

风险提示：3 月等待美元拐点

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

2 月在弱美元的带动下，全球宏观资产出现较大变化。站在美国的视角，对内 DeepSeek 对于美国科技巨头的的影响正在显现，美股面临调整风险；对外加征关税虽然延迟，但美欧重回谈判转变了全球地缘格局，地缘供给受限和战争需求扩张的逻辑面临转变。

展望 3 月，美国“对等关税”仍处于审议阶段，暂不改变当前需求定价。我们预计政府工作报告会维持经济目标，提升赤字目标同时降低通胀目标。需要关注的是 3 月份公布的经济数据展现出的中国需求在弱美元之下的改善情况。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：数据空窗期，关注经济预期改善的稳定性。2 月份国内处在经济数据的空窗期，仅有金融和通胀数据公布。从金融数据的角度来看，1 月信贷数据的超预期反弹增强了市场对于中国经济未来企稳的信心。从通胀数据的角度来看，1 月通胀的反弹仍需要进一步剔除季节性因素的扰动，但是核心 CPI 继续低位稳定提升了经济稳定的预期。我们认为，观察 3 月公布的经济数据对于经济周期企稳的节奏是一个更好的选择。

价格周期：以大宗商品代表的原材料价格反弹。总量层面上，1 月核心 CPI 表现出的动能虽然不强，但是延续五个月缓步回升；需要关注下游消费的改善在叠加供给侧因素后对于上游 PPI 和 PPIRM 的传导。结构层面上，1 月 CPI 和 PPI 剪刀差小幅走扩至 2.8%，但 PPI/PPIRM 连续三个月维持零缺口，显示出产业链利润阶段性不再恶化。

政策周期：供给侧政策仍是短期的关注点。2024 年一揽子宏观政策释放了需求不再收缩的信号，但是外部环境的依然约束了政策落地的节奏和力度。短期供给侧依然是我们关注的重点，预期两会宏观政策目标难有超预期，关注产业政策的落地强度。

■ 策略

宏观策略维持右侧积极判断。短期回到谨慎，3 月逐渐调低风险配置至中性持有或增加波动率对冲头寸。国内外收益率曲线的扁平（+1×T2506-2×TS2506）增加了短期市场的压力，关注 3 月经济数据的公布对于市场情绪的再次冲击可能。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
数据空窗期，关注经济预期改善的稳定性	3
中国：3 月数据影响加大	3
美国：服务业景气回落	4
以大宗商品代表的原材料价格反弹	5
美国：价格压力在增强	5
中国：产业链利润企稳	6
供给侧政策仍是短期的关注点	7
关注两会产业政策信号	7
关注美元再次反弹风险	8

图表

图 1：人民币贷款季节性走势 单位：万亿元	3
图 2：核心 CPI 继续表现出企稳态势 单位：%YOY	3
图 3：1 月服务业新增就业放缓显著 单位：万人	4
图 4：亚特兰大联储薪资增长指数回落 单位：%	4
图 5：制造业 PMI 意外改善 单位：%	4
图 6：金融环境宽松但服务业回落 单位：%	4
图 7：美国通胀延续韧性 单位：%YOY	5
图 8：通胀预期开始回升 单位：%	5
图 9：租金通胀仍存在上行风险 单位：%	5
图 10：二手车通胀逐渐回升 单位：%YOY	5
图 11：地区 PPI/PPIRM 价差分化加剧 单位：%	6
图 12：CPI/PPI 价差结构预期修复 单位：%YOY	6
图 13：2 月货币市场流动性收紧 单位：%	7
图 14：2 月收益率曲线扁平化 单位：%	7
图 15：地方债净融资大幅扩张 单位：亿元	7
图 16：房地产相关贷款增速企稳 单位：%YOY	7
图 17：美联储降息的不确定性依然较大 单位：%PCT	8
图 18：美联储会议纪要逐渐向鹰派靠拢 单位：%	8
图 19：美股同比走势逐渐趋弱 单位：%	8
图 20：政府债务扩张对于私人信贷的带动逐渐显示出乏力 单位：%	8

数据空窗期，关注经济预期改善的稳定性

2 月份对于国内而言处在经济数据的空窗期，也增强了 3 月份经济数据公布时市场的波动性。海外来看，美国经济体现出一定的滞胀特征，一定意义上也增加了黄金的投资偏好。国内来看，价格指标的稳定正在逐渐修复市场过度悲观的预期，但经济远未到强劲的状态，仍需要更多政策的呵护，尤其是在海外压力传导的背景下更是如此。

中国：3 月数据影响加大

2 月份国内处在经济数据的空窗期，仅有金融和通胀数据公布。我们认为，观察 3 月公布的经济数据对于经济周期企稳的节奏是一个更好的选择。

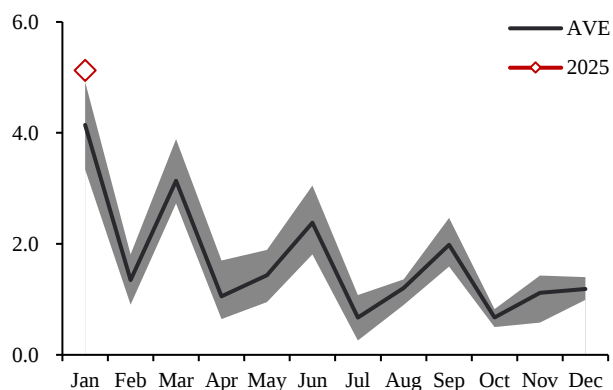
从金融数据来看，1 月信贷数据的超预期反弹增强了市场对于中国经济未来企稳的信心。

1) 负债端：1 月 M1 负增长转正，由-1.4%回升至+0.4%，同时 M2-M1 剪刀差在 M1 改善和 M2 增速回落的状态下继续收敛至 6.6%，提升未来经济利润结构的改善预期（CPI/PPI 剪刀差收敛）。

2) 资产端：从存量的角度，1 月末社融存量增速 8%，维持在历史低位，短期显示出不再收缩。从增量的角度，1 月人民币信贷表现出超季节性扩张，尤其是企业信贷。数据显示，1 月新增人民币贷款 5.13 万亿，是近五年最大增量；其中企业新增信贷 4.78 万亿元，短期信贷增量超出前五年高点（+1000 亿），中长期信贷接近前去年高点（-400 亿）。

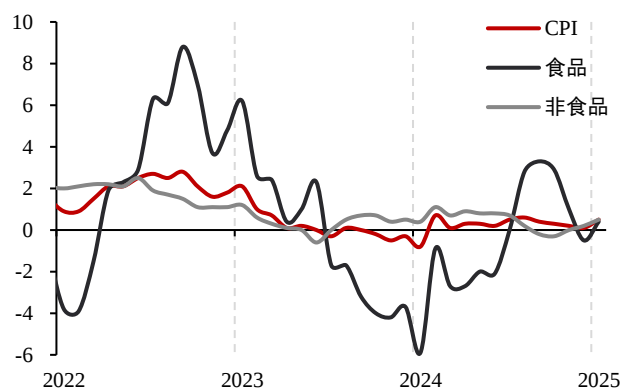
从通胀数据来看，1 月通胀的反弹仍需要进一步剔除季节性因素的扰动，但是核心 CPI 继续低位稳定提升了经济稳定的预期。数据显示，受春节食品价格上涨影响 1 月 CPI 同比增速反弹至+0.5%，但是剔除食品价格后的核心 CPI 同比增速为+0.6%，已经连续五个月保持上涨，显示出需求侧的逐渐趋稳的态势。

图 1：人民币贷款季节性走势 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：核心 CPI 继续表现出企稳态势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

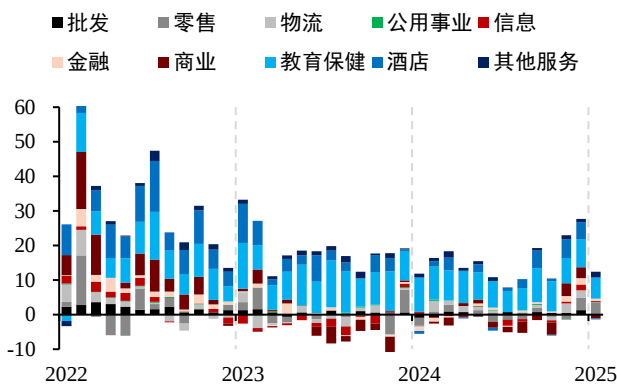
美国：服务业景气回落

2月美国服务业景气度出现回落，显示出美国经济增长的压力有所增加。

就业市场上，1月整体就业放缓，同比增速维持在1.3%的低位，尤其是服务业就业表现出增速放缓特征。尽管当前失业率仍保持在4.0%的历史相对低位，但是薪资增速的放缓对于劳动力市场而言并非积极信号。

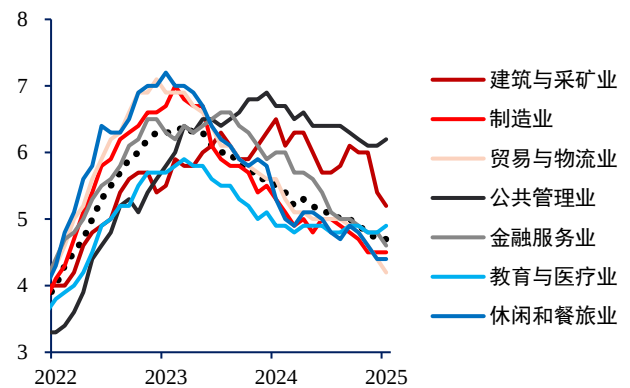
经济结构来看，2月制造业PMI意外反弹，而服务业PMI却有所回落，显示出美国经济前景的压力有所上升的特征。数据显示，2月服务业PMI初值49.7，意外陷入萎缩，创2023年1月以来新低；制造业PMI初值51.6，创2024年6月以来新高，为连续第二个月录得扩张。在美联储继续缩表但金融市场维持宽松的背景下，服务业景气度的回落增加了市场对于经济前景的不确定性担忧。

图 3：1月服务业新增就业放缓显著 | 单位：万人



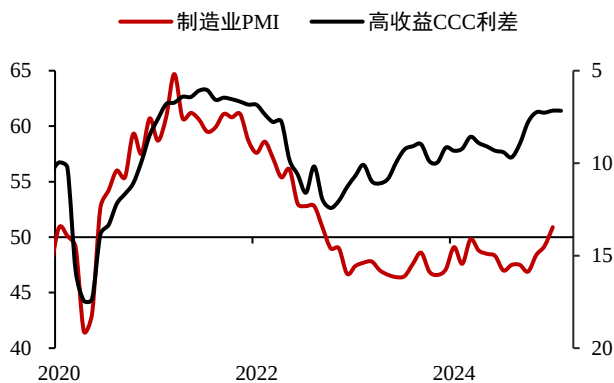
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：亚特兰大联储薪资增长指数回落 | 单位：%



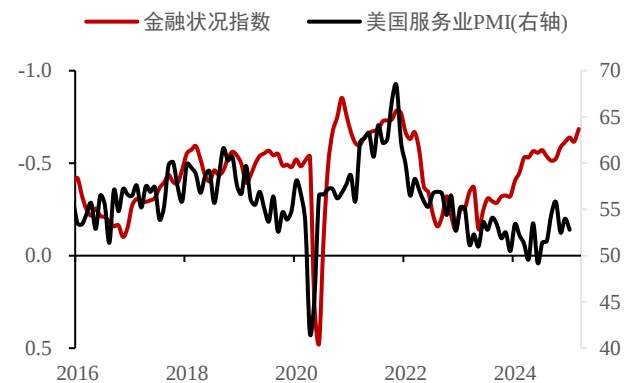
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：制造业 PMI 意外改善 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：金融环境宽松但服务业回落 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

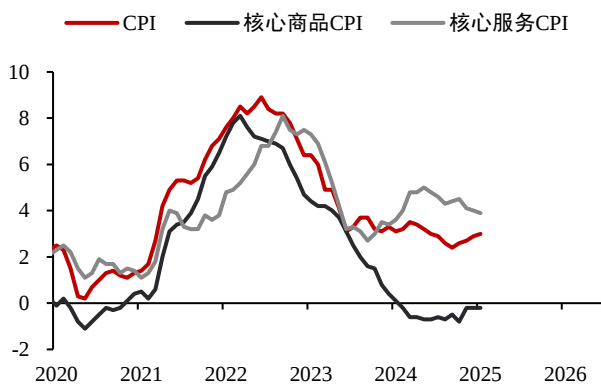
以大宗商品代表的原材料价格反弹

中国 11 月核心 CPI 连续三个月缓步回升，但暂缺乏更强动能，需要关注下游消费的放缓向上游 PPI 和 PPIRM 传导的压力。而价差结构的回落背景下地产链仍是未来关注点。

美国：价格压力在增强

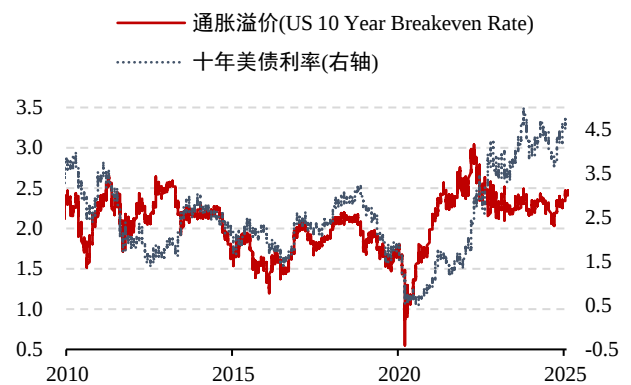
海外通胀的回升依然是近期的主题。排除掉日本因大米价格上升、薪资上涨驱动的通胀压力持续攀升（带来日本央行的货币政策不容易宽松），就美国而言，2025 年上半年的通胀回升依然对于货币政策形成较大的牵制——1 月美联储已经不再继续降息，更不用说随着未来美国继续对外加征关税带来的成本上行压力。数据显示，市场的通胀预期已经在 2 月份呈现出反弹的态势，虽然租金短期内仍维持低压状态，但是二手车价格的反弹或将对于未来美国通胀形成再次上行的压力。

图 7：美国通胀延续韧性 | 单位：%YoY



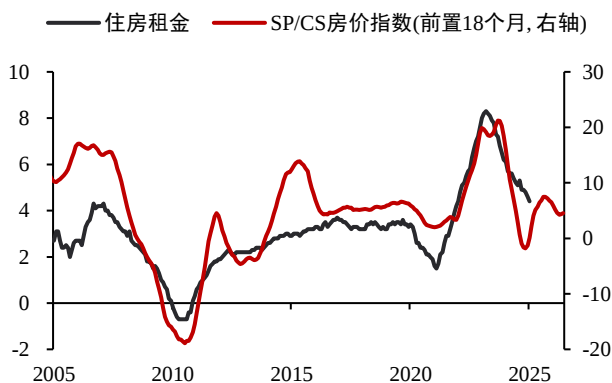
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：通胀预期开始回升 | 单位：%



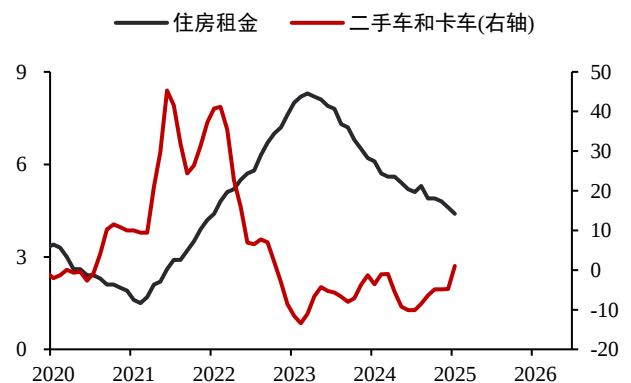
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：租金通胀仍存在上行风险 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：二手车通胀逐渐回升 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

中国：产业链利润企稳

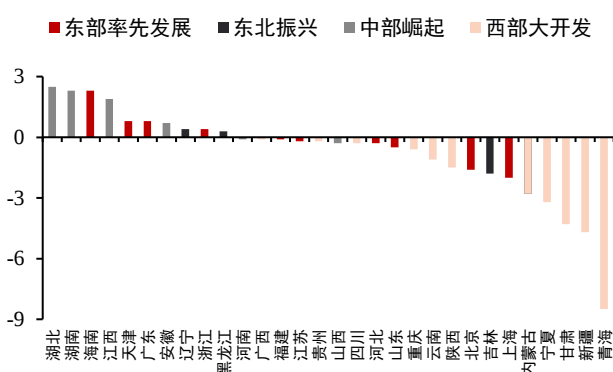
总量层面上，1月核心CPI表现出的动能虽然不强，但是延续五个月缓步回升；需要关注下游消费的改善在叠加供给侧因素后对于上游PPI和PPIRM的传导。结构层面上，1月CPI和PPI剪刀差小幅走扩至2.8%，但PPI/PPIRM连续三个月维持零缺口，显示出产业链利润阶段性不再恶化。

1月CPI同比读数回升至+0.5%，国际原油与黄金价格上涨带动国内汽油（+2.5%）、金饰品（+3.0%），合计推升CPI环比约0.1个百分点。春节后消费需求阶段性回落，叠加高基数效应，2月CPI同比回落压力较大。

1月PPI同比读数继续稳定在-2.3%；春节假期生产活动趋缓，国际大宗商品价格整体回落，黑色/有色金属系价格下行成为主要拖累。预计2025年PPI实质性改善仍需增量政策发力。

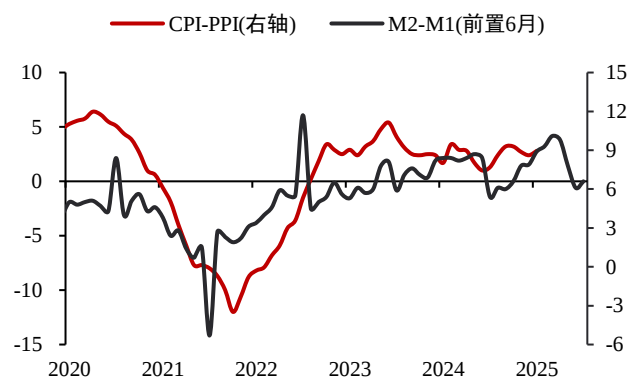
关注未来财政增量政策落地对于价格预期的改善。1) 1月CPI和PPI剪刀差小幅走扩至2.8%（CPI+0.5%，PPI-2.3%，PPI降幅收窄而CPI略回升），工信部2月8日发布《钢铁行业规范条件（2025年版）》，2月12日发布《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027年）》，国常会研究化解重点产业结构性矛盾政策措施。2) 1月PPI和PPIRM剪刀差继续持平（PPI-2.3%，PPIRM-2.3%）。1月价差结构CPI/PPI的回升和PPI/PPIRM的持稳显示出，从上游产业链开始的利润结构改善逐渐推进。

图 11：地区 PPI/PPIRM 价差分化加剧 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：CPI/PPI 价差结构预期修复 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

供给侧政策仍是短期的关注点

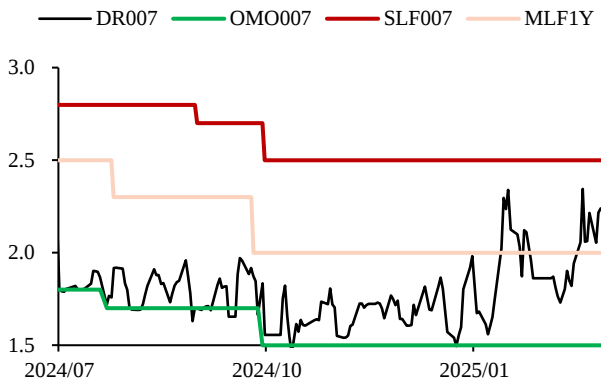
从海外到国内，短期内政策的着力点仍在于供给侧。

关注两会产业政策信号

2024 年一揽子宏观政策释放了需求不再收缩的信号，但是外部环境的依然约束了政策落地的节奏和力度。短期供给侧依然是我们关注的重点，预期两会宏观政策目标难有超预期，关注产业政策的落地强度。

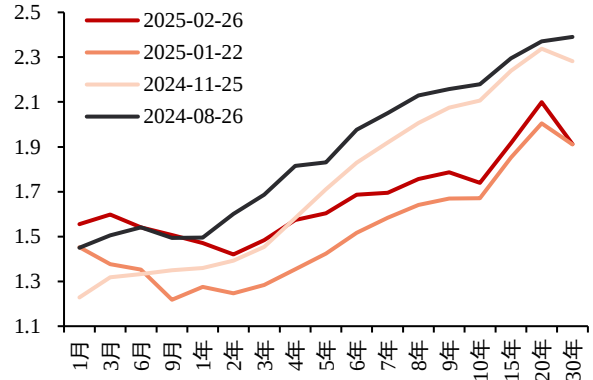
央行货币政策趋于谨慎，关注 3 月份政策的持续发力可能。2024 年我国货币政策层面出现了较大转变，一方面央行通过二级市场国债买卖，调节市场的流动性供给。另一方面，7 月份调整了政策框架，从“MLF→LPR”转向了“OMO→LPR”，12 月中央经济工作会议上将货币政策从“稳健”转向了“宽松”。但是自 2025 年年初以来，资金一直处于紧平衡状态，央行大幅净回笼资金，银行体系流动性压力逐渐加大，推动国债期货调整。

图 13：2 月货币市场流动性收紧 | 单位：%



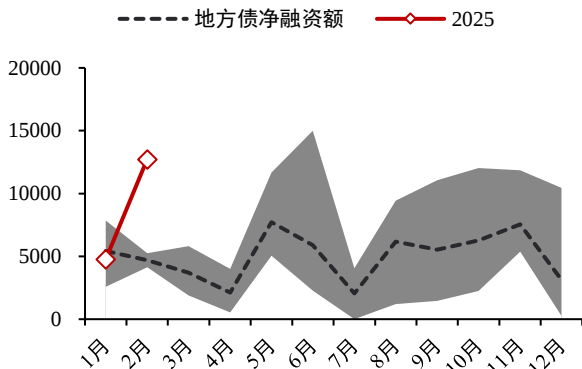
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：2 月收益率曲线扁平化 | 单位：%



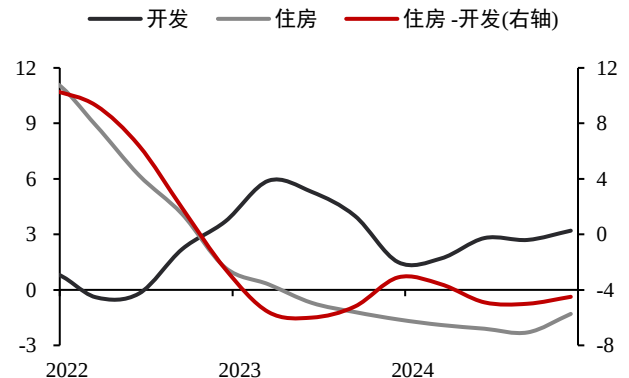
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：地方债净融资大幅扩张 | 单位：亿元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 16：房地产相关贷款增速企稳 | 单位：%YoY



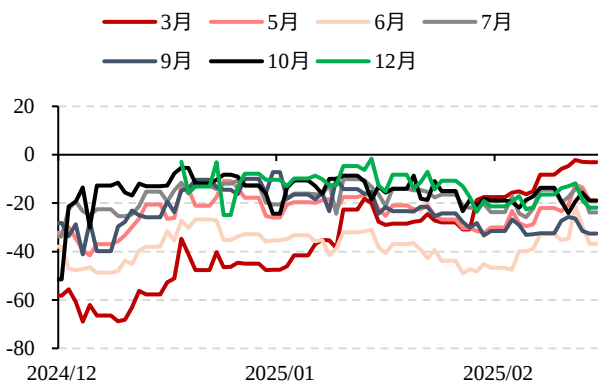
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

关注美元再次反弹风险

1月以来美联储货币政策继续表现出不宽松的状态。2月20日美联储发布的1月货币政策会议纪要显示，当前美联储官员一致认为，在进一步降息之前，需要看到通胀继续下降，但美国总统特朗普的关税等政策却给通胀目标带来了不确定性和上行风险。

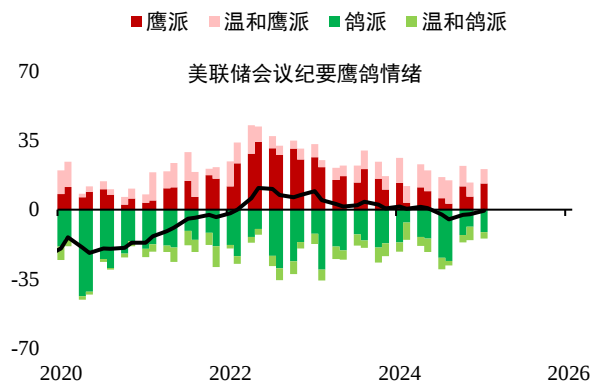
美联储货币边际趋紧，降低国内货币政策空间。去年四季度以来，美联储持续降低宽松预期，从去年9月50个基点的降息到今年1月的不降息，叠加缩表（QT）政策的延续，美元流动性处在相对紧张状态，一定程度上降低了人民银行货币政策空间，四季度人民银行货币政策报告指出，“择机调整优化政策力度和节奏”，抬升了对降准延迟的担忧。

图 17：美联储降息的不确定性依然较大 | 单位：%*pct*



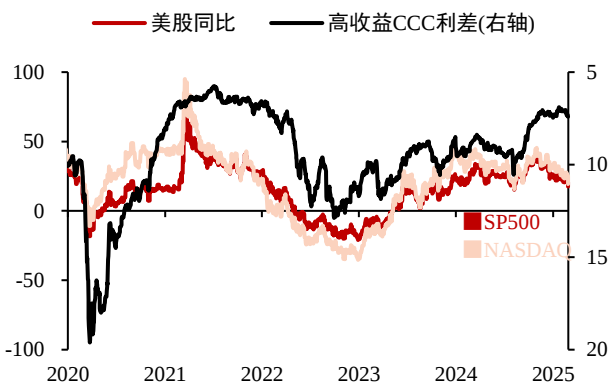
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 18：美联储会议纪要逐渐向鹰派靠拢 | 单位：%



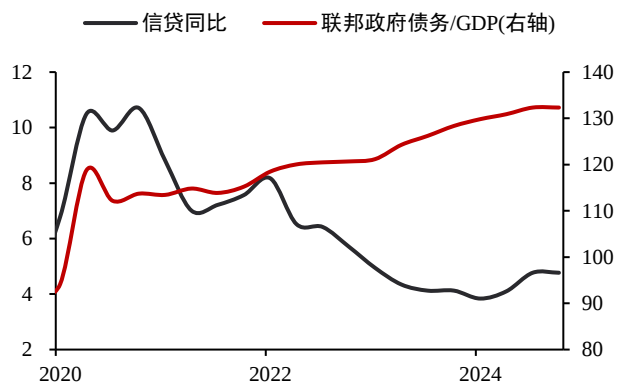
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：美股同比走势逐渐趋弱 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：政府债务扩张对于私人信贷的带动逐渐显示出乏力 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com