



2025年3月17日

海外避险交易持续发酵，国内资产定价重产业淡宏观

核心观点

- **美国经济：**一季度美国软数据（调研类指标）显著降温，特朗普上任来削减政府支出、关税扰动加剧令市场担忧美国将陷入“滞涨”，市场避险交易持续演绎，美股显著回调、美债利率大幅下行，一季度GDPNow因美国企业抢出口导致的贸易赤字回落至-2.4%，目前经济硬数据（非农、CPI）表明目前尚不能断言美国将陷入衰退，未来持续观察特朗普政府政策对实体经济的影响。欧元区方面，经济显著复苏，俄乌重建、欧洲财政扩张预期强烈，3月至今欧元兑美元升值近5%，欧债利率显著上行，后续观察欧洲财政扩张进度。目前全球制造业持续复苏，各国主要央行均处于降息周期，欧洲央行、美联储更加谨慎、节奏或较去年有所放缓。此外，日央行尚处于加息周期，3月关注春斗结果对其薪资通胀的传导，警惕其加息节奏对全球市场的冲击。
- **中国经济：**2月初以来AI突破点燃科技产业信心，国内资产宏观交易权重降低，“美国例外论”叙事被打破，权益市场聚焦于中国科技股重估。两会财政政策力度符合预期，2025年GDP增长目标5%左右、CPI涨幅2%左右、赤字率4%左右，产业层面消费与科技两手抓，侧重多元化供给促进消费、大模型应用端、智能终端设备制造，“稳住楼市、股市”首次被写进《政府工作报告》总要求。特朗普对华加征20%关税落地，年内出口远虑仍存；企业扩信用尚需时间，地产下行风险缓解、销售量企稳价格寻底，等待基本面拐点明确信号。随着一季度经济成色的显现，预计3月宏观交易权重将上升。
- **大类资产：**2月国内外大类资产走势分化，中国股市与全球债市表现较好，美元指数显著回落。国内市场方面，权益(+4.7%)>商品(-0.3%)>债券(-0.7%)>人民币(-0.8%)；海外方面，债券(+1.4%)>美元(-0.9%)>权益(-0.9%)>商品(-1.0%)。
- **风险因素：**国际地缘政治冲突超预期，国内经济复苏不及预期，海外央行货币政策超预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	9
二、大类资产表现	11
1、权益市场.....	12
2、债券市场.....	17
3、商品市场.....	19
4、外汇市场.....	21

图表目录

图表 1 特朗普政府的关税政策.....	6
图表 2 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）	7
图表 3 美国 GDP 环比增速及同比增速	7
图表 4 美国 GDP 环比贡献项	7
图表 5 美国 CPI 及核心 CPI.....	8
图表 6 美国 CPI 同比贡献分项.....	8
图表 7 美国非农就业人数及失业率.....	8
图表 8 美国 ISM 制造业分项指标	8
图表 9 美国联邦基金目标利率.....	8
图表 10 芝商所 FedWatch 工具	8
图表 11 中国经济指标单月同比增速概览	10
图表 12 工业增加值同比增速	10
图表 13 社会消费品零售总额	10
图表 14 M1-M2 增速剪刀差	10
图表 15 居民中长期贷款	10
图表 16 30 城商品房成交面积	11
图表 17 中国 GDP 同比及环比.....	11
图表 18 2025 年 2 月国内外大类资产收益率概览.....	12
图表 19 权益市场表现	13
图表 20 A 股成交额.....	14
图表 21 A 股换手率.....	14
图表 22 沪深 300 风险溢价.....	14
图表 23 中证 1000 风险溢价	14
图表 24 主要宽基指数市盈率（TTM）	15
图表 25 融资融券余额	15
图表 26 A 股年报预亏率.....	15
图表 27 一致预期净利润同比增速	15
图表 28 工业企业利润	15

图表 29 AH 股溢价率	16
图表 31 南向资金	16
图表 32 恒生指数换手率	16
图表 33 恒生指数与 10Y 美债收益率	17
图表 34 恒生指数与人民币汇率	17
图表 36 主要资金利率	18
图表 37 政府债发行与到期情况	18
图表 38 票据贴现利率	18
图表 39 国债收益率曲线	18
图表 40 国债期限利差	18
图表 41 伦敦金现与美元指数	19
图表 42 中国官方黄金储备	19
图表 43 国内外铜价走势	20
图表 44 LME 铜库存	20
图表 45 美国商业原油库存	21
图表 46 美国炼油厂产能利用率	21
图表 47 中美利差	22
图表 48 在岸、离岸人民币汇率	22
图表 49 美元指数	22
图表 50 花旗经济意外指数	22

一、宏观经济

1、海外

一季度软数据指向美国经济降温、引发避险交易，非农、CPI 硬数据尚未显著走弱。2 月下旬起美国一系列调研类的软数据大幅走弱，过去几个月处于高景气的服务业 PMI 在 2 月骤降至收缩区间、创下两年来新低 49.7，密歇根大学消费者信心指数从 12 月 74.0 的高位回落至 3 月 57.9，1 年通胀预期骤升至 4.9%，中长期通胀预期骤升至 3.9%、创下 1993 年来新高，特朗普上任来削减政府支出、关税扰动加剧令市场担忧美国将陷入“滞胀”，避险交易持续演绎，美股等风险资产持续下跌、10Y 美债利率从 2 月初 4.6% 的高位回落至 3 月初 4.1%。3 月以来随着非农就业数据尚可、CPI 略低于预期，市场避险交易缓解，GDPNow 模型显示一季度美国经济环比折年率骤降至 -2.4%（前值 2.3%），主要系关税政策逐渐加码下、美国企业抢进口造成大幅的贸易逆差所致。因此目前市场的担忧集中于政策面的预期、尚不能断言美国经济将陷入衰退，未来持续观察特朗普政府政策对实体经济的影响。

欧洲经济显著复苏，俄乌重建、欧洲财政扩张预期强烈，推动欧元升值。欧洲为 2025 年来预期差较大的经济体，其制造业景气从去年极低水平持续回暖，2 月下旬其俄乌停火有所进展，市场对俄乌重建预期升温。在特朗普外交政策不确定加剧下，3 月初欧洲提出了 8000 亿欧元“重新武装欧洲”计划；同时，德国候任总理默茨宣布将推动宪法修订，主要包括：①将国防支出（超过 GDP 的 1%）排除在债务刹车机制适用范围之外；②设立总额 5000 亿欧元的十年期基础设施专项基金；③将各州结构性财政赤字上限提高至 GDP 的 0.35%，该修正案将于 3 月 21 日在德国议会进行表决。3 月至今欧元兑美元升值近 5%，欧债利率显著上行。

全球制造业持续复苏，全球央行仍处于降息周期、节奏有所放缓。2025 年来各国制造业景气持续上行，美国 1-2 月制造业 PMI 录得 51.2、52.7 重回扩张区间；欧元区从去年 45.0 的中枢回暖至 47.6。新兴市场制造业总体处于扩张区间，其中印度与巴西尤为强劲，印度 2 月制造业 PMI 上行至 59.5，主要受益于内需的持续扩张和政府推行的“印度制造”计划；巴西 2 月制造业 PMI 上行至 53.0，主要受益于农业相关产业的强劲带动以及“巴西再工业化”支持；东盟国家整体呈轻微扩张态势。2024 年起全球主要央行进入降息周期，重心从抗通胀转向稳经济，2025 年至今全球主要央行仍处降息周期，而因特朗普关税政策引发的经济不确定下，欧洲央行、美联储更加谨慎、节奏或较去年有所放缓。此外，日央行尚处于加息周期，3 月关注春斗结果对其薪资通胀的传导，警惕其加息节奏对全球市场的冲击。

图表 1 特朗普政府的关税政策

目标	日期	受影响的进口额	适用税率	依据
加拿大	2月1日宣布；原定2月4日生效，但延迟30天；3月4日生效；3月5日和6日给予30天豁免	豁免期间最高达2530亿美元	非能源类25%；能源和钾肥类10%	IEEPA
墨西哥	2月1日宣布；原定2月4日生效，但延迟30天；3月4日生效；3月5日和6日给予30天豁免	豁免期间最高达2360亿美元	25%	IEEPA
中国	2月1日宣布；2月4日生效；3月4日提高税率	4300亿美元	初始10%；后提高至20%	IEEPA
欧盟	2月26日宣布	5980亿美元	25%	/
钢铁和铝	2月10日宣布；3月12日生效	取消钢铁豁免290亿美元；取消铝豁免120亿美元；扩大衍生品范围至440亿美元（涵盖第73章和第76章）；以及涉及额外1000亿美元的金属相关产品。	25%	Section232
汽车	2月12日宣布；4月2日生效	汽车2240亿美元；汽车零部件830亿美元	25%	/
铜	2月25日启动调查；11月22日提交报告	170亿美元	/	Section232
对等关税	2月13日宣布；4月1日提交建议	/	/	/
半导体和制药	1月27日宣布；2月18日确定税率；生效日期未知	/	25%以上	/
木材、木制品及衍生品	3月1日宣布；11月26日提交报告	木材及木制品229亿美元	/	Section232
农产品	3月3日宣布；4月2日生效	/	/	/

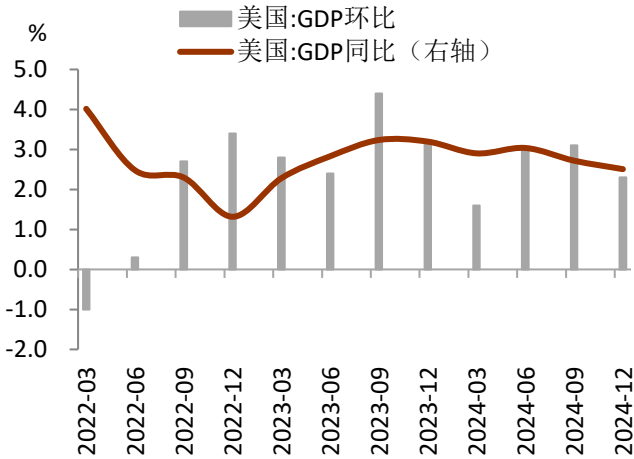
资料来源：Tax Foundation，铜冠金源期货

图表 2 全球主要国家制造业 PMI (标普口径)

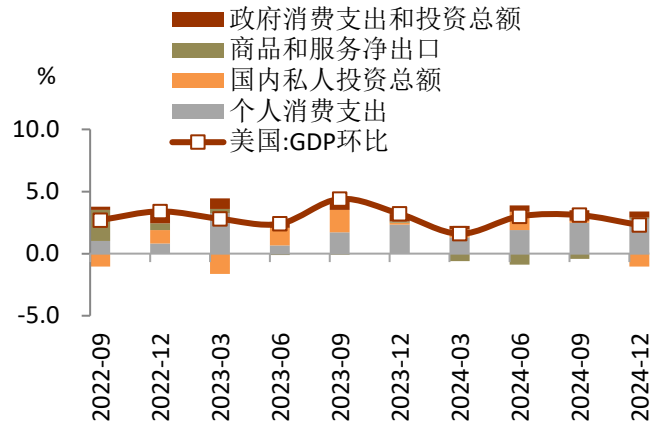
国家	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
美国	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6	51.3	50.0	51.9
欧元区	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8	45.8	45.8	47.3	45.7	46.1
德国	46.5	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6	42.4	43.2	43.5	45.4	42.5	41.9
法国	45.8	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44.0	45.3	46.4	45.3	46.2
英国	46.9	48.3	47.0	48.0	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9	51.2	49.1	50.3
希腊	52.6	52.8	53.2	50.9	51.2	50.3	52.9	53.2	54.0	54.9	55.2	56.9
意大利	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.7	45.6	47.3	50.4
日本	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0	50.4	49.6	48.2
韩国	49.9	50.3	49.0	50.6	48.3	48.3	51.9	51.4	52.0	51.6	49.4	49.8
中国台湾	54.0	48.7	50.8	51.4	50.0	49.2	53.6	52.2	53.7	55.4	49.4	47.9
东盟	51.5	50.4	50.7	50.8	50.5	50.5	51.1	51.6	51.7	51.7	51.0	51.5
越南	49.2	48.9	49.8	50.8	51.2	47.3	52.4	54.7	54.7	50.3	50.3	49.9
泰国	50.6	49.6	51.4	50.2	50.0	50.4	52.0	52.8	51.7	50.3	48.6	49.1
印尼	53.6	51.9	51.2	49.6	49.2	49.2	48.9	49.3	50.7	52.1	52.9	54.2
马来西亚	49.7	48.7	48.6	49.2	49.5	49.5	49.7	49.7	49.9	50.2	49.0	48.4
印度	59.5	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5	58.1	58.3	57.5	58.8	59.1
巴西	53.0	50.7	50.4	52.3	52.9	53.2	50.4	54.0	52.5	52.1	55.9	53.6
墨西哥	47.6	49.1	49.8	49.9	48.4	47.3	48.5	49.6	51.1	51.2	51.0	52.2
俄罗斯	50.2	53.1	50.8	51.3	50.6	49.5	52.1	53.6	54.9	54.4	54.3	55.7
南非	46.0	42.5	45.1	55.8	55.7	53.3	44.4	49.0	43.2	44.8	49.1	50.3

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 美国 GDP 环比增速及同比增速

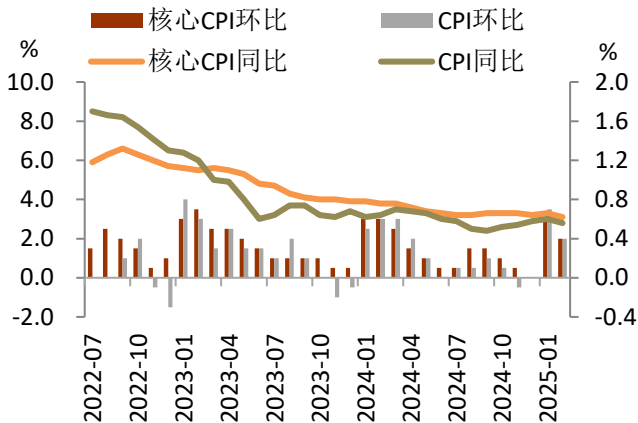


图表 4 美国 GDP 环比贡献项

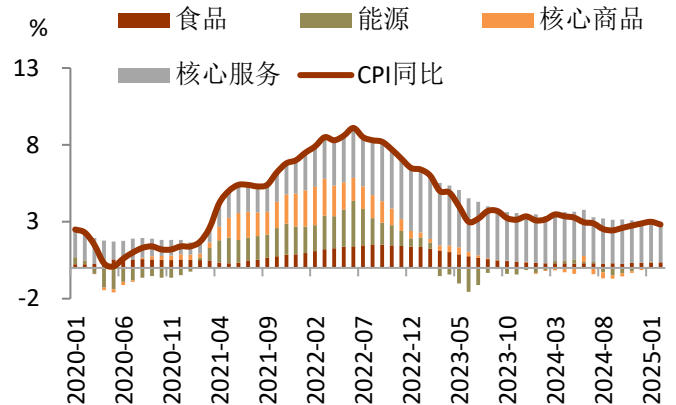


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 美国 CPI 及核心 CPI

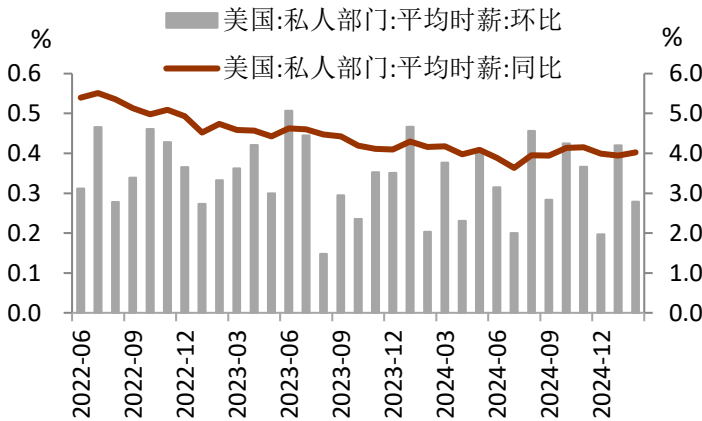


图表 6 美国 CPI 同比贡献分项

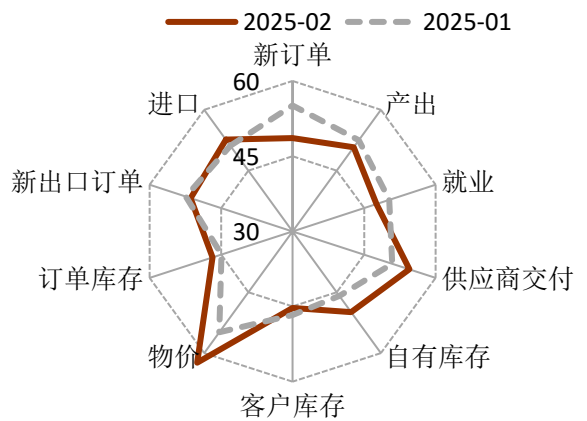


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 美国非农就业人数及失业率

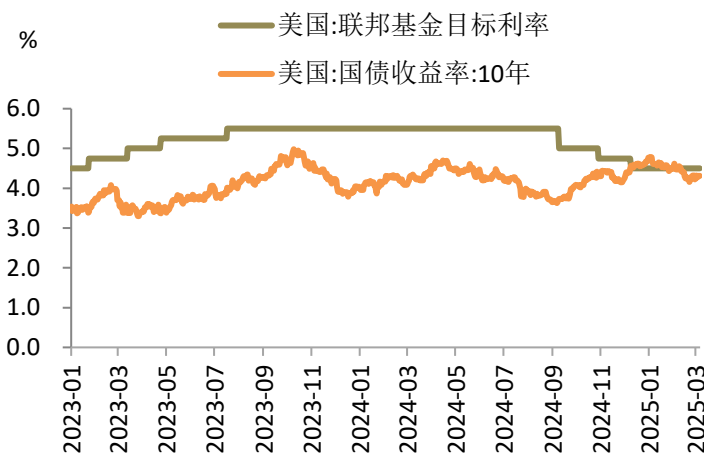


图表 8 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国联邦基金目标利率



图表 10 芝商所 FedWatch 工具

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	27.7%	71.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.0%	57.7%	22.9%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.9%	32.6%	45.5%	14.8%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.2%	22.4%	40.3%	27.1%	5.9%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.6%	27.7%	36.4%	20.7%	4.2%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	16.7%	31.1%	30.3%	14.3%	2.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.1%	1.0%	5.9%	18.3%	31.0%	28.5%	13.0%	2.3%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.3%	2.0%	8.6%	21.0%	30.5%	25.1%	10.7%	1.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.6%	9.6%	21.8%	30.0%	23.9%	9.9%	1.6%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.6%	3.1%	10.6%	22.5%	29.6%	22.9%	9.3%	1.5%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.7%	3.4%	11.1%	22.8%	29.3%	22.3%	8.9%	1.4%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.7%	11.4%	23.0%	29.1%	21.9%	8.7%	1.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.4%	10.7%	21.9%	28.5%	22.5%	9.9%	2.0%	0.1%
2026/12/9	0.6%	3.1%	9.8%	20.5%	27.7%	23.3%	11.5%	3.0%	0.4%	0.0%

资料来源: iFinD, CME FedWatch, 铜冠金源期货

2、中国

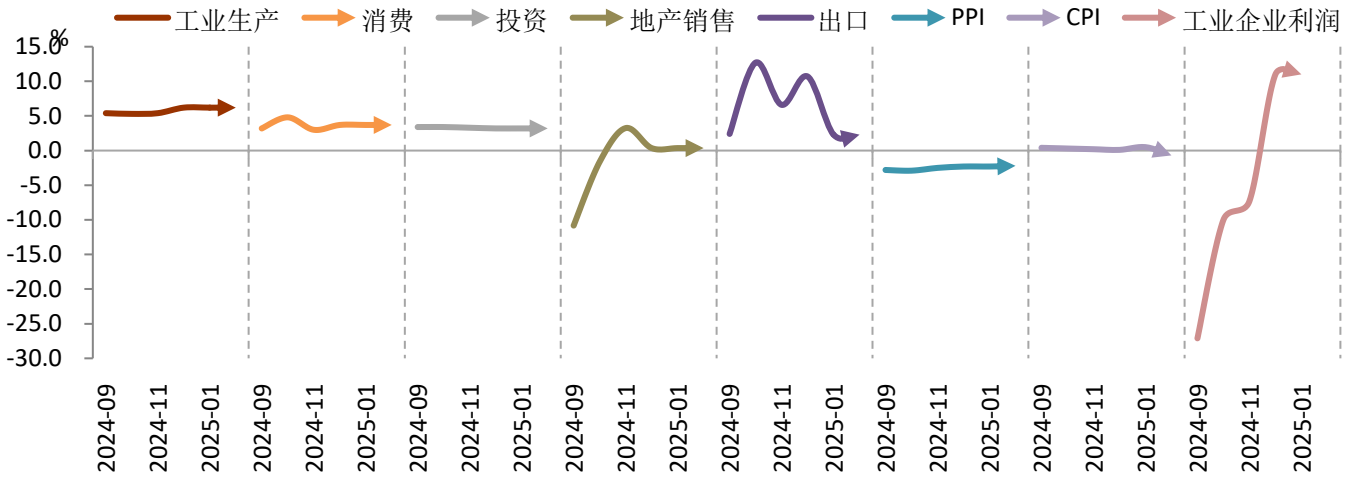
AI 突破点燃科技产业信心，宏观交易权重降低。1 月末中国 AI 模型 Deepseek 以“开源、低成本、高性能”引发全球关注，提振市场对中国 AI 产业链加速发展的信心，“美国例外论”叙事被打破，权益市场聚焦于中国科技股重估。2 月 17 日民营企业座谈会召开，出席企业家主要聚焦于“新质生产力”领域，发言企业依次为华为（通信）、（比亚迪）新能源、（新希望）农业、（韦尔股份）半导体、（宇树科技）机器人、（小米）智能硬件。在宏观数据、政策的真空期，国内科技产业突破及政策支持成为市场主线。

两会财政政策力度符合预期，产业上侧重消费、科技。2025 年经济工作目标披露，总体符合市场此前预期，GDP 增长目标 5%左右，CPI 涨幅 2%左右，赤字率 4%左右，特别国债额度上略不及部分市场预期（两新两重 1.3 万亿、银行注资 5000 亿）；货币政策定调宽松，注重结构大于总量，预计近期将迎来降准；产业层面消费与科技两手抓，侧重多元化供给促进消费、大模型应用端、智能终端设备制造。此外，“稳住楼市、股市”首次被写进《政府工作报告》总要求。

特朗普对华加征 20%关税落地，年内出口远虑仍存。特朗普对华关税政策力度并未如市场先前预期的过于激进（加征 60%），2 月 4 日 10%加征关税生效，3 月 4 日再加征 10%落地，目前累计加征 20%，4 月初美国将根据第一阶段经贸协议执行情况的评估结果，再决定是否对中国额外加征关税。1-2 月出口同比录得 2.3%，弱于预期 5.9%，2025 年春节较为前置、2024 年闰年的基数扰动对出口读数有所拖累。其中，对美出口同比录得 2.3%，弱于去年全年 4.9%的水平，或因去年年末抢出口透支部分份额。

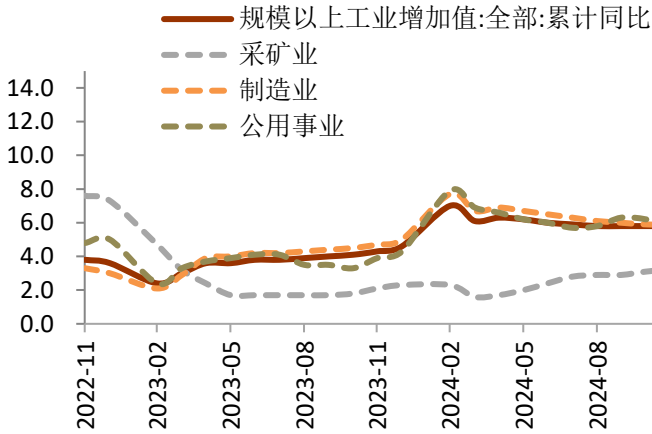
企业扩信用尚需时间，地产下行风险缓解、销售量企稳价格寻底，等待基本面拐点明确信号。2 月金融数据在 1 月开门红后，延续去年“总量尚可、结构偏弱”的格局，政府债支撑社融同比多增，企业中长贷重回负增态势，表征企业信心企稳尚需时间；居民部门中长贷需求有所降温，或因年初春节效应、四季度政策脉冲效应减弱共振，作为旧动能的地产在开年来呈现“量稳价跌”格局。

图表 11 中国经济指标单月同比增速概览

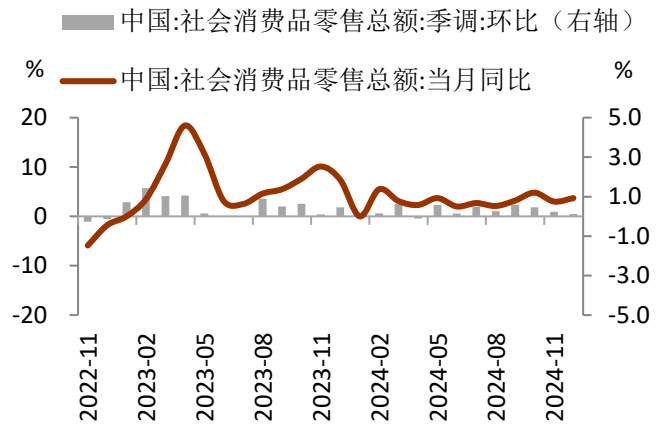


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (出口、PPI、CPI 截至 2 月, 其余截至 12 月)

图表 12 工业增加值同比增速

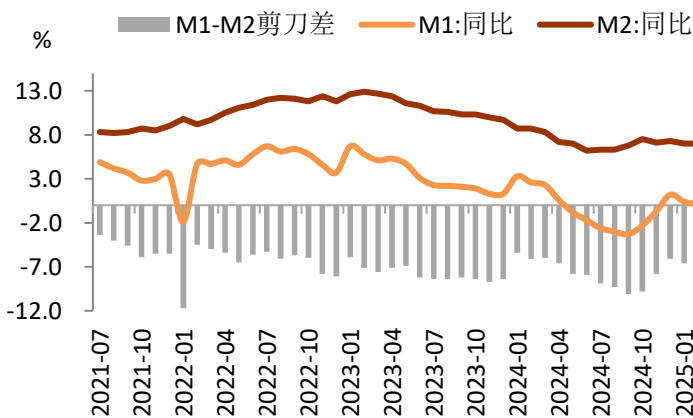


图表 13 社会消费品零售总额

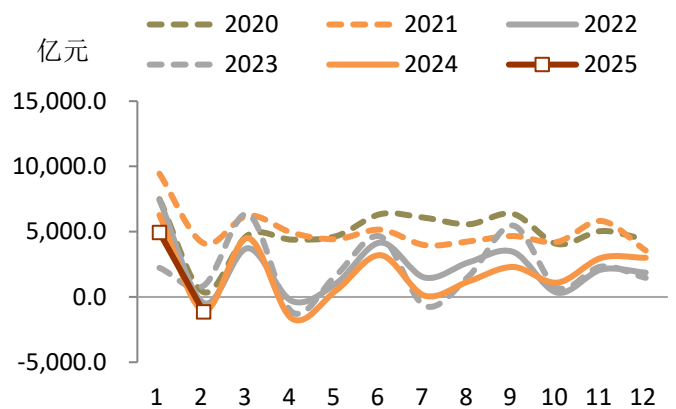


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 M1-M2 增速剪刀差

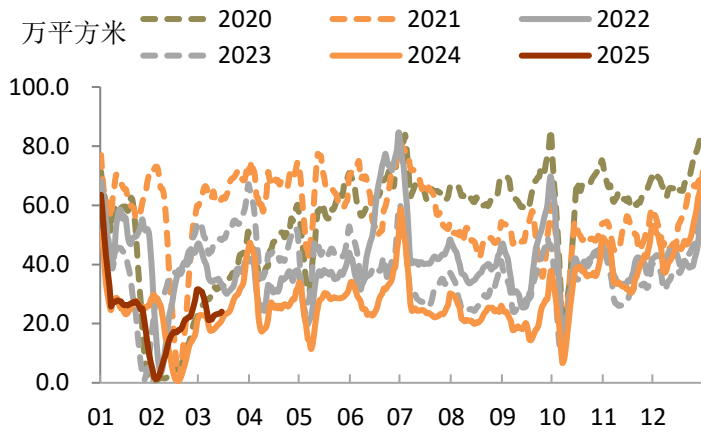


图表 15 居民中长期贷款

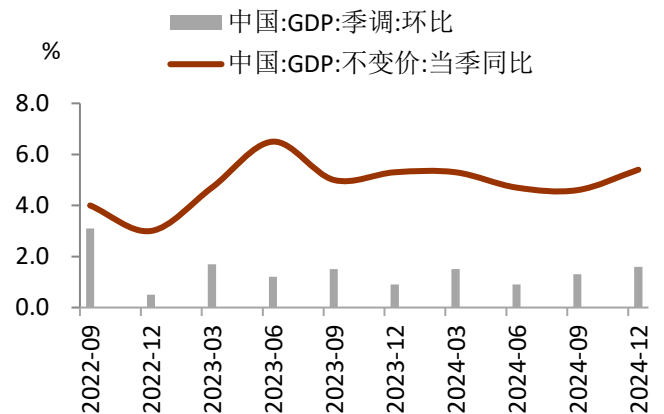


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 30 城商品房成交面积



图表 17 中国 GDP 同比及环比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

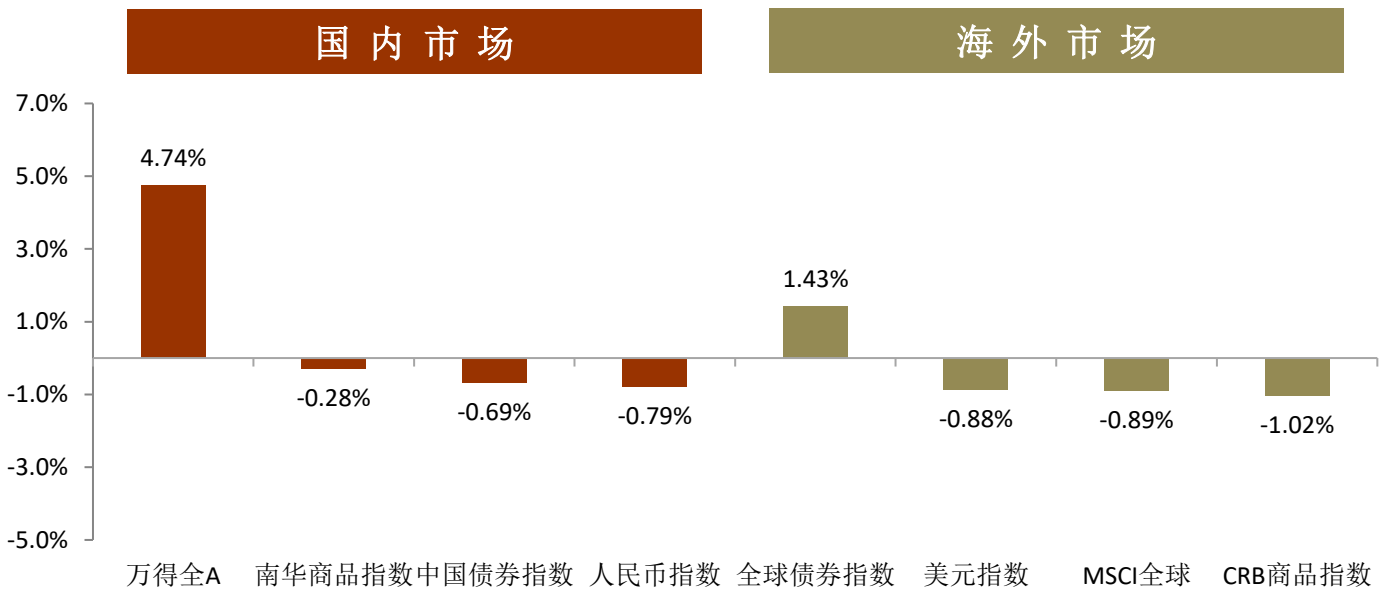
二、大类资产表现

2025 年 2 月，国内外大类资产走势分化，中国股市及全球债市表现较好，国内外商品均收跌，美元指数及人民币指数均有所下行。

国内市场方面，**权益(+4.74%)>商品(-0.28%)>债券(-0.69%)>人民币(-0.79%)**。**A 股** 2 月收益率录得 4.74%，两市日均成交额较 1 月大幅回升 52.6%至 1.8 万亿元，Deepseek 点燃中国科技重估行情，北证 50、科创 50、中证 1000 等成长板块领涨；**南华商品指数** 2 月收益率录得-0.28%，各板块有所分化，贵金属(+3.17%)>农产品(+2.23%)>有色(+1.53%)>工业品(-1.60%)>黑色(-2.42%)>能化(-2.66%)；**中国债券综合指数** (Bloomberg) 2 月收益率录得-0.69%，1 月资金面紧张格局并未在 2 月有效缓解，叠加股市带动市场风偏改善，长短债利率在 2 月均趋势上行；**人民币指数** (CFETS) 2 月收益率录得-0.79%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币继续转弱，在岸美元兑人民币贬值 0.26%至 7.28，离岸美元兑人民币贬值 0.02%至 7.29。

海外市场方面，**债券(+1.43%)>美元(-0.88%)>权益(-0.89%)>商品(-1.02%)**。**全球债券综合指数** (Bloomberg) 2 月收益率录得 1.43%，其中美国录得 2.2%，新兴市场录得 1.6%，欧洲录得 0.68%；**美元指数** 2 月涨跌幅录得-0.88%，近期美国经济降温线索增多、欧日经济基本面相对美国走强驱动美元指数下行，同时特朗普关税反复带来的避险情绪扰动节奏；**MSCI 全球指数** 2 月收益率录得-0.89%，德法股市延续较为强劲表现，美股在月末出现连续调整，日本、印度股市跌幅超 5%；**CRB 商品指数** 2 月收益率录得-1.02%，金属、工业品、家畜板块分别收涨 5%、2.2%、1.59%，食品、纺织品、油脂板块分别收跌-4.29%、-0.69%、-0.51%。

图表 18 2025 年 2 月国内外大类资产收益率概览







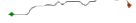


















资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2025 年 2 月，全球权益市场显著分化，其中港股 > A 股 > 海外。**国内方面**，A 股 2 月收涨 4.74%，其中沪深 300 收涨 1.91%、中证 1000 收涨 7.26%，科创 50 收涨 12.95%，北证 50 收涨 23.53%，两市成交量中枢从 1 月的 1.2 万亿回升至 1.8 万亿，春节后市场风险偏好打开，科技、成长板块带动大盘趋势上行。**港股方面**，2 月恒生指数收涨 13.43%，恒生科技收涨 17.88%，科技重估叙事叠加美债利率趋势下行，港股弹性优于 A 股。**海外方面**，欧洲股市在基本面转暖下上涨，美国、印度、日本收跌。

图表 19 权益市场表现

	指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	
A股	万得全A	5137.97		4.74	2.45	
	上证指数	3320.90		2.16	-1.04	
	深圳成指	10611.24		4.48	2.26	
	创业板指	2170.39		5.16	2.56	
	上证50	2638.96		2.14	-2.10	
	沪深300	3890.05		1.91	-1.18	
	中证500	5859.87		4.84	2.80	
	中证1000	6270.42		7.26	5.30	
	中证2000	2542.85		9.47	8.49	
	科创50	1078.80		12.95	7.42	
	北证50	1306.98		23.53	28.80	
	港股	恒生指数	22941.32		13.43	14.69
		恒生科技	5568.14		17.88	23.90
恒生中国企业指数		8417.43		14.02	15.50	
海外	道琼斯工业指数	43840.91		-1.58	3.05	
	纳斯达克指数	18847.28		-3.97	-2.40	
	标普500	5954.50		-1.42	1.24	
	英国富时100	8809.74		1.57	7.79	
	法国CAC40	8111.63		2.03	9.90	
	德国DAX	22551.43		3.77	13.27	
	日经225	37155.50		-6.11	-5.29	
	韩国综指	2532.78		0.61	5.55	
	印度SENSEX30	73198.10		-5.55	-6.32	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A股

2月A股主要宽基指数均收涨，两市成交额中枢在1.8万亿，北证50、科创50、中证2000为代表的科技成长涨幅领先，红利风格、上证50代表的价值大票涨幅较弱。

无视分子端利空，风险偏好驱动股市大涨。从分子端看，1月上市公司公布的2024年年报预亏率达65%，为近几年最高；PPI偏弱环境下，上市公司盈利仍然承压，关注3月末年报集中公布。从分母端看，年初来降准、降息预期落空，资金面偏紧未显著缓解，国债收益率走高；海外流动性边际宽松，2月10Y美债利率从4.5%回落至4.25%。在分子端、分母端无显著利好的背景下，市场风险偏好受到科技产业预期带动大幅提升。

量能转强，市场情绪显著转暖。从成交额看，2月份沪深两市日均成交额为18402亿元，较1月份增加6347亿元，在。从换手率看，2月两市换手率均值为1.15，从1月0.91的低位回升，AI模型及机器人催化带动下，投资者情绪升温。

风险溢价回落，小票更具性价比。2月上证50的风险溢价从7.68%回落至7.57%，沪深300的风险溢价从6.41%回落至6.24%，中证500的风险溢价从2.05%回落至1.80%，中证1000的风险溢价从1.15%回落至0.88%，综合而言中证1000在现阶段依旧更具性价比。

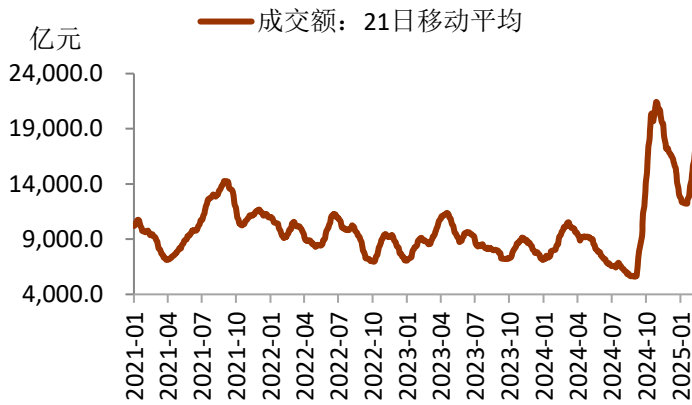
宽基指数估值均上修，中证1000弹性更佳。从估值端看，2月万得全A市盈率从18.01倍回升至18.63倍（3.43%），上证50市盈率从10.74倍回升至10.75倍（0.11%），沪深300市盈率从12.44倍回升至12.55倍（0.91%），中证500市盈率从27.16倍回升至28.31

倍(4.22%)，中证 1000 市盈率从 35.89 倍回升至 38.31 倍(6.75%)。

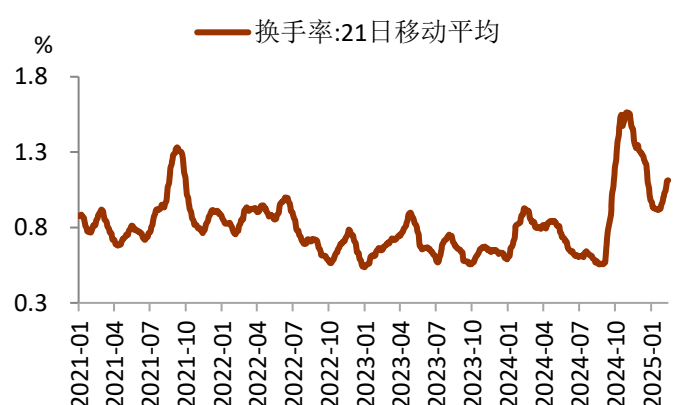
两融创下新高，外资转向流入。从杠杆资金端看，2 月末两融余额为 17739.37 亿元，较 1 月末增加 1243.2 亿元，并创下 9 月 24 日来新高。从外资端看，根据 EPFR 资金流向显示，2 月海外主动型基金仍在流出、速度较 1 月放缓，而被动资金流入加速；随着国内科技催化的持续演绎、海外股市赚钱效应弱化，预计一季度外资对中国股市再平衡仍将延续。

一季度盈利预期再下修，3 月步入 2024 年报窗口期。从盈利端看，一季度 A 股盈利尚在探底，2 月末万得全 A 一致预期净利润同比增速从 1 月末 7.79% 下修至 5.87%，上证 50 从 8.28% 上修至 8.66%，沪深 300 从 7.31% 下修至 6.49%，中证 500 从 6.89% 下修至 3.46%，中证 1000 从 14.84% 下修至 7.19%，中证 2000 从 1.75% 下修至 -5.46%。3 月步入 2024 年年报窗口期，市场对于业绩兑现关注度或将提高。

图表 20 A 股成交额

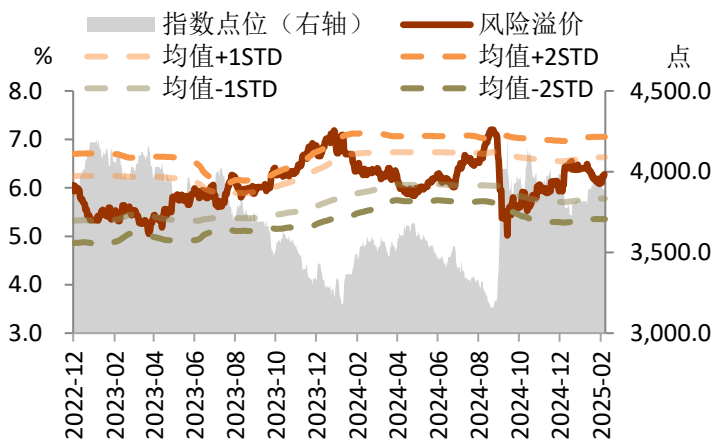


图表 21 A 股换手率

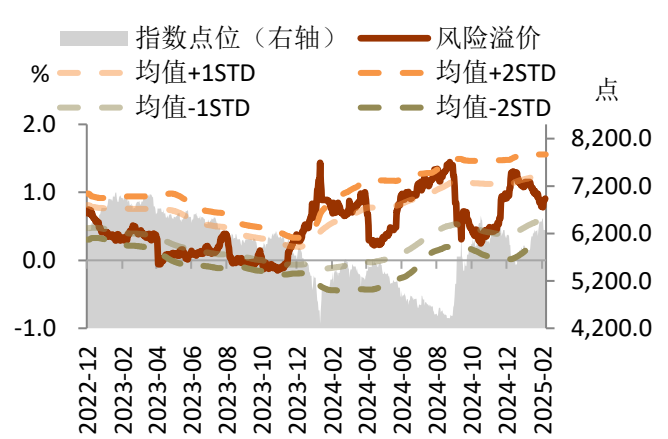


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 沪深 300 风险溢价

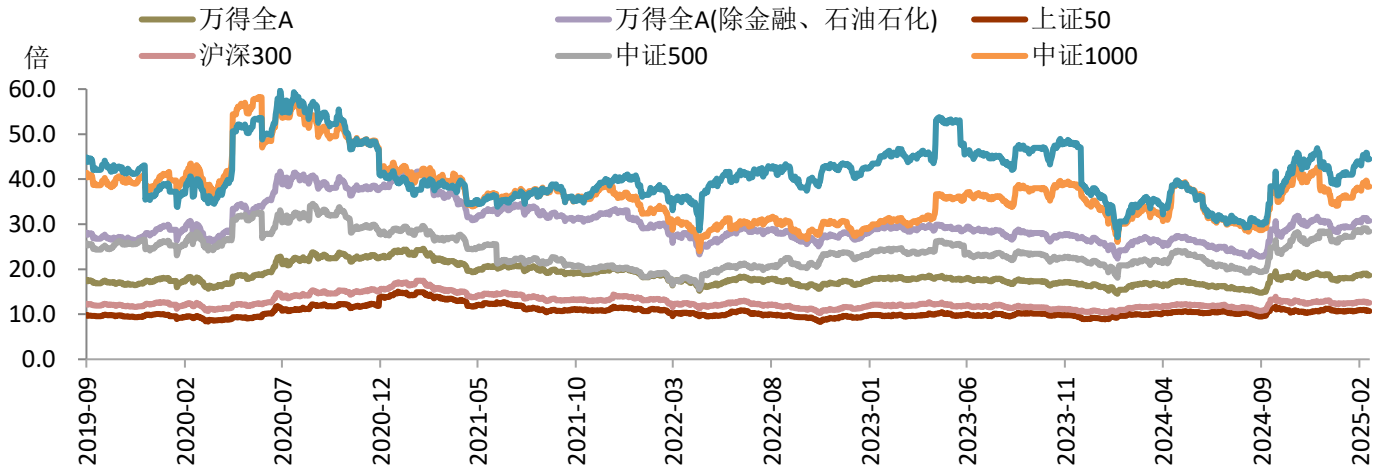


图表 23 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 24 主要宽基指数市盈率 (TTM)



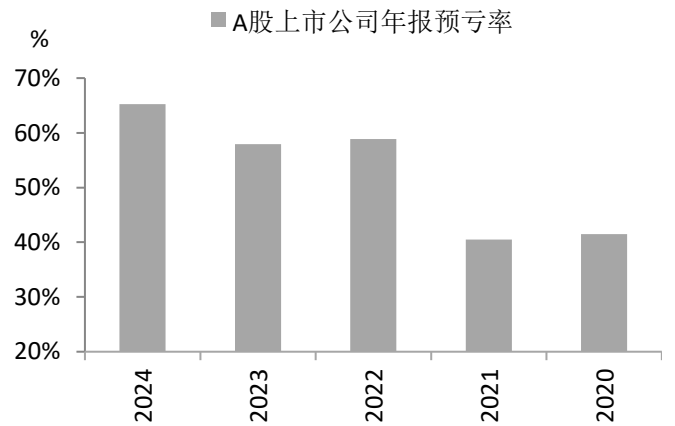
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 融资融券余额

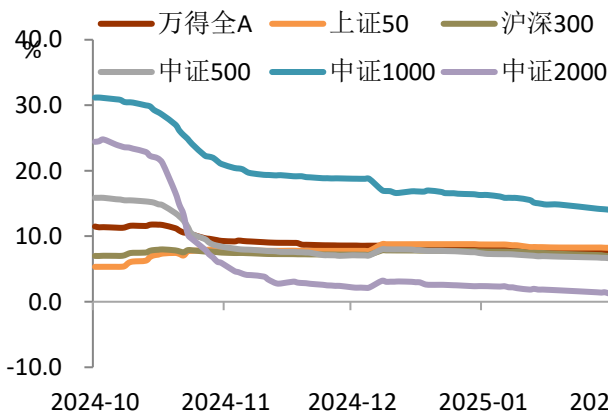


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

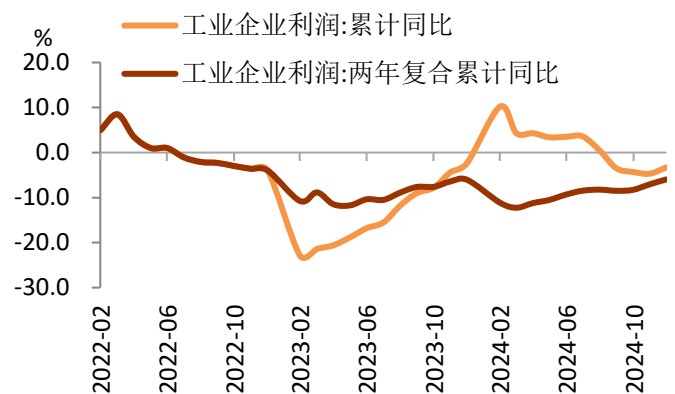
图表 26 A 股年报预亏率



图表 27 一致预期净利润同比增速



图表 28 工业企业利润



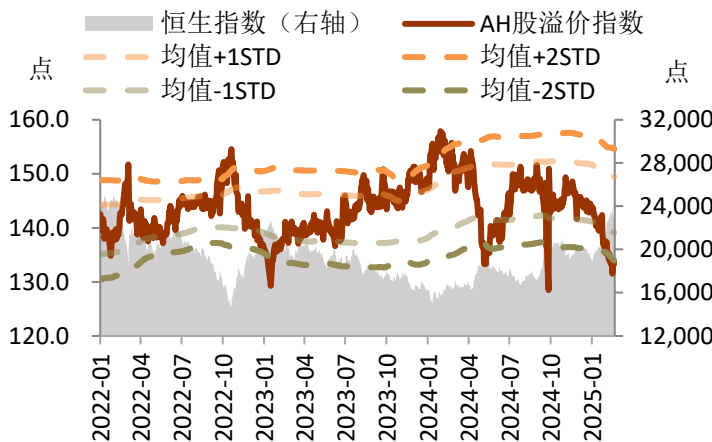
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.2 港股

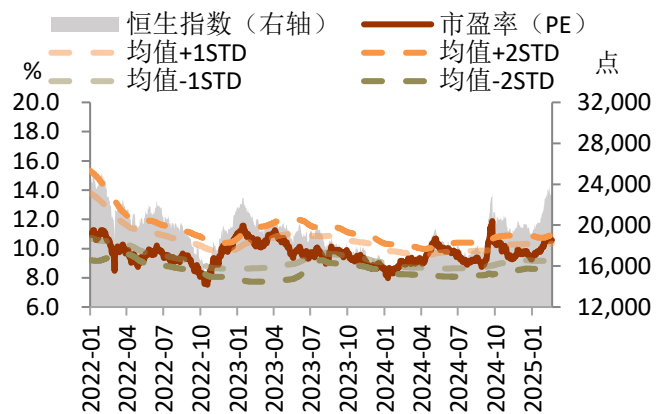
2月港股强势上涨。港股在2月表现好于国内A股，AI产品催化、互联网大厂资本支出超预期、美债利率高位回落等因素共同驱动港股延续1月反弹行情，在2月持续上涨，恒生指数涨幅超13.4%，恒生科技涨幅超17.8%。DeepSeek等中国科技力量的崛起引发港股科技股价值重估，风偏抬升与分母端宽松支撑港股修复，吸引了内外资金共同流入。

估值上修，南向流入加速，市场成交升温。恒生指数的市盈率(P/E)在2月末为10.53倍，1月末为9.79倍；南向资金流入势头加速，在2月实现净流入1430.37亿元，创下2021年1月来的历史新高。同时，恒生指数的换手率在2月份持续上行，市场交易活跃度进一步降温。

图表 29 AH 股溢价率



图表 30 恒生指数市盈率

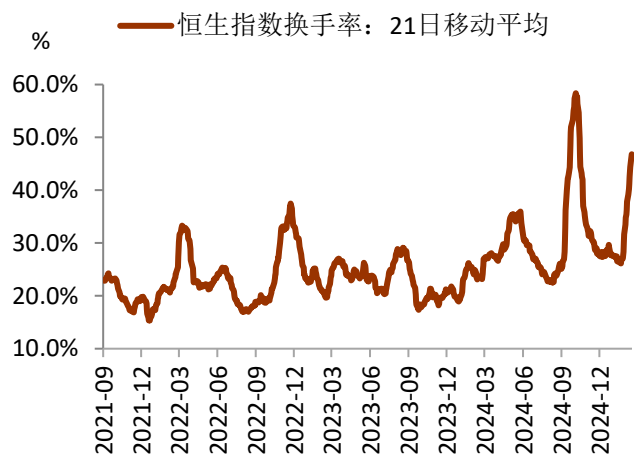


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 南向资金

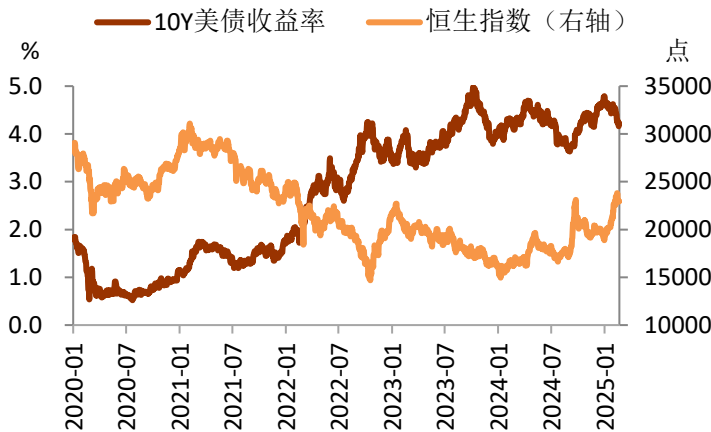


图表 32 恒生指数换手率

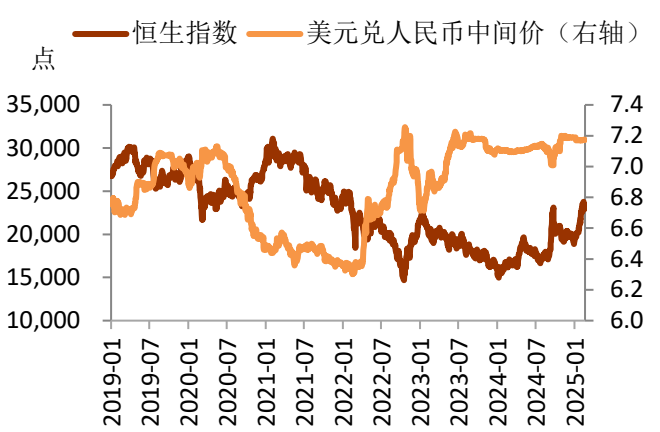


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 33 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 34 恒生指数与人民币汇率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

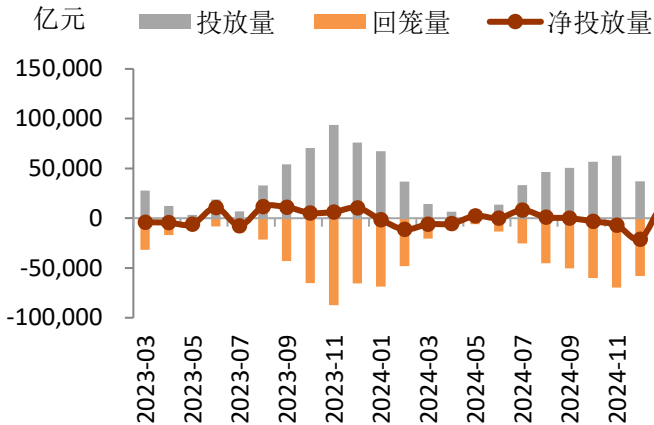
2、债券市场

央行转向净投放，资金价格冲高回落，利率中枢下行。资金供给方面，2月央行公开市场净回笼 10,773 亿元，较 1 月显著转紧，其中逆回购投放 53,858 亿元、到期 63,531 亿元，MLF 投放 3,000 亿元、到期 5,000 亿元，国库现金定存投放 900 亿元、到期 0 亿元。**资金价格方面**，资金面先紧后松，R001 较 1 月末上行 24.48BP 至 1.98%，DR001 较 1 月末上行 15.15BP 至 1.86%；R007 较 1 月末上行 27.05BP 至 2.14%，高于政策利率（7 天逆回购利率 1.5%）33.57BP；DR007 较 1 月末上行 26.33BP 至 2.13%，高于政策利率 32.62BP。**资金需求方面**，2 月政府净融资 16,689 亿元，较 1 月增加 10,126 亿元，较去年同期增加 10,197 亿元，2 月国债及地方债券发行节奏加快；**票据贴现利率** 2 月均值为 1.15%，较 1 月下行 25BP，处于历年 2 月的低位，指向信贷需求或依旧偏弱。

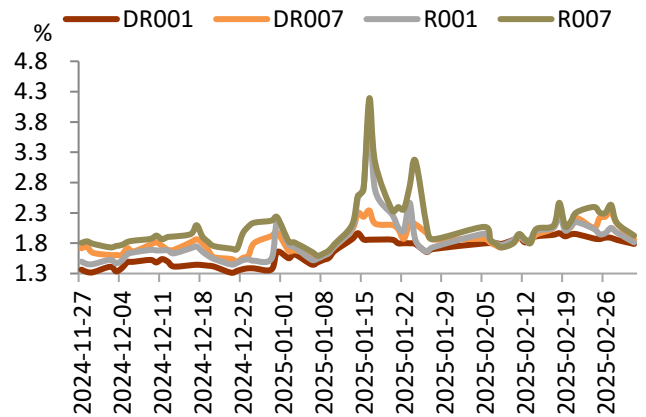
各期限国债利率走高，曲线整体走平。2 月末，2 年期国债收益率为 1.43%，较 1 月末上行 17.46BP；10 年期国债收益率为 1.73%，较 1 月末上行 9.59BP；30 年期国债收益率为 1.90%，较 1 月末上行 3.25BP。10Y-2Y 期限利差为 0.30%，较 1 月末收窄 7.87BP；30Y-10Y 期限利差为 0.17%，较 1 月末收窄 6.34BP。

宽松预期落空、市场风偏改善、资金持续偏紧，2 月债市显著回调。2 月春节后资金面转松，10Y 利率短暂下破 1.6% 关口；随着市场对 2 月降准降息预期的落空、资金面重回收敛、科技股重估提振市场风险偏好，利率曲线呈现“熊平”，10Y 利率在 2 月 21 日上破 1.7% 关口。下旬起债市在股票动能减弱、资金面转松、特朗普关税政策扰动中震荡。**往后看，1-2 月资金面偏紧给债市带来的压制将逐渐缓解，但央行维持资金偏贵的态度仍牵制市场；基本面来看，AI 带动的供给侧投资加码提振市场预期，但经济数据呈现的现实依旧偏弱，长债仍具备逢低配置的价值。**

图表 35 货币市场公开操作

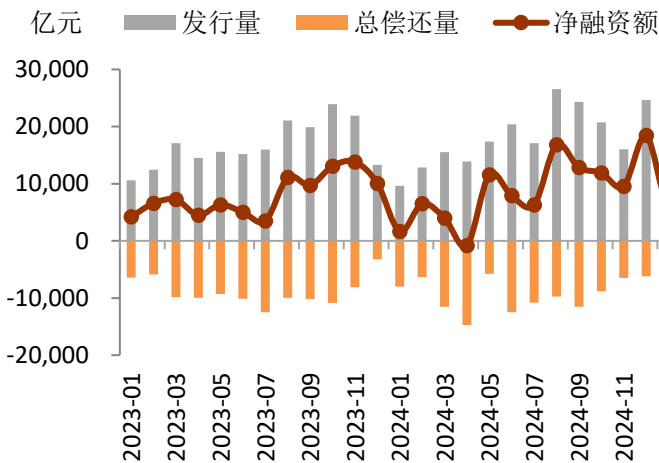


图表 36 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 政府债发行与到期情况

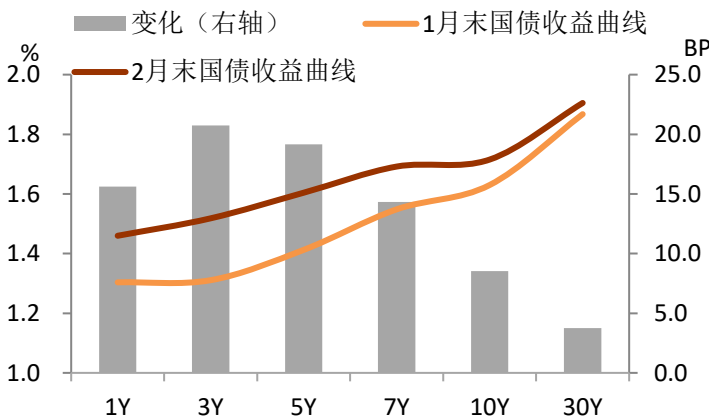


图表 38 票据贴现利率

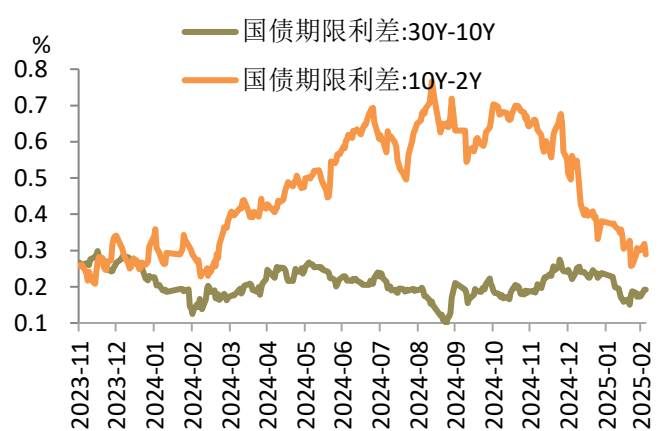


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 国债收益率曲线



图表 40 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

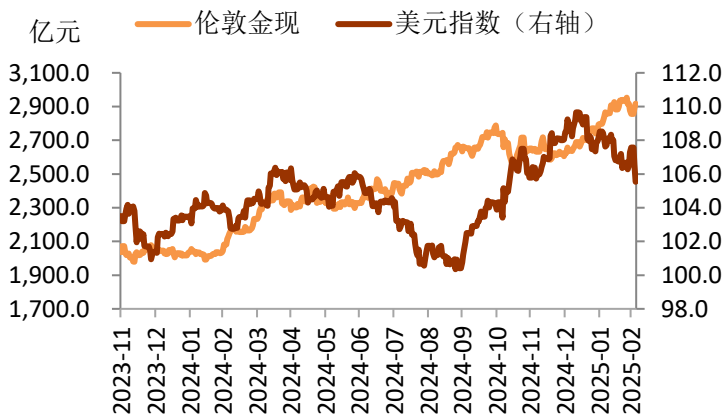
3、商品市场

3.1 黄金

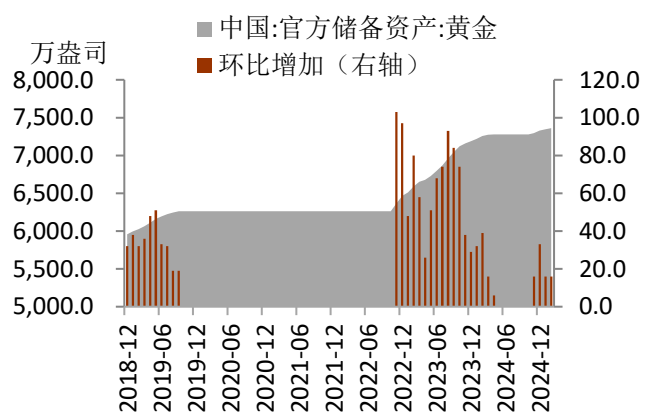
特朗普关税政策放大黄金避险属性，2月创下新高后动能减弱。2月末，伦敦金现收于2856.99美元/盎司，月涨幅2.1%，期间创下2956.15美元历史新高；沪金收于672.12元/克，月涨幅3.58%，因春节休市内盘涨幅大于外盘。

(1) “特朗普关税政策”不确定性持续演绎，避险情绪推升金价。2月起特朗普针对各个国家、各个品类的关税政策逐渐加码，相关国家纷纷出台反制措施，全球贸易紧张局势升温，黄金的避险属性持续被定价。(2) 美国经济相对欧日降温，美元指数、美债利率回落对金价支撑作用减弱。2月起美国一系列软数据连续弱于预期，此前处于高位的服务业PMI降温，消费者信心指数大幅回落，密歇根大学通胀预期创下近30年新高。与此同时，欧洲日本的经济数据边际好转，欧洲财政扩张、加大基建支出预期发酵，日央行加息预期升温，带动美元指数（58%欧元、14%日元）快速走弱。10Y美债利率从2月高点4.66%回落至4.24%，然而2月下旬起市场对美国经济衰退担忧加剧，避险交易同样带动处于高位的金价回调。(3) 展望后市，警惕避险交易带来的流动性冲击，金价再创新高仍有望。特朗普第二任期内关税政策更加灵活多变，强目的性体现其商人本色，不确定性上升拉长关税博弈战线，更易对金价产生正面支撑。后续需要关注美国衰退预期交易能否暂缓，强避险交易引发的资产抛售同样会波及处于高位的黄金。中长期看，逆全球化的趋势将进一步延续，“去美元化”的进程也在不断深化，目前新兴国家央行仍在增持黄金，作为非主权货币的黄金将持续受到青睐。

图表 41 伦敦金现与美元指数



图表 42 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

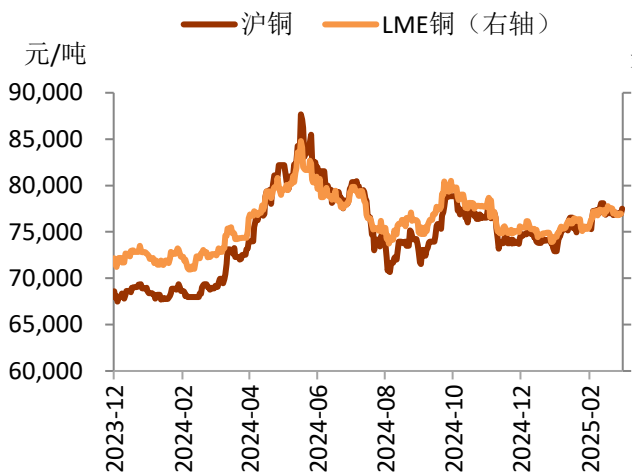
全球制造业回暖，基本面供需偏紧，关税预期浓厚，铜价震荡上行。2月末，伦铜收于9361美元/吨，月涨幅3.46%；沪铜收于76840元/吨，月涨幅1.52%。

(1) 全球制造业持续复苏，美国持续扩张，欧洲低位复苏。 2025年来全球制造业景气回升，美国1-2月ISM制造业分别录得50.9、50.3重回扩张区间，并创下2022年以来新高；欧元区两大经济体德国、法国制造业PMI也从极度低迷回暖；俄乌停战重建、欧洲财政扩张加码基建预期均在宏观层面利好铜价。

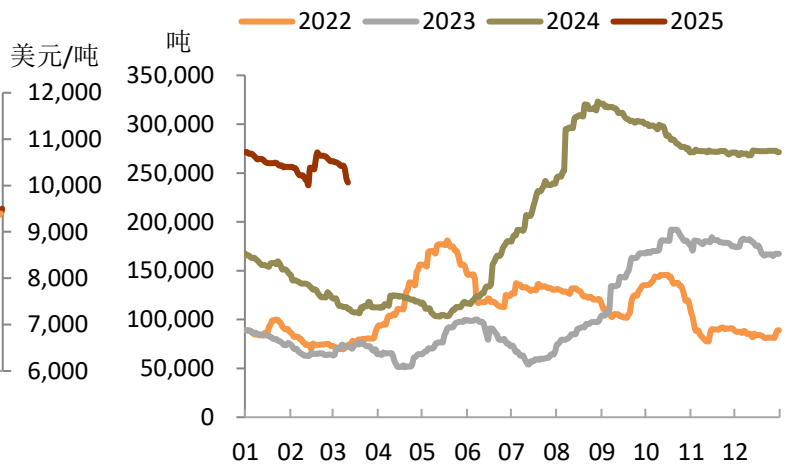
(2) 矿端供应趋紧，库存重心上移，关税预期推高美铜。 2月海外矿山复产前景不明，现货TC价格负值加剧、创下历史新低；全球库存淡季重心上移，国内节后累库速率逐步放缓；此外，随着进口铜关税预期加码、美国启动S232铜调查后推动COMEX铜溢价在2月持续走高。

(3) 展望后市，宏观与产业共振，铜价仍具上行空间。 宏观层面上中欧财政扩张、俄乌重建需求、美国制造业回流预期、全球央行处于降息周期均对铜价形成利好；产业层面上，AI叙事强化中长期带动相关产业链需求，下方有矿段偏紧支撑，供需逐步趋向紧平衡。近期需要关注的下行风险为特朗普关税加码、财政紧缩下的美国衰退预期再演绎，以及中国需求弱于预期。

图表 43 国内外铜价走势



图表 44 LME 铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

地缘溢价回吐，基本面弱势，2月油价承压下跌。2月末，WTI原油收于69.95美元/桶，月跌幅-3.65%；布伦特原油收于73.08美元/桶，月跌幅-3.42%，2月油价中枢下移。

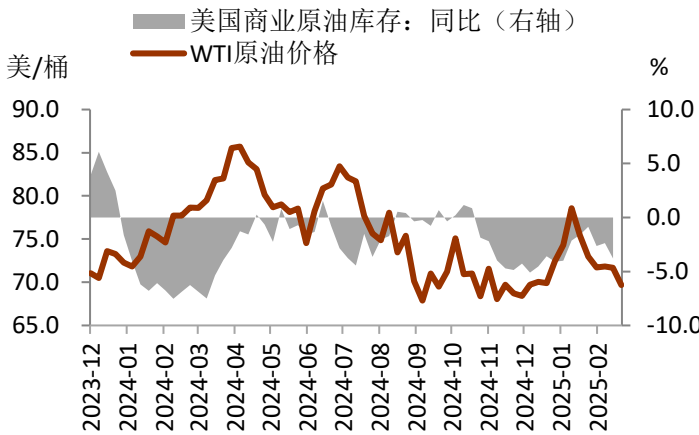
(1) 地缘紧张局势缓解，油价震荡回落。 1月起美国先后扩大对俄罗斯、伊朗的原油制裁，在供应短期紧张、特朗普关税预期推动下，油价一度攀升至80美元。2月在美俄关系趋于缓和、俄乌和谈前景改善的背景下，短期供给利多消退，油价重心逐步走低。

(2) 基本面利空显现，供需预期转松。 供给端，3月初OPEC+确认自4月起将逐步削减减产规模，原油供应增

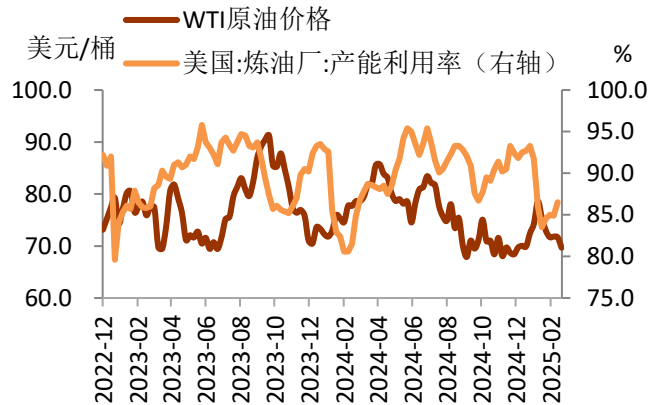
加；需求端，EIA、IEA 以及 OPEC+均上调了全年全球原油需求增长预期，但增速边际放缓。

(3) 展望后市，供需基本面偏弱+特朗普低油价诉求，油价易跌难涨。特朗普上任后明确表态希望油价下跌以抗击通胀，并多次公开敦促 OPEC+降低油价；三大能源机构近两月上修全球石油消费增速，印度、中国、美国贡献主要增长。然而供给端增速更快，OPEC+在 Q2 起增产，美加等非 OPEC+今年产量增长超全球需求增速。因此，EIA 预期 Q1 后全球石油库存持续增加，预计油价短期震荡偏弱。

图表 45 美国商业原油库存



图表 46 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

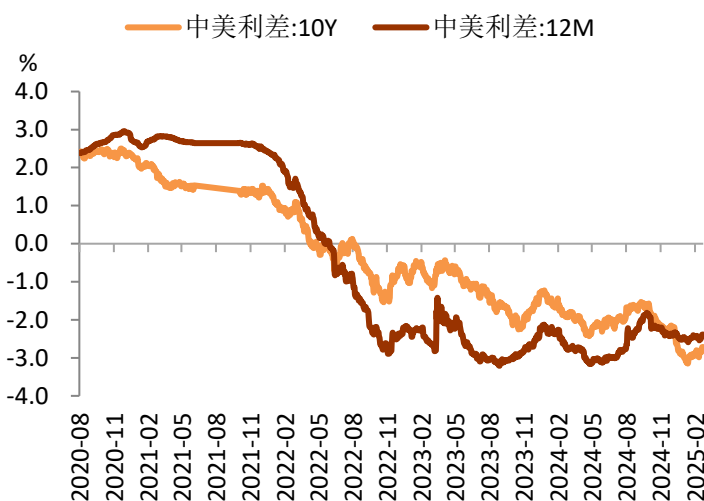
4.1 美元

美国较日欧经济温差转弱，美元短期见顶。2月美元指数震荡下行，从月初109.8回落至月末107.3。(1) 美国经济基本面相对欧日显著转弱。2月美国部分经济软数据出现显著回落，此前处于高位景气的服务业 PMI 持续爆冷，消费者信心同步回落，市场对衰退的担忧逐步升温；而欧日经济基本面进一步转强，美元指数从高位回落。(2) 特朗普关税政策鸽于预期，日央行加息预期起。在特朗普正式上任前，市场对其关税政策担忧形成的避险情绪助推美元；随之上任后的关税政策并未如市场预期鹰派，同时因日本通胀回升、日央行加息预期浓厚压制美元。(3) 展望后市，作为美元指数较大权重的欧元区(58%)、日本(14%)经济基本面开年来有回暖迹象，日央行年内加息预期仍在扩大，欧央行年内降息预期收敛、财政扩张预期发酵；特朗普引发的全球贸易战仍在演绎，但对美元的避险驱动有所钝化，美元短期或已见顶；中长期而言，关注美联储相对于欧日央行货币政策节奏、经济基本面温差，以及“特朗普 2.0”执政细节。

4.2 人民币

中美利差收窄，人民币震荡走强。2月在岸人民币汇率从7.2447贬值至7.2833，离岸人民币汇率从7.2931贬值至7.3020，人民币中间价从7.1698下调至7.1738。(1) 从内部环境来看，年初处于数据与政策的空窗期，四季度新一轮增量政策效果逐渐显现，地产与消费高频数据边际好转，但市场预期的降准降息并未兑现，月初离岸汇率贬至7.368；随着中国科技AI产业预期的发酵、金融数据开门红，基本面压力暂缓。(2) 从外部环境来看，作为美国经济引擎的服务业在2月显著降温，特朗普关税政策对经济的中长期不确定性加剧，市场交易衰退预期，推动美元走弱、美债利率下行，中美利差收窄推动人民币升值；(3) 展望后市，中美经济温差在收缩，3月美元大幅贬值带动非美国币升值，日央行加息预期升温对同为亚洲低息货币的人民币有带动作用，近期将走出关税政策“蜜月期”，预计短期人民币汇率区间震荡；中长期而言人民币贬值压力仍存，目前美国3月对华再加征10%关税并非终点，4月将根据第一阶段经贸协议执行情况评估结果，再决定是否额外加征关税。

图表 47 中美利差



图表 48 在岸、离岸人民币汇率

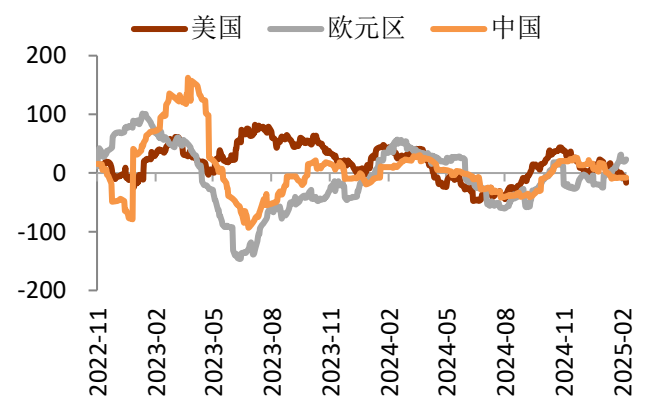


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 49 美元指数



图表 50 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。