

研报精选

2025年3月30日 第214期

宏观专栏

较为克制的放量降价——MLF重启净投放点评

3月24日，央行宣布将开展4500亿元中期借贷便利（MLF）操作。报告认为，MLF时隔8个月重启净投放，向市场利率靠拢有助降低资金成本，释放了边际放松的信号。MLF操作或许意味着短期降准的概率下降，央行放量降价的信号较为克制。

特朗普“对等关税”前瞻

特朗普预计将于4月2日宣布“对等关税”。报告认为，对等关税有三方面值得关注，一是征税国家范围，二是税率，三是有无豁免。报告基准情形预测下，美国有效关税率将从2.4%上升至16.3%。

专题聚焦

中国资产重估到哪一步了？

报告认为，港股本轮行情的本质是DeepSeek“破圈”对科技板块的重估，当情绪计入充分且估值修复至合理位置后，市场焦点自然会转到未来盈利空间上，往上需要更强的催化剂。

消费股有机会吗？

报告认为，近期消费政策密集落地，相关消费场景发展市场关注度提升。从资本市场角度看，消费板块估值仍处于历史低位，风险偏好回稳过程中或将带来阶段性、结构性机会。

宏观专栏

较为克制的放量降价——MLF重启净投放点评

3月24日央行宣布将开展4500亿元中期借贷便利(MLF)操作¹，并将MLF操作由单一价位中标调整为多重价位中标。MLF时隔8个月重启净投放，向市场利率靠拢有助降低资金成本，释放了边际放松的信号，我们认为这或许意味着短期降准的概率下降，央行放量降价的信号较为克制。同时美式招标标志着MLF政策利率属性的退出。去年下半年，央行通过简化政策利率、增设软性窄走廊、维持曲线陡峭的三支箭以实现由量转价与畅通传导的货币政策框架演进。而淡化MLF利率、强化7天逆回购操作利率正符合这一改革方向。3月中旬以来流动性的边际放松已带动长端收益率稳中有降，但克制的放松信号叠加基本面触底回温，或意味着短期内长端利率呈现窄幅波动。

1. MLF重启净投放释放边际放松信号

MLF净投放630亿元，是2024年7月以来的首次净投放，释放了“适度宽松”信号。随着政府债发行加快，而近期流动性偏紧，导致部分政府债一级发行利率高于二级市场利率，前期10年期国债收益率快速上行30bp并一度突破1.9%，货币政策要与财政政策相协同以维持流动性合理充裕。而新的流动性投放工具国债买卖则从1月起暂停，买断式逆回购月中按需操作、月末公布，MLF时间固定（2024年7月后由每月15日改为25日）、操作更透明、信号更明确。自去年10月央行启用买断式逆回购以来，买断式逆回购置换MLF作为中长期流动性的投放工具，MLF余额从峰值的7.27万亿元逐步降至4.09万亿元（参见《[买断式逆回购，一石三鸟](#)》）。在3月买断式逆回购投放的同时，重启MLF净投放，释放了稳定流动性的信号。

但在季末流动性需求高峰重启MLF净投放，我们认为这或许意味着短期降准的概率下降，放量信号较为克制。去年12月初以来在货币政策基调转变、关税担忧之下，市场抢跑降息预期，长端收益率一度快速下行40bp跌破1.6%。

¹ <https://www.news.cn/20250325/1ca43872fbb24cd78ba66088eecd38c2/c.html>

今年1月以来流动性持续偏紧（表现为短端市场基准利率DR007一度接近旧的宽利率走廊上限、当前仍在新的窄利率走廊上限附近，非银与银行融入融出关系逆转，期限利率倒挂），并于2月初开始带动短端利率向长端收益率传导。3月中旬10年期国债收益率一度触及1.9%。央行在货币政策委员会一季度例会²上表示要“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，收益率的过快下行和过快上行或均会产生风险。以往市场流动性需求较大，短期操作工具如逆回购余额超过或接近2万亿元时，多会触发降准等长期流动性投放工具的操作，但自1月底以来逆回购余额多日在1.5-2.6万亿元，央行更多采取了买断式逆回购和MLF等投放方式而非降准，放量仍较为克制。

采用多重价位中标，MLF资金成本将总体下降。尽管1年期MLF利率在去年7月以来已较政策利率下行（-30bp）幅度更大（-50bp），已经向同期限市场利率靠拢，但目前仍在2.0%，高于1年期国有/股份制银行同业存单发行利率的1.92/1.94%。而采用多重价位中标可以反映市场需求，有利于降低银行负债成本，缓解净息差压力。

2. 淡化MLF政策利率属性

MLF改为美式招标，标志着MLF利率的政策属性完全退出。2024年6月潘功胜行长³在陆家嘴论坛讨论了以中间变量切换（淡化数量、强化利率）为特征的货币政策框架的演进思路，并阐释了简化目标、收窄走廊、畅通传导等改革的方向。而淡化MLF正是改革方向之一，潘行长指出“央行政策利率的品种还比较多，不同货币政策工具之间的利率关系也比较复杂。未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩”。

过去一年，MLF政策利率正在循序渐进地淡出。一是从去年7月起MLF操作时间由LPR报价（每月20日左右）之前（每月15日左右）调整至之后（每月25日左右），实现了LPR与MLF利率的解绑。二是7月之后MLF采用利率招标、

² <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/3870933/3870936/5629982/index.html>

³ <http://www.lujiazuiforum.org/node2/n1471/n1979/n1982/u1ai44535.html>

投标区间宽度逐步扩大、锻炼了机构定价能力。三是本次直接演进为与买断式逆回购相同的美式招标方式（固定数量、利率招标、多重价位中标），机构也有了半年经验，而不再有统一的中标利率，也使得MLF利率政策属性完全退出，而是MLF回归流动性投放工具定位。流动性工具箱中，短期有7天逆回购与隔夜正逆回购、中期有MLF和买断式逆回购、长期有降准、国债买卖、再贷款与PSL等。

3. 货币政策框架转型的三支箭

去年下半年以来，央行通过三支箭的改革以推动由量转价与畅通传导的货币政策框架演进，一是简化目标、强化7天逆回购操作利率、淡化MLF；二是构建双利率走廊、增设软性窄走廊；三是公开市场操作重新纳入二级国债买卖，以维持曲线陡峭度、防范金融风险。

1) 简化目标，强化Repo，淡化MLF

明示价格，强化7天逆回购操作利率。近年来，央行公开市场操作主要通过7天逆回购调节流动性供求，去年二季度货政报告明确并强化7天逆回购操作利率的政策利率属性，从“给定操作数量下的利率招标模式”变为“固定利率下的数量招标模式”以明示价格、降低沟通成本、稳定市场预期，该利率调整机制与欧央行的直接给定方式一致。

MLF利率完成使命、逐步退出舞台。2015年底存贷款基准利率退出后，政策利率转为7天逆回购操作利率和MLF利率。当时同业存单市场仍不发达、货币市场利率通过存单和存款的比价传导至贷款市场利率的机制仍不畅通，MLF作为银行中期融资工具、以及贷款利率定价基础（MLF→LPR→贷款利率）发挥着必不可少的作用。而随着同业存单市场快速发展，银行中期融资更便利。同时央行对短期利率把控较强，而中期利率则更多在短期利率的基础上由市场供求和流动性情况决定。在流动性较充裕时，存单利率显著低于MLF利率使得MLF需求不足。同时银行定价能力提升，在信贷供过于求下，银行优质客户贷款利率降幅快于MLF利率，使得参考MLF的LPR报价失去最优利率的意义。过

去几个月MLF利率逐步向同存利率靠拢，LPR利率更多向实际最优惠客户利率倾斜。

2) 构建双利率走廊，增设软性窄走廊

我国仍保有正常货币政策空间，利率走廊仍是准备金稀缺情形下的传统模式。但我国原先的利率走廊过于宽泛（245bp），高于主要经济体50-200bp的区间，使得市场基准利率DR波幅较大，模糊政策利率的信号。2024年7月央行公布⁴将开展临时隔夜正回购或临时逆回购操作，利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp，在原有宽走廊基础上提供了一个新的更窄走廊（70bp），以提高货币政策传导效果和预期管理的精确性。由量转价后，较窄的利率走廊可以更好控制市场基准利率DR围绕政策利率7天逆回购操作利率波动，提高价格型工具的有效性。与原有宽走廊的硬限制（金融机构主动发起，市场利率难以突破上下限）不同，新设窄走廊是软约束（央行主动发起、时间、体量由央行决定），可以防范2013年年中之前货币市场利率波动过小带来的融短投长、滚隔夜养券甚至投长期非标的套利行为，在调控市场基准利率和防范杠杆风险间取得平衡。

3) 维持曲线陡峭，防范金融风险

央行在2024年8月在公开市场重启国债买卖，8-12月通过买短卖长在投放流动性的同时，以维持曲线陡峭化（参见《[畅通传导、维持陡峭——公开市场重启买卖国债点评](http://finance.people.com.cn/n1/2024/0709/c1004-40274236.html)》）。重启国债买卖有助于畅通由短及长的价格传导。央行通过明示政策利率、增设软性窄走廊强化7天逆回购操作利率的政策属性，但仅能调控短端市场利率，对中长端利率和期限利差的调控能力不足。国债期限品种丰富，纳入国债买卖可以对不同期限的市场利率起到调控作用，发挥国债利率的基准作用，维持合理期限利差。期限利差收窄会压缩金融机构净息差，且收益率曲线平坦化对息差影响或呈非线性态势，增大金融风险。

⁴ <http://finance.people.com.cn/n1/2024/0709/c1004-40274236.html>

今年以来流动性趋紧以引导长端收益率调整，亦是出于长债收益率过快下行可能增大金融风险的担忧。一方面过度追求安全资产可能带来新的不安全。另一方面，长端收益率的快速下行可能进一步加大寿险公司的利差损风险（参见《[利率传导到了哪一步？](#)》）。随着隐含了合理降息预期后的长债收益率与短端政策利率之差回归历史中枢，长债调整或已到位。3月中旬以来央行流动性的边际放松，已带动长端收益率稳中有降，但克制的放松信号叠加基本面触底温和回升的迹象，意味着短期内长端利率或成窄幅波动。



以上观点来自：2025年3月26日中金公司研究部已发布的《较为克制的放量降价——MLF重启净投放点评》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

特朗普“对等关税”前瞻

特朗普宣布汽车关税，并预计将在4月2日宣布“对等关税”（Reciprocal Tariff）。特朗普将此称为“解放日”⁵。我们认为，对等关税有三方面值得关注，一是征税国家范围，二是税率，三是有无豁免。我们的基准情形是，特朗普将聚焦美国贸易逆差的主要来源地，税率包含一部分增值税，墨加两国或能得到一些豁免。基准情形下，我们预测美国有效关税率将从2.4%上升13.9个百分点，至16.3%。温和情形下，有效关税率将上升至13.3%；极端情形下，将上升至20.2%。关税将推高美国通胀，降低增长。若美元升值，对通胀和增长的影响将减小，反之，将加剧影响。

一、征税范围多广？

对等关税政策最早在2月13日宣布，当时特朗普对此的说法是，“任何国家对美国商品征收多少关税，美国将对其商品征收相同的税率，不多也不少”，强调关税公平、对等。但近期，特朗普表示对等关税政策也有“灵活性”，他“可能会给很多国家减免”，但必须保证对等的原则⁶。美国财政部长贝森特上周曾表示，特朗普或将对等关税的重点放在美国贸易逆差的主要来源地⁷。这符合我们此前在《[特朗普“对等关税”的内容及影响](#)》中的判断，即“对美顺差和税率都更高的国家和地区，更可能成为被对等关税所针对的对象”。

基于此，我们聚焦美国商品贸易逆差最大的15个经济体，2024年美国从这些经济体的进口额占据了美国商品进口总额的86%，美国对其出口额约占美国商品出口总额的74%。

若特朗普将关税重点放在主要国家，可能出于几个考虑：第一，这些经济体涵盖了美国最大的贸易逆差来源地，优先针对它们能发出更明确的信号，即

⁵ <https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/114192326899482441>

⁶ <https://www.forbes.com/sites/dereksaul/2025/03/25/trump-says-he-may-give-a-lot-of-tariff-breaks-heres-what-to-know-about-liberation-day-as-reciprocal-tariffs-loom/>

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-18/bessent-sees-reciprocal-duty-focus-on-dirty-15-trade-partners>

希望缩小贸易逆差，促进制造业回流。第二，通过聚焦重点经济体，更有利于加快其与美国的谈判，主动在关税、非关税壁垒（如增值税、产业补贴）、对美投资等问题上让步。例如，3月24日韩国现代汽车在白宫宣布将对美国增加210亿美元的投资，特朗普表示，“这项投资清楚地表明关税非常有效”⁸。第三，聚焦也有助于为美国企业和消费者提供“最大确定性”，方便其对未来决策进行规划。但我们也一直强调，关税会打乱现有资源配置，推高物价，降低增长，加剧经济短周期波动。

二、关税率高吗？

对等关税旨在拉平美国与其贸易伙伴之间的关税税率差距，同时，特朗普也将增值税（VAT）和数字服务税等税收政策视为不公平竞争手段。因此我们认为，特朗普可能在**对等关税中加入一些增值税**。我们列举了美国商品贸易逆差最大的15个经济体的最惠国关税税率和它们的增值税率。根据WTO公布的2023年数据，在这15个经济体中，有12个经济体的加权平均关税税率高于美国的2.2%。叠加增值税率后，除日本以外，其余经济体的税率都高于美国，其中印度、欧盟、南非、墨西哥、韩国的税率都超过了18%。如果按照增值税率征收对等关税，这些经济体将受到较大的影响。

此外，由于中国已经被美国征收了20%的额外关税，因此在对等关税的框架下反而不会因为关税率过高而被针对。然而，特朗普在其就职后第二天曾签署行政命令《美国优先的贸易政策》，指派相关机构对2020年与中国达成的第一阶段贸易协定进行审查。这份报告将在4月1日公布，值得关注⁹。

三、有无豁免？

墨西哥和加拿大可能得到一些豁免。一方面，北美供应链深度绑定，墨西哥和加拿大分别是美国第一和第二大贸易伙伴，2024年双边贸易额合计占美国外贸总额的30%。倘若对墨、加两国加征高额关税，可能对美国的消费和企业产生较大冲击。另一方面，美国与墨加之间签署过“美国-墨西哥-加拿大贸易

⁸ <https://www.nytimes.com/2025/03/24/business/hyundai-us-investment-tariffs.html>

⁹ <https://www.wsj.com/politics/policy/trump-to-lay-out-trade-vision-but-wont-impose-new-tariffs-yet-b9c8378d>

协定”（USMCA）。该协定旨在为北美贸易提供稳定的框架，减少不确定性。由此，特朗普可能以加征关税作为手段，“倒逼”与墨加重新修订USMCA内容，或者加强贸易执法力度，以关闭通往美国的“后门”。但在关税实施过程中，可能予以一定的豁免，比如延长即将于4月2日到期的对符合USMCA优惠条件的进口商品给予的豁免¹⁰。

四、可能的情形

在此之前，特朗普政府已经对中国征收20%额外关税，对钢铝产品征收统一的25%关税，并对墨西哥和加拿大加征关税。3月26日，特朗普又签署公告，宣布将对进口汽车和某些零部件征收25%关税¹¹。在此基础上，我们列举了三种对等关税的可能情形，具体如下：

► **基准情形：**美国拉平与15个经济体的最惠国关税税率，并叠加三分之一的增值税率。对墨西哥和加拿大的关税降低至15%。至此，**美国有效关税税率将从2.4%上升13.9个百分点，至16.3%。**

► **温和情形：**美国拉平与15个经济体的最惠国关税税率，不叠加增值税。对墨西哥和加拿大的关税降低至15%。**美国有效关税税率将上升至13.3%。**

► **极端情形：**美国拉平与15个经济体的最惠国关税税率，并叠加三分之二的增值税率。对墨西哥和加拿大的关税维持在25%。**美国有效关税税率将上升至20.2%。**这种情况下，美国的关税税率将达到1933年《斯穆特-霍利关税法案》实施后的水平。

最后，我们测算关税对美国经济的影响。我们假设美国消费者和海外生产者平分关税损失，即一半的成本增加转嫁给美国消费者，另外一半由贸易伙伴

¹⁰ <https://www.cnbc.com/2025/03/06/trump-tariffs-live-updates-businesses-warn-of-ripple-down-effects-from-tariffs-because-of-rising-costs.html>

¹¹ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/03/fact-sheet-president-donald-j-trump-adjusts-imports-of-automobiles-and-automobile-parts-into-the-united-states/>

承担，并假设美国一年内的税收乘数¹²约为1。结果显示¹³，在基准情形下，若不考虑汇率变化，关税将推高PCE通胀1.1个百分点，增加美国财政收入4530亿美元，降低美国实际GDP增速0.8个百分点。在温和情形下，关税将推高通胀0.9个百分点，增加财政收入3532亿美元，降低美国实际GDP增速0.6个百分点。在极端情形下，关税将推高通胀1.5个百分点，增加财政收入5791亿美元，降低美国实际GDP增速1个百分点。若美元升值，对通胀和增长的影响都将减小。在基准情形假设下，假如美元升值5%，上述关税将推高PCE通胀0.7个百分点，降低GDP增速0.5个百分点。若美元贬值，负面影响将加剧。



以上观点来自：2025年3月28日中金公司研究部已发布的《美联储静待不确定性风暴》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹² 参考Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. the Quarterly Journal of economics, 2002, 117(4): 1329-1368. Romer C D, Romer D H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[J]. American economic review, 2010, 100(3): 763-801.

¹³ 静态测算下，我们不考虑汇率变化和进口商品的转移效应。

专题聚焦

中国资产重估到哪一步了？

过去一段时间，港股市场剧烈的上下起伏已经不是第一次出现。2月底以来，虽然市场多次由短期情绪和资金涌入催化快速上冲，但始终无法“有效突破”我们早前给出的点位。参见我们在2月16日与2月24日连续发布《[中国资产的重估？](#)》与《[再论中国资产的重估前景](#)》两篇专题报告。

回过头来看，这一观点是有效的。实际上，尽管活跃的市场给人一种持续火热的感觉，但如果投资者是选择从2月底以来加仓龙头个股或者恒指与恒生科技的话，过去一个月大概率持平甚至是亏损的。那么，走到这一步，中国资产的重估到哪里了？接下来走向如何，该如何配置？有哪些节点需要重点关注？

一、重估到哪一步了？叙事驱动的极致“结构市”，当前估值相对合理

如果自春节假期后（2月3日）算起，恒指与恒生科技大幅跑赢A股。看似港股走出了一波指数级别的行情，但其实是一个较为极致的“结构市”，相比去年“924”由宏观总量政策驱动的广谱反弹，本轮上涨的范围更窄，集中于少数AI科技龙头股。从春节后算起，港股通口径下的425只标的中，仅有118只个股能够跑赢指数（占比27.8%），如果看恒生指数83只成分股中也仅有22只跑赢（占比26.5%）。

这进一步解释了几个现象与结果：1）港股整体指数大涨，因为龙头公司的占比大。如果以“含科量”来衡量的话，恒生指数与恒生科技成分重合的标的共17只（占比20.5%），权重占比接近40%，余下60%则大部分为传统老经济板块。2）港股比A股强，因为这些领涨个股A股没有，A股领涨的AI结构对指数贡献也太小。如果单独看A股人工智能板块（884201.WI），春节后表现同样不错（+14.7%），但这些标的在上证指数中的权重占比则仅有2.3%；3）被动产品大行其道，主动投资者容易跑输，需要足够聚焦才行。在近期与机构交流的过程中，一些客户反馈在大涨过程中反而面临赎回压力，而港股ETF资金流入快速抬升并创下月度净流入新高。

当前市场重估到什么位置了？我们在3月10日发布的《[港股还能买吗？](#)》

中从多个维度进行了对比。首先，情绪层面，本轮恒指和恒生科技的涨幅基本全由风险溢价ERP回落贡献。当前恒生指数风险溢价为6.0%，与去年“924”以及2023年初高点对应情绪接近。

其次，估值层面，1) 对40%的“含科”部分，经过近期港股的大涨和美股的大跌，二者绝对估值差距已经明显收敛，例如恒生科技18x动态P/E vs. 纳斯达克100 24x动态P/E，腾讯18x动态P/E vs. Meta 22x动态P/E。如果动态匹配盈利能力的话，估值则基本合理。例如，中国科技龙头流通市值占全部港股的28.9%，高于美国的26.6%，但中国科技龙头净利润占比为13.3%，低于美国的15.7%；另外，美国科技龙头的ROE和利润率普遍高于中国科技龙头，如果假设美国科技股整体动态PE（24.1x）与净利率（28.4%）基本匹配，那么中国科技股整体动态PE（17.6x）与净利率（13.2%）或也匹配甚至略有高估。2) 对于60%的“不含科”部分，较A股相对优势为5%。在缺乏财政大举发力的情形下，这部分更依赖宏观政策和整体经济杠杆修复的板块只能用红利思维估值，与AH溢价视角倒是更匹配（AH溢价其实并非一个刻画A股和港股整体差异的好视角，因为只覆盖145家AH两地上市公司，多数为国企和老经济）。本轮行情中，这部分虽然不是主线，但AH溢价依然从2月初145%回落至当前131%，也是得益于ETF流入的水涨船高。但考虑到港股通个人和公募投资者需要支付红利税（H股20%、红筹股最高28%），意味着AH溢价收敛至125%时（1/0.8），这部分投资者在A股与港股买分红资产就没有差异了。

二、行情能否扩散？40%的科技仍是主线，向余下60%扩散需政策大举发力为前提

本轮行情的本质是DeepSeek“破圈”对科技板块的重估，决定了恒指40%的“含科”部分仍是中长期主线。但当情绪计入充分且估值修复至合理位置后，市场焦点自然会转到未来盈利空间上，市场分歧加大，再往上也需要更强的催化剂（类似一个月前阿里巴巴资本开支大超预期）。近期一个有意思的现象是，随着业绩期的开启，很多龙头公司如腾讯、小米和小鹏等业绩超预期后反而下跌，说明一些资金借机获利了结。再加上腾讯的资本开支并没有大幅超出预期，直接导致业绩公布后万国数据与世纪互联等IDC龙头大跌。当前由情绪和预期

主导的“第一阶段”修复已经基本完成，如果后续盈利空间打开，可以出现此前英伟达“越涨估值越低”的情况，但这也是市场分歧最大的地方。

即便如此，40%的含科部分依然是主线，但这部分短期内还不足以解决余下60%对应的经济全部问题，因此要想行情扩散，仍需要总量宏观政策大举发力为前提。在本轮科技板块主导的行情中，另一个市场关注的问题是行情能否向剩下的60%扩散，例如泛消费、甚至周期品。在近期的生育补贴和其他消费政策的催化下，传统消费龙头股如白酒食品饮料和纺织服装大涨也让许多投资者一度充满期待。不过我们认为，本轮行情向除科技外其他板块大举扩散的概率较低，除非1)科技改变和解决了整体宏观去杠杆和收缩问题，带动全要素生产率的大幅修复；要么2)宏观总量政策配合加码，尤其大幅度的财政刺激和货币宽松。

第一点短期内并不现实，远水解不了近渴；第二点，当前资本市场和房地产的活跃是否反而可能使得政策“不急于”短期内加码发力需要观察，至少央行过去一段时间在货币政策上操作就体现了这一点（无论是停止购债，还是资金利率偏紧），且去年11-12月广义财政赤字同比变化也是放缓的。这背后的逻辑是，任何政策都是有“约束”和“成本”的，也就意味着政策大概率会在更为紧迫的时候加码发力。因此，未来一两个月的政策表态（如一季度政治局会议），以及高频的财政支出速度（领先经济一个季度左右）对于判断行情能否扩散甚至整体走势就尤为关键。

三、各路资金是怎么想的？南向是近期主力容易透支，外资长线短期增量不足

资金面上，港股整体盘子较小且更集中在龙头，这使得少部分资金对指数拉动效果更强。当然，这也导致想要给出精准的点位是很困难的，毕竟短期的资金博弈经常能够在几天之内导致5-10个点的起伏，甚至再创新高。但有一点是肯定的，当预期估值计入充分后和新催化剂出来前，不同资金的分歧一定会加大，直接导致了过去一个月的震荡。

本轮港股的资金主力：1)初期是海外对冲基金和过去几年在海外但主要投资美股的中资背景资金，这些资金行动快，也最容易从美股切换过来；2)

近期，尤其是3月以来，南向成为主力、甚至可能是绝对主力，证据是南向流入明显加速，但2月时反而一度流出。

海外资金方面，EPFR显示外资小幅流入，但规模明显小于“924”，以被动和交易资金为主，长线资金以亚太和新兴内部轮动为主。海外被动资金在此期间持续流入，目前已连续11周流入，但幅度远小于相比去年“924”行情。主动资金（long only为主）依然流出中国市场，其中亚太和新兴市场资金有流入，但这些资金目前已经标配甚至小幅超配，短期再增加仓位的意愿不足。相反，体量更大的欧美资金并未明显流入，更不是主导。这部分资金受包括地缘等因素的影响，短期大幅流入的可能性也较低，更多关注宏观整体情况和科技产业的盈利兑现，而不仅仅是预期（《[资金的“东升西落”？](#)》）。

南向资金方面，3月以来一举成为主力。近期南向资金流入明显加速，力度远超去年“924”，年初以来日均流入速度已经是去年的两倍以上（2024年全年8,079亿港元，日均34.7亿港元）。若维持当前速度，今年总量可能要接近两万亿港元，但可能性有限。我们在上周发布的《[南向流入还有多少空间？](#)》中做了详细测算，公募与保险等机构的“子弹”可能并没有想的那么多，而不好测算的个人和游资情绪和趋势驱动性很强，历史上也多次出现。虽然近些年南向资金随着成交和持股不断增加，定价权也不断提升，但面对可以借券的做空和供给可以无限的“闪电配售”（南向均无法参与），是不存在“绝对定价权”的。近期港股配售明显增加，3月刚过半，港股的配股就已经达到476亿港元，超过2021年1月高点时860亿港元的一半。随着市场降温，南向资金也明显趋弱。

四、接下来怎么看？低迷时积极介入，亢奋时适度获利；短期切向红利，科技仍是主线

整体上，我们维持结构上40%的“含科”部分仍是主线判断。我们此前提示，在这一位置去追的话，性价比不高。如果不愿意降仓位的话，也可以适度调整仓位到红利风格后，但科技仍是主线，可以待合适的位置和催化剂后再切换回来，实现波动的对冲。对于投资者来说，最重要无非是成本与仓位。由于对未来的假设和预期见仁见智，所以无非是用不同的成本去博弈自己相信的那个预期。如果持仓成本很低，短期的波动完全不足为虑，可以扛过去，但如果

成本是最近一个月刚加上来的，就会较为尴尬。仓位也是如此。

但从2024年初以来，**港股市场的积极变化是：1）有托底**，体现为底部不断抬升，如2024年初反弹、2024年五一地产政策放松反弹、2024年“924”行情，以及本轮科技行情，这说明政策是有效的；**2）有主线**，体现为科技行情。在本轮DeepSeek之前，各行业轮番轮动，除了避险主导的红利，几乎无法凝聚资金共识。这与**2021-2023年的既无托底也没主线的走势完全不同**。

如果把港股市场比作一个舞台，2021-2023年之前的舞台基础不牢靠经常“下陷”，且舞台上也没有一个“主角”；2024年以来，舞台的基础更为牢靠，市场底部不断抬升，更重要的是有了“主角”，因此在一个相对牢靠的舞台上，**更加聚焦作为主角的结构就是一个更好的策略**。但是，市场时不时预期舞台会整体升得更高，也有点过于亢奋了。所以应对这种底部不断抬升、但预期又容易亢奋透支的市场，最好的策略就是我们一直提示的，**低迷时积极介入，亢奋时适度获利**，如果不愿意降仓位可以选择在风格上做平衡，例如先从科技向红利切换，等调整合适后再切回来。

潜在风险与催化剂：1）3月底4月初业绩高峰期，建议投资者重点关注龙头股业绩，在个股层面可能存在获利需求；**2）4月2日关税政策**，尽管特朗普就任以来关税政策四面树敌，但实际落地的只有对中国加征的20%关税和部分钢铁关税，而对加拿大、墨西哥和欧盟的整体关税却一拖再拖。4月2日“301”调查对等关税是即将到来的重要节点，若对华关税激进抬升尤其是只针对中国加征关税，可能造成波动。相反，如果依然四面树敌，则美股可能承压，中国市场反而可以成为避风港；**3）国内政策进展**，如财政支出力度和4月政治局会议。年初以来房地产和资本市场活跃情况下，市场也担心后续政策发力的力度与速度可能转弱，关税尤其是4月政治局会议是重要观察窗口。

以上观点来自：2025年3月23日中金公司研究部已发布的《中国资产重估到哪一步了？》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 分析员 SAC 执证编号：S0080524010002 SFC CE Ref: BSV497

王牧遥 联系人 SAC 执证编号：S0080123060036

吴薇 分析员 SAC 执证编号：S0080524070001

专题聚焦

消费股有机会吗？

近期伴随消费领域政策红利及我国经济增长预期边际改善，消费板块关注度有所提升但行情波动仍大。我们认为结合目前宏观环境，对消费板块的整体配置可能仍处于偏左侧阶段，中短期（3-6月）或仍呈现为阶段性、结构性机会，建议关注细分景气行业；中期（6-12月）伴随稳增长政策进一步加码、有效需求回升，消费领域有望逐步迎来趋势性行情。具体而言：

消费政策密集落地，政策红利提升市场关注

顶层设计注重需求侧支持。两会期间《政府工作报告》强调将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”¹⁴列为今年工作任务的首位，提出“安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新”。“以旧换新”金额较去年的1500亿元翻了一倍，补贴的品类范围也有所扩大¹⁵，家电从“8+N”类增加到“12+N”类，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》¹⁶（以下简称《方案》）；3月17日，国家发改委等六部门相关负责人介绍上述方案出台相关情况。《方案》从居民增收、消费能力保障、服务消费提质惠民、大宗消费更新升级、消费品质提升、消费环境改善、限制措施清理优化以及完善消费支持等8个方面部署了30项重点任务，注重从需求侧拉动消费增长。各部门围绕促消费，今年以来出台了《加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》、《优化消费环境三年行动方案(2025—2027年)》、《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》等一系列政策。各地结合自身实际情况，也陆续推出了包括育儿补贴、消费券等具体措施，激发消费活力。

相关消费场景发展市场关注度提升。从政策效能来看，以旧换新等政策对家电、汽车等政策关联度较高的偏消费领域拉动效应较好，已显现回暖迹象。

¹⁴ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm

¹⁵ <https://www.yicai.com/video/102499988.html>

¹⁶ https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013808.htm

据商务部统计，自今年扩大“换新”补贴的品类范围以来，截至3月5日，超过940万名消费者购买12大类家电以旧换新产品超过1200万台，已有超过3400万名消费者申请了超过4200万件手机等数码产品购新补贴¹⁷。叠加地方消费券、社保优化等举措，部分消费环境正显现改善。总需求仍在提振过程中，政策继续加力背景下，有助于不断改善市场预期。近期如育儿经济、银发经济、冰雪经济等受益政策支持的相关消费场景和细分领域发展趋势及关注度有所提升。

资本市场角度，消费板块估值仍处于历史低位，风险偏好回稳过程中带来阶段性、结构性机会

消费板块估值仍处于历史偏低位，性价比凸显。截至2025年3月21日，万得消费大类指数PE（TTM）为12.4x，低于历史均值，处于2010年以来（下同）33%分位。具体来看，商贸零售、家用电器、美容护理、医药生物、纺织服装、食品饮料、农林牧渔和社会服务等消费类行业估值分别位于70%、50.4%、36.3%、24.2%、17.2%、15.2%、6.1%和4.7%分位。公司层面，白酒、乳制品、家电等细分领域的龙头公司的估值也处于历史较低水平，仍有修复空间。

资金面角度，外资若回流有望利好消费龙头。中金策略团队在近期发布的主题报告《[科技叙事、地缘重估与全球资本再布局](#)》中认为，“美国例外论”的打破与地缘重估叙事方向相对明确，全球资本再布局正在进行中。过去3年主动外资整体净流出中国；中国市场在全球主动基金的持仓占比由2021年初14.6%降至2024年最低的5%，连续两年相比被动基金低配约1个百分点。近期反弹过程中，对冲基金率先流入；部分外资“长钱”或正在进行配置再平衡，“长钱”回流仍有潜力。消费板块尤其是龙头公司作为外资传统持仓较多的领域，结合当前偏低估值，可能受益于外资回流带来的资金面支持。

整体行情可能尚待基本面继续改善，当前注重自下而上的结构性配置。从近期发布的经济数据来看，我国经济复苏仍偏温和。消费方面，1-2月社零同比增长4%，较去年12月增速改善0.3个百分点，从消费贷及小微客户违约的情况看，居民收入水平和消费能力仍有较大改善空间；投资方面，政策前置发力下，

¹⁷ https://news.cnr.cn/native/gd/20250322/t20250322_527109582.shtml

基建和制造业投资处于相对高位，但房地产投资同比降幅仍大，对地产链关联性较高的消费领域仍有影响；外需方面，出口不确定性提升，家电家居、纺织服装等海外收入占比相对较高的领域需关注外部环境影响。2月我国物价数据也略低于预期，显示经济内生动能尚待修复。当前消费相关政策仍在加码，例如专项行动方案的后续落实、生育补贴全国推广等。当前时点我们建议中短期（3-6月）关注消费领域的阶段性、结构性机会，自下而上的公司选择更为重要；中期（6-12月）伴随稳增长政策进一步加码、有效需求回升，消费领域有望逐步迎来趋势性行情。



以上观点来自：2025年3月23日中金公司研究部已发布的《消费股有机会吗？》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

朱嘉懿 分析员 SAC 执证编号：S0080525030003

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号：S0080124070034

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.3.24 图说中国宏观周报：关税影响开始显现
- 2025.3.25 海外宏观专题报告：特朗普政策解码：目标、逻辑与不确定性冲击
- 2025.3.25 中国宏观热点速评：春节扰动收入，关注财政前置——前2月财政收支数据点评
- 2025.3.26 中国宏观热点速评：较为克制的放量降价——MLF重启净投放点评
- 2025.3.28 海外宏观简评：特朗普“对等关税”前瞻
- 2025.3.28 中国宏观热点速评：营收压力仍在——2025年1-2月工业企业利润点评

固定收益

- 2025.3.24 信用债收益率跟踪周报：信用表现好于利率，信用利差全面收窄
- 2025.3.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.3.24 简评：亿纬锂能转债投资价值分析
- 2025.3.25 简评：机构持债力度整体增强，商业银行明显增持——2025年2月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.3.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.3.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.3.27 简评：太能转债投资价值分析
- 2025.3.28 固收+：股债混合型工具如何支持科技创新？
- 2025.3.29 中国利率策略周报：货币政策框架历史变迁及未来推演对债市影响

行业

- 2025.3.24 主题研究：1月江浙区域逆变器出口向好，2月受春节假期因素影响下滑
- 2025.3.24 REITs：公募REITs周报（3.17-3.21）：市场交易主线有所分化，关注年报增量信息
- 2025.3.24 电力电气设备：AI“探电”（六）：GTC大会观察——Power shelf向Power rack升级
- 2025.3.24 主题研究：光伏周谈 | 需求侧政策频出，看好浆料贱金属化大趋势（25年第12周）
- 2025.3.24 轻工日化：加热不燃烧：技术破壁创新，供应链机遇凸显
- 2025.3.25 不动产与空间服务：周评#431：新房销售同比持平，二手房仍增两成

- 2025.3.25 银行：从“资产荒”到“负债荒”——3月货币流动性跟踪
- 2025.3.25 科技硬件：AI进化论（10）：GTC2025，从Agentic AI到Robotic AI
- 2025.3.26 博彩及奢侈品：4Q24美高梅市场份额升幅最高
- 2025.3.26 机械：高端装备全球观系列04：本轮煤机周期有何不同？
- 2025.3.26 食品饮料：成都春季糖酒会调研反馈：行业平稳有亮点，符合预期
- 2025.3.26 科技硬件：AI进化论（11）：GTC 2025，超摩尔定律延续，CPO正式亮相
- 2025.3.27 电力电气设备：电新双周报：关注GTC大会上AI电源的power rack技术路线，电网投资景气上行
- 2025.3.28 化工：化工3月月报：油价震荡下行助力中游成本改善
- 2025.3.29 汽车及零部件：美国宣布将对进口汽车加征关税，欧美车企或中短期持续承压



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn