



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年2月24日

加征关税风险暂缓，关注国内政策应对

一大类资产配置月报第44期：2025年3月

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



核心结论：加征关税风险暂缓，关注国内政策应对

大类	项目	本期：2025-2-24至2025-3-28			上期：2025-1-24至2025-2-24	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡	→	市场对“两会”政策的预期将回归现实，经济基本面边际变化微弱，海外风险扰动有限，市场预计小幅波动。	3252.63-->3379.11	3.89%
	创业板指	震荡	↓		2121.84-->2281.51	7.53%
	成长(风格.中信)	震荡	↓	3月市场将重回轮动，本轮成长科技行情临近尾声、宜逐步兑现。从因子分析角度来看，国内流动性短期内难以再度宽松，基本面高频数据指向消费内生动能并未明显好转，结合历年开工情况建议优先配置周期和金融风格。	6089.87-->6766.15	11.10%
	周期(风格.中信)	震荡上行	↑		4460.51-->4648.81	4.22%
	金融(风格.中信)	震荡上行	→		8032.34-->8143.87	1.39%
	消费(风格.中信)	震荡	↑		9566.05-->9947.18	3.98%
	NASDAQ指数	震荡上行	→	市场已经基本消化美联储放缓降息节奏的影响。Gork3模型全面超过Deepseek等现有模型，支撑美股估值。	19954.3-->19524.01	-2.16%
	DSJ平均指数	震荡上行	→		44424.25-->43428.02	-2.24%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	央行四季度货币政策执行报告指向相机抉择的货币政策，降准、降息时机可能进一步推后。	1.34-->1.48	14BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	→		1.657-->1.72	6BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	→	美联储“预防式降息”恐暂告一段落，美债利率维持窄幅变动，长端利率上行压力略高于短端。	4.27-->4.19	-8BP
	10Y美债收益率（%）	震荡	→		4.63-->4.42	-21BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡下行	→	短期内全球大宗商品价格因加征关税暂缓获得一定支撑，但风险不容忽视、并未完全解除，而考虑到通胀对黄金价格的提振作用，中长期继续相对看好黄金价格。	74.66-->70.4	-5.71%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	↑		4.281-->4.576	6.89%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡上行	→		2781.6-->2931	5.37%
	南华工业品指数	震荡	↓	考虑到政策发力主要在基建领域，整体上螺纹钢建议超配。春节过后，农产品需求可能季节性回落，建议标配。春节期间一手房销售偏弱、二手房销售较强，表明地产销售好转可能难以向上游传导，因而低配玻璃。	3868.72-->3867.52	-0.03%
	南华螺纹钢指数	震荡上行	→		1193.93-->1188.27	-0.47%
	南华农产品指数	震荡	→		1038.8-->1079.66	3.93%
	南华玻璃指数	震荡下行	↓↓		1671.38-->1515.84	-9.31%
汇率	美元指数	震荡下行	↓	加征关税风险缓释后，资本向美元回流暂缓。汇率有望延续反弹态势，降息前仍可继续看多。	107.48-->106.65	-0.77%
	美元兑人民币	震荡	↓		7.24-->7.26	0.20%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



配置建议：加征关税风险暂缓，但缺乏明显利好，超配黄金与低波资产

本期：2025-2-24至2025-3-28			大类	项目	本期：2025-1-24至2025-2-28		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
✓	✓		国内股指	上证指数		✓	
				创业板指		✓	
				成长(风格.中信)		✓	
				周期(风格.中信)	✓		
				金融(风格.中信)	✓		
✓	✓		美股股指	消费(风格.中信)		✓	
				NASDAQ指数	✓		
✓	✓		国债	DSJ平均指数		✓	
				1Y国债到期收益率 (%)		✓	
✓	✓		美债	10Y国债到期收益率 (%)		✓	
				2Y美债收益率 (%)		✓	
✓		✓	国际大宗商品	10Y美债收益率 (%)		✓	
				布伦特原油 (美元/桶)			✓
				COMEX铜 (美元/磅)		✓	
✓	✓		国内大宗商品	COMEX黄金 (美元/盎司)	✓		
				南华工业品指数		✓	
				南华螺纹钢指数	✓		
				南华农产品指数		✓	
✓		✓	汇率	南华玻璃指数			✓
				美元指数			✓
✓		✓		美元兑人民币		✓	

1 美国加征关税风险暂缓至4月，美联储暂停降息

2 国内总量政策难超预期，产业政策可能存在亮点

3 经济基本面边际变化不大

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



目录

1

配置逻辑：美国加征关税风险推迟

2

权益：静水流深

3

利率：政策以观望为主，短期内波动有限

4

大宗：分化态势明显，国内相对可超配

5

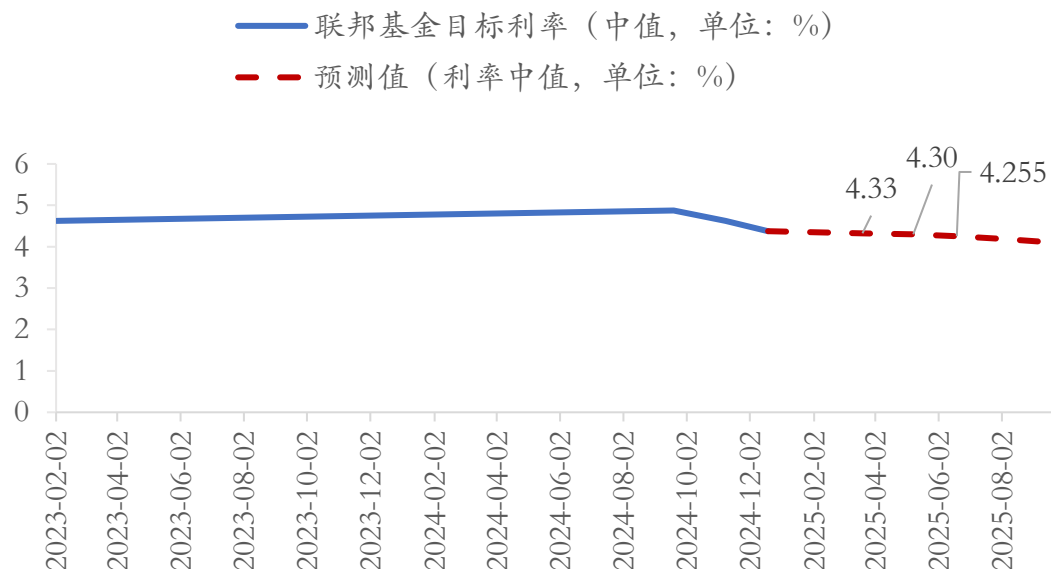
汇率：资本向美元回流有望缓解



美国加征关税风险推迟至4月，美联储3月预计维持利率不变

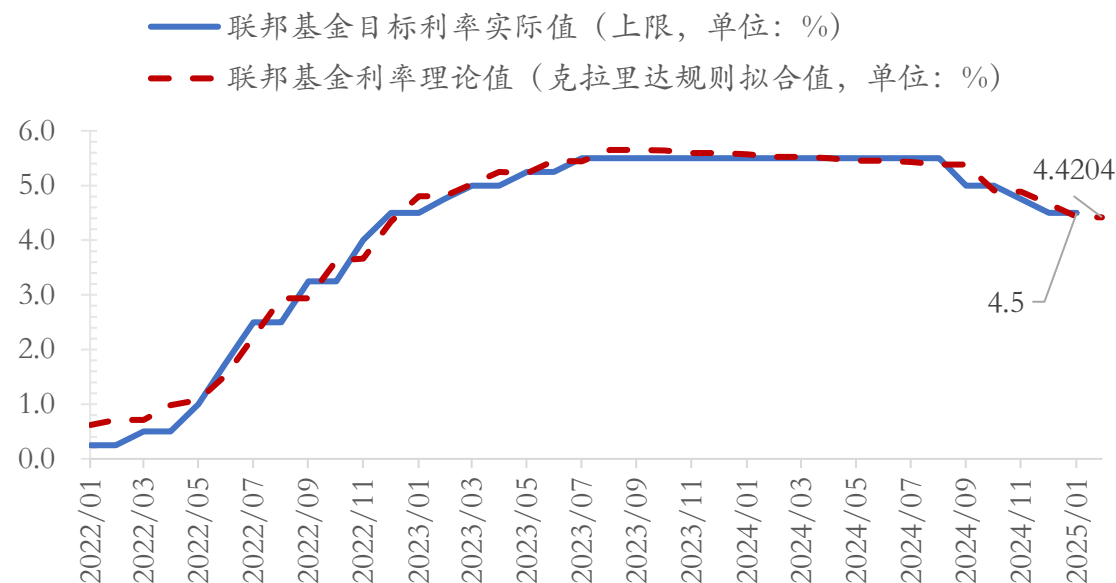
- ▶ **美国加征关税风险推迟至4月。**美东时间2月13日，美国总统特朗普签署了总统备忘录，提出实施对等关税，将根据五个不同方面针对每个贸易伙伴进行定制。由于“定制化”需求，因而对等关税不会立即生效。对此，美国商务部长提名人霍华德·卢特尼克预测，新关税将于4月2日实施。考虑到2月以来美国加征关税的速度和幅度整体弱于特朗普竞选口号，并且关税作为谈判筹码的特点持续提升，整体上看美国大范围加征关税的概率明显下降，当仍需关注3月美国关税政策可能变化。
- ▶ **美联储议息会议上半年降息概率偏低。**1月美联储议息会议纪要显示，对于降息依然维持谨慎态度。美联储官员认为现阶段政策取决于未来数据的变化，换言之，随着1月份美联储决定维持利率不变，本轮“预防式降息”可能已经结束，后续政策利率调整可能更多地是与数据调整同步、甚至滞后于美国经济数据的变化。

美联储利率观测器显示市场押注2025年三季度降息25BP



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：1月24日。

克拉里达规则下，3月理论利率指引偏向于不降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据

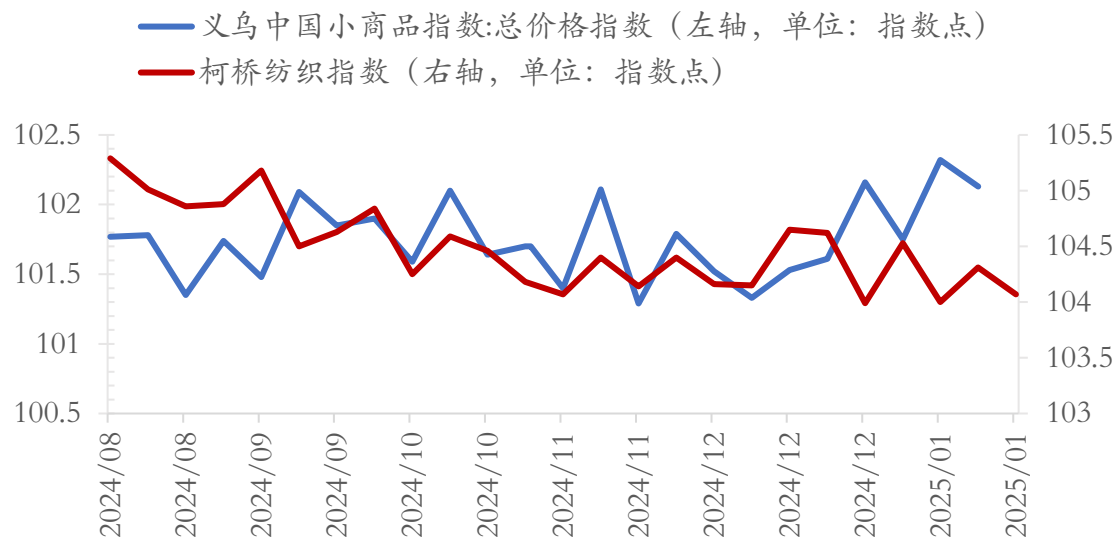
- ▶ **经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据。**结合春节数据和1-2月已公布的高频数据看，1-2月基本面边际变化不大。“抢出口”带动生产端企稳，消费复苏依然缺乏“加速度”。因而，重点关注3月中旬公布的1-2月年内首份宏观经济数据。预计1-2月，社零同比增长5%左右，固定资产投资累计同比增长2.1%，其中制造业投资累计同比5.2%、基建投资增速6.0%、地产投资增速-6.2%，出口同比5.5%；2月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。
- ▶ **商品消费维持较高增速，服务类消费略有修复。**2月前两周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为3.85万辆和3.77万辆，同比分别增长75.3%和17.77%，合并1-2月来看乘用车同比销售增速较12月有所提升。可选服务类消费在春节期间得到一定提振，但未见明显改善。1月、2月电影票房周均收入较去年同期大幅增长107.14%和61.2%，但主因电影时长延长和前期电影表现不佳导致需求集中释放所致，春节后新上映电影票房相对不佳；海南旅游3星以上酒店散客价2月同比增长1.3%，旅游需求也出现一定改善。目前来看，1-2月得到政策支持的商品消费有望延续2024Q4较高增速，但其余消费和服务类消费延续弱复苏态势。

春季扰动下，乘用车批发与零售数据变动较大

节后小商品价格暂未更新



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



目录

- 1 配置逻辑：美国加征关税风险推迟
- 2 权益：静水流深
- 3 利率：政策以观望为主，短期内波动有限
- 4 大宗：分化态势明显，国内相对可超配
- 5 汇率：资本向美元回流有望缓解



2.1 国内权益：静水流深

- 我们在3月策略月报《静水流深》（2025-2-23）中指出，市场对“两会”政策的预期将回归现实，预计政府工作报告总体定调将符合市场预期，同时经济基本面边际变化微弱，海外风险扰动有限，因此市场无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能，呈高位小幅波动。配置上，3月市场将重回轮动，本轮成长科技行情接近尾声、宜逐步兑现。3月可关注高胜率**强季节性基建优势品种**（月中前），有政策催化的**医药、汽车、家电**，以及短期有性价比、中长期有战略性配置价值的**银行保险**。
- 从因子分析角度来看，国内流动性短期内难以再度宽松，基本面高频数据指向消费内生动能并未明显好转，结合历年开工情况建议优先配置周期和金融风格。

因子分析显示，周期与金融风格相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动（1Y国债）	0.12	0.60	1.00	0.96	0.58	1.04	1.07
长短利差变动（10Y-1Y国债）	-0.11	-0.34	-0.94	-0.99	-0.36	-0.46	-0.90
短端利率变动（2Y美债）	-0.01	0.02	0.07	0.03	0.01	0.03	0.04
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.11	-0.09	-0.20	-0.23	-0.27	-0.06	-0.10
M2同比差值变动	-0.30	-0.13	-0.53	-0.28	0.03	0.25	-0.21
社融同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新发基金规模（自然对数）	4.55	-1.06	-3.29	-3.55	-1.09	-1.41	-3.17
合计		-0.99	-3.90	-4.06	-1.11	-0.60	-3.27

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 主线一：8大具有强季节性效应的基建优势品种

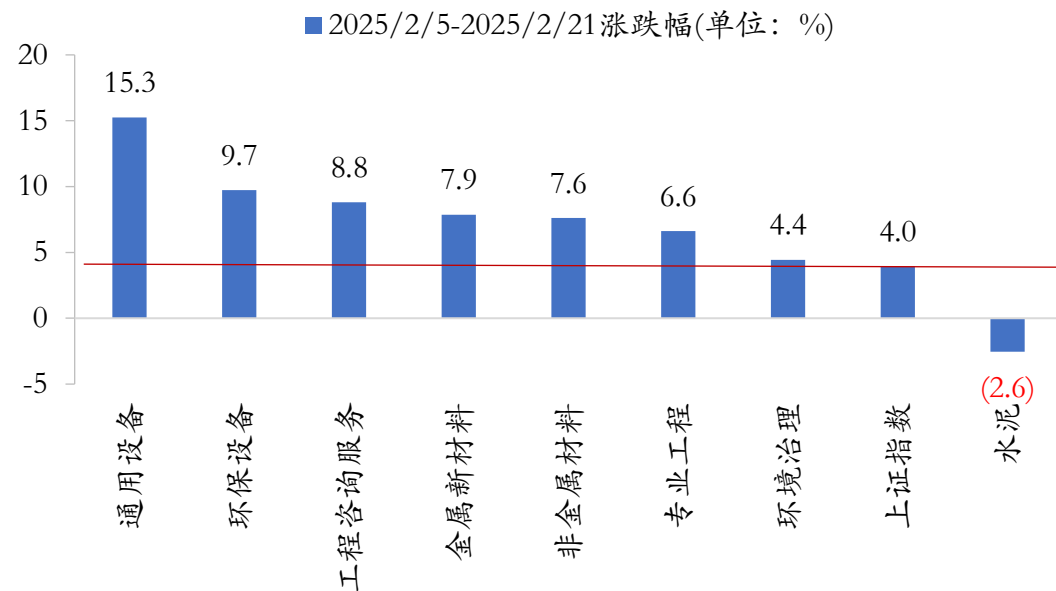
- 从春节假期后到3月中旬两会闭幕期间的1-1.5个月内，存在较为规律性的基建开工相关方向的季节性机会。优选出8个赔率和胜率皆优的细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这8个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。
- 根据历史复盘显示，大部分与基建开工相关的二级细分领域在开工行情期间，取得正收益或者超额收益与否与其本身的景气边际变化无关，包括水泥、金属新材料、燃气等。即景气边际改善并非是行情的必备条件。根据数据回测，我们推荐的8大领域整体表现仍然较为优异，2025年2月5日至2025年2月21日期间，8个推荐行业中有7个行业取得超额收益，胜率较高。

基建开工相关的前8大优势细分领域

二级行业	9年平均 收益率	超额收益率	
		9年均值(赔率)	次数 (胜率)
工程咨询服务	15.1%	7.6%	8
环保设备	15.3%	7.8%	7
专业工程	13.6%	6.1%	8
环境治理	13.2%	5.7%	8
非金属材料	14.2%	6.7%	7
水泥	13.1%	5.6%	7
通用设备	11.6%	4.1%	8
金属新材料	12.4%	4.9%	7

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：报告来源为2025年一季度策略《积极应对》20241216

基建开工前8大优势细分领域表现整体优于上证



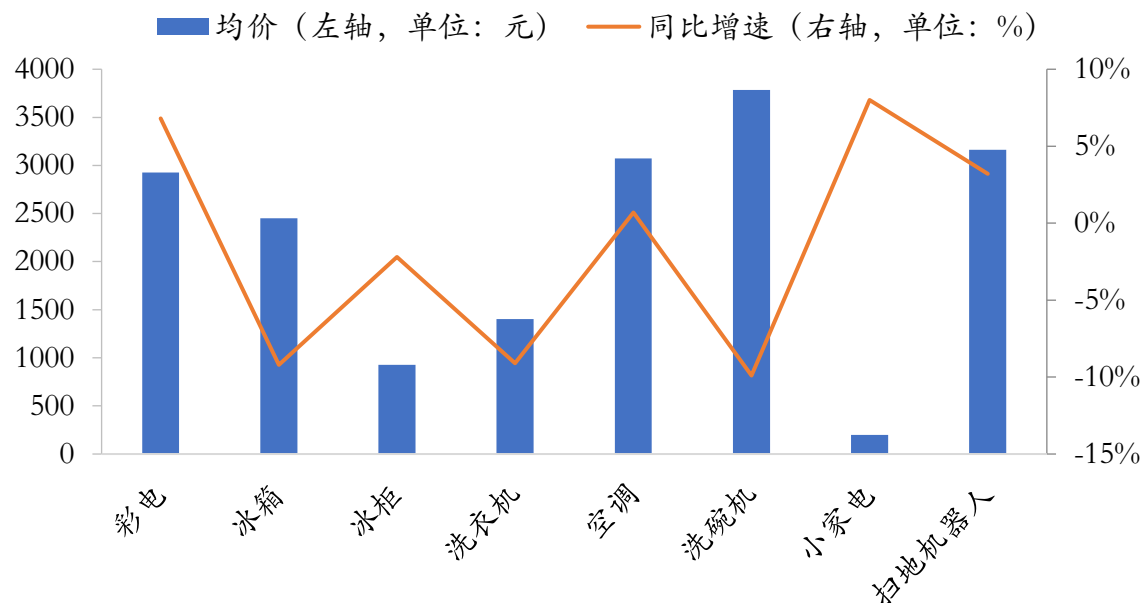
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标红标准为单日跌幅大于5%，高位股为2025/1/7-2025/2/21期间泛TMT板块中涨幅前10的个股



2.1 主线二：有政策催化的领域，重点关注医药、汽车和家电

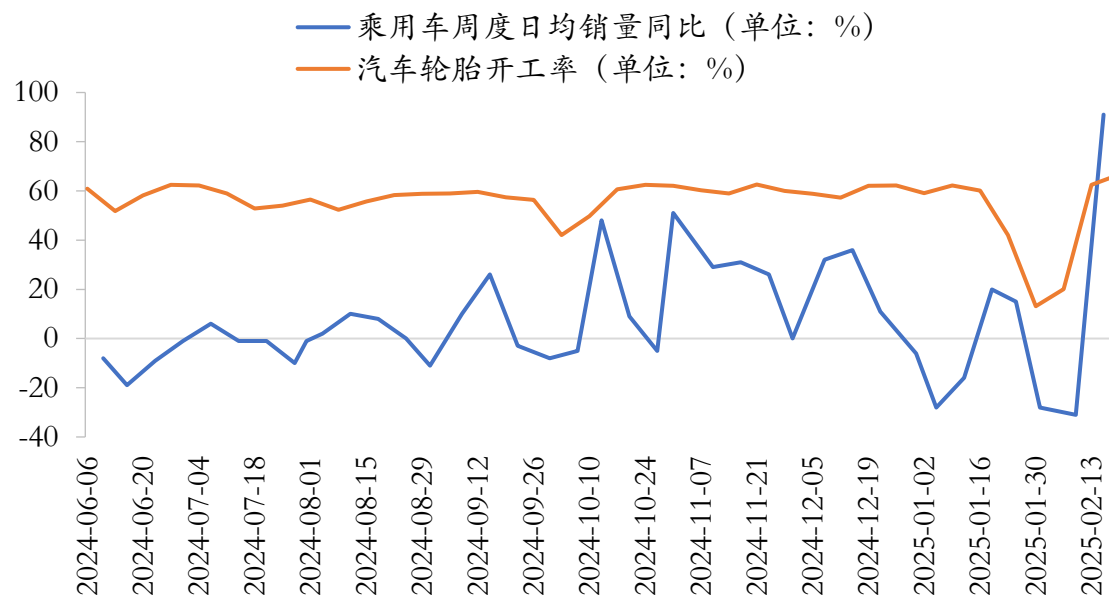
- **医药生物：**医保等民生政策支持进一步加码，药企压力有望缓解。业内流传的两份征求意见稿，一份名为《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》），另一份为《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施》（第二轮征求意见稿）（以下简称《措施》）。《意见》、《措施》从商业保险、药品目录、支付和结算方式等多个方面的措施进一步细化，落地执行难度降低，且后续若有财政补贴进入商保基金池有望进一步解决药品的销售价格难题。征求意见稿的发布后医药领域政策预期再度升温，若两会后相关政策持续落地或披露更多细节，医药板块业绩预期有望得到提振。
- **汽车、家电：**以旧换新政策持续发力，提振内需的政策导向下业绩有望保持韧性。2024年中央经济工作会议将提振内需放在重要工作任务首位，今年两会有望在消费领域继续出台相关政策，汽车、家电等重点扶持领域的业绩有望保持一定韧性。

1月家电分品类线上均价



资料来源：奥维云网，华安证券研究所。

春节后汽车销量快速回升



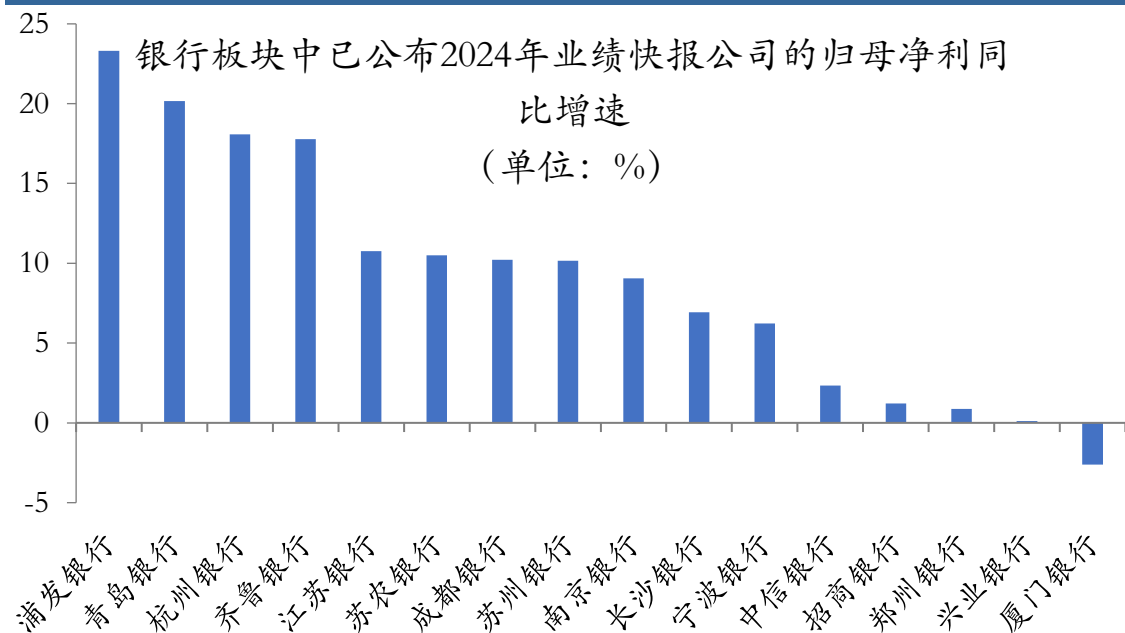
资料来源：Wind，华安证券研究所。



2.1 主线三：具有中长期战略配置价值的银行、保险

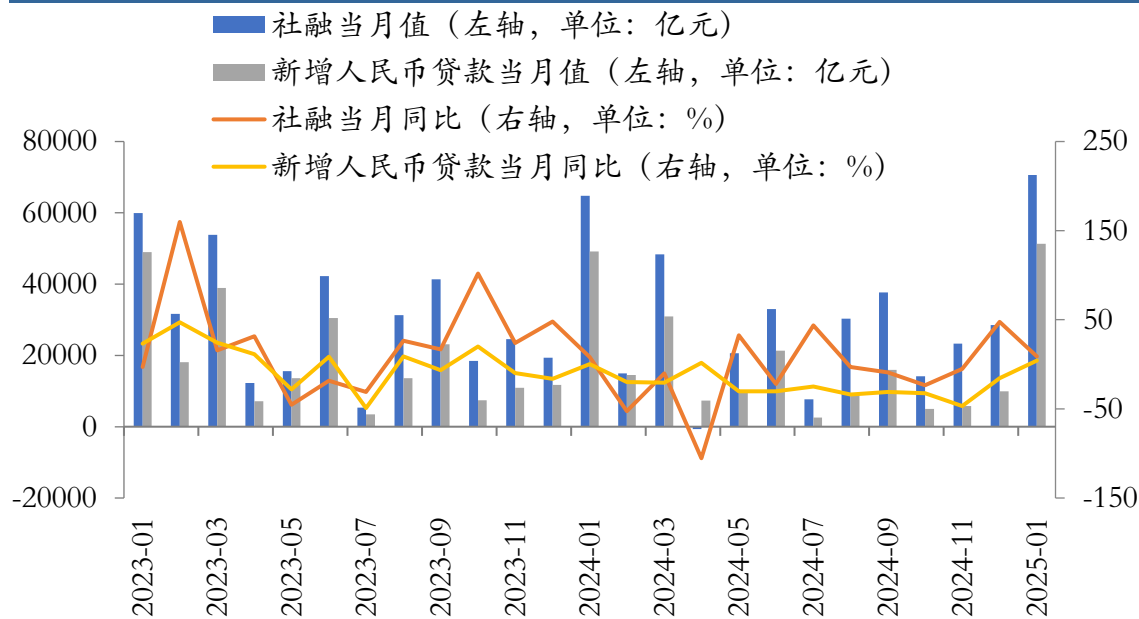
- 1月信贷和社融数据超市场预期，银行、保险板块2024年业绩预增确定的个股较多，银行、保险板块业绩有支撑。申万二级保险板块中6只个股中当前已有5家披露2025年业绩预告，4家2024年净利润均实现显著增长。同时银行板块已披露业绩快报的16家公司中，有15家2024年归母净利实现正增长。
- 政策积极推动中长期资金入市。2025年1月22日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。政策核心聚焦于促长线资金入市、稳短期市场波动、落价值投资实效。
- 两会结束后政策预期落地后，市场或呈现高位小幅震荡，银行的稳定性将得到凸显。2025年1月1日至2025年2月21日期间，共有15天上证指数出现单日本跌，此期间银行在申万一级行业的排名进入前15的次数共计9次，概率高达60%，其中进入前5的次数高达7次，概率为47%，银行在市场走势疲软环境下的抗跌属性较强。

银行板块个股2024年业绩有望维持较高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

社融信贷实现开门红



资料来源：Wind，华安证券研究所。



2.2 美股：美联储放缓降息节奏的影响已被消化

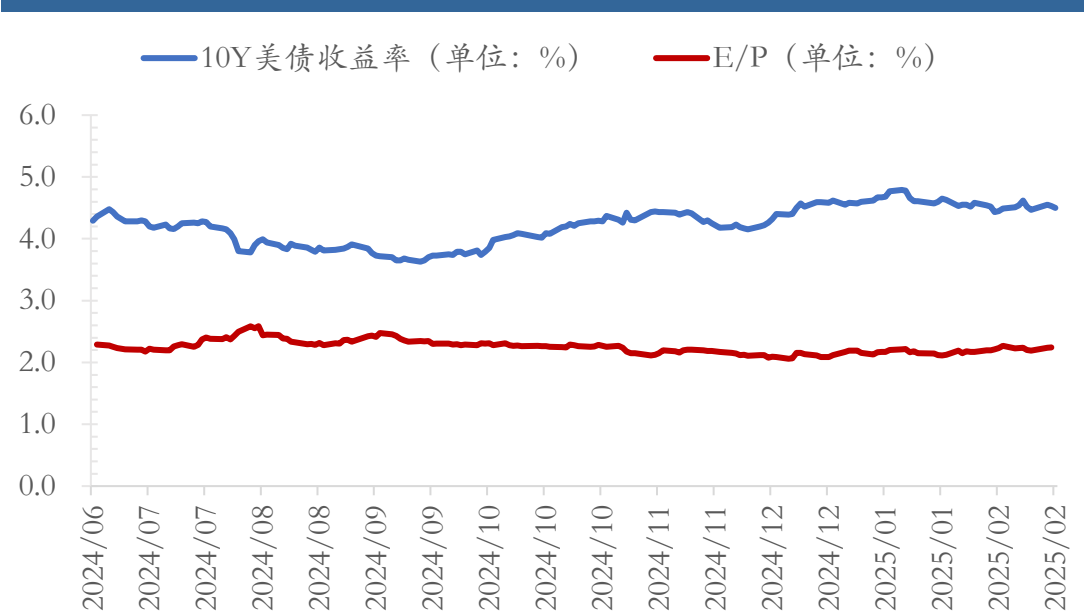
➤ 美联储放缓降息节奏的影响已被消化。1月美国非农数据和1月美国CPI数据公布后，市场对于美联储年内降息预期调整至1-2次，目前市场已经基本消化美联储放缓降息节奏的影响。同时，特朗普暂缓加征关税至4月，也提振美股风险偏好。此外，2月中旬发布了Gork3模型，其性能全面超过Deepseek和ChatGPT现有模型，并且宣布Gork3在每次更新版本时将免费开源上一个版本，支撑美股人工智能产业估值。因而，短期来看，美股将继续获得支撑，且纳指有望相对占优。

因子分析显示纳指可能相对占优

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	-0.01	0.03	0.00
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.11	-0.01	-0.07
失业率（季调）变动	-0.10	-0.06	-0.02
美国CPI环比	0.70	1.04	-0.53
美国PPI环比	0.40	-1.34	-0.72
合计		-0.34	-1.34

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1

配置逻辑：美国加征关税风险推迟

2

权益：静水流深

3

利率：政策以观望为主，短期内波动有限

4

大宗：分化态势明显，国内相对可超配

5

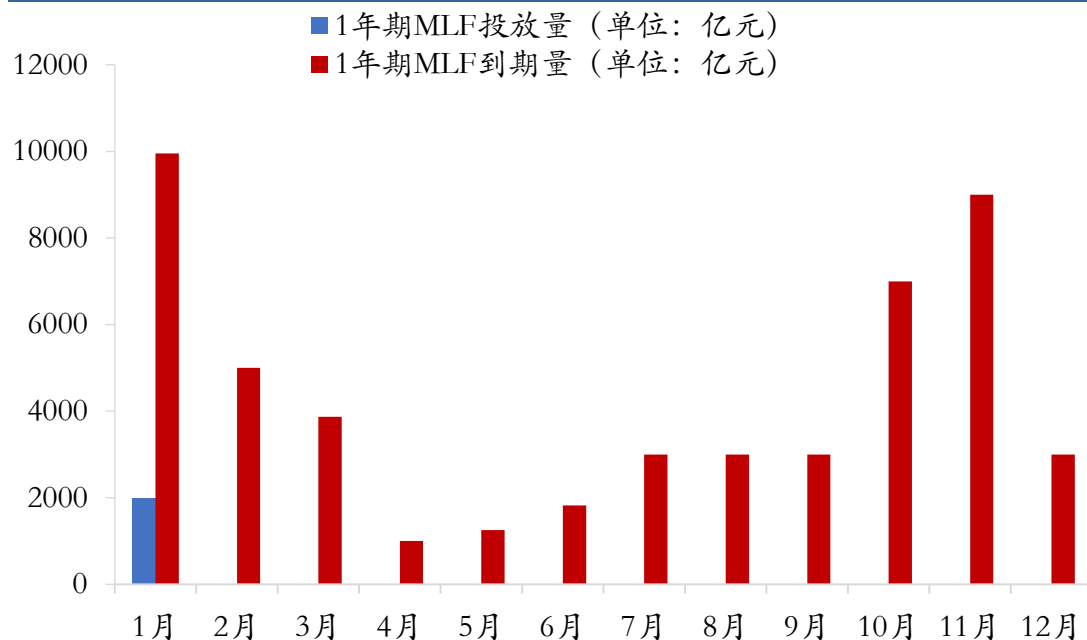
汇率：资本向美元回流有望缓解



3.1 国内债券：降准、降息时机可能进一步推后

- 央行四季度货币政策执行报告指向相机抉择的货币政策，降准、降息时机可能进一步推后。2024年四季度货币政策执行报告相较于此前变化不大，需要关注的是市场对于宽货币的预期需要调整。当前货币政策与去年底中央经济工作会议提到的“适度宽松”的基调保持一致，但强调根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，选择合适的时点调整优化政策力度和节奏。我们认为，随着四季度经济回暖与1月金融数据改善，短期内宽货币加码的可能性不高，但稳增长诉求下宽货币基调不改，只是市场对于降准、降息的预期要调整延后。结合开年后央行引导长端利率向上的坚定决心来看，预计宽货币将围绕配合财政发力、国内外形势选取合适时机。

MLF缩量续作，央行持续调节流动性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007显示年前短端资金面整体偏紧



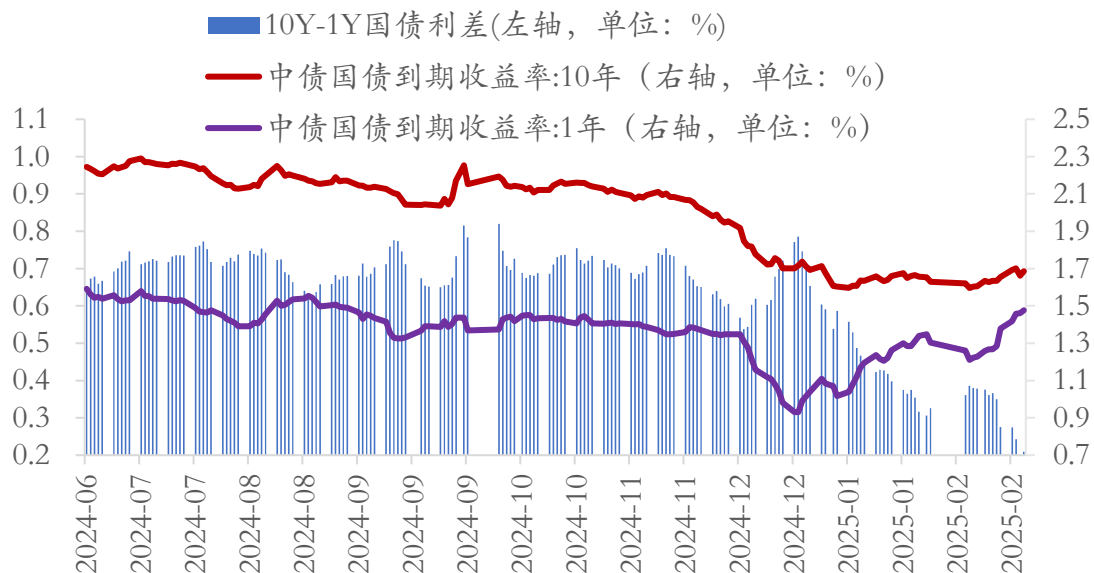
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.1 国内债券：总量政策难超预期，利率易上难下

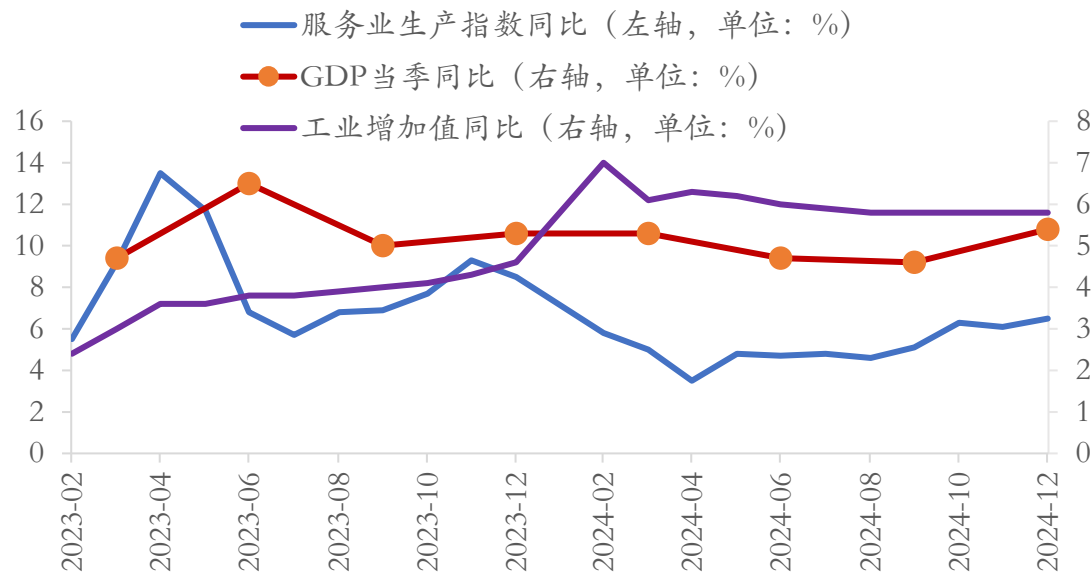
- **总量政策难超预期，利率易上难下。**总量政策在两会审定后有望披露更多细节，但整体规模恐难超预期。①社会发展目标和政策量级可能不会出现显著变化。从地方“两会”已公布的情况来看，全年GDP目标大致在5%左右，CPI在2%左右。总量政策力度快速增强概率较小，2024年政府工作报告确定未来几年连续发行超长期特别国债，或表明涉及到未来几年的常态化工作部署，即使消费品“以旧换新”等政策效果值得肯定，但政策也会采取循序渐进的方式提升力度。②财政政策当前工作重点可能在清欠、专项债收储等具体领域。③关于货币政策适度宽松的表述，实际上是对去年以来“支持性”货币政策的追认，类似于2008年大规模宽松政策概率不大。故，在政策给出更多信号之前，预计利率和期限利差变动幅度有限。

期限利差收窄，主要源于短端利率快速反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

宏观经济数据显示Q4经济基本目标环比改善



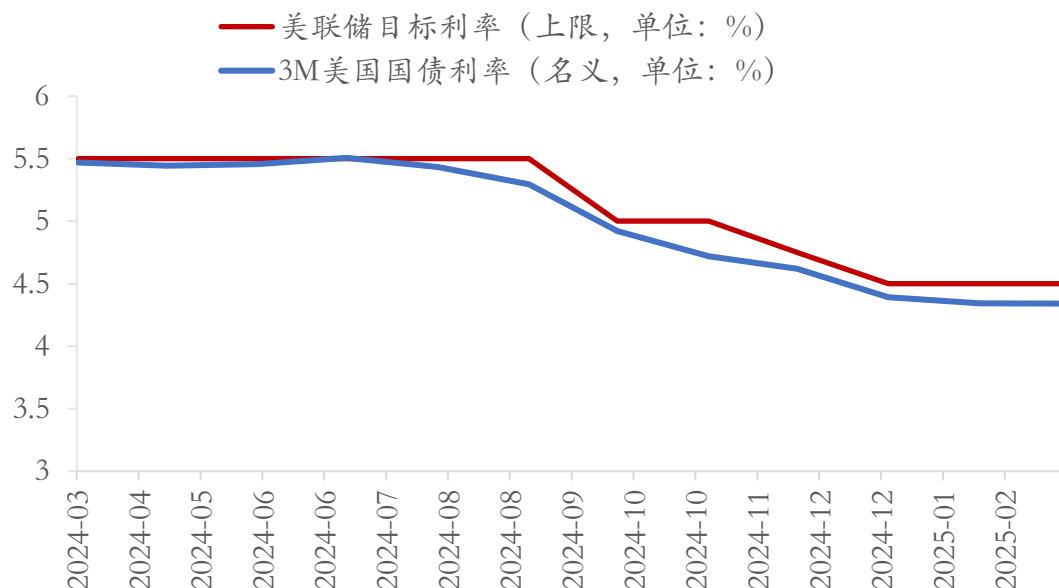
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）持平

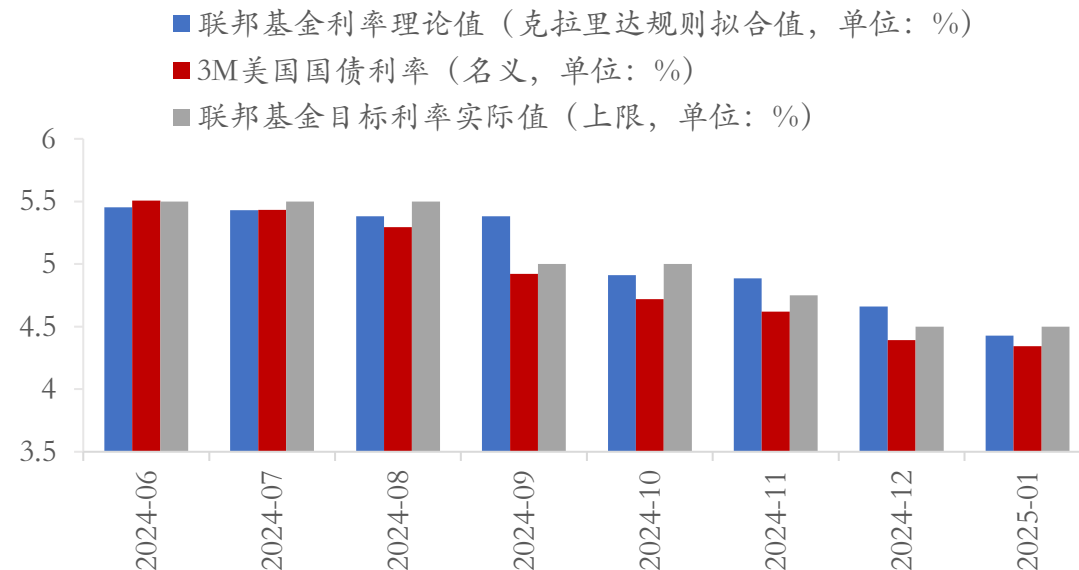
- 美联储“按兵不动”，美债利率维持窄幅变动。根据伯克南三因素框架判断，3月美债利率走势依然主要围绕期限利差博弈。
 - ①上半年美联储议息会议大概率维持利率不变，短期实际利率变动不大。
 - ②经济与就业数据偏强，实际利率期限负利差延续收窄态势，利率上行压力可能略偏向于长债。
 - ③原油价格预期维持弱势，但特朗普政策对通胀的影响尚不明确、有待数据验证，内含通胀预期短期内预计变动有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。美联储“预防式降息”恐暂告一段落，但仍然处于降息周期内，故短期实际利率有望维持略低于目标利率上限。

短期实际利率跟随政策利率下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

降息预期仍存，短期实际利率略低于理论利率



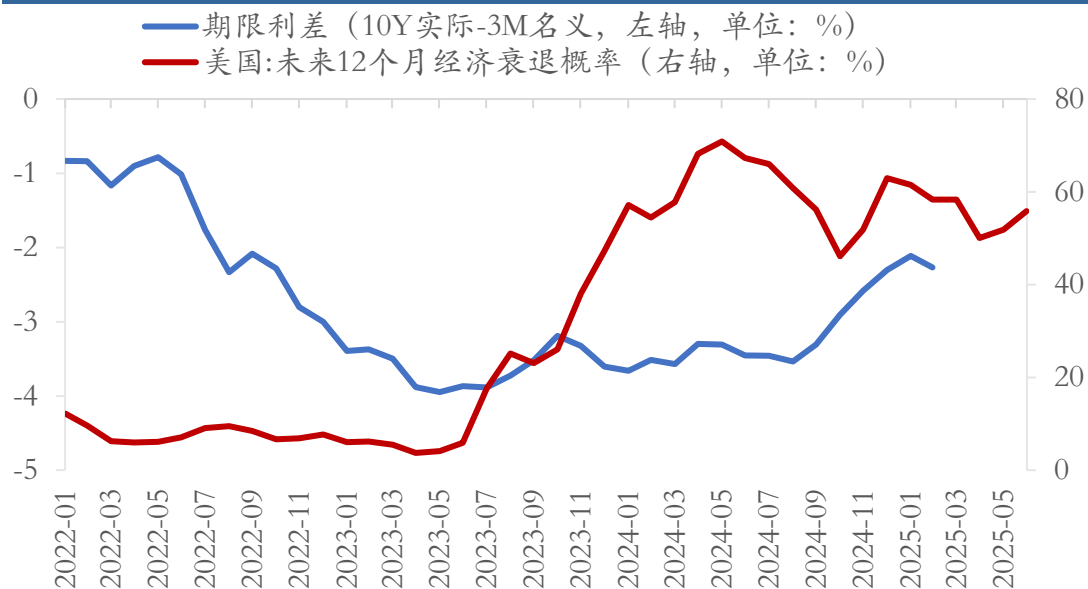
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



3.2.2 美债：灾害天气扰动，但实际利率负期限利差收窄态势不改

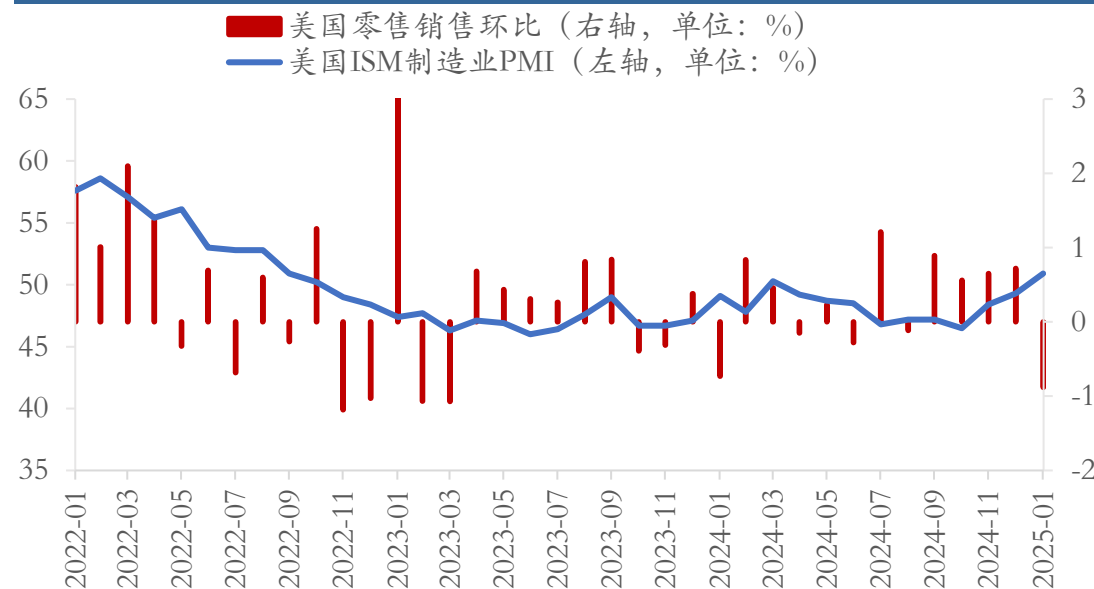
- 美债：灾害天气扰动，但实际利率负期限利差收窄态势不改。美国经济分析局预计到2025年末的美国经济衰退概率回落至30%以内，特朗普上台后以美国本土优先的系列举措支持下，对美国经济放缓担忧明显缓解。虽然受到寒冷天气和加州大火等灾害天气影响，零售销售额环比下跌0.88%，但1月美国ISM-PMI回升至50.9%、回升至荣枯线之上。因此，从中长期来看，预计实际利率负期限利差收窄态势不改。考虑到2Y美债利率已经基本消化新的美联储降息路径路径，预计上行压力略偏向于10Y美债利率。

美国衰退风险略有反弹，负期限利差仍有望收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值

PMI维持韧性，零售受火灾等因素影响



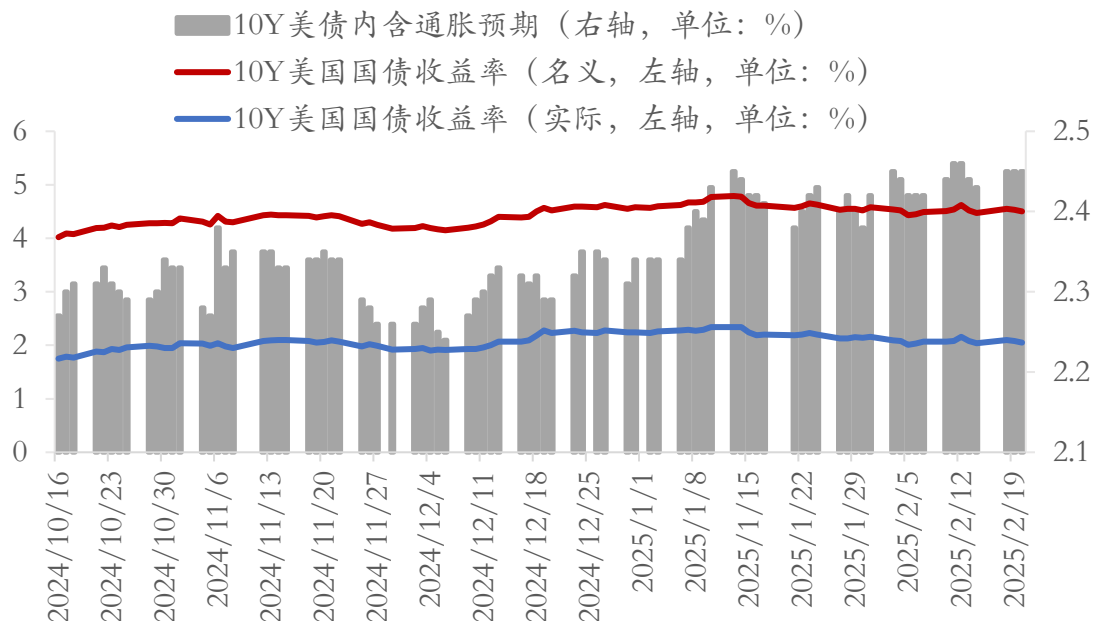
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期维持高位

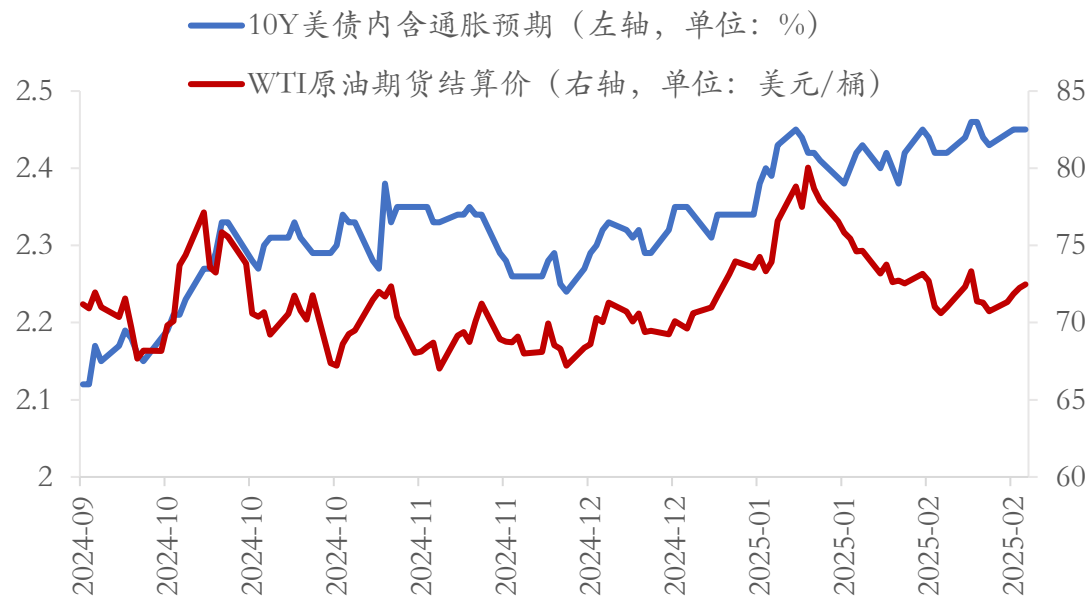
➤ **美债：10Y内含通胀预期维持高位。**当前10Y内含通胀预期上行至2.45%附近。1月美国通胀数据高于市场预期：其中，CPI同比升至3%、高于前值和预期的2.9%，环比0.5%、高于预期值0.3%；核心CPI同比3.3%、高于预期值3.1%；环比0.4%、高于预期值0.3%。1月通胀反弹主要有多种因素影响，一是1月切换至新年份的基数效应以及企业调价的季节性效应，二是加州火灾导致的短暂商品价格压力，三是美国禽流感导致食品价格上涨因素。因而，美国通胀是否有所反弹还有待观察。短期来看，移民政策收紧对工资-通胀螺旋的担忧依然存在，短期内难以缓解。2月克利夫兰联储5年通胀预期为2.49%与上月再度提升0.04个百分点，处于较高水平。

内含通胀预期维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

内含通胀预期依然以工资为主



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

- 1 配置逻辑：美国加征关税风险推迟
- 2 权益：静水流深
- 3 利率：政策以观望为主，短期内波动有限
- 4 大宗：分化态势明显，国内相对可超配
- 5 汇率：资本向美元回流有望缓解



4.1 国际大宗：美国加征关税担忧暂缓，但长期风险仍存

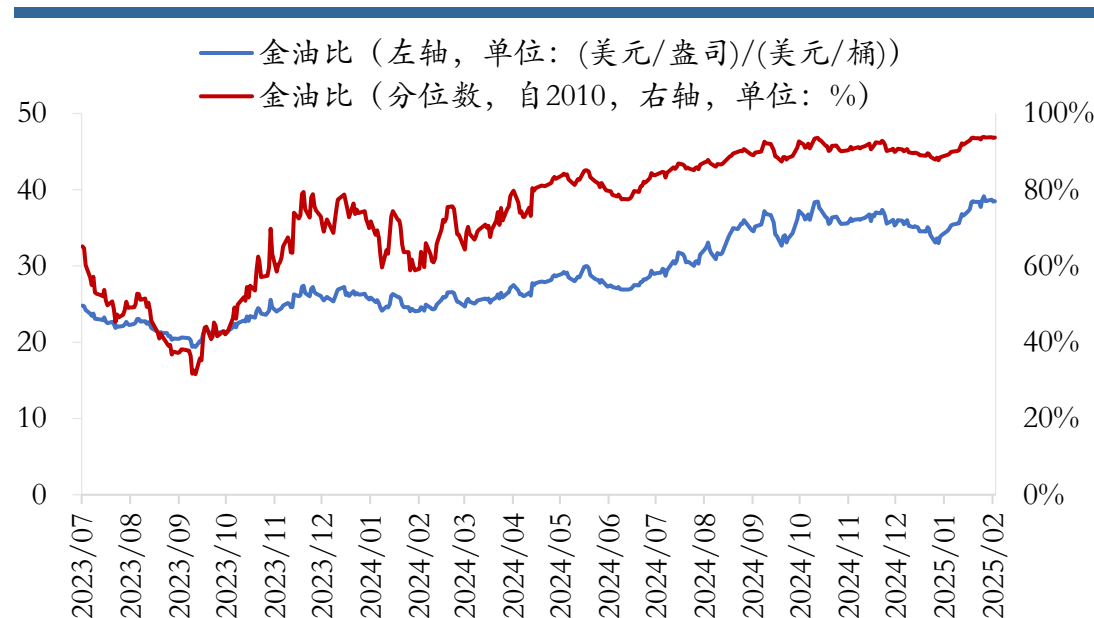
➤ 美国加征关税担忧暂缓，但长期风险仍存。新一轮美国加征关税可能推迟至4月之后，带动原油、铜等大宗商品价格有所反弹，但目前美国加征关税的风险整体上并未消除，逆全球化可能对全球商品需求仍有冲击。同时，特朗普仅以能源政策恐无法解决当前美国以核心通胀为主的通胀风险，故美联储大概率维持偏紧缩的货币政策基调，降息预期明显放缓。综合来看，短期内全球大宗商品价格因加征关税暂缓获得一定支撑，但风险不容忽视，而考虑到通胀对黄金价格的提振作用，中长期继续相对看好黄金价格。

因子分析看，原油短期可能表现偏强

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	-0.01	-0.19	0.00	0.04
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	-0.11	-0.25	-0.06	0.11
美债长期平均实际利率	-0.34	6.99	0.09	-0.70
库存/ETF持仓量变动		3.60	-0.28	-0.01
净多头持仓		-4.00	-0.16	-2.88
合计		6.16	-0.42	-3.44

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比持续上行



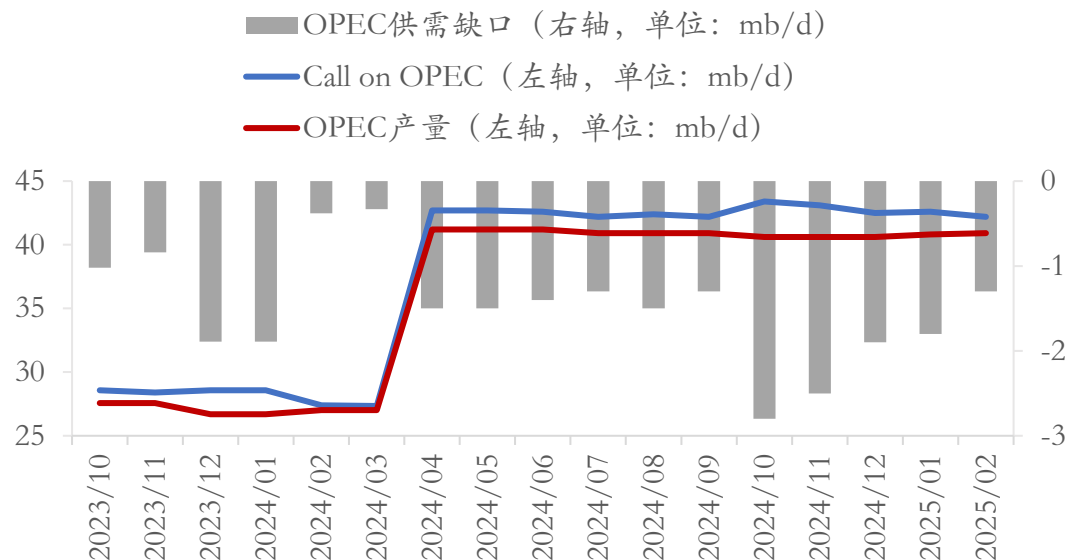
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.1 原油：美国扩产担忧继续压制油价

► **原油：美国扩产担忧继续压制油价。**特朗普正式就职后宣布美国进入能源紧急状态、加大传统能源开采并逐步实现向全球出口，考虑到其上一任期已有成功先例，同时美联储放缓降息节奏也对原油价格形成抑制。对此，OPEC+表示由于石油需求增长放缓以及美洲新供应激增，正在考虑第四次推迟增产计划（上一次推迟后增产计划为4月份开始实施）。但根据EIA预测，即使OPEC+保持产量不变，今年全球供应也将比需求平均高出45万桶/日。近期原油库存小幅增加，也表明原油供应端压力增大。因此，预计油价继续承压。

OPEC+预计去库幅度延续收窄



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存小幅反弹



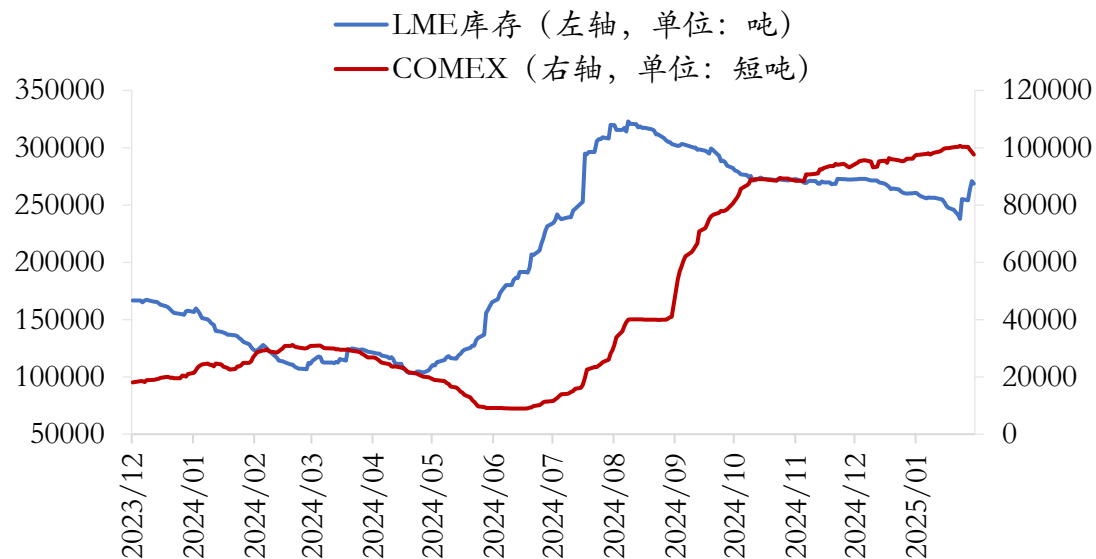
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：对加征关税落地分歧加剧

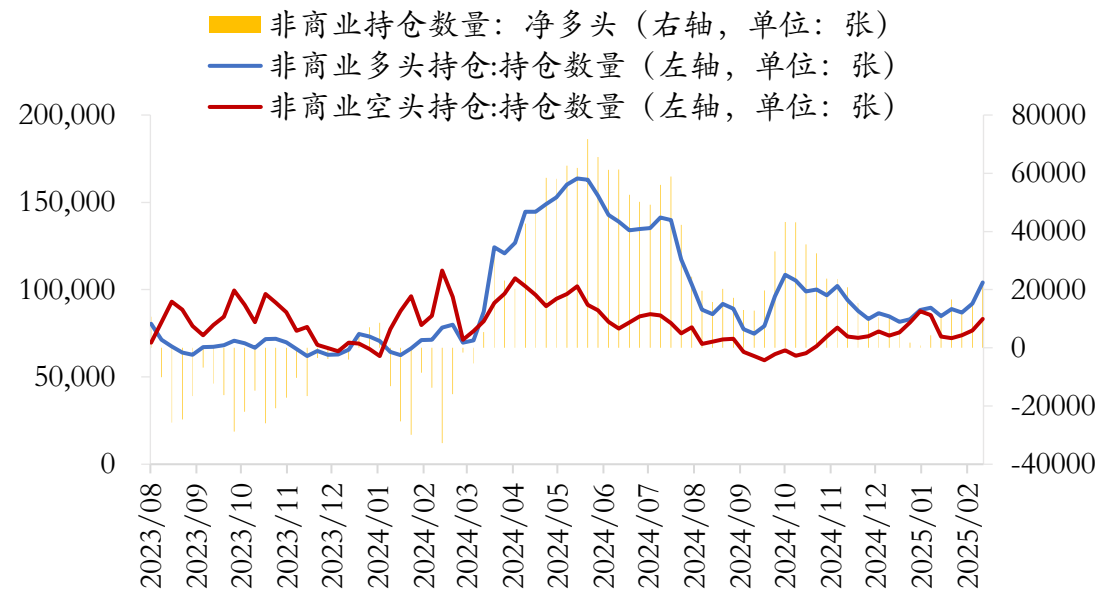
► **铜：对加征关税落地分歧加剧。**库存整体变化不大，COMEX铜继续抬升、LME铜库存略有下降，主因市场担忧特朗普加征关税，故提前将铜库存从伦敦市场转移至美国市场。市场对于后续铜供需格局担忧未变，一方面美联储政策路径持续释放鹰派信号，另一方面特朗普可能对美国铜进口加征10%左右的关税。但近期特朗普签署总统备忘录之后，对于关税担忧有所缓解。因而，从市场情绪上看，铜非商业多空持仓量均有所提升。因而，铜价短期内市场分歧加大、多空博弈加剧，后续走势取决于美国关税走向。

铜库存变化幅度较小



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业多空持仓量均有所提升



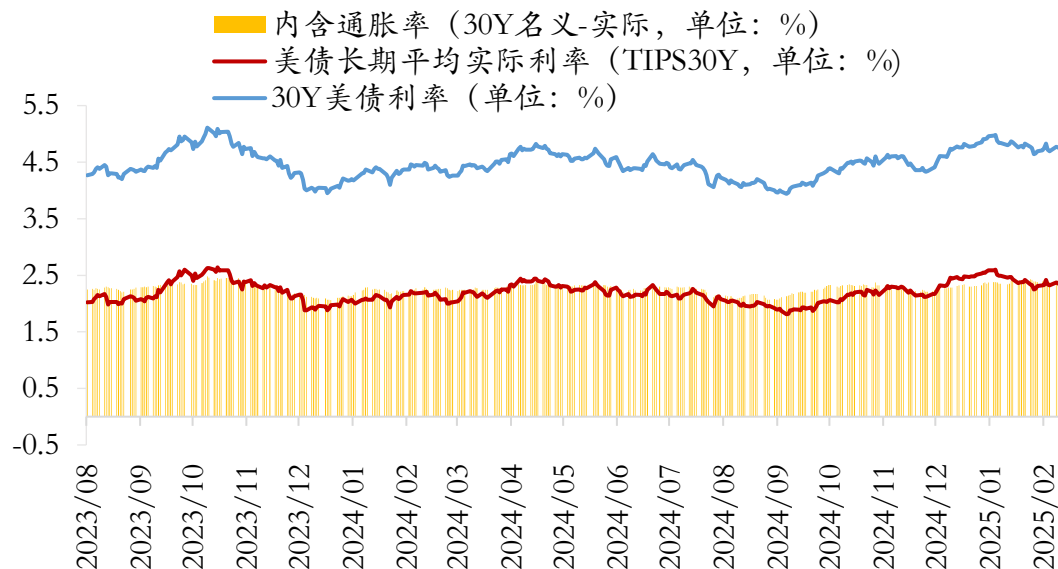
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 黄金：通胀压力与美元信用削弱，中长期配置价值持续显现

► **黄金：通胀压力与美元信用削弱，中长期配置价值持续显现。**根据我们在深度报告《黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率——黄金9轮大行情复盘》（2023-08-10）中的分析，看多黄金“长牛”的主要原因有三，目前正在逐步应验：①美国政府实施逆全球化政策，使得全球潜在GDP增速中枢持续下行，有利于实际利率下降进而利好黄金。②美元国际储备持续弱化，石油结算逐步与美元脱钩，美元信用受损，利好黄金价格。③美联储进入降息周期，成为黄金行情的催化剂。因而，在美债实际利率未见明显变化的情况下，美国通胀压力与美元信用削弱持续提升黄金价值，故预计金价中长期配置价值有望持续显现。

美债实际利率窄幅波动



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量有所回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：聚焦综合整治“内卷式”竞争与价格温和回升

- 聚焦综合整治“内卷式”竞争与价格温和回升。考虑到今年两会总量政策发力概率较小，因而重点关注产业政策可能亮点，除了科技创新之外，去年年底中央经济工作会议提出综合整治内卷化竞争，可能主要集中在传统产业上，因而具体产业方向和举措值得关注。同时，考虑到政策发力主要在基建领域，整体上螺纹钢建议超配。春节过后，农产品需求可能季节性回落，建议标配。春节期间一手房销售偏弱、二手房销售较强，表明地产销售好转可能难以向上游传导，因而低配玻璃。

因子分析显示可高配工业品、螺纹钢，低配农产品

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	0.12	0.18	0.87	0.02	1.47
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.11	-0.10	-0.04	-0.04	-0.70
M2同比差值变动	-0.50	0.22	-0.38	0.39	0.47
基建投资累计同比变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新开工面积前12个月移动平均同比	-22.52	-0.97	-1.44	-1.03	0.64
竣工面积前12个月移动平均同比	-26.13	-0.45	-0.17	-1.83	21.36
销售面积前12个月移动平均同比	-12.84	1.57	1.65	1.93	-2.61
合计		0.45	0.50	-0.55	20.63

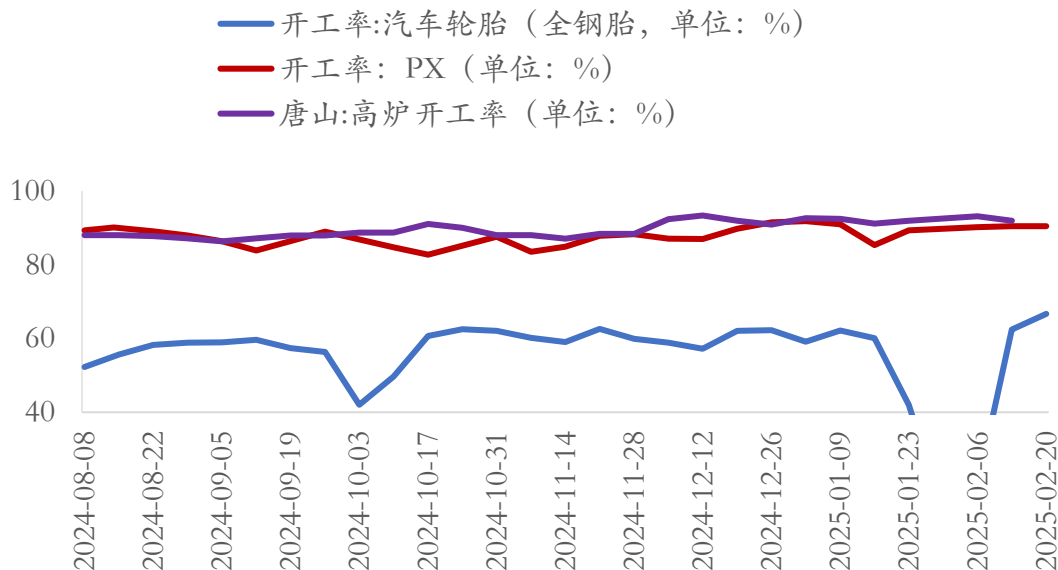
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：关注“抢出口”与上游价格回暖带动作用

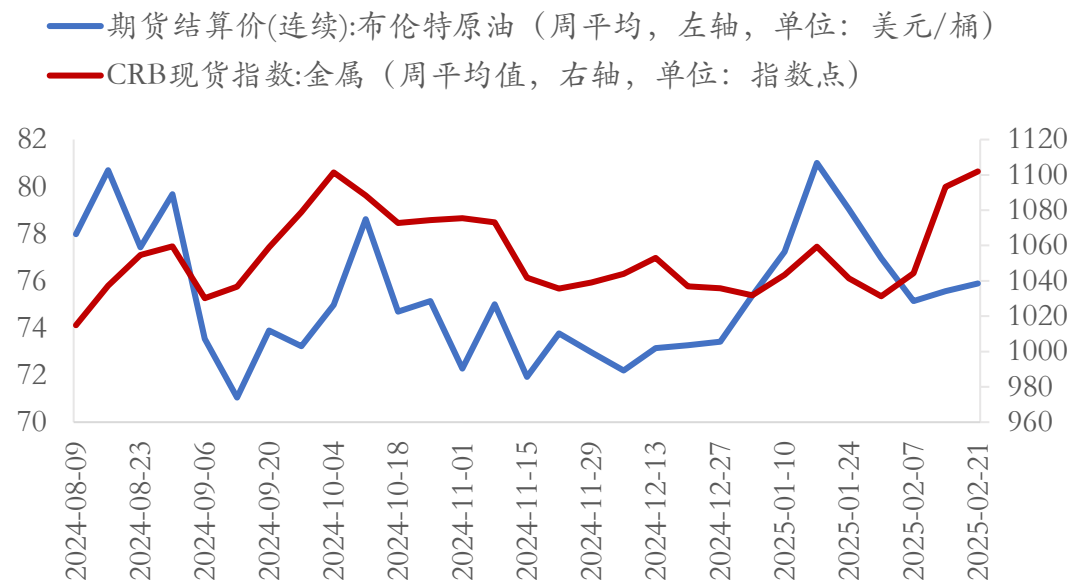
► 南华工业品指数：关注“抢出口”与上游价格回暖继续带动作用。2月春节后复工态势良好，汽车全钢胎开工率回升至60%以上，唐山高炉开工率维持在92%左右，PX开工率小幅提升至90%左右。2月前三周周均集装箱吞吐量为536万标准箱，受春季影响环比较上月有所回落，1-2月同比增速大致在9%左右，较12月11.4%略有回落、但维持较高水平，表明“抢出口”态势延续。同时，加征关税担忧缓解，上游有色金属价格推动成本反弹。总的看，“抢出口”延续叠加上游价格有所好转，但对工业品价格带动作用值得关注。

节后高炉、轮胎和PX 开工率整体偏高



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

加征关税担忧缓解，有色金属价格反弹



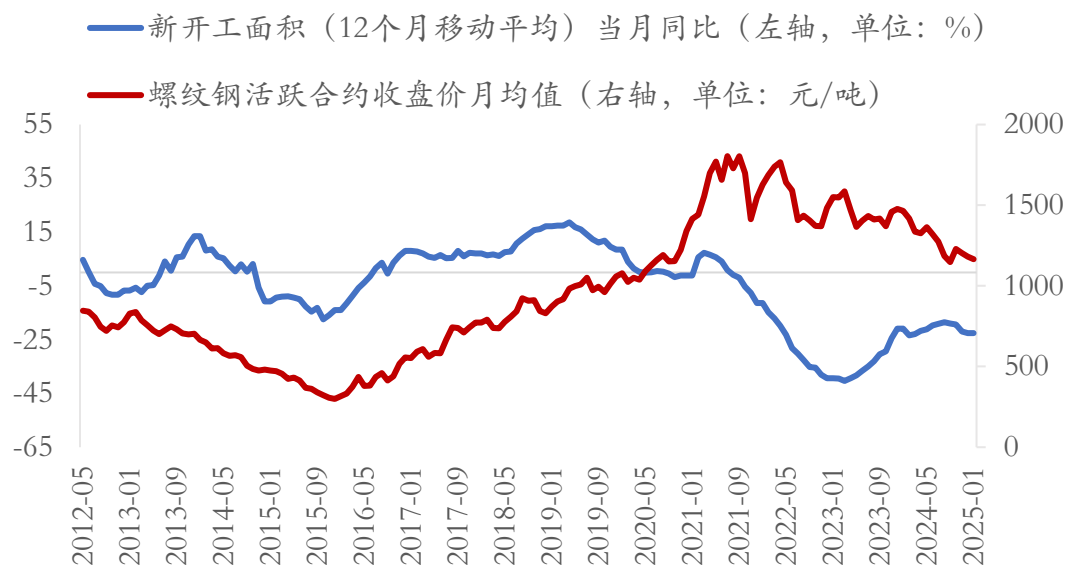
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：复工支撑价格

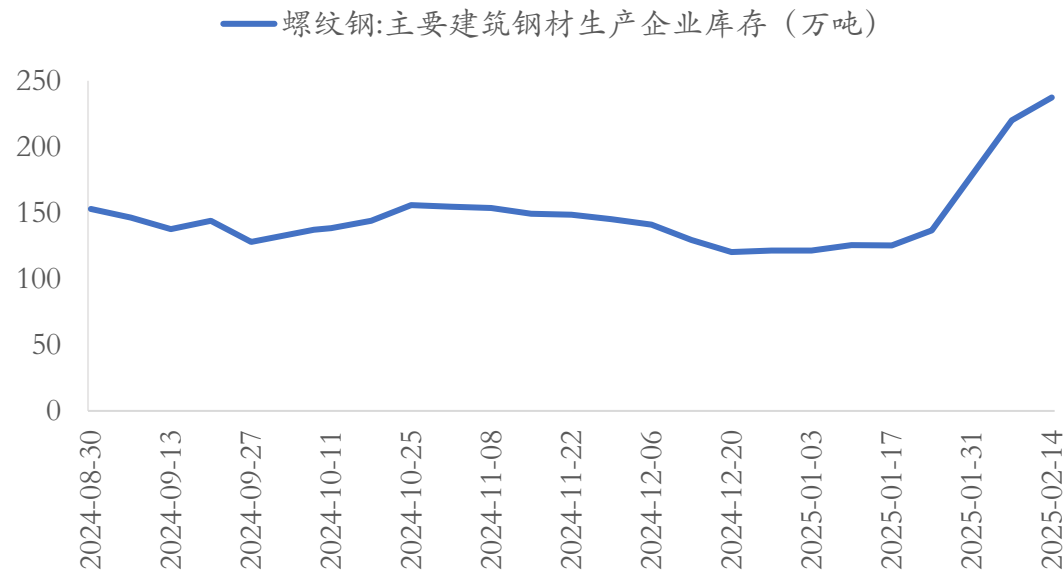
► **南华螺纹钢指数：复工支撑价格。**企业库存因春节略有回升，供需基本面变化不大。2月钢材预估日产量较12月环比有所提升，后续基建类项目开工提速可期。根据百年建筑调研数据，截至2月20日，全国13532个工地开复工率为47.7%，较上周提高24.2个百分点，但农历同比减少；劳务上工率49.7%，农历同比减少；资金到位率43.6%，农历同比略减。其中房建项目开复工率农历同比减少但资金到位率农历同比微增。考虑到复工率农历同比减少，因而对螺纹钢指数反弹空间不宜抱太高期望。

新开工延续低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2月螺纹钢库存略有回升



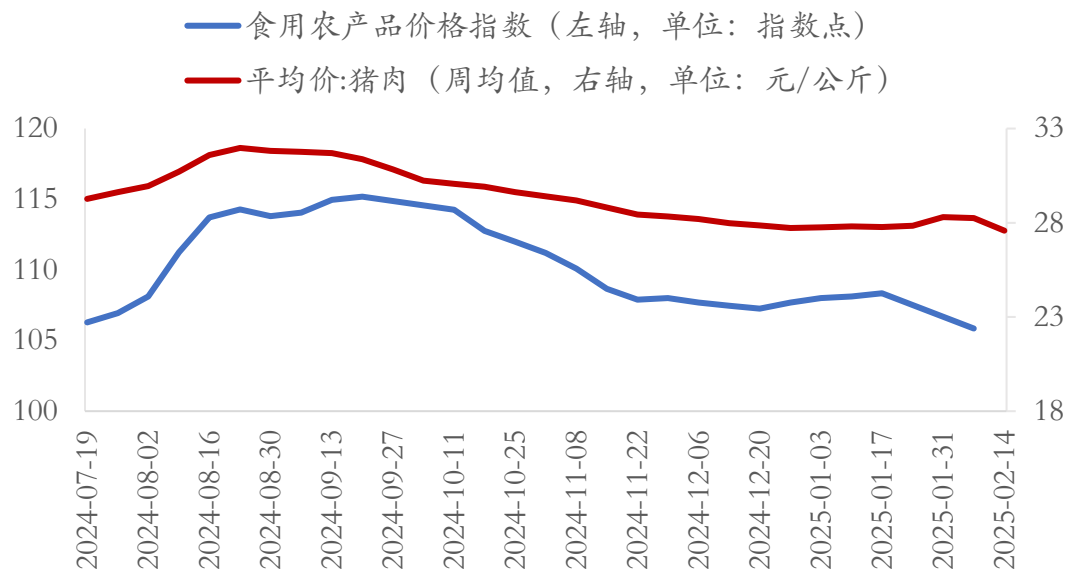
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.2 南华农产品指数：春节后需求恐季节性回落

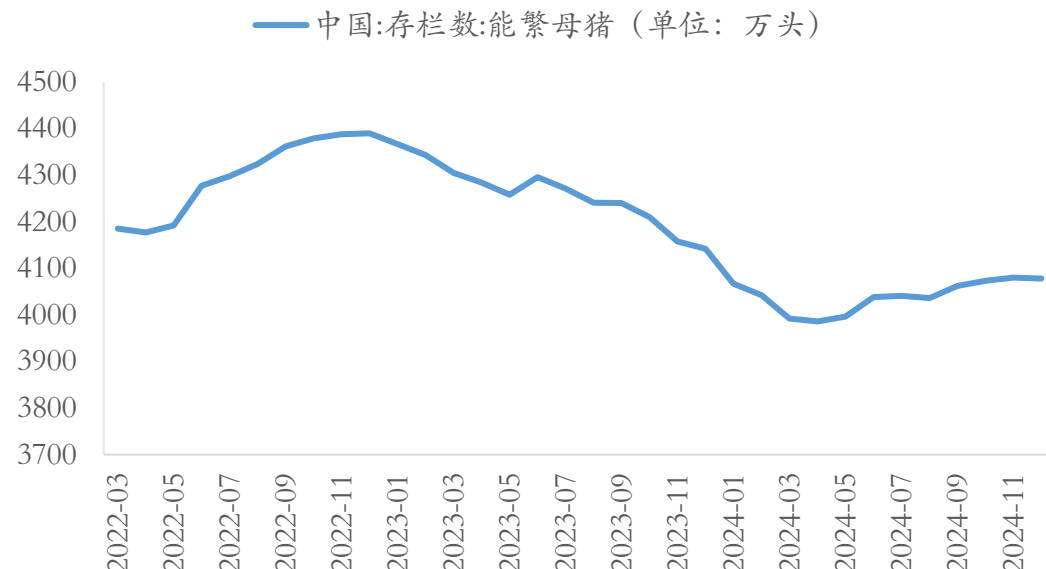
- **南华农产品指数：春节后需求恐季节性回落。**猪肉价格略有下降，2月前两周猪肉平均价27.91元/公斤，但春节结束后价格出现下行态势，与去年2月均值同比上涨9.3%、较上月回落约5个百分点。春节结束后，2月食用农产品价格指数有所下降。能繁母猪存栏量延续小幅回升态势，表明生猪产能阶段性反弹。同时，今年冬季温度不低推动运输成本下降。整体上看，春节后需求恐季节性回落，农产品价格依旧承压。

猪肉价格持续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

生猪产能阶段性反弹



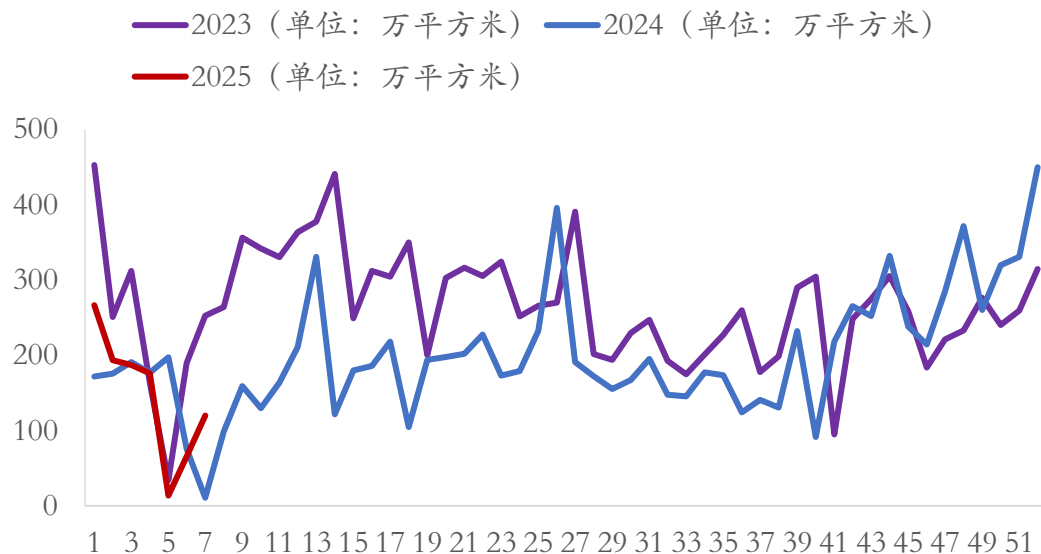
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



4.2 南华玻璃指数：地产销售持续改善，但对上游拉动作用有限

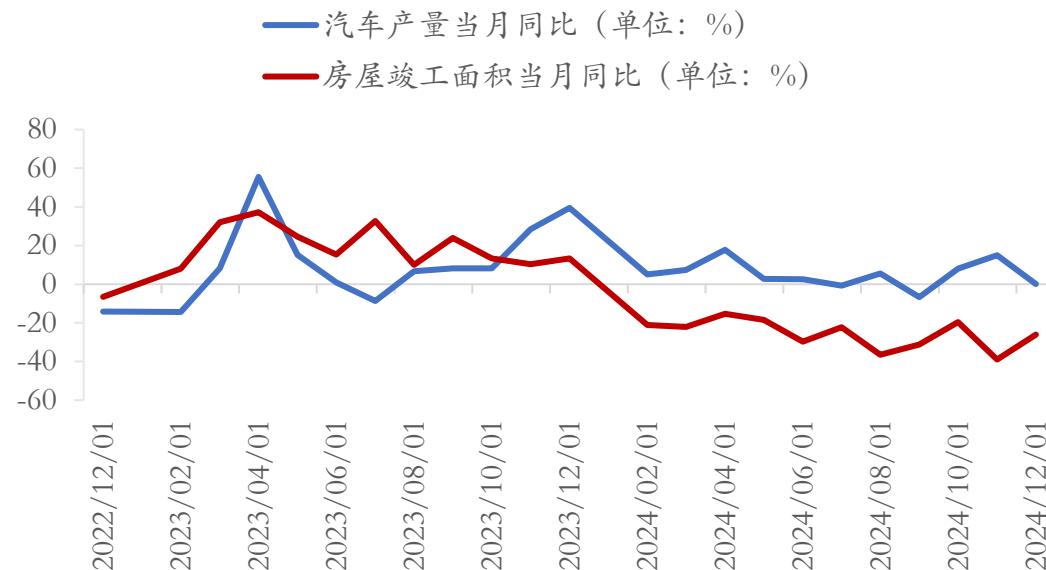
- **南华玻璃指数：地产销售持续改善，但对上游拉动左右有限。**地产销售在春节期间有所走弱，特别是新房销售有所弱化，2月前三周30城商品房销售面积同比下降29.8%，与上月15%相比进一步下滑。我们认为，地产销售改善态势有望延续，今年出现“小阳春”概率较大。一线城市二手住宅销售价格环比上涨0.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为上涨0.1%，为2023年6月以来首次上涨。三线城市新建商品住宅环比下降0.2%，降幅与上月相同。整体上，房价在1月延续温和回升态势，有望带动销售进一步回暖。但目前来看，新房和二手房销售持续分化，市场成交改善主要集中在二手房，同时专项债收储也表明严控增量态势有望延续，对上游拉动左右有限，因而玻璃价格维持看空。

年初30城商品房周销售面积略强于2024年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

上游对玻璃需求拉动偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

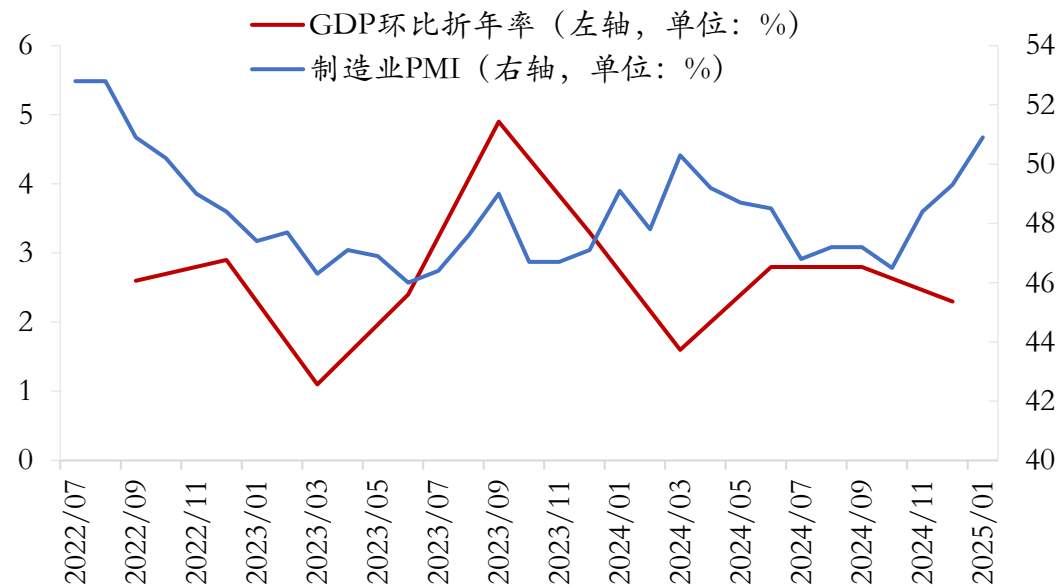
- 1 配置逻辑：美国加征关税风险推迟
- 2 权益：静水流深
- 3 利率：政策以观望为主，短期内波动有限
- 4 大宗：分化态势明显，国内相对可超配
- 5 汇率：资本向美元回流有望缓解



5.1 美元指数：加征关税风险缓释后，资本向美元回流暂缓

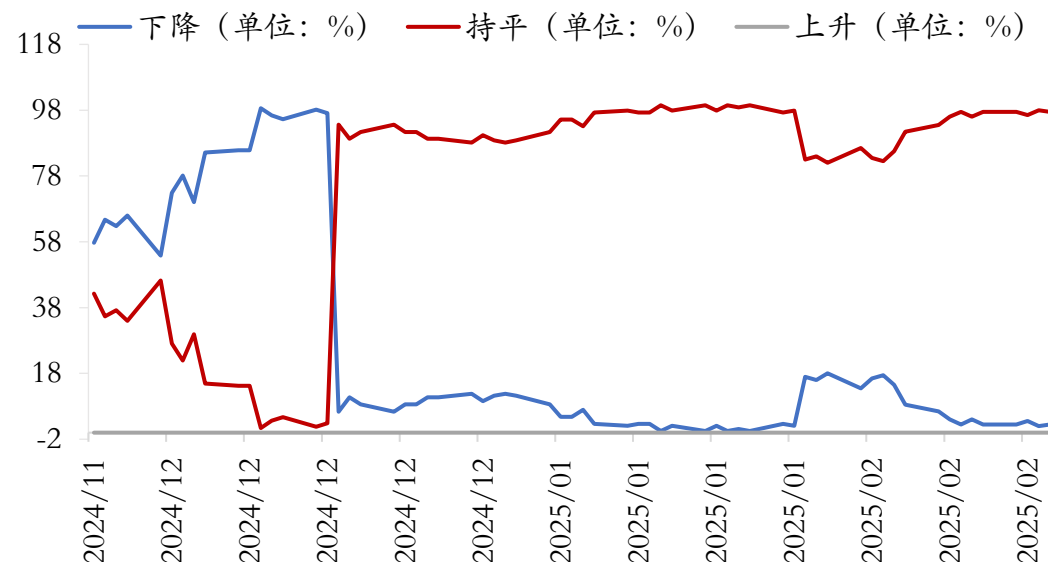
- ▶ 加征关税风险缓释后，资本向美元回流暂缓。按照特朗普签署的总统备忘录，预计4月份之前美国加征关税难以落地，并且关税最终落地大概率不会走向普遍加征关税。因而，市场担忧的广泛加征关税风险有所缓释，资本向美元回流暂缓。故短期内，预计美元延续回落态势。

美国制造业PMI延续回升



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对3月FOMC目标利率主要押注为持平



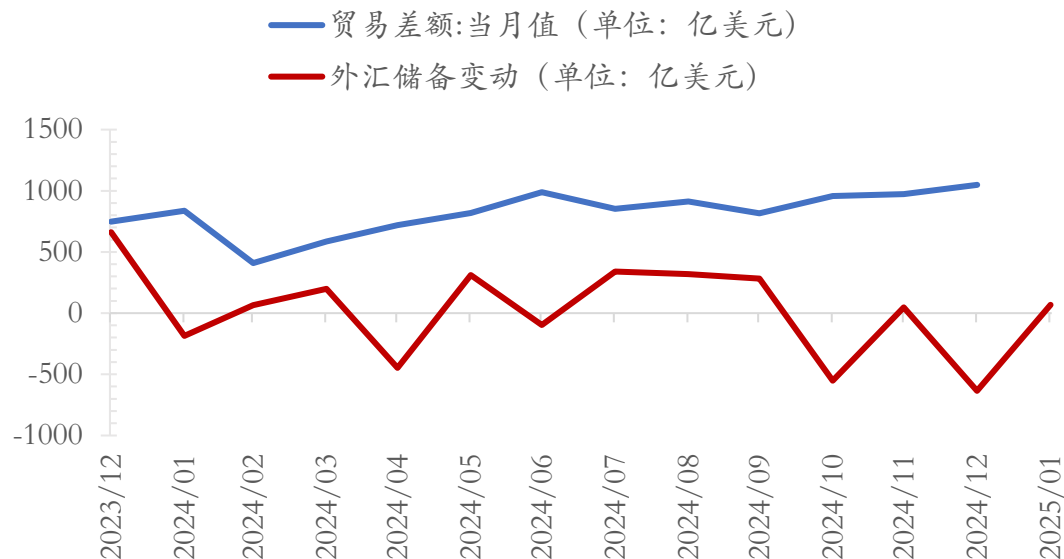
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：汇率有望延续反弹态势，降息前仍可继续看多

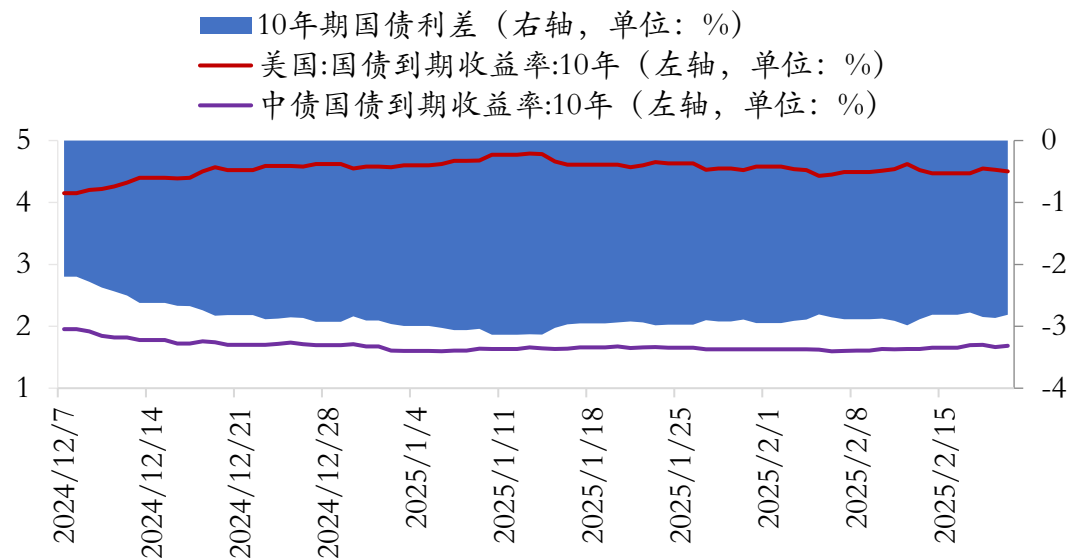
▶ 汇率有望延续反弹态势，降息前仍可继续看多。1月、2月降息预期均落空，央行四季度货币政策执行报告明确根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，选择合适的时点调整优化政策力度和节奏。因而，国债利率整体有所回升推动人民币汇率小幅反弹。预计人民币汇率有望延续反弹态势，在国内降息前仍可继续看多。

1月外汇储备规模小幅净流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”幅度变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。