

## 多元资产月报（2025年3月）

## AI 创新引领中国资产重估，特朗普政策扰动全球市场

## 证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 WEIWEI170@pingan.com.cn
陈骁	投资咨询资格编号 S1060516070001 CHENXIAO397@pingan.com.cn
刘璐	投资咨询资格编号 S1060519060001 LIULU979@pingan.com.cn
张亚婕	投资咨询资格编号 S1060517110001 ZHANGYAJIE976@pingan.com.cn
郭子睿	投资咨询资格编号 S1060520070003 GUOZIRUI807@pingan.com.cn
郑子辰	投资咨询资格编号 S1060521090001 ZHENGZICHEN160@pingan.com.cn
陈潇榕	投资咨询资格编号 S1060523110001 CHENXIAORONG186@pingan.com.cn
马书蕾	投资咨询资格编号 S1060524070002 MASHULEI362@pingan.com.cn
石艺	投资咨询资格编号 S1060524070003 shiyi262@pingan.com.cn

## 研究助理

校星	一般证券业务编号 S1060123120037 XIAOXING407@pingan.com.cn
靳旭媛	一般证券业务编号 S1060124070018 JINXUYUAN745@pingan.com.cn

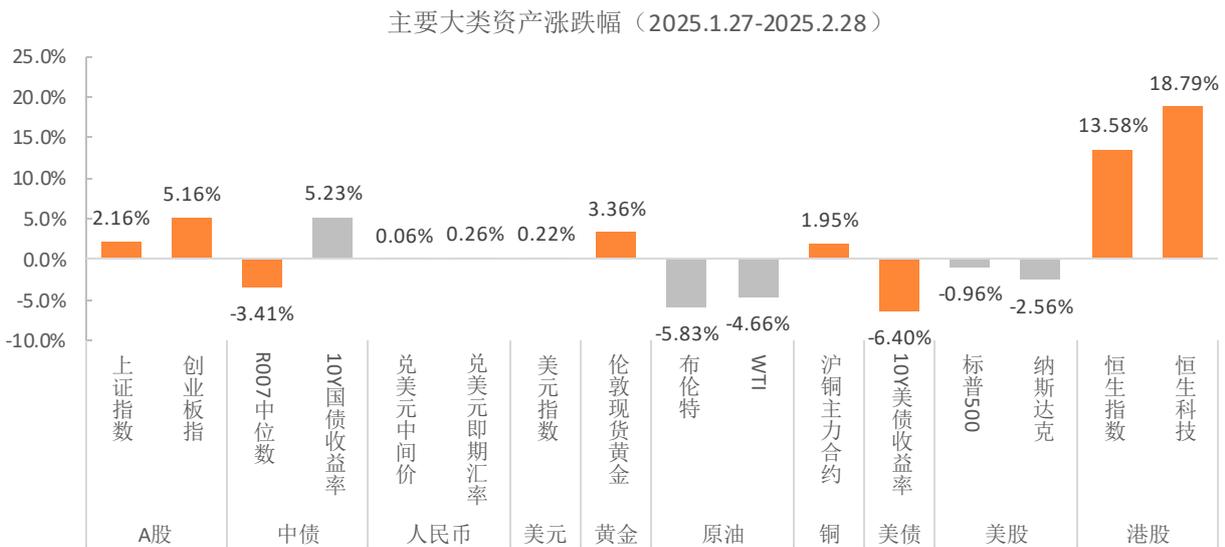


## 平安观点：

- 2月为部分宏观数据空窗期，基本面呈持续修复态势。一是1月社融实现开门红，企业信贷需求大幅改善；二是1月物价略有回升，但仍处弱运行区间；三是春节期间消费冷热不均，文旅热度较高，白酒、汽车表现平淡。政策方面，2月以来中央重点关注民营经济、乡村振兴、能源保障、外商投资、扩大内需等领域，并将提振消费摆到更加突出的位置。国内资产方面，A股市场在DeepSeek驱动下演绎成长风格主导的春季躁动，交易“AI+”行情与两会博弈的顺周期行情两大线索；债市则受到利率债供给放量、风险偏好修复、信贷开门红、同业存单大量到期等因素的影响，市场资金面边际收紧，负carry带动国债收益率曲线熊平；人民币汇率窄幅波动，整体小幅走弱，与美元走势保持较高的一致性。
- 2月境外资产交易逻辑从特朗普交易转向软着陆叙事。2月初美国公布的1月就业数据整体偏强，叠加中旬公布的1月CPI超预期，市场降息预期降温；后伴随部分经济数据转弱，特朗普关税政策复杂多变且不断加码，打击消费者和企业信心，以及减支裁员措施引发市场对就业的担忧，市场降息预期明显升温。在上述背景下，境外资产大体呈现美股、美元高位震荡后下行，美债利率先升后降的格局。具体看，美股受英伟达四季报披露、特朗普关税政策而显著回调；长、短端美债收益率大幅下行且曲线趋于平坦，反映市场对经济下行的担忧；美元指数月末受关税政策影响再度走强。此外，港股受益于Deepseek引发中国科技资产重估、民营企业座谈会、阿里巴巴财报超预期等影响，出现大幅上涨。
- 展望3月，高频和领先经济指标显示生产季节性回升，经济基本面修复持续。一是工业高频数据显示生产普遍恢复，且2月PMI数据显示制造业景气度重回荣枯线上，供需两端均有改善；二是物价高频数据显示生产资料价格指数有所回升，PPI环比跌幅有望收窄；三是地产高频数据显示30个大中城市成交仍低于历史同期均值，且1月房价数据表现平稳，一线环比上涨而二三线环比略降。总体上，2025年2月生产受节后复工影响环比有所回暖，制造业景气水平回升；但物价、地产销售等指标显示基本面修复仍待后续验证。
- 往后看，A股市场进入政策密集观察期与业绩披露期，“两会”之后政策信号将进一步明朗，支持经济增长和市场信心提升，微观层面国产科技创新力量也在进一步崛起，市场在政策和基本面的双重驱动下仍具备上行动能。债市将在3月中下旬进入阶段性拐点的观察窗口，原因在于两会后资金价格大多有所回落，可重点观察央行维稳、投放流动性、权益回落、基本面数据走弱等拐点信号。人民币汇率受到中国经济的恢复程度、市场对2025年中国宽财政的力度预期、中美利差等因素影响，短期或将保持窄幅震荡。

- 展望 3 月，预计美国经济基本面仍有韧性，但逆风因素增多。**一是劳动力市场延续缓慢降温，政府裁员的拖累或将逐步显现；二是薪资增速上行及通胀预期升温，或制约通胀下行。在此背景下，结合美联储会议纪要显示不急于降息，3 月美联储大概率维持利率不变。同时，**特朗普政策及地缘局势将反复扰动市场。**一是特朗普关税政策的范围在国家、产品、类型上均有扩大，其抬高通胀、拖累增长的效果将持续影响市场，且后续关税政策或易出现反复；二是特朗普试图快速推进俄乌谈判，但进程较为波折，相关扰动仍将持续。基于此，**美股或延续震荡下行**，2025 年业绩预期下调、关税政策不确定加大以及市场估值仍较高的背景下，预计美股仍将面临压力。**美债收益率**下行空间有限，主因美债利率本轮回调已较为充分，而美国经济基本面韧性仍在，预计或在 4.2%-4.6% 区间震荡。**港股**短期大幅上涨后港股科技股的全球估值优势仍在，关注科技领域催化剂、两会政策信号，以及特朗普政策扰动，把握结构性机会。COMEX-LBMA 黄金价差逐步收敛，全球黄金贸易异动预计逐步缓和，**金价**预计进入震荡区间。
- 风险提示：**1) 当前政府对于 2025 年宏观政策的积极取向进行了明确定调，但若政策后续的部署和落地低于预期，则可能影响资本市场的整体表现。2) 若后续经济基本面并未出现明显改善，A 股上市公司企业盈利将相应遭受负面影响，人民币汇率的贬值压力将进一步增大。3) 当前货币政策已经明显转向宽松，若后续货币政策再度超预期收紧，A 股市场流动性将面临过度收紧的风险，无风险利率上移，对利率债资产形成调整压力。4) 若特朗普政策出现超预期变化，并对美国经济乃至全球政治经济格局产生重大影响，则可能加剧相关资产价格的波动。5) 若美国经济基本面表现超预期，通胀回落的节奏放缓，甚至在特朗普政策的影响下出现“再通胀”，则可能进一步放缓美联储的降息操作，并进而对境外相关资产造成冲击，也可能加剧国内资产的波动。6) 全球地缘政治冲突加剧，中美关系再起波澜，都可能影响相关资产价格的表现。

图表1 2025 年 2 月主要大类资产表现



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 2 月 28 日

注：利率及汇率指标保留原始口径未做调整；标橙资产为上涨，标灰资产为下跌。

# 正文目录

<b>一、 宏观经济背景</b>	<b>6</b>
1.1 国内经济：经济基本面持续修复，政策关注民营经济	6
1.2 海外经济：美国经济显放缓迹象，特朗普政策扰动市场	9
<b>二、 A股</b>	<b>11</b>
2.1 2月回顾：AI创新引领春季躁动	11
2.2 3月展望：政策与基本面双重驱动	12
<b>三、 固收</b>	<b>13</b>
3.1 2月回顾：资金面收紧带动收益率曲线熊平	13
3.2 3月展望：关注两会后资金面转松的可能性	14
<b>四、 汇率</b>	<b>15</b>
4.1 美元：多空交织下将双向震荡	15
4.2 人民币：短期料将窄幅波动	16
<b>五、 境外市场</b>	<b>17</b>
5.1 港股：估值优势仍在，关注结构机会	17
5.2 美股：高位大幅回调，后续压力仍大	18
5.3 美债：利率进一步下行空间有限	20
<b>六、 大宗商品</b>	<b>21</b>
6.1 黄金：避险情绪边际降温，金价短期或进入震荡阶段	21
6.2 铜：待需求启动，铜价中枢或仍上行	21
6.3 原油：短期基本面偏乐观，关注 OPEC+减产协议结果	22
<b>七、 风险提示</b>	<b>25</b>

# 图表目录

图表 1 2025 年 2 月主要大类资产表现 .....	2
图表 2 2025 年 1 月新增社融各分项同比增量 .....	6
图表 3 2025 年 1 月物价反弹, CPI 同比回升 .....	6
图表 4 2025 年春节档票房收入创历史新高 .....	7
图表 5 1、2 月份乘用车日均销量增速为负 .....	7
图表 6 2 月以来主要政策措施总结 .....	7
图表 7 2025 年 2 月制造业 PMI 指数有所回升 .....	8
图表 8 30 大中城市商品房成交套数低于历史均值 .....	8
图表 9 美国 2024 年 1 月失业率下行至 4.0% .....	9
图表 10 预期 2025 年将于 6 月、9 月分别降息 25BP .....	9
图表 11 特朗普 2 月以来政策及言论汇总 .....	10
图表 12 2 月小盘成长涨幅靠前, 红利继续调整 .....	12
图表 13 2 月 IDC(算力租赁)、AI 算力等概念领涨 .....	12
图表 14 2 月 TMT 板块、机械设备、汽车、钢铁、电力设备行业涨幅靠前 .....	12
图表 15 2 月全 A 日均成交额较上月提高 51.3% 至 1.8 万亿元 .....	13
图表 16 2 月 IRS:FR007:1Y 整体上行约 16BP ( % ) .....	14
图表 17 2 月国债收益率曲线整体熊平 .....	14
图表 18 2 月美元指数高位运行后回落, 月底受关税政策影响而上涨, 收于 107.6 .....	15
图表 19 2025 年 2 月美元指数与人民币汇率窄幅波动 .....	16
图表 20 2025 年 2 月 CFETS 人民币汇率指数回落 .....	17
图表 21 1 月银行结售汇逆差扩大 ( 亿美元 ) .....	17
图表 22 港股 2 月大幅上涨后高位震荡 .....	18
图表 23 2 月恒生指数行业涨跌幅 .....	18
图表 24 2 月国际中介持股占比先升后降 .....	18
图表 25 2 月南向资金流入规模扩大 .....	18
图表 26 美股 2 月高位震荡后下行 .....	19
图表 27 2 月标普 500 行业成份涨跌幅(总市值加权) .....	19
图表 28 标普 500 估值低于近 10 年均值加一倍标准差 .....	20
图表 29 纳斯达克 100 估值略低于均值加一倍标准差 .....	20
图表 30 2 月份美债收益率先升后降 ( % ) .....	20
图表 31 2 月美债 10Y-2Y 期限利差收窄 .....	20
图表 32 COMEX 金&美国实际利率走势 .....	21
图表 33 全球黄金储备及同比增速 .....	21

---

图表 34 美国主要经济指标走势 .....	21
图表 35 SPDR 黄金 ETF 持仓尚处低位 .....	21
图表 36 SHFE 铜收盘价&LME3 个月铜收盘价 .....	22
图表 37 国内铜社会库存走势 .....	22
图表 38 铜精矿现货 TC 持续走低 .....	22
图表 39 铜下游开工率 .....	22
图表 40 原油期货收盘价和美国实际利率走势 .....	23
图表 41 美国原油库存走势 .....	23
图表 42 美国汽油日需求量(千桶) .....	24
图表 43 中国和美国冶油厂开工率 (%) .....	24

## 一、宏观经济背景

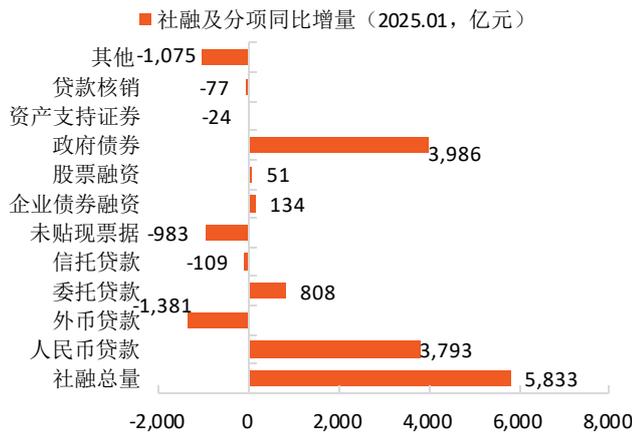
### 1.1 国内经济：经济基本面持续修复，政策关注民营经济

2月为部分宏观数据空窗期，在经济基本面上有以下几点值得关注：

其一，1月社融实现开门红，企业信贷需求大幅改善。1月新增社融约7.06万亿元，同比多增5833亿元，社融存量增速维持在8.0%；12月新增人民币贷款52194亿元，同比多增3793亿元。从结构上看，社融增量延续同比增长态势，信贷实现“开门红”，其中，企业贷款同比多增9200亿元，短贷与中长贷均有显著同比增长，显示企业信贷需求有所恢复。此外，新口径下M1同比增速连续第二个月正增，1月M1同比0.4%，增速受春节季节性影响较前值回落0.8pct。

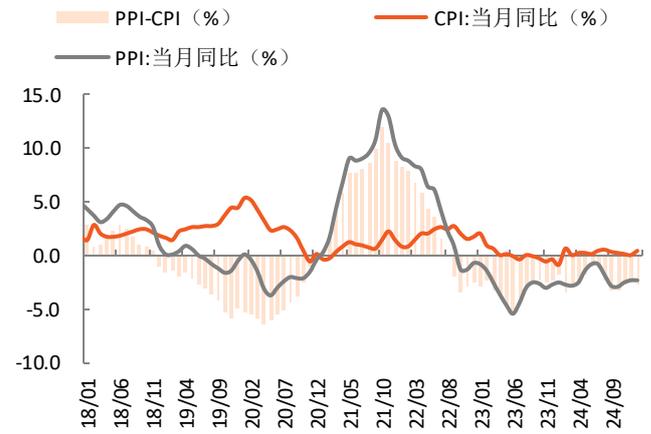
其二，1月物价略有回升，但仍处弱运行区间。CPI同比涨幅回升，春节效应不明显。1月CPI同比0.5%，较上月回升0.3个百分点；环比0.7%，与往年同期相比春节效应不算明显。具体来看，食品CPI环比由降转涨，但涨幅1.3%仍较弱，其中鲜菜、鲜果、水产品（分别环比上涨5.9%、3.3%和2.7%）等价格明显受到春节假期需求提振，而鸡蛋、奶类的市场供给较为充足，价格环比下跌。非食品方面，1月春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格均明显上涨。PPI同比低位震荡，环比降幅略走阔。1月PPI同比-2.3%，跌幅与前一月持平；环比降幅为0.2%（前值-0.1%），尽管国际油价上涨对PPI形成支撑，但春节期间工业生产转淡，油气开采领涨，煤炭采选、黑金冶炼跌幅较大。总体而言，CPI同环比在春节效应下略有反弹，PPI环比在生产淡季降幅扩大，物价仍呈弱势运行。

图表2 2025年1月新增社融各分项同比增量



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

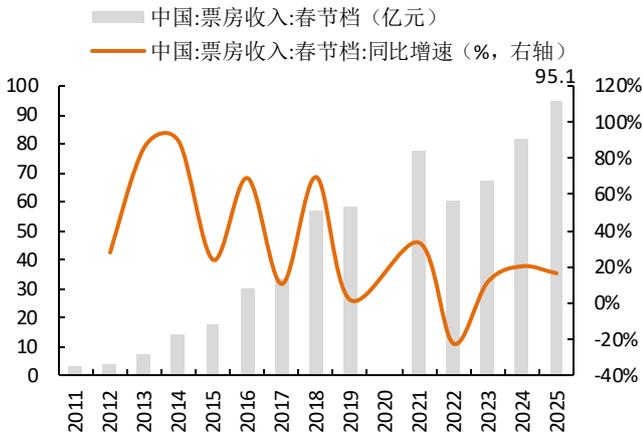
图表3 2025年1月物价反弹，CPI同比回升



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

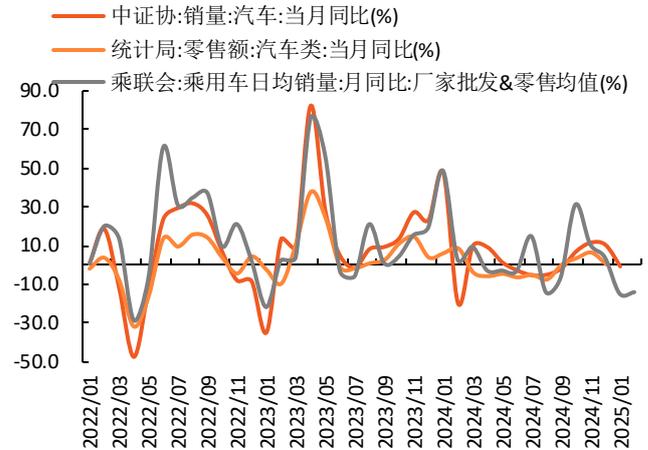
其三，春节期间消费冷热不均，文旅热度较高，白酒、汽车等表现平淡。一是电影票房超预期，多渠道统计春节档电影票房均创历史新高：据Wind统计，春节档票房收入95.1亿元，为历史春节档最高；而据灯塔专业版数据，截至2月24日18时，2025年春节档上映新片总票房（含预售）突破200亿（包含影片在档期结束后持续上映的票房），其中《哪吒之魔童闹海》票房（含预售）突破136.4亿，持续刷新全球单一市场最高票房纪录。二是出行数据显著增长，据文旅部测算，春节假期8天，全国国内出游破5亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770亿元，同比增长7%；三是春节白酒动销仍承压，汽车销售下滑。据渠道调研，2025年春节白酒动销仍有压力但最终平稳过渡，优于此前悲观预期。据乘联会的乘用车日均销量数据，2025年1月和2月乘用车销量同比增速均为负值。

图表4 2025年春节档票房收入创历史新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表5 1、2月份乘用车日均销量增速为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

政策方面，2025年2月中央层面重点关注民营经济、乡村振兴、能源保障、外商投资、扩大内需等领域，并将提振消费摆在更重要的位置。具体来看：

其一，2月17日，民营企业座谈会召开，习近平会上发表重要讲话，强调新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。会议的召开释放出促进民营经济健康高质量发展的鲜明信号，对于激发市场活力、增强发展动力具有重要意义。其二，2月19日，商务部、国家发改委发布《2025年稳外资行动方案》，释放了进一步对外开放的积极信号，加大政策支持力度，积极开展外商投资促进工作和切实解决外资企业关切的问题。其三，2月23日，中共中央、国务院发布中央一号文件《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》，提出健全脱贫攻坚国家投入形成资产的长效管理机制，释放重农强农的强烈信号。其四，2月28日，中共中央政治局会议讨论政府工作报告，强调坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

图表6 2月以来主要政策措施总结

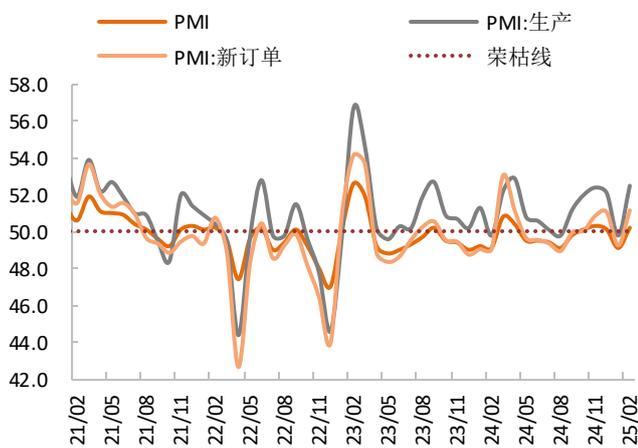
日期	部门	具体政策
2025/2/7	证监会	证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务。《实施意见》聚焦支持新质生产力发展，突出深化资本市场投融资综合改革，增强制度包容性、适应性，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。
2025/2/10	国务院常务会议	国务院总理李强主持召开国务院常务会议，提出提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重，研究提振消费有关工作。李强提出，要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置；要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。
2025/2/17	民营企业座谈会	民营企业座谈会释放出促进民营经济健康发展、高质量发展的鲜明信号，习近平会上发表重要讲话，强调新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。会议的召开对于激发市场活力、增强发展动力具有重要意义。
2025/2/19	商务部、国家发改委	《2025年稳外资行动方案》在“外资24条”等现有政策的基础上，针对外资企业反映的共性问题 and 诉求，从有序扩大自主开放、提高投资促进水平、增强开放平台效能、加大服务保障力度等4个方面，进一步提出了20项政策举措。《行动方案》释放了进一步对外开

		放的积极信号，加大政策支持力度，积极开展外商投资促进工作和切实解决外资企业关切的问题。
2025/2/20	国家发改委、民政部、财政部等	《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》要求“建立促进普惠养老服务高质量发展机制”。大力发展价格可负担、质量有保障、运营可持续的普惠养老服务，针对当前普惠养老服务供需匹配度不高等问题，提出推动服务供给提质扩面、培育发展服务机构、统筹利用存量资产等举措，促进普惠养老服务高质量发展。
2025/2/23	中共中央、国务院	中共中央、国务院发布中央一号文件《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》，提出健全脱贫攻坚国家投入形成资产的长效管理机制。具体看，过渡期结束之后，帮扶政策不会“急刹车”；将制定帮扶项目资产管理办法，健全资产形成、确权移交、管护运营、收益分配等全程监管制度，推动经营性资产保值增效、公益性资产持续发挥作用。
2025/2/27	国家金融监管总局、央行	国家金融监管总局、央行发布《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》，围绕做好绿色金融大文章，聚焦绿色低碳发展重点领域，加大金融支持力度，提升服务质效。一是支持产业结构优化升级，二是支持能源体系低碳转型，三是支持生态环境质量改善和生物多样性保护，四是支持碳市场建设。
2025/2/28	中共中央政治局会议	政治局会议讨论政府工作报告，强调坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

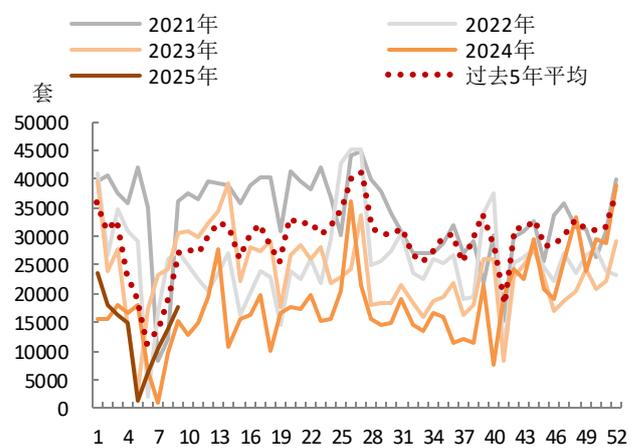
资料来源：中国政府网，证监会，商务部，国家发改委，财政部，央行，国家金融监管总局，国家能源局，平安证券研究所

**展望 2025 年 3 月，高频和领先经济指标显示生产季节性回升，经济基本面修复持续。**其一，从工业高频数据来看，受节后复工影响，石油沥青、电炉、高炉、螺纹钢等大部分工业生产开工率年后大幅上涨，产能利用率也呈普遍上升态势，螺纹钢、线材、铁矿石等价格小幅下降，PO42.5 散装水泥均价小幅回落。其二，从物价高频数据来看，商务部公布的 1 月食用农产品价格指数有所回落（2025 年 2 月环比下降 3.7%，较上月下降 4.3pct），或将带动 CPI 同比小幅度回落；生产资料价格指数（2025 年 2 月环比 0.2%，较上月上涨 3.2pct）较上月明显上涨，预计 2 月 PPI 环比跌幅有所收窄。其三，从 PMI 数据来看，2025 年 2 月制造业 PMI 环比上升 1.1pct 至 50.2%，各分项中，生产指数为 52.5%，比上月上升 2.7 个百分点，表明制造业企业春节后生产活动较快恢复；新订单指数为 51.1%，比上月上升 1.9 个百分点，表明制造业市场需求景气水平回升。此外，非制造业当中，建筑业 PMI 环比上升 3.4pct 至 52.7%，服务业 PMI 环比下降 0.3pct 至 50.0%。其四，从房地产高频数据来看，2025 年 2 月 30 个大中城市商品房成交套数与成交面积略低于 2024 年同期水平以及历史均值水平，与 2023 年同期水平相近。最新公布的 1 月 70 城房价数据表现平稳，一线城市商品住宅销售价格环比继续上涨，二三线城市环比总体略降，基本面修复仍待后续验证。总体而言，2025 年 2 月生产受节后复工影响环比有所回暖，制造业景气水平回升，然而内需改善尚不明显，商品房成交也仍有较大提升空间，基本面的修复仍需时间。

图表7 2025 年 2 月制造业 PMI 指数有所回升



图表8 30 大中城市商品房成交套数低于历史均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 3 月 1 日

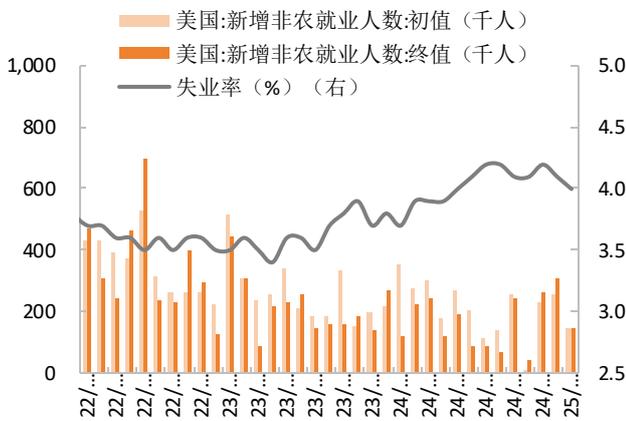
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日  
横轴单位为周

## 1.2 海外经济: 美国经济显放缓迹象, 特朗普政策扰动市场

**2025 年 2 月, 美国就业整体稳健, 通胀粘性持续。**就业方面, 月初公布的 1 月新增非农就业人数 14.3 万人虽不及预期, 但前值上修, 时薪环比增速提升 (从 0.3% 升至 0.5%) 叠加失业率下行 (从 4.1% 降至 4.0%), 指向就业单月增长放缓或受到极寒天气、洛杉矶大火等因素抑制, 整体就业市场仍稳健。通胀方面, 中旬公布的 1 月 CPI 同比 3.0%, 高于预期 2.9% 和前值 2.9%, 为连续 4 个月反弹, 其中既有季节性因素的扰动, 也有服务价格粘性、住房通胀降温缓慢等因素的影响, 打压了市场降息预期; 月末公布的 1 月 PCE 同比小幅回落, 部分缓解了市场对通胀加速的担忧。

**但在多重因素影响下, 部分经济数据已有放缓迹象。**一是零售销售数据走弱。1 月零售销售环比 -0.9%, 显著低于前值的 0.7%, 除受到极寒天气、洛杉矶大火及假日促销结束等偶然因素扰动外, 绝大多数分项增速放缓明显, 或一定程度反映前期的高利率以及特朗普关税等政策的不确定性对消费产生了一定抑制。二是服务业 PMI 回落。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.6%, 部分或因工厂希望抢在关税生效前提升产量, 但作为经济主要驱动的服务业 PMI 初值仅录得 49.7%, 跌至荣枯线下并创 2023 年 1 月以来的新低, 或较早反映了特朗普政策不确定性带来的影响。三是地产销售下滑。1 月成屋销售总数年化 408 万, 低于前值的 429 万户, 高利率环境导致地产销售低迷。在上述背景下, 市场对美联储 2025 年的降息预期有所升温。据 CME 数据, 截至 2025 年 2 月 28 日, 市场预期 2025 年将于 6 月、9 月分别降息 25BP, 降息预期较上月底的年内仅 6 月降息 1 次出现明显升温。

图表9 美国 2024 年 1 月失业率下行至 4.0%



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表10 预期 2025 年将于 6 月、9 月分别降息 25BP

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
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.0%	85.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	13.0%	80.4%	6.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	20.0%	72.7%	5.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.3%	47.5%	37.6%	2.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	21.3%	44.8%	27.9%	1.9%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	10.2%	29.9%	38.6%	18.4%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	12.8%	31.1%	35.9%	16.1%	1.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.7%	4.5%	16.1%	31.9%	32.4%	13.4%	0.9%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.1%	5.7%	17.7%	32.0%	30.4%	12.1%	0.8%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.4%	18.5%	31.9%	29.4%	11.5%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.6%	6.9%	19.1%	31.8%	28.6%	11.0%	0.7%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.7%	7.3%	19.5%	31.7%	28.1%	10.7%	0.7%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.6%	6.8%	18.4%	30.6%	28.4%	12.3%	1.6%
2026/12/9	0.2%	1.4%	6.1%	16.9%	29.1%	28.7%	14.3%	2.9%	0.3%

资料来源: CME, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

### 3 月份, 扰动海外市场最主要的政策变量仍然是特朗普的关税、外交及联邦政府裁员等一系列政策。

其一, 关税政策复杂多变且力度不断加码, 并已对国内居民和企业造成影响。2 月以来特朗普关税政策复杂多变且力度不断加码。根据特朗普在 Truth 平台发表言论, 特朗普政府将于 3 月 4 日按计划对加拿大、墨西哥征收 25% 关税, 同日对中国额外加征 10% 的关税; 于 3 月 12 日将对所有进口钢铁、铝制品征收 25% 关税; 于 4 月 2 日全面实施对等关税计划, 同日对进口汽车、药品和半导体芯片征收 25% 左右的关税。此外, 对欧盟加征 25% 关税、对进口木材和林业产品征收关税的计划尚未明确日期。关税政策的变化已经对美国国内消费者和企业的信心造成了影响。据 2 月密歇根大学消费者调查显示, 消费者信心指数从前值的 71.7 大幅下滑至 64.7, 为 2023 年 11 月以来新低; 对未来 5-10 年的通胀预期从前值的 3.2% 提升至 3.5%; NAHB 的调查也显示建筑商已开始担心成本问题。

其二, 特朗普政府致力于加快推进俄乌停战谈判, 但过程波折。2 月 9 日、2 月 12 日特朗普均与普京就结束俄乌战争的谈

判进行通话，特朗普称谈判取得了进展；2月18日美国国务卿卢比奥与俄罗斯官员在沙特阿拉伯利雅得举行了会谈，并达成广泛共识；2月26日，在经历波折后乌克兰和美国接近达成一项矿产协议；2月28日特朗普与泽连斯基在白宫举行会谈，双方爆发激烈争吵，美乌矿产协议未能签署。

其三，联邦政府减支裁员措施引发市场对就业的担忧。2月以来，联邦政府裁员规模正在扩大，据福克斯新闻2月13日报道，约7.5万名政府员工选择主动离职（2月6日前主动离职可获得8个月的薪资补偿）；据CNN新闻2月26日公布的数据显示，截至目前已有超2.5万政府员工被裁员。同时DOGE逐步扩大对政府支出的审查，据ABC新闻2月19日报道，DOGE称已节省550亿美元的政府开支。政府裁员+政府支出削减的政策，除了影响政府部门之外，也可能对私营部门承包商的就业造成一定影响，这引发了市场对就业的担忧。

图表11 特朗普2月以来政策及言论汇总

发布日期	简要内容	政策性质	政策当前进程
2025/02/01	2月4日起对 <b>加拿大、墨西哥</b> 征收25%关税，并对 <b>中国</b> 征收额外10%关税	行政令	仅对华部分落地
2025/02/03	对 <b>墨西哥、加拿大</b> 的25%关税政策延后至3月4日	行政令	延后
2025/02/03	设立美国 <b>主权财富基金</b> ，命令财部长、商务部长于90天制定关于资金机制、投资策略、基金结构和治理模式的计划。	行政令	90天内提交计划
2025/02/04	特朗普表示美国将“接管”并“拥有” <b>加沙地带</b>	总统言论	未开始实施
2025/02/04	重启对 <b>伊朗</b> 的“极限施压”政策，重点是加强经济制裁	行政令	进行中
2025/02/05	暂时允许对 <b>中国</b> 包裹实行小额免税	行政令	延后
2025/02/05	贝森特称特朗普想要的低利率是10年期美债利率，而非联储政策利率	财长言论	—
2025/02/05	贝森特称特朗普将继续推行“ <b>强美元</b> ”	财长言论	—
2025/02/07	特朗普敦促日本首相石破茂将美国对 <b>日本</b> 的贸易逆差削减至零	总统言论	未开始实施
2025/02/10	对所有 <b>进口钢铁、铝制品</b> 征收25%关税，并取消对部分贸易伙伴的免税配额和豁免政策。	总统宣言	计划3月12日落地
2025/02/10	考虑对 <b>汽车、半导体芯片和药品</b> 征收关税。	总统言论	未开始实施
2025/02/12	特朗普先后与普京、泽连斯基通话	总统言论	进行中
2025/02/13	特朗普提出“ <b>对等关税</b> ”计划	备忘录、总统言论	4月1日前提交计划
2025/02/14	特朗普称 <b>汽车关税</b> 将于4月2日左右实施	总统言论	计划4月2日左右落地
2025/02/14	建立 <b>国家能源主导委员会</b>	行政令	100天内提交计划
2025/02/18	特朗普称如果一个国家认为美国的关税太高，他们所要做的就是降低或终止对美国的关税	总统言论	4月1日前提交对等关税调查结果
2025/02/18	卢比奥称美俄双方就三个目标达成广泛共识	国务卿言论	俄乌谈判仍在进行
2025/02/19	泽连斯基拒绝了美国要求乌克兰提供5000亿美元矿产以偿还美国援助的要求	泽连斯基言论	俄乌谈判仍在进行
2025/02/19	特朗普称正在与俄罗斯进行谈判，并威胁泽连斯基尽快结束战争	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/02/19	结束对 <b>非法移民</b> 的纳税人补贴	行政令	30天内完成调查
2025/02/19	开始 <b>缩减联邦官僚机构</b>	行政令	14天内完成调查
2025/02/19	特朗普支持众议院共和党提出的“ <b>打包预算法案</b> ”	总统言论	正在国会投票
2025/02/20	泽连斯基称与美国特使的会晤“富有成效”	泽连斯基言论	俄乌谈判仍在进行
2025/02/20	马斯克称正在考虑 <b>审计美联储</b>	官员言论	未实施
2025/02/21	限制美国对 <b>中国军工部门</b> 投资、限制中国对美国战略领域投资	备忘录	—
2025/02/21	特朗普称 <b>乌克兰</b> 很快将与美国签署一项矿产协议	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/02/25	商务部长应根据《贸易扩张法》 <b>第232条</b> 启动调查，以确定 <b>所有形式铜进口</b> 对国家安全的影响。	行政令	正在调查
2025/02/25	各机构负责人需在DOGE协助下建立 <b>集中式技术系统</b> ，每月记录、审查合同和拨款，必要时终止或修改。	行政令	正在调查

2025/02/26	美国经济表面之下比经济指标显示的更加脆弱，并誓言通过削减政府支出和监管来“ <b>重振私有化</b> ”增长。	财长言论	减少监管还未实施
2025/02/26	将很快宣布对从 <b>欧盟</b> 进口的汽车以及其他商品征收 <b>25%</b> 的关税。	总统言论	未实施
2025/02/27	原定于3月4日生效的 <b>加拿大、墨西哥 25%</b> 关税将按计划生效，同日 <b>中国</b> 还将被加征 <b>额外 10%</b> 的关税，4月2日的对等关税也将全面生效。	总统言论	未实施
2025/02/27	英国首相基尔·斯塔默尔周四访问白宫，特朗普表示与英国可能促成一项“真正的贸易协议”，因此 <b>英国避免被额外加征关税</b> 。	白宫会谈	—
2025/02/28	特朗普与到访白宫的泽连斯基在媒体前爆发激烈争吵，最终当天联合记者会已被取消， <b>美乌矿产协议暂未签署</b> 。	白宫会谈	俄乌谈判仍在进行
2025/03/01	270 天内商务部长应向总统提交一份关于 <b>木材、木料及其衍生产品进口</b> 是否威胁国家安全的调查结果的报告。	行政令	270 天内完成调查

注：标灰色为实施概率较大的政策。

资料来源：白宫，路透社，彭博，CBS News，Euro News，卫报，平安证券研究所

**展望 3 月，预计经济基本面仍有韧性，但逆风因素增多。其一，劳动力市场延续缓慢降温，政府裁员的拖累或逐步显现；**2 月 Markit 服务业 PMI 就业分项指数初值降至 49.3%，周度初请失业金人数有所反弹，考虑到联邦政府人员申请失业金救济并不会出现在各州申请失业救济的总数中，整体来看，1 月失业率下行并未改变就业缓慢降温的主线，后续几个月政府裁员的拖累或逐步显现。**其二，薪资增速上行及通胀预期升温，或制约通胀下行；**1 月非农数据显示多部门时薪环比增速出现反弹，指向对核心服务通胀的压力仍在，同时特朗普关税政策的不确定性或影响企业、家庭行为，购买前置或导致价格坚挺。在此背景下，结合美联储会议纪要显示不急于降息，3 月美联储大概率维持利率不变，关注点阵图和 GDP、通胀预测变化。

**特朗普关税政策持续加码且反复多变，俄乌从谈判到停火仍需时间，相关扰动将持续。**其一，特朗普关税政策的范围在国家、产品、类型上均有扩大，短期更聚焦于加拿大、墨西哥、中国、欧盟。据 PIIE 估算，不考虑关税报复的情况下，中国额外关税 10%+加拿大、墨西哥征收 25%关税或导致 2025 年 CPI 较基准抬升 0.54pct。若再对欧盟加征 25%关税，由于美国和欧盟互为对方第一大贸易伙伴，则将进一步抬高美国通胀，并压低两国增长。而加征范围更广的对等关税仍需要一段时间调查，特朗普也曾称“如果一个国家认为美国的关税太高，他们所要做的就是降低或终止对美国的关税”，预计对等关税的实施可能更加具有灵活性。综合考虑到通胀对宏观政策的重要性以及特朗普赋予关税的谈判意义，后续关税政策或易出现反复。其二，特朗普试图快速推进俄乌谈判，但进程较为波折，当前谈判主要由美俄推动，后续仍待乌克兰、欧盟进一步接触，预计从推进谈判到最终停火协议的达成仍需时间，不宜低估谈判的复杂性。

## 二、A 股

### 2.1 2 月回顾：AI 创新引领春季躁动

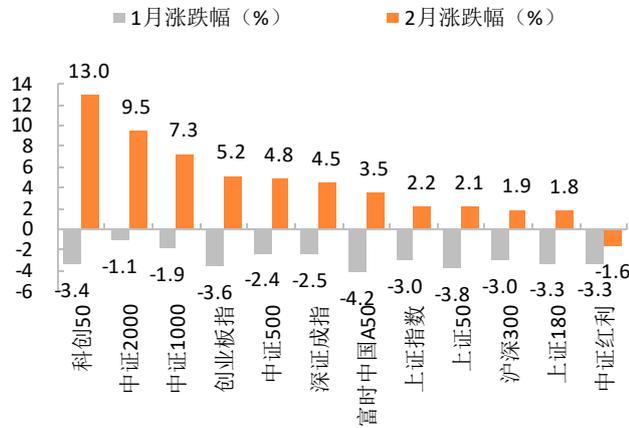
**2 月 A 股市场演绎成长风格推动的春季躁动行情。**2 月 Wind 全 A 上涨 4.7%，小盘成长涨幅靠前，科创 50、中证 2000 指数分别上涨 13.0%、9.5%；红利继续调整，中证红利指数下跌 1.6%。行业方面，TMT 板块领涨，机械设备、汽车涨幅也在 8%以上。概念方面，IDC(算力租赁)、AI 算力、云计算、东数西算指数涨幅超 30%。

**2 月国内宏观资金面紧平衡，但市场成交放量。**宏观流动性来看，全月 10Y 中债收益率上行超 10BP 至 1.8%，主要系 2 月央行并未大量投放流动性，MLF 投放呈现“缩量不缩价”，资金面维持紧平衡，以及年初政府债供给压力、权益市场升温等。市场流动性来看，2 月 A 股成交放量，截至 2025/2/28，全 A 日均成交额录得 1.8 万亿元，较上月增长 52.6%。2 月股票型 ETF 合计净流出 1192.8 亿元，宽基指数 ETF 流出较多，而人工智能、证券、机器人等主题 ETF 呈现净流入。

**2 月 A 股市场主要交易“AI+”行情与两会博弈的顺周期行情两大线索。一是 Deepseek 催化下的“AI+”行情。**以 DeepSeek 的开源策略推动 AI 技术普及和生态重构作为催化主线，叠加海外扰动暂缓，国内春节期间影视、旅游数据表现出色，以及节后流动性释放等作为助推，共同推动 2 月春季躁动行情；起初主要聚焦于算力等上游硬件领域，而后迅速扩散至教育、医疗、金融、消费等各类应用场景，全月计算机行业涨幅达 16.3%，电子、传媒行业涨幅也超 6%。**二是两会政策博弈下的顺周期行情。**两会在即，资金流入政策敏感度较高的顺周期板块，机械设备行业全月上涨 10.7%，主要受益于加力基建、AI+

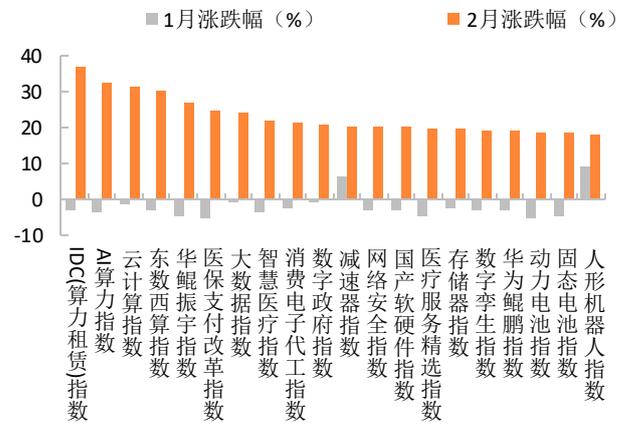
工业机器人、国产替代等逻辑催化；汽车行业上涨 9.2%，主要受益于两新政策、AI 赋能与智驾平权等产业催化；钢铁、电力设备等顺周期板块也受益于经济复苏预期与产业周期共振，分别上涨 7.1%、6.4%。

图表12 2月小盘成长涨幅靠前，红利继续调整



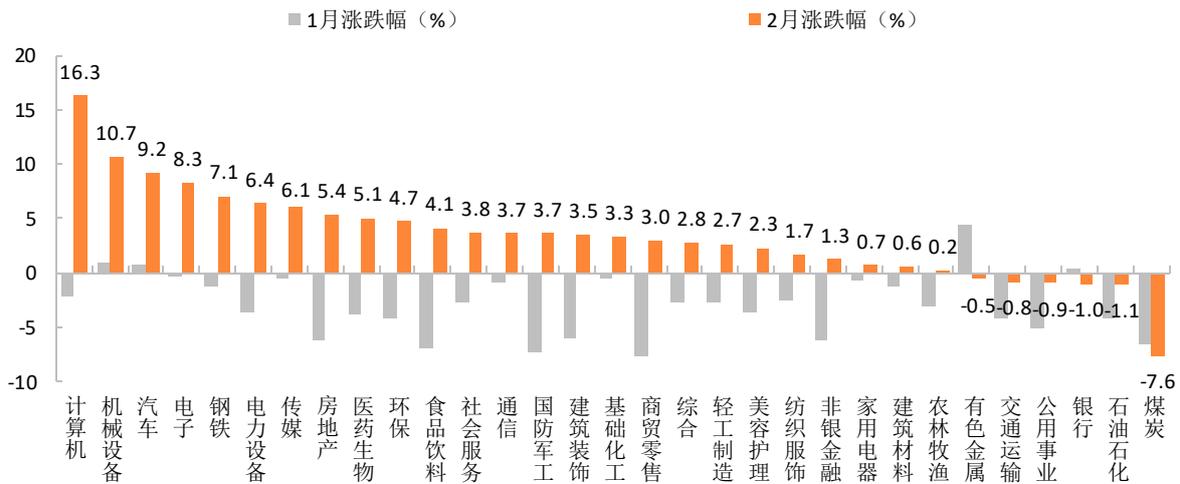
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表13 2月 IDC(算力租赁)、AI 算力等概念领涨



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表14 2月 TMT 板块、机械设备、汽车、钢铁、电力设备行业涨幅靠前



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 2 月 28 日

## 2.2 3月展望：政策与基本面双重驱动

### 3月份的市场交易可能发生哪些变化？

其一，企业盈利上，产业技术变革与政策催化带动实体业绩逐步兑现确认，部分行业有望率先由估值驱动转向盈利驱动。从上市公司业绩来看，截止 2025/2/28，共 3334 家 A 股上市公司公布 2024 年报业绩，披露率 62%，亏损率 40%。可比口径下，全部 A 股 2024 年报归母净利润同比下降 7.6%，通信、农林牧渔、商贸零售、非银金融、电子行业 2024 年报盈利同比增幅超 60%。从盈利预期来看，AI 技术变革与内需复苏是盈利调增板块的主要逻辑，一方面，截至 2025/2/28，电子、计算机、传媒行业 2025 年盈利增速分别上调至 116.3%、82.0%、44.7%，其中计算机上调最多，为 64 个点，二级行业中计算机设备、软件开发的盈利增速上调较多，分别调增至 146.7%、101.1%；另一方面，农林牧渔、纺织服饰、轻工制造、社会服务、美容护理等消费板块 2025 年盈利增速均较 1 月底上调 10 个百分点以上至 30%-100% 区间，二级行业中饲料/农产品加工

/造纸/航空机场/互联网电商/影视院线等细分行业盈利增速较1月底上调50个点以上至100%-200%区间。

其二，经济基本面上，关注两会释放的总量信号，以及扩内需/新质生产力等产业线索。一是总量政策方向进一步明朗，但整体力度超预期空间较小。2025年全国GDP目标预计在5%左右，与去年持平，失业率目标控制在5.5%左右或以内，物价目标预计下调至2%。货币政策预计延续“适度宽松”基调，2025年预计降准两次、降息30-50BP。财政政策预计延续“更加积极”的基调。2025年预算内赤字率预计由3%提高到4%，财政赤字、地方新增专项债、特别国债规模预计均有一定程度增长。地产政策预计聚焦“促进市场止跌回稳”和“构建新发展模式”，核心一线城市政策仍有优化空间，城中村、危旧房改造货币化安置、存量房收储、专项债收地等政策有望细化，地产企稳预期增强。二是产业政策或释放更多细节，重心预计仍在“扩内需”和“新质生产力”。“扩内需”上，“两新”等促消费政策有望继续加码，消费对经济增长的贡献有望进一步提升；“新质生产力”上，科创政策支持力度继续加大，包括AI、高端制造、低空经济、生物技术、量子科技等领域。

其三，流动性环境上，两会后资金面“易松难紧”，降准概率或大于降息。当前货币政策总基调延续去年中央经济工作会议提出的“适度宽松”，但具体降准降息时机上，仍需根据全球经济形势、国内金融市场运行、宽财政配合情况等相机抉择。结合债市日历效应，两会后资金面“易松难紧”，考虑到汇率掣肘与息差压力等因素，降准概率或大于降息。

展望3月份，权益市场进入政策密集观察期与业绩披露期，政策信号将进一步明朗，支持经济增长和市场信心提升，微观层面国产科技创新力量也在进一步崛起，市场在政策和基本面的双重驱动下仍具备上行动能。结构上，建议关注AI产业引领的科技创新（AI算力/AI应用/AI端侧），以及“两会”政策博弈且估值性价比较高的内需消费和部分顺周期板块。

图表15 2月全A日均成交额较上月提高51.3%至1.8万亿元

项目	类型 I	类型 II	指标	2024-12	2025-01	2025-02	2024年2月以来月度表现
资金供给	个人投资者	杠杆资金	融资业务余额(亿元)	18541.1	17645.2	19050.0	
	机构投资者	公募基金	新成立偏股型基金份额(亿份)	372.0	266.8	346.6	
	ETF	ETF	股票型ETF新成立发行份额(万份)	135.8	85.1	201.4	
资金需求	IPO		首发募集资金规模(按发行日统计,亿元)	91.1	47.7	17.0	
	再融资		增发募集资金规模(按发行日统计,亿元)	676.6	177.9	128.7	
	限售股解禁		当月限售股解禁规模(亿元)	2553.2	2453.1	5452.5	
	产业资本减持		重要股东净减持规模(亿元)	207.3	99.7	140.7	
	股票回购		股票回购规模(亿元)	85.0	126.2	85.7	
市场成交	全A成交量		日均成交量(亿股)	1444.6	1043.9	1363.5	
	全A成交额		日均成交额(亿元)	16111.3	12054.8	18401.6	
	全A换手率		区间日均换手率(%)	4.4	3.3	4.4	

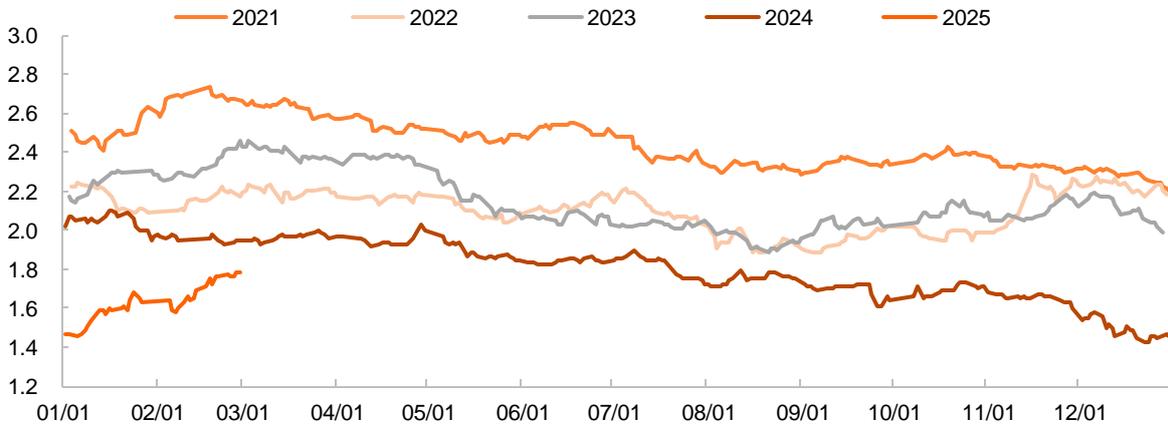
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

### 三、固收

#### 3.1 2月回顾：资金面收紧带动收益率曲线熊平

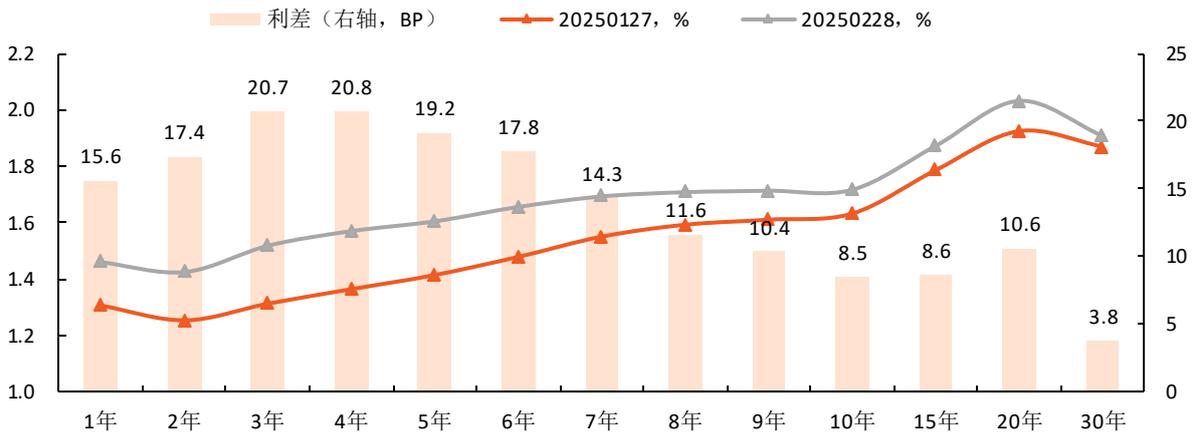
2月资金面边际收紧，负carry带动收益率曲线熊平。受政府削减支出、关税和地缘政治的不确定性影响，年初美国企业的乐观情绪逐渐消失，滞胀压力显现。与此同时，deepseek带来的外资看多A股情绪进一步强化，风险偏好修复。国内方面，1-2月受到利率债供给放量、风偏修复、信贷开门红、同业存单大量到期一等因素的影响，资金面持续收紧。2月IRS:FR007:1Y上行16BP，全月DR007中枢位于政策利率以上56BP的水平。资金面偏紧的状态下，负carry带动收益率曲线熊平，截至2月28日，1Y国债收益率全月上升16BP至1.50%，10Y国债收益率全月上升9BP至1.72%，市场杠杆率降至106.32%的历史极低水平。

图表16 2月 IRS:FR007:1Y 整体上行约 16BP (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表17 2月国债收益率曲线整体熊平



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

### 3.2 3月展望：关注两会后资金面转松的可能性

**利率：**关注两会后资金面转松的可能性。2022-24 年我们曾经历过三轮市场调整引发赎回负反馈，触发因素是宽信用预期+资金面收敛，本轮并未看到信用利差明显走阔，理财规模可能也未有回落，但 2 月以来利率调整幅度已经比肩前三轮负反馈时期，一方面意味着赔率有所改善，另一方面需关注赎回风险。调整结束的信号是央行维稳&投放流动性&权益回落、基本面数据走弱。3 月中下旬可能是债市阶段性拐点的观察窗口：1) 基本面数据落地。2) 科技股四季报发布，如果股指向上突破纠结，支持债券。3) 疫情以后，央行鲜有超过连续 2 个月收紧资金面，两会后资金价格大多有所回落。近期美国基本面数据边际走弱，美元不强，我们预计央行有一定概率投放流动性，3-4 月降准的概率比较高。风险点在于央行对此前债市超涨的关注&对汇率压力的关注，2023 年 8-11 月央行曾连续四个月收紧流动性，这种小概率情景下我们建议右侧入市或根据点位赔率分批入场。

**信用：**建议关注中高等级短债的机会。目前信用利差水平仍明显低于 2024 年 12 月高点，且前期无风险利率上行较多，因此后续信用债还有补跌的压力。信用利差重新压缩可能还需要资金面配合，或信用利差又回到 2024 年 12 月高点附近。目前我们更推荐分位数较高的中高等级短久期债，待入场机会到时再拉久期。

**公募 REITs：REITs 情绪较佳，但估值优势不明显。**无风险收益率下行带动现金流稳定的红利类资产上涨，REITs 的交投情绪较佳，2025 年 2 月 REITs 日均成交额较 1 月再度放大；增量资金入市节奏加快，中国人寿等成立有限合伙投资于 REITs，可投金额或达 52 亿元。展望后续，急涨之后 REITs 整体估值优势不明显，基本面也暂无明显改善，当前建议把握结构性机会。一是关注一级项目的机会；二是伴随着高估值和业绩隐忧，稳定板块涨幅相对放缓，建议关注稳定板块之外，业绩相对较好的个券。

**可转债：可转债整体跟随权益上涨的弹性下降，关注 TMT 板块机会。**DeepSeek 带动的 TMT 板块的行情预计仍在进行时，权益市场现阶段可能处在顺风期。但可转债目前估值水平中等偏高、上涨弹性下降，博取整体收益的难度提升，相对于可转债整体  $\beta$ ，择券带来的  $\alpha$  机会可能更突出。择券上，一是建议参与 TMT 板块的可转债，二是选择对权益上涨更敏感的高价 & 低溢价率策略。

## 四、 汇率

### 4.1 美元：多空交织下将双向震荡

**2 月美元指数高位运行后回落，月末受关税扰动再度反弹。**月初以来的美国就业数据偏强、通胀粘性导致市场降息预期回落，美元指数高位运行；而后，美国部分经济数据走弱，及美俄元首通话后俄乌谈判加速推进，驱动美元转为下行。此外，2 月 23 日德国大选落地，预计一直限制德国财政支出的“债务刹车”限制有望迎来微调，提振市场对欧元区经济修复的信心，也对美元形成压制。2 月底，特朗普重申将于 3 月 4 日按计划对加拿大、墨西哥征收 25% 关税，同日对中国额外加征 10% 关税，美元指数再度反弹，截至 2 月 28 日收于 107.6。

**展望 3 月，我们认为美元指数多空因素交织，可能呈现双向震荡。**支撑美元的因素包括，特朗普的关税政策依然具有较大不确定性，2 月 27 日晚，特朗普宣布对墨西哥和加拿大的关税将于 3 月 4 日实施。信息公布后，美元指数反弹。不利因素则包括，美国经济已出现降温信号，由马斯克领导的政府效率部门（DOGE）在削减财政开支方面进展迅速，这会加大市场对美国经济下行的担忧。过去两年，美国经济保持韧性的一个重要支撑来自财政的大规模扩张。自特朗普就任以来，采取的无论是关税还是削减开支政策，都具有一定的紧缩效应，而对经济利好的减税和降息则推迟执行。此外，俄乌谈判进程等地缘政治风险的变化也将持续对美元形成扰动。

图表18 2 月美元指数高位运行后回落，月底受关税政策影响而上涨，收于 107.6



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2025 年 2 月 28 日

## 4.2 人民币：短期料将窄幅波动

2025年2月人民币汇率窄幅波动，整体小幅走弱。2月人民币兑美元即期汇率由上月末的7.27小幅走弱到7.28左右，贬值0.14%，全月人民币汇率在7.25至7.30之间波动。同期，美元指数先升后降，全月在106至108之间窄幅波动，整体小幅走弱；CFETS人民币汇率指数由上月末的100.7小幅下行至99.6。人民币的中间价保持在7.17左右，人民币中间价与上日收盘价依然保持分化。

从月内走势来看，人民币走势与美元走势保持较高的一致性。在2月上旬，美元指数反弹至108.3，人民币兑美元汇率也走弱到7.31左右；此后美元指数震荡下行，2月下旬，美元指数回落至106.3，人民币兑美元汇率回到7.25左右。美元指数的走弱源于：1) 美国经济出现降温信号，2月密歇根大学消费者信心指数终值连续第三个月下跌，2月标普服务业PMI初值49.7，为25个月以来首次跌破荣枯线，而同时欧洲经济边际改善；2) 春节过后，以港股为代表的新兴市场经济体股票表现好于美国股市，全球风险偏好提升。往后看，如前所述，我们认为美元指数在多空因素交织影响下，更可能双向震荡。

人民币短期料将保持窄幅震荡。当前人民币走势将受到多方面因素的影响，包括中国经济的恢复程度、市场对2025年中国宽财政的力度预期、中美利差以及特朗普新政府的关税外交政策等。从基本面来看，当前中国经济正在缓慢恢复，但中美负向利差还在高位，2025年1月银行代客结售汇逆差规模扩大，银行间外汇市场的供求显示人民币仍然存在一定贬值压力。特朗普宣布对墨西哥和加拿大加征关税的时间提前，也在一定程度加大了市场担忧可能会对中国采取再次加征关税的举措，特朗普关税政策的不确定性会降低全球市场的风险偏好，加大汇率的贬值压力。不过，也不必对人民币汇率过于担忧，一方面，3月即将召开的全国“两会”有望延续2024年中央经济工作会议积极宽松的基调，预计2025年全国GDP目标设定在5%左右，经济仍有望缓慢修复；另一方面，2024年底央行召开四季度货币政策委员会例会，调整第三季度的“强化预期引导，增强汇率弹性”为“增强外汇市场韧性，稳定市场预期”“坚决防止形成单边一致性预期并自我实现”“坚决防范汇率超调风险”，充分向外界传达了稳定汇率的决心，事实上，央行也有充足的工具保持人民币汇率稳定。

图表19 2025年2月美元指数与人民币汇率窄幅波动



资料来源：WIND, 平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

图表20 2025年2月CFETS人民币汇率指数回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表21 1月银行结售汇逆差扩大(亿美元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

## 五、 境外市场

### 5.1 港股：估值优势仍在，关注结构机会

2月份，受益于 Deepseek 引发中国科技资产重估、民营企业座谈会、阿里巴巴财报超预期等因素影响，港股大幅上涨。国内方面，部分经济指标稳中向好，1月金融数据显示社融信贷开门红表现较好，2月制造业 PMI 有所回升。消息面上，2月17日民营企业座谈会召开；2月19日国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会；2月21日阿里巴巴财报显示业绩与资本开支均超预期，提振市场情绪。海外方面，海外流动性边际转松，支撑港股上行。此外，特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录试图加强中美间投资审查，以及宣布将额外对华加征 10% 关税等事件对港股形成扰动，但未逆转上行趋势，月内港股创本轮行情以来新高。

资金面上，2月南向资金流入规模进一步扩大，外资流入后部分获利了结。南向资金方面，截至2月28日，南向资金净买入规模为 1528 亿港元，较1月的 1256 亿港元进一步扩大。从行业来看，主要流向非必需性消费业、金融业、资讯科技业。外资方面，从港股中介持股比例变动情况来看，月初以来国际中介持股占比变动均为正，指向外资持续流入，在2月21日恒生科技指数单日大幅上行 6.5% 后，国际中介持股占比变动转负，部分外资转为流出，指向外资流入主力以交易和被动资金为主，波动较大。

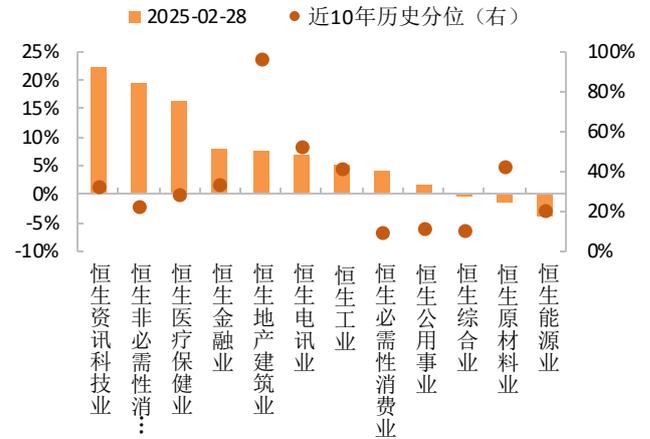
整体来看，2月恒生指数中科技相关的资讯科技业、非必需性消费业、医疗保健业领涨，能源业、原材料业、综合业下跌。2月恒生指数、恒生科技指数、恒生中国企业指数、恒生高股息指数月内分别上涨 13.43%、17.88%、14.02%、3.67%。分行业看，科技相关的资讯科技业(22.49%)、非必需性消费业(19.59%)、医疗保健业(16.34%)领涨，而能源业(-3.94%)、原材料业(-1.35%)、综合业(-0.27%)出现下跌。

图表22 港股2月大幅上涨后高位震荡



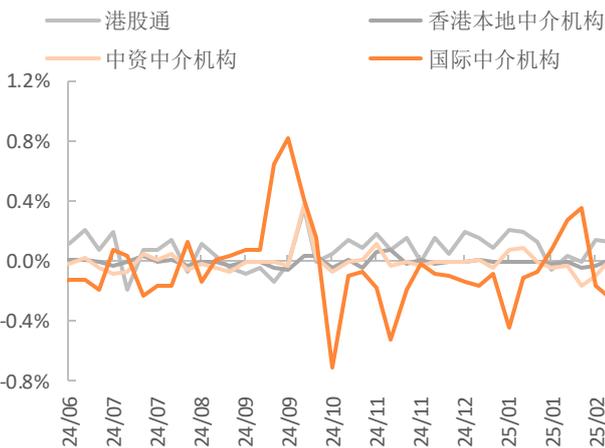
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表23 2月恒生指数行业涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表24 2月国际中介持股占比先升后降



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表25 2月南向资金流入规模扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

**展望3月, 大幅上涨后港股科技股估值优势仍在, 关注科技领域催化剂、两会政策信号, 以及特朗普政策扰动。**其一, 虽然港股经历大幅上行, 但恒生科技指数估值仅略高于近10年均值减一倍标准差, 在全球比较下港股估值优势仍在。当前限制中国资产估值中枢上移的主要因素仍是盈利水平, 若后续科技领域催化剂(尤其是企业盈利)能持续涌现, 结构性机会有望继续增加。其二, 关注两会政策信号, 若总量政策超预期则有望催化当前落后的顺周期板块补涨, 若低于预期市场或将面临阶段性获利了结带来的压力。其三, 后续特朗普对华关税、投资限制等政策不确定性仍较大, 或对港股形成扰动。

**结构配置方面, 建议关注三大主线:**一是受益于AI产业催化AI算力与应用方向, 尤其是盈利有所改善的龙头互联网; 二是两会博弈下价值板块或有补涨机会; 三是红利资产, 特朗普政策扰动持续以及国内政策定力较强的大环境, 决定了红利类资产中长期仍有配置价值。

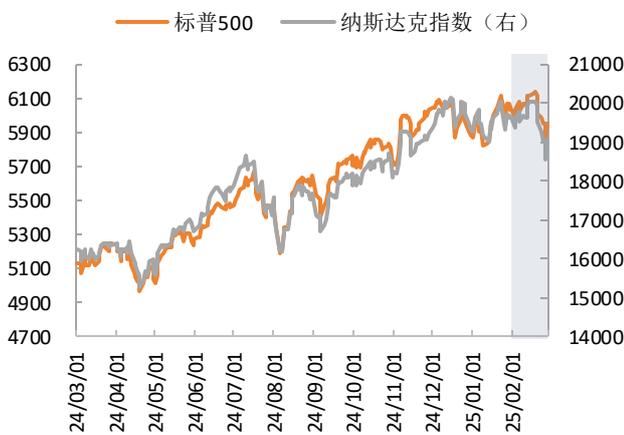
## 5.2 美股: 高位大幅回调, 后续压力仍大

**2月份, 美股受经济数据先强后弱、四季报披露、特朗普关税政策的因素影响, 高位震荡后下行。**其一, 月内经济数据先强后弱, 市场“美国例外论”的担忧情绪在风险资产中蔓延, 美股从高位震荡转为下行; 其二, Deepseek引发市场对科技巨头的资本开支、业绩转化与股价上行这一逻辑的担忧情绪, 放大对相关消息的影响, 拖累科技板块。据路透社报道, 2月21

日有消息称微软正在取消部分数据中心租赁，指向建设 AI 基础设施的过程中可能存在供应过剩的情况。对此，微软公司发言人表示公司正在战略性调整基础设施，仍将保持资本支出增长。受此影响，数据中心相关公司股价下跌明显。2月26日盘后英伟达业绩发布，尽管其营收与业绩指引均超预期，但增速放缓以及毛利率或承压使得英伟达2月27日股价大幅下行8.5%；其三，2月27日特朗普称3月4日对加拿大、墨西哥、中国的关税将落地，叠加近期美国部分经济数据转弱，市场担忧贸易摩擦或对经济造成负面影响，加大美股波动。

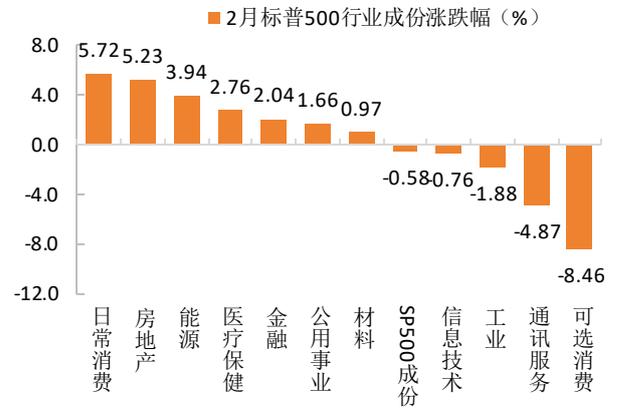
整体来看，2月受关税政策以及科技行业资金博弈影响，工业、科技相关板块下跌，日常消费、房地产板块领涨。截至2月28日，月内标普500、纳指、道指分别下跌1.42%、3.97%、1.58%。分板块看，受特朗普关税政策扰动，由于美国自墨西哥、加拿大以及中国进口的商品主要聚焦于工业制品、可选消费品以及原材料等领域，月内可选消费板块领涨（-8.46%），工业板块下跌1.88%。此外，科技行业资金博弈加大，相关的通讯服务、信息技术板块分别下跌4.87%、0.76%。日常消费（5.72%）、房地产（5.23%）、能源（3.94%）则涨幅居前。

图表26 美股2月高位震荡后下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表27 2月标普500行业成份涨跌幅(总市值加权)

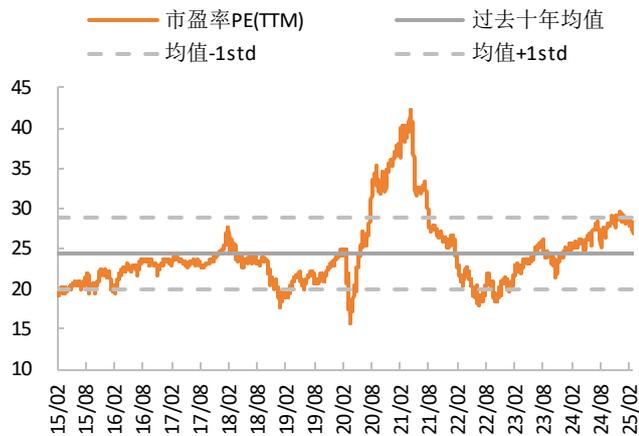


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

展望3月，在2025年业绩预期下调、关税政策不确定加大以及估值仍较高的背景下，预计美股将面临压力，延续震荡下行。其一，据Factset数据，截至2月28日标普500指数2025年盈利增速预期为11.7%，较2024年9月30日的13.7%有所下调，仅略高于2024年盈利增速预期的10.7%。其二，特朗普关税政策不确定性较大，相关的可选消费、工业行业拖累或持续。其三，尽管当前美股已部分回调，但从估值来看美股依然处于相对高位。多重因素作用下，预计短期美股仍有较大压力，或延续震荡下行。

行业配置方面，建议关注医疗保健以及顺周期板块。医疗保健板块方面，医疗或受益于AI技术的进一步发展，Factset数据显示2025年医疗保健行业公司盈利增速预期有一定上修，同时该板块当前估值相对合理，兼具防御属性，在美股回调时易获得超额收益。顺周期板块方面，本轮美联储降息仍在进行中，市场将逐步从仅受益于分母端的资产转向分子端将迎来盈利修复的资产，顺周期板块或将有机会。同时特朗普政策更倾向于支持传统行业，包括扩大基建等，随着其政策在2025年逐步推进，中期来看顺周期板块盈利或将有所改善。

图表28 标普 500 估值低于近 10 年均值加一倍标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表29 纳斯达克 100 估值略低于均值加一倍标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

### 5.3 美债：利率进一步下行空间有限

2 月份，受美国经济数据先前后弱，及中长期供给担忧缓解等影响，美债收益率先升后降。月初以来美债收益率受偏强的就业数据、超预期的通胀数据影响而走高，整体延续特朗普交易特征；后伴随部分经济数据降温，市场开始担忧特朗普减支裁员等政策对经济的负面影响，叠加财长贝森特表示暂不考虑在发行中增加中长期债务比例，市场对债务供给的担忧亦有所缓解，导致美债收益率明显回落。截至 2 月 28 日，2 年、10 年期美债收益率分别较上月底的 4.22%、4.58% 下降 23BP、34BP 至 3.99%、4.24%，10 年期美债与 2 年期美债利差较上月底的 36BP 回落至 25BP，收益率曲线趋于平坦反映了市场对未来经济下行的担忧。

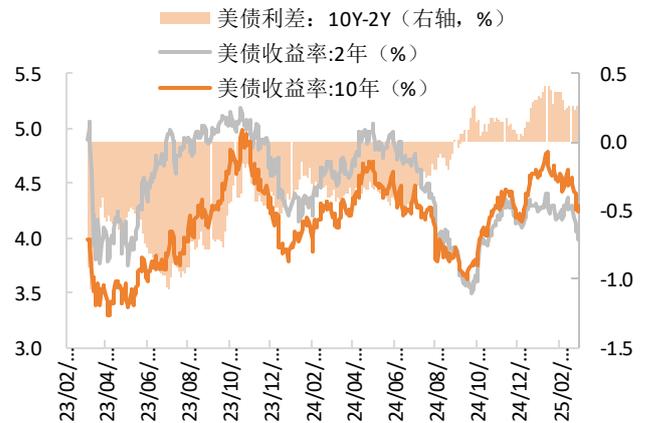
展望 3 月，美债利率充分回调后进一步下行空间或有限，或在 4.2%-4.6% 区间震荡。当前市场对年内的降息预期回到特朗普交易前的两次，考虑到美国经济基本面韧性仍在，美联储货币政策表态偏鹰，美债利率回调已较为充分，预计进一步下行空间或有限，更多或在 4.2%-4.6% 间震荡。

图表30 2 月份美债收益率先升后降 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表31 2 月美债 10Y-2Y 期限利差收窄



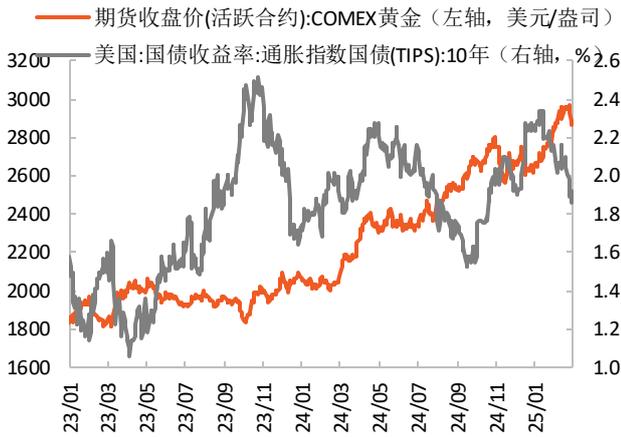
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

## 六、 大宗商品

### 6.1 黄金：避险情绪边际降温，金价短期或进入震荡阶段

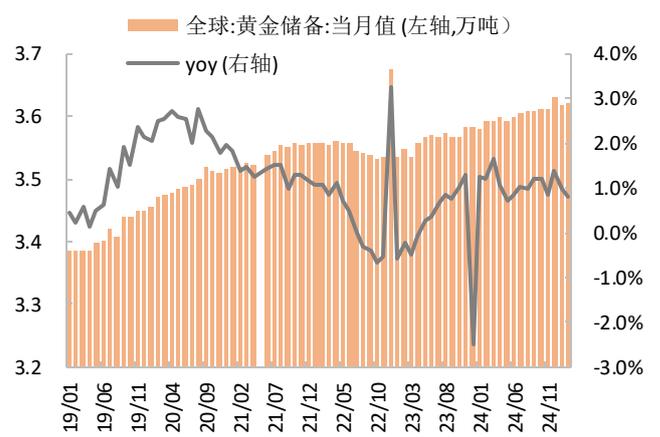
2月份，金价震荡运行。截至2月28日，COMEX金活跃合约环比上涨1.3%至2673.90美元/盎司；本月SPDR黄金ETF持仓环比增加39.61吨至904.38吨，全球黄金储备同比增加286吨至3.62万吨。宏观经济面，1月美国失业率环比下降0.1个百分点至4.0%，1月美国制造业PMI50.9，环比上涨0.7个百分点；非制造业PMI52.8，环比下降1.3个百分点。1月金价新高后，2月进入高位震荡阶段。

图表32 COMEX金&美国实际利率走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

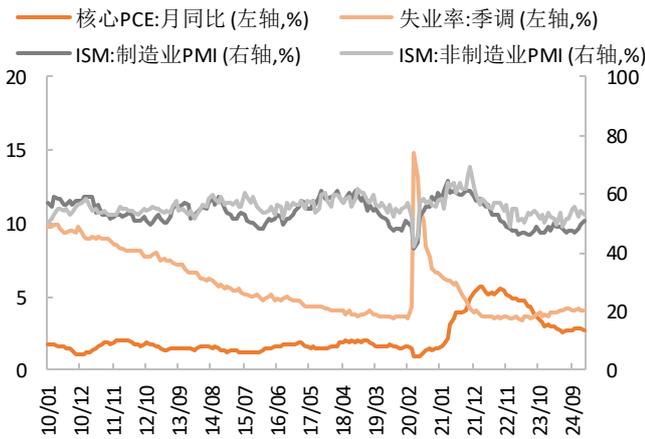
图表33 全球黄金储备及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

展望3月，黄金或持续高位震荡格局。短期来看COMEX-LBMA黄金价差逐步收敛下，全球黄金贸易异动预计逐步缓和。海外地缘政治局势短期边际缓和迹象显现，避险情绪或暂时降温；此外，黄金市场对于特朗普关税政策前期已有相对充分的计价，叠加金价冲高后，部分资金止盈需求上升，预计黄金短期或进入震荡阶段。

图表34 美国主要经济指标走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

图表35 SPDR黄金ETF持仓尚处低位



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

### 6.2 铜：待需求启动，铜价中枢或仍上行

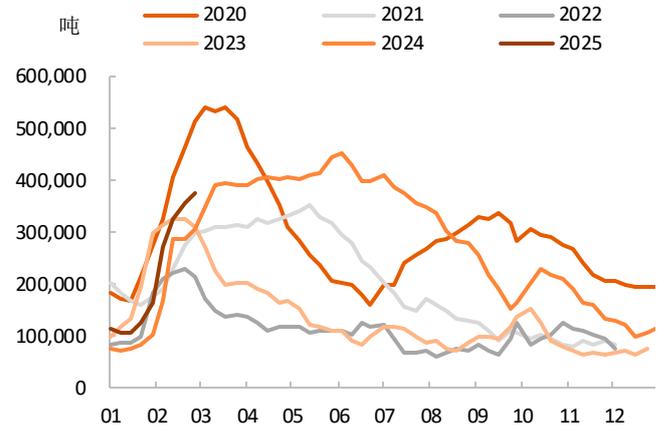
2 月份，需求季节性走弱，铜价震荡走高。截至 2 月 28 日，LME 铜主力合约上涨 3.3% 至 9361 美元/吨。从基本面来看，截至 2 月 27 日国内铜社会库存达 37.61 万吨，较 1 月 27 日累库 21.03 万吨，呈季节性累库表现。据 SMM，2 月 28 日进口铜精矿指数报-14.4 美元/吨，加工费环比下跌 12.2 美元/吨，加工费创新低。基本面来看，下游节后开工率仍待进一步回暖，上游方面铜精矿加工费仍维持低位水平，铜价震荡走高。

图表36 SHFE 铜收盘价&LME3 个月铜收盘价



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表37 国内铜社会库存走势



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

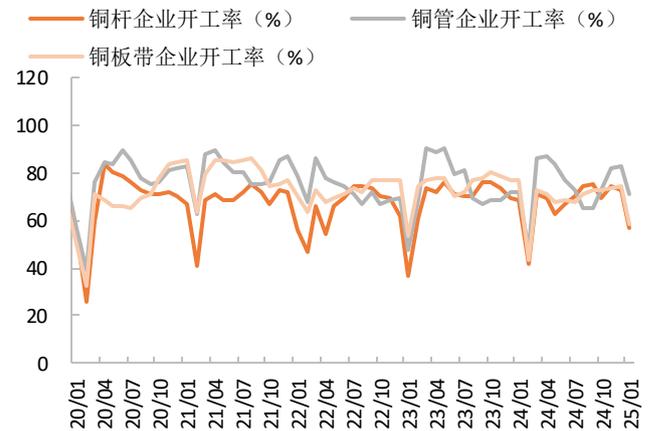
展望 3 月，待需求启动，铜价中枢或仍上行。短期来看，国内下游需求仍处于节后复苏阶段，待下游需求拐点显现。中期来看，1 月美国制造业 PMI 环比增长至 50 以上，制造业回暖有望提振工业金属需求。美国二次通胀仍有抬升风险，铜价支撑仍强。此外矿端加工费持续走低，供给刚性逻辑加速印证。铜价中枢或将逐步抬升，建议关注铜板块长期机会。

图表38 铜精矿现货 TC 持续走低



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

图表39 铜下游开工率



资料来源: SMM, 平安证券研究所; 数据截至 2025 年 2 月 28 日

### 6.3 原油：短期基本面偏乐观，关注 OPEC+减产协议结果

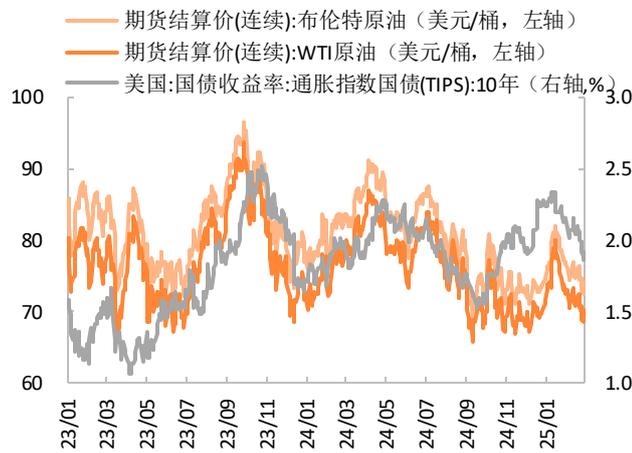
2025 年 2 月，油价呈现震荡下跌走势。截至 2025 年 2 月 28 日，WTI 原油期货结算价较上月末下跌 3.82%，布伦特原油期货结算价较上月末下跌 4.66%。原油价格走势偏弱，主要受到地缘政治风险缓和、下游累库、美国经济出现走弱信号等多重因素的影响。

**其一，地缘局势方面，俄乌地缘风险缓和。**2月18日，俄罗斯和美国代表团在沙特阿拉伯首都利雅得举行会谈，双方已同意任命谈判团队“结束乌克兰冲突”；2月24日，美国在安理会提出的决议与早些时候在联大提出的决议草案一致，即呼吁迅速结束冲突，并进一步敦促乌克兰和俄罗斯之间实现持久和平，美俄就乌克兰问题的谈判进展顺利，双方将很快在利雅得进行第二次会谈；2月地缘风险有降温迹象，其对油价的支撑减弱。

**其二，基本上，原油供给过剩预期缓解，但下游仍呈累库迹象。**2月17日消息，OPEC+正考虑推迟原定于4月开始的一系列月度供应增加行动，旨在支撑油价；此外，美国财长表示将致力于让伊朗石油出口从目前的150-160万桶/日回到10万桶/日的水平，美国对伊朗油制裁加严部分缓解原油供应过剩预期。实际基本面情况：美国商业原油在高产量和下游炼厂较低开工率情况下呈累库状态，但随着炼油设备检修量的减少，月末重新转为去库，而下游汽柴和航煤等成品油呈累库迹象；中国汽柴产销相对稳定，山东炼厂开工率因俄油和伊朗油受制裁影响而偏低运行。

**其三，宏观经济方面，美国消费者信心下行。**据美国世界大型企业研究会2月25日发布数据，2月美国消费者信心指数显著下降7点至98.3，预期指数下跌9.3点至72.9，该指数降至80之下通常是经济将出现衰退的信号，同时消费者对未来一年的通胀预期从5.2%升至6%，这增加了市场对收入前景、商业和就业市场环境的担忧。

图表40 原油期货收盘价和美国实际利率走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

图表41 美国原油库存走势

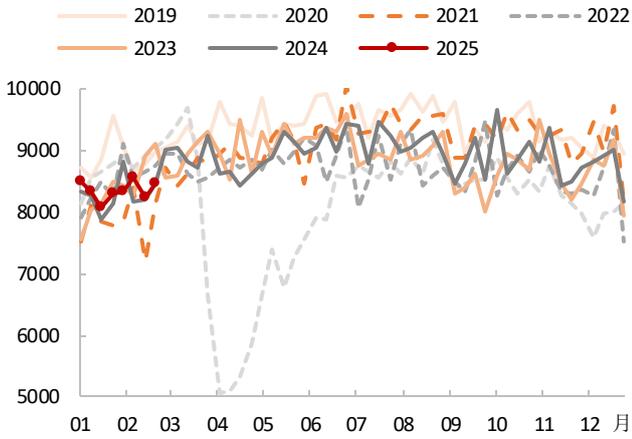


资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年2月28日

**展望3月，OPEC+可能继续延长减产支撑油价，关注供应端边际扰动。**地缘冲突方面，特朗普政府致力于加快推进俄乌停战谈判，但过程波折。2月28日特朗普与泽连斯基在白宫举行会谈，双方爆发激烈争吵，美乌矿产协议未能签署；由此看地缘政治局势后续演绎仍有不确定性，这可能持续对油价形成扰动。基本上，欧佩克要在3月5日至7日敲定4月的产量，但迄今尚未达成共识，原因是制裁和关税的不确定，其中，阿联酋和俄罗斯希望推进增产，但包括沙特阿拉伯在内的其他成员国赞成推迟行动，伊拉克表示尽管希望库尔德斯坦地区在两天之内恢复石油出口销售，但仍将恪守OPEC+石油配额政策，这意味着美国需要寻找新的供应增加来缓解其对伊朗持续加严的制裁，短期内供应减少的风险对油价起到支撑作用。此外，美国国务卿鲁比奥表示正在提供外交政策指导，以终止所有在拜登任内批准的石油和天然气许可证，这些许可证资助了委内瑞拉总统马杜罗的政权，美国较大概率会对委内瑞拉原油实施更严的制裁，从而导致全球重油供应有所收紧。

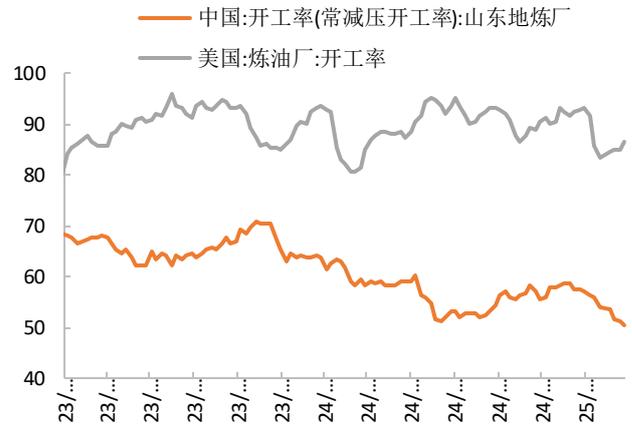
总体看，地缘政治风险仍有变数，供应端扰动仍然频繁，同时炼厂检修减少和原油加工量回升可能带来需求端回暖，基本上暂偏乐观，后续重点需关注地缘局势的变化、OPEC+是否决定继续延长减产协议，以及俄罗斯和伊朗油出口的实际情况。

图表42 美国汽油日需求量(千桶)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

图表43 中国和美国炼油厂开工率(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年2月28日

## 七、风险提示

1. 国内政策落地低于预期。当前政府对于 2025 年宏观政策的积极取向进行了明确定调，但若政策后续的部署和落地低于预期，则可能影响资本市场的整体表现。
2. 国内宏观经济修复不及预期。在前期一系列稳增长政策密集出台的背景下，若后续经济基本面并未出现明显改善，A 股上市公司企业盈利将相应遭受负面影响，人民币汇率的贬值压力将进一步增大。
3. 当前货币政策已经明显转向宽松，若后续货币政策再度超预期收紧，A 股市场流动性将面临过度收紧的风险，无风险利率上移，对利率债资产形成调整压力。
4. 特朗普政策出现超预期变化。特朗普新一轮任期正式开启，从上任至今的表现看，特朗普政策、言论呈现反复变化的特征，并易对资本市场形成扰动。若其政策出现超预期的变化，并对美国经济乃至全球政治经济格局产生重大影响，则可能加剧相关资产价格的波动。
5. 美联储降息节奏超预期放缓。如果美国经济基本面超预期、通胀回落的节奏进一步放缓，甚至在特朗普政策的影响下出现“再通胀”，则可能进一步放缓美联储的降息操作，并进而对境外相关资产造成冲击，也可能加剧国内资产的波动。
6. 全球地缘政治冲突加剧，中美关系再起波澜，都可能影响相关资产价格的表现。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层