，首先需关注成交金额能否企稳回升，若能在 1.3 万亿元左右持稳并展开反弹，则市场有望止跌。其次，从宏观基本面来看，中美总量经济维持平稳，国内暂无强刺激或降息降准强烈诉求，美联储会议维持年内降息两次的预期，美股在当前位置震荡整理。国内央行在 2025 年第一季度货币政策委员会会议上维持择机降息降准的表态，整体流动性仍具备一定支撑，市场难以出现大幅下跌，但短期缺乏类似 Deepseek 或宇树机器人等边际催化剂，震荡或成为主流走势。

行业层面，需重点关注港股核心互联网企业能否止跌反弹，相应 A 股人工智能核心算力品种是否同步企稳。此外，工程机械、军工等结构性分子景气行业是否出现大幅补跌也是市场关注重点，若上述行业止跌回升，市场短期调整或将结束。同时，还需观察因风险偏好提升和市场预期驱动而上涨的白酒、地产、券商等顺周期行业是否延续弱势，若顺周期板块继续走低，市场短期仍可能维持震荡整理格局。

## （三）债券市场展望和策略

从宏观基本面看，第一，当前国内经济修复情况仍有待验证，进入 4 月份后，仍需要观察数据改善的状况。第二，货币政策来看，虽然一季度货币政策尚未有所行动，但上周 3 月 18 日提前召开的一季度货币政策例会，也显示出央行在政策方面的主动性有所提升，本次会议央行对海外通胀、政策不确定性关注抬升，未来应对不确定事件，特别是 4 月份即将生效的关税，预计会及时出台政策对冲风险。第三，在其他大类资产方面，近一段时间，虽然权益市场在科技股的带动下，走势强劲，但是大宗商品期货，特别是顺周期的黑色系商品，

并未出现趋势性上涨，仍在底部区域徘徊。因此后续仍然要继续观察，各类宏微观数据的持续性。

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，但市场仍然处于初期脆弱情绪，技术层面也显示当前是反弹平台期或是反转初期。未来 2-3 周是公布一季度数据的关键时期，也会同时会面临关税生效的考验，后期如果进一步降准或者实施其他货币工具，用以解决应对国内外复杂情况，在当前情绪修复初期，短端品种也更为安全，后期如果债券情绪全面好转，可逐渐加配长久期品种，如果经济数据持续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。