

无人问津与人声鼎沸

核心观点：A 股科技行情未完待续，短期风格面临调整——从成长、科技到消费，从小市值到大市值。2 月成长科技小市值风格在 DS 推出、机器人上春晚、哪吒 2 票房记录以及民营企业座谈会等带动下提升市场风险偏好领涨股市。3 月市场风格将会切换的主要原因有：

- 1) 日历效应：3 月市场胜率下降，消费和稳定更占优。
- 2) 市场的交易情绪已进入较高分位水平，TMT 板块交易过于拥挤，筹码结构过于集中。
- 3) 杠杆资金已经达到了历史高位水平，意味着市场情绪可能过于乐观。
- 4) 绩优股指数/亏损股指数的比值已经下降到了低位，意味着上涨对未来已经透支。
- 5) PMI 重回扩张区间，房地产跌幅收窄，叠加整体估值较低，消费板块兼具胜率与赔率。
- 6) 交易视角上，3 月中证 1000 看跌期权隐含波动率大幅上升，意味着市场在对冲中证 1000 潜在的风险。

资产判断：

美国市场预计将再次迎接滞胀和衰退的叙事，短期美股可能开启月度级别的调整，美债则面临牛平的压力。一方面美国近期的经济数据持续不及预期，美国花旗经济意外指数跌至负值，受关税造成的抢进口拖累亚特兰大 GDPNOW 对美国一季度增长从 2.3%大幅下滑至-1.5%。另一方面美国通胀预期却呈现快速走强的趋势，密歇根 5 年通胀预期创下 2020 年以来最高值。经济走弱而通胀预期走强符合滞胀的叙事。但长期来看，美股牛市和美债利率高位震荡的底层逻辑未改，投资者应静待长期买点出现。美股牛市和美债利率高位难以下行的根本原因在于疫情后的大规模财政刺激改善了私人部门的资产负债表，以及 AI 革命带来的生产效率提高的预期，这使得美国中性利率大幅提高，美国经济难以持续走弱，利率也就难以大幅下行。

黄金逼仓行情结束后有进一步下跌的风险，预计 60 日线附近支撑较强，行情可能在此转为震荡运行。短期黄金的下行动力有以下两点：一是逼仓行情结束后多头的获利了结需求。目前黄金 1 个月掉期利率与 SOFR 差距常态已经差距不大，显示逼仓行情告一段落。持仓上基金多头开始撤退，且整体持仓并没有创出新高。二是技术面日线走弱明显，短期跌破趋势线且均线空头排列，预计将跌至 60 日均线附近获得支撑。此次行情上涨伴随着 ETF 持仓的增加，这意味着黄金仍有买盘力量在，因此预计黄金在 60 日均线企稳后将震荡运行。

铜基本面疲弱使得价格上行面临阻力，下方在铜矿紧缺延续的背景下有支撑。从需求端来看，伦敦和上海铜市场现货长期贴水，即使在关税消息，库存转移的利好刺激下，LME 铜升贴水也在 0 附近徘徊，显示下游接货意愿不足。从供给端来看，铜精矿的紧张并没有使得冶炼厂大规模减

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券研究助理：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

一般证券从业编号：S1190123050005

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

产，国内 12 月精铜产量创下近 5 年新高，全年产量实现增长。从库存端来看，三大交易所库存合计创下近 5 年新高，三大库存皆处于 5 年同期最高水平。库存高企使得资金做多意愿不足，价格难以上行。但铜精矿紧缺情况愈发严重，铜价下方亦有较强的成本支撑。

原油短期价格预计震荡运行，长期价格偏空运行。近期原油价格曲线以较强的 back 结构实现价格下行，远期价格在特朗普上任以及俄乌可能停战的消息作用下已定价未来产量的增加。但短期供需矛盾仍在，考虑到季节性的需求回升，以及 OPEC+ 仍未就增产达成一致，预计价格仍将震荡运行。从技术面来看，原油月线已经跌破支撑，价格大趋势向下。

美元兑人民币汇率短期受关税消息影响上行，上方有央行维稳支持，下方受中美利差限制，预计 7.1-7.37 震荡运行。近期人民币汇率波动与中美利差走势有所背离，主要受特朗普的关税言论影响。考虑到国内经济仍未明显复苏，美国经济难以持续走弱，预计 7.1 的技术支撑较难跌破。此外，央行货币政策执行报告中多次强调稳汇率的重要性，7.37 附近央行介入意愿较强，人民币贬值空间有限。

债券短期调整压力可控，中期仍然乐观。央行在 1 月暂停购买国债，2 月发布的货币政策执行报告中明确择机调整，使得新年以来流动性整体偏紧。强 PMI 数据影响有限，主线还是资金面、两会和更重要的海外因素。随着 3 月 5 日两会的召开，月末有望逐步宽松，在半年线位置性价比更高。

交易策略：

A 股：科技部分止盈，消费重点配置。

国债：半年线位置建议逢低做多。

美股：月度级别下跌开启，静待长期买点出现。

美债：短期牛平压力持续，长期震荡运行。

黄金：日线仍有下跌空间，60 日线附近止盈离场。

铜：上方压力较大，可卖出虚值看涨期权。

原油：短期震荡，长期趋势向下。

人民币：7.1-7.37 震荡运行。

风险提示：

- 1) 贸易战影响超预期；
- 2) 地缘风险超预期；
- 3) 海外主权信用风险爆发。

目录

一、 A股科技行情未完待续，短期风格面临调整	6
(一) 2月成长科技小市值风格占优，港股领涨全球指数	6
(二) 3月风格切换：从成长、科技到消费，从小市值到大市值	7
(三) A股和港股技术面指向牛市行情未结束	10
二、 资产判断	12
(一) 美股美债	12
(二) 黄金	15
(三) 铜	17
(四) 原油	19
(五) 国债	21
(六) 汇率	23
三、 风险提示	24

图表目录

图表 1: 2 月科技板块领涨	6
图表 2: 2 月中证 1000 领涨	6
图表 3: 2 月港股领涨全球主要指数	6
图表 4: 3 月涨幅 (%) 中位数下降 (10 年以来)	8
图表 5: 3 月胜率下降 (10 年以来)	8
图表 6: 全 A 成交额以及换手率已处于去年 924 以来的较高分位	8
图表 7: TMT 板块成交额占比达到历史高位	8
图表 8: 两融余额已经达到历史高位	8
图表 9: 绩优/亏损股比达到了 24 年来的低位	8
图表 10: 制造业 PMI 重回扩张区间	9
图表 11: 二手住房价格跌幅收窄	9
图表 12: 消费板块各行业整体估值较低	9
图表 13: 上证 50 隐含波动率曲线	10
图表 14: 中证 1000 看跌期权隐含波动率大幅上升	10
图表 15: 上证指数酝酿 2 年半底部结构后突破, 遇压力拉回颈线整理等待下一次上涨	11
图表 16: 恒生科技酝酿 2 年半底部结构后突破, 上涨的时间和空间都难言结束	11
图表 17: 过去 1 个月对美联储 3 月不降息的押注进一步增加	13
图表 18: 2 年期美债投机净多单增加	13
图表 19: 超长期美债投机性净多单增加	13
图表 20: 美联储加息难以影响私人部门	13
图表 21: 美国抵押贷款利率近期下降	13
图表 22: 美国经济数据不及预期通胀持续上行	13
图表 23: 10 年期美债突破 4 个月构建的底部结构	14
图表 24: 贸易赤字拖累美国一季度经济增长	14
图表 25: 美国房价有企稳迹象	14
图表 26: 纳斯达克指数跌破近半年构建的顶部结构	15
图表 27: 黄金掉期利率显示逼仓压力已经释放	16
图表 28: 黄金基金多头持仓没有随着价格创下新高	16
图表 29: 黄金技术面日线有继续走弱的风险	16
图表 30: 此次上涨伴随着黄金 ETF 持仓的增加	17
图表 31: 铜库存合计 (LME+COMEX+SHF)	18
图表 32: LME 铜库存	18
图表 33: COMEX 铜库存	18
图表 34: 升贴水显示需求依然疲弱	18
图表 35: 关税并未刺激基金持仓增加	18
图表 36: 铜矿紧张情况仍在加剧	18
图表 37: 铜矿紧张并未有效传导至冶炼端, 精铜产量继续增长	19
图表 38: 原油价格以较强的 back 结构下跌, 显示近端矛盾仍存, 远期供给释放	20
图表 39: 特朗普胜选和俄乌可能停战的消息使得远期价格已大幅下跌	20
图表 40: 近期原油价格下跌主要由投机多头减仓所致	20
图表 41: 炼油厂开工率显示原油处于需求季节性上升期	20
图表 42: 原油月线破位, 行情大结构走空	21
图表 43: 年初资金面偏紧	22
图表 44: 十年期国债期货放量企稳, 空头压力有所释放	22

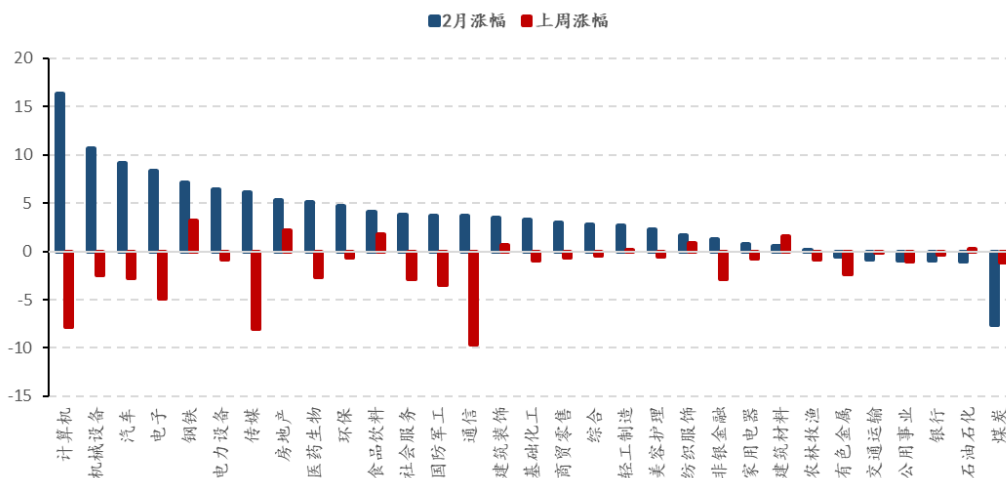
图表 45: 近期人民币汇率波动与中美利差背离	23
图表 46: 关税言论主导人民币汇率方向	24
图表 47: 期权市场人民币波动率预期未见大幅抬升	24
图表 48: 离岸人民币汇率在 7.23 和 7.1 有较强支撑, 上方压力在 7.37	24

一、A股科技行情未完待续，短期风格面临调整

(一) 2月成长科技小市值风格占优，港股领涨全球指数

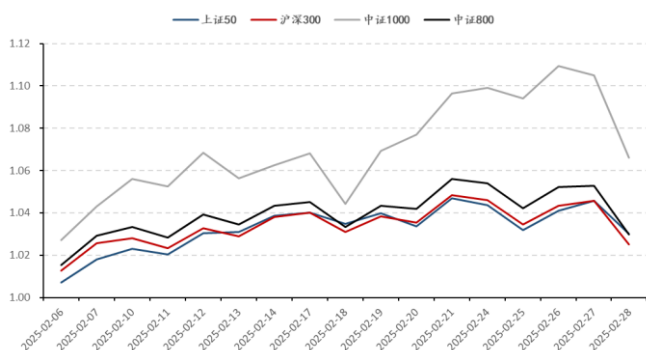
2月成长科技小市值风格领涨。整体看，市场在二月走出了一波流畅的科技、小市值行情，原因上看，一是去年“924”政策出台扭转了市场之前过于悲观的预期，宏观叙事的逻辑不再倾向于“日本化”；二是春节期间 DeepSeek 的推出、宇树机器人登上春晚舞台，使得市场意识到中国的科技创新能力走在世界前端，对相关科技板块进行了重估。此外，《哪吒之魔童闹海》票房的断层领先，也让市场认识到文化创作领域的潜力，带动传媒板块的大幅上涨。最后，2月17日的民营企业座谈会也大幅提升了市场对科技以及经济的信心，市场风险偏好提高，带动市场上涨。

图表1：2月科技板块领涨



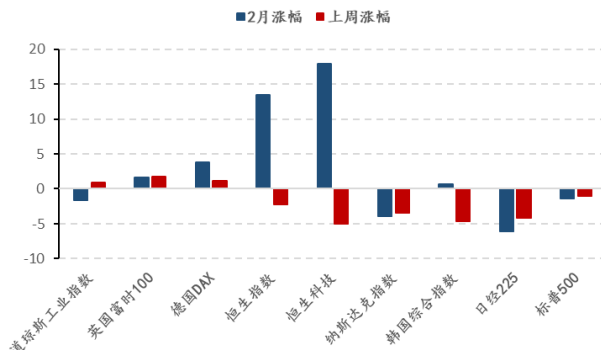
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2月中证1000领涨



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2月港股领涨全球主要指数



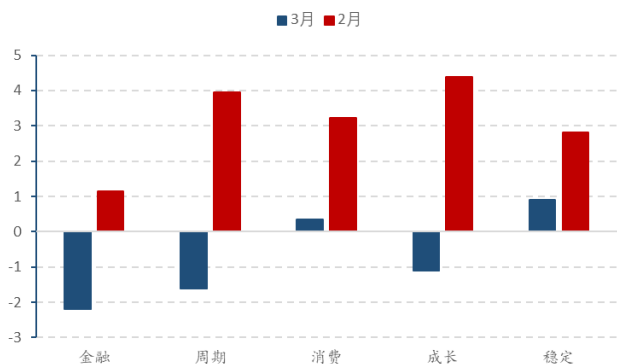
资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二)3月风格切换：从成长、科技到消费，从小市值到大市值

3月风格切换：从成长、科技到消费，从小市值到大市值。我们认为3月市场风格将会切换，主要原因有：

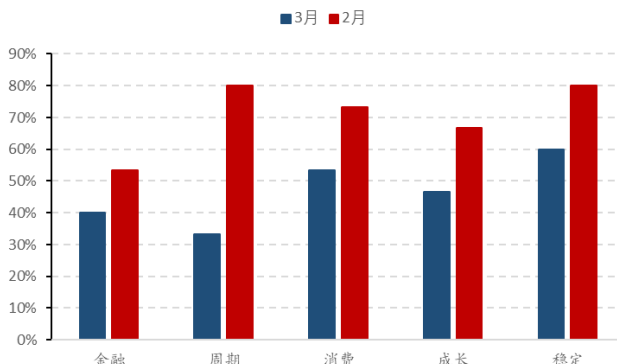
- 1) **日历效应：3月市场胜率下降，消费和稳定更占优。**统计市场10年以来，2月、3月各风格的胜率以及涨幅中位数，3月整体的胜率将会较2月份明显下降，其中周期、成长的下降幅度更大；从涨幅中位数来看，3月各市场风格收益率较2月显著下滑，只有消费和稳定有正收益。
- 2) **市场的交易情绪已进入较高分位水平，TMT板块交易过于拥挤，筹码结构过于集中。**从全A的换手率以及成交额来看，换手率、成交额已经达到去年924行情以来的52.4%、73.2%的分位水平，进入了相对乐观的水平；同时结合TMT板块占全A成交额的比例来看，TMT板块成交额占比达44.03%，已经处于历史最高的水平，筹码结构过于集中，此前TMT板块于23年6月达到这一水平后行情告一段落。
- 3) **杠杆资金已经达到了历史高位水平，意味着市场情绪可能过于乐观。**
- 4) **绩优股指数/亏损股指数的比值已经下降到了低位，意味着上涨对未来已经透支。**可以看到，去年924以来，上涨的更多是亏损股，这意味着市场上涨缺乏基本面，随着年报季的即将到来，市场会重新对缺乏基本面的股票进行定价。
- 5) **PMI重回扩张区间，房地产跌幅收窄，叠加整体估值较低，消费板块兼具胜率与赔率。**2月制造业PMI重回扩张区间，意味着经济情况好转，随着两会的到来，预计稳地产以及刺激消费的政策不会缺席，当前消费板块各行业整体估值较低，兼具胜率与赔率，预计市场风格会从高位的TMT板块切向低位的消费板块。
- 6) **交易视角看，市场开始压注3月风格从小市值转向大市值。**从上证50期权、中证1000期权的隐含波动率看，3月中证1000看跌期权隐含波动率大幅上升，意味着市场在对冲中证1000潜在的风险。

图表4：3月涨幅（%）中位数下降（10年以来）



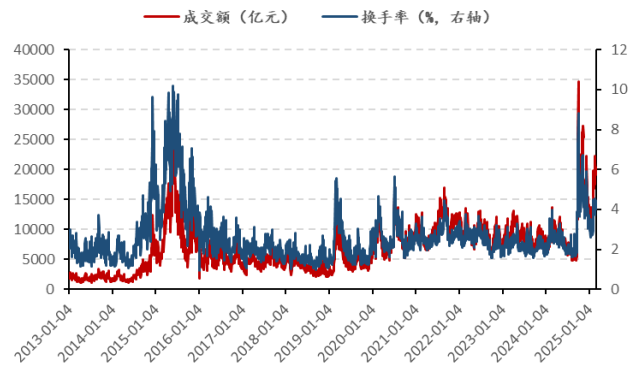
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：3月胜率下降（10年以来）



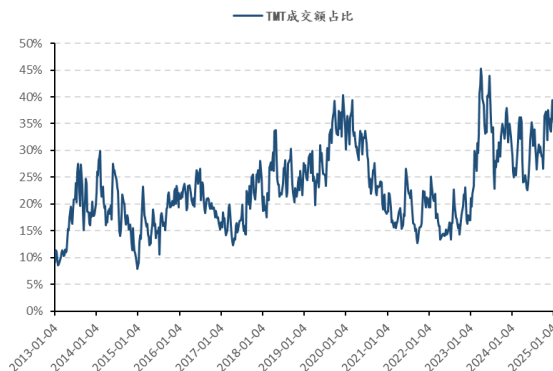
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：全A成交额以及换手率已处于去年924以来的较高分位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：TMT板块成交额占比达到历史高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：两融余额已经达到历史高位



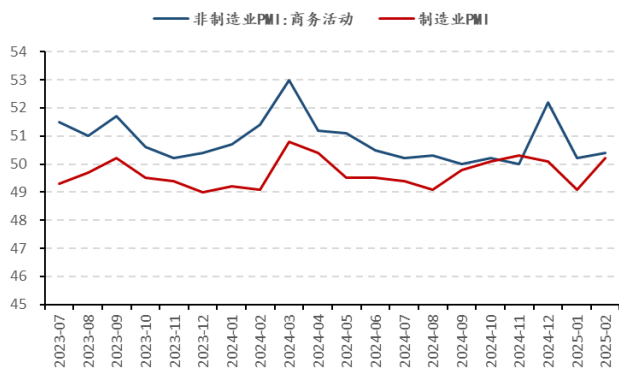
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表9：绩优/亏损股比达到了24年来的低位



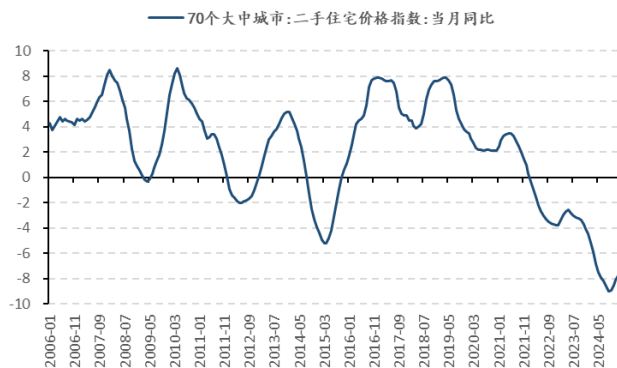
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表10：制造业 PMI 重回扩张区间



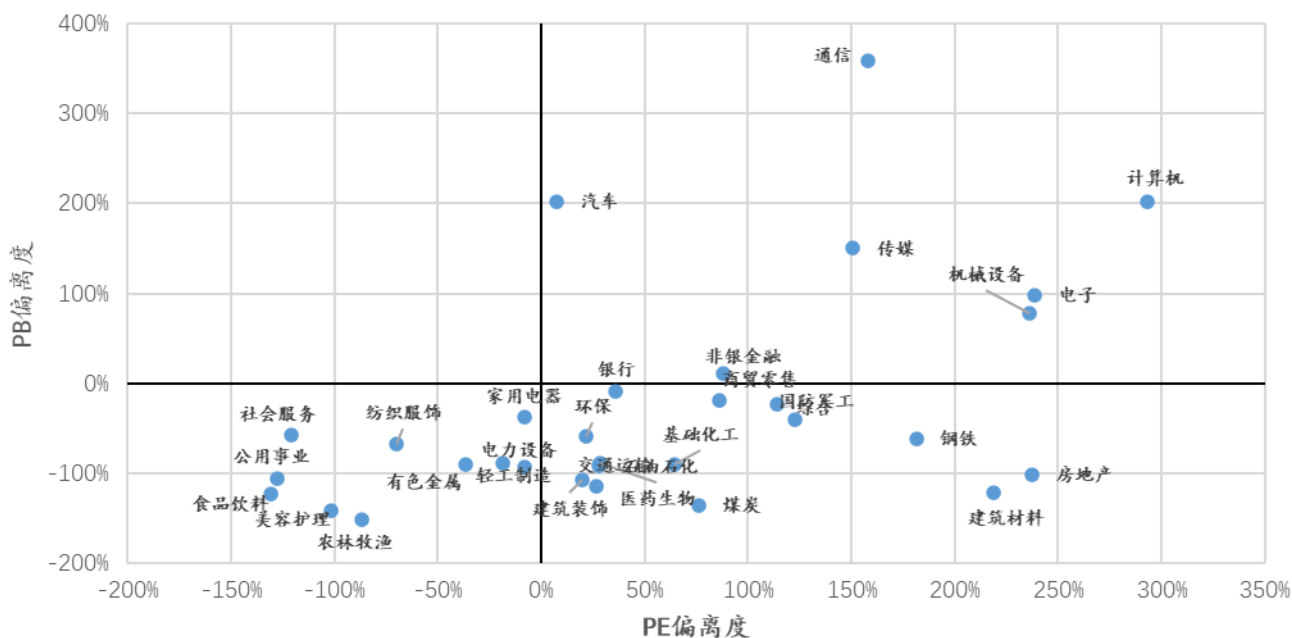
料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：二手住房价格跌幅收窄



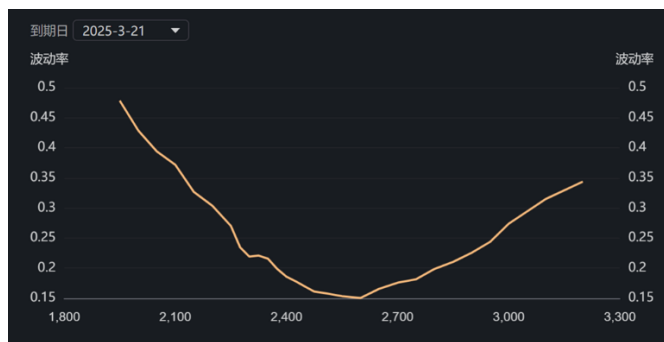
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表12：消费板块各行业整体估值较低



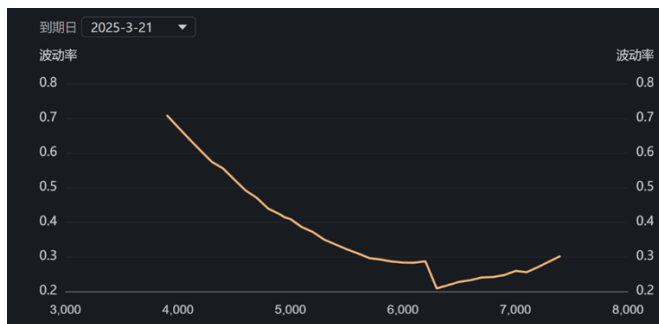
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：上证 50 隐含波动率曲线



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：中证 1000 看跌期权隐含波动率大幅上升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) A 股和港股技术面指向牛市行情未结束

A 股和港股大底突破后行情持续的时间和空间都不足，且都在颈线得到支撑后开始重新上涨，牛市结束的概率极低。上证指数和恒生科技指数技术面都是酝酿了两年半左右的底部结构后突破的。其中上证指数的底部结构从 2022 年 1 月底开始构建，至 2024 年 9 月底成功突破，历时 32 个月；恒生科技指数的底部结构从 2022 年 3 月初开始构建，至 2024 年 9 月底成功突破，历时 30 个月。两者都是在 2024 年 10 月 8 日见到高点后开始拉回至颈线整理，在颈线得到支撑整理近 4 个月，重新开始上涨。目前两者突破后时间仅不足 5 个月，而底部结构超 30 个月，再加上成交量的支持，上涨的时间和空间无法与底部结构的规模相对应，行情结束的可能性极低。目前恒生科技指数已突破 2024 年 10 月 8 日高点，A 股中小盘成长指数如中证 1000、科创 50 等指数也早已突破，上证指数的突破或许会迟到但不缺席。

图表15：上证指数酝酿2年半底部结构后突破，遇压力拉回颈线整理等待下一次上涨



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表16：恒生科技酝酿2年半底部结构后突破，上涨的时间和空间都难言结束



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

二、 资产判断

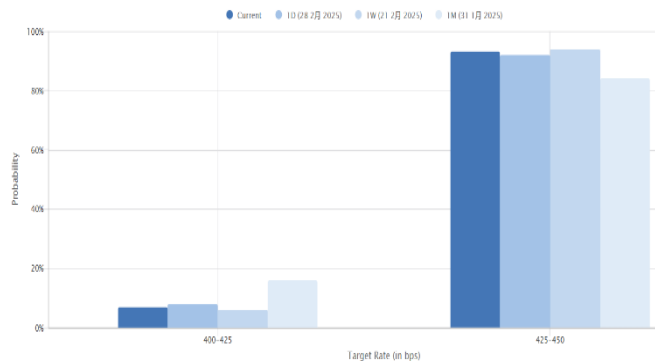
(一) 美股美债

滞胀叙事下，美股有月度调整的风险，美债面临牛平压力。过去一个月市场对“美国例外论”的质疑愈演愈烈，市场开始正视美国经济的滞胀风险。一方面美国近期的经济数据持续不及预期，美国花旗经济意外指数自去年 11 月就开始走弱，近几日更是跌至负值。亚特兰大 GDPNOW 对美国一季度 GDP 增长预测从 2.3%快速下滑至萎缩-1.5%。另一方面美国通胀预期却不断走高，密歇根 5 年通胀预期更是创下 2020 年以来最高水平，市场对美联储 3 月不降息的押注进一步增加。市场对“美国例外论”的质疑转化为对美股的悲观预期，纳斯达克指数率先破位下跌，美债以牛平的走势开始上涨。短期从技术面和持仓来看，美股的调整和美债的牛平或将持续一段时间。技术方面，美股纳斯达克指数率先跌破近半年的整理头部，而 10 年期美债已突破超 4 个月整理的底部，股跌债涨的技术走势较为明显。持仓方面，10 月 22 日至 2 月 25 日，美国超长期国债投机净多单增加超 11 万张，增幅 33.5%，2 年期国债投机净多单增加 23 万张，增幅 16.8%。投机净多单的增加主要由创纪录的空头减仓所致，多头持仓整体变化不大。空头持仓仍较为拥挤，而多头与历史水平仍有较大的距离。

长期来看，美股的牛市基础并未有实质动摇，美股应静待长期买点出现，美债也难言趋势性走强，预计仍以震荡为主。美股长期走牛和美债利率难以趋势下行的底层逻辑来自于疫情后大规模的财政刺激使得私人部门资产负债表的改善和 AI 革命带来的生产效率提高。目前美国家庭杠杆率已经来到 2001 年以来最低，而未偿付贷款利率仅回到 2012 年后的高位，距离 2001 年时期的水平仍有较大距离。私人部门的良好情况意味着金融危机系统性风险发生的可能性极低，以消费为主要驱动力的美国经济也不会表现持续低迷，以及中性利率的大幅提升（即美债利率底部重心大幅抬升）。从此次引发市场争议的 GDPNOW 分项来看，经济的主要走弱来自于关税风险下美国抢进口导致的贸易赤字大幅增长，这一拖累难以持续，而随着衰退预期导致的利率走低将在未来重新支撑美国经济的表现。比如抵押贷款利率近几周已连续下行，而美国房价环比在去年连续下跌 6 个月（平均下跌周期 6-8 个月）后已有重新企稳的迹象。

图表17：过去 1 个月对美联储 3 月不降息的押注进一步增加

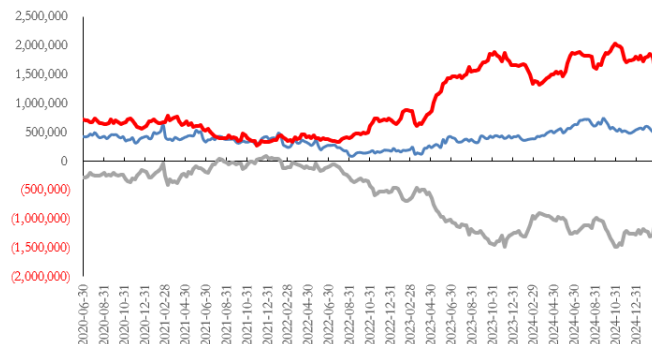
TARGET RATE PROBABILITIES FOR 19 3月 2025 FED MEETING



料来源：CME，太平洋证券整理

图表18：2 年期美债投机净多单增加

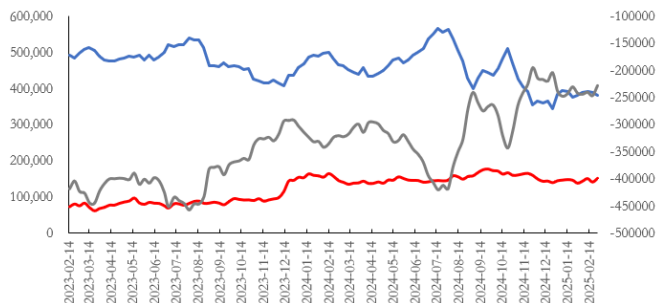
— 美国:CBOT:2年美国国债:期货:投机多单 — 美国:CBOT:2年美国国债:期货:投机空单
— 美国:CBOT:2年期国债投机净多单



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表19：超长期美债投机性净多单增加

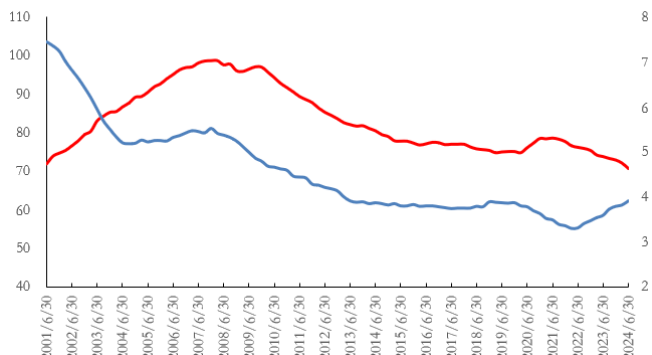
— 美国:CBOT:超国债:期货:需报告成员:投机多单持仓
— 美国:CBOT:超国债:期货:需报告成员:投机空单持仓
— 美国:CBOT:超国债:期货:需报告成员:投机净多单持仓, 右轴



料来源：iFind，太平洋证券整理

图表20：美联储加息难以影响私人部门

— 美国:家庭部门:杠杆率:当季值, % — 美国:未偿付抵押贷款有效利率, %, 右轴



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表21：美国抵押贷款利率近期下降

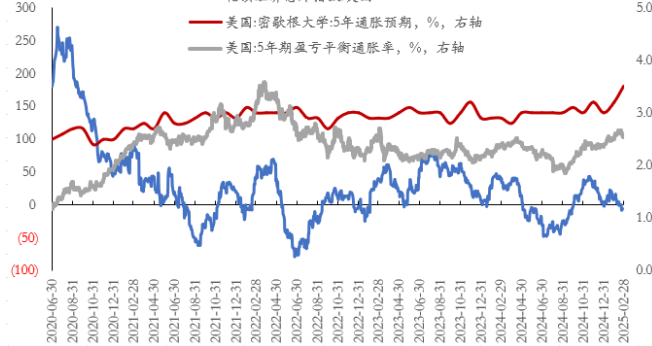
— 美国:30年期抵押贷款固定利率, % — 美国:15年期抵押贷款固定利率, %



料来源：iFind，太平洋证券整理

图表22：美国经济数据不及预期通胀持续上行

— 花旗经济意外指数:美国
— 美国:密歇根大学:5年通胀预期, %, 右轴
— 美国:5年期盈亏平衡通胀率, %, 右轴



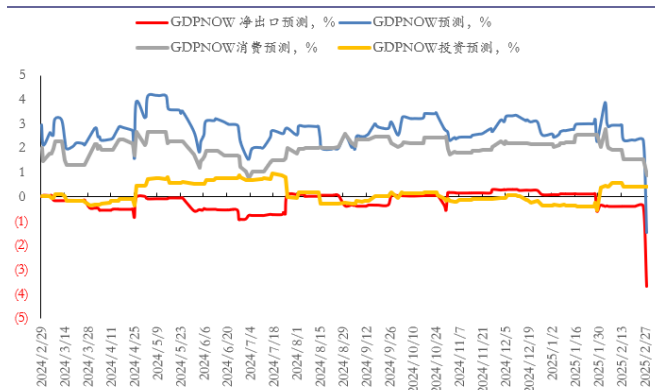
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表23：10年期美债突破4个月构建的底部结构



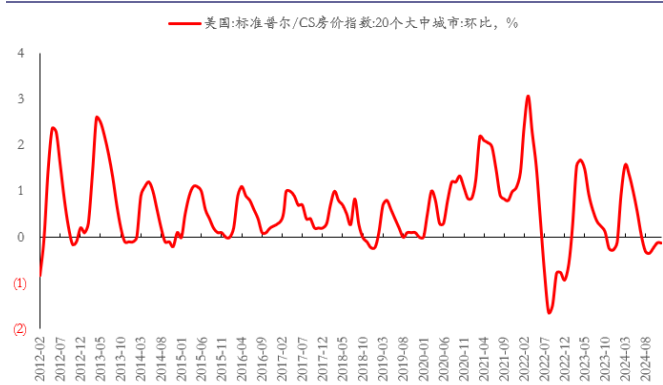
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表24：贸易赤字拖累美国一季度经济增长



料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表25：美国房价有企稳迹象



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表26：纳斯达克指数跌破近半年构建的顶部结构

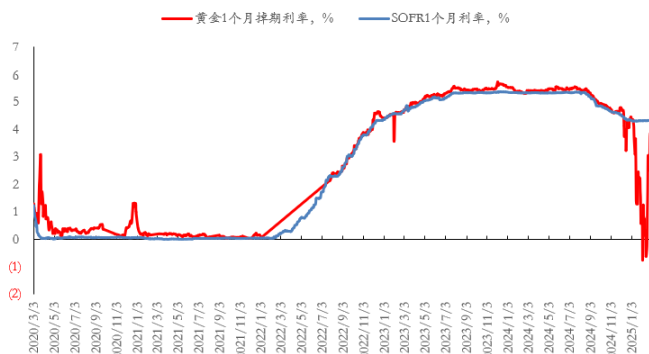


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 黄金

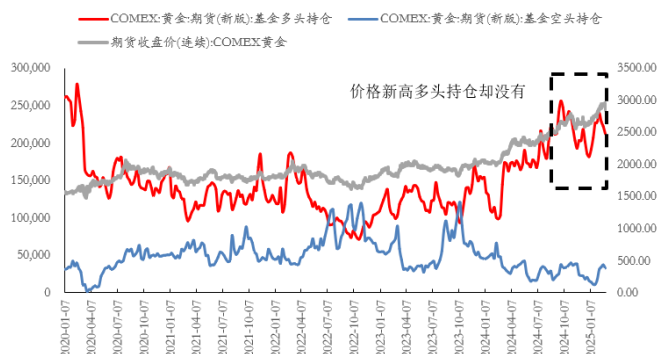
关税逼仓告一段落，行情短期偏弱，中期预计将震荡运行。黄金行情短期偏弱主要有以下两点：一是黄金的逼空行情告一段落，资金有获利了结的需求。在对特朗普的关税担忧下，COMEX 黄金期货市场多头借此对空头展开逼仓，在关税和交割压力下美国黄金需求量陡增，使得 1 个月黄金掉期利率（抵押黄金换取美元的利率）一度跌至负值，与 SOFR 的利差最大接近-500 个 BP。目前黄金 1 个月掉期利率与 SOFR 利差接近-45 个 BP，而正常时期两者差距并不大，显示黄金的逼仓压力已经过去。从持仓来看，基金多空双方进行了激烈的博弈，在两者持仓在过去一个月都增长的背景下，黄金价格创出新高，但值得注意的是多头持仓并没有创下新高。随着逼仓行情过去，多头出现了大量减仓获利了结的现象，这将对黄金短期行情造成较大压力。二是从技术面来看，黄金日线走弱的迹象较为明显。自 2 月 11 日后黄金虽然屡次创下历史新高，但行情都没有持续性，显示多头力量耗尽，并在 2 月 27 日下破支撑，均线空头排列，预计 COMEX 黄金加权合约将在 2800 美元和 60 日均线附近得到支持。此外，本次黄金价格的大幅上涨伴随了 ETF 基金持仓的增加，这也是此前黄金持续上涨时期迟迟没有入场一股力量，也意味着短期黄金下跌空间有限，此后黄金行情或将进入震荡阶段。

图表27：黄金掉期利率显示逼仓压力已经释放



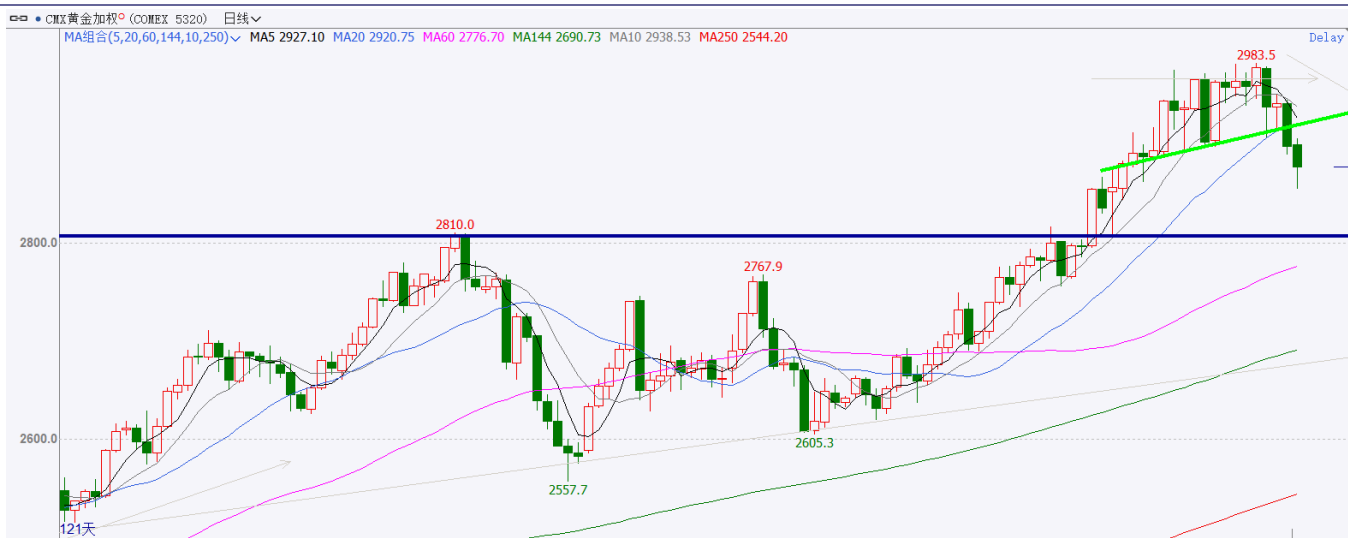
料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表28：黄金基金多头持仓没有随着价格创下新高



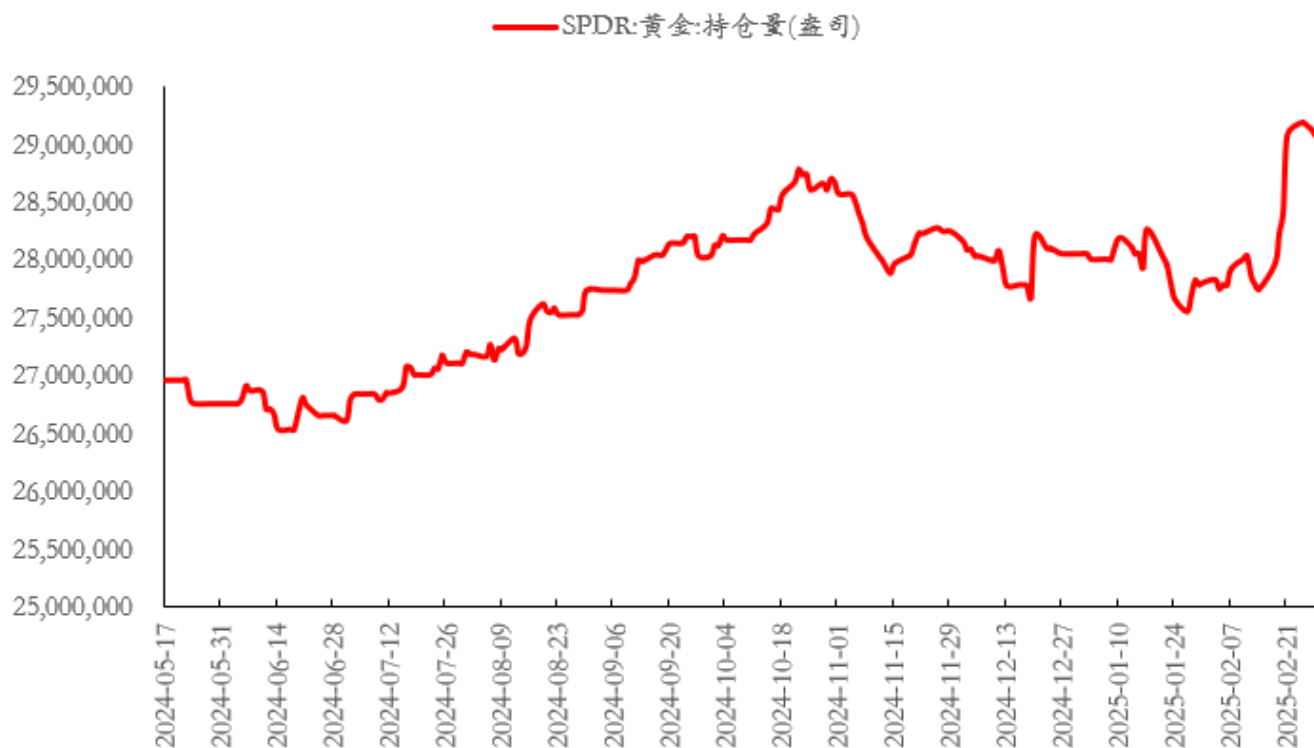
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表29：黄金技术面日线有继续走弱的风险



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表30：此次上涨伴随着黄金 ETF 持仓的增加

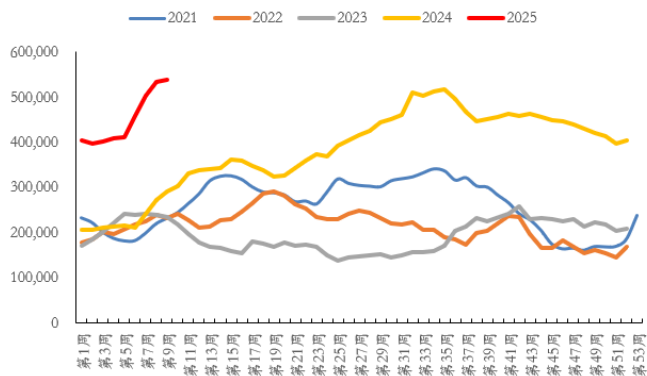


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 铜

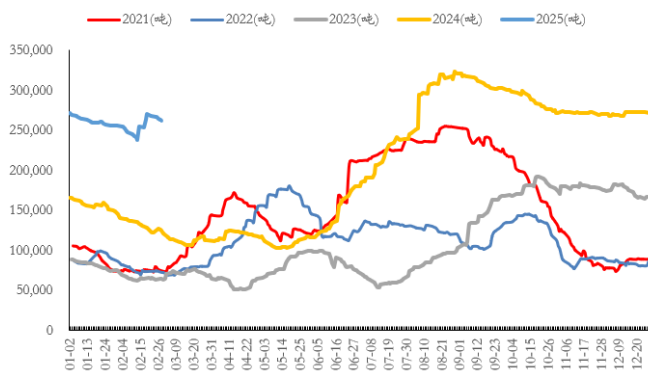
库存压力较大，铜矿紧缺未有效传导至冶炼端，价格短期有压力，下部有支撑。短期来看，铜价上行动力不足，价格面临下行风险。从需求端来看，需求表现持续疲弱，高铜价使得下游抵触情绪明显。升贴水可以代表下游的接货意愿。LME 铜已长期持续贴水，即使在关税消息刺激下升贴水也徘徊在 0 附近，沪铜升贴水也长期徘徊在 200 下方，新年以来更是转负，都说明了下游需求对高价接受度不高。从供给端来看，上游的铜矿紧缺并没有有效传导至冶炼端。虽然铜精矿确实紧缺，导致 TC 费用持续下行至负值，但冶炼厂并没有大规模减产，2024 年 12 月国内精铜生产创下 5 年同期最高，全年产量进一步增长。从库存端来看供需的错位使得铜库存高企，这使得做多力量不足。目前三大交易所库存创下近 5 年最高水平，库存的高企使得资金做多意愿不足，在关税的利多刺激下，COMEX 交易所的基金多头反而头寸有所削减，空头持仓却有触底的迹象。基本上铜价高企不可持续，但是铜矿供给的紧张也将使得铜价下方有较大的支撑。建议投资者可尝试卖出虚值看涨期权。

图表31：铜库存合计（LME+COMEX+SHF）



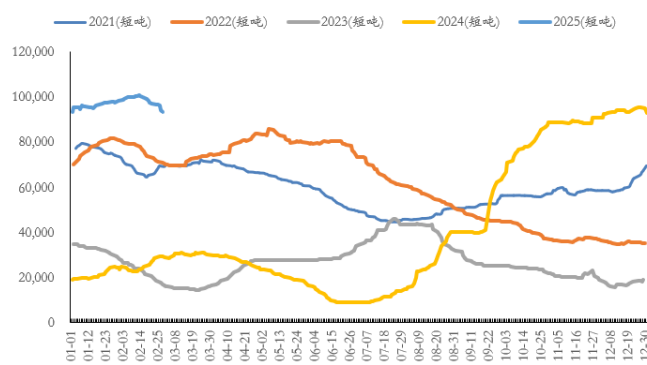
料来源：iFind，太平洋证券整理

图表32：LME 铜库存



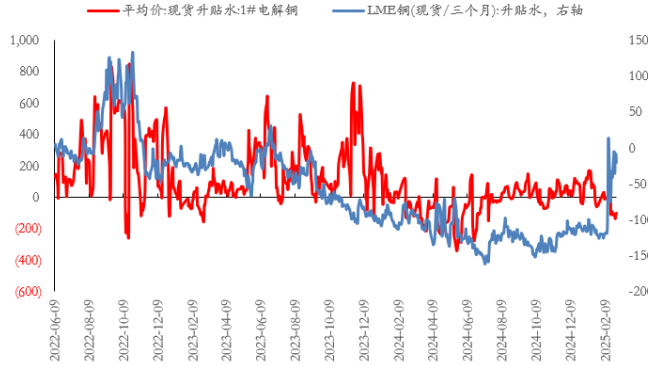
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表33：COMEX 铜库存



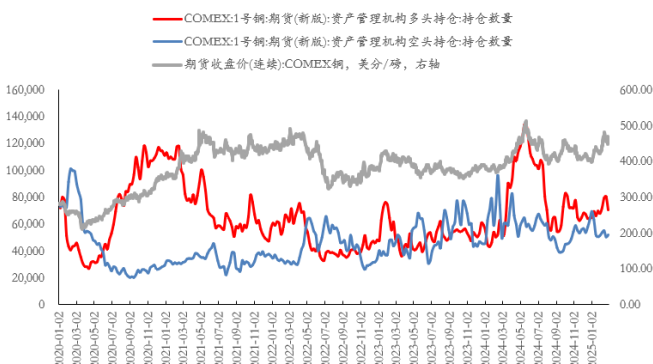
料来源：iFind，太平洋证券整理

图表34：升贴水显示需求依然疲弱



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表35：关税并未刺激基金持仓增加



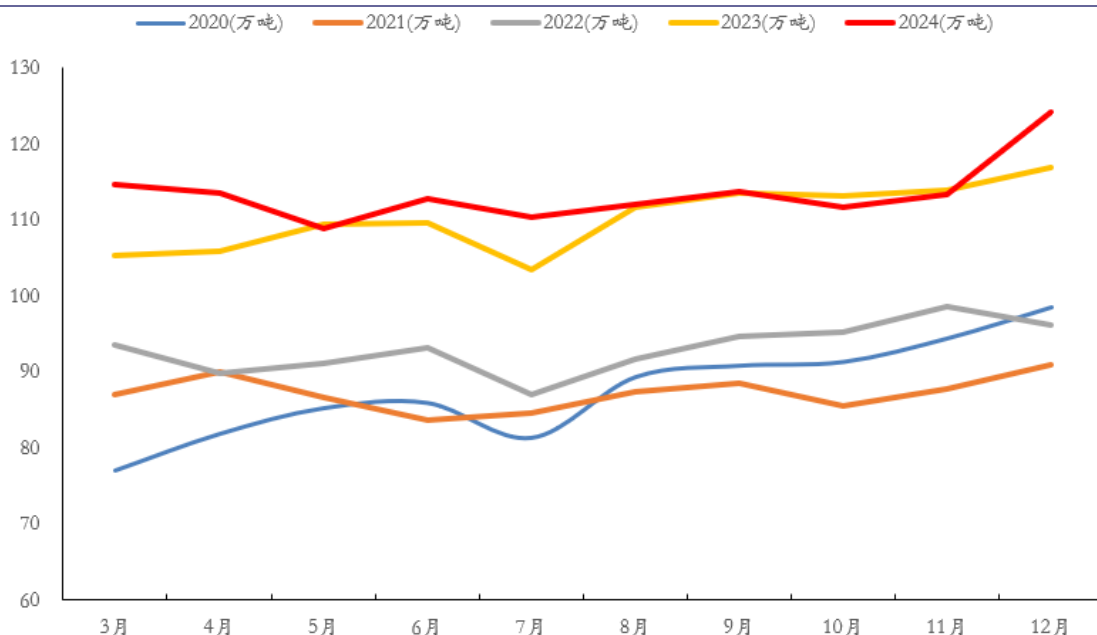
料来源：iFind，太平洋证券整理

图表36：铜矿紧张情况仍在加剧



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表37：铜矿紧张并未有效传导至冶炼端，精铜产量继续增长



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(四) 原油

市场对远期定价较为充分，价格预计短期震荡，长期偏空。原油的远期价格自特朗普胜选后就已大幅下跌（定价美国本土远期供应的增加），近期随着俄乌可能停战的消息使得中端价格也大幅下行，这使得整个原油曲线维持着极强的 back 结构下跌。即近期供给矛盾仍在，但中远期的供给释放的预期较强。在远期供给释放较为确定的情况下（特朗普压油价的政治诉求+俄乌停战+OPEC 内部市场份额诉求）整个原油市场的价格决定因素已基本取决于近端供给何时会出现实质放松。目前 OPEC+ 仍未就 4 月是否增产达成一致，乌克兰与美国的会议也再生波折，叠加原油季节性需求的增长，原油价格或在短期仍维持震荡运行，但中长期走弱的趋势较为确定。从持仓来看，原油近期下跌主要是由投机多头平仓导致，投机空头持仓仍处于较低位置，筹码并不拥挤。从技术面来看，原油月线大结构已经破位，且在颈线下方震荡已长达 6 个月，随时可能走出流畅的下跌行情。建议投资者以价格跌破新低后跟随空单为主。

图表38：原油价格以较强的 back 结构下跌，显示近端矛盾仍存，远期供给释放



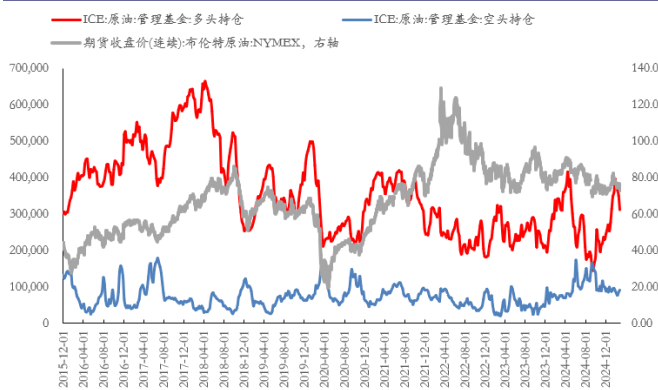
料来源：iFind，太平洋证券整理

图表39：特朗普胜选和俄乌可能停战的消息使得远期价格已大幅下跌



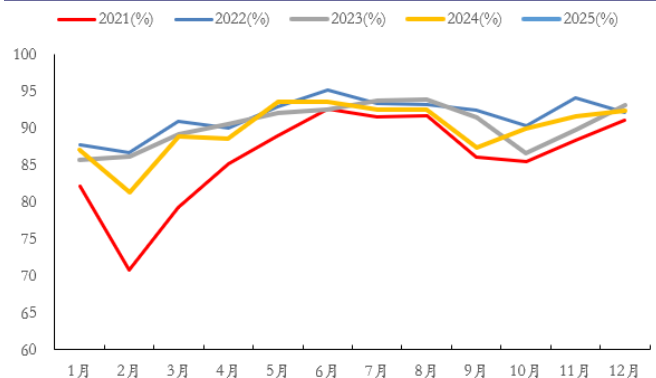
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表40：近期原油价格下跌主要由投机多头减仓所致



料来源：iFind，太平洋证券整理

图表41：炼油厂开工率显示原油处于需求季节性上升期



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表42：原油月线破位，行情大结构走空

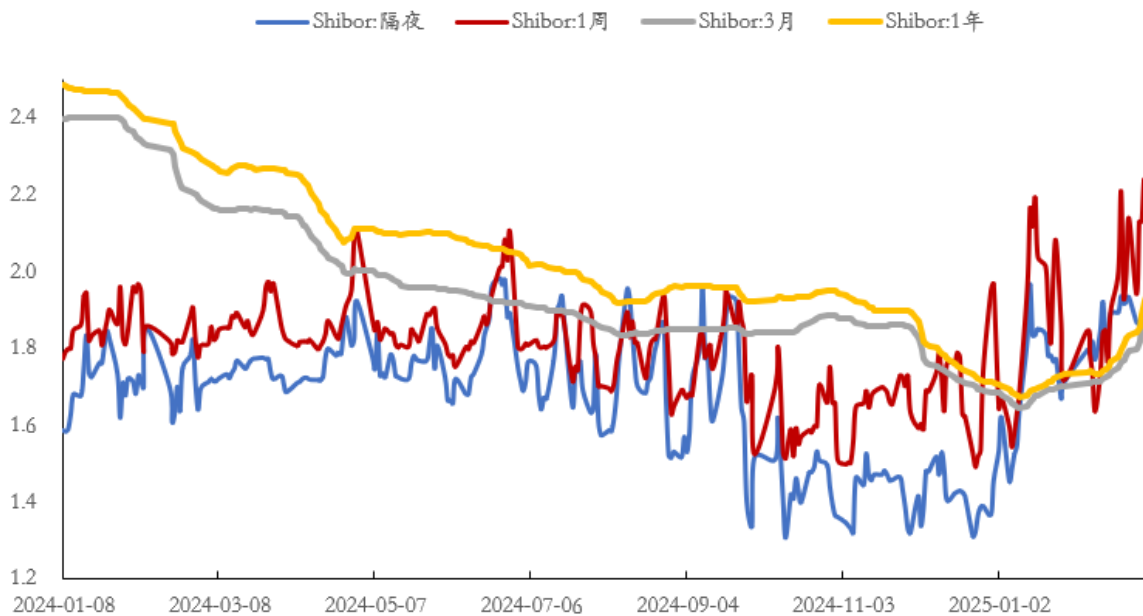


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(五) 国债

债券短期调整压力可控，中期仍然乐观。央行在 1 月暂停购买国债，2 月发布的货币政策执行报告中明确择机调整，使得新年以来流动性整体偏紧。强 PMI 数据影响有限，主线还是资金面、两会和更重要的海外因素。随着 3 月 5 日两会的召开，月末有望逐步宽松，在半年线位置性价比更高。

图表43：年初资金面偏紧



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表44：十年期国债期货放量企稳，空头压力有所释放



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(六) 汇率

关税压力下短期人民币有压力，但空间有限。近期人民币汇率波动与中美利差经常呈现背离的走势，而与特朗普的关税言论相关这一点也与近期美国经济贸易政策不确定指数大幅飙升相印证。但人民币贬值空间预计有限，一方面央行持续维稳，并在货币政策执行报告中着重强调稳汇率的重要性，另一方面期权市场的波动率并没有显著的增加，显示期权市场对冲人民币贬值的期望并不强烈。从技术面来看，离岸人民币在 7.1 附近有较强的支撑，而在 7.37 附近央行介入力度较大，预计人民币仍将在 7.1-7.37 区间波动。

图表45：近期人民币汇率波动与中美利差背离



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表46：关税言论主导人民币汇率方向



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表47：期权市场人民币波动率预期未见大幅抬升



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表48：离岸人民币汇率在 7.23 和 7.1 有较强支撑，上方压力在 7.37



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

三、 风险提示

- 1) 贸易战影响超预期；
- 2) 地缘风险超预期；
- 3) 海外主权信用风险爆发。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我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。我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。本报告机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。