# 大宗商品投资热点追踪与分析

## --冠通期货3月宏观经济报告

制作日期：2025年2月24日

冠通期货研究咨询部
分析师：王静
执业证书号：F0235424/Z0000771
联系电话：010-85356618

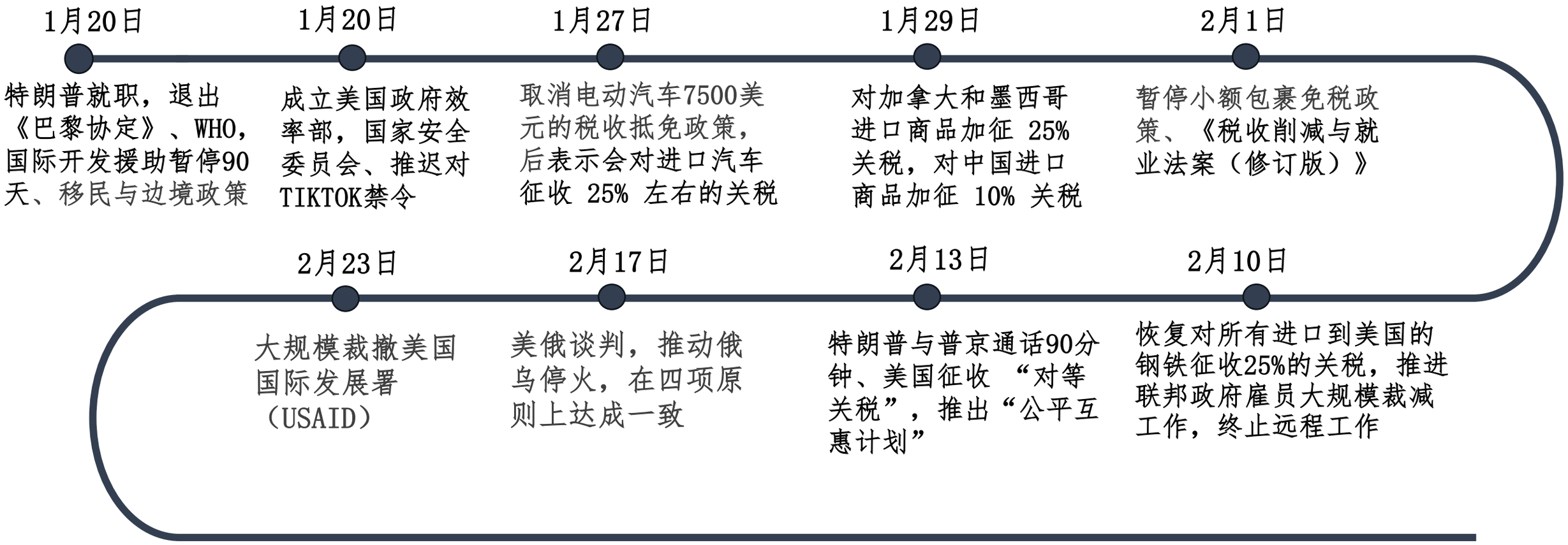
冠通期货研究咨询部
冠通期货研究咨询部

# 核心观点

2月，海外，特朗普“新官上任”，对内DOGE查账整顿内斗，对外掀起全球贸易关税大战，斡旋俄乌加速军事战争结束，核心诉求在于美国的战略收缩与侧重内政，结果将重构世界政经秩序。国内，DeepSeek的影响扩展蔓延，官方坚定民营经济的信心，更多外资机构重估中国资产，哪吒闹海提振文化自信，中美博弈从科技延伸到文化，港股大涨恒生指数领跑全球。资本市场对于特朗普的反复日渐反应疲倦，更多开始关注的“数据”的指引，从就业到通胀再到零售，接二连三的超预期，指向着美国一步步走向滞胀，给美元和美股施加着压力。投资者风险偏好显得踌躇矛盾，波动率VIX震荡抬升，全球股市涨跌互现，日经与美股小幅收跌，港股强势领涨，A股与欧洲股市涨幅居前。汇市波动加剧，美元收跌非美上扬，日元涨幅较大。大宗商品多数走高收涨，天然气大涨近四成领涨，原油逆势收跌，BDI指数大幅上扬。国内市场呈现出典型的弱现实强预期特征，投资者乐观情绪不断强化，DeepSeek的影响扩展蔓延，官方坚定民营经济的信心，更多外资机构重估中国资产，科技股带动起A股的活跃，投资者风险偏好明显抬升。四大股指全线收涨，成长股表现更加强势，国债期货悉数收跌，结构上近强远弱。不过，迎战特朗普的“焦虑”之下，强预期更多表现在权益资产上，弱现实则更多贴近商品期货上的相对淡定，大宗商品涨跌互现多数收涨，油脂油料板块领涨，贵金属与有色板块涨幅居前，原油的弱势拖累能源板块的收跌，非金属建材板块跌幅最大。从近十年的南华商品指数季节性特征来看，3月涨跌幅均值为-1.09%，并且上涨的次数明显低于下跌的次数（9次中占3次）；从当前南华指数所处的历史位置来看，处于绝对的价格高位。统计意义上讲，3月潜在收跌的概率略高。

3月，政经大事不断，资本市场可能迎来调整，海外，俄乌战争的动向，特朗普的扰动，德国大选的结果等等，最值得关注的则是美联储，FOMC的利率决议料将按兵不动，市场关注最新的点阵图所隐含的官方降息预期；国内中国两会即将召开，新年度的政府经济工作目标是关注的焦点，市场所预期的5%左右的GDP增速，2%的CPI，4%的赤字率能否如期而至？开年后的宏观经济数据也将陆续出炉，强预期的市场风格是将遭遇现实的逆风打击还是数据上边际好转的助力，都将会给资本市场注入波动。受到现实端压制的大宗商品，则将继续加深着与股市的劈叉，资金跷跷板恐将依旧向权益资产倾斜。

2025年2月，特朗普“新官上任”，对内DOGE查账整顿内斗，对外掀起全球贸易关税大战，斡旋俄乌加速军事战争结束，核心诉求在于美国的战略收缩与侧重内政，结果将重构世界政经秩序。




资料来源：网络，冠通研究整理

# 对外—关税贸易战开打，斡旋俄乌加速战争的结束

➢ **美国对中国的关税贸易措施及中国的反制措施**

✓美国的关税贸易措施：2月1日，美国政府以芬太尼等问题为由，宣布对所有中国输美商品加征10%关税。

✓中国的反制措施

◆加征关税：自2月10日起，中国对原产于美国的煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。

◆法律诉讼：中方已将美征税措施诉至世贸组织争端解决机制。

◆列入清单：商务部将美国PVH集团、因美纳公司列入不可靠实体清单。

◆出口管制：商务部、海关总署对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。

➢ **美国对加拿大的关税贸易措施及加拿大的反制措施**

✓美国的关税贸易措施：2月1日，特朗普签署行政令，将对进口自加拿大的商品加征25%的关税，其中石油、天然气和电力等能源产品将只被征收10%的关税，并于18日开始生效。

✓加拿大的反制措施：加拿大总理特鲁多2月1日宣布将对价值1550亿加元的美国输加产品加征25%的报复性关税。首批报复性关税于4日起征收，涵盖价值300亿加元的美国产品，21天后，加方将对价值1250亿加元的美国产品征收报复性关税，加方还在考虑采取非关税手段进行反制。

➢ **美国对墨西哥的关税贸易措施及墨西哥的反制措施**

✓美国的关税贸易措施：2月1日，特朗普签署行政令对来自墨西哥进口商品征收25%的关税。

✓墨西哥的反制措施：墨西哥总统指示经济部长启用“B计划”，向美国输墨产品加征关税。

➢ **美国“对等关税”在路上。**

✓特朗普2月7日在与来访的日本首相石破茂会晤时宣布上述消息，“我将在下周宣布，实施对等贸易，以便我们与其他国家受到平等对待”，“我们既不要求更多，也不要求更少。”特朗普还表示，相关关税措施将适用于所有国家，消息可能会在“下周一或周二”发布。当地时间2月2日，特朗普还表示，他计划很快对欧盟产品征收关税，并重申他对美国与欧盟贸易逆差的不满，以及欧盟对美国产汽车和农产品进口不足的问题。

# 从慕安会到美俄会谈，俄乌战争的结束初现曙光

2025年慕尼黑安全会议于2月14日至16日在德国慕尼黑的巴伐利亚宫廷酒店（Hotel Bayerischer Hof）举行。慕安会是国际安全领域的重要年会，各国领导人与相关领域专家在会上聚焦时下最紧要的安全问题，为促进国际安全交换意见，提出方案。2025年的慕安会比之以往，各国就俄乌冲突的分歧愈发深刻。尤其是在特朗普重掌白宫后，欧洲与美国之间的裂痕成为本届慕安会最主要分歧。美国副总统J.D.万斯（JD Vance）在18分钟的演讲中，猛烈抨击欧洲政界人士，指责他们压制言论自由、失去对移民问题的控制，并拒绝与右翼政党合作。这在欧洲国家间引发了强烈的反弹。甚至有分析认为，这可能带来欧洲安全结构的彻底变化，导致北约体系在欧洲的崩溃。本次会议的主要议题有：

- 全球安全挑战：包括全球治理、民主韧性、气候安全、核安全、混合威胁以及人工智能的未来等议题。
- 国际秩序与多边治理：讨论国际秩序的未来、多边治理改革以及跨大西洋伙伴关系的未来。
- 地区冲突与危机：重点关注乌克兰战争、加沙危机、苏丹冲突、海地、委内瑞拉、阿富汗、格鲁吉亚和中东地区的局势。
- 欧洲的角色：探讨欧洲在全球事务中的角色，包括欧盟的扩大和欧洲的竞争力。
- 经济与安全：讨论经济合作与发展在多极化背景下的挑战，以及全球经济架构的未来。
- 网络安全与创新：包括网络安全挑战和创新技术在安全领域的应用。
- 人道主义议题：涉及难民问题、全球卫生安全以及人道主义援助的协调。

资料来源：网络

# 从慕安会到美俄会谈，俄乌战争的结束初现曙光

冠通期货 Guantong Futures

**俄罗斯和美国代表团18日在沙特阿拉伯首都利雅得举行会谈。据沙特媒体报道，会谈持续4个半小时。美国国务院会谈结束后发表声明说，美俄就解决两国间“棘手问题”和结束俄乌冲突等达成四点共识。**

- 首先，双方同意建立磋商机制，解决双边关系中的棘手问题，其目标是采取必要措施，使两国外交使团的运作正常化。
- 其次，双方同意任命各自的高级团队，着手努力以持久、可持续且为各方接受的方式尽快结束乌克兰冲突。
- 第三，双方同意为未来在共同地缘政治利益问题及经济和投资机会方面的合作奠定基础，这些合作将随着俄乌冲突结束而出现。
- 第四，当天与会团队承诺将保持接触，确保以及时和富有成效的方式推进谈判进程。

◆ *针对当天俄罗斯和美国代表团在沙特举行会谈，泽连斯基在同土耳其总统埃尔多安会晤后举行的联合记者会上说，土耳其和欧洲应该参与结束俄乌冲突的讨论，“谈判不应该在我们背后进行”。*

◆ *据乌克兰媒体《基辅独立报》2月19日报道，泽连斯基当天对外表示，乌克兰方面在战时一共收到了来自美国提供的价值670亿美元的武器装备和315亿美元的“预算支持”。泽连斯基对美国提供的支持表达了感谢，但随即话锋一转：“但你不能把这算成是整整5000亿美元的支持，然后说‘还给我们5000亿美元的矿产或其他东西’吧，这不是认真的对话。”*

◆ *据今日俄罗斯报道，美国财政部正在制定一份重新接入SWIFT结算系统的俄罗斯银行名单。这一决定标志着对俄罗斯银行的制裁措施或将结束，预示着两国金融关系正常化的重要一步即将迈出。*

# 关税贸易战开打，中美博弈之下，七朵金花中更多企业遭受冲击

➢**2024年12月对英伟达公司开展反垄断调查：**

2024年12月9日，中国市场监管总局以涉嫌违反《反垄断法》为由，对美国AI芯片公司英伟达展开调查。消息传出后，英伟达股价下跌，市值蒸发6400亿元，同时英特尔、AMD等美股大型半导体公司也普遍收跌。

➢**2025年2月对谷歌公司开展反垄断立案调查：**

2025年2月4日，因谷歌公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查。

➢**将美国PVH集团和因美纳公司列入不可靠实体清单：**

2025年2月4日，依据《不可靠实体清单规定》，不可靠实体清单工作机制决定将美国PVH集团、因美纳公司列入不可靠实体清单。上述两家实体违反正常的市场交易原则，中断与中国企业的正常交易，对中国企业采取歧视性措施，严重损害中国企业合法权益。

➢**对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制：**

2025年2月4日，商务部会同海关总署发布2025年第10号公告，决定对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。这些矿产许多用于生产高科技产品。

➢ **中国被曝正在考虑对苹果公司展开反垄断调查：**

2025年2月，中国国家市场监督管理总局被曝正在考虑对苹果公司展开反垄断调查，主要针对其应用商店（App Store）的收费政策及运营模式。这一调查的背景是苹果在全球范围内因应用商店的高额佣金政策和限制性运营模式面临多起反垄断调查，尤其是在欧盟被处以巨额罚款后，其政策调整引发了全球关注。

# 对内—整顿与清算启动，加剧两党斗争，引发美国国内动荡

特朗普上任之后，美国政府效率部（DOGE）对多个美国政府部门采取了整顿措施，这些措施在一定程度上提高了政府的工作效率和资源利用效率，减少了财政浪费和冗余支出。例如，通过人事改革和盘活闲置资产，政府每年可节省数十亿美元的开支。此外，DOGE推动的数字化改革和技术升级也有助于提升政府的决策能力和公共服务水平。同时，DOGE的行动引发了广泛的法律争议和政治分歧。多个联邦机构和部门认为其举措可能违法，存在侵犯隐私、滥用职权等风险。同时，DOGE的快速改革也导致大量公务员失业，引发了社会的不满和抗议。此外，DOGE对政府核心支付系统和数据系统的控制引发了网络安全和数据泄露的担忧。以下是一些主要的部门及措施：

**1.美国人事管理办公室（OPM）**

- 措施：2025年1月28日，OPM发布公开信启动对联邦政府的人力资源改革，要求员工线下工作、削减员工人数、提倡绩效文化、提高员工标准，并向联邦雇员提供“延迟辞职”选项。到2月6日为止，约有4万名联邦雇员接受“延迟辞职”，估计每年节省约42.4亿美元。
- 影响：这一改革旨在提高政府工作效率，减少冗余人员，节省财政支出。通过要求员工线下工作，可能增强团队协作和沟通效率；削减员工人数和提倡绩效文化则有助于优化人力资源配置，激发员工的工作积极性和创造力。同时，提供“延迟辞职”选项在一定程度上保障了员工的利益，减少了改革可能带来的社会负面影响。

**2.总务管理局（GSA）**

- 措施：DOGE团队接管了总务管理局，深度介入联邦政府的数据系统，掌控了数百万名联邦雇员的敏感个人数据。此外，GSA终止了三份几乎空置的办公空间租约，关闭了17个DEIA网站，节省了160万美元。
- 影响：接管总务管理局使DOGE能够更好地管理和利用政府数据资源，提升政府的数字化水平和决策效率。同时，通过终止不必要的办公空间租约和关闭DEIA网站，减少了政府的运营成本，提高了资源利用效率。

**3.美国国际开发署（USAID）**

- 措施：DOGE对USAID实施全面停职审查，终止非必要合同，仅保留核心人员294名，涉及资金超400亿美元。
- 影响：这一措施旨在减少对外援助中的浪费和滥用现象，确保资金用于真正需要的项目和领域。同时，通过精简机构和人员，降低了政府的财政负担，提高了对外援助的效率和效果。

**4.财政部**

- 措施：DOGE团队试图掌控财政部的核心支付系统，获取支付网络权限，绕开安全检查直接读取数百万笔交易记录。此外，DOGE还要求财政部停止支付一些其认为不必要的项目。
- 影响：DOGE的介入引发了广泛担忧，认为这可能为网络安全和数据泄露提供隐患。同时，这一举措也引发了法律争议，多个联邦机构和部门的官员对DOGE的行动提出法律异议，认为其可能违法。

**5.教育部、国防部等**

- 措施：DOGE依托人工智能与大数据技术，对教育部、国防部等部门进行数据穿透式审查，揭示财政支付系统“零拒付”等管理漏洞，并紧急升级空中交通管制系统，提升安全效能。
- 影响：通过数据审查和技术升级，DOGE有助于提高政府部门的管理效率和安全性，减少财政漏洞和浪费现象。同时，这也可能推动政府部门的数字化转型，提升其服务能力和竞争力。

# 美国经济的强韧与美股表现息息相关—逻辑演绎强化扩展

**美国经济的强劲**

消费的强：从超额储蓄到财富效应

美元的强：吸引全球资金回流美国

1

**美元的吸引力**

充裕的金融流动性抵消加息的压力；

世界各地局势的动荡带来的避险需求

2

**美股的气势如虹**

3

美元高息的虹吸效应；

AI革命带来的投资盛宴

**科技股的泡沫**

4

科技股的异常强劲；

七朵金花的马太效应；

一枝独秀的英伟达

5

**英伟达**

股价的式微开始显现；反垄断的惩罚也许是导火索，

全球围猎英伟达已然开启。。。

6

**2025VS2000**

科技股泡沫的破裂；

--中国与民主党的共赢

1、英伟达的盈利模式遭受DeepSeek的冲击；

2、贸易战开打，中美博弈之下，七朵金花中更多企业遭受冲击，诸如谷歌、苹果等。

**加速引爆**

**美股泡沫！**

# Ray Dalio警告美股AI泡沫，当前形似互联网泡沫时期

## Ray Dalio Warns of an AI-Driven Bubble Resembling the Dotcom Era

Jan 28, 2025 10:25 AM - Parth Sanghvi

Image credit: Steve Johnson

Renowned billionaire investor Ray Dalio has sounded the alarm over a potential bubble forming in U.S. stocks due to unbridled optimism surrounding artificial intelligence (AI). Speaking to the *Financial Times*, Dalio compared current market conditions to those leading up to the dotcom crash of the late 1990s.

**达利欧的谨慎立场提醒投资者注意新兴技术过度繁荣的风险。虽然人工智能有望带来重大变革，但明智的投资方法对于避免类似于互联网泡沫破灭时的损失至关重要。随着人工智能故事继续展开，平衡乐观与现实主义将是关键。**

近期，著名的亿万富翁投资者雷·达利奥（Ray Dalio）由于围绕人工智能（AI）的乐观情绪而对美国股票形成的潜在泡沫发出了警报。达利奥（Dalio）在《金融时报》（The Financile Times）讲话时将当前的市场状况与导致1990年代后期Dotcom崩溃的人进行了比较。从达利奥的警告要点如下：

1.人工智能热潮与互联网热潮相似:戴利奥强调了今天AI驱动的市场热情与1998-1999年互联网热潮之间的相似之处。他强调，虽然基础技术具有变革性，但投资者高估了许多A相关投资的成功可能性。
2.利率风险下的估值问题:0股票估值过高，加之利率上升，造成了一种可能“戳破泡沫”的风险市场环境。
3.DeepSeek的颠覆:中国DeepSeek R1模型的出现，声称能够以较低的成本实现高效率，这加剧了人们对该行业估值虚高的怀疑。英伟达(纳斯达克股票代码:NVDA)是人工智能相关增长的基石，其市值在回应中惊人地蒸发了6000亿美元。

历史的相似性:

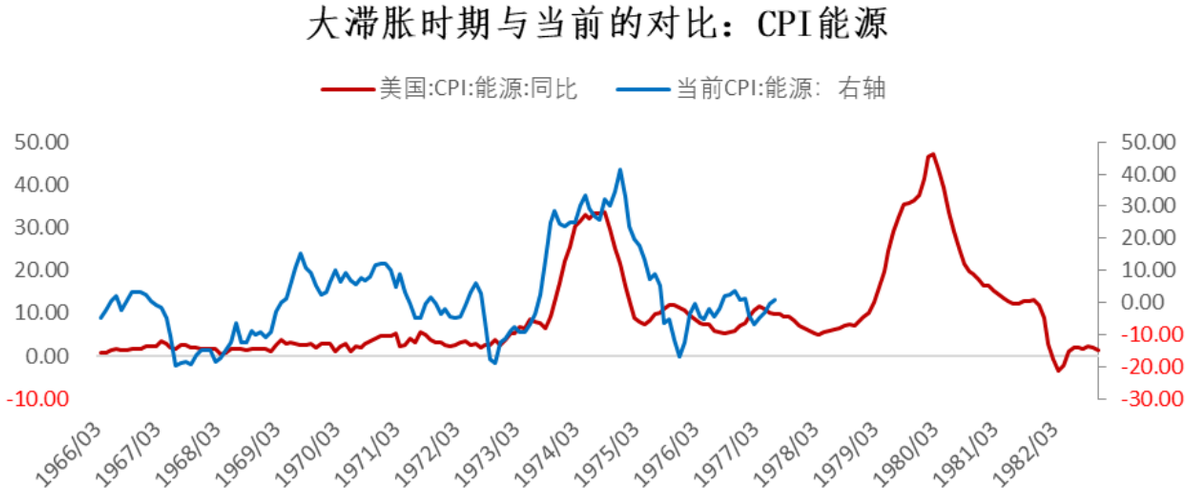
网络泡沫破裂的教训在20世纪90年代末，互联网被誉为一项革命性的技术。然而，就像当前的AI热潮一样:只有少数公司，如亚马逊和谷歌，成为长期的赢家。估值过高导致崩盘，许多初创公司破产，并显著重置了投资者的预期，达里奥的言论表明，类似的情况可能发生在人工智能领域，只有一小部分公司可能保持盈利能力。

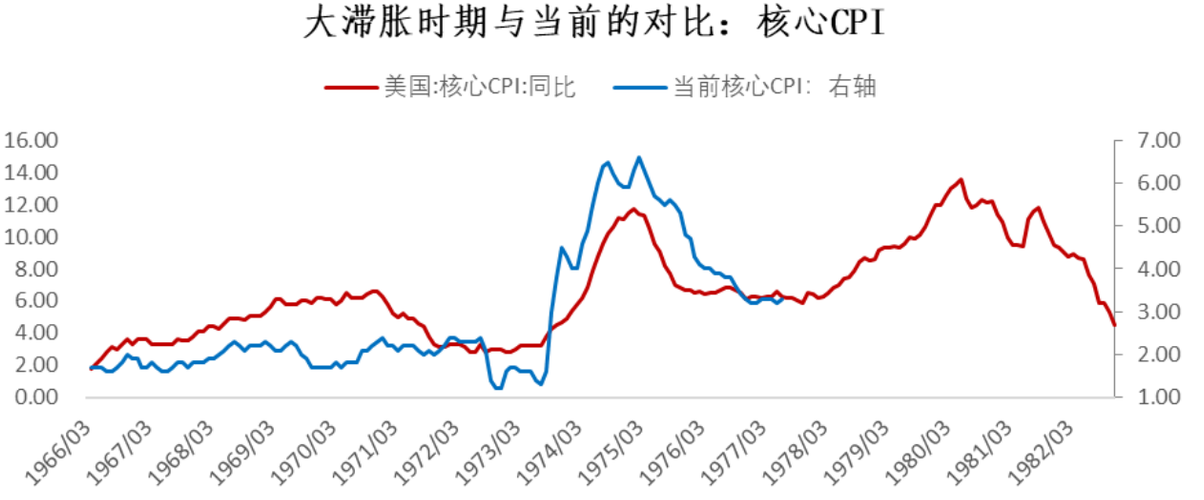


资料来源：网络

# 美国通胀超预期，经济承压之下，一步步走向滞胀

- 美国劳工部2月12日发布数据显示，1月美国CPI同比增长3%，超出预期和前值2.9%；环比增0.5%，超出预期0.3%以及前值0.4%。剔除食品和能源成本后的核心CPI同比增长3.3%，超出预期3.1%和前值3.2%；环比增长0.4%，超出前值0.3%和预期值0.2%。
- 美东时间2月12日，美联储主席鲍威尔在美国众议院金融服务委员会的听证会上表示：“最新发布的CPI数据高于几乎所有预期，美联储依然有更多工作要做，我们希望暂时保持限制性政策；新政策可能促使美联储改变利率。”



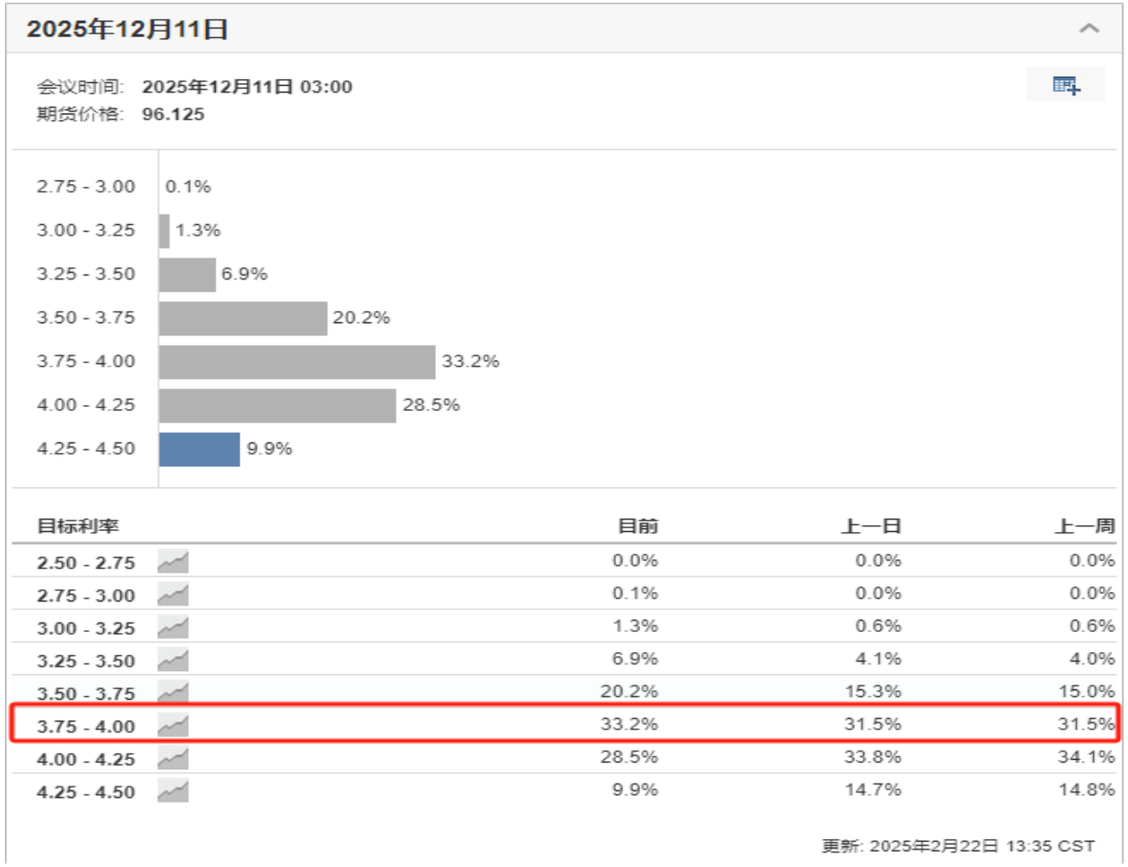




数据来源：Wind 冠通研究

# 高盛：美联储将于今年6月和12月进行2次25个基点的降息

高盛认为，美联储将于今年6月和12月进行2次25个基点的降息，然后在2026年降息一次，最终利率为3.5%-3.75%。该行认为，由于考虑到持续的反通胀，降息看起来是合理的，但鉴于实体经济的强劲，降息似乎不是必要的。高盛表示，在概率加权的基础上，市场定价过于鹰派。

瑞银认为，美联储仍有可能在今年内再降息50个基点。美国此前公布的去年12月非农业职位增幅远较预期高，市场普遍预期美联储今年6月前不会再降息，全年降息25个基点的次数也可能少于2次。以Mark Haefele为首的瑞银策略师团队认为，最新就业数据可能令美联储官员更加关注美国通胀或未能回落至2%的目标，因此不会急于降息。但瑞银仍相信，美国经济增长将持续放缓，最终可令通胀有序下滑，趋近于2%，美联储届时会再降息2次各降25个基点。




| 目标利率 | 目前 | 上一日 | 上一周 |
|---|---|---|---|
| 2.50 - 2.75 | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2.75 - 3.00 | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 3.00 - 3.25 | 1.3% | 0.6% | 0.6% |
| 3.25 - 3.50 | 6.9% | 4.1% | 4.0% |
| 3.50 - 3.75 | 20.2% | 15.3% | 15.0% |
| 3.75 - 4.00 | 33.2% | 31.5% | 31.5% |
| 4.00 - 4.25 | 28.5% | 33.8% | 34.1% |
| 4.25 - 4.50 | 9.9% | 14.7% | 14.8% |

更新: 2025年2月22日 13:35 CST

数据来源：英为财经 冠通研究

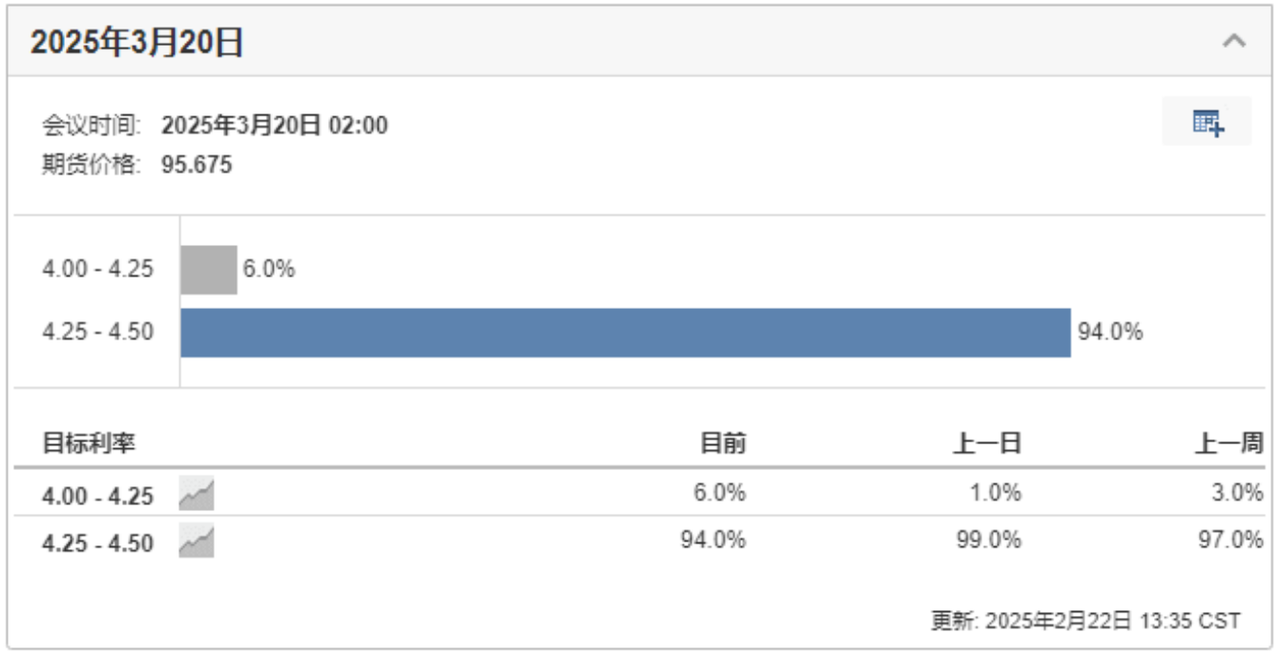
# 美联储降息预期略显趋强，市场的分歧有所加大。

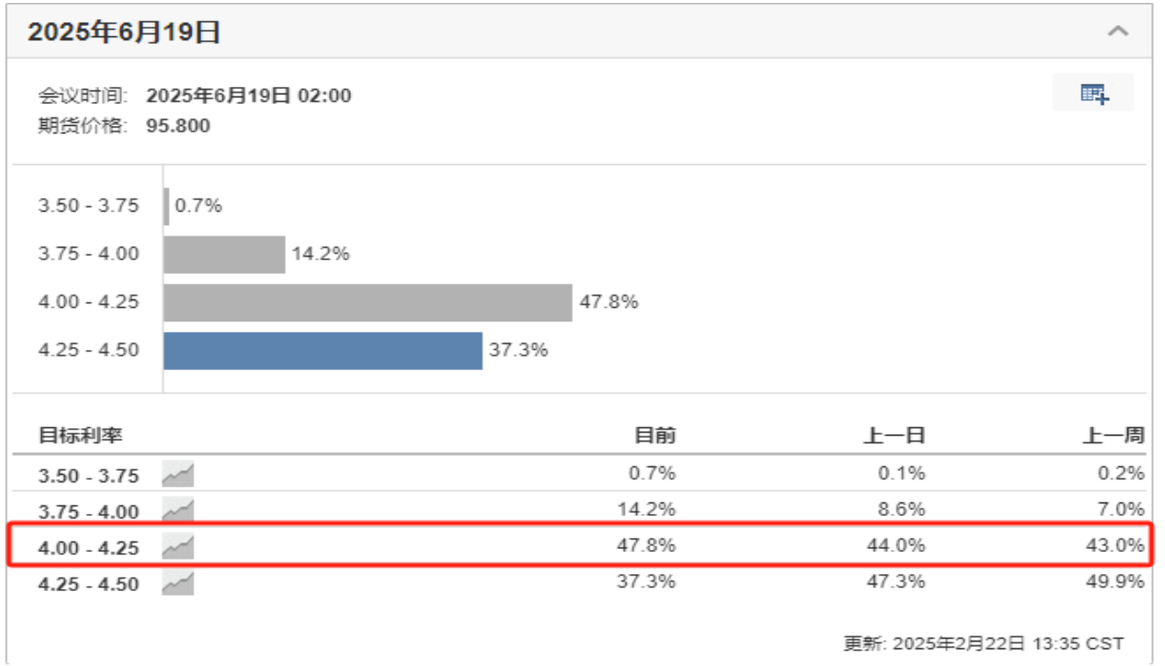
CME的FedWatch工具显示：

美联储3月维持利率在4.25-4.5%不变的概率为94%，降息25个基点到4-4.25%的概率为6%；

6月维持当前利率不变的概率为37.3%，降息25个基点的概率为47.8%，降息预期概率有所抬升。

到年底，市场的分歧较大，预期概率最高的是降息到3.75-4%，概率为33.2%。




数据来源：英为财经 冠通研究

# 接二连三的突破提振信心，中国资产迎来外资机构的再定价

冠通期货 Guantong Futures

从六代机的双飞到DeepSeek的横空出世，再到机器人央视扭秧歌，哪吒闹海票房的逼近百亿，这些事件共同谱写了一曲中国市场的壮丽赞歌。它们以无可辩驳的事实，向世界展示了中国在科技、文化等领域的强大实力和巨大潜力。这不仅让市场信心得到了极大的提振，更为中国经济的高质量发展注入了源源不断的动力。

- 六代机的双飞，绝非仅仅是军事领域的豪迈壮举，更是国家科技实力、工业底蕴与创新精神的集中彰显。那两架战机，犹如苍穹之上的雄鹰，展翅高飞，向世界宣告着中国在航空航天领域的卓越成就。这不仅是对国防安全的有力保障，更是对民族自豪感的极大提振。资本市场上，相关军工板块的股票随之受到关注，投资者对这一领域的未来充满了期待，资金纷纷涌入，推动股价稳步上扬。这背后，是对中国制造业转型升级的信心，是对高端装备制造企业未来盈利能力的乐观预期。六代机的双飞，如同一股强劲的东风，吹散了市场上的阴霾，让投资者看到了中国科技力量的磅礴伟力，从而增强了对整个市场的信心。 → 军事
- DeepSeek的横空出世，则是人工智能领域的一场革命。它犹如一颗璀璨的明珠，在科技的星空中熠熠生辉。这一先进的AI模型，不仅在技术上实现了重大突破，更在应用场景上展现出无限可能。从智能客服到医疗影像分析，从金融风险预测到自动驾驶，DeepSeek的应用前景广阔无垠。资本市场对AI板块的追捧热情高涨，相关企业的股价节节攀升。外资机构纷纷上调对中国科技股的评级，认为DeepSeek的出现将重塑全球AI产业格局，推动中国科技股的价值重估。这不仅是对DeepSeek技术的认可，更是对中国科技创新能力的肯定。DeepSeek的成功，让市场看到了中国科技企业的巨大潜力，激发了投资者对科技股的投资热情，为市场注入了源源不断的活力。 → AI
- 春晚舞台上机器人扭秧歌的精彩表演，更是科技与文化完美融合的典范。那些身着花袄、手持手绢的机器人，以其精准的动作、灵动的舞姿，赢得了观众的阵阵掌声。这背后，是高精度3D激光SLAM自主定位和导航技术、多智能体协同规划以及先进的组网方案等高科技的支撑。这一表演不仅展示了中国在人形机器人领域的先进技术，更让人们对未来科技生活充满了憧憬。资本市场对机器人概念股的关注度大幅提升，相关企业的股价也随之上涨。这表明，市场对科技与文化融合的商业模式充满了期待，对机器人产业的未来发展充满了信心。机器人扭秧歌的精彩瞬间，成为了市场信心的催化剂，让人们看到了科技与文化融合的巨大潜力。 → 科技
- 《哪吒之魔童闹海》的票房奇迹，更是文化消费市场的一次狂欢。这部国产动漫巨制，以其精彩的剧情、精美的画面和深刻的主题，吸引了无数观众走进影院。观影人次突破1.6亿大关，票房一路飙升至近80亿。这一票房奇迹，不仅彰显了国产动漫电影的强大号召力，更反映了观众对优质文化内容的强烈需求。资本市场对影视板块的关注度也随之提高，相关企业的股价表现不俗。这表明，市场对文化消费市场的未来发展充满了信心，对国产动漫产业的崛起充满了期待。《哪吒之魔童闹海》的成功，为文化消费市场注入了一剂强心针，让市场看到了文化消费的巨大潜力。 → 文化

这一系列事件，如同一场及时雨，滋润了中国市场的每一个角落。市场信心得到了极大的提振，投资者的情绪也随之高涨。资本市场呈现出一片繁荣景象，各板块股票纷纷上涨，市场交易活跃度大幅提升。这不仅为企业的融资提供了便利，也为经济的高质量发展注入了强大动力。同时，这也吸引了更多的外资机构关注中国市场，纷纷加大对A股和港股的投资力度。外资的流入，进一步提升了市场的国际化水平，增强了市场的活力和竞争力。

# 习近平出席民营企业座谈会并发表重要讲话，提振市场信心

新华社报道，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平17日上午在京出席民营企业座谈会。在听取民营企业负责人代表发言后，习近平发表了重要讲话。李强、丁薛祥出席座谈会，王沪宁主持。

- 曾毓群：宁德时代新能源科技股份有限公司董事长，在锂电池领域造诣深厚，带领宁德时代成为全球领先的动力电池系统提供商，对新能源汽车产业发展影响重大。
- 马云：阿里巴巴集团主要创始人，推动了中国电子商务的蓬勃发展，创办了淘宝、支付宝等知名平台，改变了中国人的购物和支付习惯，在互联网商业领域具有深远影响力。
- 马化腾：腾讯公司主要创办人之一，现任腾讯董事会主席兼首席执行官。腾讯在社交、游戏、数字内容等多个领域占据领先地位，旗下拥有微信、QQ等社交平台和众多热门游戏产品。
- 南存辉：正泰集团股份有限公司董事长，带领正泰成为国内知名的电气企业，业务涵盖电力能源等多个领域，在推动中国电气产业发展和国际化进程中发挥重要作用。
- 王兴：美团点评创始人、董事长兼首席执行官，打造了涵盖外卖、酒店预订、旅游等多种生活服务的综合性平台美团，极大地改变了人们的生活消费方式。
- 刘永好：新希望集团有限公司董事长，新希望是中国农业产业化国家级重点龙头企业，在农牧业等领域成绩斐然，同时积极参与社会公益事业。
- 任正非：华为技术有限公司主要创始人，带领华为从一家小型通信设备代理商发展成为全球知名的信息与通信技术解决方案供应商，在5G等通信技术研发上处于世界领先水平。
- 王传福：比亚迪股份有限公司董事长，比亚迪在新能源汽车、电池、半导体等领域全面布局，是中国新能源汽车行业的领军企业之一，推动了新能源汽车的普及和发展。
- 虞仁荣：韦尔股份董事长，韦尔股份是全球知名的半导体设计公司，在图像传感器芯片等领域具有领先地位，为智能手机、安防监控等多个领域提供关键芯片产品。
- 雷军：小米科技有限责任公司创始人、董事长兼首席执行官，小米以高性价比的智能手机和智能硬件产品为人们熟知，打造了庞大的小米生态链，推动了智能家居产品的普及。



资料来源：网络

# 接二连三的突破提振信心，中国资产迎来外资机构的再定价

2月以来，高盛、德意志银行、摩根士丹利等国外大行纷纷唱多中国资产。

- 高盛2025年密集发表看多中国资产的报告。该行最新报告称，高盛认为在估值优势和政策预期支撑下，A股有望在未来三个月内反超港股，预计将有2%的超额回报。高盛报告称，从基本面和流动性的角度来看，人工智能的发展将继续使H股受益。该行认为，较低的估值和潜在的宏观经济政策刺激预计将推动A股追赶性反弹，缩小与H股的回报差距。高盛策略师Si Fu等人在报告中表示，A股对H股估值溢价已从三个月前的34%收窄至14%，若溢价回升至过去一年的平均水平，这或意味着A股可迎来约10%的定价重估。

- 德意志银行在其最新报告中称，Deepseek是人工智能的**“斯普特尼克时刻”**，2025年将是中国企业在全球崛起的一年，中国股票估值折价的现象将消失。该行表示，A股和港股的牛市周期已于2024年开启，有望持续下去并超过此前高点。

- 杰富瑞分析师在近期一份报告中写道，人工智能主题应该会开启中国互联网股的新一轮上涨周期，而该行业的估值似乎并不高，其股价也低于海外同行。杰富瑞目前对中国互联网股的看法更乐观，因为除了技术应用之外，企业还在追求先进技术和具有成本效益的模式。大多数人工智能主题下的大中型企业最近的业绩要么符合预期，要么超出预期。杰富瑞还表示，在大企业中，看好阿里巴巴的先进技术、开源模式和全球云基础设施。

- 摩根士丹利策略师近期预测，MSCI中国指数到2025年底将升至77。摩根士丹利对中国市场的前景保持审慎乐观，认为银行、能源和国有企业等高股息和防御性股票或表现良好，大型蓝筹股、行业龙头或会吸引持续的资金。



资料来源：网络

# AI竞赛引价值重估，全球资金搬家，不少从印度转战中国市场

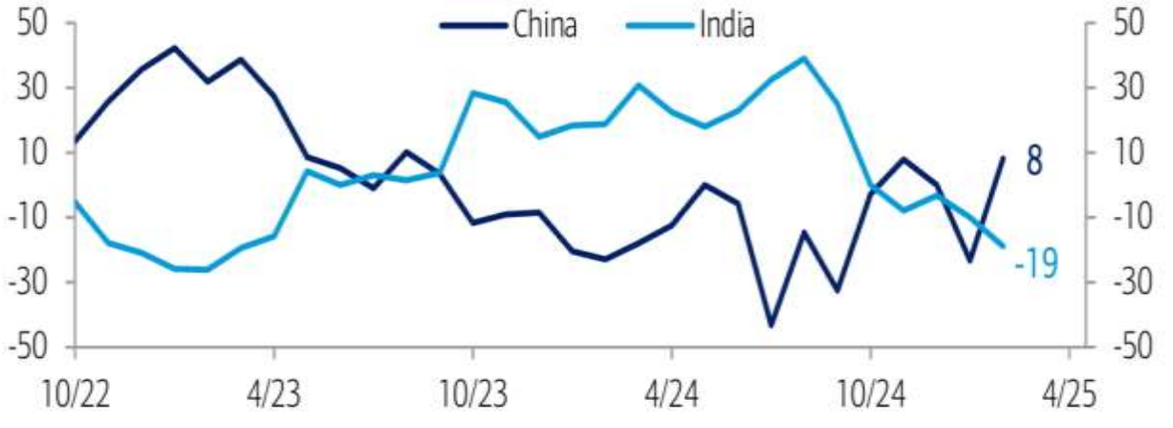
DeepSeek在人工智能（AI）领域的突破正在推动外资持续涌入中国资产。机构数据显示，过去一个月，全球对冲基金以数月来最快的速度涌入中国资产。中金公司研报认为，春节假期之后的这轮中国市场上涨行情中，海外对冲基金等交易型资金流入，并且可能已成为部分市场的阶段性主力。同时，海外被动投资资金流入A股和港股市场的速度也明显加快。从全球资金面来看，近期印度市场流出加速。2月6日至2月12日，印度市场主动外资净流出扩大至4.3亿美元，前一周净流出3.7亿美元。从机构调仓来看，不少流出印度市场的资金流入了中国市场。资料显示，瀚亚投资、英仕曼集团等外资机构近期提高了中国股票仓位，同时降低印度股票仓位。

**Exhibit 10: ... they are slowly embracing risks, with a third seeking to build China exposure on incremental signs of easing, with fewer investors looking to cut risks on bounces and...**
FMS current stance/positioning on China equities

**Source:** BofA Asia Fund Manager Survey. **Notes:** Votes for "Don't know" (20% | 14%) are not shown above

BofA GLOBAL RESEARCH

**Exhibit 1: Change of fortunes: China allocations at 2-year high, while to India at 2-year low**
Asia Fund Manager Survey allocation to China: % saying overweight less % saying underweight




**Source:** BofA Asia Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

资料来源：网络

# 两会召开在即，市场预期2025年经济增速目标维持5%左右

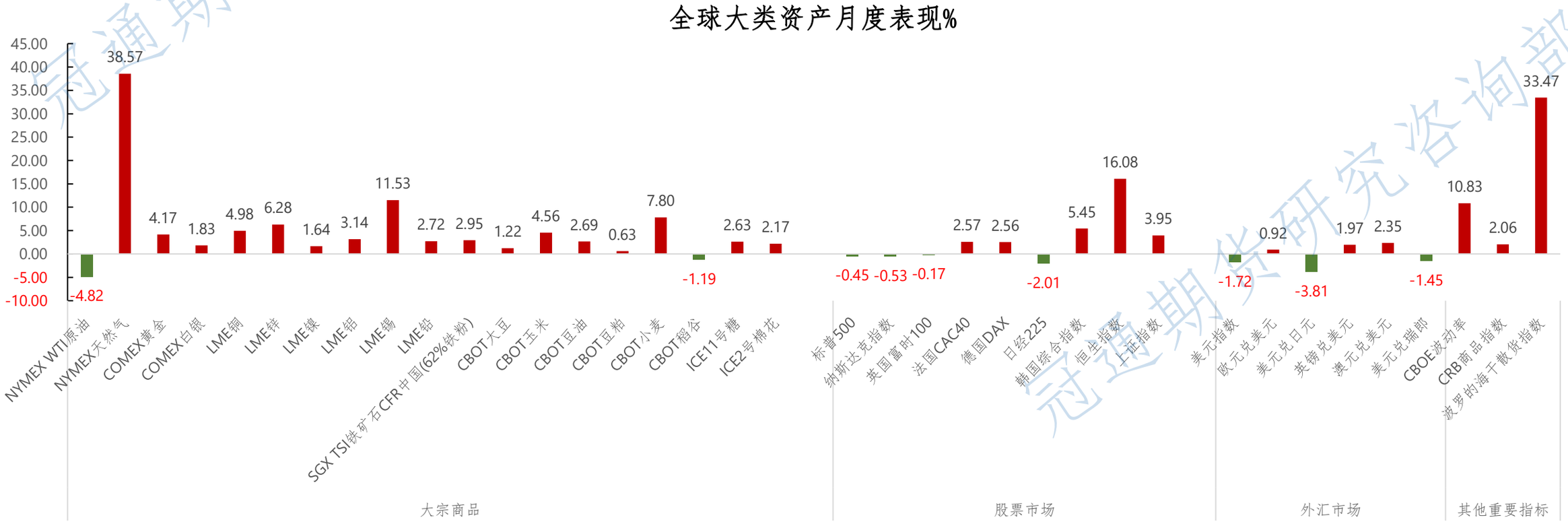
冠通期货 Guantong Futures

“两会”是“全国人民代表大会”（简称“全国人大”）和“中国人民政治协商会议”（简称“政协”）的统称，通常在每年3月召开。

- 全国人大是中国最高国家权力机关，负责制定和修改宪法、法律，审查和批准国民经济和社会发展计划等。根据决定，十四届全国人大三次会议于2025年3月5日在北京召开。政协是中国政治生活中发扬社会主义民主、实践全过程人民民主的重要形式，主要职能是政治协商、民主监督、参政议政，计划于2025年3月4日在北京召开。
- 李强总理将在3月5日上午宣布今年的各项经济目标，包括GDP增长、通胀、财政赤字和就业等，同时发布《政府工作报告》。随后将公布2025年财政预算的完整提案；央行、财政部、发改委等部委可能在“两会”期间举行临时新闻发布会，阐述其政策重点和实施计划。
- 高盛预计，今年两会将维持官方实际国内生产总值（GDP）增长目标与去年持平，为“5% 左右”，将通胀目标CPI从此前的“3%左右”下调至“2%左右”，将官方财政赤字目标从去年占GDP 的3.0%提高到4.0%，并将政府债券净发行总额从9万亿元人民币提高到约13万亿元人民币。

# 全球大类资产表现

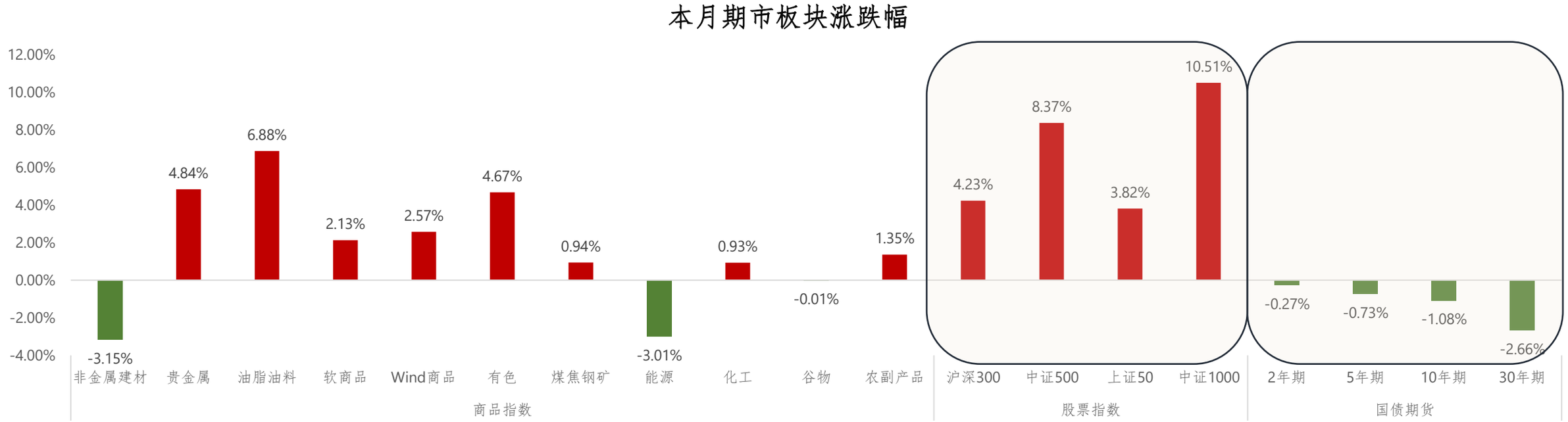
2月，海外，特朗普“新官上任”，对内DOGE查账整顿内斗，对外掀起全球贸易关税大战，斡旋俄乌加速军事战争结束，核心诉求在于美国的战略收缩与侧重内政，结果将重构世界政经秩序。国内，DeepSeek的影响扩展蔓延，官方坚定民营经济的信心，更多外资机构重估中国资产，哪吒闹海提振文化自信，中美博弈从科技延伸到文化，港股大涨恒生指数领跑全球。资本市场对于特朗普的反复日渐反应疲倦，更多开始关注的“数据”的指引，从就业到通胀再到零售，接二连三的超预期，指向着美国一步步走向滞胀，给美元和美股施加着压力。投资者风险偏好显得踌躇矛盾，波动率VIX震荡抬升，全球股市涨跌互现，日经与美股小幅收跌，港股强势领涨，A股与欧洲股市涨幅居前。汇市波动加剧，美元收跌非美上扬，日元涨幅较大。大宗商品多数走高收涨，天然气大涨近四成领涨，原油逆势收跌，BDI指数大幅上扬。




数据来源：Wind 冠通研究

冠通期货研究咨询部

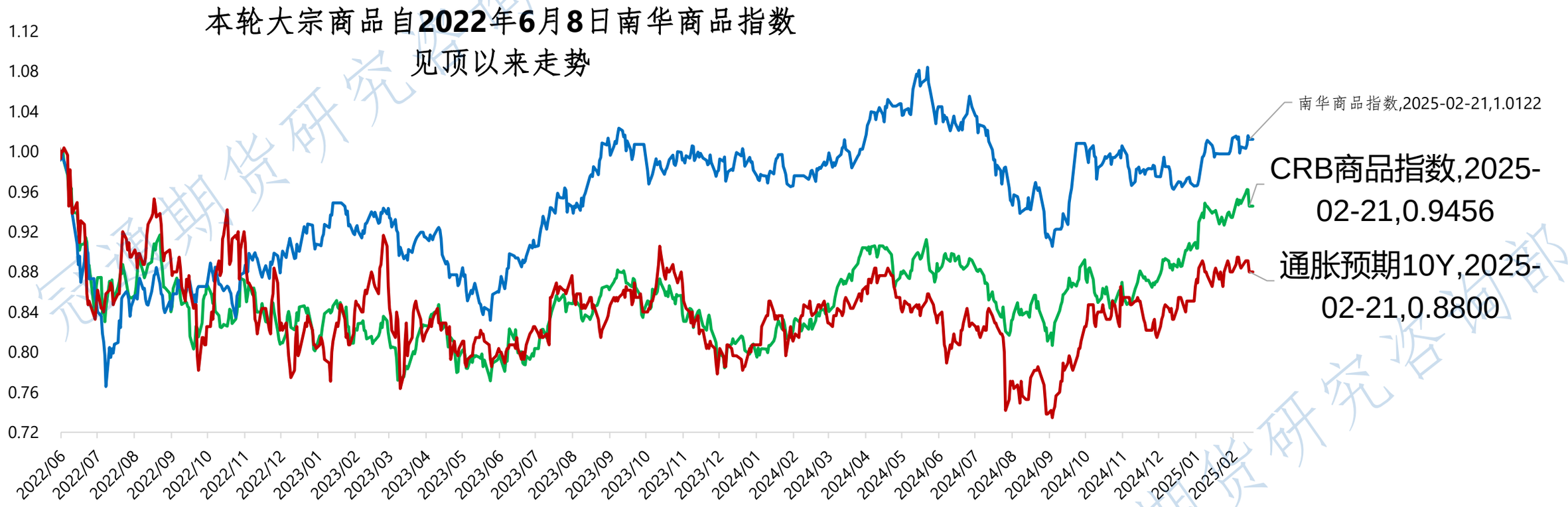
# 国内期货市场表现




2月，国内市场呈现出典型的弱现实强预期特征，投资者乐观情绪不断强化，DeepSeek的影响扩展蔓延，官方坚定民营经济的信心，更多外资机构重估中国资产，科技股带动起A股的活跃，投资者风险偏好明显抬升。四大股指全线收涨，成长股表现更加强势，国债期货悉数收跌，结构上近强远弱。不过，迎战特朗普的“焦虑”之下，强预期更多表现在权益资产上，弱现实则更多贴近商品期货上的相对淡定，大宗商品涨跌互现多数收涨，油脂油料板块领涨，贵金属与有色板块涨幅居前，原油的弱势拖累能源板块的收跌，非金属建材板块跌幅最大。

数据来源：Wind 冠通研究

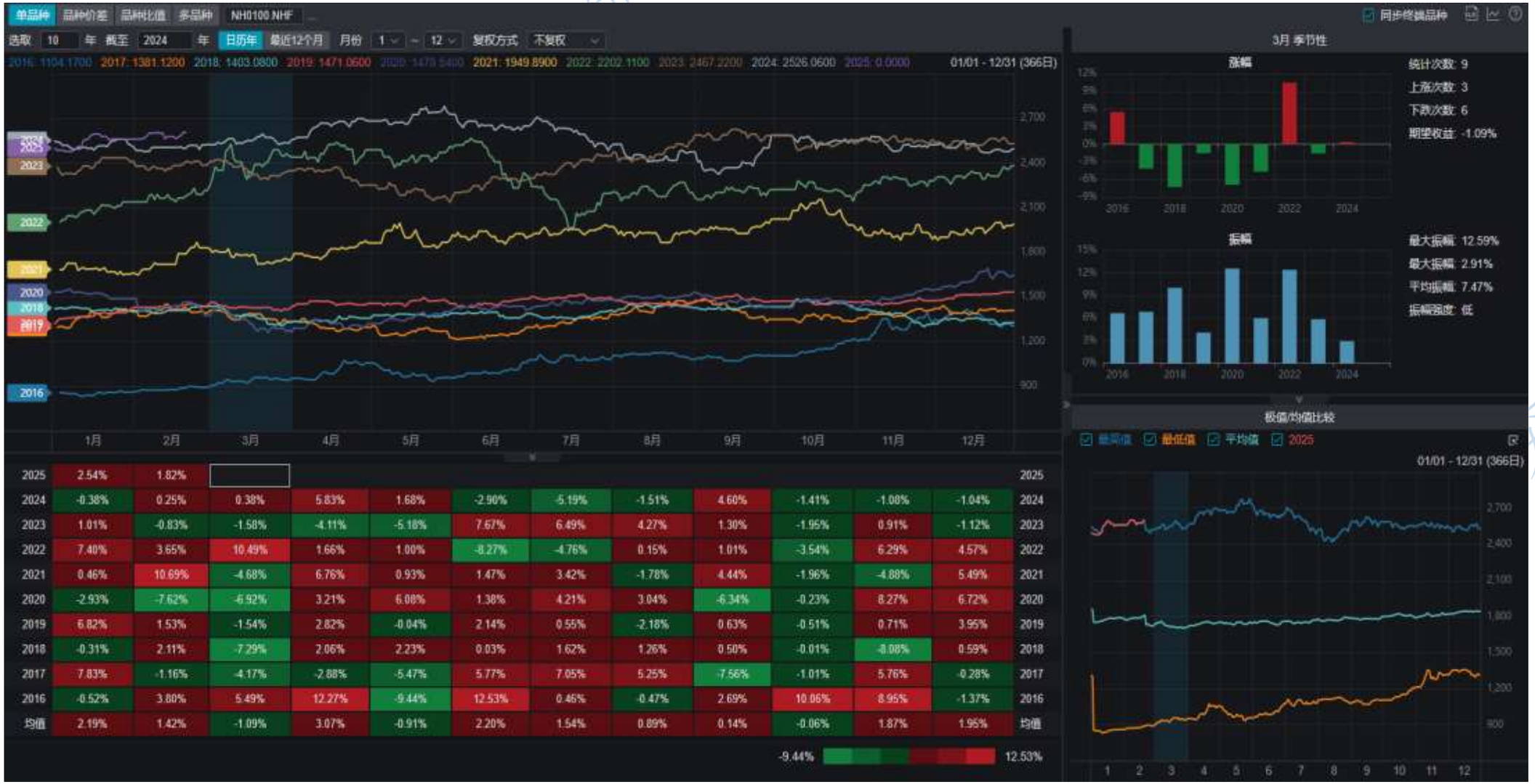
# 大宗商品指数走势—




2月，国内市场呈现出典型的弱现实强预期特征，投资者乐观情绪不断强化，DeepSeek的影响扩展蔓延，官方坚定民营经济的信心，更多外资机构重估中国资产，科技股带动起A股的活跃，投资者风险偏好明显抬升。四大股指全线收涨，成长股表现更加强势，国债期货悉数收跌，结构上近强远弱。不过，迎战特朗普的“焦虑”之下，强预期更多表现在权益资产上，弱现实则更多贴近商品期货上的相对淡定，大宗商品涨跌互现多数收涨，油脂油料板块领涨，贵金属与有色板块涨幅居前，原油的弱势拖累能源板块的收跌，非金属建材板块跌幅最大。

数据来源：Wind冠通研究

# 南华商品指数季节性特征——近十年来看，3月收跌概率略大




| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2025 | 2.54% | 1.82% | | | | | | | | | | | 2025 |
| 2024 | -0.38% | 0.25% | 0.38% | 5.83% | 1.68% | -2.90% | -5.19% | -1.51% | 4.60% | -1.41% | -1.08% | -1.04% | 2024 |
| 2023 | 1.01% | -0.83% | -1.58% | -4.11% | -5.18% | 7.67% | 6.49% | 4.27% | 1.30% | -1.95% | 0.91% | -1.12% | 2023 |
| 2022 | 7.40% | 3.65% | 10.49% | 1.66% | 1.00% | -8.27% | -4.76% | 0.15% | 1.01% | -3.54% | 6.29% | 4.57% | 2022 |
| 2021 | 0.46% | 10.69% | -4.68% | 6.76% | 0.93% | 1.47% | 3.42% | -1.78% | 4.44% | -1.96% | -4.88% | 5.49% | 2021 |
| 2020 | -2.93% | -7.62% | -6.92% | 3.21% | 6.08% | 1.38% | 4.21% | 3.04% | -6.34% | -0.23% | 8.27% | 6.72% | 2020 |
| 2019 | 6.82% | 1.53% | -1.54% | 2.82% | -0.04% | 2.14% | 0.55% | -2.18% | 0.63% | -0.51% | 0.71% | 3.95% | 2019 |
| 2018 | -0.31% | 2.11% | -7.29% | 2.06% | 2.23% | 0.03% | 1.62% | 1.26% | 0.50% | -0.01% | -8.08% | 0.59% | 2018 |
| 2017 | 7.83% | -1.16% | -4.17% | -2.88% | -5.47% | 5.77% | 7.05% | 5.25% | -7.56% | -1.01% | 5.76% | -0.28% | 2017 |
| 2016 | -0.52% | 3.80% | 5.49% | 12.27% | -9.44% | 12.53% | 0.46% | -0.47% | 2.69% | 10.06% | 8.95% | -1.37% | 2016 |
| 均值 | 2.19% | 1.42% | -1.09% | 3.07% | -0.91% | 2.20% | 1.54% | 0.89% | 0.14% | -0.06% | 1.87% | 1.95% | 均值 |

- 从近十年的南华商品指数季节性特征来看，3月涨跌幅均值为-1.09%，并且上涨的次数明显低于下跌的次数（9次中占3次）；
- 从当前南华指数所处的历史位置来看，处于绝对的价格高位。
- 统计意义上讲，3月潜在收跌的概率略高。

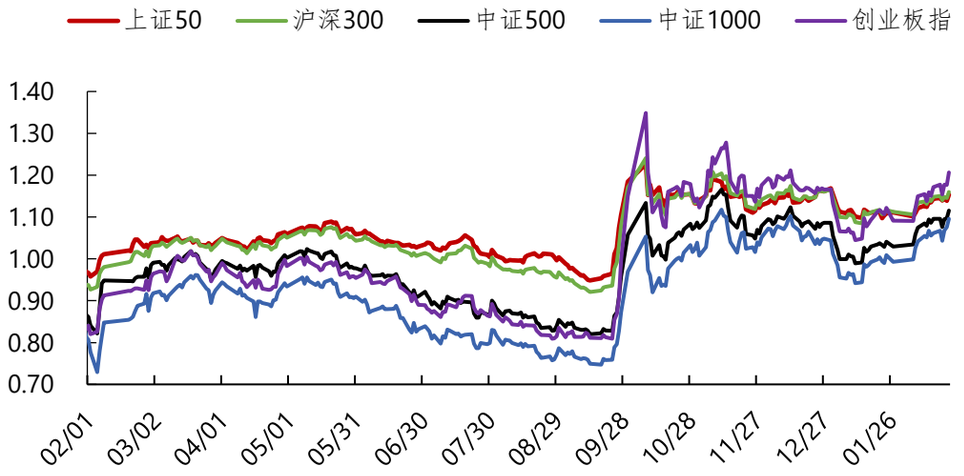
数据来源：Wind冠通研究

# 股指表现——高位回落震荡下行，估值分化，股指ERP抬升，高波动特征

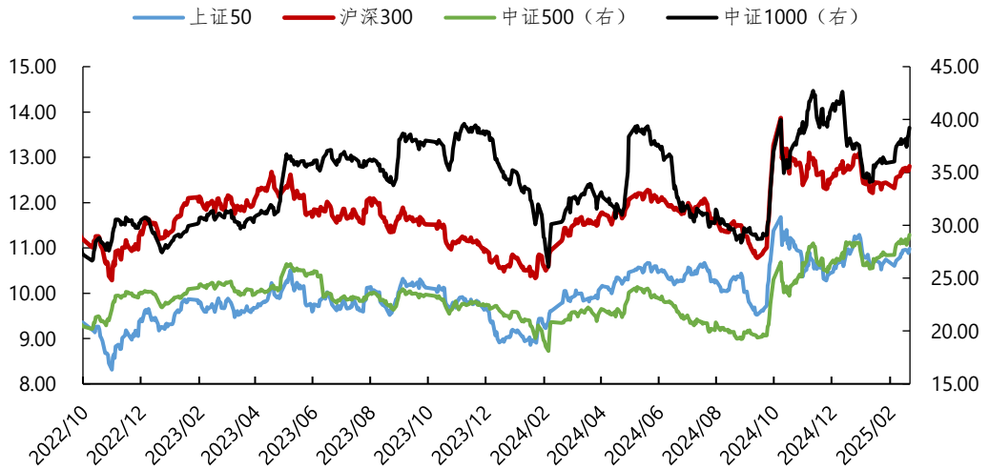
冠通期货 Guantong Futures

**万得全A**

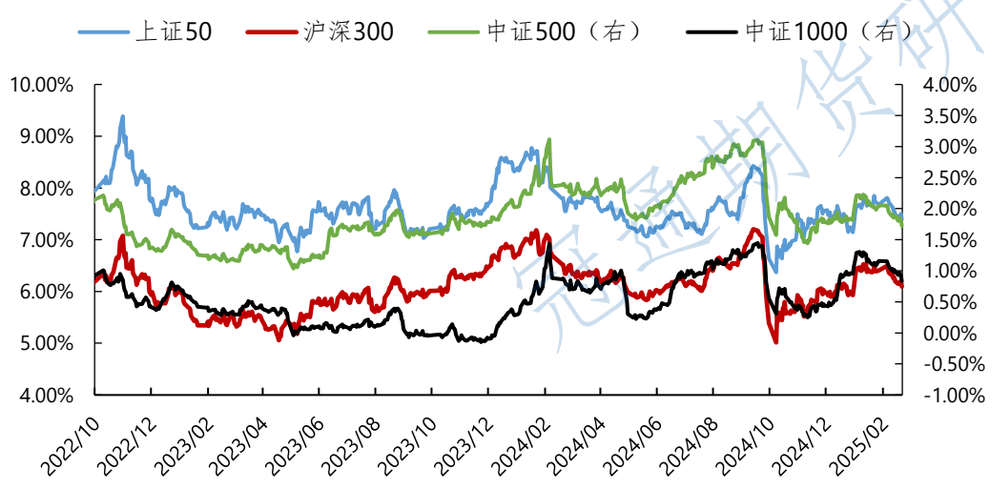
**股票指数2025年以来收益表现**




**股指市盈率PE（TTM）**




**股指风险溢价ERP**




- 1月，股市剧烈波动，主要股指高位回落震荡下行，市场风格特征上，价值股相对于成长股表现更为弱势；
- 估值上看，四大股指的市盈率PE（TTM）承压走低，中证1000的PE显得更具弹性，先抑后扬反弹力度更大；
- 四大股指的风险溢价ERP有所抬升，反弹后略有回落。

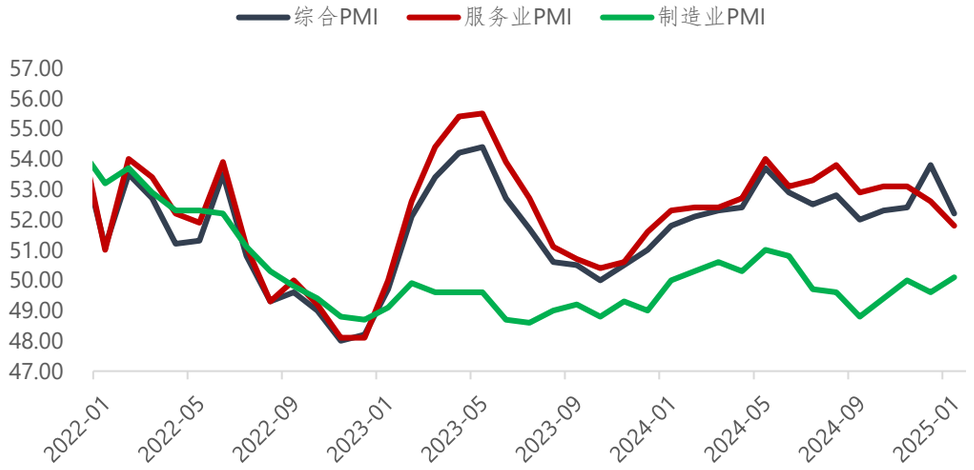
数据来源：Wind冠通研究

冠通期货研究咨询部

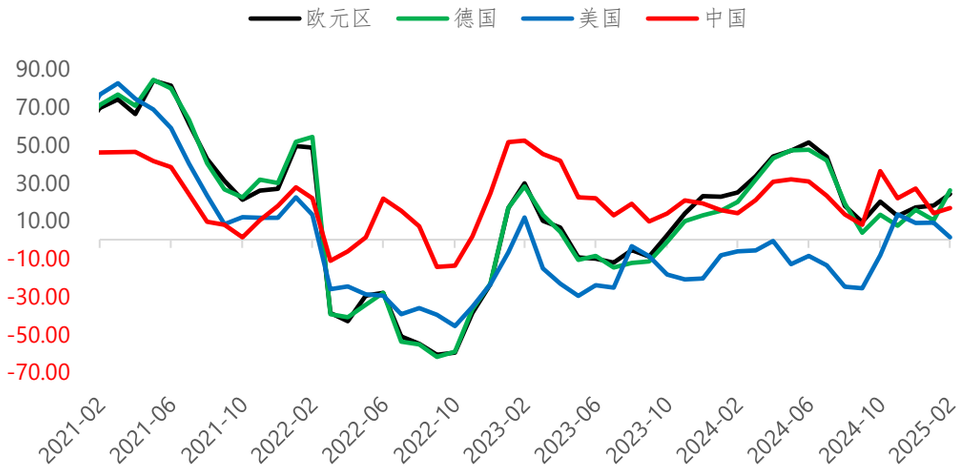
# 全球经济表现--景气程度：景气度表现分化，服务业与制造业的劈叉收敛

冠通期货 Guantong Futures

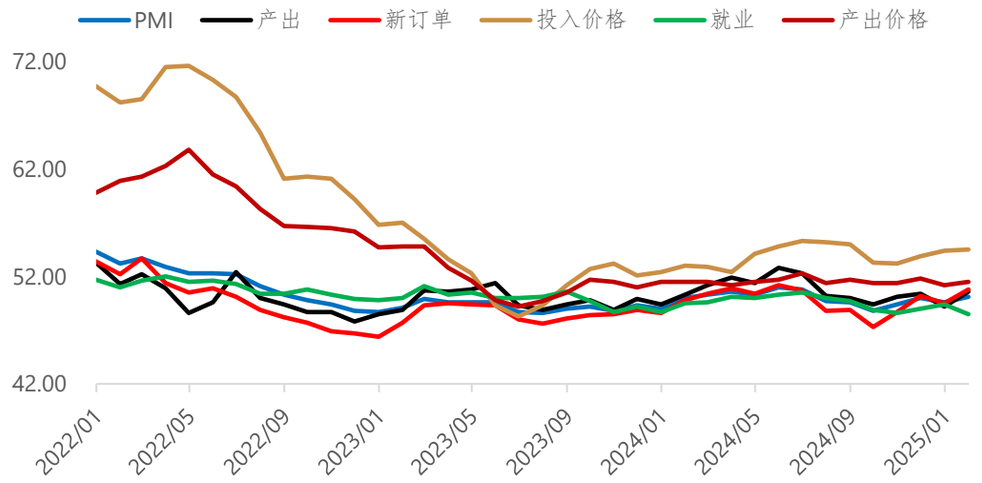
**摩根大通全球PMI**



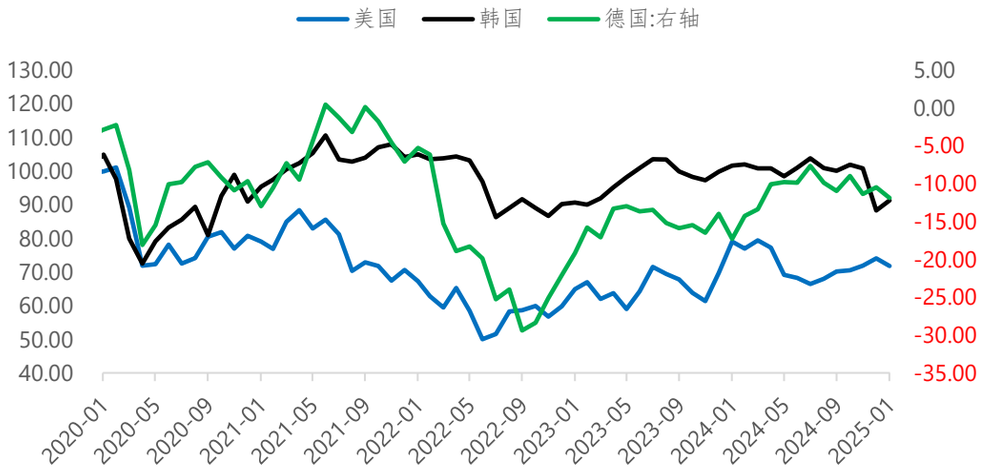

**ZEW经济景气指数**




**摩根大通全球制造业PMI**




**消费者信心指数**



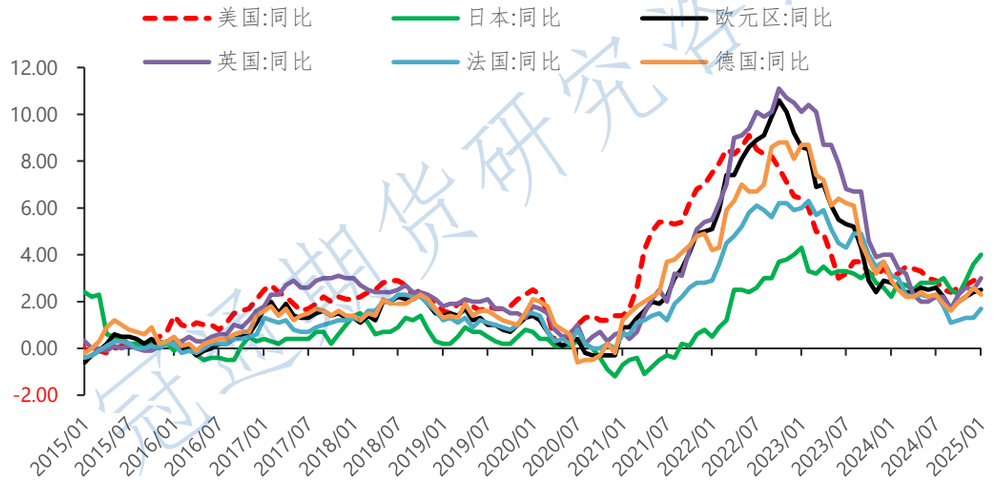

- 全球经济景气度指标表现分化，摩根大通全球综合PMI拐头走低，但服务业与制造业的劈叉出现收敛，新订单回升表征需求的回暖，推升制造业PMI的反弹，而服务业则出现大幅的下降；
- 主要经济体ZEW经济景气指数震荡劈叉，美国明显回落其他国家回暖；
- 主要经济体的消费者信心指数表现分化，美国、德国拐头回落，韩国则小幅反弹。

数据来源：Wind冠通研究

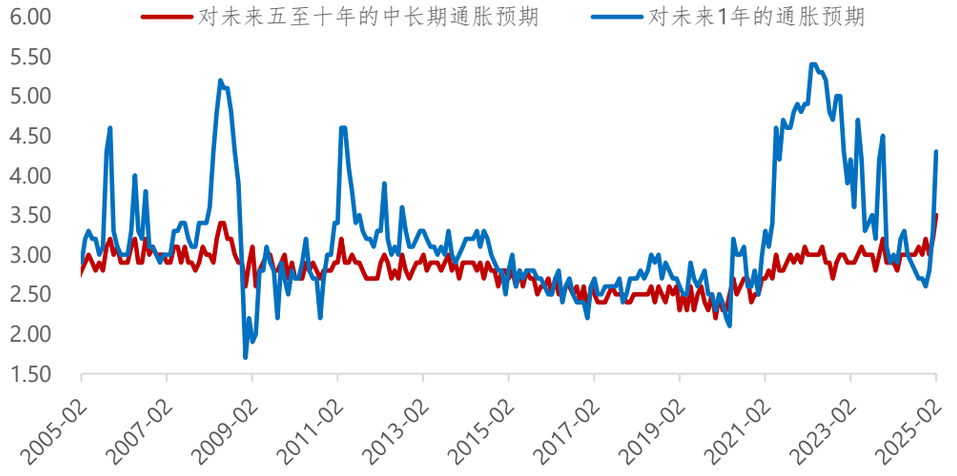
# 全球经济表现--通胀：CPI普遍出现反弹，美国隐含通胀预期大幅攀升

冠通期货 Guantong Futures

**主要经济体CPI%**

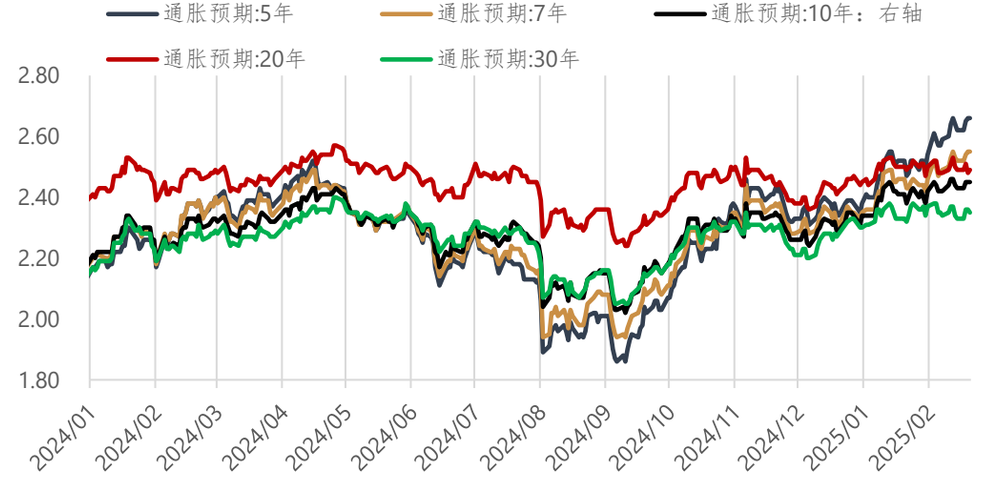



**美国:密歇根大学通胀预期%**

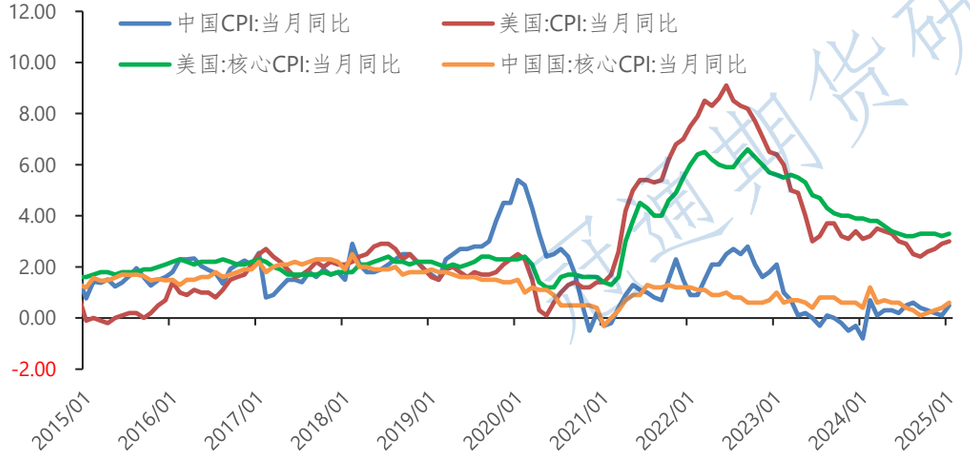



- 主要经济体经济通胀普遍反弹，日本尤为明显；
- 密歇根大学的通胀预期中期与长期指标大幅攀升，短期指标飙涨；
- 国债市场隐含的通胀预期全线走高；
- 中美CPI联袂上扬，但两国的核心CPI均相对平稳强韧。

**美国国债隐含通胀预期近期走势图%**




**中美通胀对比%**

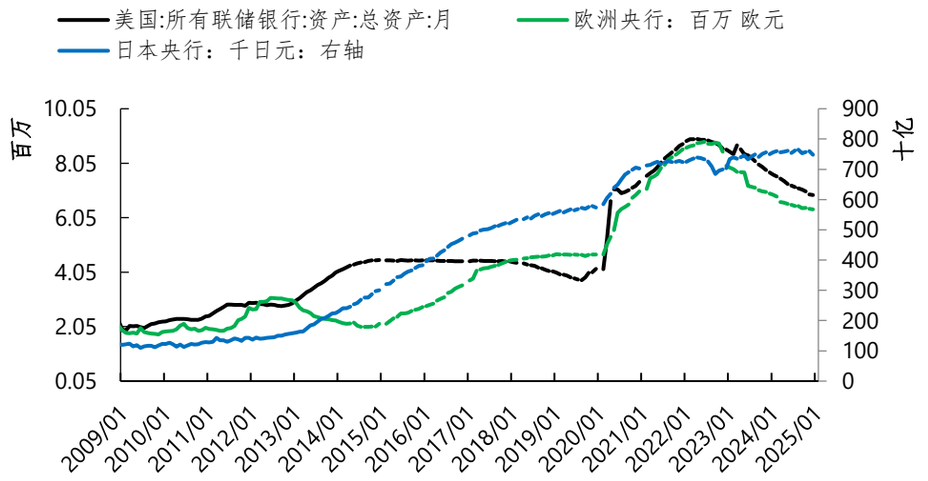



数据来源：Wind冠通研究

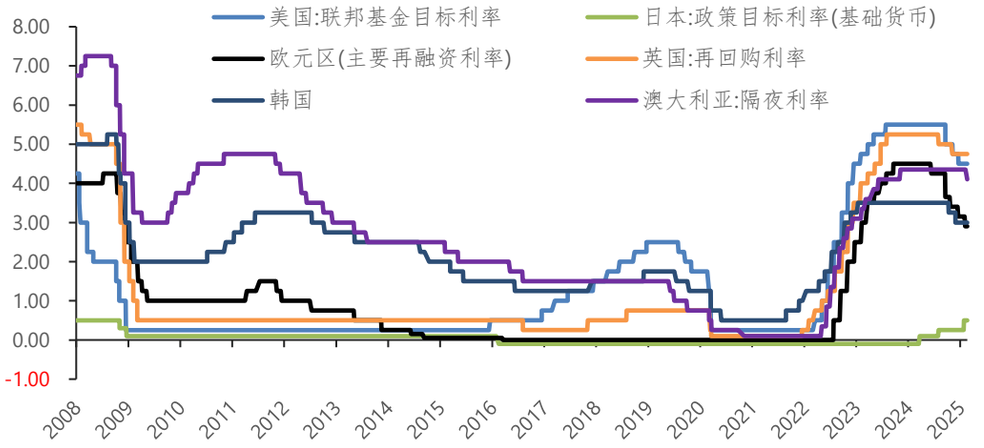
冠通期货研究咨询部

# 全球经济表现--金融条件：日欧央行延续缩表，多个经济体降息，美国暂停降息缩表步伐

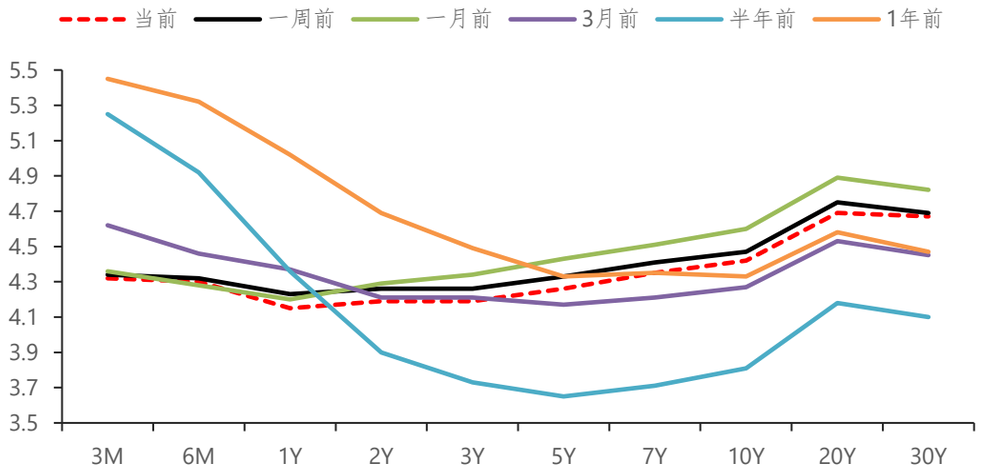
## 全球主要央行资产负债表



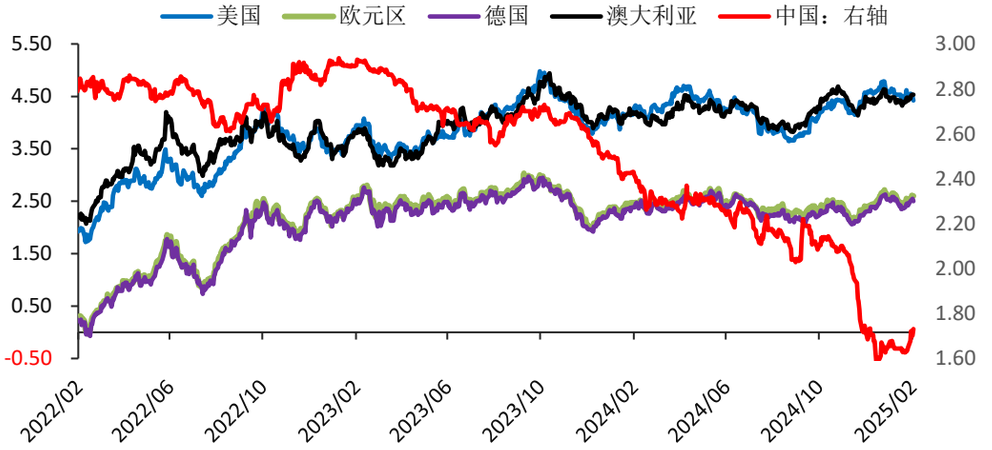

## 全球主要经济体基准利率%




## 美国国债收益率曲线




## 全球主要经济体十年期国债收益率走势图



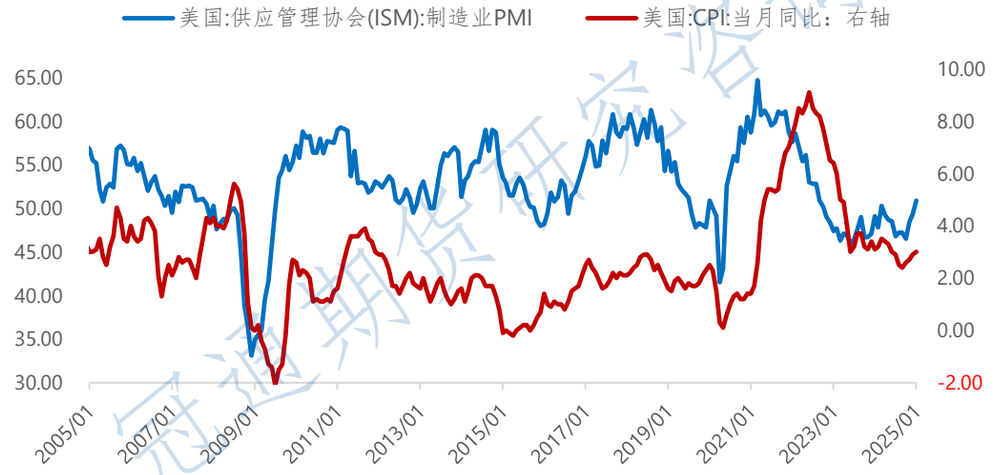

- 美联储自去年9月开启降息之后，主要经济体经济基准利率不断下调，日欧央行资产负债表不断收缩，但美联储暂停降息与缩表的步伐；
- 发达经济体国债收益率普遍震荡抬升，中国则从历史低位触底反弹；
- 美债收益率高位震荡，期限结构转为呈现“牛平”。

数据来源：Wind冠通研究

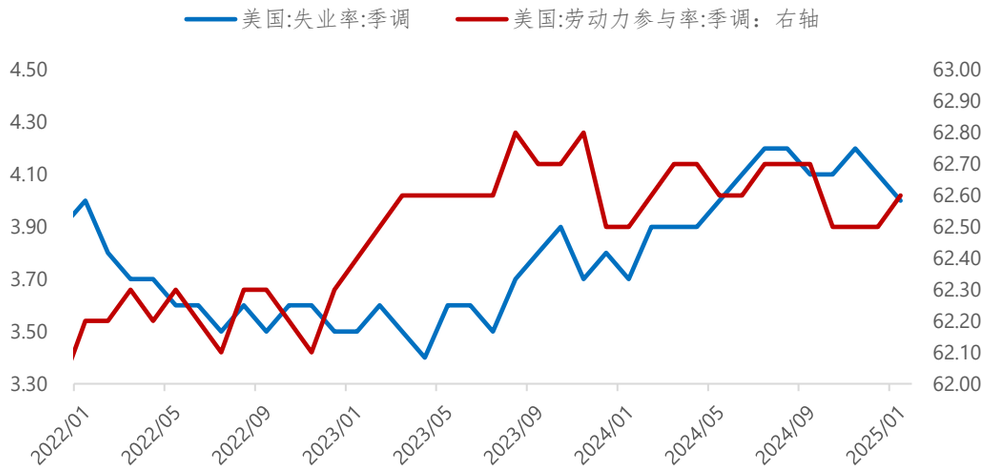
# 全球经济表现—美国：增长与通胀联袂走高，失业率低位，消费者信心指数下行

冠通期货 Guantong Futures

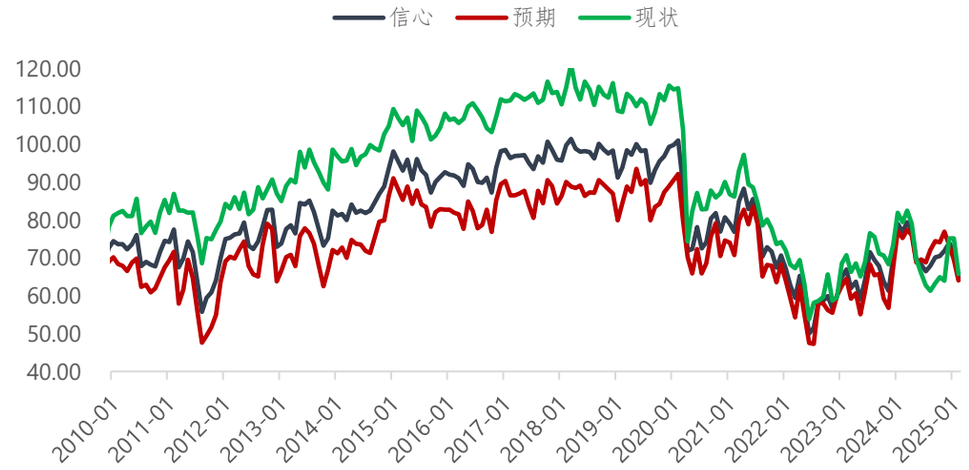
## 美国经济景气与通胀



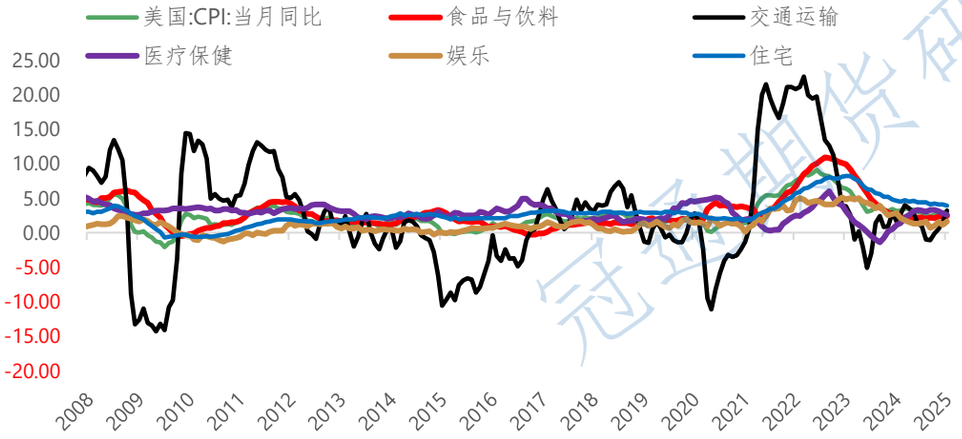

## 美国失业率与劳动参与率%




## 美国密歇根消费者信心指数




## 美国CPI分项表现%

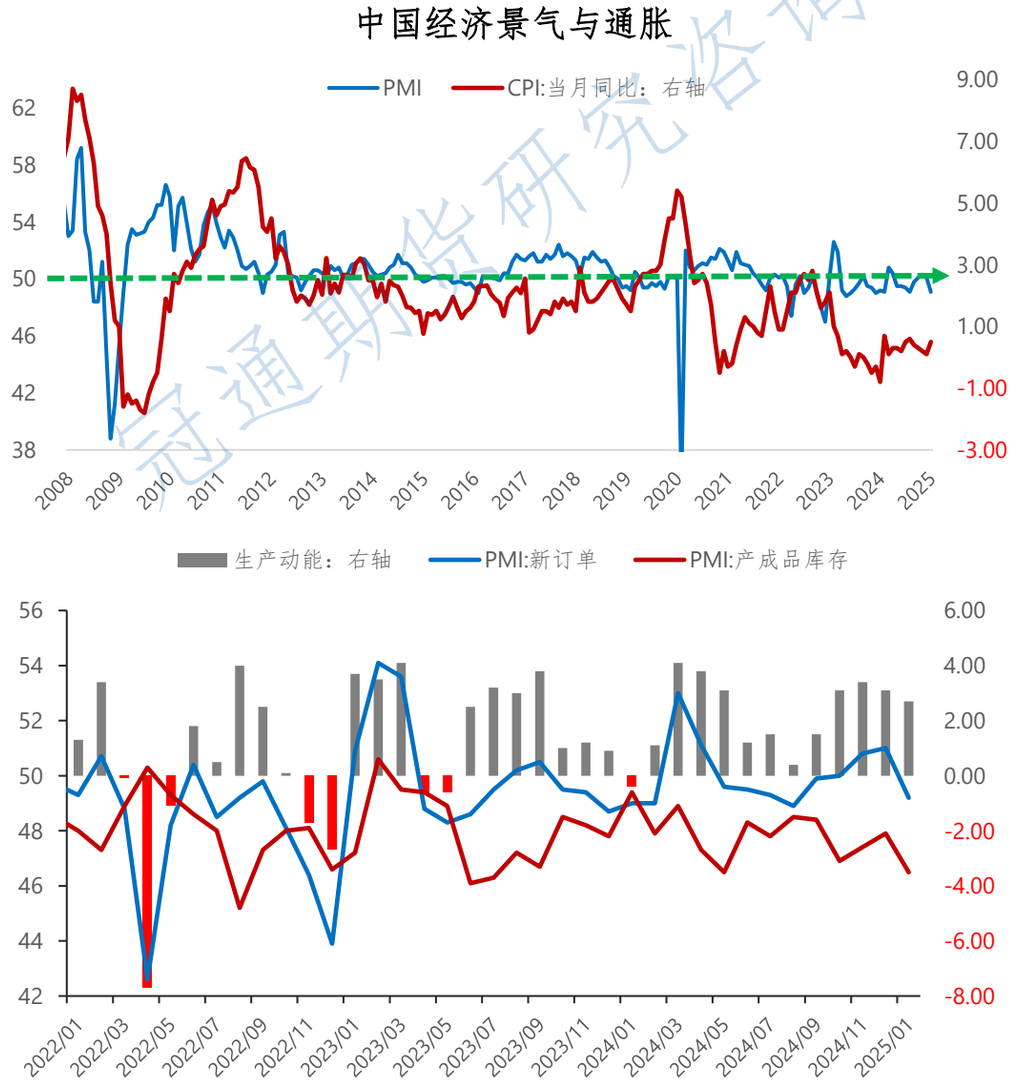



- 美国经济景气与通胀联袂反弹走高，制造业PMI重回扩张区间；
- 就业依旧强劲，劳动参与率有所回落，失业率延续低位，市场乐观情绪笼罩，软着陆预期主导；
- 消费者信心指数表现结束分化，无论是现状还是信心与预期，消费者均态度悲观；
- 美国通胀回升，特别是食品与能源分项。

数据来源：Wind冠通研究

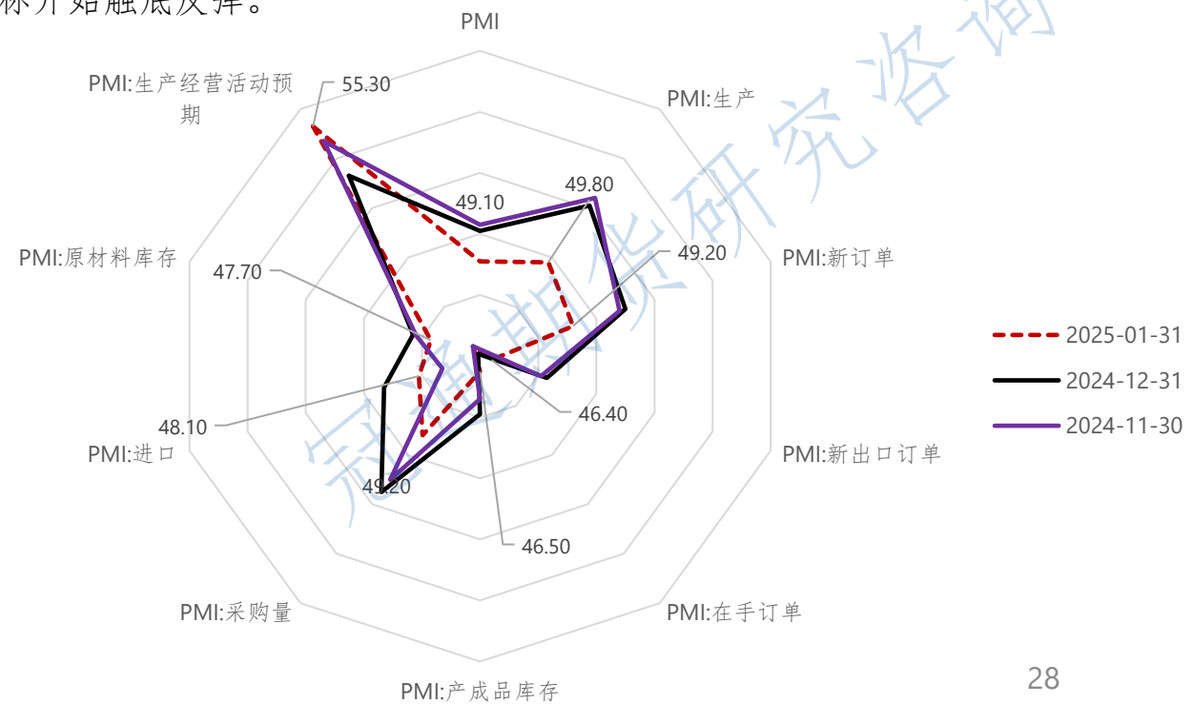
冠通期货研究咨询部

# 中国经济表现--经济景气：春节效应下PMI落入收缩，抢出口退潮外需减弱，价格指标出现回暖

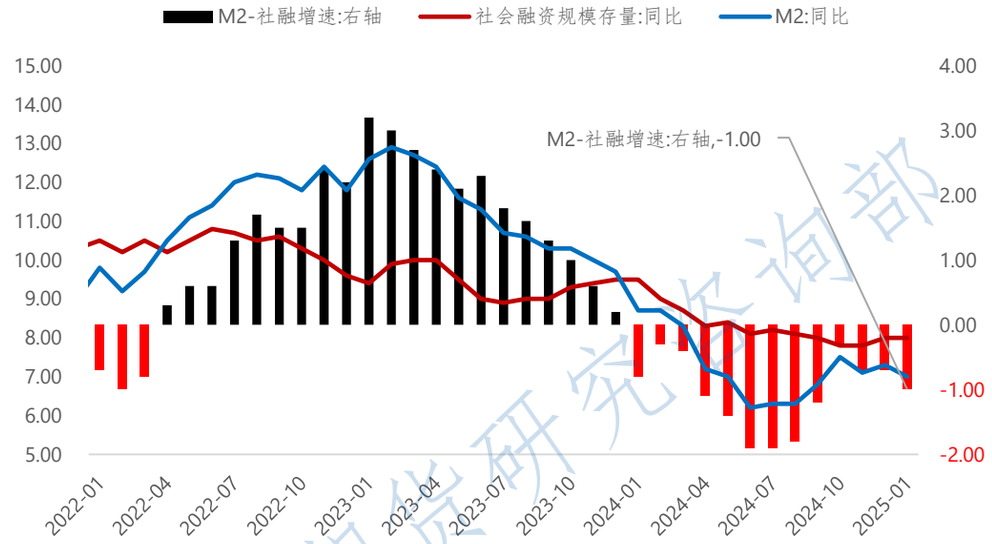


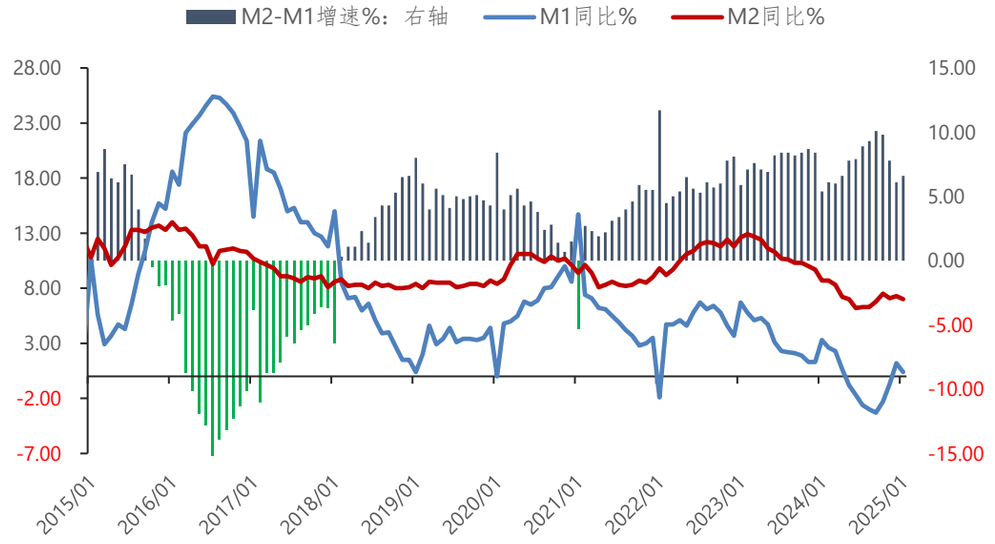

数据来源：Wind冠通研究

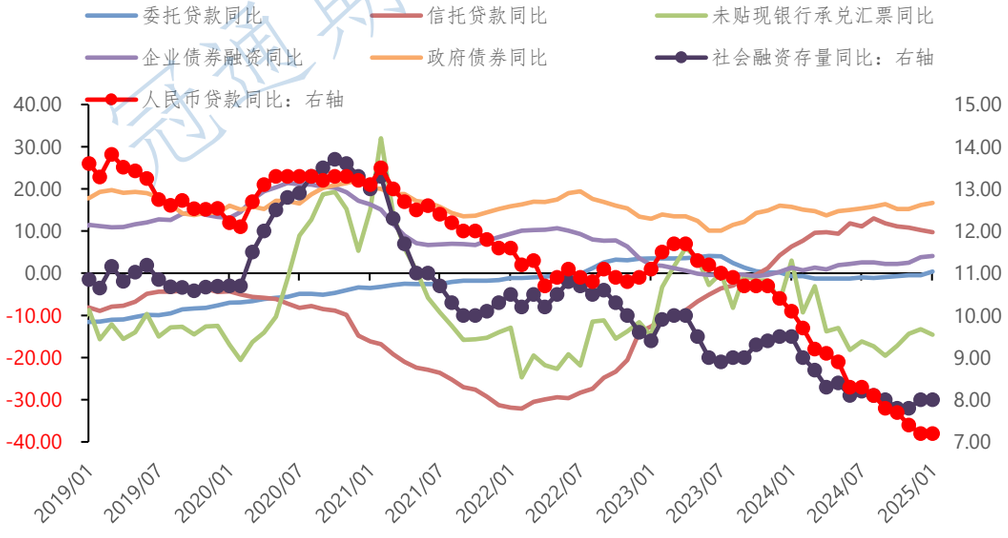
- 1月制造业PMI录得49.1，前值50.1%；官方非制造业PMI为50.2%，前值52.2%。综合PMI为50.1%，前值52.2%。1月制造业景气度虽重新落入收缩区间，但主要是春节效应所致，叠加“抢出口”现象的减弱，不过企业的生产经营活动预期高涨。
- PMI分项指标来看，生产端大幅收缩，需求明显下降，但企业的在手订单指数降幅不明显，库存延续下降，采购量减少，生产动能进一步收缩；此外，新出口订单的明显转弱，表征着“抢出口”退潮后外需的减弱。不过，值得注意的是，价格类指标开始触底反弹。

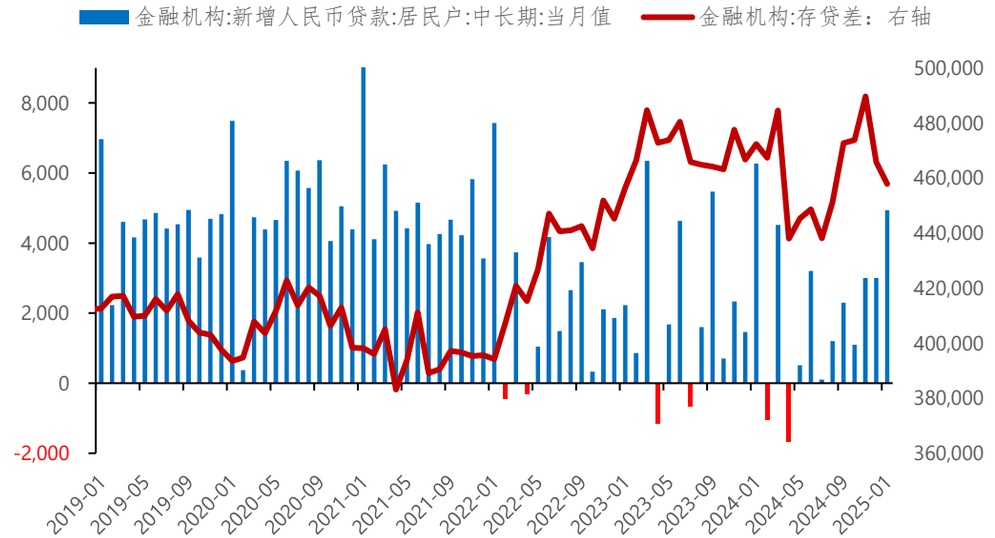


# 国内经济表现--宏观流动性：M2增速与M1增速联袂转跌，增速差重新走扩



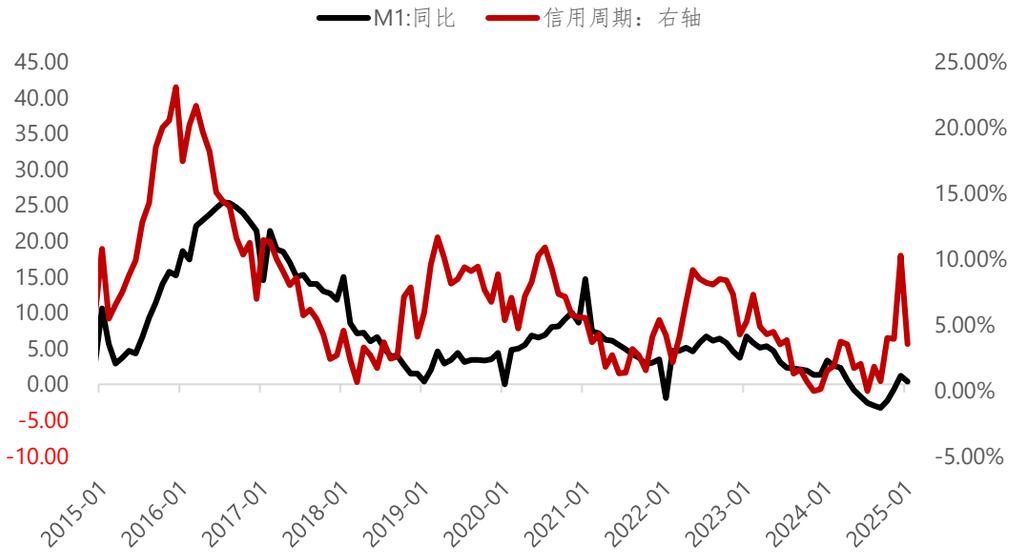



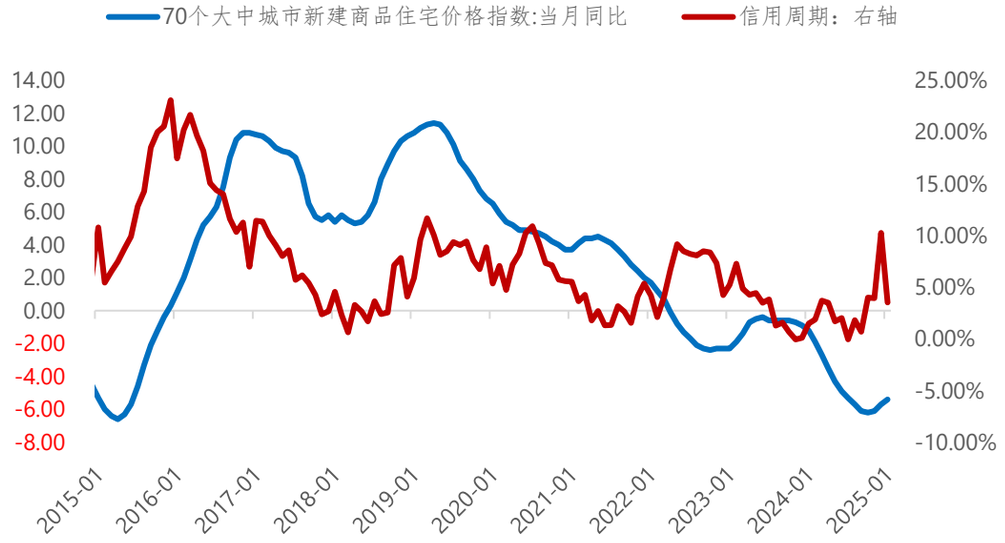

- M2增速转跌下行，社融增速相对平稳，M2-社融增速差负值加大；
- M1增速拐头转跌，企业融资需求低迷依旧，M2-M1增速差重新走扩，信用传导不畅问题依旧；
- 人民币贷款增速延续低位，居民中长期贷款季节性回暖，金融机构存贷差延续回落。

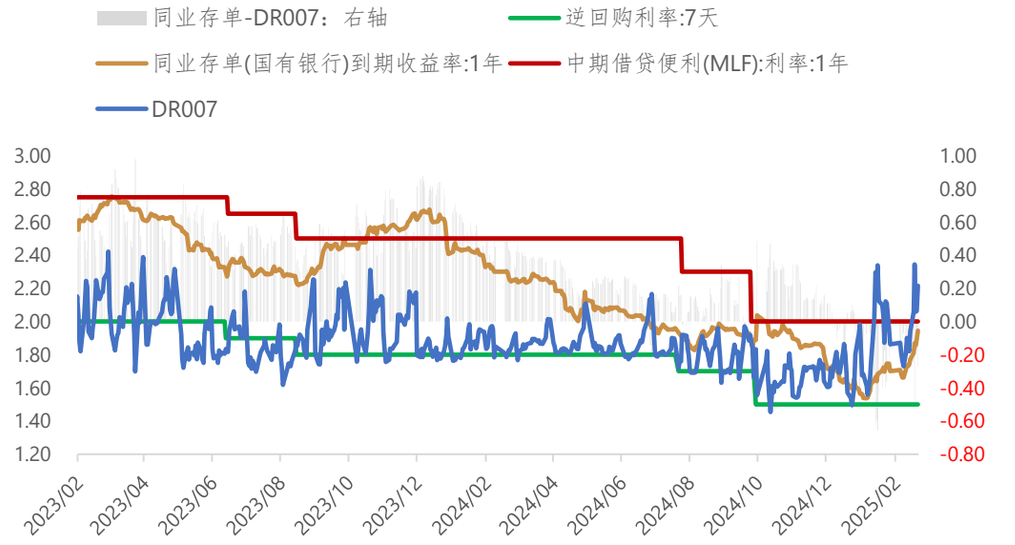
数据来源：Wind冠通研究

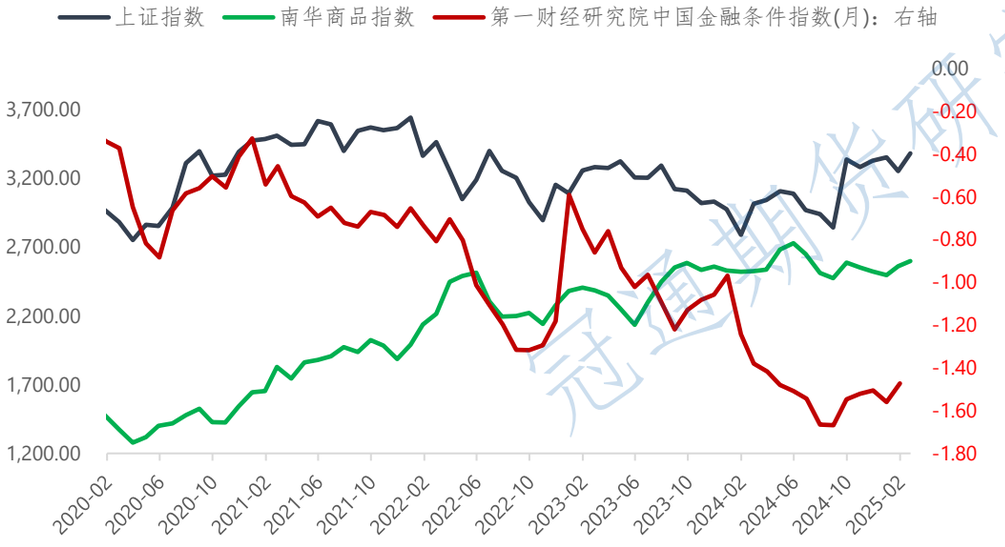
冠通期货研究咨询部

# 国内经济表现--宏观流动性：信用周期回落，金融条件转紧，资金利率明显反弹



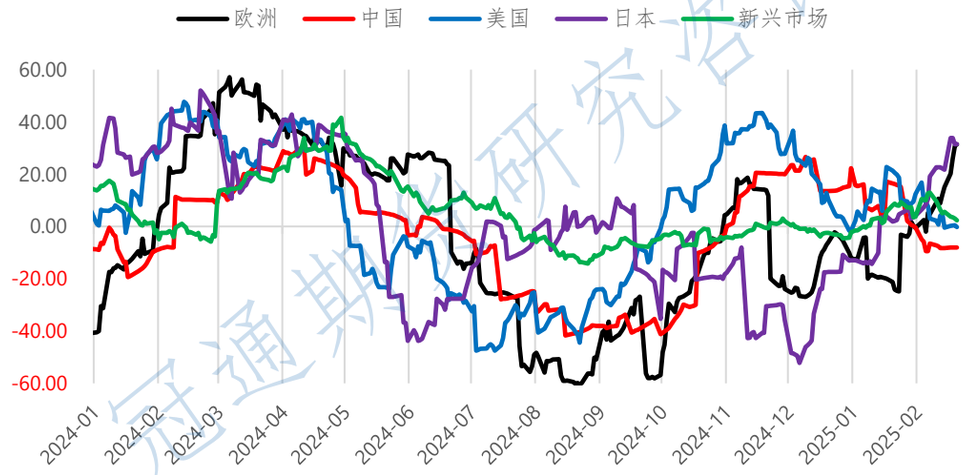

- 信用周期从历史低位季节性上行后回落，房价增速触底回升；
- 资金利率低位明显反弹，同业存单利率依旧低于MLF，DR007大幅抬升；
- 国内金融条件指数延续反弹，商品与股市震荡走高。

数据来源：Wind冠通研究

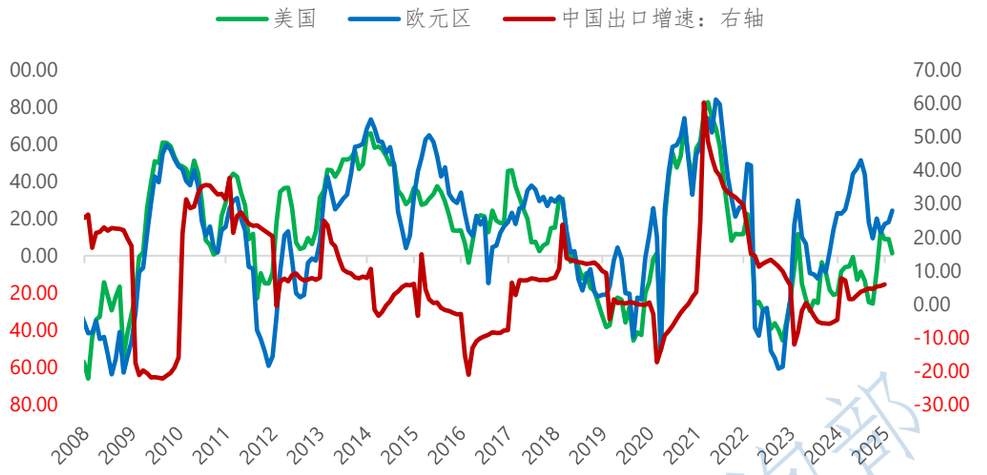
# 外需--出口：花旗经济意外指数欧日向好中美转差，市场对于经济前景预期矛盾。

冠通期货 Guantong Futures

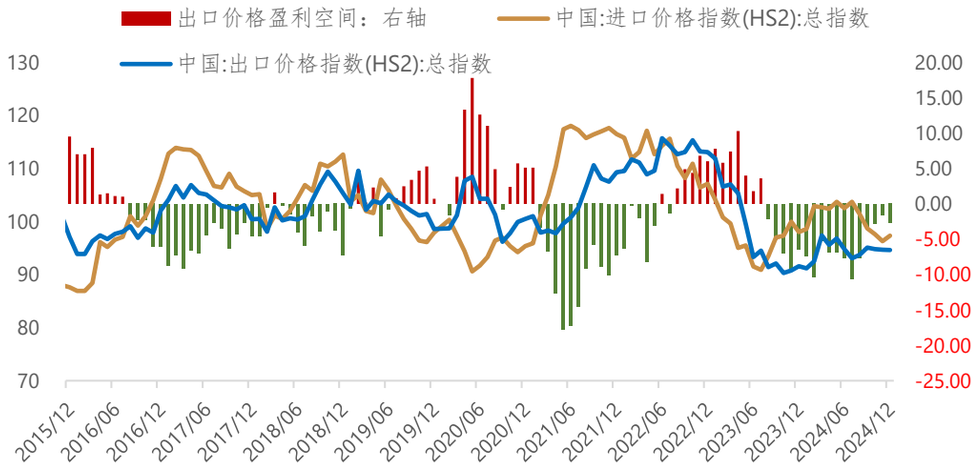
## 花旗经济意外指数



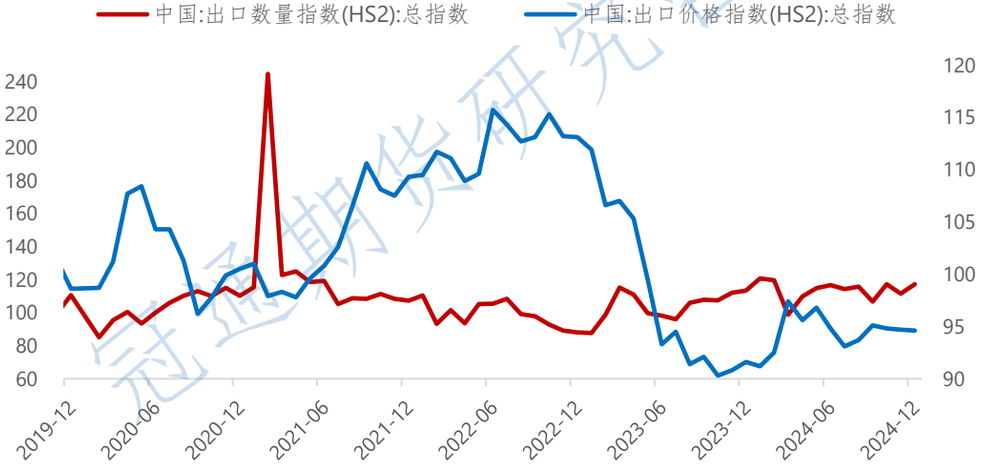

## 中国出口增速与美欧日的经济景气度




## 出口价格盈利空间




## 出口数量与出口价格指数对比



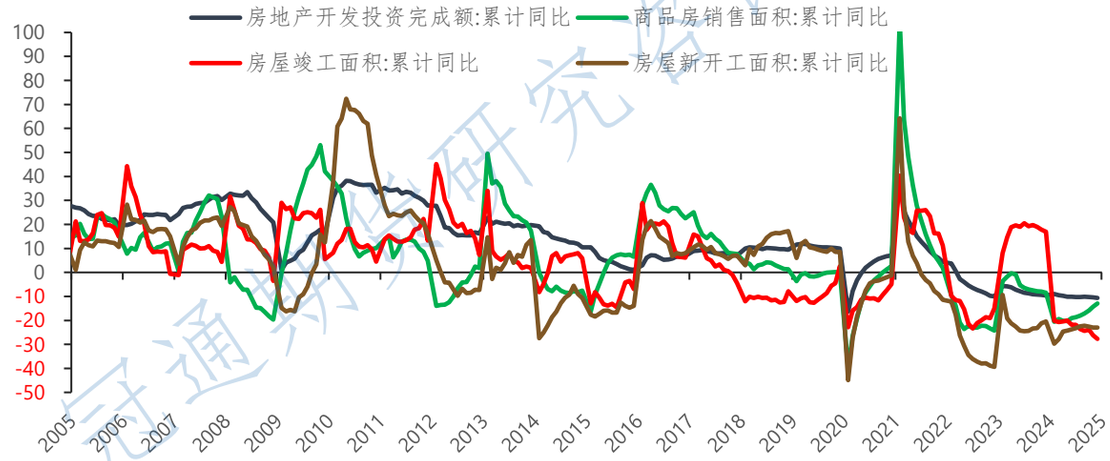

- 美欧经济景气度表现强劲，但特朗普的回归加剧投资者对贸易战的担忧，抢出口效应退潮之后，国内出口增速料将放缓，中国外需的压力开始显现；
- 出口价格指数再次转弱，同时进口价格触底反弹，出口数量则震荡走强，令出口盈利空间负值扩大；
- 高频的花旗经济意外指数来看，各国表现劈叉分化；欧日较强，中美与新兴市场则明显回落，表征着市场对的经济前景预期之矛盾。

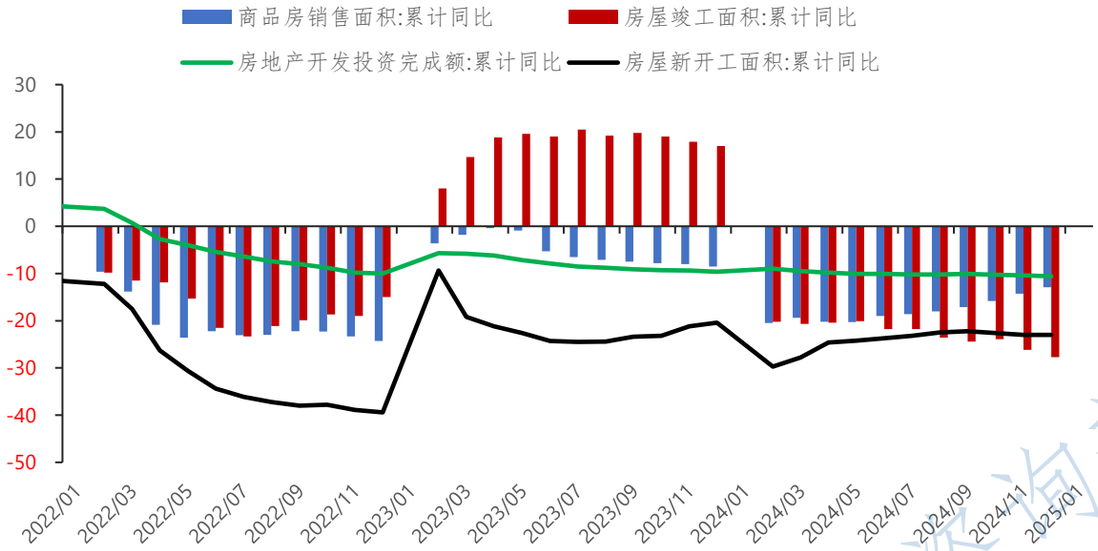
数据来源：Wind冠通研究

冠通期货研究咨询部

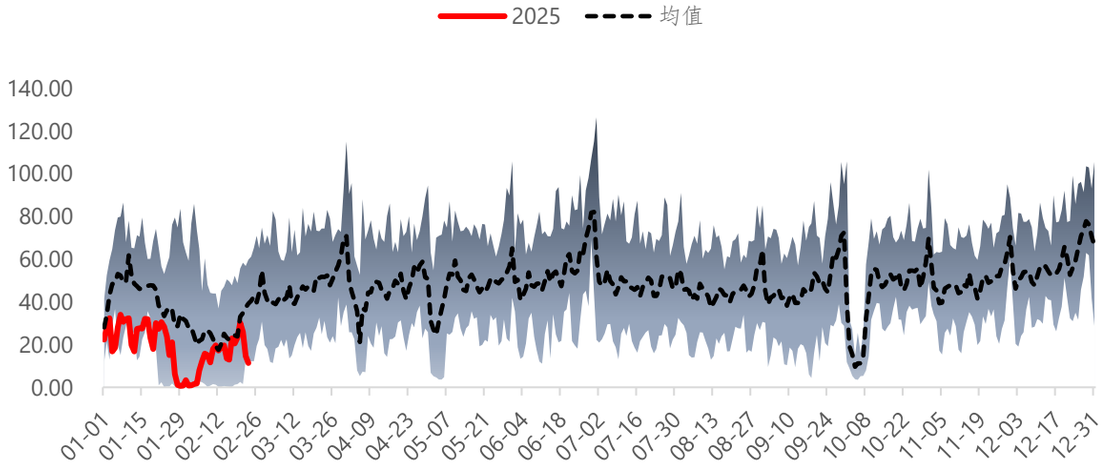
# 内需--投资： 地产拖累依旧，分项指标虽然触底回升但仍处于较大的同比跌幅，竣工端加剧恶化是主要拖累项，高频的全国商品房销售数据明显反弹，日渐趋向季节性。

房地产投资各项增速%



全国商品房成交面积季节性走势图（单位：万平方米）




数据来源：Wind冠通研究

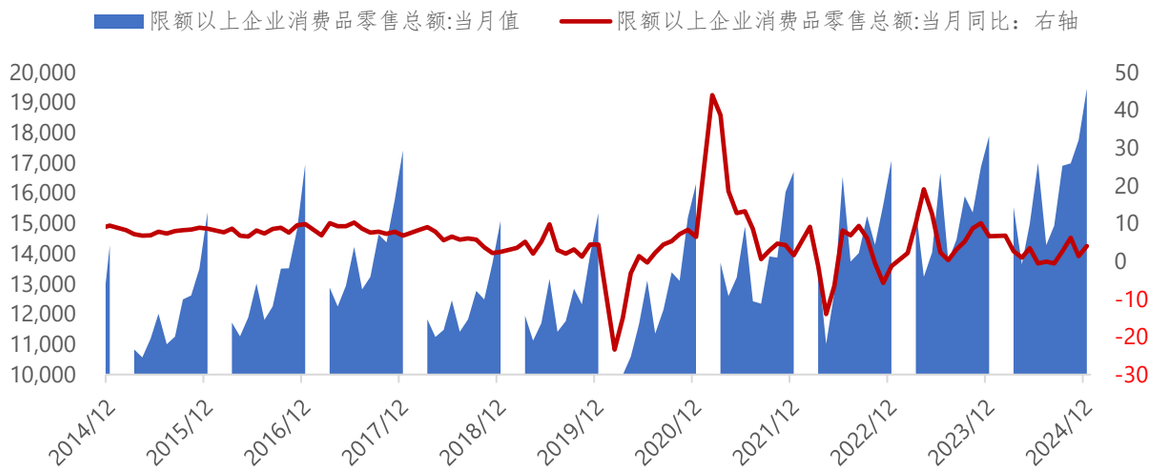
冠通期货研究咨询部

# 内需--消费： 消费边际好转，出行数据依旧较弱，居民收入增速小幅反弹

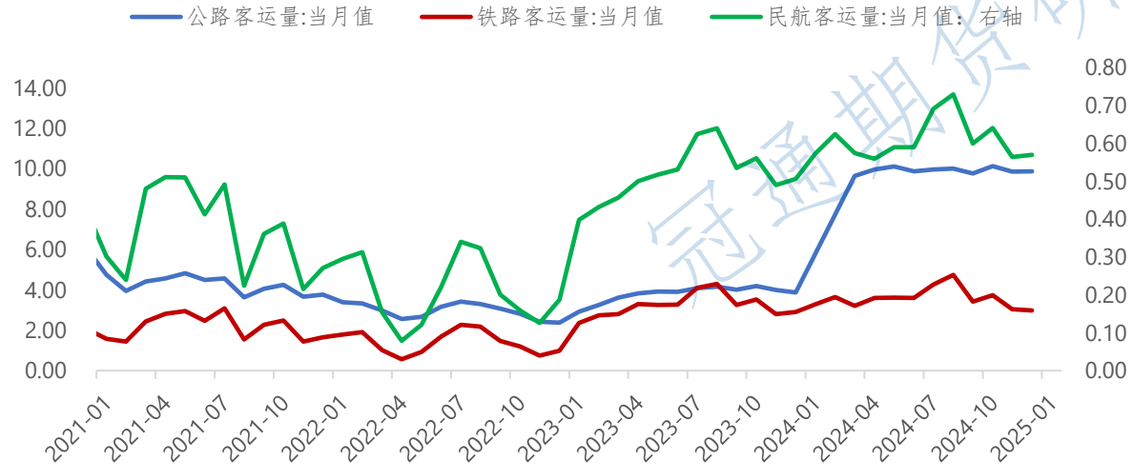
冠通期货 Guantong Futures

## 社会消费品零售总额（亿元）

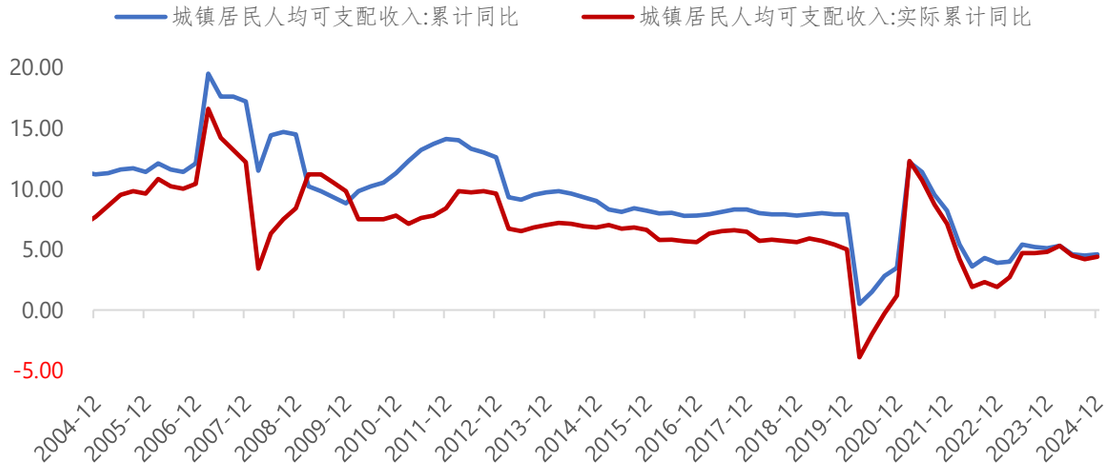
## 限额以上企业消费品零售总额（亿元）




## 客运量：当月值（亿人）



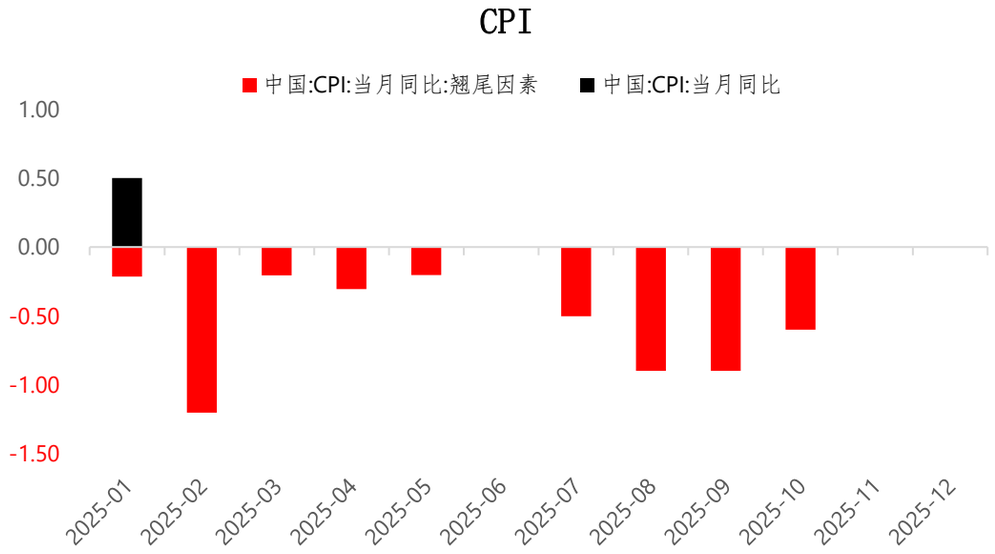

## 城镇居民人均可支配收入%

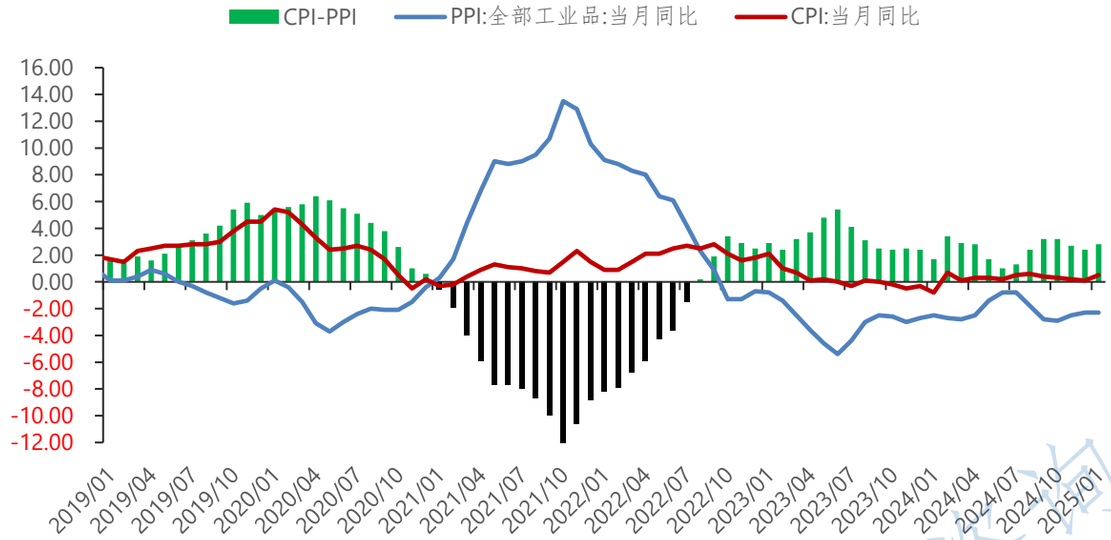


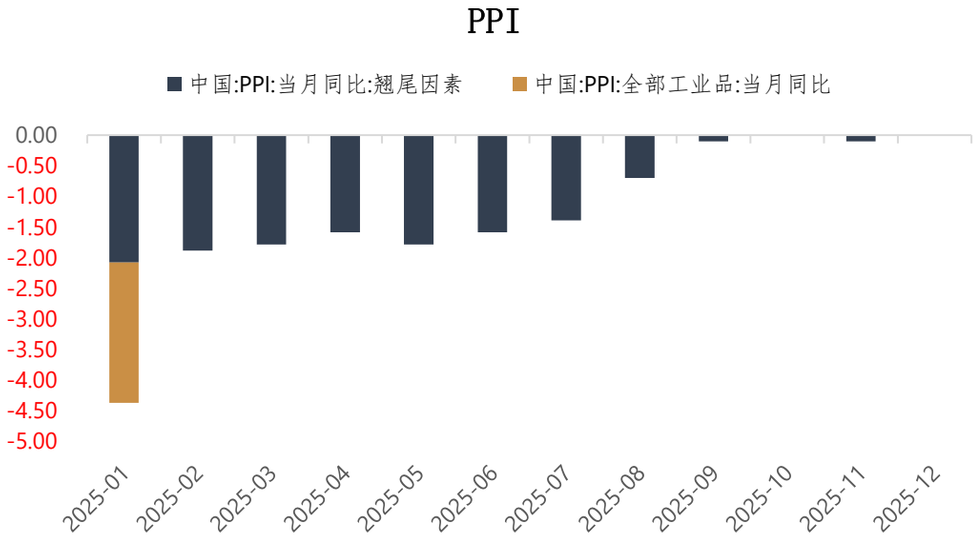

数据来源：Wind冠通研究

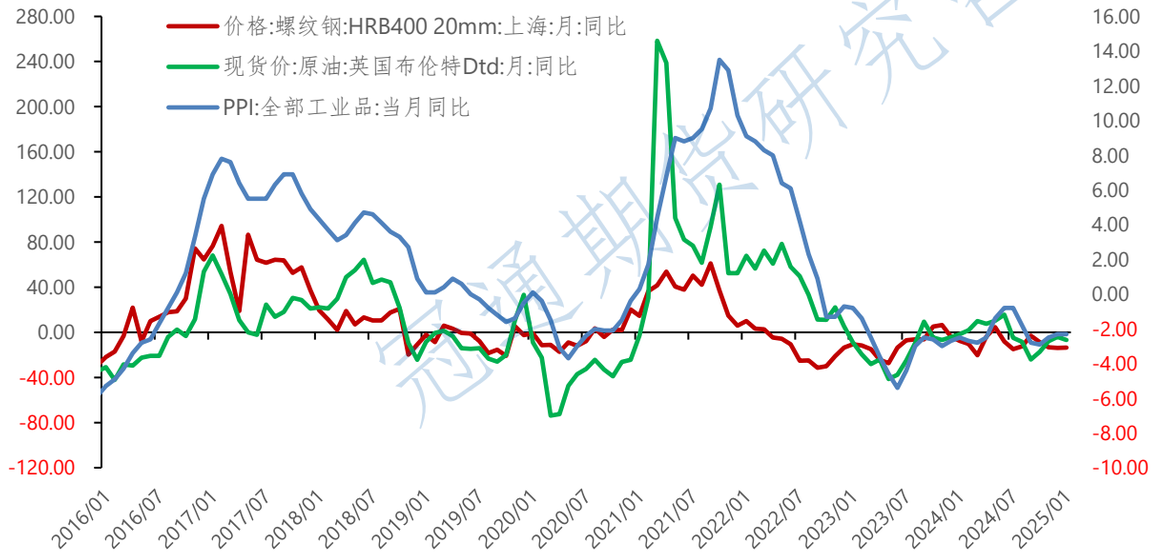
冠通期货研究咨询部

# 通胀： 物价弱势依旧但有所好转，PPI跌速持平，CPI增速小幅走扩，宏观利润率CPI-PPI抬升



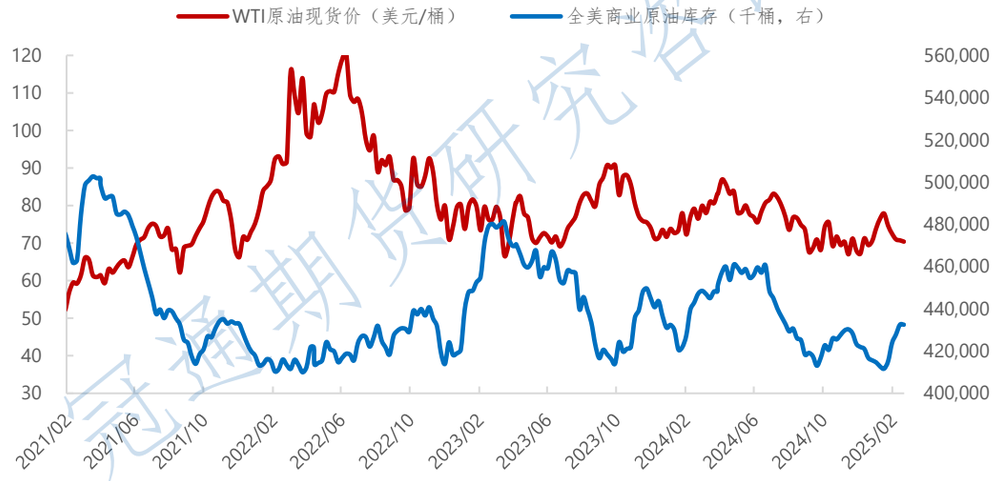

数据来源：Wind冠通研究

冠通期货研究咨询部

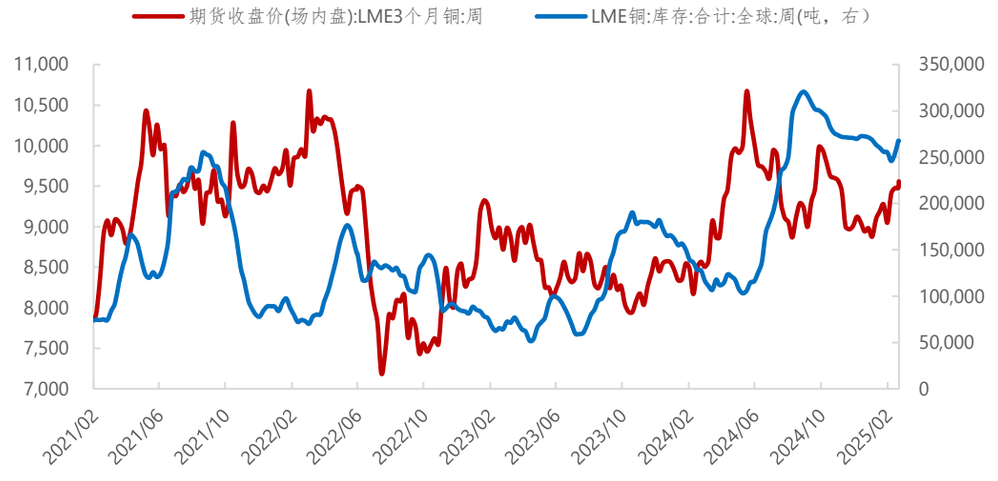
# 中观行业： 重要商品表现分化，原油与钢材回落弱势累库，铜价强势反弹去库

冠通期货 Guantong Futures

**原油**

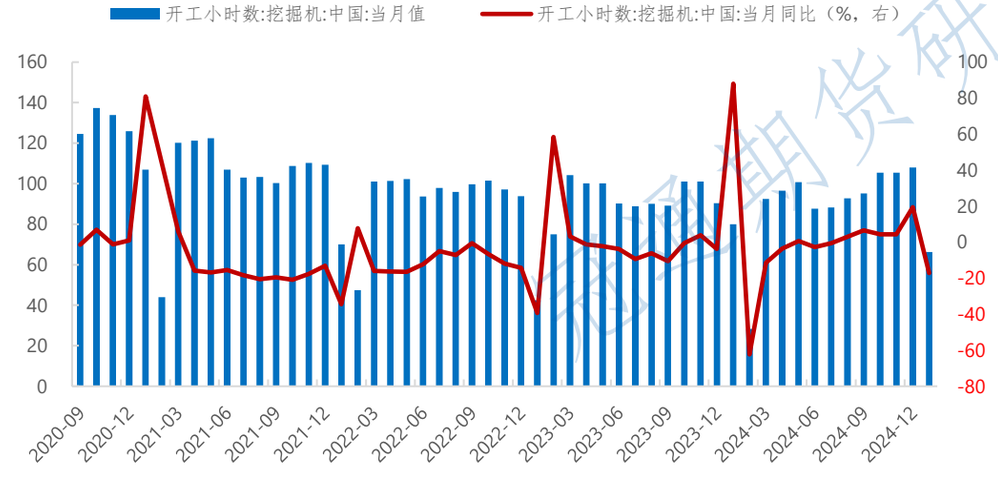



**铜**




**钢材**

**挖掘机开工小时数**



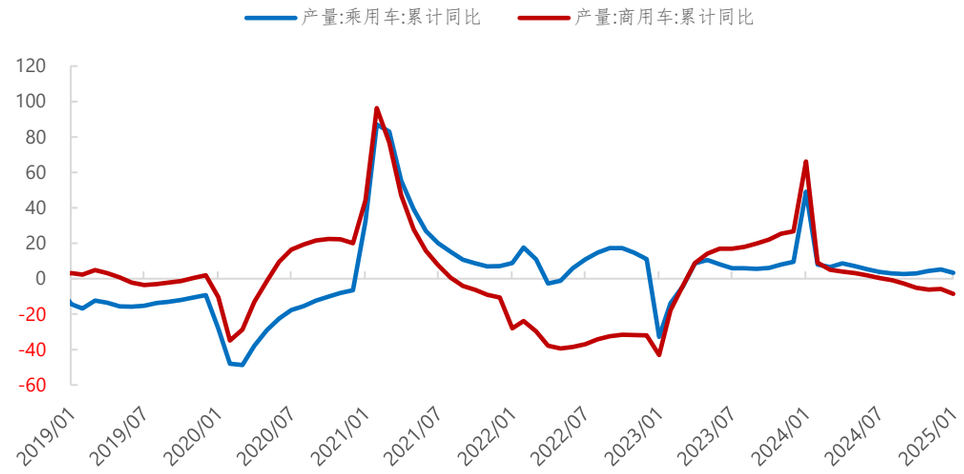

- 钢材价格弱势走低，高炉开工率春节后小幅反弹；
- 原油价格震荡回落，库存从历史低位大幅回升；
- 铜价强势反弹，库存去库后转为累库，且仍居相对高位；
- 挖掘机开工小时数季节性大幅回落。

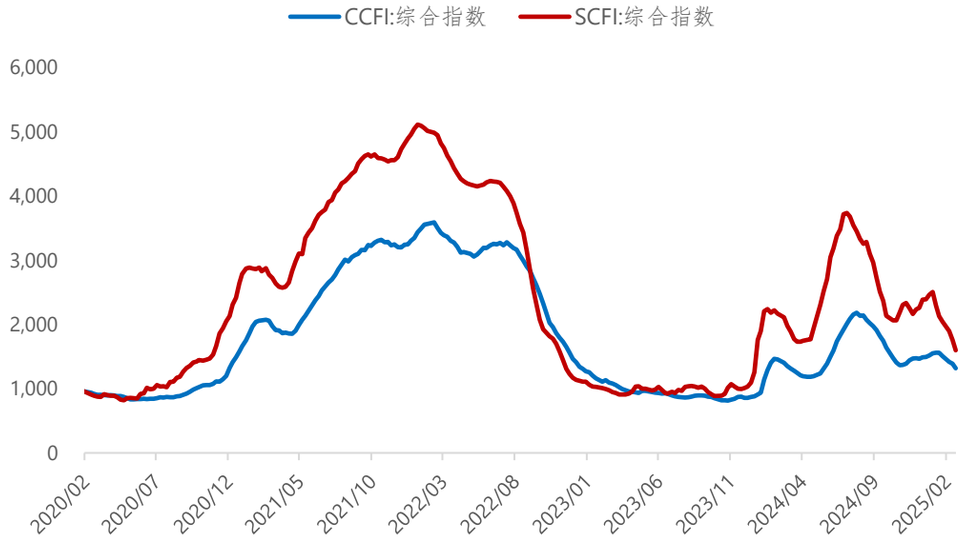
数据来源：Wind冠通研究

冠通期货研究咨询部

费城半导体指数

汽车



- 费城半导体指数震荡走高；
- 国内运价指数走势震荡下行，BDI大幅攀升；
- 汽车产量增速下行，商用车增速尤为明显。

数据来源：Wind冠通研究

冠通期货研究咨询部

# 免责声明

冠通期货 Guantong Futures

**本报告发布机构**

**——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）**

**免责声明：**

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。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。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

冠通期货研究咨询部

# THANKYOU

冠通期货研究咨询部
冠通期货研究咨询部