



光期研究

2025年大类资产策略3月报

宏观金融组

2025年3月2日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：关注美国关税政策持续影响

1. 海外宏观：关税扰动带来通胀上行压力

(1)**美国经济信心转弱**：美国1月通胀超预期强劲，能源分项环比回落但绝对水平仍高，食品、核心商品、核心服务环比均有所抬升，提示美国通胀压力有所扩散。同时，美国1月PPI也显著上涨，引发市场对于美联储抗击通胀的进展几乎停滞的担忧。尽管部分因素被市场认为并不是持续性的，但更为广泛的通胀压力对美联储货币政策选择带来了压力。此外，美国商业活动连续两月进入萎缩区间，市场信心转弱或带来经济下行压力，降息预期重新走强。

(2)**美国2025财年预算扩张大概率成真**：在关税、移民、社会福利和外交国防四个领域率先施政。虽然增加10%的关税将在未来十年增加1.9万亿美元的税收，但实施步伐或是渐近的，无法快速补充因减税而扩大财政赤字。因而财政不得不快速扩张（4万亿债务上限提升），以增加政府支出帮助企业利润持续回升。

(3)**央行动态备受关注**：美联储全年仍有2次降息机会；首次降息时间或在6月，降息概率56.8%，不降息概率24.2%；通胀上行与经济衰退间需要重新权衡。欧央行存在加码宽松预期，全年仍有4次降息机会，3月降息25bp基本板上钉钉；由“限制性”改为“评估限制性”。日央行加速收紧，全年仍有2次加息机会，预计其将在6月和12月加息；提前加息和提高终端利率的可能性上升，终端利率预测上调至1.5%。

2. 大类资产表现：月度表现上：美债>美股>黄金>商品。美国二次通胀预期攀升，经济转弱预期下，美股表现承压；美债供应平稳，降息预期重回2次，美债收益率整体下行；美元指数偏弱震荡，其他货币对美元表现走强；基本面扰动增加，国际原油价格波动放大；避险需求支撑作用有所走弱，黄金价格阶段性回调。

(1)债市方面，美债供应整体平稳，但受到通胀预期飙涨影响，经济增长信心转弱，长短端收益率曲线变化趋于平缓。**近期需关注美国预算法案进程，是否会带来美债违约风险**。国内方面，2月份央行操作较为克制，在资金紧平衡的背景下，债券市场迎来一波明显调整，收益率曲线整体呈现熊平态势。市场对货币政策“适度宽松”的预期修正是引发债市调整的根本原因。资金紧平衡导致短端率先回调，随后带动长端调整。在当前资金紧张难以明显缓解的预期下，债市调整或尚未结束。

(2)汇率方面，全球经济表现相对平稳，但欧美经济预期差有所走扩，强美元压力阶段性缓解。仍需关注美国关税扰动对于外汇市场的扰动，预计**美元指数或延续横盘震荡**。

(3)股市方面，关税扰动、二次通胀担忧以及美国关键经济数据转弱，使得市场对于全球经济复苏预期信心不足，发达国家权益类市场风险偏好多数承压，新兴市场股指表现较强。国内方面，AI科技题材持续提振市场情绪，但影响A股长期走势的主要因素仍然是债务周期下各部门去杠杆的进程，核心在于名义经济增速是否超过名义利率，即资产端投资收益能否超过负债端利息成本，**长期动能修复还需要一段时间。关注国内关键会议动态**。

(4)大宗商品方面，地缘冲突有所缓和，叠加**黄金多头获利了解压压力**，**金价或面临一定回调压力，建议谨慎追高**。市场预期俄乌局势缓和或带来原油额外增量，地缘溢价转弱推动下，国际原油价格重心明显下行，关注OPEC会议以及美国制裁扰动，油价或延续宽幅震荡。

3. 下周关注重点：

国内关注中国财新PMI和进出口数据；海外关注美国ISM指数与就业数据



大类资产配置策略

图表：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化（单位，bp）	月度变化	美元/日元	0.92%	-2.96%
MSCI 世界领先	-1.33%	-0.70%	美国1年期	-7.00	-9.00	瑞郎/美元	-0.63%	0.88%
MSCI 世界	-0.98%	-0.81%	美国2年期	-20.00	-23.00	美元/人民币	0.06%	0.06%
MSCI 发达国家	-1.41%	-3.40%	美国5年期	-23.00	-33.00	美元/离岸人民币	0.76%	0.19%
MSCI 新兴市场	-4.36%	0.35%	美国10年期	-18.00	-34.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	-3.38%	-2.76%	美国10-2yr	2.00	-11.00	COMEX黄金	-2.84%	1.37%
标普500	-0.98%	-1.42%	中国10年期	-0.99	8.53	WTI期货（NYMEX）	-0.43%	-5.23%
道琼斯工业指数	0.95%	-1.58%	中美利差	0.01	42.53	布伦特期货（ICE）	-1.47%	-4.70%
德国DAX	1.18%	3.77%	德国10年期	-12.00	-10.00	TTF天然气期货（CME）	-4.00%	-17.25%
法国CAC40	-0.53%	2.03%	英国10年期	-1.58	0.38	沪铜	-0.23%	1.60%
富时100	1.74%	1.57%	日本10年期	-2.90	14.80	沪金	-1.80%	5.05%
日经225	-4.18%	-6.11%	外汇	周度变化	月度变化	原油	-3.91%	-13.00%
恒生指数	-2.29%	13.43%	美元指数	0.87%	-0.88%	螺纹钢	-0.98%	-0.78%
沪深300	-2.22%	1.91%	美元/澳元	2.45%	0.12%	PTA	-2.23%	-3.81%
上证50	-1.61%	2.14%	欧元/美元	-0.52%	0.17%	豆一	3.59%	4.61%
中证500	-3.26%	4.84%	英镑/美元	-0.08%	1.63%	生猪	-0.39%	-0.35%
中证1000	-2.77%	7.26%	美元/加元	1.65%	-0.50%	铁矿石	-4.65%	-0.62%

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为 2月24日-2月28日期间，月度数据统计周期为 2月1日-2月28日期间

目 录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件



1.1 特朗普政策的“不变”与“变”

图表：总统就职一个月时间内连续签署了至少54项命令

类别	具体命令	数量
撤销前任政策	撤销拜登政府的气候行政令、撤销拜登关于人工智能的行政命令、撤销其他政策	10项
移民与边境政策	恢复要求寻求庇护者在墨西哥等待的政策、可能涉及边境安全的行政命令	5项
经济与贸易	推动美国优先贸易政策、评估贸易协议、设立对外税务部门等	8项
外交与国际关系	退出《巴黎气候协定》、退出世界卫生组织、要求外交官裁员等	6项
国内政策与社会议题	冻结联邦政府招聘、要求员工返回办公室、特赦2021年1月6日国会大厦骚乱参与者等	12项
政府机构改革	关停美国国际开发署、叫停美国消费者金融保护局、裁撤美国联邦行政研究院等	8项
其他	包括应对高物价、审查联邦支出、司法审查等	5项

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

图表：关税是特朗普对外政策的重要手段与筹码

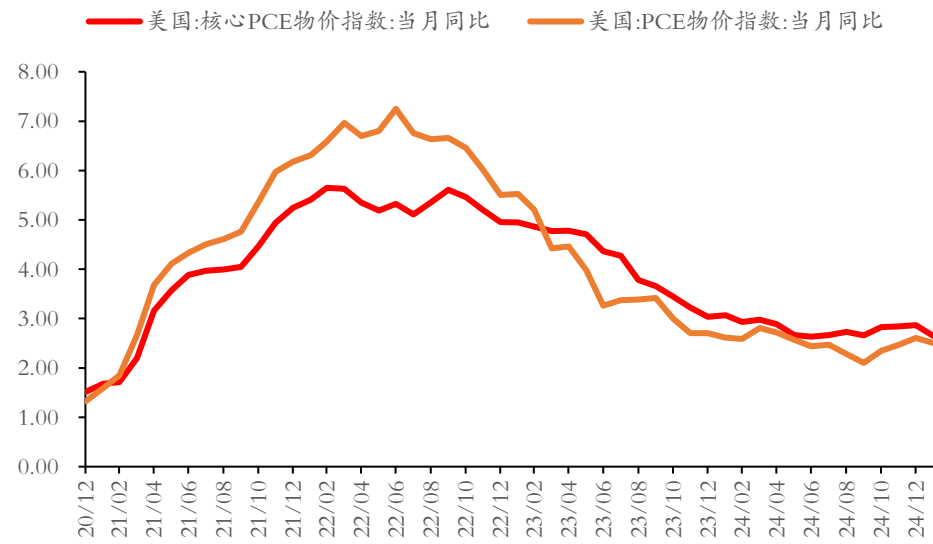
序号	关税措施	目标国家/地区	关税税率	生效日期	背景/原因
1	对加拿大和墨西哥加征关税	加拿大、墨西哥	25%（商品）； 10%（加拿大能源）	2025年2月4日（推迟一个月）	北美贸易谈判、边境安全等问题
2	对中国加征关税	中国	10%（所有商品）； 800美金以下商品不再豁免	2025年2月4日； 2025年3月4日（增加额外10%）	所谓“芬太尼问题”和贸易逆差
3	对欧盟加征关税	欧盟	25%（汽车及其他商品）	待定	汽车进口问题、贸易谈判
4	对钢铁和铝加征关税	全球	25%	2025年3月12日	国内产业保护、国家安全
5	关税互惠安排审查	全球（逐国审核）	待定；USTR报告可能成为关键依据	待定；初步报告预计在4月初披露	确保美国关税与他国互惠

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

- 不变：美国优先政策的进一步强化，从贸易、军事、经济、移民等多方面，重塑美国的国际综合性影响力。
- 变：关税政策变得更加系统化与复杂化，不仅作为对外政策的手段，同时成为达成政治目标的重要谈判筹码。

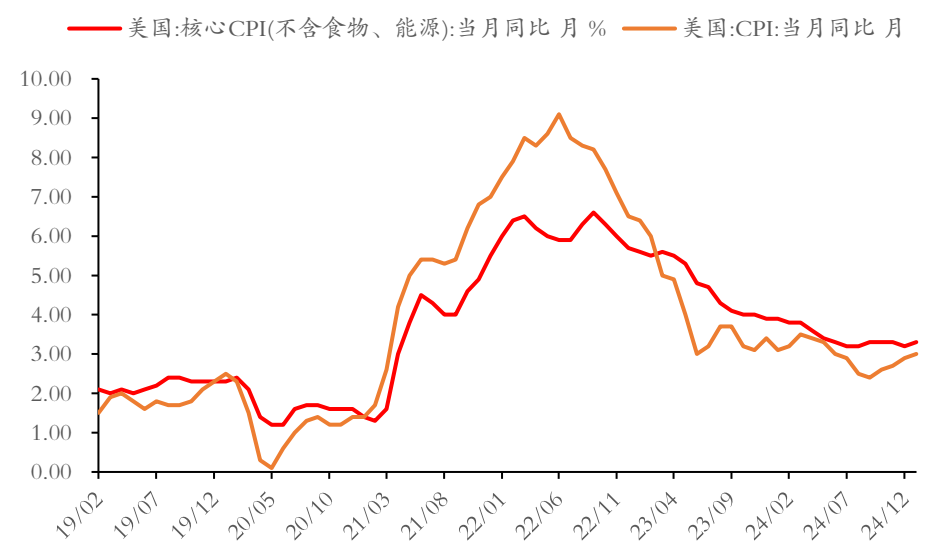
1.2 美国二次通胀预期快速升温

图表：PCE指向居民消费压力亦有显现（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：CPI通胀数据连续三个月飙升（%）

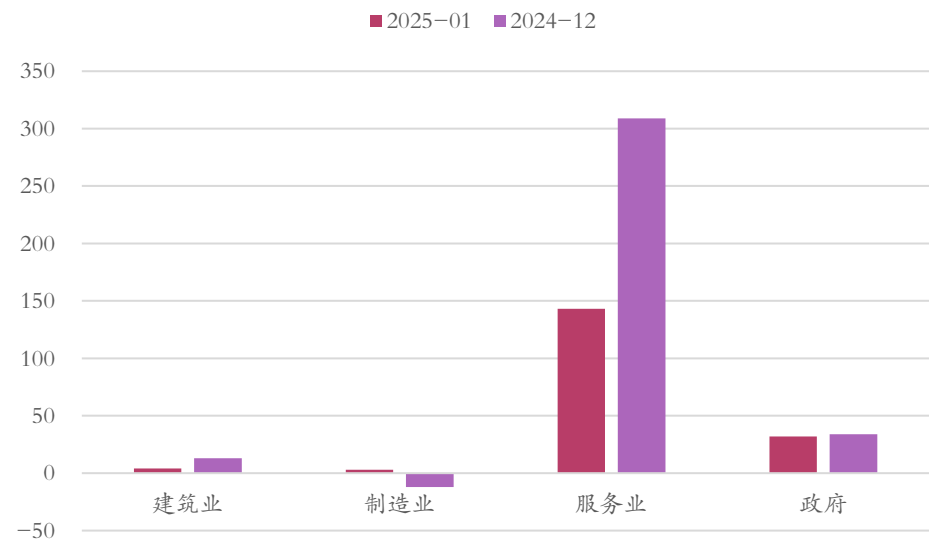


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **二次通胀可能性攀升：**美国1月通胀超预期强劲，能源分项环比回落但绝对水平仍高，食品、核心商品、核心服务环比均有所抬升，提示美国通胀压力有所扩散。同时，美国1月PPI也显著上涨，引发市场对于美联储抗击通胀的进展几乎停滞的担忧。
- 尽管部分因素被市场认为并不是持续性的，但更为广泛的通胀压力对美联储货币政策选择带来了压力。

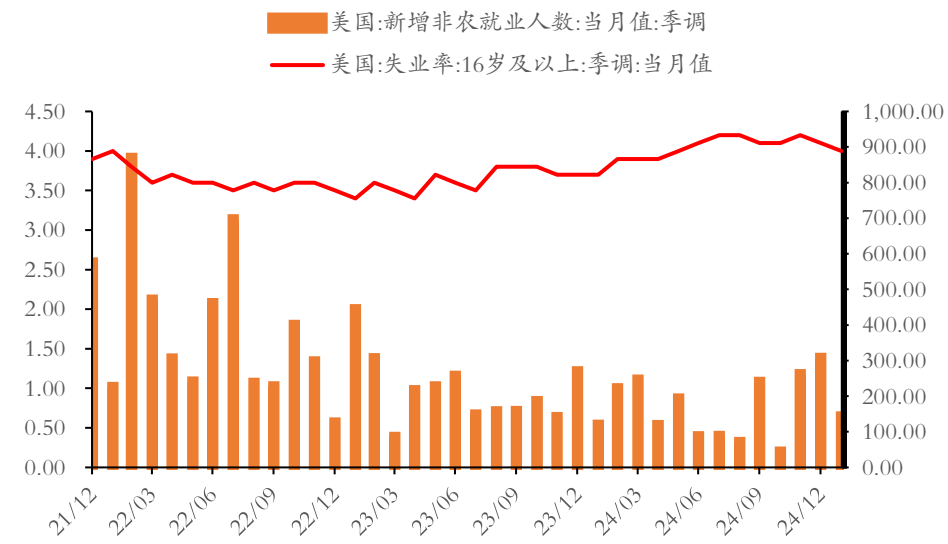
1.3 美国非农就业报告存在隐忧

图表：服务业就业人数大幅下降（千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：失业率保持低位运行（千人，%）

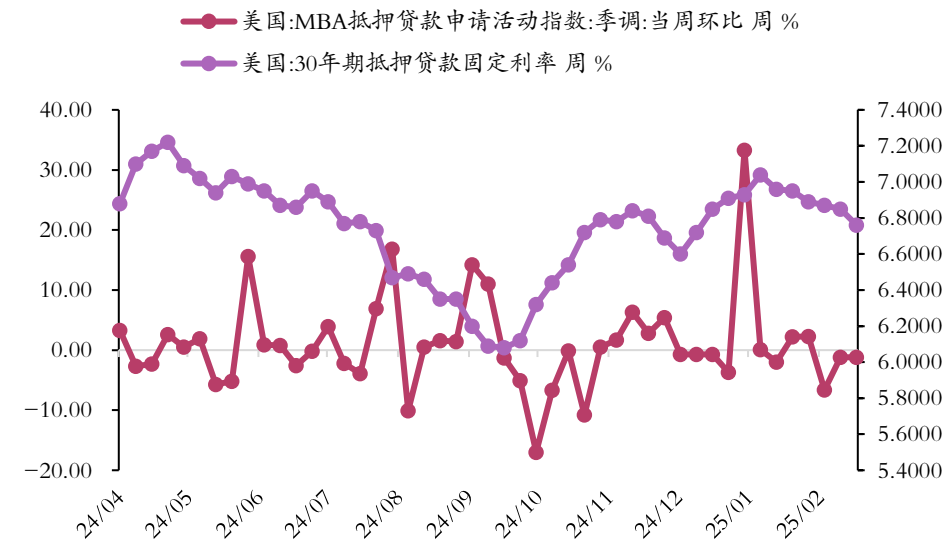


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

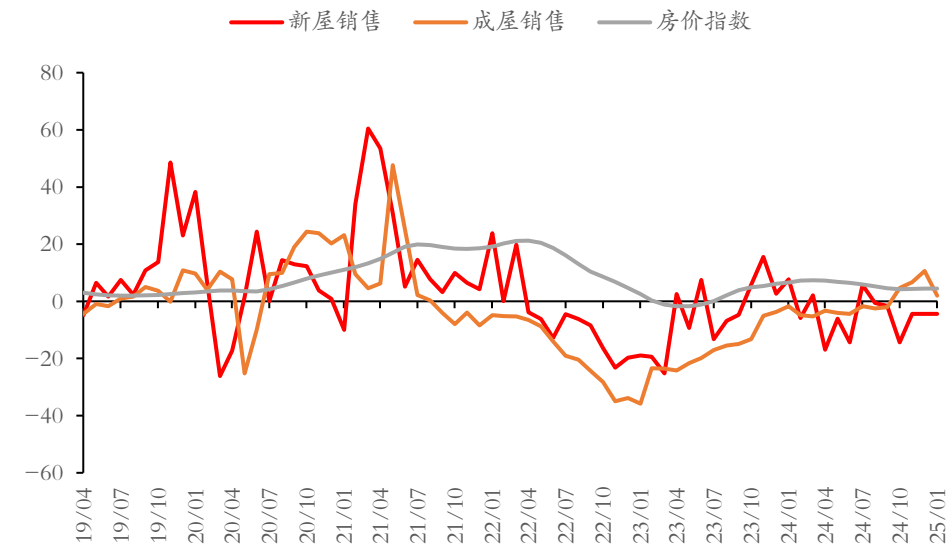
➤ **美国非农就业报告存在隐忧：**其一，新增就业岗位为14.3万个，低于市场预期的16.9万个，也远低于2024年12月份的30.7万个，其中服务业就业降温之快完全出乎市场预期。其二，在就业增长不及预期的情况下，失业率仍下降至4%，市场对此数据真实性保持怀疑。

1.4 高利率环境阻碍房地产复苏

图表：抵押贷款申请持续承压（%）



图表：新屋、成屋销售表现疲软（%）



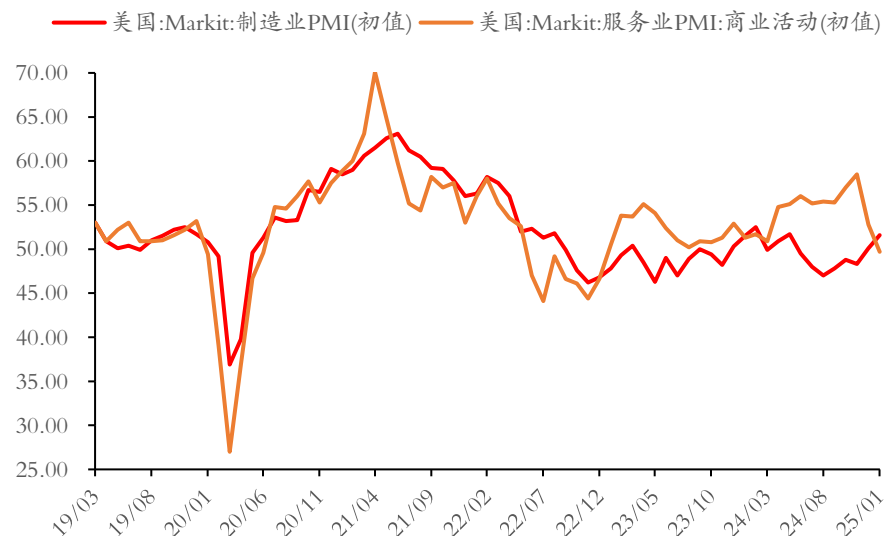
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ **高利率环境阻碍房地产复苏：**尽管美联储去年9月开启了降息周期，至今已累计降息了100个基点，但长端利率并未显著下降，这阻碍了对利率敏感的房地产行业的复苏。

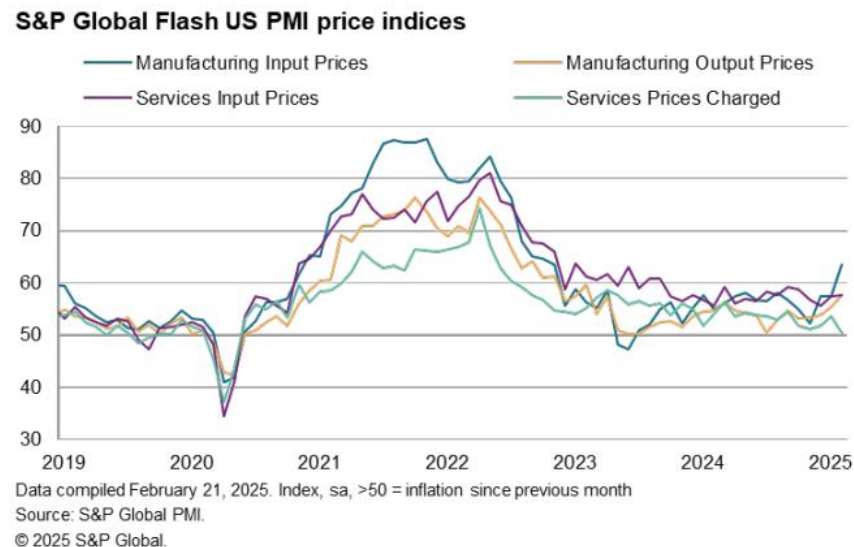
1.5 美国商业活动连续两个月下滑

图表：美国2月Markit PMI数据（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：制造业输入输出成本双双飙升（%）

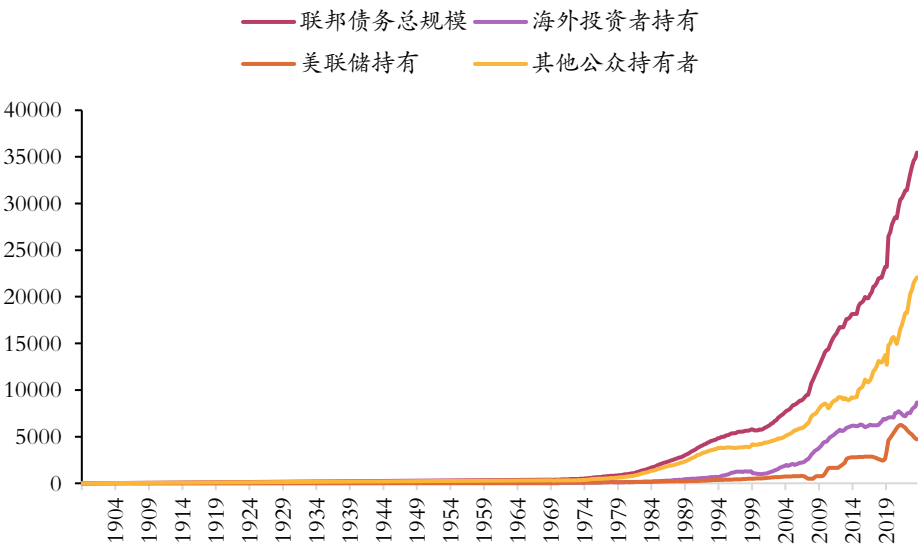


资料来源：S&P Global，光大期货研究所

- **美国商业活动陷入萎缩区间：**美国2月Markit制造业PMI初值51.6，创2024年6月以来新高，为连续第二个月录得扩张，预期51.4，前值51.2。美国2月Markit服务业PMI初值49.7，创2023年1月份以来新低，预期53，前值52.9。这是自2022年10月以来首次出现制造业扩张、但服务业收缩的情形。

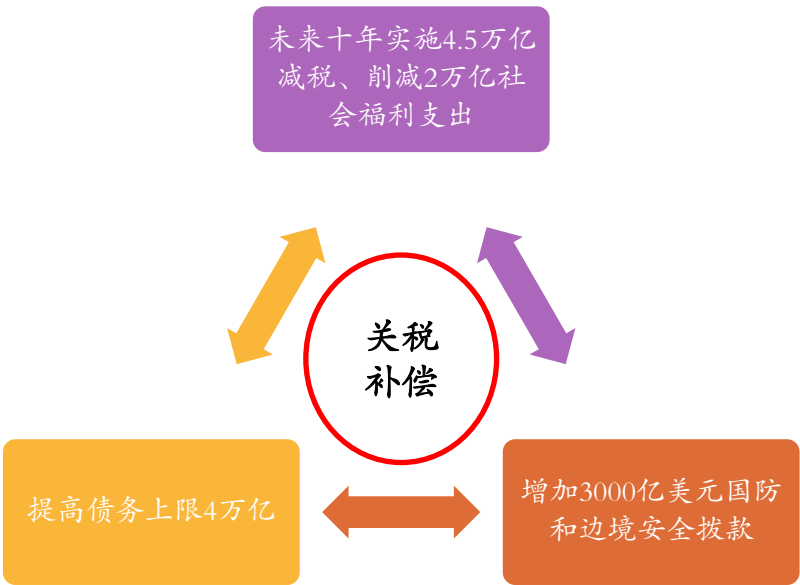
1.6 美国联邦债务水平仍将持续扩张

图表：美国公共债务总额飙升至36万亿（十亿美元）



资料来源：FED，光大期货研究所

图表：2025财年预算决议案通过众议院投票

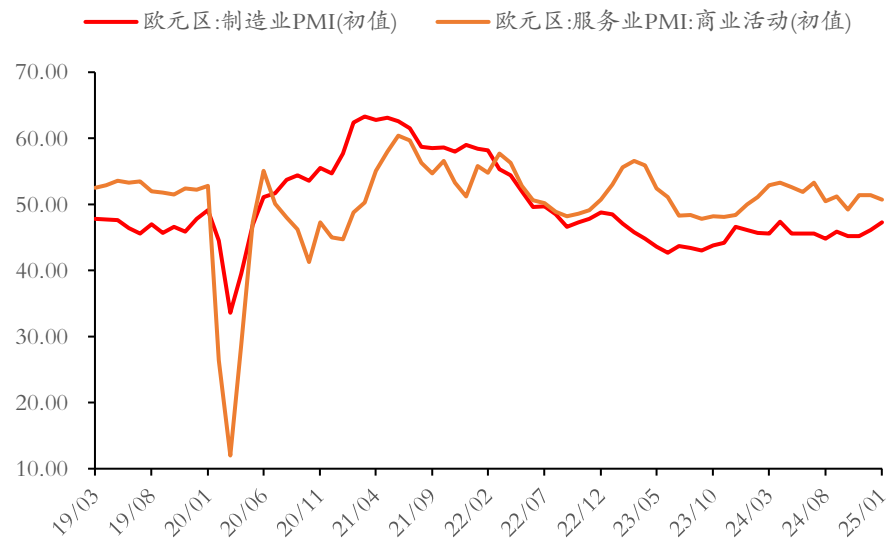


资料来源：公开新闻，光大期货研究所

➤ 2025财年预算扩张大概率成真：在关税、移民、社会福利和外交国防四个领域率先施政。虽然增加10%的关税将在未来十年增加1.9万亿美元的税收，但实施步伐或是渐近的，无法快速补充因减税而扩大财政赤字。因而财政不得不快速扩张（4万亿债务上限提升），以增加政府支出帮助企业利润持续回升。

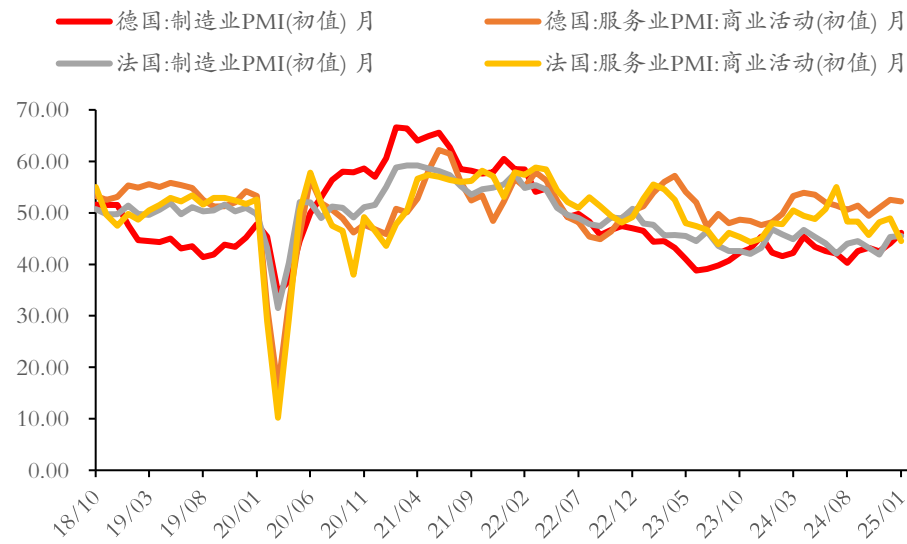
1.7 欧元区经济复苏迹象弱于预期

图表：欧元区2月PMI数据（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：德法两国经济疲软依旧（%）

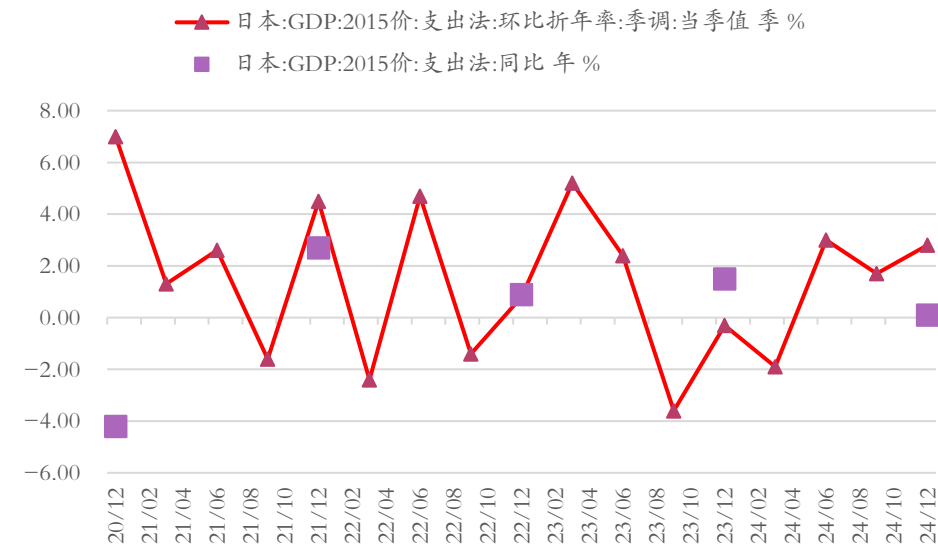


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

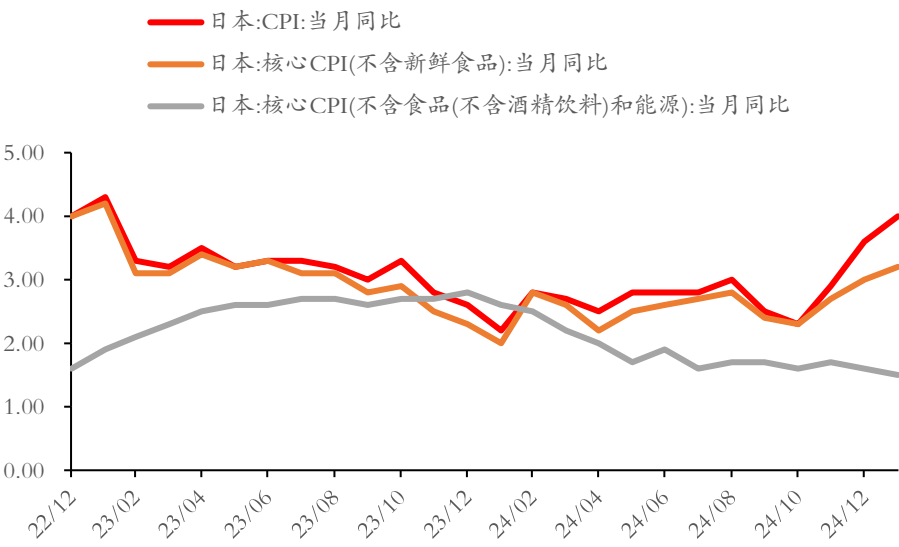
- **欧元区经济增长依旧乏力：**欧元区2月制造业PMI初值为47.3，高于前值46.6和预期的47；欧元区2月服务业PMI初值为50.7，低于前值51.3和预期的51.5。制造业萎靡不振、德法两大经济体面临政治动荡、俄乌冲突带来的不确定性加剧，以及美国持续的贸易关税威胁都拖累了欧洲的经济增长。

1.8 日本面临通胀和关税双重压力

图表：2024年实际GDP仅增长0.1%（%）



图表：日本通胀超预期加速（%）



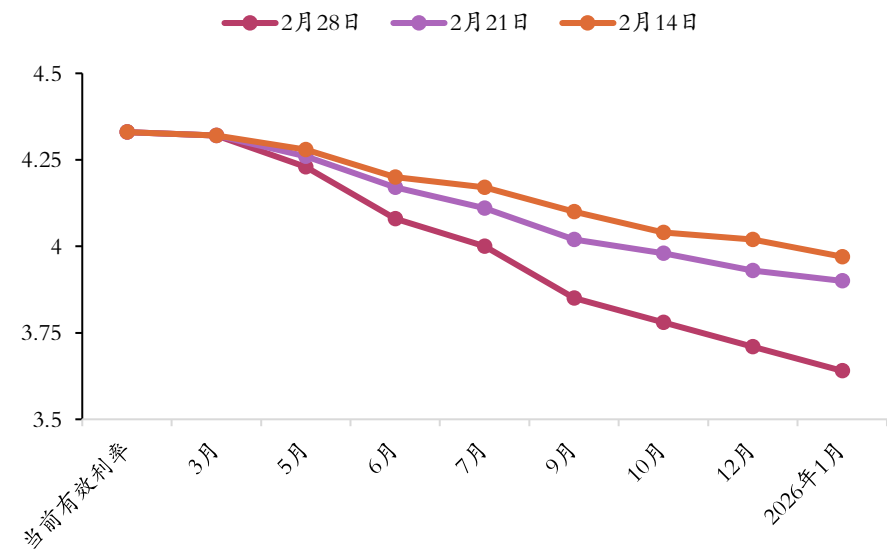
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 尽管日本2024年四季度实际GDP连续3个季度呈现正增长（比上季度增长0.7%，年化增长率为2.8%），但2024年实际GDP仅增长0.1%。在物价高企、企业成本居高不下、贸易环境恶化等因素影响下，日本经济增长前景存在隐忧。
- 同时，日本1月份核心CPI同比上涨3.2%，高于上月的3%和经济学家预期的3.1%，创下2023年6月以来的最高水平；1月CPI同比涨幅达到4%，创下2023年1月以来的两年新高，已连续34个月超过日本央行2%的目标水平。

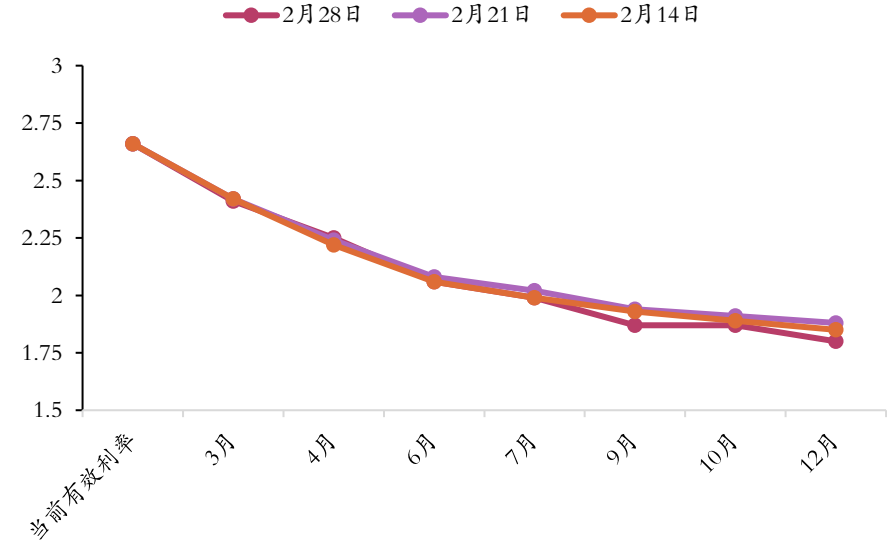
1.9 欧美日央行利率路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

市场对美、欧、日货币政策的最新预期如下：

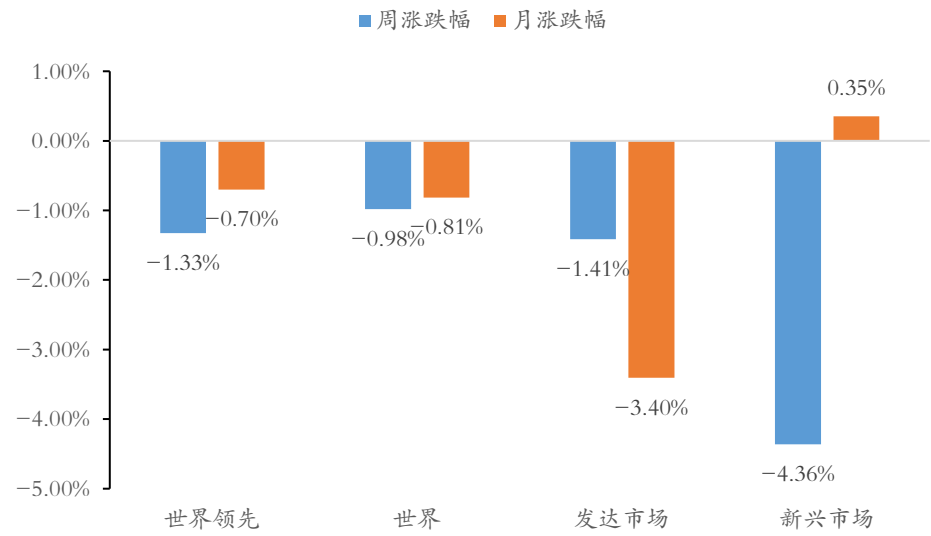
美联储不确定性上升： 1月按兵不动，全年仍有2次降息机会；首次降息时间或在6月，降息概率56.8%，不降息概率24.2%；通胀上行与经济衰退间需要重新权衡。

欧央行加码宽松： 1月按兵不动，全年仍有4次降息机会，存在加码可能，3月降息25bp基本板上钉钉；由“限制性”改为“评估限制性”。

日央行加速收紧： 1月加息25bp，全年仍有2次加息机会，预计其将在6月和12月加息；提前加息和提高终端利率的可能性上升，终端利率预测上调至1.5%。

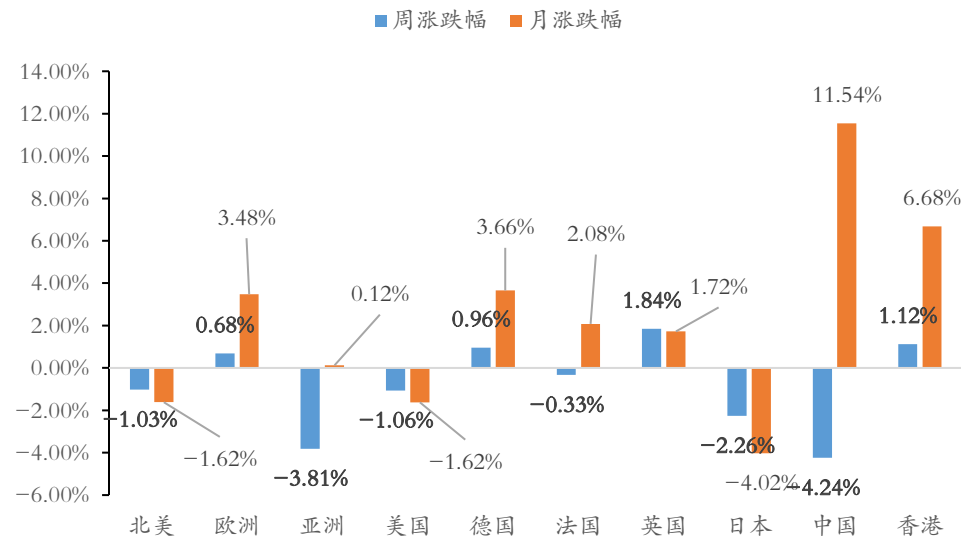
2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



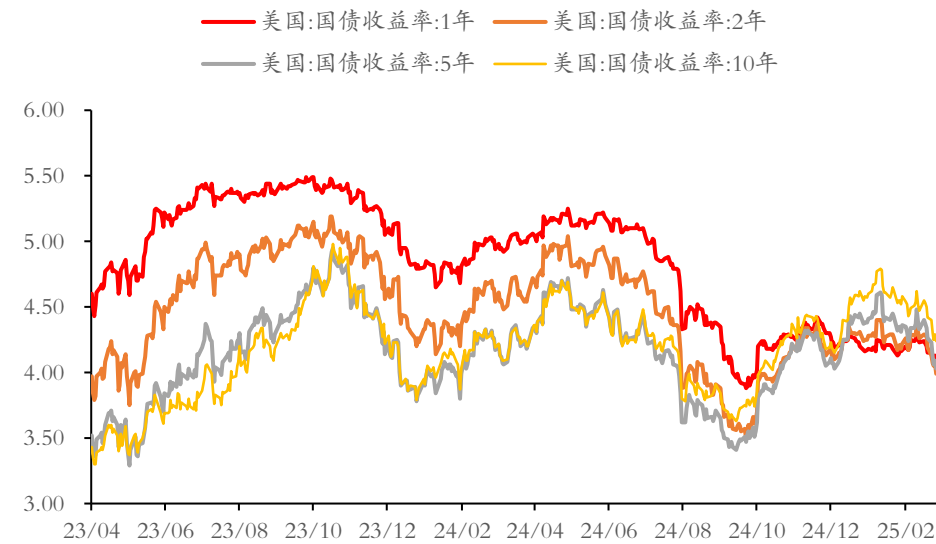
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 关税扰动、二次通胀担忧以及美国关键经济数据转弱，使得市场对于全球经济复苏预期信心不足，发达国家权益类市场风险偏好多数承压，新兴市场股指表现较强。MSCI世界领先以及MSCI世界指数月度涨幅分别为-0.70%和-0.81%，MSCI发达国家指数下跌3.40%，MSCI新兴市场指数上涨0.35%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。
详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

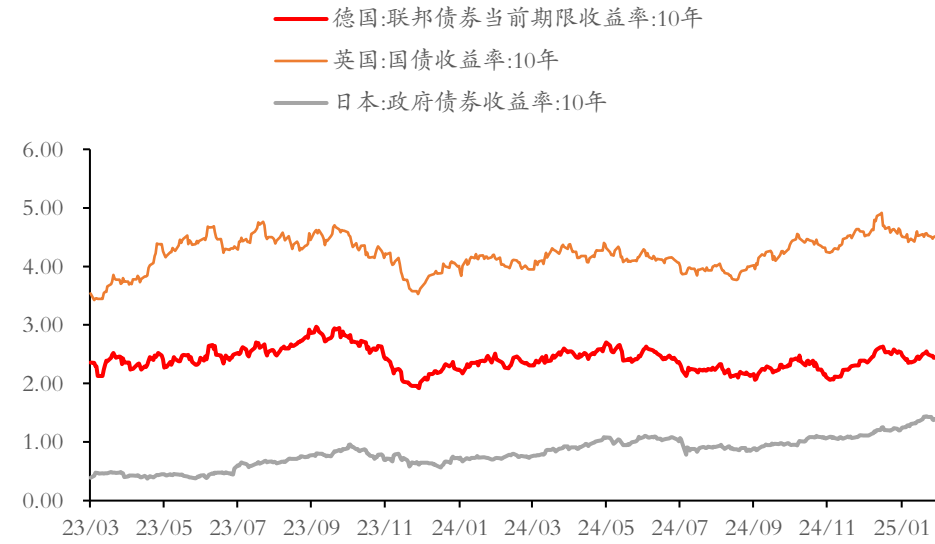
2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

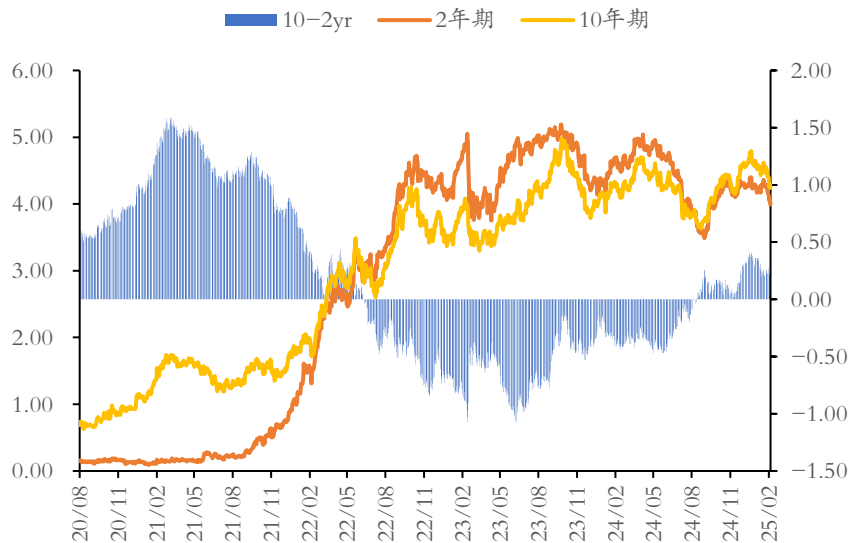


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债供应整体平稳，但受到通胀预期飙涨影响，经济增长信心转弱，长短端收益率曲线变化趋于平缓，2年期收益率超预期下行，市场对于美国经济走向不确定性的压住大于基本面因素。月度变化方面，1年期美债收益率下调9个基点报4.08%，2年期美债收益率下调23个基点报3.99%，5年期美债收益率下调33个基点报4.03%，10年期美债收益率下调34个基点报4.24%。
- 欧洲经济整体改善有限，德国10年期国债收益率下调10个基点报2.38%。英国10年期国债收益率0个基点报4.51%。

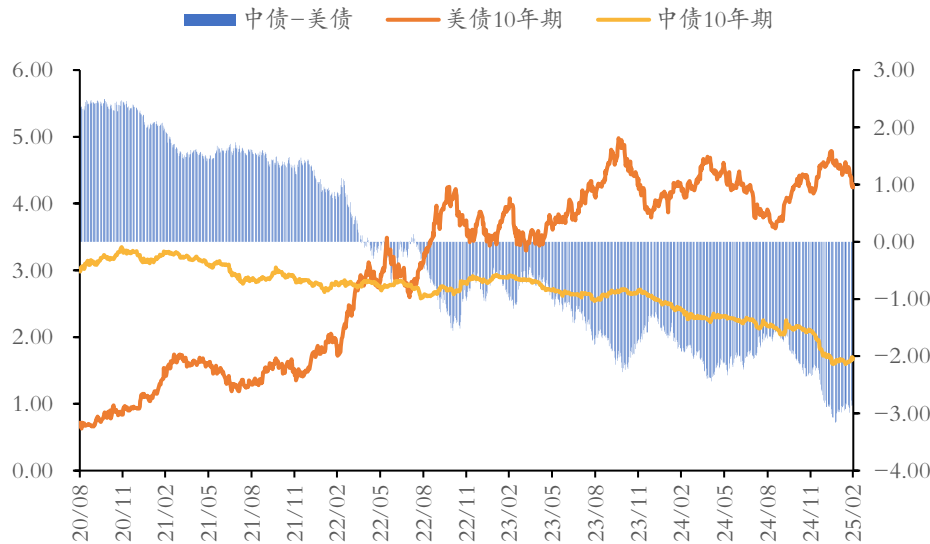
2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）

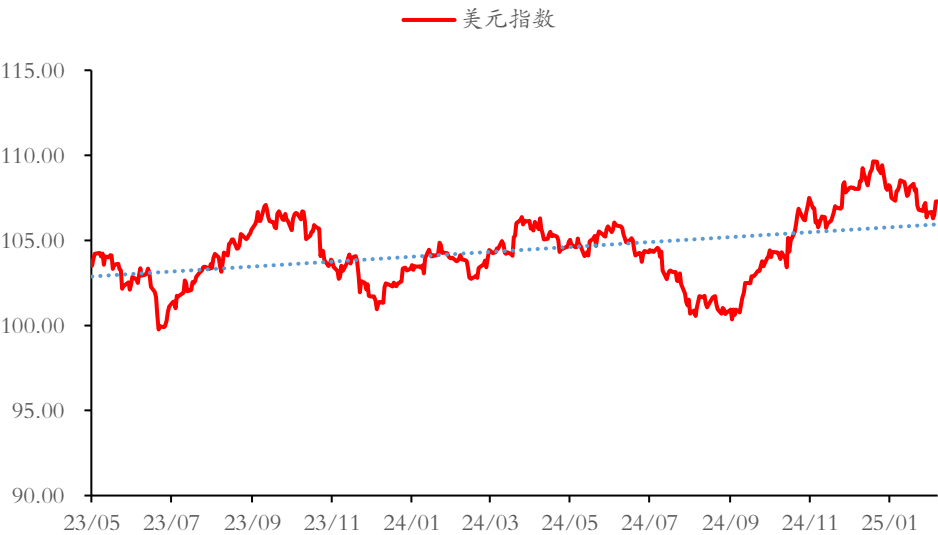


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债10/2年期国债利差由月初的38个基点收窄至25个基点。
- 国内方面，2月份央行操作较为克制，在资金紧平衡的背景下，债券市场迎来一波明显调整，收益率曲线整体呈现熊平态势。市场对货币政策“适度宽松”的预期修正是引发债市调整的根本原因。资金紧平衡导致短端率先回调，随后带动长端调整。在当前资金紧张难以明显缓解的预期下，债市调整或尚未结束。十年期国债收益率月度上行8.5个基点至1.71%，中美十年期债券收益率利差-252个基点。

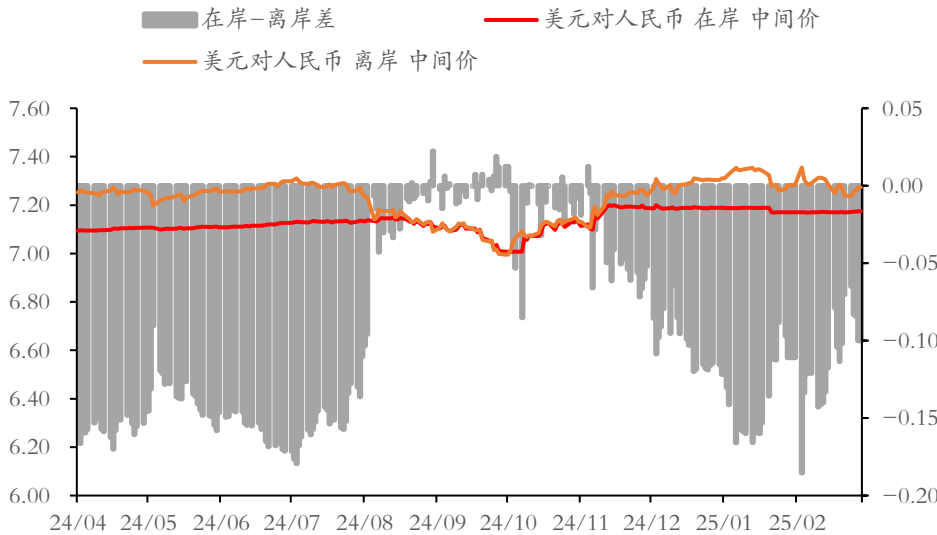
2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

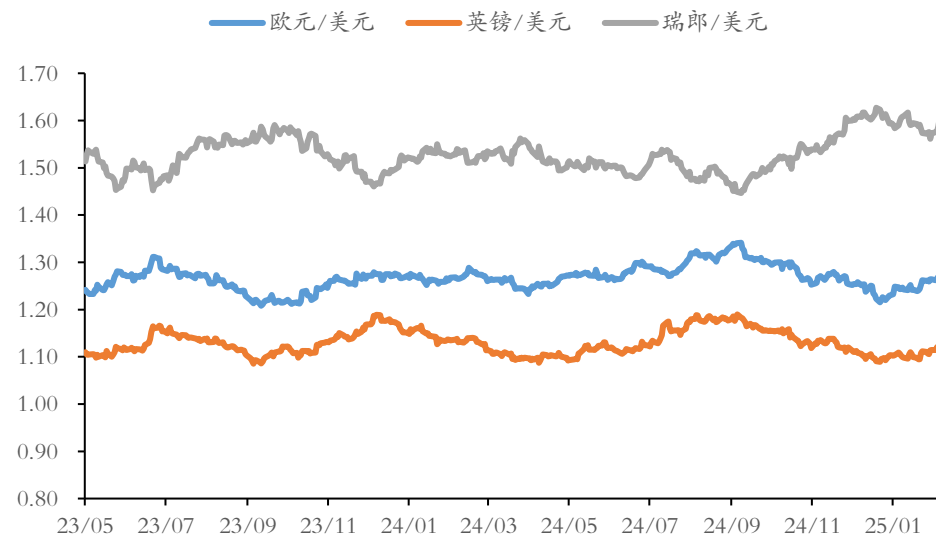


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，美元指数月内走势震荡偏弱，月度涨幅为-0.88%，报收107.56。关税扰动与经济基本面预期变化对美元指数扰动较大。在岸离岸差大幅走阔，离岸人民币兑美元有所承压，美元兑人民币报收7.1738（上月末为7.1698），离岸人民币报收7.2947（上月末为7.2808），其他货币对美元多数走强。

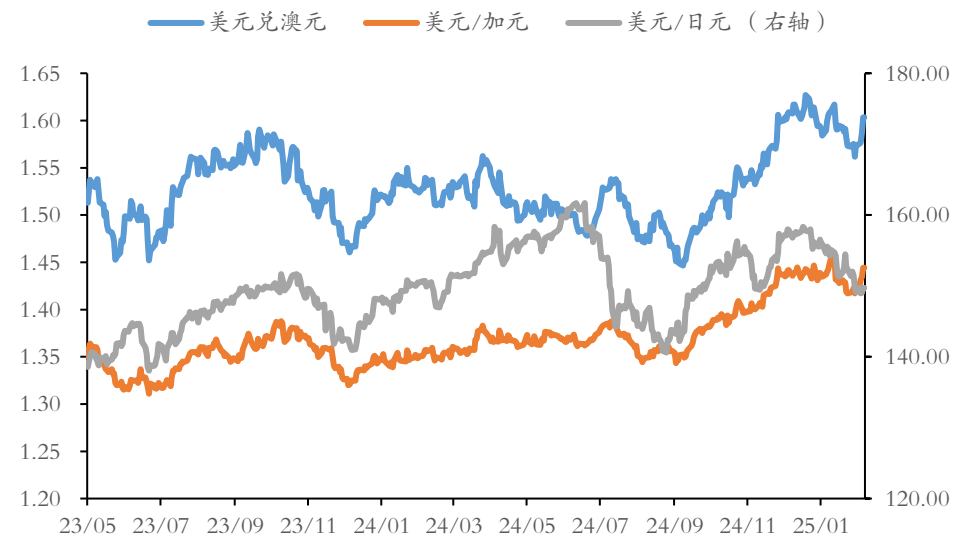
2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 本月欧元/美元涨0.17%报收1.0411，英镑/美元涨1.63%报收1.2628，瑞士法郎/美元涨0.88%报收1.1077，美元/加元跌0.50%报收1.4464，美元/澳元涨0.12%报收1.6113，美元/日元跌2.96%报收150.5090。

2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 市场预期俄乌局势缓和或带来原油额外增量，地缘溢价转弱推动下，国际原油价格重心明显下行，WTI原油和布伦特原油期货价格月度分别下跌5.23%和4.70%。市场正关注OPEC是否会如期推动原油增产，以及美国对伊朗、委内瑞拉等国家制裁的影响，近期油价波动较大。
- 前期关税扰动以及通胀反弹预期，推动黄金避险投资增加，但半月地缘避险需求随之转弱，叠加部分多单止盈平仓，国际金价月内冲高回落，comex黄金本月累计上涨38.6美元，收于2847.9美元/盎司，月度涨幅1.37%。

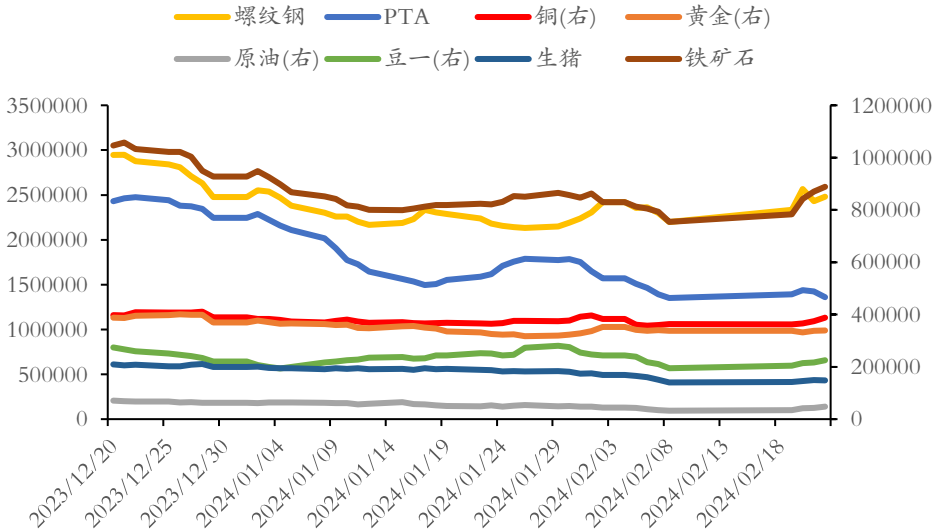
2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

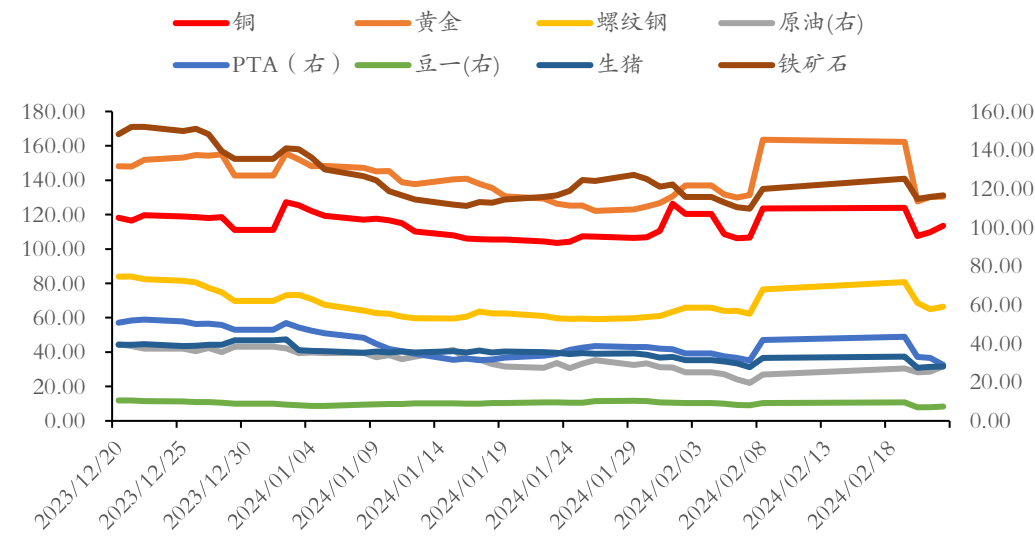


资料来源：WIND，光大期货研究所

➤ 国内期货市场月度资金净流出163.46亿元，大宗商品表现分化，美国关税扰动不确定性持续升温，油脂油料、贵金属与有色板块表现较强。

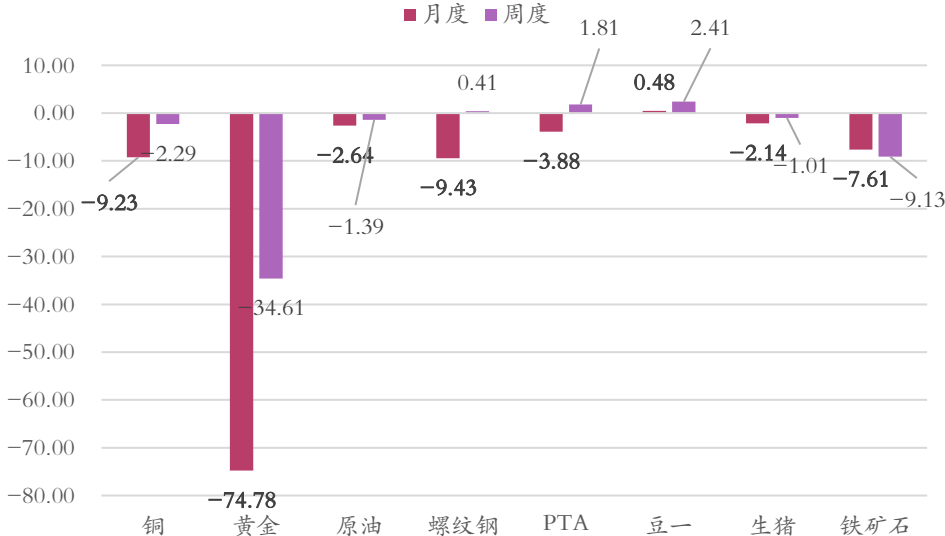
2.4 大宗商品

图表：分品种沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种资金变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

- 月度商品期货市场资金净流出163.46亿元。
- 资金净流出：铜 9.23亿元，黄金 74.78亿元，原油 2.64亿元，螺纹钢 9.43亿元，PTA 3.88亿元，生猪 2.14亿元，铁矿石 -7.61亿元；
- 资金净流入：豆一 0.48亿元。

3.1 下周重点：国内关注中国财新PMI和进出口数据；海外关注美国ISM指数与就业数据

3 星期一	1、中国2月财新制造业PMI（前值50.1） 2、美国2月ISM制造业指数（前值50.9，预期50.5）
4 星期二	1、日本1月失业率（前值2.4%，预期2.4%） 2、欧元区1月失业率（前值6.3%，预期6.3%）
5 星期三	1、美国2月ISM非制造业指数（前值52.8，预期53） 2、美国2月ADP就业人数变动(万人)（前值18.3，预期14.3）
6 星期四	1、欧央行议息会议（三大利率预计下调25bp）
7 星期五	1、中国1至2月进出口数据(待定) 2、美国2月失业率（前值4%，预期4%） 3、美国2月非农就业人口变动(万人)（预期14.3，前值15.8）

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。