

期货研究报告

金融研究

宏观月报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

警惕季节性

报告日期：

2025年3月4日

报告内容摘要：

◆国内：2月处于经济数据真空期，部分已出炉的数据也会受到春节等季节性效应影响，基本面整体较难捕捉。但根据以往经验，在前期较弱的基础上，即使一个月数据出现回暖，也不能就此断定基本面出现明显改善，我们需要观察到数据的持续好转才能下定论。两会政策超预期的概率很小，只要符合预期其实就是一种利好，目前仍可以该思维对待。

◆国外：进入3月后，特朗普的对外政策很可能继续变化，对美指继续形成扰动。但预期扰动程度将进一步下降。2月下半月，随着零售数据、服务业PMI、密歇根大学消费者信心指数超预期回落，有关美国经济走弱、美国经济不例外等观点占据上风。目前来看，这种风气不太可能短时间内快速变化，预期3月整体仍以此观点为主。但我们想要强调的是美国经济的下行之路应该是非常缓慢的，任何加速的行情演进都只是围绕整体趋势波动而已。

◆大类资产走势展望

股	注重防守
债	可能迎来转机
汇	震荡为主
黄金	逢低多为主

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

目录

一、 国内：数据真空期，两会预期发酵	3
二、 国外：特朗普关税政策反复，美国经济下行	4
三、 大类资产走势展望	5
(一) 股：注重防守	5
(二) 债：可能迎来转机	6
(三) 人民币汇率震荡为主	7
(四) 黄金：逢低多为主	8

表目录

表 1：各大外资投行预测	4
表 2：特朗普关税政策跟踪	4

图目录

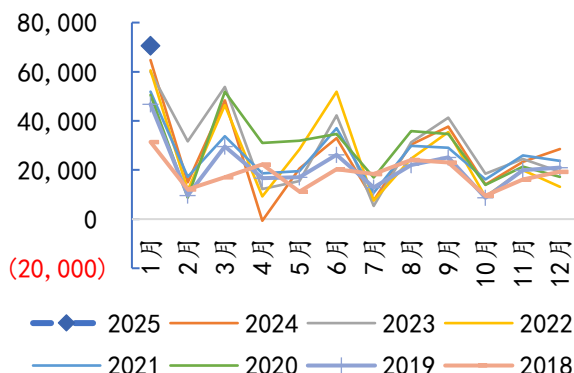
图 1：社融超季节性（亿元）	3
图 2：人民币信贷超季节性（亿元）	3
图 3：制造业 PMI 增幅拆解	3
图 4：大小企业分化	3
图 5：美国经济整体下行	5
图 6：亚特兰大 GDPNow 指数跌破 0	5
图 7：股指季节性（自上而下分别为上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000）	6
图 8：资金利率保持高位（%）	6
图 9：央行持续净回笼（亿元）	6
图 10：2 月利率曲线上移	7
图 11：央行对汇率的支撑力量减弱	8
图 12：央行持续购金	9

一、国内：数据真空期，两会预期发酵

2月处于经济数据真空期，部分已出炉的数据也会受到春节等季节性效应影响，基本面整体较难捕捉。但根据以往经验，在前期较弱的基础上，即使一个月数据出现回暖，也不能就此断定基本面出现明显改善，我们需要观察到数据的持续好转才能下定论。

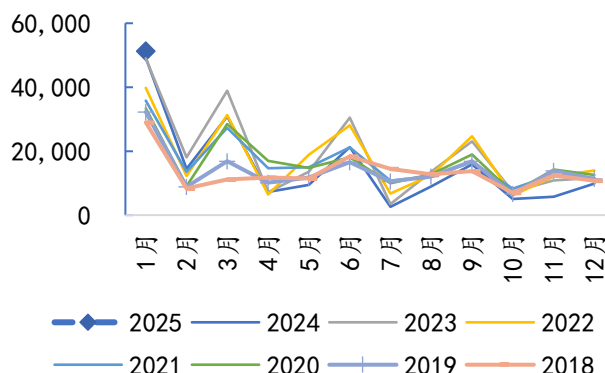
譬如1月社融信贷数据超预期，为历史最高值。但我们不能就此论定经济已有明显起色。根据历史经验，1月银行“开门红”操作下，信贷通常表现较好，加之四季度货币政策例会，央行表态要“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，社融信贷超预期背后更可能的原因还是在于政策引导。

图 1：社融超季节性（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：人民币信贷超季节性（亿元）

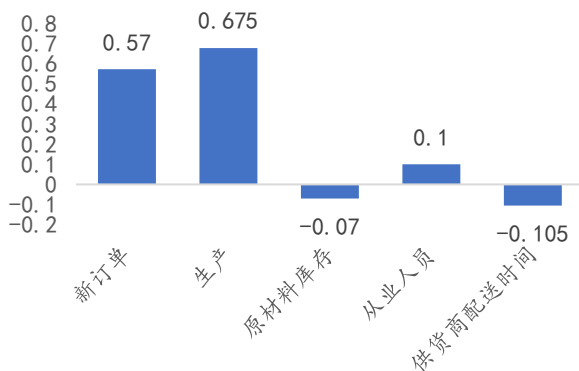


资料来源：Wind 信达期货研究所

2月制造业 PMI 较 1 月上升 1.1 个百分点至 50.2%，生产分项和新订单分项都有大幅上升，但这些基本也是春节效应的结果，从数值本身来看，50.2%并不算强。且生产经营活动预期指数反而较 1 月有所回落。

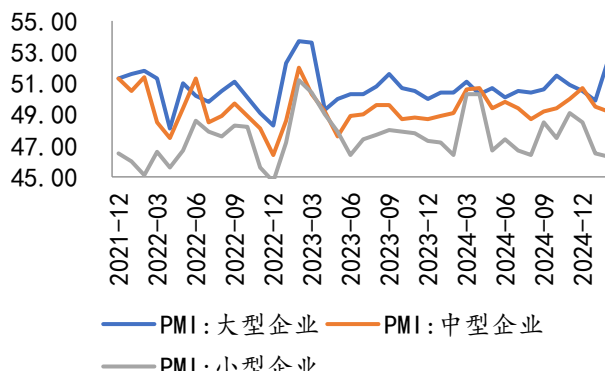
分企业类型来看，大小企业分化严重。小企业复工较慢，大企业复工较早，造成了二者差距的拉大。

图 3：制造业 PMI 增幅拆解



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：大小企业分化



资料来源：Wind 信达期货研究所

2月，尽管 AI 等新经济发酵，但老经济层面并没有多大的带动，整体变化不大。

受 3 月两会即将召开影响，消息面上会有比较多的猜测。目前整体预期还是以下组合：5% 左右的 GDP 增速目标，2% 左右的 CPI 增速目标，4% 的财政赤字率以及 2 万亿左右的特别国债。之前我们说过两会政策超预期的概率很小，只要符合预期其实就是一种利好，目前仍可以该思维对待。

表 1：各大外资投行预测

预测机构	GDP 增速目标	CPI 增速目标	财政预算赤字率	特别国债	降息幅度
花旗集团	5%左右	2%左右	4%左右	1.5 万亿	50 个基点
瑞银	5%左右	2%-3%	4%左右	2.5-3 万亿	30-40 个基点
美银证券	5%左右	2%左右	至少 3.8%	2.2 万亿	不超过 30 个基点
高盛	5%左右	2%左右	4%	2.5 万亿	
汇丰	4.5%-5%	2%左右	4%	2.5 万亿	30 个基点
野村	5%左右	2%左右	4%	1.3 万亿	

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

二、国外：特朗普关税政策反复，美国经济下行

自特朗普 1 月 20 日就任美国总统以来，其关税政策就受到瞩目。特朗普也不负所望，不断在关税政策上做文章，甚至于反复横跳，阴晴不定。市场情绪一开始基本上围绕特朗普政策展开，但后期市场开始有所厌倦，关税的影响力度逐渐减弱。

表 2：特朗普关税政策跟踪

日期	政策内容
2025-01-20	签署行政令，宣布考虑对墨西哥和加拿大进口商品征收 25%关税，计划 2 月 1 日实施
2025-01-30	确认计划于 2 月 1 日实施对墨、加 25%关税，并考虑将石油列入征税范围
2025-02-01	正式签署行政令，对墨西哥全部商品和加拿大非能源类商品征收 25%关税，加拿大能源类商品加征 10%关税
2025-02-03	宣布暂缓关税措施 30 天，原定生效日推迟至 3 月 4 日
2025-02-10	宣布对所有进口钢铁和铝产品加征 25%关税，取消部分贸易伙伴的免税配额和豁免政策
2025-02-13	白宫宣布关税政策延迟至 4 月 1 日实施
2025-02-14	决定征收“对等关税”，要求贸易伙伴关税税率与美国一致，重点针对税率差额大的国家
2025-02-26	宣布自 4 月 2 日起对墨西哥全部商品和加拿大非能源类商品征收 25%关税，并计划对欧盟加征关税

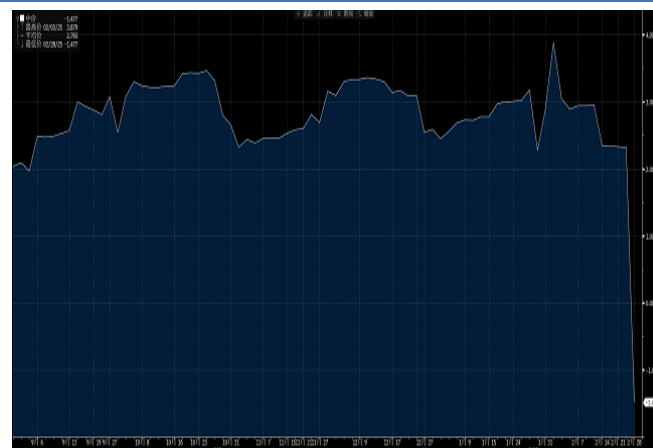
资料来源：根据新闻整理 信达期货研究所

进入 3 月后，特朗普的对外政策很可能继续变化，对美指继续形成扰动。但预期扰动程度将进一步下降。

美国经济方面，2 月下半月，随着零售数据、服务业 PMI、密歇根大学消费者信心指数超预期回落后，有关美国经济走弱、美国经济不例外等观点占据上风。目前来看，这种风气不太可能短时间内快速变化，预期 3 月整体仍以此观点为主。但我们想要强调的是美国经济的下行之路应该是非常缓慢的，任何加速的行情演进都只是围绕整体趋势波动而已。

图 5：美国经济整体下行


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：亚特兰大 GDPNow 指数跌破 0


资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一)股：注重防守

我们对于 2025 年的整体基调判断是股债双牛，主要基于经济基本面难以在年内看到明显的起色，即经济的向上弹性不足。在基本面偏疲弱的状态下，政策端应有作为，特别是货币政策。流动性保持充裕的场景将令股票分母端受益，债券的利好则更加直接。

具体来看，我们发现近几年股指市场呈现一定的季节性。2 月在政策预期中上涨，3 月两会后，短期内没有政策预期，加之基本面无起色，整体反而呈现下跌趋势。今年两会超预期的可能性也较低，月度来看，股票市场还是需要注重防守。

图 7：股指季节性（自上而下分别为上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2025	-3.77%	2.14%	0.00%										2025
2024	-3.09%	7.05%	0.07%	2.04%	-0.08%	-2.73%	-0.81%	-1.69%	17.99%	-4.44%	-0.31%	2.28%	2024
2023	6.55%	-2.52%	-2.75%	0.59%	-6.89%	-0.05%	6.47%	-5.39%	-0.13%	-3.81%	-1.89%	-1.68%	2023
2022	-6.73%	0.88%	-5.91%	-3.23%	0.28%	8.72%	-8.70%	-1.09%	-5.49%	-12.04%	13.53%	1.10%	2022
2021	1.99%	1.17%	-5.79%	-1.36%	4.56%	-4.15%	-10.46%	-1.14%	3.23%	2.20%	-3.12%	3.44%	2021
均值	-1.01%	1.74%	-2.88%	-0.49%	-0.53%	0.45%	-3.37%	-2.33%	3.90%	-4.52%	2.05%	1.29%	均值

2025	-2.99%	1.91%	0.00%										2025
2024	-6.29%	9.35%	0.61%	1.89%	-0.68%	-3.30%	-0.57%	-3.51%	20.97%	-3.16%	0.66%	0.47%	2024
2023	7.37%	-2.10%	-0.46%	-0.54%	-5.72%	1.16%	4.48%	-6.21%	-2.01%	-3.17%	-2.14%	-1.86%	2023
2022	-7.62%	0.39%	-7.84%	-4.89%	1.87%	9.62%	-7.02%	-2.19%	-6.72%	-7.78%	9.81%	0.48%	2022
2021	2.70%	-0.28%	-5.40%	1.49%	4.06%	-2.02%	-7.90%	-0.12%	1.26%	0.87%	-1.56%	2.24%	2021
均值	-1.37%	1.85%	-2.62%	-0.51%	-0.12%	1.36%	-2.75%	-3.01%	3.38%	-3.31%	1.69%	0.33%	均值

2025	-2.38%	4.84%	0.00%										2025
2024	-13.49%	13.83%	-1.13%	2.93%	-2.44%	-6.89%	-1.14%	-5.06%	23.80%	2.75%	-0.84%	-2.16%	2024
2023	7.24%	1.09%	-0.28%	-1.55%	-3.10%	-0.81%	1.49%	-5.73%	-0.85%	-2.86%	0.30%	-2.09%	2023
2022	-10.58%	4.15%	-7.71%	-11.02%	7.08%	7.10%	-2.48%	-2.20%	-7.18%	1.63%	6.01%	-4.74%	2022
2021	-0.33%	0.29%	-1.73%	3.70%	3.75%	1.18%	-0.60%	7.21%	-2.09%	-1.14%	3.28%	1.47%	2021
均值	-3.91%	4.84%	-2.17%	-1.48%	1.32%	0.15%	-0.68%	-1.44%	3.42%	0.10%	2.19%	-1.88%	均值

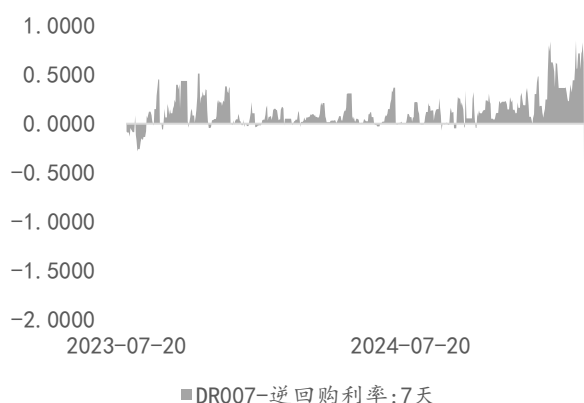
2025	-1.87%	7.26%	0.00%										2025
2024	-18.72%	11.69%	1.81%	1.03%	-2.59%	-8.58%	-0.14%	-5.31%	23.32%	7.14%	1.18%	-3.74%	2024
2023	8.34%	2.21%	-1.15%	-2.22%	-2.40%	0.62%	-1.31%	-6.32%	-0.42%	-1.80%	1.86%	-3.18%	2023
2022	-12.95%	6.41%	-8.73%	-15.32%	10.79%	10.11%	1.74%	-5.15%	-9.27%	2.74%	4.73%	-4.68%	2022
2021	-5.15%	0.34%	-0.51%	1.41%	6.77%	3.95%	2.52%	6.42%	-4.18%	-0.27%	9.06%	-0.55%	2021
均值	-6.07%	5.58%	-1.72%	-3.78%	3.14%	1.53%	0.70%	-2.59%	2.36%	1.95%	4.21%	-3.04%	均值

资料来源：Wind 信达期货研究所

（二）债：可能迎来转机

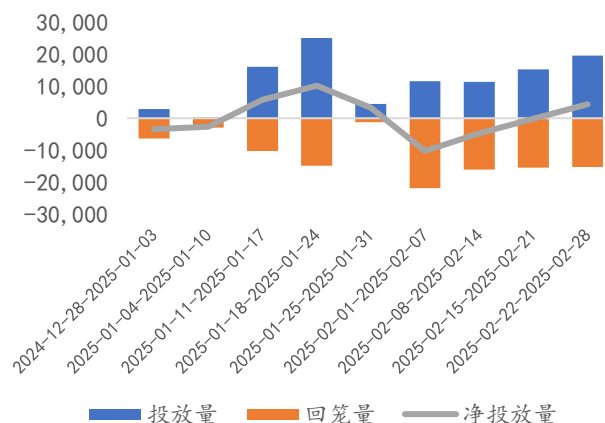
春节后，市场预期资金面可能转松，但事实并非如此。事后来看，资金利率持续高企，资金成本高于长久期债券票面利率。负 carry 状态下，债市持续调整。加之两会政策预期扰动，股债跷跷板效应持续，债市调整力度较大。

图 8：资金利率保持高位（%）



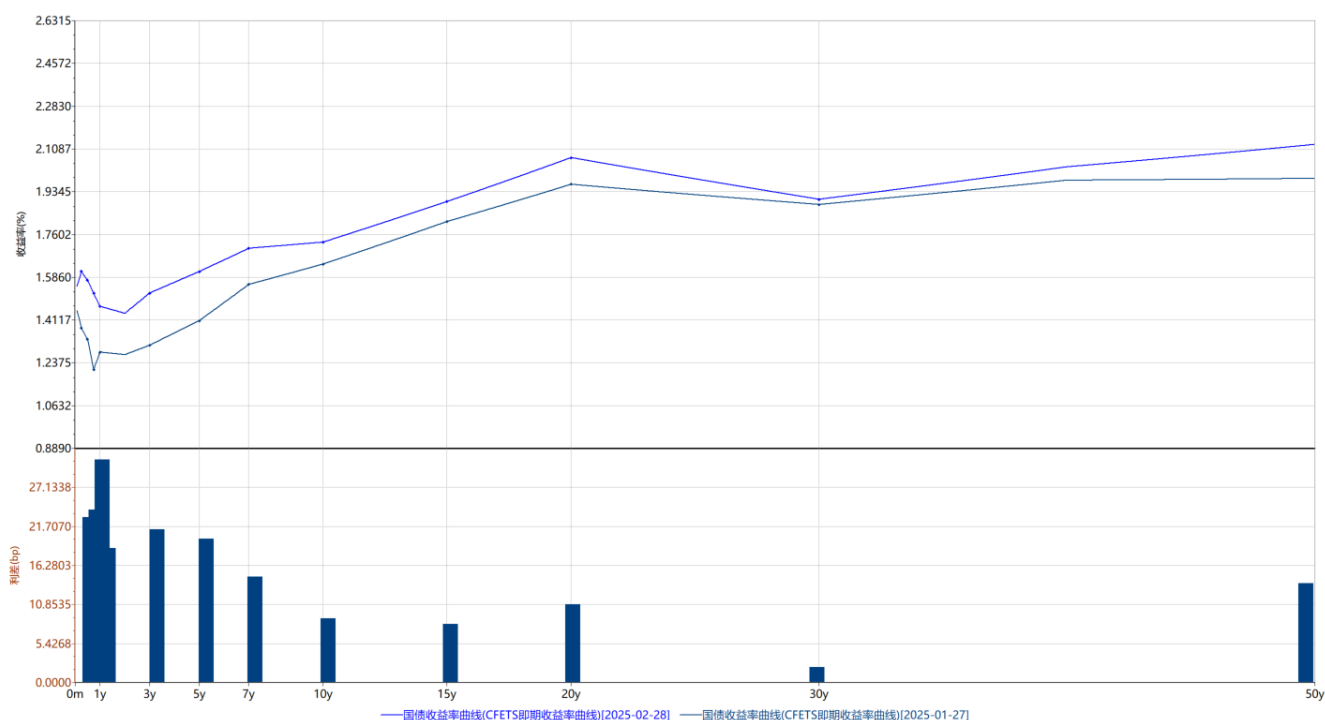
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：央行持续净回笼（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10: 2 月利率曲线上移



资料来源: Wind 信达期货研究所

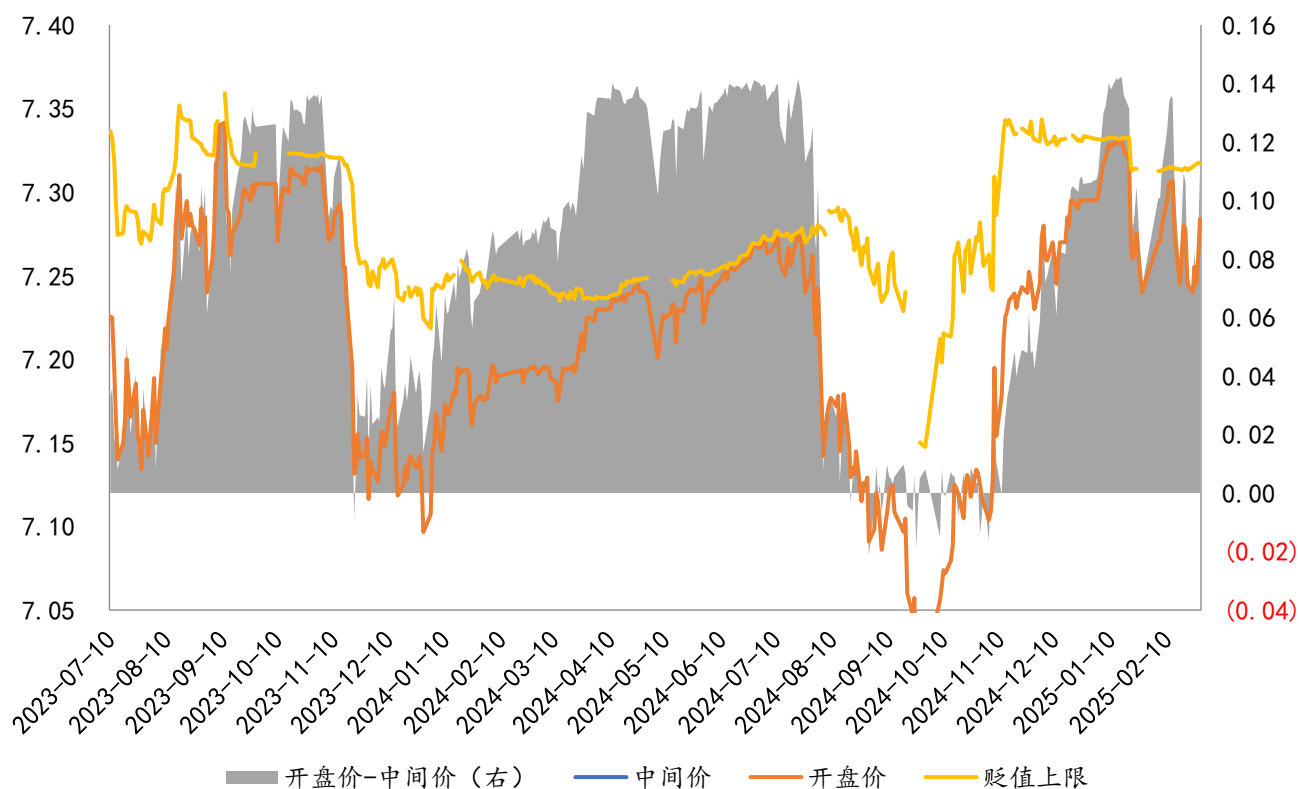
未来观察债市的核心关键还是在于资金端。假如两会后资金转松,我们认为债券市场利率仍能回落。从市场利率与政策利率的关系来看,短端调整更加充分,未来呈现牛陡的概率也更大。

(三)人民币汇率震荡为主

人民币汇率基本跟随美指运行。美指方面,尽管特朗普政策带来的扰动下降,但仍是市场的关键影响力量。假如 3 月美国经济如期维持弱势表现,美债利率将继续回落,美元指数则可能在关税政策扰动下,与美债利率走势形成劈叉。假如特朗普政策趋向缓和,美国经济继续走弱,那么美元指数呈现回落状态,将给予人民币升值机会。

就人民币本身而言,当前外资对 A 股的看法有所改观,股市引发的外资出逃压力缓解。从央行举动来看,伴随着贬值压力的缓解,央行支撑力量有所减弱,但并未完全松懈,表明一旦贬值压力上升,那么央行将继续“维稳”。

图 11: 央行对汇率的支撑力量减弱

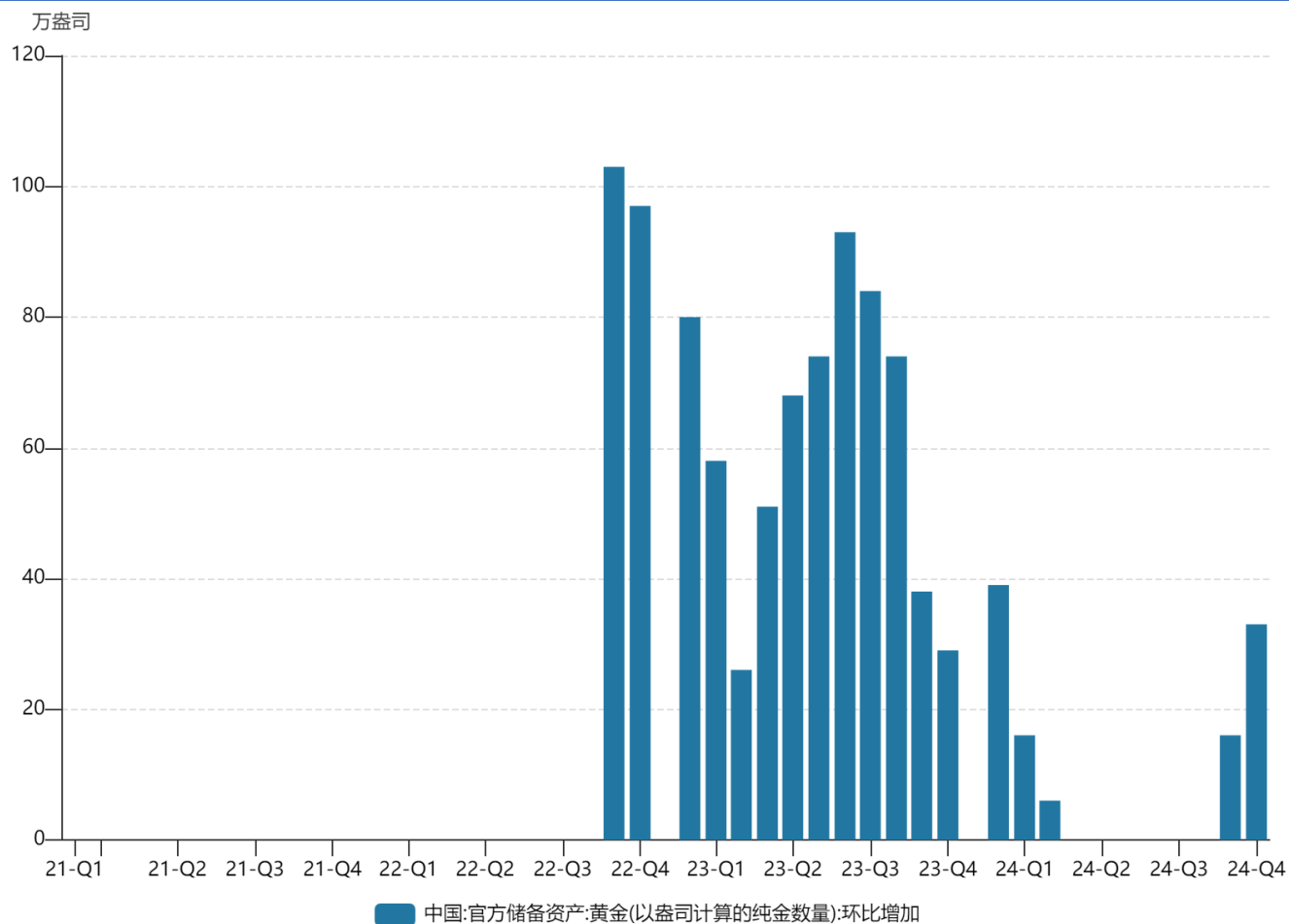


资料来源: Wind 信达期货研究所

(四)黄金：逢低多为主

2月金价再次拉升。受特朗普关税影响，纽约金溢价、黄金租赁价格均大幅上升，呈现一定的“逼仓行为”。目前俄乌冲突有望缓解，黄金避险情绪支撑适度下降。但逆全球化等大趋势仍在继续演进，货币属性仍将发挥重要作用。黄金依然可以逢低多。

图 12: 央行持续购金



资料来源: Wind 信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App