

国内经济稳中向好，全球市场波动加剧

——鑫元周观点（2025.02.24-2025.03.02）

一、核心观点

宏观方面，2月官方制造业 PMI 超预期回升，国内经济延续修复态势；美国总统特朗普再次威胁加征关税，全球金融市场进入避险模式；美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基会谈期间爆发激烈争吵，美乌关键矿产协议未能签署。国内方面，节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，2月官方制造业 PMI 录得 50.2%，较上月回升 1.1Pct，表现好于季节性，显示宏观经济自去年四季度以来延续修复态势。海外方面，美国总统特朗普表示对加拿大和墨西哥的关税政策将如期执行，同时还威胁将于 3 月 4 日起以芬太尼为由对中国输美产品再加征 10%关税，另外预计将很快宣布对欧盟加征关税。特朗普关税大棒引发金融市场进入避险模式，全球风险资产普遍下跌。特朗普与泽连斯基会谈不欢而散，美乌关键矿产协议未能如期签署，俄乌冲突未来走向不确定性增强。

权益市场方面，上周 A 股各宽基指数多数下跌，创业板指、深证成指和中证 500 跌幅居前。各宽基指数和行业指数估值多数下行，但大多数宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，仍有一定估值提升空间。市场情绪转为中性，市场经历快速上涨后进入震荡调整阶段，全 A 换手率下降，左侧进场的安全边际增加。计算机行业拥挤度较高，计算机与传媒等行业可能出现震荡回调。股债性价比仍处于较高水平，长期持有权益仍是好选择，但需警惕短期回调风险。资金方面，两融资金加仓意愿下降，融资净买入前三行业为电力设备、电子、机械设备。

固收市场方面，上周债市核心影响因素仍是资金面。上周初债市即进入剧烈调整窗口，抛压显著增强，此后市场对货币宽松预期反复博弈。2月 MLF 缩量续作，OMO 持续较大额净投放，但资金利率居高不下，债市维持负 carry 状态叠加权益市场等内外部因素交织影响，波动较大。全周来看，2年期、10年期国债收益率分别下行 4.5bp、0.5bp。信用债收益率各期限调整 5-10bp，利差出现明显上行，表明债市波动较大情况下机构情绪偏谨慎。当前各种影响因素并无压倒性逻辑，短期内预计债市仍未走出震荡格局。

二、宏观动态

（一）国内宏观

2 月份我国制造业采购经理指数升至扩张区间。国家统计局：2 月份，随着春节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，制造业采购经理指数明显回升，为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.1%；三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平总体有所回升。

3 月 1 日出版的第 5 期《求是》杂志发表国家领导人的重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》。文章指出，分析形势要坚持“两点论”，既把成绩讲够，也把问题说透。当前，外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。只要信心不滑坡，办法总比困难多。要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。

中共中央政治局召开会议，讨论政府工作报告。会议强调，今年是“十四五”规划收官之年，做好政府工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

国家金融监管总局、央行印发《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》。方案提出，强化对钢铁等领域工艺革新和设备更新改造升级的中长期贷款支持，加大对充电基础设施领域金融支持，因地制宜探索支持 EOD 模式项目、区域性环保建设项目，探索开展能效信贷、绿色信贷资产证券化和绿色供应链融资等服务，稳妥开展碳排放权等抵质押融资业务，探索绿色知识产权质押贷款，采取市场化方式投资绿色发展领域的股权项目和股权基金。

证监会主席吴清在《新型工业化》期刊上发表题为《充分发挥资本市场功能 更好服务新型工业化》的署名文章。吴清表示，进一步强化资本市场在推动新型工业化中的担当作为。健全多层次资本市场体系，发挥股债期市场协同效应；优先支持开展关键核心技术攻关的科技型企业股债融资、并购重组；深入研究完善发行上市、私募创投等制度安排，增强资本市场制度竞争力，提升对新产业新业态新技术的包容性和适配性；支持上市公司通过并购重组转型升级；促进长期资金入市、壮大耐心资本；持续改善资本市场生态。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数增至 24.2 万，创 2 个月以来新高。美国至 2 月 22 日当周初请失业金人数录得 24.2 万人，高于预期的 22.1 万人，为 2024 年 12 月 7 日当周以来新高。美国至 2 月 15 日当周续请失业金人数 186.2 万人，预期 187.2 万人，前值由 186.9 万人修正为 186.7 万人。美国经济数据公布后，美债维持跌势。

欧洲央行会议纪要显示，抗通胀进程进展顺利。预计近期通胀仍将保持在目标之上；高度不确定性、持续存在的能源和食品价格上涨风险、强劲的劳动市场以及高额的工资谈判增加都需要保持谨慎；通胀前景面临的风险被视为双向的；一些证据表明，自去年十二月以来，风险平衡出现向上调整的迹象。

美国总统特朗普在内阁会议上表示，美国将从 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税。特朗普还表示，预计将很快宣布对欧盟输美商品加征关税；可能会征收 25% 的关税，这将适用于汽车和所有其他物品。

美联储哈马克表示，美联储可能会在“相当一段时间”内维持利率不变。当前股票市场估值处于高位；在支持进一步降息之前寻求通胀向 2% 迈进的证据；目前广泛的金融状况是宽松的。

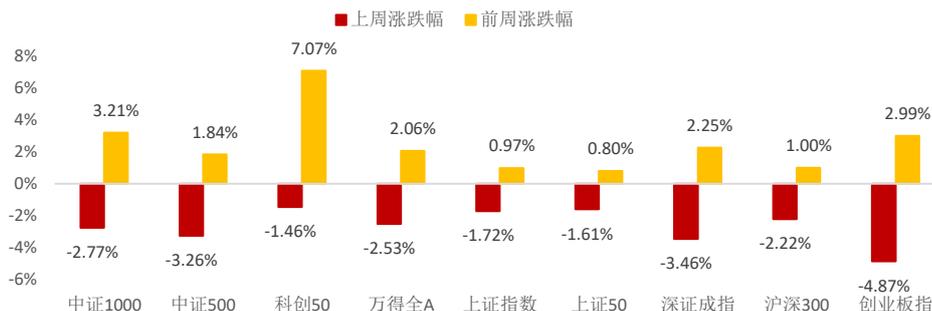
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数多数下跌。截至 2 月 28 日，创业板指下跌 4.87%，深证成指下跌 3.46%，中证 500 下跌 3.26%，跌幅居前。从行业板块看，上周**钢铁、房地产、食品饮料**领涨，**通信、传媒、计算机**领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源: Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数和行业指数估值多数下行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**建筑材料、钢铁、当地地产**估值上行最多，**计算机、通信、传媒**下行最多。当前**房地产、计算机、电子、汽车、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、农林牧渔、纺织服饰、有色金属**板块估值处于历史较低水平。

图 2: 上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/2/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
上证指数	14.3	↓	0.24	39.1	↓	4.08	67.0%	81.0%	75.9%
深证成指	25.4	↓	0.79	52.9	↓	5.81	49.6%	53.8%	40.7%
上证 50	10.8	↓	0.23	48.0	↓	5.73	71.6%	72.4%	62.7%
沪深 300	12.6	↓	0.25	43.1	↓	4.55	58.4%	63.6%	57.8%
中证 500	28.3	↓	0.79	43.7	↓	5.00	55.8%	88.7%	84.3%
中证 1000	38.3	↓	0.92	48.5	↓	4.07	48.5%	68.7%	70.4%
创业板指	33.5	↓	1.65	15.3	↓	2.10	16.6%	28.6%	32.5%
科创 50	113.5	↑	20.34	100.0	↑	0.48	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: Wind、鑫元基金

图 3: 上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/2/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	22.0	↓	0.20	10.89%	↓	0.19	10.9%	18.8%	26.3%
基础化工(申万)	23.8	↓	0.24	44.01%	↓	1.13	44.0%	75.8%	68.1%
钢铁(申万)	28.1	↑	0.85	68.96%	↑	0.57	69.0%	99.5%	99.3%
有色金属(申万)	19.2	↓	0.48	15.59%	↓	1.46	15.6%	26.9%	37.7%
电子(申万)	59.0	↓	3.10	80.99%	↓	3.75	81.0%	97.6%	96.6%
家用电器(申万)	15.2	↓	0.12	45.59%	↓	2.05	45.6%	50.9%	55.9%
食品饮料(申万)	20.3	↑	0.32	15.74%	↑	1.27	15.7%	6.2%	8.7%
纺织服饰(申万)	20.0	↑	0.19	13.42%	↑	1.84	13.4%	21.3%	24.3%
轻工制造(申万)	25.0	↑	0.08	33.29%	↑	0.44	33.3%	57.3%	42.3%

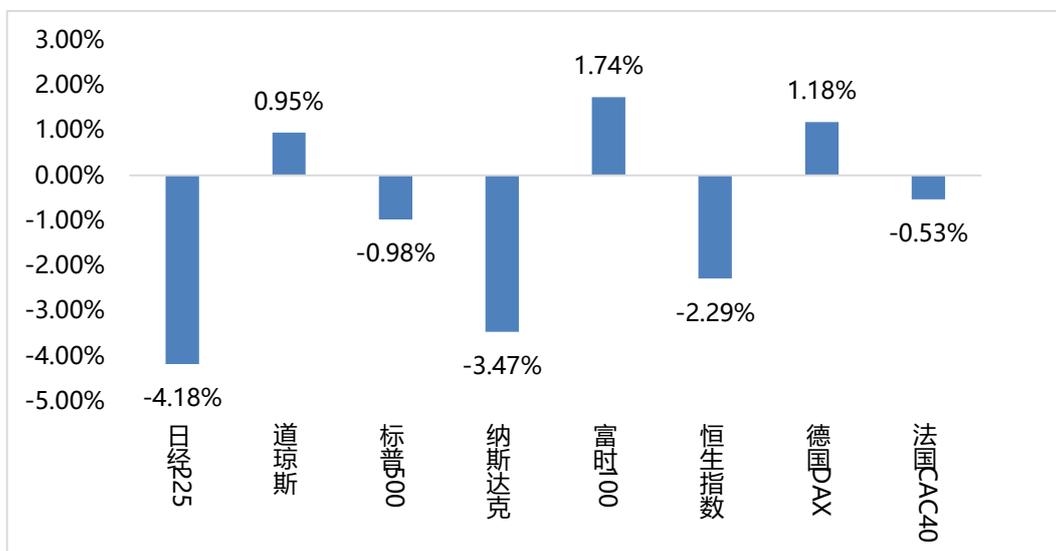
医药生物(申万)	30.9	↓	0.88	26.78%	↓	2.72	26.8%	46.1%	52.8%
公用事业(申万)	16.5	↓	0.18	8.65%	↓	0.86	8.6%	1.6%	2.3%
交通运输(申万)	16.3	↓	0.01	42.28%	↓	0.14	42.3%	52.1%	65.4%
房地产(申万)	36.4	↑	0.78	97.86%	↑	0.38	97.9%	96.3%	94.8%
商贸零售(申万)	34.4	↓	0.17	71.10%	↓	0.43	71.1%	85.3%	79.4%
社会服务(申万)	23.6	↓	0.71	3.72%	↓	0.94	3.7%	6.4%	9.0%
综合(申万)	58.5	↓	0.95	75.09%	↓	1.29	75.1%	88.8%	84.3%
建筑材料(申万)	26.3	↑	2.14	75.09%	↑	5.22	75.1%	98.9%	98.8%
建筑装饰(申万)	9.5	↑	0.07	27.80%	↑	1.66	27.8%	44.5%	56.0%
电力设备(申万)	32.0	↓	0.27	30.37%	↓	1.19	30.4%	52.1%	45.3%
国防军工(申万)	64.7	↓	2.22	48.85%	↓	5.35	48.8%	71.6%	72.8%
计算机(申万)	78.1	↓	7.10	90.32%	↓	3.31	90.3%	95.8%	94.2%
传媒(申万)	40.2	↓	3.38	54.37%	↓	5.53	54.4%	79.3%	75.6%
通信(申万)	33.7	↓	3.69	26.51%	↓	16.25	26.5%	42.2%	57.2%
银行(申万)	5.9	↓	0.03	37.19%	↓	0.72	37.2%	42.4%	58.9%
非银金融(申万)	15.5	↓	0.89	38.62%	↓	12.83	38.6%	51.3%	59.6%
汽车(申万)	28.1	↓	0.76	75.97%	↓	3.55	76.0%	61.3%	45.7%
机械设备(申万)	34.3	↓	0.80	68.02%	↓	0.58	68.0%	96.2%	99.3%
煤炭(申万)	10.7	↓	0.12	48.40%	↓	1.33	48.4%	76.1%	79.3%
石油石化(申万)	15.7	↑	0.02	37.28%	↑	0.37	37.3%	63.6%	68.9%
环保(申万)	20.6	↓	0.15	19.99%	↓	1.12	20.0%	34.4%	42.7%
美容护理(申万)	32.7	↓	0.23	33.24%	↓	0.71	33.2%	30.7%	21.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道指上涨 0.95%，标普 500 下跌 0.98%，纳指下跌 3.47%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.74%，德国上涨 1.18%，法国下跌 0.53%；亚太股市方面，日经指数下跌 4.18%，恒生指数下跌 2.29%。

图 4：上周海外主要指数涨跌

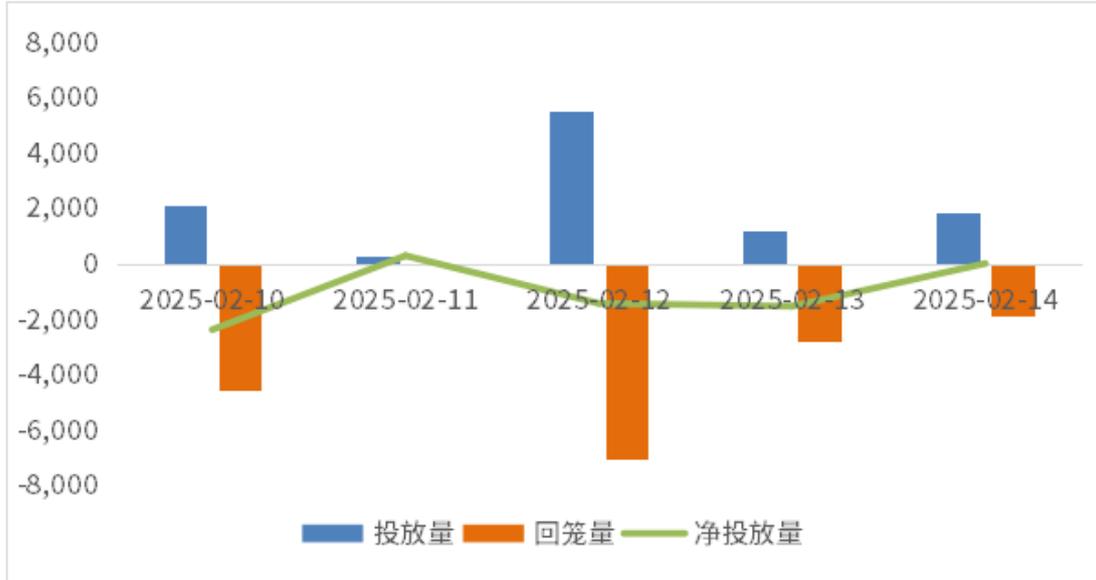


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 16592 亿元逆回购操作和 3000 亿中期借贷便利（MLF）操作，因有 15261 亿元逆回购到期和 8000 亿元买断式逆回购到期，实现净回笼 3669 亿元。

图 5：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 2630 亿，地方政府债计划发行 2175.2 亿，整体净缴款 2485.5 元。

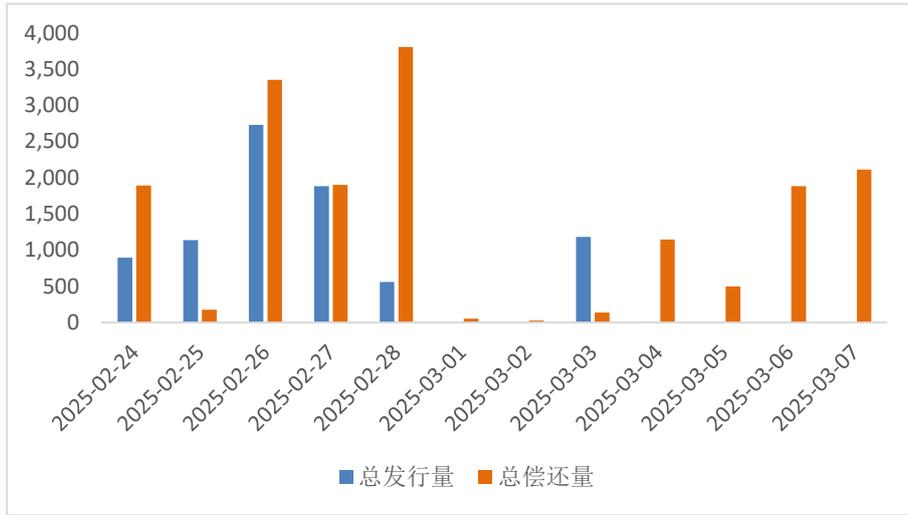
表 1：3 月 3 日-3 月 7 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 3 日		3 月 4 日		3 月 5 日		3 月 6 日		3 月 7 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	75.6	0	0	0	0	0	1149.6	2630	950
到期	0	63.5	0	21.8	0	0	400	0	0	0
缴款	0	1755.6	0	75.6	0	0	0	0	0	1149.6
净缴款	1682		53.9		0		-400		1149.6	

同业存单发行：本周到期 5854 亿元，到期压力较前一周的 1 万亿+显著下降，而后连续三周单周到期量都在 7000 亿元以上。3 月共计到期同业存单 2.9 万亿元，较 1、2 月 1.4 万亿、2.2 万亿到期规模显著增加。

图 6：同业存单到期与发行



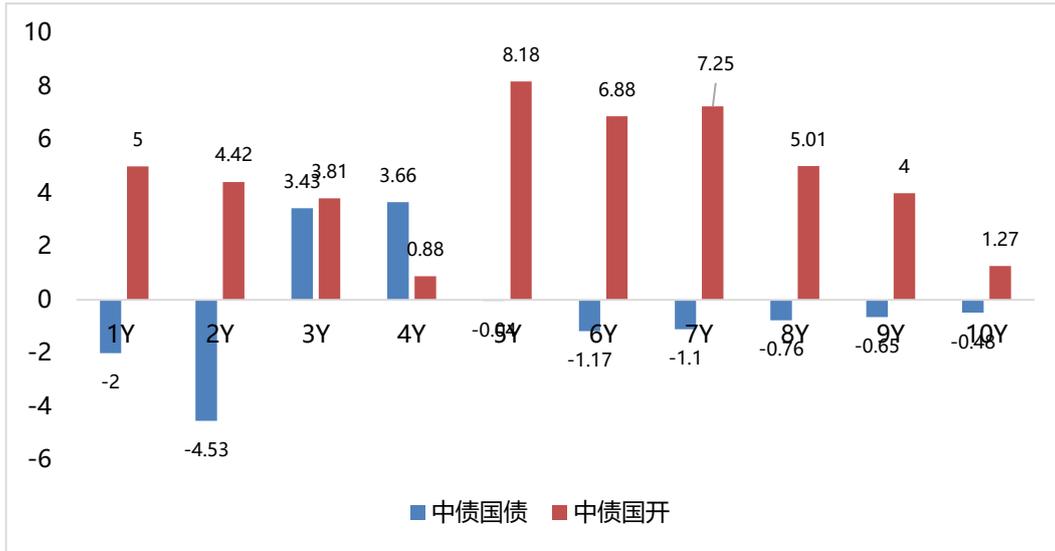
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：银行资金供给回升。2月24-28日，银行体系日均净融出1.52万亿元，较前一周的1.18万亿元有所回升，上周内整体呈现稳步上升的态势，从上周一的1.06万亿元升至1.85万亿元，跨月前夕小幅回落至1.71万亿元，这是2月以来的首度回升。资金需求也从低位小幅反弹，2月24-28日银行间质押式逆回购资金余额在9.3-9.6万亿元区间浮动

票据利率：2月最后一周，尽管2月末资金面持续紧张以及票源供给节节攀升，但还是无法撼动规模效应的主导地位。主要大行不断降价进场，买盘中小行积极跟随，卖盘惜售或压价出票，市场交投情绪火热，整体来看，票据利率呈震荡下行的趋势，且日内行情的波动幅度也大大增加。从票据期限上来看，由于长票供给尚可，而短票需求增多，短期票价格的下行幅度更为明显。

(三) 债券市场

图 7：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.85	8.59	11.11	-42.05
环比	5.43	-3.47	-0.44	16.95
年初以来	-15.13	-2.48	-4.41	-72.45
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.44	15.67	18.65	49.37
2016 年以来分位数	4.76%	10.91%	16.23%	3.93%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 3 月 2 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	39.88	34.5	35.53	41.66	40.57
环比	5.93	5.52	5.83	7.91	1.13
年初以来	7.54	-0.73	-1.73	8.02	-4.55
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.41	36.27	38.72	42.74	44.03
2016 年以来分位数	44.63%	47.38%	40.05%	50.57%	36.04%

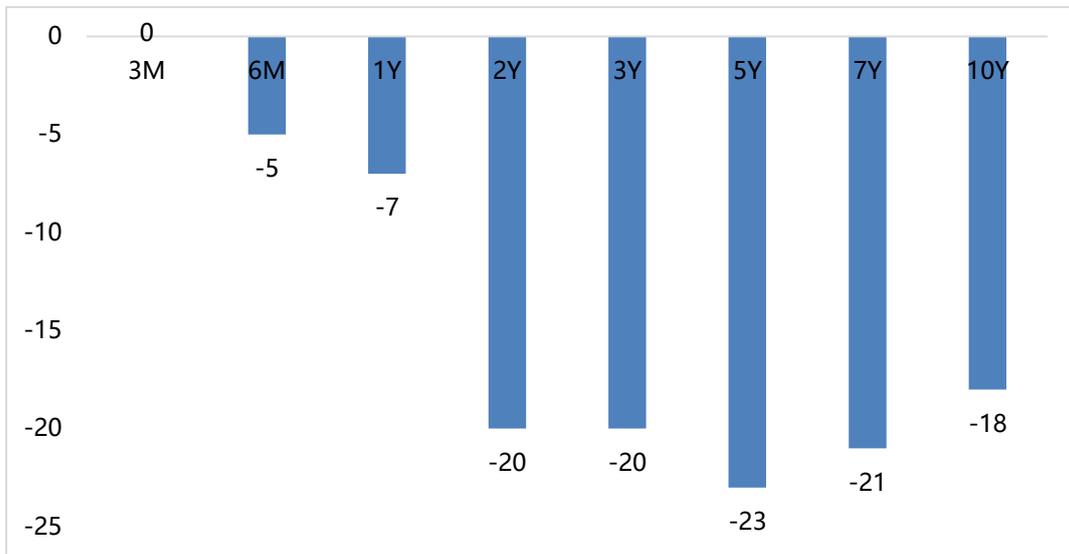
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债收益率短期和长期下行，中期上行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2.00BP 至 1.4597，3 年期上行 3.43BP 至 1.5182，5 年期下行 0.04BP 至 1.6041，10 年期下行 0.48BP 至 1.7152。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.93BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.52BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 5.83BP。

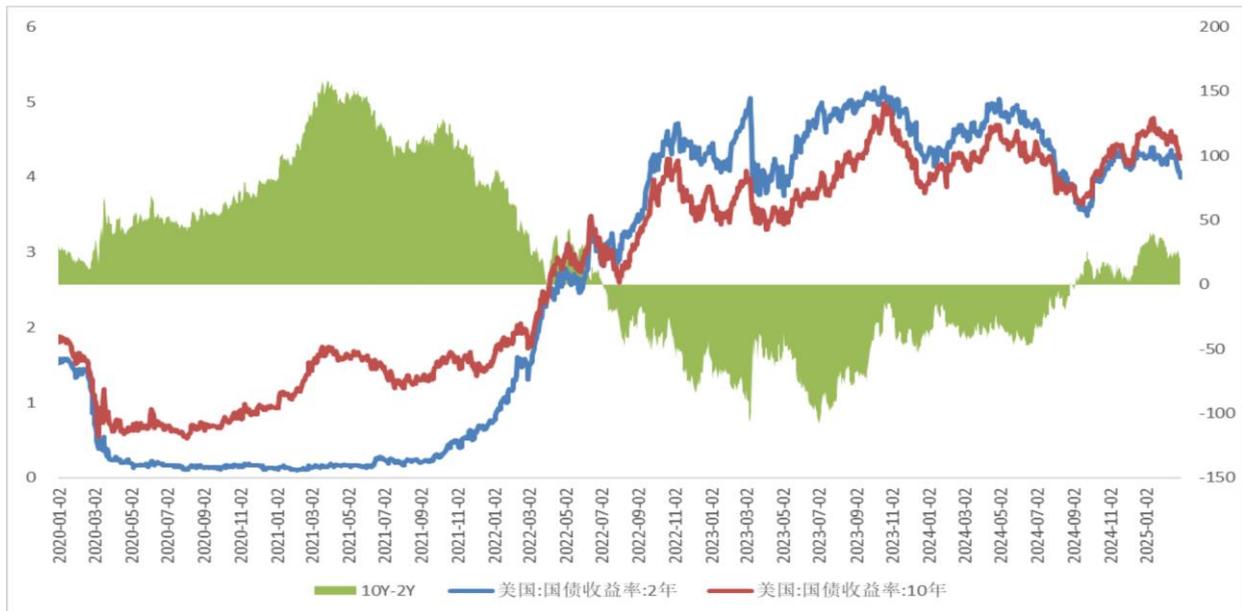
图 8：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 18BP，10 年期国债收益率下行 0.48BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 7BP，3 年期美债收益率下行 20BP，10 年期美债收益率下行 18BP。

图 9：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.86%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.06%，即期汇率贬值 0.39%，离岸人民币汇率贬值 0.59%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	107.5644	7.1738	7.2838	7.2950
对照日期	106.6501	7.1696	7.2554	7.2524
涨跌	0.86%	-0.06%	-0.39%	-0.59%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，2 月官方制造业 PMI 超预期回升，国内经济延续去年四季度以来的修复态势；美国总统特朗普再次威胁加征关税，全球金融市场进入避险模式；美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基在会谈期间爆发激烈争吵，美乌关键矿产协议未能签署。国内方面，节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，2 月官方制造业 PMI 录得 50.2%，较上月回升 1.1Pct，表现好于季节性，显示宏观经济延续去年四季度以来的修复态势。分项来看，2 月 PMI 生产指数为 52.5%，比上月上升 2.7 个百分点，表明制造业企业春节后生产活动较快恢复；新订单指数为 51.1%，比上月上升 1.9 个百分点，表明制造业市场需求景气水平回升。海外方面，美国总统特朗普表示对加拿大和墨西哥的关税政策将如期执行，同时还威胁将于 3 月 4 日起以芬太尼为由对中国输美产品再加征 10%关税，另外预计将很快宣布对欧盟加征关税。特朗普关税大棒引发金融市场进入避险模式，全球风险资产普遍下跌。特朗普与泽连斯基的会谈不欢而散，美乌关键矿产协议未能如期签署，俄乌冲突未来走向不确定性增强。

（二）权益市场展望和策略

整体来看，权益市场在近期经历了一系列波动。从国内经济来看，制造业 PMI 超预期回升，显示宏观经济延续修复态势。然而，海外方面，特朗普的关税政策大棒引发金融市场避险情绪上升，全球风险资产普遍下跌。在权益市场方面，上周 A 股各宽基指数多数下跌，市

市场情绪转为中性，市场进入震荡调整阶段。计算机行业拥挤度较高，可能出现震荡回调。尽管股债性价比仍处于较高水平，但投资者需警惕短期回调风险。资金方面，两融资金加仓意愿下降，显示投资者对市场的谨慎态度。其中人工智能等科技创新领域仍是市场关注的焦点。虽然短期成交量放大和行业拥挤度过高可能带来回调压力，但产业趋势并未改变，科技创新的牛市格局有望继续。然而，投资者也需密切关注特朗普交易对国内市场的负面影响，以及全球货币政策和关税政策的不确定性。建议投资者保持谨慎乐观的态度，关注科技创新领域的长期投资价值，同时警惕短期波动和风险。在控制仓位的前提下，可以适时把握回调带来的买入机会，但需注意风险控制，避免盲目追涨杀跌。

（三）债券市场展望和策略

国内债市收益率长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性反转需要看到私人部门信用周期被实质性驱动，今年春节以来可以看到地产旺季表现出了企稳迹象，特别是一线城市二手房价格的回暖，后续能否实质性驱动私人部门信贷有待进一步观察。尽管我们认为春节以来的地产企稳、新质生产力、科技股重估等现象，更多反映宏观叙事逻辑的转变带动居民部门的预期改善，而非宏观实际的变化，但也不可否认的是预期改善下的股市及房价的上涨均能带动经济脉冲式上行。2 月份超预期的 PMI 数据显示土木建筑业出现了较为明显的需求改善，叠加上三四月的楼市小阳春，预计对基本面存在月度级别的支撑。

展望来看，当前基本面现实仍处在磨底阶段，M1 增速仍处在低位，通胀回升前景并不确定，国内债市的长期逻辑依然是看多。从四季度央行货币政策执行报告看，宽松肯定是大方向，但央行会更注重政策节奏的把握。当前基于汇率压力以及国内经济数据尚可的情况下，维持资金面紧平衡是大概率的事，后续放松节点需要等到经济基本面再度走弱或央行下场配合财政发债。策略层面，即便当前债市大方向依然看多，但受到持续收紧的资金面、股市的情绪面波动以及短期基本面改善难以证伪的影响，债市可能存在月度级别的震荡行情。本周即将召开两会，如果最终的政策版本符合市场主流预期，预计债市仍有短期做多机会，但在基本面无法给出证实或证伪的信号前，流畅的下行行情很难启动，抄底的性价比不高。建议根据风险偏好控制仓位，等待左侧的多头信号，比如一线城市二手房价格重新拐头向下等。信用债方面，当前信用利差仍在历史相对低位，在配置需求仍在的情况下利差大幅走阔的概率较低，但信用债利率整体跟随利率债市场会导致其利差存在一定的波动。受资金面影响，部分短端已跌出一定的性价比，比如存单以及短久期城投等。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。