



光期研究 见微知著

# 大类资产策略周报

宏观金融组

2025年2月23日



光大期货  
EVERBRIGHT FUTURES

## 摘要

大类资产配置：关注美国PCE数据

1. 海外宏观：全球经济或面临下行压力

(1)**美国商业活动连续两个月下滑**：美国2月服务业PMI初值意外陷入萎缩，创2023年1月以来新低；制造业继续改善，且扩张进程好于预期；但分项数据中，价格与薪资上行压力较为突出，通胀连续反弹或使得美国经济存在一定下行压力。

(2)**欧元区经济增长依旧乏力**：欧元区2月制造业PMI初值为47.3，高于前值46.6和预期的47；欧元区2月服务业PMI初值为50.7，低于前值51.3和预期的51.5。制造业萎靡不振、德法两大经济体面临政治动荡、俄乌冲突带来的不确定性加剧，以及美国持续的贸易关税威胁都拖累了欧洲的经济增长。

(3)**日本面临通胀和关税双重压力**：尽管日本2024年四季度实际GDP连续3个季度呈现正增长（比上季度增长0.7%，年化增长率为2.8%），但2024年实际GDP仅增长0.1%。在物价高企、企业成本居高不下、贸易环境恶化等因素影响下，日本经济增长前景存在隐忧。此外，进口与私人消费数据明显放缓，或表明通胀压力已带来经济下行压力，推升日本央行加息预期。

2. 大类资产表现：欧美PMI疲态显现，全球经济复苏预期存在担忧，欧美股指表现偏弱；避险资金加码美债，需求增加下，美债收益率显著下行；美元指数周内明显走弱，其他非美货币表现不一；通胀与避险因素继续支撑黄金走高，但节奏有所放缓；多空博弈下，原油价格波动增加；国内方面，资金面表现略偏紧，国债周内延续偏弱震荡，股指表现较优，大宗商品周内表现分化。

(1)债市方面，美国服务业疲软强化经济不确定性，资金倾向投资美债避险，带动美债收益率曲线整体下移。国内方面，1月经济数据开门同时股市表现较好对债市形成利空，但债市回调主要原因依然是持续紧张的资金面。本周逆回购延续净回笼态势，资金紧张局面有所加剧，债市熊平格局延续。短期看，资金紧张局面大幅缓解预期较低，债市偏空对待。

(2)汇率方面，美国服务业表现意外下滑，引发市场担忧，且日本通胀飙升，日央行加息预期强化，美元指数在此压力下延续走弱表现。

(3)股指方面，欧美经济均出现不同程度疲软，日本通胀飙升强化加息预期，资金转向配置新兴市场，发达国家股指表现偏弱。国内方面，AI题材带动市场投资热情，近期A股走势整体保持乐观，但交易层面需要谨慎。

(4)大宗商品方面，国际原油供应博弈显现，市场正在反复关注俄罗斯原油供应中断风险与乌克兰和平协议的不确定性，但供应增加预期仍对油价施压，原油价格周内先高后低。贵金属方面，当前黄金仍处于上行通道，通胀与避险因素仍是主要支撑因素，但随着投机多头拥挤度提升，获利了结的风险也在累积，黄金价格周内继续震荡走高。

3. 下周关注重点：

国内关注MLF续作情况，海外关注美国四季度实际GDP修正值和PCE数据

# 大类资产配置策略

图表：大类资产价格变化

| 权益类       | 周度涨跌幅  | 月度变化   | 债权类      | 周度变化（单位，bp） | 月度变化   | 美元/日元         | -2.10% | -3.84%  |
|-----------|--------|--------|----------|-------------|--------|---------------|--------|---------|
| MSCI 世界领先 | -1.10% | 0.63%  | 美国1年期    | -12.00      | -5.00  | 瑞郎/美元         | 0.28%  | 1.51%   |
| MSCI 世界   | -1.43% | 0.17%  | 美国2年期    | -12.00      | -7.00  | 美元/人民币        | -0.01% | 0.00%   |
| MSCI 发达国家 | -2.46% | -2.02% | 美国5年期    | -13.00      | -9.00  | 美元/离岸人民币      | -0.66% | -0.56%  |
| MSCI 新兴市场 | 1.96%  | 4.93%  | 美国10年期   | -10.00      | -12.00 | 大宗商品          | 周度变化   | 月度变化    |
| 纳斯达克      | -2.26% | 0.63%  | 美国10-2yr | 2.00        | -5.00  | COMEX黄金       | 1.83%  | 4.33%   |
| 标普500     | -1.66% | -0.45% | 中国10年期   | 5.74        | 9.93   | WTI期货（NYMEX）  | -0.45% | -4.82%  |
| 道琼斯工业指数   | -2.51% | -2.51% | 中美利差     | 16.74       | 21.93  | 布伦特期货（ICE）    | -0.52% | -3.28%  |
| 德国DAX     | -1.00% | 2.56%  | 德国10年期   | 8.00        | 10.00  | TTF天然气期货（CME） | -8.61% | -13.80% |
| 法国CAC40   | -0.29% | 2.57%  | 英国10年期   | 4.38        | 7.83   | 沪铜            | -1.37% | 2.11%   |
| 富时100     | -0.84% | -0.17% | 日本10年期   | 8.40        | 18.70  | 沪金            | -0.58% | 8.28%   |
| 日经225     | -0.95% | -2.01% | 外汇       | 周度变化        | 月度变化   | 原油            | -5.66% | -9.27%  |
| 恒生指数      | 3.79%  | 16.08% | 美元指数     | -0.16%      | -1.74% | 螺纹钢           | 3.03%  | 2.38%   |
| 沪深300     | 1.00%  | 4.23%  | 美元/澳元    | -0.03%      | -2.27% | PTA           | 0.04%  | -1.05%  |
| 上证50      | 0.80%  | 3.82%  | 欧元/美元    | -0.12%      | 0.69%  | 豆一            | 0.02%  | 2.78%   |
| 中证500     | 1.84%  | 8.37%  | 英镑/美元    | 0.18%       | 1.73%  | 生猪            | 0.08%  | -0.27%  |
| 中证1000    | 3.21%  | 10.32% | 美元/加元    | 0.40%       | -2.12% | 铁矿石           | 3.45%  | 7.09%   |

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为2月17日-2月21日，月度数据统计周期为2月1日-2月21日

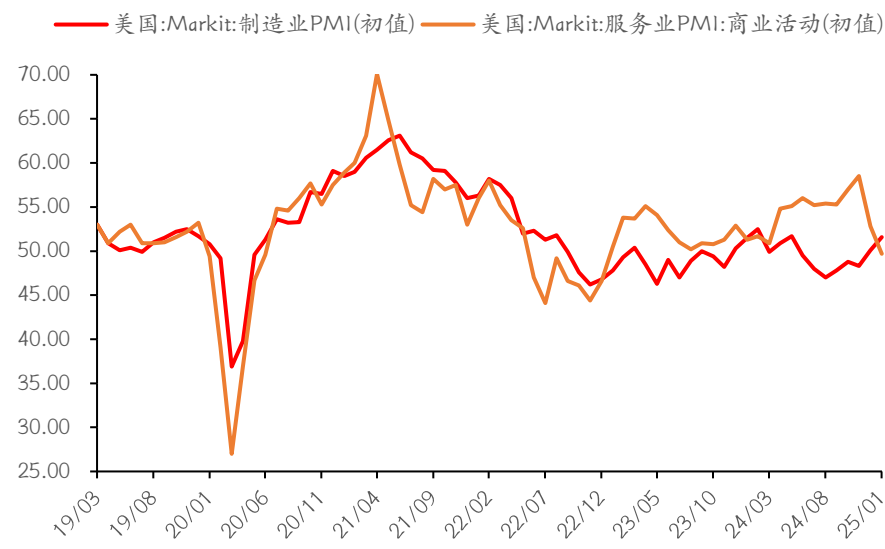
## 目 录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件

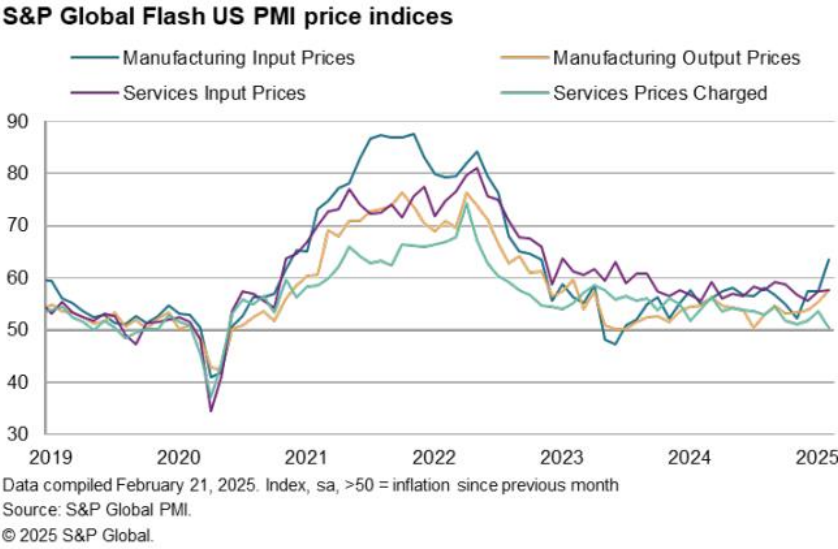


# 1.1 美国商业活动连续两个月下滑

图表：美国2月Markit PMI数据（%）



图表：制造业输入输出成本双双飙升（%）



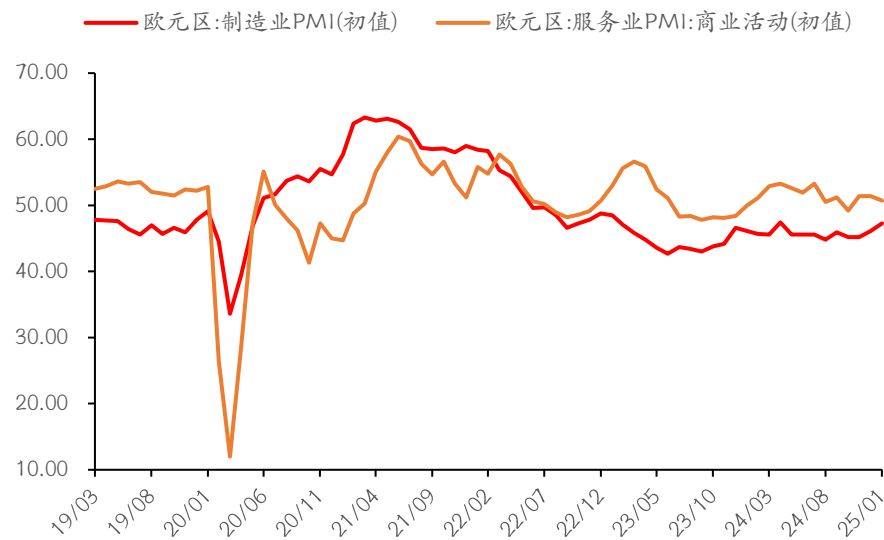
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：S&P Global，光大期货研究所

- 美国2月Markit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，预期51.4，前值51.2。美国2月Markit服务业PMI初值49.7，创2023年1月份以来新低，预期53，前值52.9。这是自2022年10月以来首次出现制造业扩张、但服务业收缩的情形。

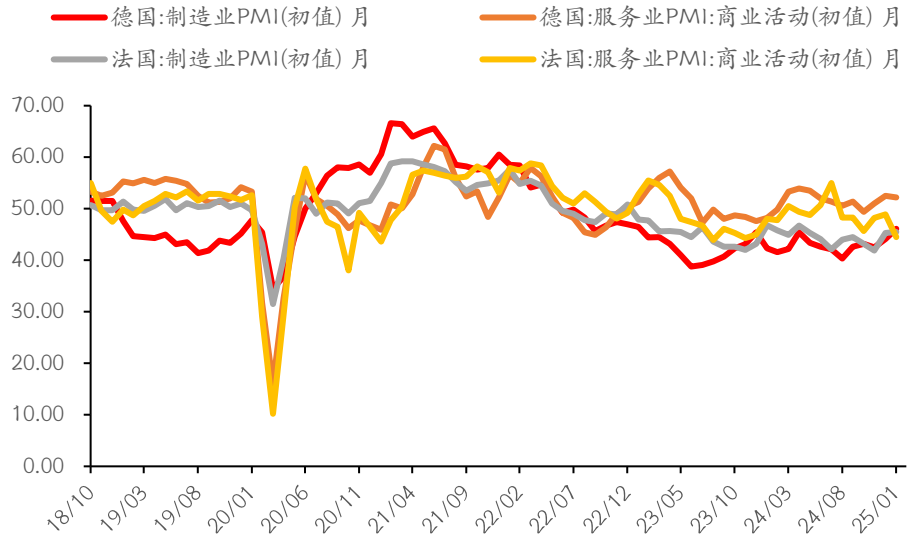
# 1.2 欧元区经济复苏迹象不明

图表：欧元区2月PMI数据（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：德法两国经济疲软依旧（%）

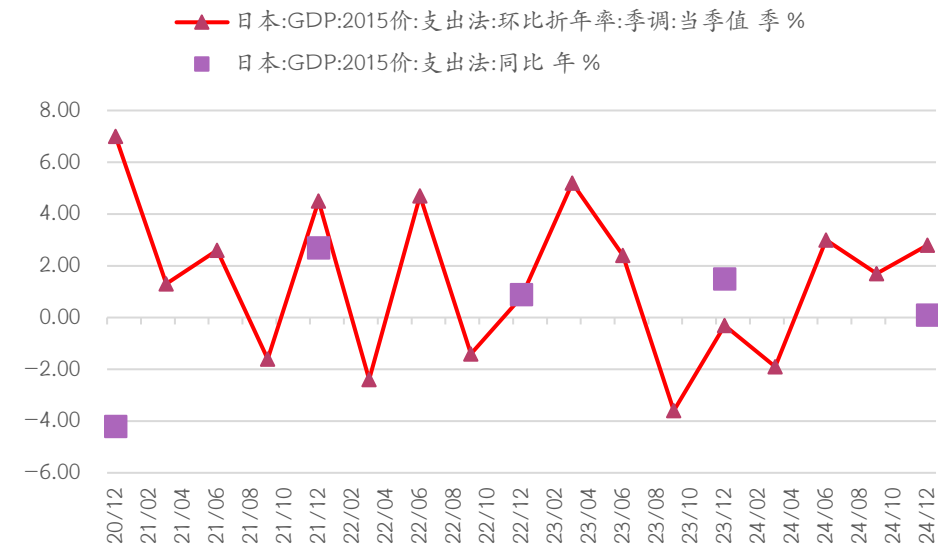


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 欧元区经济增长依旧乏力。欧元区2月制造业PMI初值为47.3，高于前值46.6和预期的47；欧元区2月服务业PMI初值为50.7，低于前值51.3和预期的51.5。
- 制造业萎靡不振、德法两大经济体面临政治动荡、俄乌冲突带来的不确定性加剧，以及美国持续的贸易关税威胁都拖累了欧洲的经济增长。

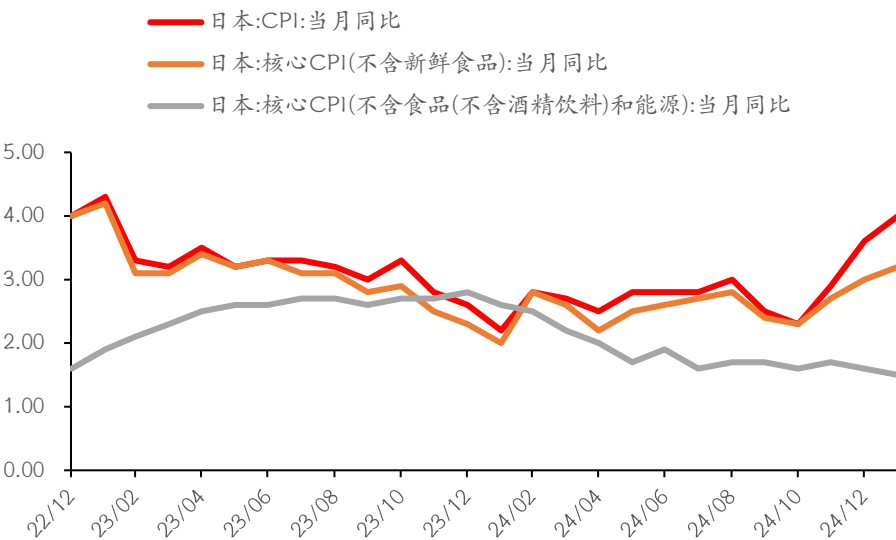
### 1.3 日本面临通胀和关税双重压力

图表：2024年实际GDP仅增长0.1%（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：日本通胀超预期加速（%）

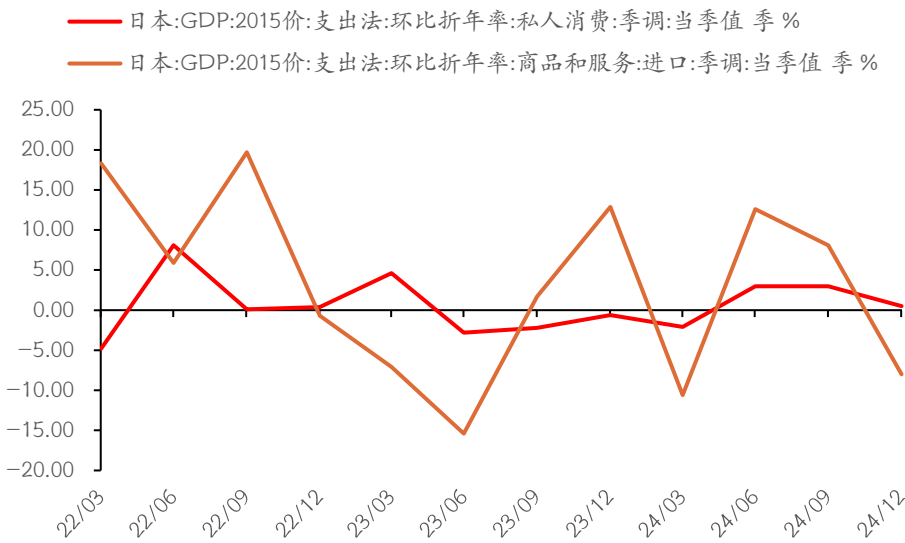


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 尽管日本2024年四季度实际GDP连续3个季度呈现正增长（比上季度增长0.7%，年化增长率为2.8%），但2024年实际GDP仅增长0.1%。在物价高企、企业成本居高不下、贸易环境恶化等因素影响下，日本经济增长前景存在隐忧。
- 同时，日本1月份核心CPI同比上涨3.2%，高于上月的3%和经济学家预期的3.1%，创下2023年6月以来的最高水平；1月CPI同比涨幅达到4%，创下2023年1月以来的两年新高，已连续34个月超过日本央行2%的目标水平。

# 1.4 日央行加息预期强化

图表：进口与私人消费增速明显放缓（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：日债加速上行带动加息预期升温（%）

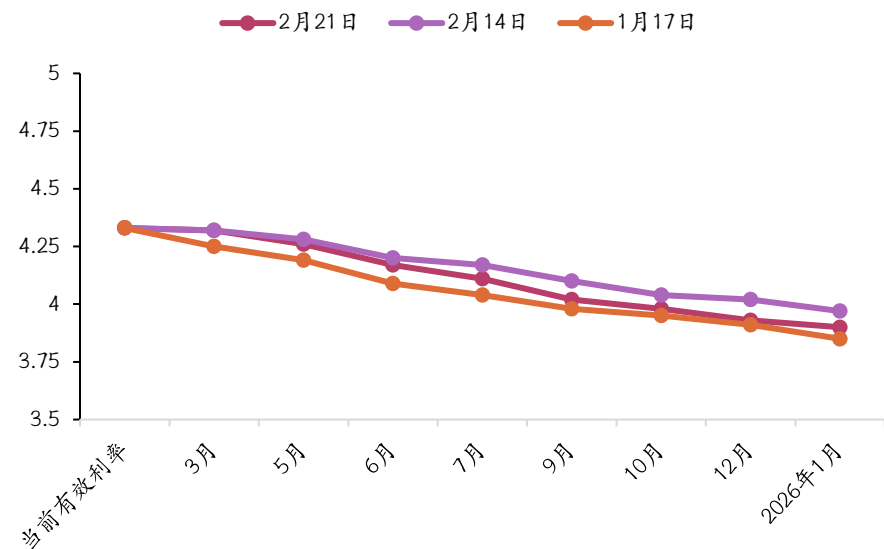


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 此外，进口与私人消费数据明显放缓，或表明通胀压力已带来经济下行压力，日本10年期国债收益率一度飙升至1.55%，推升日本央行加息预期。

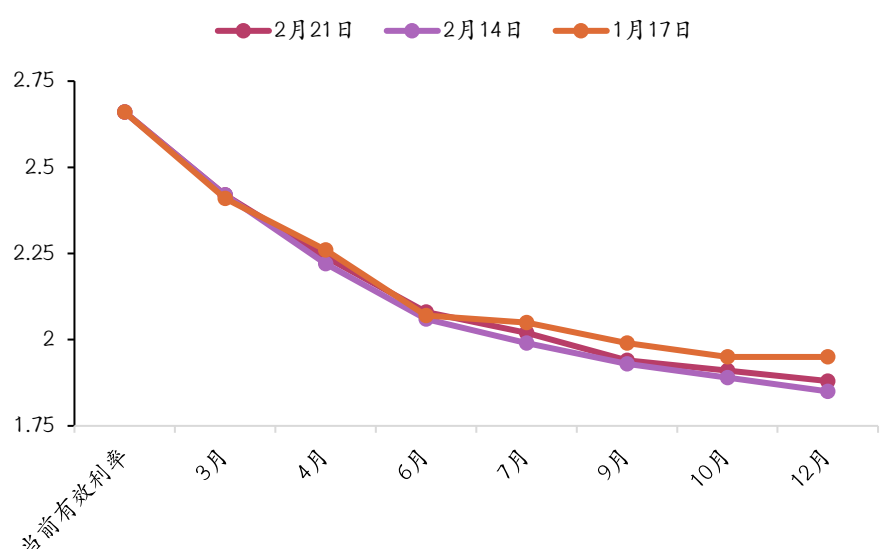
# 1.5 欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

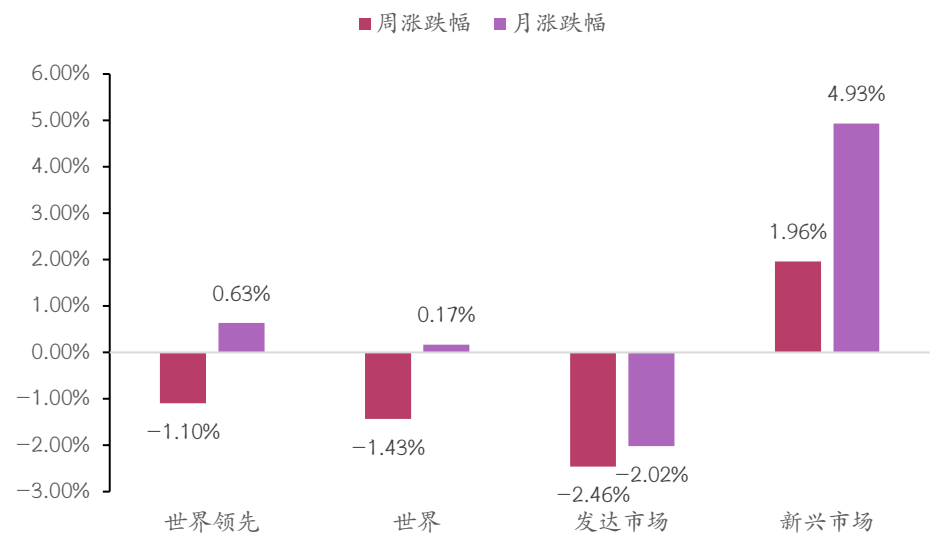


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美联储1月会议纪要显示，美联储官员一致同意，在通胀持续上升和经济政策不确定的背景下维持利率稳定，但对于新政府政策可能推高通胀的定性，美联储内部仍存在分歧，因而未来的降息路径仍将保持谨慎。纪要公布后，市场预期变动不大，维持美联储年内仅有一次降息，且首次降息可能在7月。
- 欧元区经济持续低迷之际，投资者加大了对欧洲央行降息的押注，市场预期欧洲央行将在今年降息78个基点，略高于年初预期的72个基点。

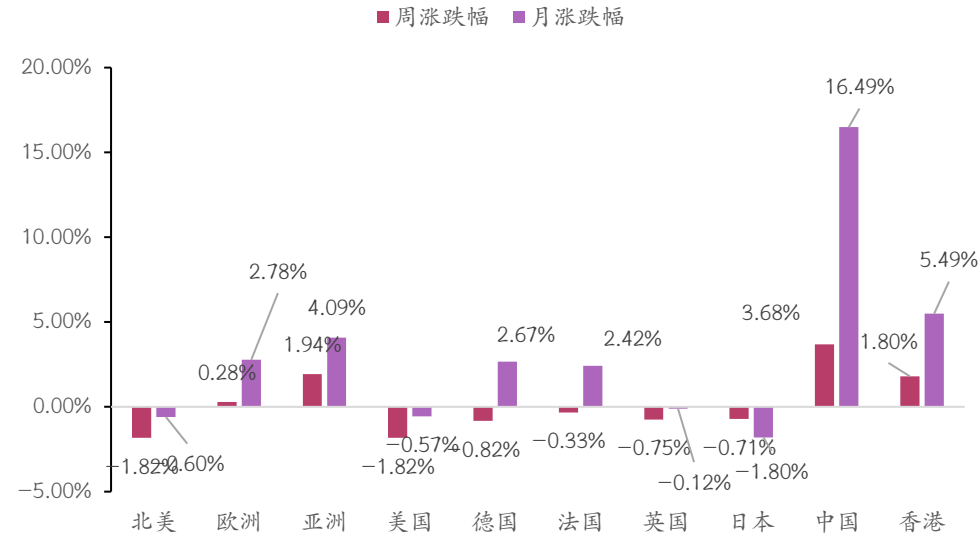
## 2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



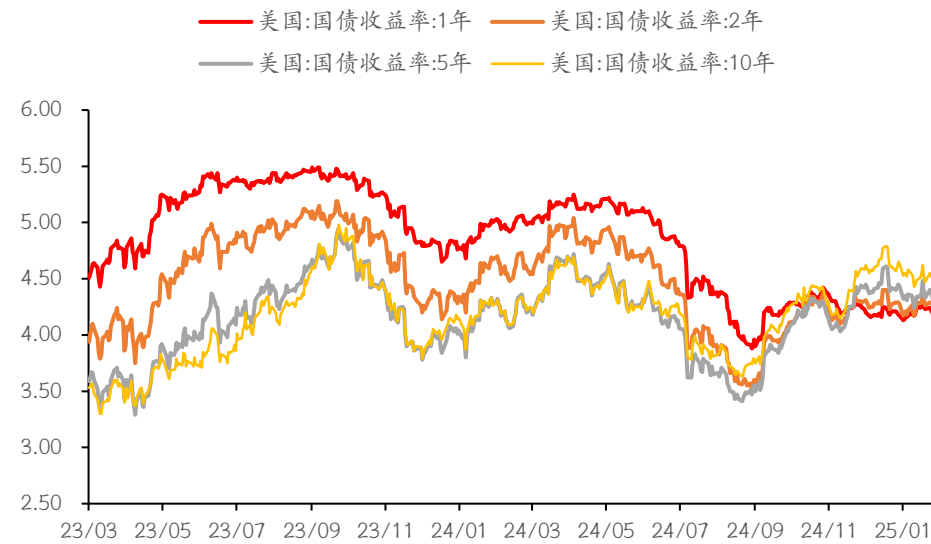
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 欧美经济均出现不同程度疲软，日本通胀飙升强化加息预期，资金转向配置新兴市场，发达国家股指表现偏弱。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为-1.10%和-1.43%，MSCI发达国家指数为-2.46%，MSCI新兴市场指数上涨1.96%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。  
详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

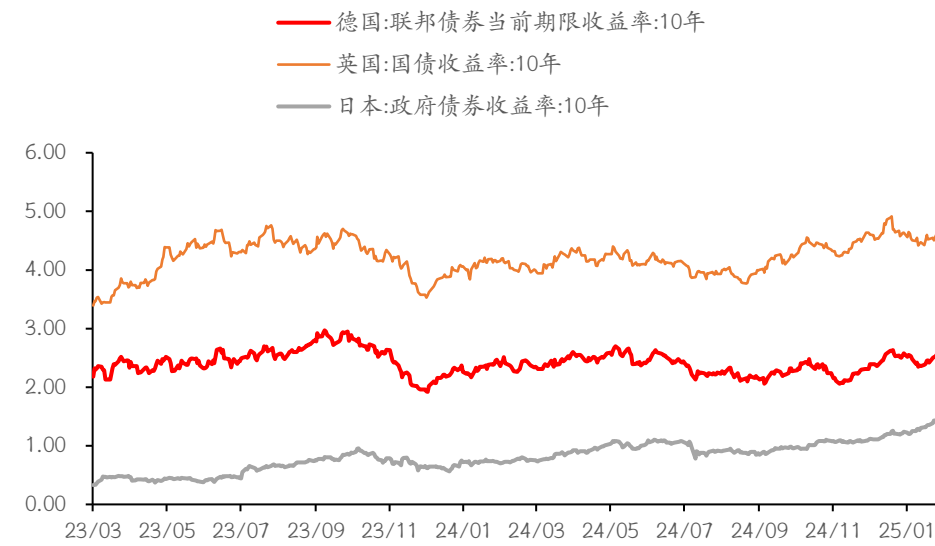
## 2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

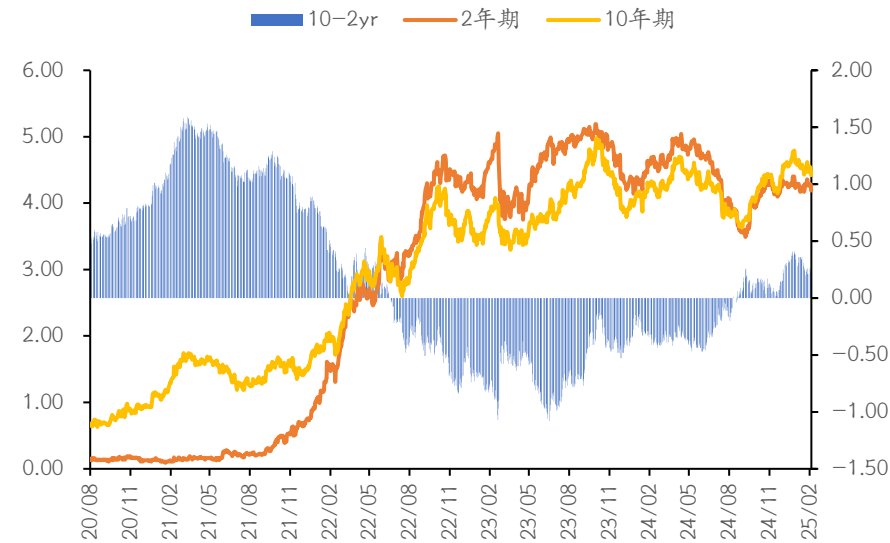


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美国服务业疲软强化经济不确定性，资金倾向投资美债避险，带动美债收益率曲线整体下移，1年期美债收益率下调12个基点报4.15%，2年期美债收益率下调12个基点报4.19%，5年期美债收益率下调13个基点报4.26%，10年期美债收益率下调10个基点报4.42%。
- 欧元区经济预期转好，但对于复苏节奏市场仍存在分歧，德国十年期国债收益率上调8个基点报2.50%，英国十年期国债收益率上调4个基点报4.57%。

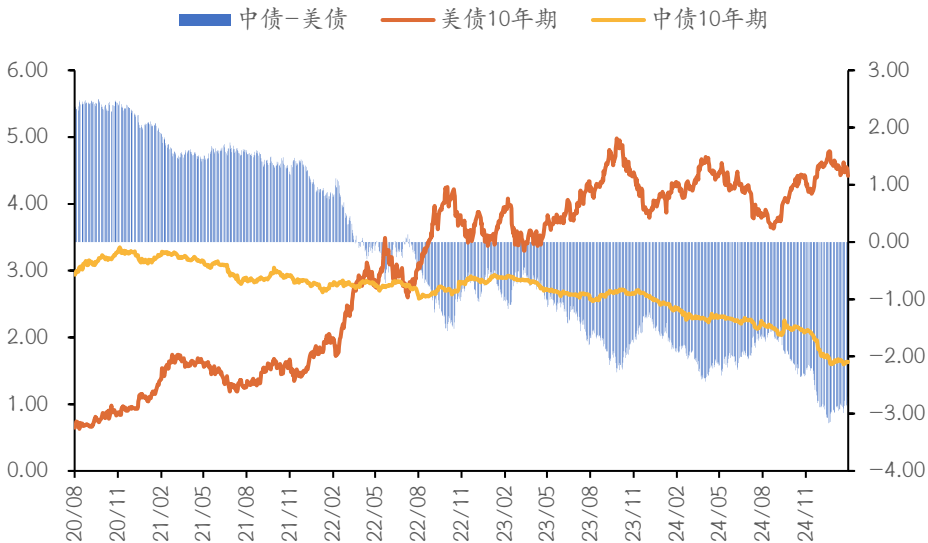
## 2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债收益率曲线变化有限，10年期与2年期利差周内小幅走扩2bp至23bp。
- 国内方面，1月经济数据开门同时股市表现较好对债市形成利空，但债市回调主要原因依然是持续紧张的资金面。本周逆回购延续净回笼态势，资金紧张局面有所加剧，债市熊平格局延续。短期看，资金紧张局面大幅缓解预期较低，债市偏空对待。十年期国债收益率周内走高至1.72%，中美十年期债券收益率利差收窄至270个基点。

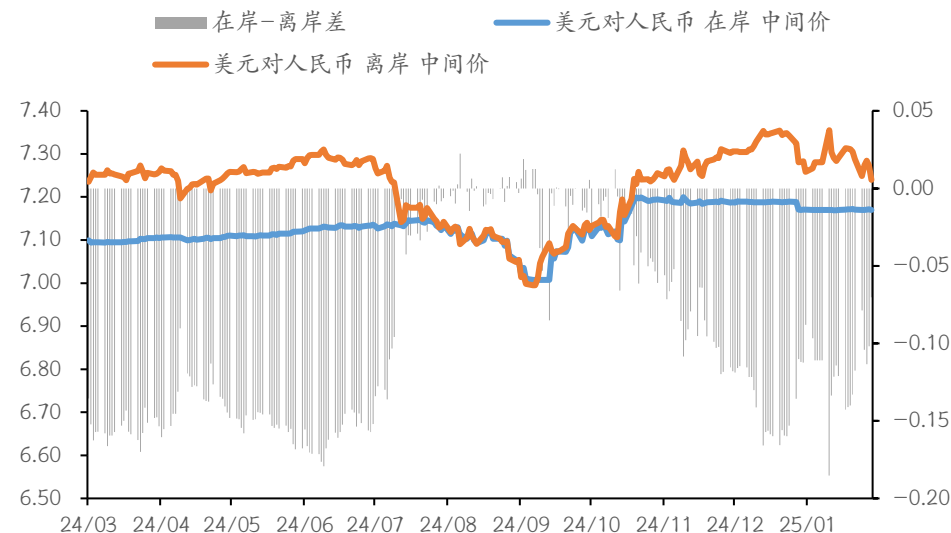
## 2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

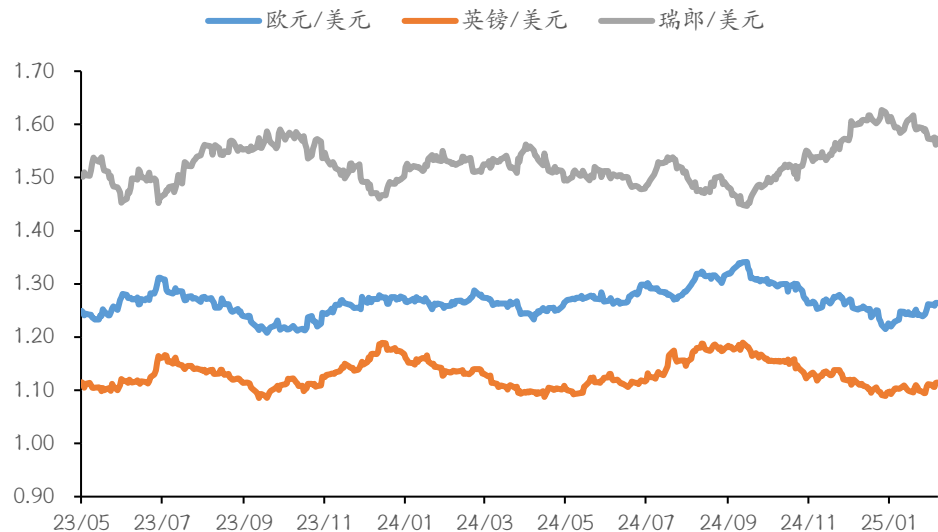


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，美国服务业表现意外下滑，引发市场担忧，美元指数周内延续走弱，周内下跌0.16%，报收106.63。在岸、离岸人民币表现均为走强，离岸表现强于在岸，在岸离岸差小幅收窄至7bp，美元兑人民币报收7.1696（前一周为7.1706），离岸人民币报收7.2398（一周前为7.2882）。

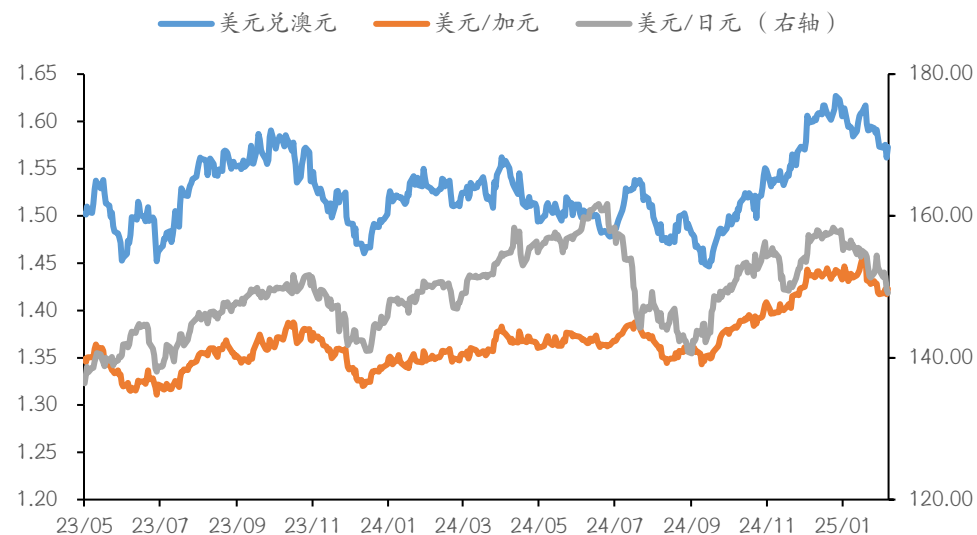
## 2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- G7主要货币表现分化，周度来看，欧元/美元跌0.12%报收1.0465，英镑/美元涨0.18%报收1.2641，瑞士法郎/美元涨0.28%报收1.1146，美元/加元涨0.4%报收1.4229，美元/澳元跌0.03%报收 1.5728，美元/日元跌2.10%报收149.1350。

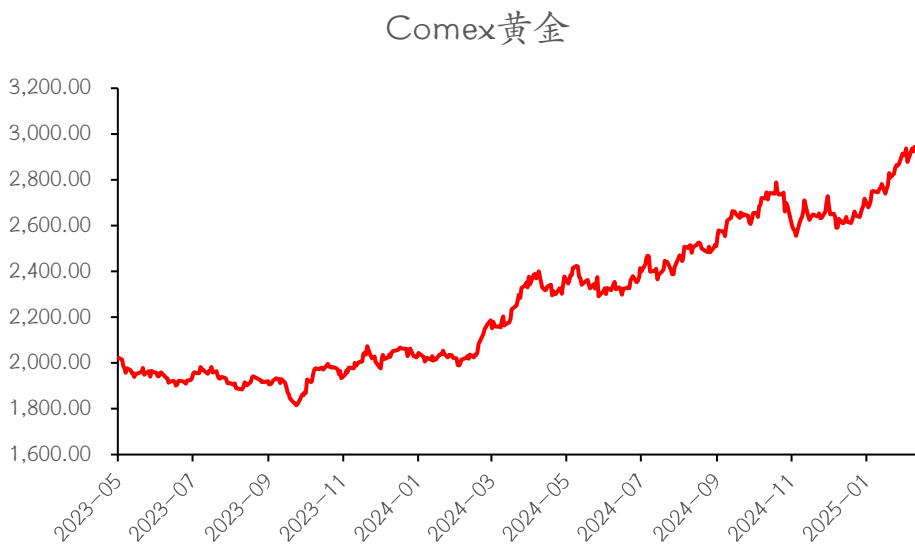
## 2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 国际原油供应博弈显现，市场正在反复关注俄罗斯原油供应中断风险与乌克兰和平协议的不确定性，但供应增加预期仍对油价施压，原油价格周内先高后低。WTI和布伦特原油周内分别下跌0.45%和0.52%。
- 贵金属方面，当前黄金仍处于上行通道，通胀与避险因素仍是主要支撑因素，但随着投机多头拥挤度提升，获利了结的风险也在累积，黄金价格周内继续震荡走高。Comex黄金周度上涨52.8美元，收于2931美元/盎司，较上周上涨1.83%。

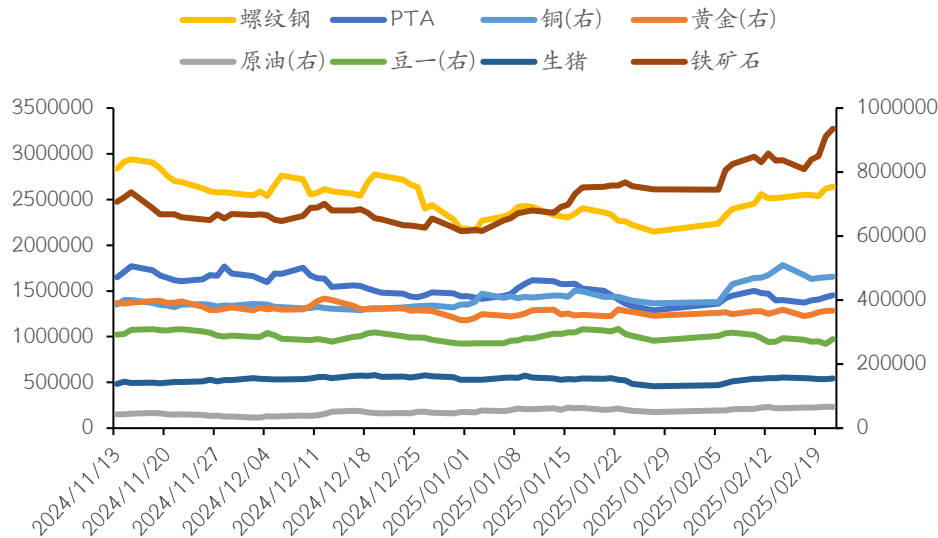
## 2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

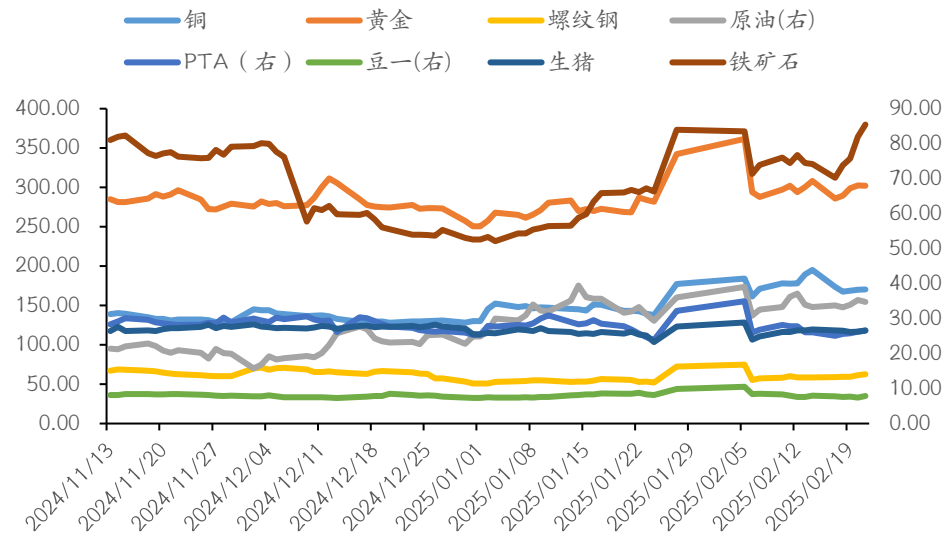


资料来源：WIND，光大期货研究所

➤ 本周商品期货市场资金净流入32.91亿元。美元指数走弱减轻宏观需求压力，美国关税实施时间再度后移，但大宗商品表现依旧分化。原油系多空博弈波动较大，有色受美元走弱影响表现偏弱，黑色系受到政策预期提振表现偏强。

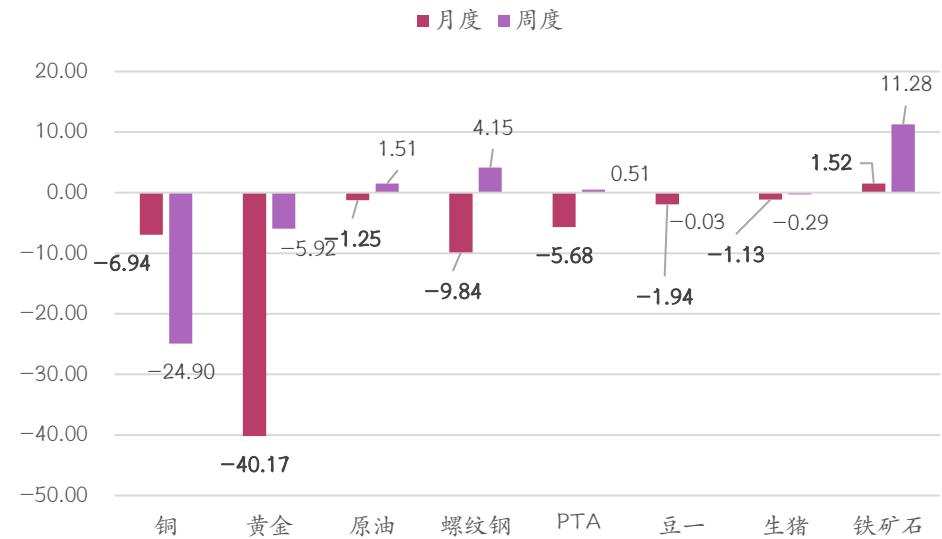
## 2.4 大宗商品

图表：分品种沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种资金变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

- 本周商品期货市场资金净流入32.91亿元
- 资金净流入：原油 1.51亿元，螺纹钢 4.15亿元，PTA 0.51亿元，铁矿石 11.28亿元；
- 资金净流出：铜 24.90亿元，黄金 5.92亿元，豆一 0.03亿元，生猪 0.29亿元。

3.1 下周重点：国内关注MLF续作情况，海外关注美国四季度实际GDP修正值和PCE数据

|           |                                                                                                              |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 24<br>星期一 | 1、美国2月达拉斯联储商业活动指数（前值14.1）                                                                                    |
| 25<br>星期二 | 1、美国12月S&P/CS20座大城市房价指数同比（前值4.33%）；季调环比（前值0.41%）<br>2、美国12月FHFA房价指数环比（前值0.3%）<br>3、中国MLF到期续作                 |
| 26<br>星期三 | 1、美国1月新屋销售环比（前值3.6%，预期-2.7%）                                                                                 |
| 27<br>星期四 | 1、欧元区2月经济景气指数（前值95.2）<br>2、美国四季度实际GDP年化季环比修正值（前值2.3%，预期2.3%）                                                 |
| 28<br>星期五 | 1、美国1月核心PCE物价指数同比（前值2.8%，预期2.6%）；环比（前值0.2%，预期0.3%）<br>2、美国1月个人消费支出(PCE)环比（前值0.7%，预期0.3%）；收入环比（前值0.4%，预期0.3%） |

---

## 研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979      邮编：200127

## 免责声明

---

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。