

2025年03月03日

宏观周报（2月第4周）

2

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) 权益：上周市场放量下跌。**①市场方面，市场放量切换，题材股阶段调整，蓝筹股也受到主力资金压制，沪深300ETF波动率指数保持低位，两会落地前内需相关板块相对占优。②2月PMI周末落地，环比上升斜率与春节在1月的年份大致相当，反映复工复产节奏在正常推进，产需双向反弹，出口疲态未显，价格信号积极。但小企业恢复滞后，企业经营预期回落，就业恢复趋势待巩固，基本面全面好转仍有阻碍。③海外方面，目前美国主要议题转为削减政府开支，控制赤字率，通胀预期弱化降息预期抬升，美债利率明显下行；但美方威胁将于3月4日起以芬太尼为由对中国输美产品再加征10%关税，国内关税预期抬升。
- 2) 固收：上周债市收益率上行。**①当周催化方面，央行流动性管理仍彰显审慎态度，MLF续做规模不及预期，短端继续面临负carry，压制债市表现。债市微观结构脆弱，债基赎回压力增加。但权益市场调整，股债跷跷板下债市调整幅度减弱。②债市短期由短及长有调整压力（央行持续鹰派态度、风险偏好改善、负carry、降息预期修正、曲线熊平扭曲、赎回压力边际增加），但长期的风险不大（基本面趋势性反弹难度较大），资金中枢进一步抬升概率较低，超长端仍然受益于保险的配置需求，建议仍维持偏哑铃型配置，关注超短、存单等票息机会，以及10年和30年国债和超长地方债等，控制仓位维持中性久期。
- 3) 海外：美股下跌、美债利率下行、美元指数上涨、人民币贬值、黄金下行。**①美国主要议题转为削减政府开支，控制赤字率，通胀预期弱化，初请失业金人数超预期，就业数据连续两周边际降温，降息预期抬升。随着美国债务规模与预算赤字变得越发庞大，加上新一轮贸易战下美债持有国可能大幅减持美债，美联储方面重启扩表进程可能性加大，以缓解美国债务负担。整体带动美债利率快速下行。②关税方面，特朗普表示预计很快对欧盟加关税，威胁对中国再加征10%关税，关税预期边际有所抬升，美元指数上行。③美国介入俄乌冲突有所进展，黄金边际回调。
- 4) 上周事件：2月PMI反映复工复产节奏正常推进，出口保持稳定。**
- 5) 风险提示：基本面恢复不及预期、稳增长政策不及预期。**

正文目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 一、 市场宏观变量回顾 | 3 |
| 二、 上周宏观事件分析 | 4 |
| 2.1 2月 PMI 反映复工复产节奏正常推进，出口保持稳定 | 4 |
| 三、 当周关注 | 6 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... | 3 |
| Figure 2 PMI 分项雷达图..... | 5 |
| Figure 3 PMI 大中小企业分化图..... | 5 |
| Figure 4 PMI 指数热力图..... | 5 |
| Figure 5 PMI 与非制造业 PMI 趋势..... | 5 |
| Figure 6 PMI 核心分项趋势..... | 5 |

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

| 大类市场 | 市场复盘 | 宏观变量点评 |
|-------|--|--|
| 权益 | <p>上周市场放量下跌，周均成交额 19916 亿元，环比放量 776 亿元。上证指数 -1.72%，深证成指 -3.46%，创业板指 -4.87%，万得全 A -2.53%；沪深 300 -2.22%，小市值指数 -1.52%；恒生指数 -2.29%，恒生科技指数 -4.97%。板块上，钢铁、房地产、食品饮料表现靠前，通信、传媒、计算机表现靠后。风格上，价值优于成长、大盘好于小盘。</p> | <p>1) 市场方面，市场放量切换，题材股阶段调整，蓝筹股也受到主力资金压制，沪深 300ETF 波动率指数保持低位，两会落地前内需相关板块相对占优。2) 基本面方面，2 月 PMI 周末落地，环比上升斜率与春节在 1 月的年份大致相当，反映复工复产节奏在正常推进，供需双向反弹，出口疲态未显，价格信号积极。但小企业恢复滞后，企业经营预期回落，就业恢复趋势待巩固，基本面全面好转仍有阻碍。3) 海外方面，目前美国主要议题转为削减政府开支，控制赤字率，通胀预期弱化降息预期抬升，美债利率明显下行；但美方威胁将于 3 月 4 日起以芬太尼为由对中国输美产品再加征 10% 关税，国内关税预期抬升。</p> |
| 固收 | <p>上周债市收益率整体上行。全周 T2506 持平，TL2506 下跌 0.34%，TF2506 下跌 0.04%。现券来看，10 年国债活跃券持平，30 年国债活跃券上行 0.25BP，10 年国开活跃券上行 2.75BP，5 年国开上行 2.25BP，3 年国开上行 1BP，1 年国开持平。</p> <p>上周央行公开市场净投放 4331 亿元，本周将有 16592 亿元逆回购到期。</p> | <p>1) 当周催化方面，央行流动性管理仍彰显审慎态度，MLF 续做规模不及预期，短端继续面临负 carry，压制债市表现。债市微观结构脆弱，债基赎回压力增加。但权益市场调整，股债跷跷板下债市调整幅度减弱。2) 债市短期由短及长有调整压力（央行持续鹰派态度、风险偏好改善、负 carry、降息预期修正、曲线熊平扭曲、赎回压力边际增加），但长期的风险不大（基本面趋势性反弹难度较大），资金中枢进一步抬升概率较低，超长端仍然受益于保险的配置需求，建议仍维持偏哑铃型配置，关注超短、存单等票息机会，以及 10 年和 30 年国债和超长地方债等，控制仓位维持中性久期。</p> |
| 海外及其他 | <p>上周道指涨 0.95%，标普 500 指数跌 0.98%，纳指跌 3.47%。美债方面，2 年期美债收益率下行 20bp 至 3.99%，10 年美债收益率下行 21bp 至 4.21%。汇率方面，美元指数周涨 0.86% 报 107.5644，离岸人民币兑美元跌 426 个基点报 7.295。大宗方面，美油期货跌 0.64%，COMEX 黄金期货跌 2.91%，LME 期铜跌 2.07%。</p> | <p>1) 美国主要议题转为削减政府开支，控制赤字率，通胀预期弱化，初请失业金人数超预期，就业数据连续两周边际降温，降息预期抬升。随着美国债务规模与预算赤字变得越发庞大，加上新一轮贸易战下美债持有国可能大幅减持美债，美联储方面重启扩表进程可能性加大，以缓解美国债务负担。整体带动美债利率快速下行。2) 关税方面，特朗普表示预计很快对欧盟加关税，威胁对中国再加征 10% 关税，关税预期边际有所抬升，美元指数上行。3) 美国介入俄乌冲突有所进展，黄金边际回调。</p> |

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 2 月 PMI 反映复工复产节奏正常推进，出口保持稳定

事件：

2025 年 3 月 1 日，国家统计局表示，2 月份，随着春节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，制造业采购经理指数明显回升，为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.1%；三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平总体有所回升。

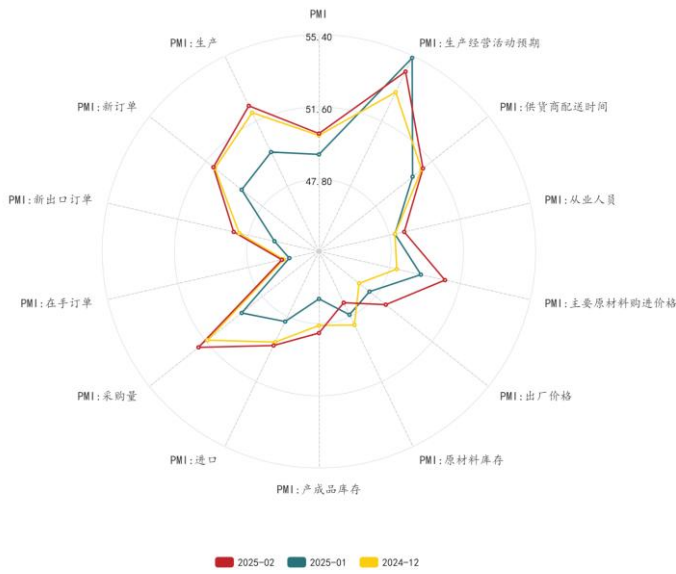
点评：

2 月 PMI 环比上升斜率与春节在 1 月的年份大致相当，反映复工复产节奏在正常推进。

边际上的积极信号包括产需的双向反弹，生产、采购量和新订单都反映了复工复产进程中产需的弹性。同时，新出口订单指数环比反弹，整体水平保持平稳，外需风险还未在数据上有所显现。在产需双向反弹下，价格信号边际上也呈现积极信号，价格分项环比抬升，原材料购进价格抬升至扩张区间。

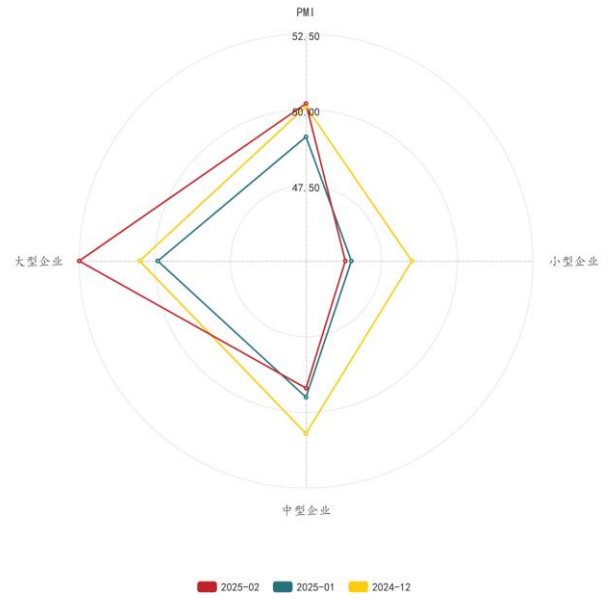
相对矛盾的信号包括中小企业尤其是小企业恢复偏弱，大企业和小企业分化加剧，除了小企业受到复工节奏偏慢的影响，也反映小企业在年初信贷开门红受益偏弱，预期分化的影响。就业分项环比上行，但并未超过季节性斜率水平，趋势有待巩固。企业经营预期边际上有所收缩，库存指数恢复偏慢，企业信心还在恢复当中。

Figure 2 PMI 分项雷达图



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 大中小企业分化图



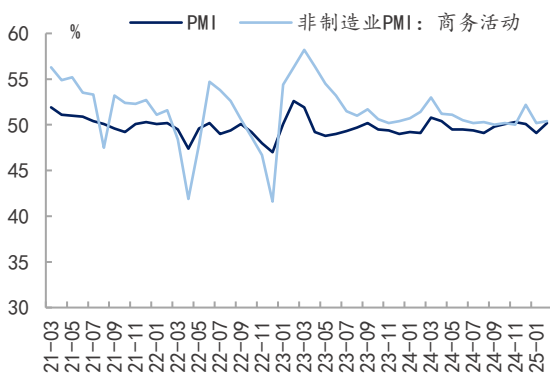
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PMI 指数热力图

| 指标名称 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-02 | 2024-01 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制造业PMI | 50.20 | 49.10 | 50.10 | 50.30 | 50.10 | 49.80 | 49.10 | 49.40 | 49.50 | 49.50 | 50.40 | 49.10 | 49.20 |
| PMI:生产 | 52.50 | 49.80 | 52.10 | 52.40 | 52.00 | 51.20 | 49.80 | 50.10 | 50.60 | 50.80 | 52.90 | 49.80 | 51.30 |
| PMI:新订单 | 51.10 | 49.20 | 51.00 | 50.80 | 50.00 | 49.90 | 48.90 | 49.30 | 49.50 | 49.60 | 51.10 | 49.00 | 49.00 |
| PMI:新出口订单 | 48.60 | 46.40 | 48.30 | 48.10 | 47.30 | 47.50 | 48.70 | 48.50 | 48.30 | 48.30 | 50.60 | 46.30 | 47.20 |
| PMI:采购量 | 52.10 | 49.20 | 51.50 | 51.00 | 49.30 | 47.60 | 47.80 | 48.80 | 48.10 | 49.30 | 50.50 | 48.00 | 49.20 |
| PMI:产成品库存 | 48.30 | 46.50 | 47.90 | 47.40 | 46.90 | 48.40 | 48.50 | 47.80 | 48.30 | 46.50 | 47.30 | 47.90 | 49.40 |
| PMI:原材料库存 | 47.00 | 47.70 | 48.30 | 48.20 | 48.20 | 47.70 | 47.60 | 47.80 | 47.60 | 47.80 | 48.10 | 47.40 | 47.60 |
| PMI:主要原材料购进价格 | 50.80 | 49.50 | 48.20 | 49.80 | 53.40 | 45.10 | 43.20 | 49.90 | 51.70 | 56.90 | 54.00 | 50.10 | 50.40 |
| PMI:出厂价格 | 48.50 | 47.40 | 46.70 | 47.70 | 49.90 | 44.00 | 42.00 | 46.30 | 47.90 | 50.40 | 49.10 | 48.10 | 47.00 |
| PMI:从业人员 | 48.60 | 48.10 | 48.10 | 48.20 | 48.40 | 48.20 | 48.10 | 48.30 | 48.10 | 48.10 | 48.00 | 47.50 | 47.60 |
| PMI:生产经营活动预期 | 54.50 | 55.30 | 53.30 | 54.70 | 54.00 | 52.00 | 52.00 | 53.10 | 54.40 | 54.30 | 55.20 | 54.20 | 54.00 |

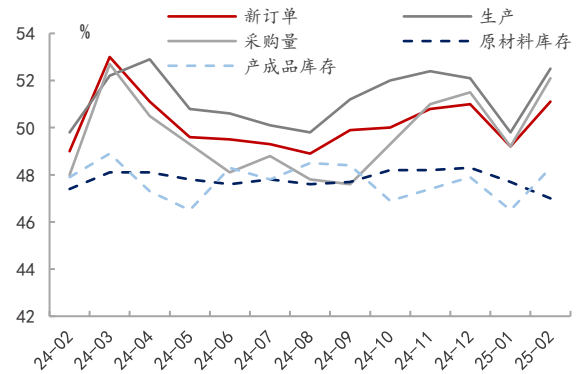
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 PMI 与非制造业 PMI 趋势



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 PMI 核心分项趋势



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

| 日期 | 事件 |
|--------------|--|
| 3 月 3 日 (周一) | 23:00 美国 2 月 ISM 制造业 PMI: 前值 50.90 |
| 3 月 5 日 (周三) | 21:15 美国 2 月新增 ADP 就业人数:季调(人): 前值 183,000.00 |
| | 23:00 美国 2 月 ISM 非制造业 PMI: 前值 52.80 |
| 3 月 7 日 (周五) | 21:30 美国 2 月失业率:季调(%): 前值 4.00 |
| | 21:30 美国 2 月非农就业人口变动:季调(千人): 前值 143.00 待定 中国 1-2 月进出口数据 |

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明： | 行业投资评级说明： |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； |
| 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； | 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； | 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |
| 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | |

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。