



2 月风险的确认

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

随着 1 月 20 日就职, 宣告特朗普 2.0 时代的正式开始。从美国的视角, 短期经济数据的不错、宏观政策的不松以及增量政策的缓慢推出释放了 2.0 开启的空间。MAGA 政策下的风险并没有减少, 市场仍在继续关注着关税政策落地的节奏和强度。而中国的视角, 随着 2024 年经济成绩单的完成, 当前一揽子增量政策仍等待着更好的落地时机。

展望 2 月, 一方面, 国内经济数据的空窗期, 立春后经济活动随着气候的回暖节奏将驱动市场的语气波动; 另一方面, 美国经济数据改善稳定盈利预期的同时, DeepSeek 带来估值调整的风险也在继续上升, 继续关注 2 月市场风险。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期: 1 月经济数据延续分化特征, 关注金融压力。采购经理人调查显示, 1 月美国制造业 PMI 重回扩张, 但中国再次收缩, 显示出内外周期短期面临分化加大, 施压人民币资产。12 月美欧信贷增速出现了阶段性扩张乏力特征, 暂缓 2024 年回升过程, 而中国仍未转变 2021 年以来的回落阶段, 继续关注央行资产负债表差异对金融资产的影响。

价格周期: 周期未扭转, 压力待释放。2024 年中国经济目标的完成并不改变平减指数负增长的现实, 外需承压的现实状态下供给侧改革仍然在途。与此相反, 随着关税政策的逐渐实施, “胀”的压力继续上升的现实不变, 关注点在于央行缩表对于金融资产“胀”的阶段性解除, DeepSeek 带来的市场压力预计在 2 月将有所加强。

政策周期: 美联储的不宽松对非美政策形成压力。1 月新一轮的关税政策进入到落实阶段, 对加墨暂时延迟和对中国可能进一步升级, 都增加了全球经贸不确定性。而美联储 1 月开始的货币政策“不松”对于外部经济的“逆周期”调节形成政策限制。特朗普 2.0 时代的压力是确定性的, 当风险的释放已成为“明牌”, 需要做的是在总需求收缩的风险应对中保持对内改革的韧性, 通过转型对冲需求的长期压力。

■ 策略

继续维持宏观策略转向右侧的判断, 短期等待风险释放, 暂维持风险配置中性。1 月关税施压总需求和美联储“鹰派”限制政策空间, 收益率曲线仍有进一步扁平化的空间 (+1×T2503-2×TS2503)。

■ 风险

美联储意外加息, 地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
1 月经济数据延续分化特征.....	3
经济：内外的分化短期有所上升	3
市场：关注金融市场风险	4
周期未扭转，压力待释放	5
美国：解除金融通胀	5
中国：暂未结束收缩	6
美联储的不宽松对非美政策形成压力	7
美联储短期鹰派	7
关注宏观政策的蓄势	8

图表

图 1：美国 ZEW 经济指数 单位：指数点.....	3
图 2：中国 ZEW 经济指数 单位：指数点.....	3
图 3：金融市场压力指数 单位：指数点	4
图 4：主要经济体信贷增速 单位：%YOY.....	4
图 5：美股同比增速和信用利差 单位：%YOY.....	4
图 6：通胀和美国企业盈利增速 单位：%YOY.....	4
图 7：美国 12 月通胀热力图更新 单位：STD.....	5
图 8：名义和实际 GDP 增速差未收敛 单位：%YOY.....	6
图 9：CPI/PPI 剪刀差仍有扩大压力 单位：%YOY.....	6
图 10：地方债净融资暂未有明显扩张 单位：亿元	6
图 11：地方债收益率曲线倒挂 单位：%YOY.....	6
图 12：美联储隐含利率变动收敛 单位：%.....	7
图 13：美联储 2024 年资产负债收缩 单位：万亿美元	7
图 14：货币政策在 2025 年宽松基调 单位：%.....	8
图 15：中国央行 2024 年资产负债扩张 单位：万亿元	8
图 16：央行重启黄金储备增持 单位：%YOY.....	8
图 17：2025 年出口增速面临压力 单位：%YOY.....	8

1 月经济数据延续分化特征

采购经理人调查显示，1 月美国制造业 PMI 重回扩张，但中国再次收缩，显示出内外周期短期面临分化加大，施压人民币资产。

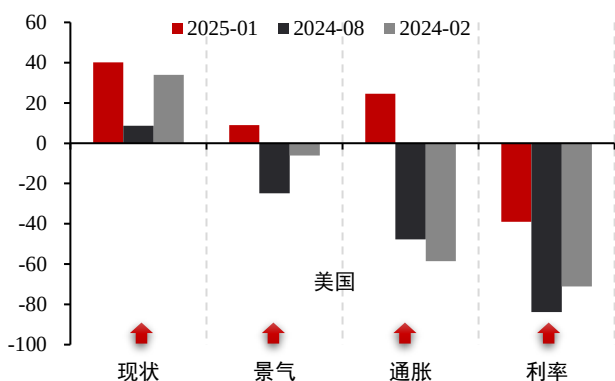
经济：内外的分化短期有所上升

中国的 2024 年：2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。按不变价格计算，GDP 比上年增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值增长 3.5%，第二产业增加值增长 5.3%，第三产业增加值增长 5.0%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。

美国的 2024 年：2024 年美国实际经济增长 2.9%。四季度美国 GDP 增速为 2.3%，较三季度有所下滑。从结构来看，私人消费对美国经济增长贡献了 2.82 个百分点，联邦及各级政府财政支出对 GDP 的增长贡献了 0.42 个百分点；库存变化反而拉低经济 1.03 个百分点。但是在基数与汇率等因素影响下，中美两国之间的差距并未缩小。

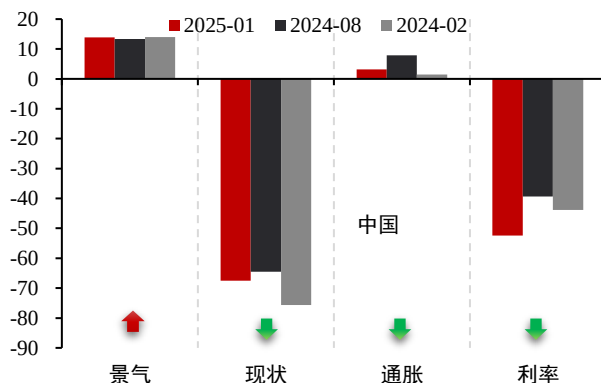
1 月 PMI 显示中美的这种分化短期内也有所扩大。1) 中国 1 月财新制造业 PMI 为 50.1，较 12 月的 50.5 回落 0.4 个百分点，但仍处于荣枯线水平之上；1 月官方制造业 PMI 为 49.1，较 12 月下降 1 个百分点，为 3 个月来首次降至收缩区间。2) 美国 1 月 ISM 制造业指数 50.9，创 2022 年 9 月以来新高；1 月 Markit 制造业 PMI 终值 51.2，创 2024 年 6 月以来的终值新高。

图 1：美国 ZEW 经济指数 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：中国 ZEW 经济指数 | 单位：指数点



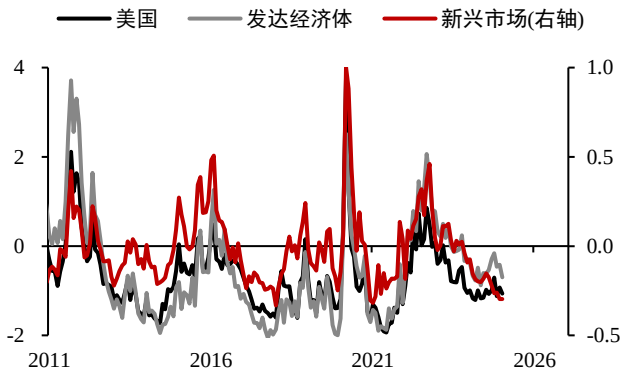
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

市场：关注金融市场风险

与经济数据的分化相对应的是政策的分化，以及由此带来的金融市场压力上升可能。我们注意到，在乐观预期的驱动下，主要经济体的金融市场压力指数再次呈现出“宽松”特征。这或与经济财政化关系密不可分。2020 年疫情以来，主要经济体均再次呈现出通过主权资产负债表扩张代替私人资产负债表扩张已实现经济增长的目的，像美国在不断“暂停”债务上限的基础上，持续实现着经济的“繁荣”和通胀的难以降温。

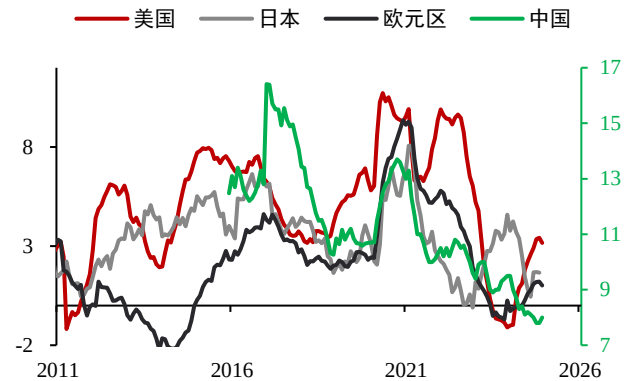
关注金融市场风险。12 月美欧信贷增速出现了阶段性扩张乏力特征，而中国仍未转变 2021 年以来的回落阶段，继续关注央行资产负债表差异对金融资产的影响。

图 3：金融市场压力指数 | 单位：指数点



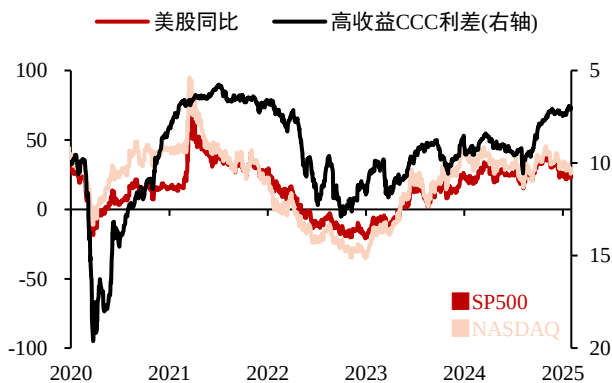
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：主要经济体信贷增速 | 单位：%YoY



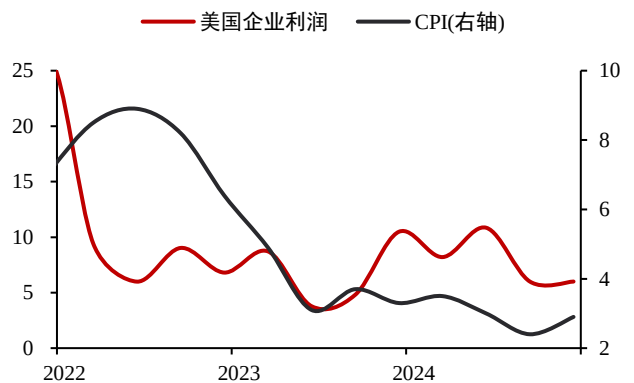
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：美股同比增速和信用利差 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：通胀和美国企业盈利增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

周期未扭转，压力待释放

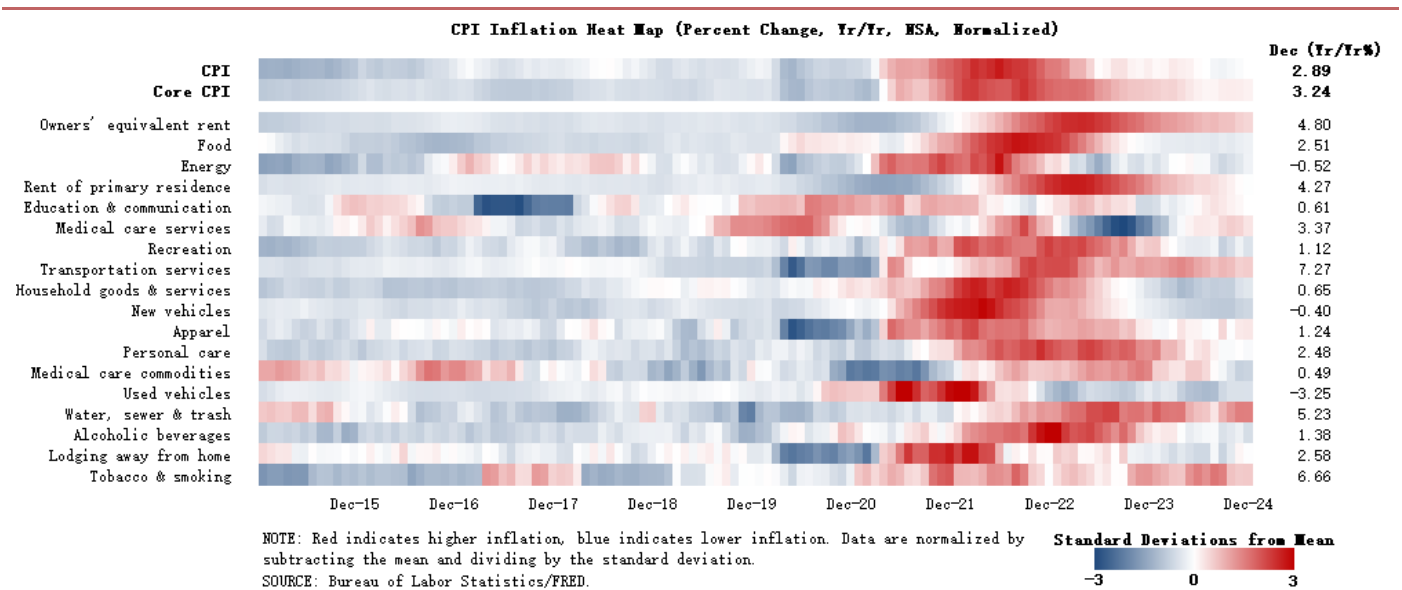
2024 年中国经济目标的完成并不改变平减指数负增长的现实，外需承压的现实状态下供给侧改革仍然在途。与此相反，随着关税政策的逐渐实施，“胀”的压力继续上升的现实不变，关注点在于央行缩表对于金融资产“胀”的阶段性的解除，DeepSeek 带来的市场压力预计在 2 月将有所加强。

美国：解除金融通胀

现实：通胀保持韧性。“通胀是货币现象”当前依然适用，无论是对于实物资产还是对于金融资产，价格总能反映货币的相对变化。12 月美国 CPI 同比上涨 2.9%，为 7 月以来新高；核心 PCE 通胀同比维持在 2.8%，通胀保持一定的韧性。在 1 月美联储会议声明中，删除了“通胀已经朝着委员会 2% 的目标取得进展”的表述。

展望：关注金融资产“胀”的解除。1) 从实物资产的角度，随着贸易战 2.0 的开启，不管节奏如何（加墨延后征收），特朗普的目的如何（或通过关税达到其他政策目的，或平衡财政收支），随着关税中枢的上移，潜在通胀依然在路上。2) 从金融资产的角度，对于货币的反馈更为敏感，尽管美联储四季度开始连续三次降息，但是随着 2025 年开始不再降息叠加资产负债表收缩政策的延续，对于金融资产的估值压力也在进一步上升，或从 2024 年市场集中度上升形成的结构性问题转向 2025 年的整体性压力。

图 7：美国 12 月通胀热力图更新 | 单位：STD



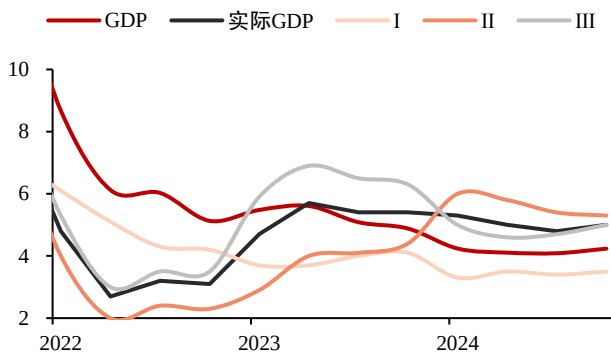
数据来源：FRED 华泰期货研究院

中国：暂未结束收缩

和美国的“胀”正相反，在全球贸易保护主义上升、中国内循环机制未完全建立前来的背景下，“缩”的压力仍存。数据显示，2024 年四季度 GDP 平减指数仍为-0.8%的负增长状态，显示出经济结构性压力拖累名义经济增长的现实。从 12 月的通胀指标来看，CPI 同比增速再次放缓至 0.1%，PPI 增速虽然继续改善，但是仍保持-2.3%的同比降幅。

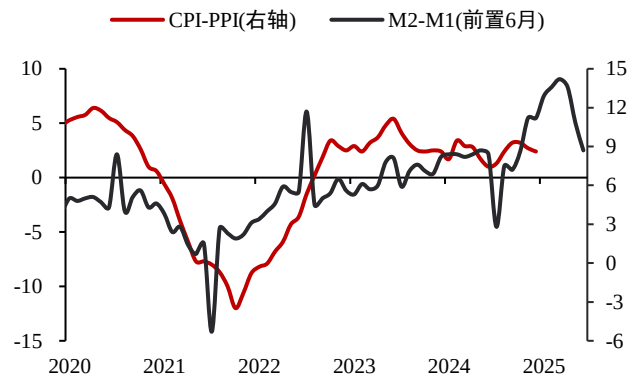
价格的改善从两方面入手。1) 既然价格是货币现象，通过更大力度的扩张货币，能够实现名义增速的相应改善，从政策角度，央行货币政策目标早已经把“价格增长”纳入到政策目标中去，2025 年货币政策的适度宽松和宏观政策的超常规发力，预计在政策落地后对此将产生正向驱动。2) 价格也是供需结构的反馈。在 2025 年中美关税博弈的状态下，供需结构的改善一方面仍需要进一步的供给侧改革，驱动内循环的高质量发展，另一方面总需求的扩张或也将成为 2025 年的应有之义，央地结构的改善将推动需求的对冲。

图 8：名义和实际 GDP 增速差未收敛 | 单位：%YoY



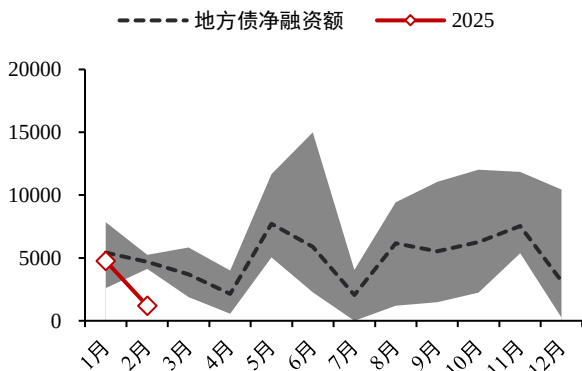
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：CPI/PPI 剪刀差仍有扩大压力 | 单位：%YoY



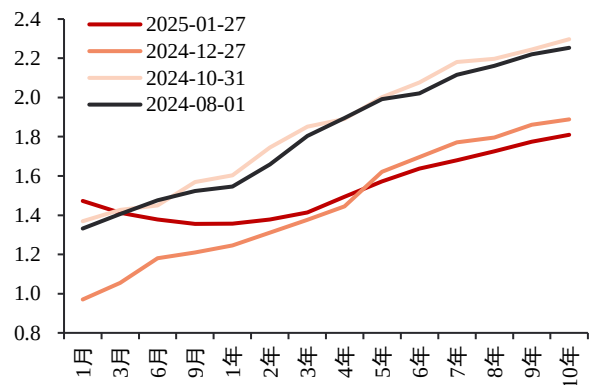
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：地方债净融资暂未有明显扩张 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：地方债收益率曲线倒挂 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美联储的不宽松对非美政策形成压力

1 月新一轮关税政策进入到落实阶段，对加墨暂时延迟和对中国可能进一步升级，都增加了全球经贸不确定性。而美联储 1 月货币政策“不松”对于外部经济的“逆周期”调节形成政策限制。特朗普 2.0 时代的压力是确定性的，当风险的释放已成为“明牌”，需要做的是在总需求收缩的风险应对中保持对内改革的韧性，通过转型对冲需求的长期压力。

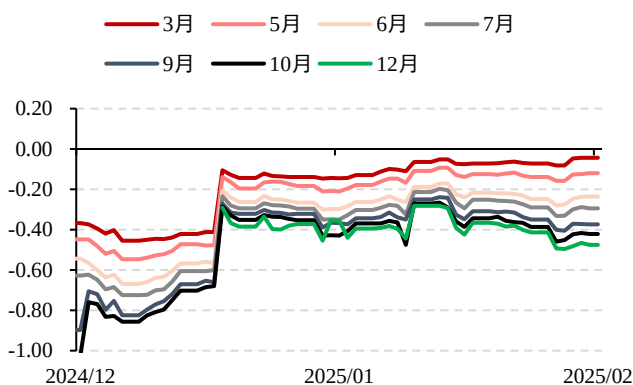
美联储短期鹰派

美联储 1 月如期暂停了降息过程。

- 1) 继续强调就业和通胀的风险大致平衡，坚定支持充分就业目标，缩表计划保持不变；
- 2) 美联储将根据最新经济数据和前景变化，灵活评估未来利率调整的幅度和时机。

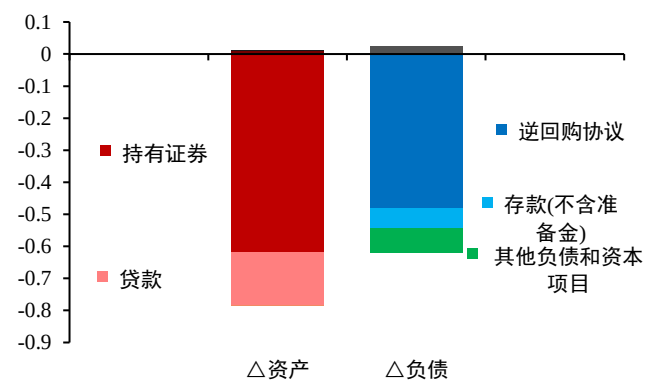
美联储 1 月份议息会议并未结束资产负债表的收缩（QT），意味着在利率维持在 4.25-4.50% 的相对高位同时，基础货币也将面临继续收缩的压力。这无疑对于美元资产的估值而言继续构成下行的压力。图 5 显示，整个 2024 年美股指数一阶导变动缺乏相应的动能，随着 2025 年全球总需求预期的弱化叠加货币政策的难以有效宽松，对于金融资产的的压力值得重点关注。

图 12：美联储隐含利率变动收敛 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美联储 2024 年资产负债收缩 | 单位：万亿美元



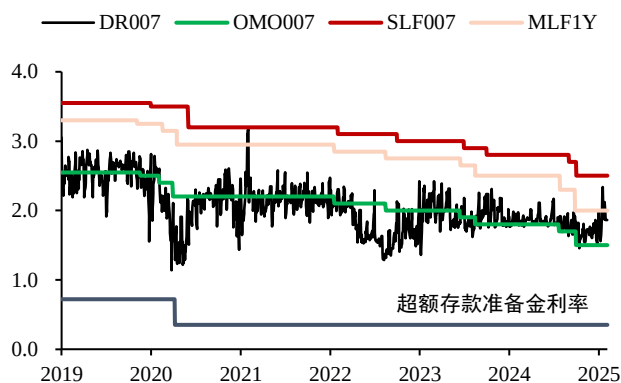
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

关注宏观政策的蓄势

3月两会释放更积极宏观政策已成为相对共识，那么对于2月而言，除非出现总需求更快的收缩，货币政策预计暂时保持等待状态。数据显示，2025年1月中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了17000亿元买断式逆回购操作。

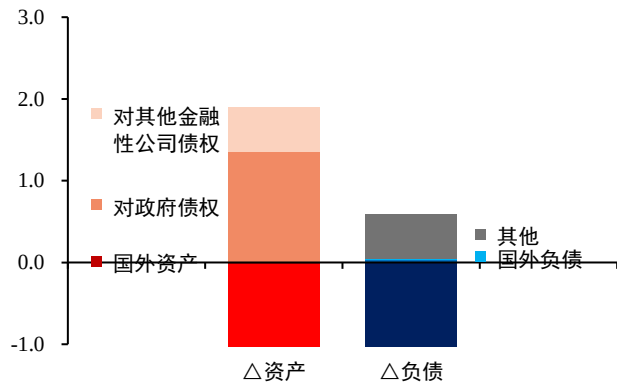
中国人民银行工作会议明确，2025年将实施适度宽松的货币政策，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。关注内外政策分化背景下，人民币汇率短期面临的压力，数据显示，2024年中国央行和美联储等央行之间的资产负债表呈现出背离，或带来短期政策分化状态下资产调整风险。

图 14：货币政策在 2025 年宽松基调 | 单位：%



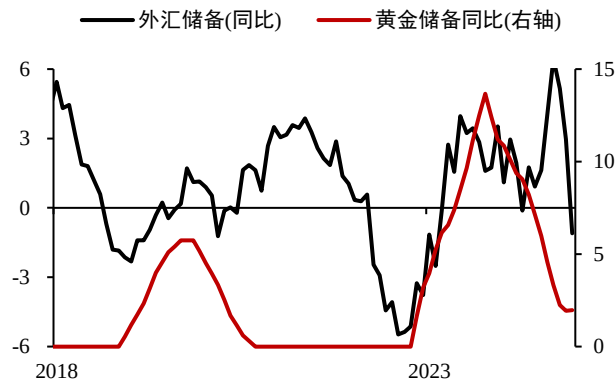
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：中国央行 2024 年资产负债扩张 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：央行重启黄金储备增持 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：2025 年出口增速面临压力 | 单位：%YoY



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