

投资策略

中报业绩线索的交易思路（二）

一、策略专题：中报业绩线索的交易思路（二）

1.1 基于盈利预测上调指标进行行业配置

1.2 叠加行业筛选能否增厚个股交易收益？

三、上周市场表现与政策事件

2.1 A股复盘：热点高速轮动反映缺少主线，风偏回落、情绪降温

上周A股市场延续调整且成交额出现进一步缩量，但降幅有所收窄。前期表现较为亮眼的深海科技方向周一就出现了波动的放大，并在随后出现明显颓势，未能成为新的市场主线。此后，市场交易呈现出热点高速轮动的特征，题材从核聚变、人形机器人交易到光刻机，商品涨价、消费育儿、光伏“抢装”也都有所表现，但没有哪一方向走出较强的持续性，反映市场整体处于缺少主线的阶段。

上周A股指数多数下跌，上证50和北证50表现居前。风格层面，必需消费和金融稳定、大盘、低市盈率和绩优股占优。

申万行业普遍下跌，医药生物、农林牧渔和食品饮料涨幅居前，周度涨跌幅分别为0.98%、0.56%和0.4%。港股创新药业绩表现较好，对A股医药生物方向产生催化，信达生物2024年非国际财务报告准则下实现首次盈利；农林牧渔与涨价交易有关，近期白羽鸡等农产品价格上涨；食品饮料在促消费政策预期外，还有着业绩线索的催化，领涨股妙可蓝多3月22日披露2024年业绩，归母净利润同比增长89%。

3.2 海外回顾：全球多数下跌，美股反弹后再次回落

全球权益市场多数下跌，A股韧性偏强。

美股市场三大指数上周反弹后再次回落，仍然未能摆脱内外宏观因素的影响：美国国内方面，“美国例外论”继续受到削弱，瑞银指出就业预期、支出展望和消费者信心等指标纷纷预警，分析师下调未来三到四个月盈利预期。国际方面，上周特朗普关税政策频出，持续引发国际贸易的不确定性，也引发市场对美国经济增长、通胀压力的担忧。

3.3 大类资产：黄金价格持续新高，中美利差重新扩张

权益方面，上周全球市场下跌1.44%。商品价格多数上涨，布伦特原油、伦敦金、LME铜和CRB商品涨跌幅分别为2.04%、1.92%、-0.65%和0.73%，铜金比回落、油金比回升，特朗普关税政策频频引发国际贸易不确定性，对金价持续产生催化。利率债方面，中债长短端利率均回落，美债长短端利率均保持稳定，中美利差小幅扩张。汇率方面，美元指数下跌0.04%，人民币贬值0.15%。

3.4 政策事件：MLF利率退出政策利率舞台，特朗普关税政策频频

作者

分析师 杨柳

执业证书编号：S0680524010002

邮箱：yangliu3@gszq.com

分析师 王昱涵

执业证书编号：S0680523070005

邮箱：wangyuhuan3665@gszq.com

相关研究

- 《海外市场：关注国产AI软硬件机会——2025年2月海外金股推荐》 2025-02-06
- 《投资策略：2月策略观点与金股推荐》 2025-02-05
- 《投资策略专题：【大类资产配置】春节期间海外市场回顾》 2025-02-05

国内宏观: 央行3月25日开展4500亿元MLF操作, 不再有统一的中标利率; 1-2月, 全国一般公共预算收入43856亿元, 同比下降1.6%; 2025年1-2月规上工业企业利润同比-0.3%, 2024全年为-3.3%。

金融市场: 小米集团拟配售8亿股股份, 筹资约425亿港元。

海外宏观: 美国2月核心PCE物价指数创2024年1月以来新高。

国际关系: 特朗普3月24日称将在未来几天宣布对汽车、木材、芯片征收额外关税; 特朗普宣布对所有进口汽车征收25%关税。

产业动态: 阿里巴巴蔡崇信称, 开始看到人工智能数据中心建设出现泡沫; 第二届中国具身智能大会将于3月29日至30日举办; OpenAI发布新文生图模型; 新凯来首次参加上海国际半导体展览会, 展示多款即将发布产品; 近期“涨价题材”成为市场关注焦点; 信达生物(01801.HK)公布2024年业绩, 非国际财务报告准则下实现首次盈利; TrendForce称, 受中国抢装潮带动, 预估二季度光伏产业链价格将集体上涨; 中国电动汽车百人会论坛(2025)举办。

风险提示: 1、地缘政治恶化; 2、经济大幅衰退; 3、历史规律可能失效。

内容目录

一、策略专题：业绩线索的交易思路（二）	4
1.1 基于盈利预测上调指标进行行业配置	4
1.2 叠加行业筛选能否增厚个股交易收益？	6
二、策略观点：均衡配置应对不确定性	错误!未定义书签。
三、上周市场表现与政策事件	8
3.1 A股复盘：热点高速轮动反映缺少主线，风偏回落、情绪降温	8
行情表现：市场延续调整但跌幅收窄，热点高速轮动反映缺少主线	8
情绪资金：市场风偏回落、情绪进一步降温，可观测增量资金小幅净流出	9
估值跟踪：市场指数与申万行业估值分位普遍下行	11
3.2 海外回顾：全球多数下跌，美股反弹后再次回落	12
3.3 大类资产：黄金价格持续新高，中美利差重新扩张	13
3.4 政策事件：MLF利率退出政策利率舞台，特朗普关税政策频频	15

图表目录

图表 1: 基于盈利预测上调指标构建的行业组合回测（2016.1~2025.3）	4
图表 2: 盈利预测上调指标指向的 2025 年 4 月优势行业	错误!未定义书签。
图表 3: 盈利预测上调（对比近 3 月）一级行业组合表现	错误!未定义书签。
图表 4: 盈利预测上调（对比近 3 月）二级行业组合表现	错误!未定义书签。
图表 5: 盈利预测上调（对比近 3 月）一级行业组合月度超额胜率	错误!未定义书签。
图表 6: 盈利预测上调（对比近 3 月）二级行业组合月度超额胜率	错误!未定义书签。
图表 7: 盈利预测上调（对比近 3 月）一级行业组合月度超额涨跌幅	错误!未定义书签。
图表 8: 盈利预测上调（对比近 3 月）二级行业组合月度超额涨跌幅	错误!未定义书签。
图表 9: 2020~2024 年 4 月 21~30 日披露当年一季报的个股表现统计（叠加一、二级行业筛选）	错误!未定义书签。
图表 10: 2020~2024 年 4 月 21~30 日披露上年年报的个股表现统计（叠加一、二级行业筛选）	错误!未定义书签。
图表 11: 万得全 A 走势及其成交额、换手率	8
图表 12: A 股核心指数上周涨跌幅（%）	8
图表 13: A 股各类风格指数上周涨跌幅（%）	8
图表 14: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势	9
图表 15: 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势	9
图表 16: 申万一级行业上周涨跌幅（%）	9
图表 17: 万得全 A 股权风险溢价(ERP)走势（%）	10
图表 18: A 股复合情绪指标走势（新高股+线上股+上涨股）	10
图表 19: A 股新高股、线上股、上涨股情绪指标走势	10
图表 20: A 股周度增量资金测算（亿元）	11
图表 21: A 股市场指数 PE 估值历史分位（2010 年至今）	11
图表 22: 申万一级行业 PE 估值历史分位（2010 年至今）	12
图表 23: 全球重要股指上周涨跌幅（%）	12
图表 24: 美股市场与行业指数上周涨跌幅（%）	13
图表 25: 港股市场与行业指数上周涨跌幅（%）	13
图表 26: 布伦特原油与伦敦金价格走势	13
图表 27: 铜金比、油金比走势	13
图表 28: 全球大类资产上周表现	14
图表 29: 中美 10 年期国债收益率及利差走势（%）	14
图表 30: 上周政策事件梳理	15

一、策略专题：中报业绩线索的交易思路（二）

在2024年报&2025一季报披露阶段，我们曾经对业绩线索的交易思路进行了详细回测，彼时的结论显示，“业绩正增+股价高开”个股能够取得不错的收益，但在叠加行业筛选后，大部分情形未观察到较为普遍的超额胜率改善，只有对个股一季报进行较长持股周期的交易时才有所裨益，简而言之，此时个股的alpha与行业的beta大体上是互相独立的。但中报阶段则有所不同，在7月中旬（中报预告披露节点）与8月下旬（中报密集披露阶段），行业beta能够帮助我们在个股alpha的基础上作进一步精选。

1.1 基于盈利预测上调指标进行行业配置

分析师盈利预测变动是研究行业景气特征的重要线索，我们可以据此构建盈利预测上调指标。对于某一行业，我们对其内部公司逐一进行分析，对比各公司当前预测净利润较此前3个月预测净利润是否出现上调/下调，并测算各公司营业收入（TTM）占行业整体的比重，盈利预测上调指标构建如下：

$$\text{盈利预测上调指标} = \frac{1 + \text{盈利预测上调个股营收 (TTM) 占比}}{1 + \text{盈利预测下调个股营收 (TTM) 占比}} - 1$$

组合构建方面，我们对申万二级行业构建组合进行月频回测，首先计算各行业的盈利预测上调指标并基于历史可得数据进行标准化，然后选出一级行业中排名前五、二级行业中排名前二十的行业，平均分配仓位构建组合，若部分行业盈利预测上调指标<0则予以剔除，并将对应仓位设置为空仓；具体的交易上，我们假设行业指数可交易，在行业入选后于次月首日以开盘价买入，在行业调出后于次月首日以开盘价卖出；比较基准方面，我们以所有行业月度涨跌幅均值作为基准进行对比。

基于盈利预测上调指标（对比近3月）构建的行业组合能够创造超额收益，且在历年7月取得较高的超额胜率。日历效应看，二级行业组合在历年4~8月取得较高的超额胜率，主要对应一季报后、中报前的时间区间。从指标指向看，7月建议关注电力设备、有色金属、非银金融、家用电器以及建筑材料。

图1：盈利预测上调行业组合回测（2016.1~2025.6）及6月30日指标指向的具体行业

	组合年化	超额年化	基准年化	超额回撤	月度胜率
策略回测	4.30%	4.44%	-0.14%	-12.28%	57.02%

2025年6月30日测算的盈利预测上调行业Top20					
排序	1	2	3	4	5
行业	休闲食品	摩托车及其他	中药II	地面兵装II	非金属材料II
排序	6	7	8	9	10
行业	贵金属	出版	水泥	证券II	种植业
排序	11	12	13	14	15
行业	航运港口	调味发酵品II	专业服务	房地产服务	其他电子II
排序	16	17	18	19	20
行业	玻璃玻纤	电池	广告营销	家电零部件II	黑色家电

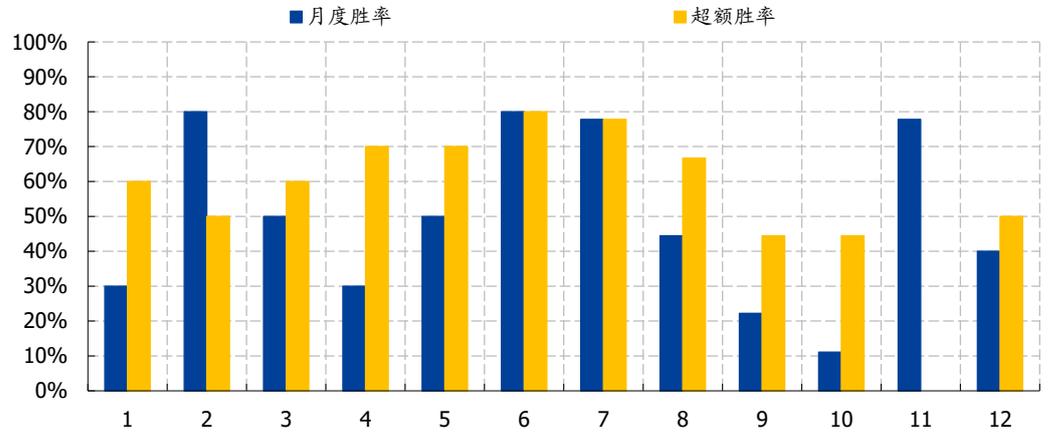
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2: 盈利预测上调行业组合回测 (2016.1~2025.6) 及 6月30日指标指向的具体行业



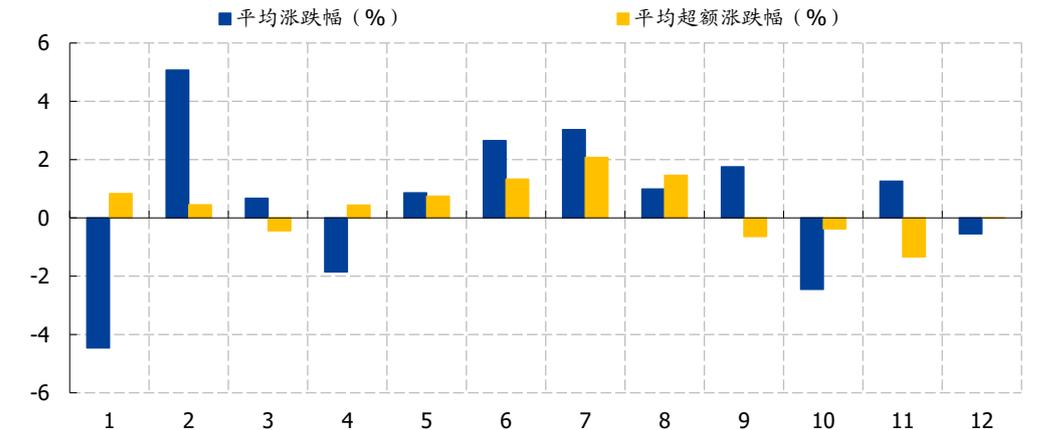
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 盈利预测上调 (对比近3月) 行业组合月度超额胜率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 盈利预测上调 (对比近3月) 行业组合月度超额涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 叠加行业筛选能否增厚个股交易收益？

我们对叠加行业筛选后的“业绩正增+股价高开”个股表现进行进一步回测，即在得到历年行业配置结论后，仅对优势行业内个股进行交易。结论看，在7月中旬（中报预告披露节点）与8月下旬（中报密集披露阶段），叠加行业筛选能够明显改善个股组合的回测表现，以7月中旬为例，对业绩增速>50%且股价高开>5%的个股组合进行交易，最优情形为持股3日、超额胜率54%，而叠加业绩筛选后，最优情形为持股10日、超额胜率72%。

需要提示的是，在7月上旬、下旬以及8月中上旬，叠加行业筛选并不是一个好的选择，个股交易回测表现的波动可能出现放大。究其原因，我们在交易“业绩高增+股价高开”个股时，底层的逻辑主要应是通过“广撒网”取得平均收益，当披露业绩的个股数量很少时，叠加行业筛选或对个股数量产生约束，反而放大了波动，只有个股披露较为密集时，进一步筛选个股具备较好基础，回测表现才能够呈现较为稳定的改善。

图表5：2019~2024年7月中旬首次披露中报业绩个股平均表现

筛选条件		数量	趋势图	超额胜率					趋势图	平均超额收益 (%)				
业绩高增	股价高开			1日	2日	3日	5日	10日		1日	2日	3日	5日	10日
业绩高增														
>0%	-	573.5		49%	53%	54%	51%	50%		0.13	0.54	0.62	0.85	1.29
>20%	-	488.5		49%	54%	54%	51%	50%		0.16	0.59	0.68	0.86	1.22
>50%	-	384.8		49%	54%	54%	52%	50%		0.18	0.62	0.68	0.92	1.26
业绩高增+股价高开														
>0%	>0%	351.0		49%	54%	54%	53%	51%		0.21	0.61	0.71	0.91	1.39
>20%	>0%	313.5		49%	54%	54%	52%	51%		0.23	0.65	0.76	0.91	1.34
>50%	>0%	258.3		48%	54%	54%	52%	51%		0.20	0.63	0.70	0.89	1.35
>0%	>2%	129.5		47%	52%	54%	54%	53%		0.10	0.66	0.76	1.26	1.82
>20%	>2%	123.2		47%	52%	53%	54%	54%		0.14	0.69	0.79	1.25	1.79
>50%	>2%	109.3		46%	51%	53%	53%	53%		0.10	0.67	0.77	1.27	1.83
>0%	>5%	31.7		47%	54%	57%	54%	51%		-0.36	0.39	0.55	1.33	1.95
>20%	>5%	30.5		48%	55%	57%	55%	52%		-0.26	0.44	0.73	1.57	2.23
>50%	>5%	27.7		46%	52%	54%	53%	50%		-0.51	0.09	0.34	1.23	1.91

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：2019~2024年7月中旬首次披露中报业绩个股平均表现（叠加行业筛选）

筛选条件		数量	趋势图	超额胜率					趋势图	平均超额收益 (%)				
业绩高增	股价高开			1日	2日	3日	5日	10日		1日	2日	3日	5日	10日
业绩高增														
>0%	-	106.7		51%	54%	53%	49%	48%		0.19	0.61	0.56	0.74	1.14
>20%	-	95.3		50%	54%	53%	48%	48%		0.21	0.64	0.61	0.68	0.97
>50%	-	77.8		50%	55%	54%	50%	50%		0.17	0.71	0.67	0.90	1.13
业绩高增+股价高开														
>0%	>0%	65.8		50%	53%	52%	51%	50%		0.23	0.58	0.67	0.85	1.46
>20%	>0%	61.8		50%	54%	53%	51%	51%		0.26	0.63	0.73	0.90	1.35
>50%	>0%	50.7		49%	54%	54%	51%	53%		0.18	0.62	0.77	1.13	1.67
>0%	>2%	27.0		54%	52%	55%	59%	60%		0.48	0.93	0.98	1.60	2.16
>20%	>2%	26.3		53%	51%	56%	59%	60%		0.54	1.00	1.11	1.78	2.28
>50%	>2%	22.2		53%	51%	57%	60%	62%		0.51	1.08	1.16	2.07	2.60
>0%	>5%	5.8		58%	55%	59%	54%	61%		-0.08	0.27	-0.29	-0.52	0.42
>20%	>5%	5.7		63%	60%	59%	54%	64%		1.20	1.19	0.72	0.37	1.54
>50%	>5%	4.8		64%	61%	59%	54%	72%		0.52	0.34	0.51	1.29	3.17

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7: 2019~2024年8月下旬首次披露中报业绩个股平均表现

筛选条件			披露时点: 8月21日~8月31日												
业绩高增	股价高开	数量	超额胜率						平均超额收益 (%)						
			趋势图	1日	2日	3日	5日	10日	趋势图	1日	2日	3日	5日	10日	
业绩高增															
>0%	-	964.3		54%	56%	56%	57%	56%		0.58	0.83	1.00	1.25	1.50	
>20%	-	613.8		55%	58%	58%	59%	58%		0.76	1.08	1.32	1.60	1.86	
>50%	-	354.3		55%	59%	58%	58%	59%		0.78	1.18	1.40	1.70	2.16	
业绩高增+股价高开															
>0%	>0%	606.0		55%	58%	59%	60%	59%		0.75	1.06	1.38	1.66	1.96	
>20%	>0%	417.7		55%	59%	61%	61%	61%		0.83	1.22	1.58	1.85	2.17	
>50%	>0%	243.3		55%	60%	61%	60%	62%		0.91	1.34	1.67	1.95	2.50	
>0%	>2%	196.2		56%	61%	64%	65%	61%		1.11	1.69	2.17	2.53	2.64	
>20%	>2%	157.7		55%	62%	65%	66%	62%		1.12	1.78	2.36	2.66	2.77	
>50%	>2%	99.2		54%	61%	63%	63%	62%		1.21	1.92	2.38	2.65	3.09	
>0%	>5%	56.8		57%	60%	66%	66%	65%		1.06	1.90	2.96	2.40	3.65	
>20%	>5%	47.7		58%	60%	66%	67%	67%		1.41	2.15	3.30	2.73	4.16	
>50%	>5%	32.8		61%	61%	67%	66%	66%		1.60	2.53	3.63	3.14	4.15	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 2019~2024年8月下旬首次披露中报业绩个股平均表现(叠加行业筛选)

筛选条件			披露时点: 8月21日~8月31日 叠加行业筛选												
业绩高增	股价高开	数量	超额胜率						平均超额收益 (%)						
			趋势图	1日	2日	3日	5日	10日	趋势图	1日	2日	3日	5日	10日	
业绩高增															
>0%	-	122.0		55%	57%	56%	57%	57%		0.81	1.02	1.27	1.40	1.91	
>20%	-	76.5		58%	62%	60%	62%	61%		1.23	1.55	1.86	2.15	2.66	
>50%	-	45.8		58%	60%	55%	59%	58%		1.10	1.49	1.82	2.34	2.63	
业绩高增+股价高开															
>0%	>0%	70.5		59%	60%	61%	60%	61%		1.09	1.34	1.94	2.03	2.32	
>20%	>0%	48.8		59%	62%	62%	63%	64%		1.22	1.57	2.24	2.57	2.80	
>50%	>0%	30.0		59%	59%	60%	61%	61%		1.19	1.60	2.37	2.89	3.08	
>0%	>2%	24.5		51%	55%	63%	65%	59%		1.14	1.78	3.48	3.73	3.57	
>20%	>2%	19.8		50%	56%	65%	66%	60%		1.28	2.08	3.83	3.92	3.74	
>50%	>2%	14.3		47%	56%	62%	64%	57%		1.09	2.08	3.91	4.25	4.48	
>0%	>5%	7.8		68%	65%	81%	84%	69%		2.48	3.68	5.49	5.18	4.51	
>20%	>5%	6.2		63%	61%	80%	83%	74%		2.28	3.82	5.56	5.15	4.78	
>50%	>5%	5.0		67%	64%	78%	82%	72%		2.42	3.99	5.54	5.00	4.63	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、上周市场表现与政策事件

2.1 A股复盘：热点高速轮动反映缺少主线，风偏回落、情绪降温

行情表现：市场延续调整但跌幅收窄，热点高速轮动反映缺少主线

上周A股市场延续调整且成交额出现进一步缩量，但降幅有所收窄。前期表现较为亮眼的深海科技方向周一就出现了波动的放大，并在随后出现明显颓势，未能成为新的市场主线。此后，市场交易呈现出热点高速轮动的特征，题材从核聚变、人形机器人交易到光刻机，商品涨价、消费育儿、光伏“抢装”也都有所表现，但没有哪一方向走出较强的持续性，反映市场整体处于缺少主线的阶段。

图表9：万得全A走势及其成交额、换手率

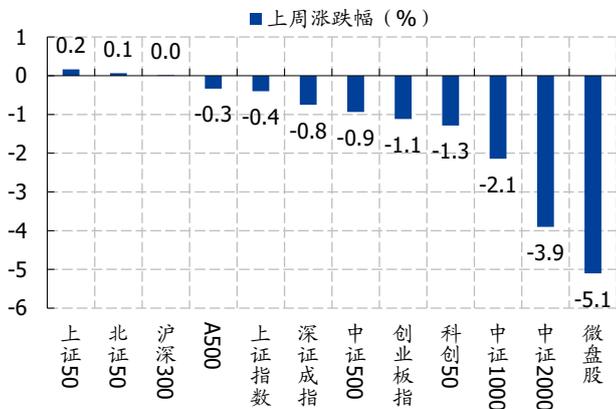


资料来源：wind, 国盛证券研究所

上周A股指数多数下跌。上证50和北证50表现居前，周度涨跌幅分别为0.16%和0.07%；微盘股和中证2000表现较弱，周度涨跌幅分别为-5.1%和-3.9%。

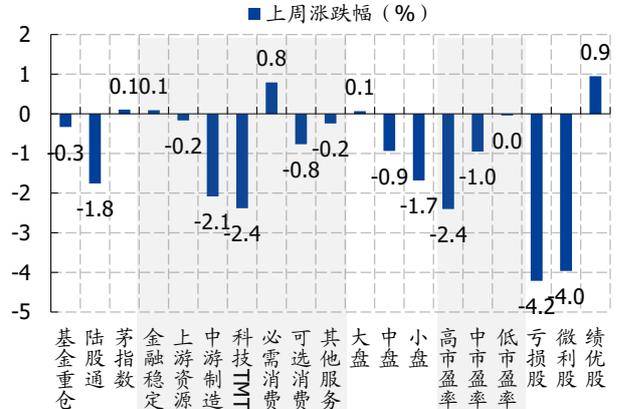
风格绝对表现看，必需消费和金融稳定、大盘、低市盈率和绩优股占优。资金风格方面，基金重仓指数、陆股通指数和茅指数涨跌幅分别为-0.33%、-1.76%和0.11%；行业风格方面，必需消费(0.79%)和金融稳定(0.09%)表现占优；个股特征方面，大盘(0.07%)、低市盈率(-0.04%)和绩优股(0.95%)表现占优。

图表10：A股核心指数上周涨跌幅(%)



资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表11：A股各类风格指数上周涨跌幅(%)



资料来源：wind, 国盛证券研究所

风格相对表现看，双创相对价值表现较弱，小微盘相对大盘表现较弱。上周科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300、中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 表现分别为-1.3%、-1.13%、-3.91%和-5.11%。

图表12: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

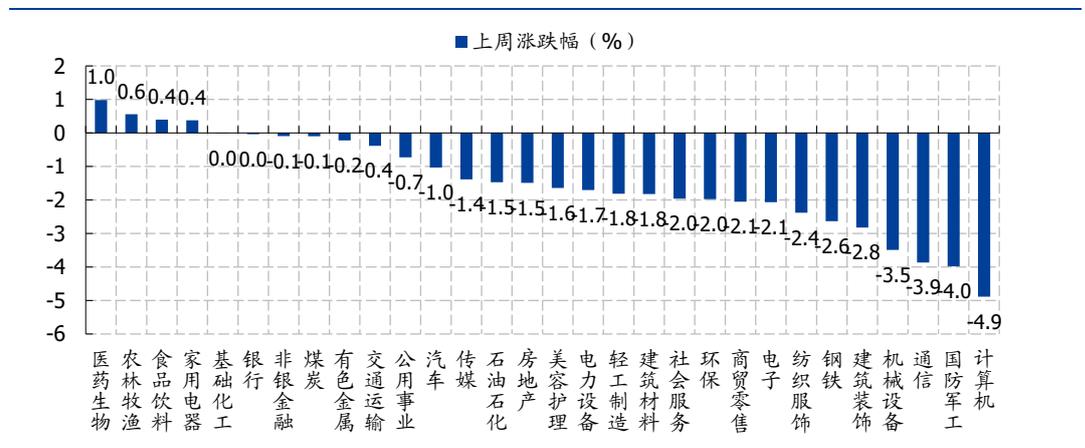
图表13: 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

申万行业普遍下跌，医药生物、农林牧渔和食品饮料涨幅居前，周度涨跌幅分别为 0.98%、0.56%和 0.4%。港股创新药业绩表现较好，对 A 股医药生物方向产生催化，信达生物 2024 年非国际财务报告准则下实现首次盈利；农林牧渔与涨价交易有关，近期白羽鸡等农产品价格上涨；食品饮料在促消费政策预期外，还有着业绩线索的催化，领涨股妙可蓝多 3 月 22 日披露 2024 年业绩，归母净利润同比增长 89%。

图表14: 申万一级行业上周涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

情绪资金: 市场风偏回落、情绪进一步降温，可观测增量资金小幅净流出

上周市场风险偏好回落、情绪进一步降温。当前 A 股 ERP 为 3.59%，周内变动 11.96bp，反映市场风险偏好继续回落。我们结合股价新高、站上均线、上涨次数构造的复合情绪指标回落至中枢下方，反映市场情绪进一步降温，具体看上周个股创新高占比、站上 20 日均线占比、上涨次数占比均有所弱化。

图表15: 万得全A 股权风险溢价(ERP)走势 (%)



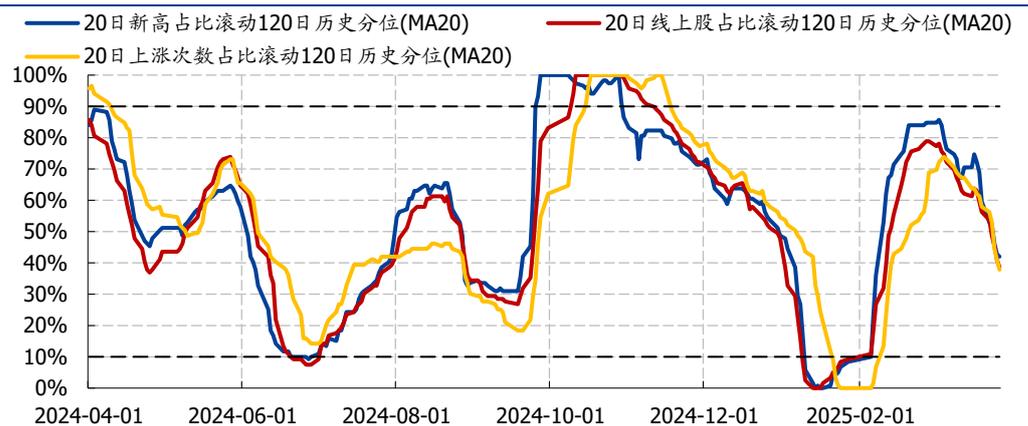
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表16: A 股复合情绪指标走势 (新高股+线上股+上涨股)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

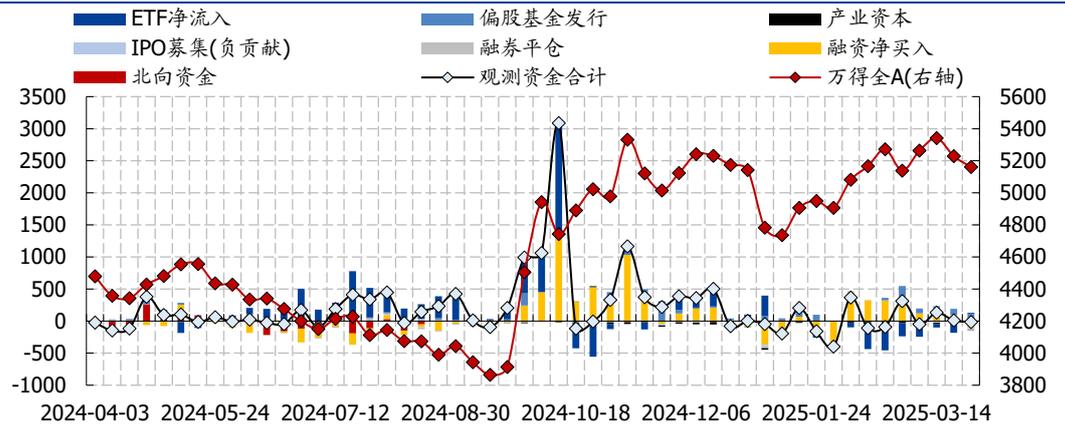
图表17: A 股新高股、线上股、上涨股情绪指标走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

上周 A 股增量资金小幅净流出。从我们统计的可观测口径看，上周 A 股增量资金净流出 14.87 亿元，环比减少 24.46 亿元，具体看，上周 ETF 时隔数周后重回净流入，但融资由净买入转为净卖出形成较大拖累。

图表18: A股周度增量资金测算(亿元)

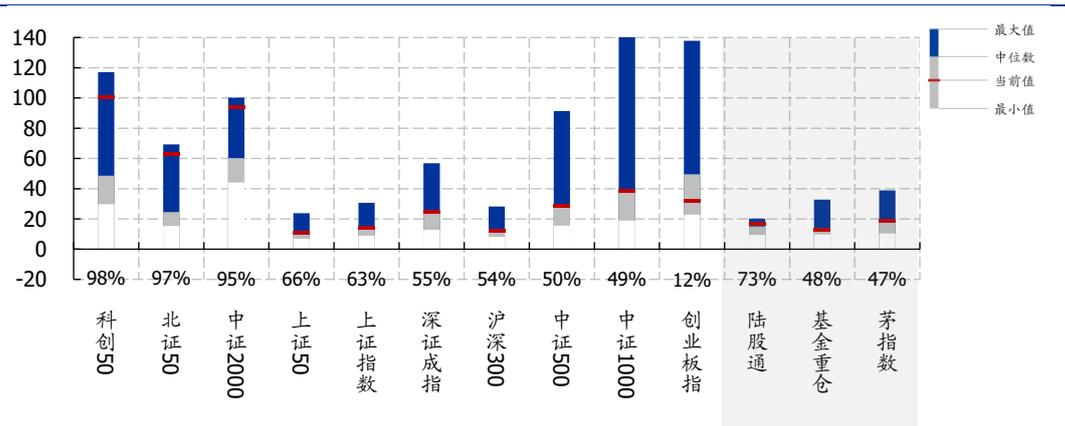


资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: ETF净流入、融资净买入数据不含最后一个交易日

估值跟踪: 市场指数与申万行业估值分位普遍下行

市场指数估值分位普遍下行。当前科创 50 (98.42%)、北证 50 (96.88%)、中证 2000 (95.41%) 的 PE 估值分位较高, 上周北证 50、科创 50、创业板指分位回落较少, 分别变动 0.28、-0.32、-0.56 个百分点。

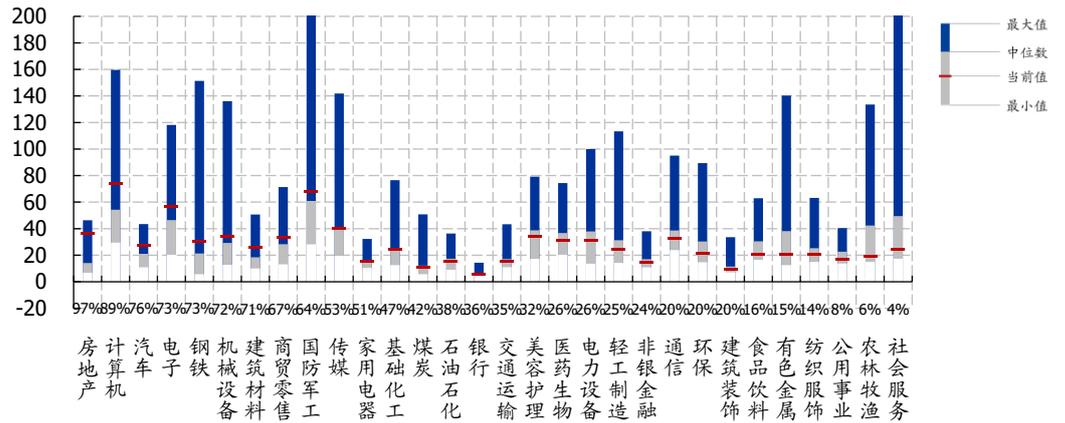
图表19: A股市场指数 PE 估值历史分位(2010年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

申万行业估值分位普遍下行。当前 PE 估值分位前三行业分别是房地产 (96.76%)、计算机 (89.08%)、汽车 (76.47%), 上周分位提升前三行业是医药生物、钢铁和食品饮料, 分别回升 1.41、1.3 和 0.76 个百分点。

图表20: 申万一级行业 PE 估值历史分位 (2010 年至今)

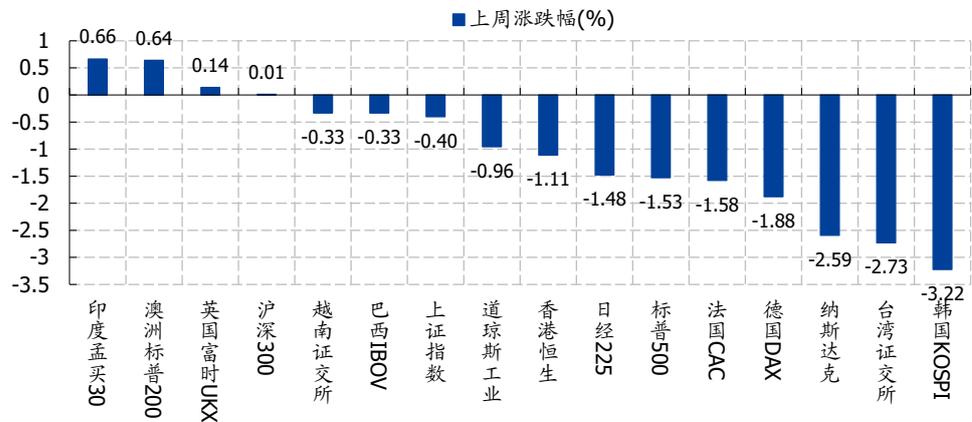


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 海外回顾: 全球多数下跌, 美股反弹后再次回落

全球权益市场多数下跌, A 股韧性偏强。印度孟买 30、澳洲标普 200、英国富时 UKX 领涨, 涨跌幅分别为 0.66%、0.64%、0.14%。

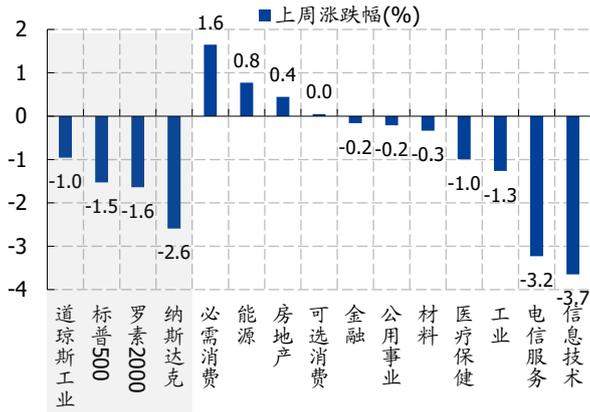
图表21: 全球重要股指上周涨跌幅 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

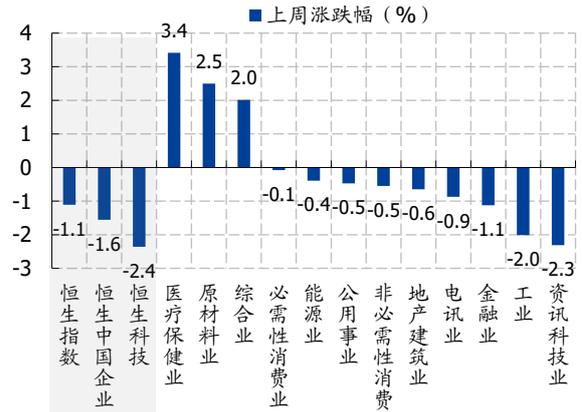
美股市场三大指数上周反弹后再次回落, 仍然未能摆脱内外宏观因素的影响: 美国国内方面, “美国例外论”继续受到削弱, 瑞银指出就业预期、支出展望和消费者信心等指标纷纷预警, 分析师下调未来三到四个月盈利预期。国际方面, 上周特朗普关税政策频出, 持续引发国际贸易的不确定性, 也引发市场对美国经济增长、通胀压力的担忧。

图表22: 美股市场与行业指数上周涨跌幅 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表23: 港股市场与行业指数上周涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 大类资产：黄金价格持续新高，中美利差重新扩张

权益方面，上周全球市场下跌 1.44%。商品价格多数上涨，布伦特原油、伦敦金、LME 铜和 CRB 商品涨跌幅分别为 2.04%、1.92%、-0.65%和 0.73%，铜金比回落、油金比回升，特朗普关税政策频频引发国际贸易不确定性，对金价持续产生催化。利率债方面，中债长短端利率均回落，美债长短端利率均保持稳定，中美利差小幅扩张。汇率方面，美元指数下跌 0.04%，人民币贬值 0.15%。

图表24: 布伦特原油与伦敦金价格走势



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表25: 铜金比、油金比走势



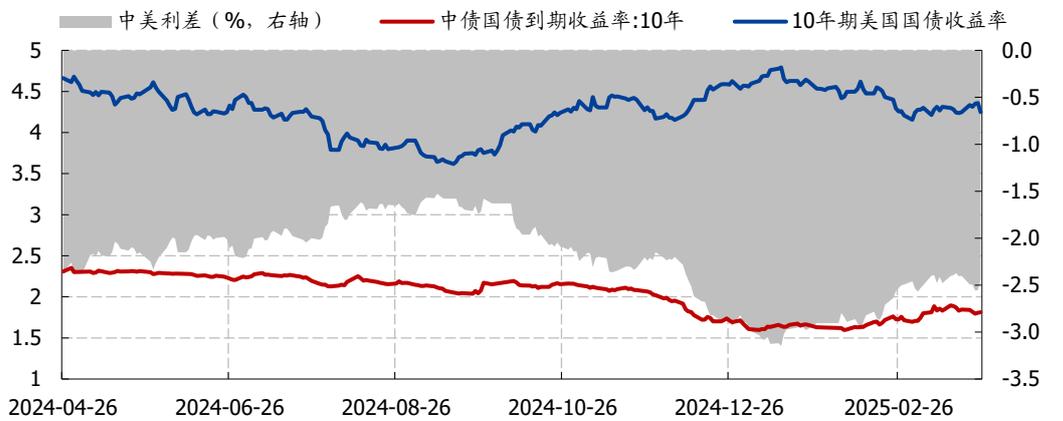
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表26: 全球大类资产上周表现

权益		涨跌幅 (%)	上周价格	上上周价格
MSCI 全球市场		-1.44	829.89	841.99
MSCI 发达市场		-1.49	3634.71	3689.85
MSCI 新兴市场		-0.94	1120.72	1131.38
大宗商品		涨跌幅 (%)	上周价格	上上周价格
布伦特原油 (美元/桶)		2.04	73.63	72.16
伦敦金 (美元/盎司)		1.92	3071.60	3013.70
LME铜 (美元/吨)		-0.65	9749.69	9813.48
CRB 商品		0.73	546.34	542.36
利率债		变动 (bp)	上周价格	上上周价格
中国	1年期国债收益率	-3.00	1.53%	1.56%
	10年期国债收益率	-3.32	1.81%	1.85%
美国	1年期国债收益率	0.00	4.04%	4.04%
	10年期国债收益率	0.32	4.25%	4.25%
中美利差	1年期利差	-3.00	-2.51%	-2.48%
	10年期利差	-3.64	-2.44%	-2.40%
外汇		涨跌幅 (%)	上周价格	上上周价格
美元指数		-0.04	104.04	104.09
人民币兑美元		-0.15	0.1377	0.1379
可转债		涨跌幅 (%)	上周价格	上上周价格
中证转债指数		0.20	429.63	430.48
信用债		变动 (bp)	上周价格	上上周价格
中国	3年期AAA+中票信用利差	-1.40	0.27%	0.29%
	5年期AAA+中票信用利差	-1.13	0.39%	0.40%
美国	IG债OAS利差	0.78	0.35%	0.34%
	HY债OAS利差	22.55	3.38%	3.16%

资料来源: wind, bloomberg, 国盛证券研究所

图表27: 中美10年期国债收益率及利差走势 (%)



资料来源: wind, bloomberg, 国盛证券研究所

2.4 政策事件：MLF 利率退出政策利率舞台，特朗普关税政策频频

图表28: 上周政策事件梳理

日期	政策/事件	主要内容	影响
国内宏观			
3月24日	央行：3月25日开展4500亿元MLF操作 不再有统一的中标利率	2025年3月24日，央行发布公告，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。2025年3月25日（周二），中国人民银行将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。本次MLF操作公告有三点意外，一是时点上提前，二是规模上加量，三是MLF中标方式改为“固定数量、利率招标、多重价位中标”，预示MLF利率就此退出政策利率的舞台，逆回购利率的核心政策利率地位进一步强化。	
3月24日	财政部：1-2月，全国一般公共预算收入43856亿元，同比下降1.6%	2025年1-2月一般财政收入4.39万亿，同比-1.6%（2024年全年同比1.3%）。1-2月一般财政支出4.51万亿，同比3.4%（2024年全年同比3.6%）。整体看，1-2月一般财政收入增速回落，税收收入增速由负转正，四大税种收入增速多数走弱，非税收入延续高增；支出增速放缓、但好于季节性，中央支出快于地方。政府性基金收入增速再度转负，土地出让收入回落是主要拖累，政府性基金支出也明显放缓。	
3月27日	2025年1-2月规模以上工业企业利润同比-0.3%，2024全年为-3.3%	2025年1-2月规模以上工业企业利润同比-0.3%，2024全年为-3.3%。1-2月工业企业利润延续2024年9月以来的负增趋势、但降幅显著收窄，价格偏弱仍是主要拖累。上下游看：利润分配季节性波动，中游设备、上游原材料工业利润占比回落，下游消费、公共事业回升，春节假期是主要影响因素。分行业看：1-2月销售数量增速偏高的行业主要集中在中游设备、上游原材料相关行业；然而，由于竞争激烈，相关行业盈利分化仍然严重。	
金融市场			
3月25日	小米集团：拟配售8亿股股份 筹资约425亿港元	小米集团在港交所公告，拟配售8亿股现有股份，相当于当前已发行股本的3.2%，配售完成后新股占比将达3.1%。配售价为每股53.25港元，本次认购预计筹资净额约425亿港元，将用于业务扩张、研发投资及其他一般用途。配售事项完成后，雷军的持股比例将为23.4%。	利空
海外宏观			
3月28日	美国2月核心PCE物价指数创2024年1月以来新高	美国2月核心PCE物价指数同比上涨2.8%，超过预期的2.7%和前值2.6%；环比则上涨0.4%，超出预期和前值0.3%，创2024年1月以来新高。2月个人支出环比仅增长0.1%，收入却增长0.8%。数据引发市场对顽固通胀以及潜在滞胀的担忧，交易员继续押注美联储在7月进行降息。	利空
国际关系			
3月24日	特朗普：将在未来几天宣布对汽车、木材、芯片征收额外关税	美国总统特朗普当地时间24日表示，将在未来几天宣布对汽车、木材、芯片征收额外关税。特朗普还表示，随着4月2日“对等关税”生效日临近，他可能会给很多国家提供关税优惠，但需要实现“对等”。此外，特朗普表示，美国将对委内瑞拉的石油或天然气产品征收“二级关税”（Secondary Tariff），任何从委内瑞拉购买石油或天然气的国家都将在与美国的贸易中支付25%的关税，相关规则将于4月2日生效。	
3月27日	美国总统特朗普宣布对所有进口汽车征收25%关税	美国总统特朗普当地时间3月26日在白宫签署行政令，宣布对所有进口汽车征收25%关税。相关措施将于4月2日生效。特朗普称，汽车关税将会是永久的。他表示，如果在美国制造汽车，则无需缴纳关税。德国、加拿大、日本、欧盟、韩国、墨西哥、巴西纷纷发声表示将考虑采取措施进行应对。根据高盛最新预测，若无法转嫁成本，丰田、本田等日本车企巨头的利润将遭“腰斩”，其中日产和马自达的营业利润跌幅可能高达66%和34%。	利空
产业动态			
3月25日	阿里巴巴蔡崇信：开始看到人工智能数据中心建设出现泡沫 美国许多数据中心投资公告都是“重复”的	阿里巴巴集团董事会主席蔡崇信在香港举行的汇丰全球投资峰会上表示，开始看到人工智能（AI）数据中心建设出现泡沫苗头。美国的许多数据中心投资公告都是“重复”或相互重叠的。阿里巴巴的员工数量触底，将“重新启动并重新招聘”。公司将通过股息为股东提供合理回报。	利空
3月25日	第二届中国具身智能大会将于3月29日至30日举办 将发布具身智能十五大重点方向	中国具身智能大会（CEAI 2025）即将于2025年3月29日至30日在北京市举行。本次大会由由中国人工智能学会主办，CAAI具身智能专业委员会（筹）、中国科学院计算技术研究所、同济大学、上海交通大学和清华大学承办。根据议程，将举行中国人工智能学会具身智能专委会授牌仪式；进行具身智能政策解读；同时，将发布具身智能十五大重点方向、发布中国人工智能学会具身智能白皮书。	利多
3月26日	OpenAI发布新文生图模型	OpenAI当地时间25日对GPT-4o和Sora进行了重大更新，提供了全新文生图模型。除了文生图之外，该模型还支持自定义操作、连续发问、风格转换、图像PPT等超实用功能。	
3月26日	新凯来首次参加上海国际半导体展览会 展示多款即将发布产品	SEMICON China 2025（上海国际半导体展览会）今日在上海开幕，在新凯来展台上，其内部人员向《科创板日报》记者表示，本次是新凯来首次参加SEMICON China 2025，主要目的是对接下游厂商。与此同时，新凯来通过照片和模型的方式展示了其多款即将发布的产品。	利多
3月26日	近期，“涨价题材”成为市场关注焦点	近期，“涨价题材”成为市场关注焦点，受行业供需关系等因素影响，钴、锡等有色金属，硫磺、硫酸等多个化工品以及白羽肉等农产品价格上涨，带动相关板块和个股迎来反弹。	利多
3月26日	信达生物(01801.HK)公布2024年业绩，非国际财务报告准则下实现首次盈利	信达生物(01801.HK)公布2024年业绩，公司总收入约94.22亿元，同比增长51.8%；亏损9463.1万元，同比大幅收窄90.8%。而更为市场所关注的是，在非国际财务报告准则（Non-IFRS）下，信达生物实现首次盈利，同比扭亏净赚近3.32亿元。	利多
3月27日	TrendForce：受中国抢装潮带动 预估二季度光伏产业链价格将集体上涨	中国政策刺激光伏产业整体需求，组件供给出现紧张气氛，预期2025年3月和4月需求将出现小高峰，可能顺势带动第二季产业链价格上升。中国于2025年1月底、2月初接连公布光伏发电和新能源电价相关规定，若光伏发电项目于5月31日后并网，将不再享有固定收购电价，而是回归市场供需决定价格，因此引发“抢装潮”，尤其是分布式光伏项目将于第二季达到装机高峰。	利多
3月29日	中国电动汽车百人会论坛(2025)举办	中国电动汽车百人会论坛（2025）今日举办。国家发改委表示，将针对汽车行业无序竞争等乱象进行整治，维护公平竞争。工信部副部长辛国斌表示，建议汽车行业从注重规模增长向注重规模和效益双提升转变，将加快自动驾驶产业化发展，有条件批准L3级自动驾驶车型生产准入。国资委副主任苟坪表示，对整车央企进行战略性重组，推动企业内部专业化整合。	

资料来源：wind，财联社，国盛宏观组，国盛证券研究所

风险提示

- 1、若地缘政治恶化，将抑制全球贸易增长与跨境资本流动，阻碍全球经济复苏；
- 2、若经济大幅衰退，将对企业基本面、投资者情绪等造成负面影响，放大市场波动；
- 3、本文中关于业绩线索的回测基于历史数据，历史规律可能失效。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com