



股指、贵金属观点与策略

研究院

联系人

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

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

股指: 海外风险扰动升级, 特朗普对华追加 10%的关税, 风险资产波动加剧。两会政策窗口临近, A 股市场趋于审慎。科技板块经历估值快速修复后, 当前情绪指标已显现过热迹象, 同时考虑到财报季的指引以及宏观数据的验证窗口即将开启, 短期市场的运行节奏或有一定变化。

贵金属: Au2504 合约在 655 元/克-660 元/克一线逢低买入的机会。白银本身波动变相对较大, 因此可暂时以观望态度为主, 但有套保需求的企业则仍可在 Ag2504 合约在 7,650-7,700 一线逢低买入套保。

核心观点

■ 市场分析

股指: 国内制造业景气度重回扩张区间, 非制造业温和复苏。金融数据超预期回暖, 显示出逆周期政策加码下, 实体融资需求的阶段性修复。当前经济或仍处于筑底阶段, 两会窗口期政策预期博弈加剧, 股指走势整体偏谨慎。海外风险扰动升级, 特朗普对华追加 10%的关税, 风险资产波动率中枢抬升不可避免, 需警惕内外预期差共振下的市场情绪敏感度上升。当前科技板块呈现“高估值修复+情绪过热”的特征, 交易型资金主导的流动性结构可能加剧市场波动, 关注市场节奏的变化。盈利方面, 四大指数净利润分化, 预计上证 50、沪深 300 指数的盈利修复延续, 结合财报季指引与宏观数据验证窗口, 或带动风格出现短期切换。

贵金属: 短小时内黄金价格有所回落, 此前由于金价涨幅过大, 其被赋予了一定“风险资产”的属性, 因此在收益率曲线转入“牛平”后, 黄金与其余风险资产也均出现一定回落。但长期来看, 黄金仍然将会是难以替代的保值资产, 并且在实际利率未来变动预期仍然大概率向下的情况下, 黄金仍建议以逢低买入为主, 但短期不排除出现进一步回调的风险。

■ 策略

股指: 单边: 多 IH2504

贵金属: 谨慎偏多 套利: 暂缓

■ 风险

股指: 若国内政策不及预期、地缘风险升级, 股指有下行风险

贵金属: 持续加息引发流动性风险 多头获利了结离场

目录

策略摘要	1
核心观点	1
股指：两会窗口期，关注股指运行节奏	3
贵金属：注意短期的回调风险 长期依然向好	6

图表

图 1: 融资情况 单位: 亿元	3
图 2: 股指走势 单位: %	3
图 3: 风格指数月度收益情况 (%)	4
图 4: 两市成交金额 单位: 亿元	4
图 5: 美债收益率 单位: %	6
图 6: 欧洲收益率 单位: %	6
图 7: TIPS 债券收益率 单位: %	6
图 8: BREAKEVEN INFLATION RATE 单位: %	6
图 9: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨	6
图 10: 白银 ETF 持仓量 单位: 吨	6
图 11: 黄金 CFTC 多头净持仓 单位: 张	7
图 12: 白银 CFTC 多头净持仓 单位: 张	7
图 13: TED SPREAD 单位: %	7
图 14: VIX 指数 单位: 点	7
图 15: 光伏行业价格指数 单位: 点	8
图 16: 光伏经理人指数 单位: 点	8
图 17: 上交所白银库存 单位: 吨	8
图 18: COMEX 白银库存 单位: 百万盎司	8
表 1: 股指逻辑与策略	5
表 2: 商品策略观点	8

股指：两会窗口期，关注股指运行节奏

周内融资余额增加 303 亿元。

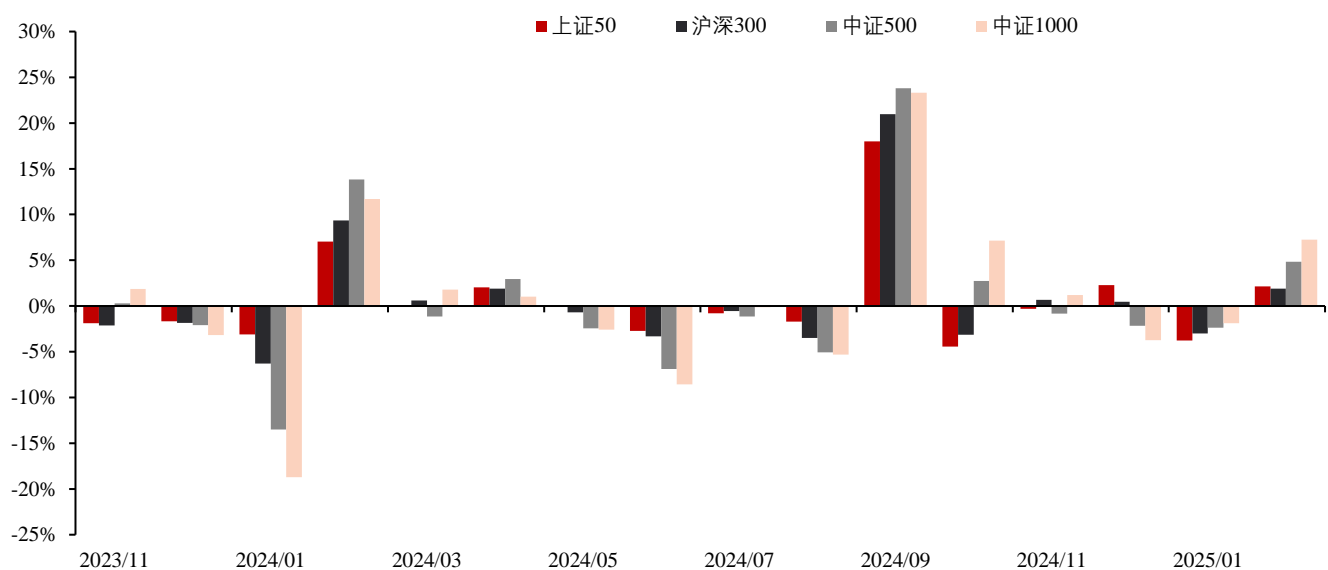
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2 月份，四大指数均收红，中证 1000 指数涨幅最大 (+7.26%)。

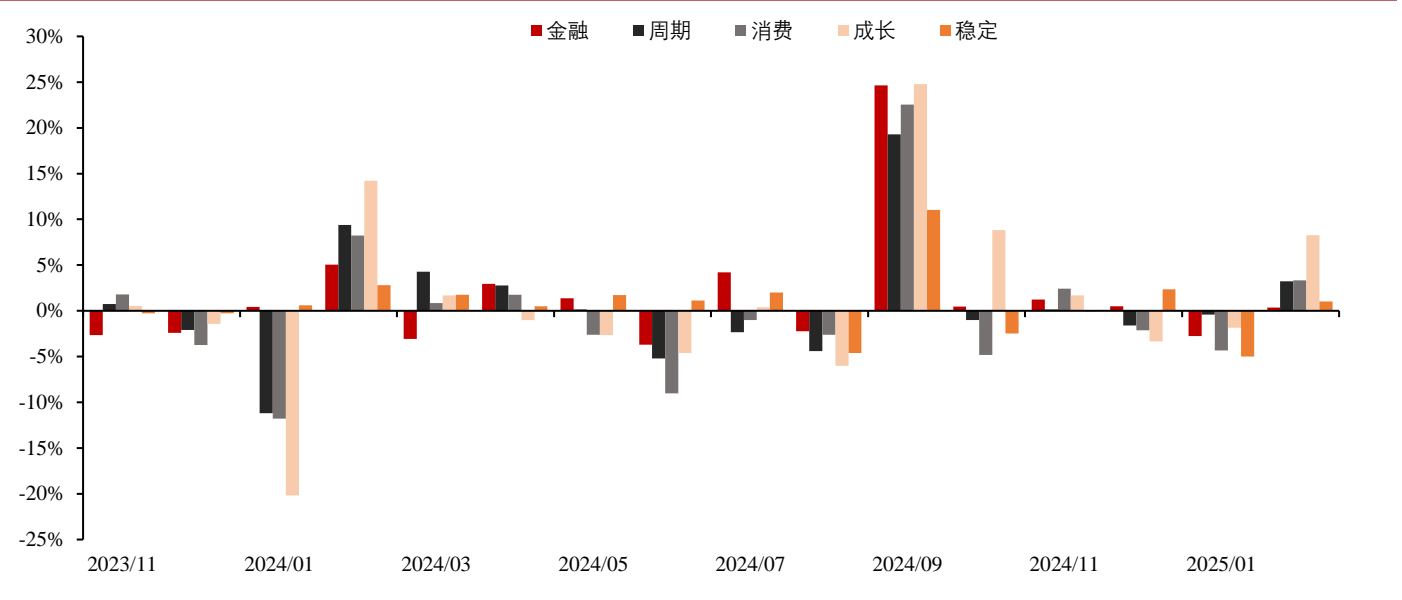
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2 月份，所有风格均上涨，成长风格涨幅最大 (+8.25%)，金融风格仅小幅收涨 (+0.37%)。

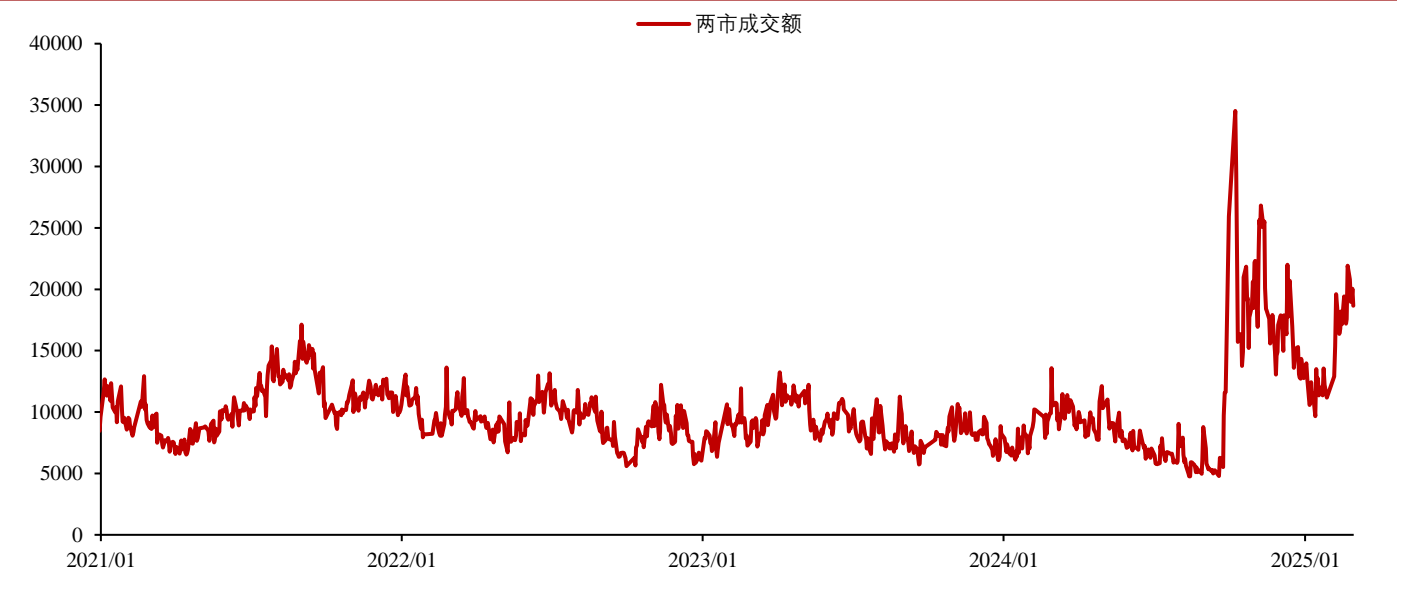
图3： 风格指数月度收益情况 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量继续上升。

图4： 两市成交金额 | 单位：亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

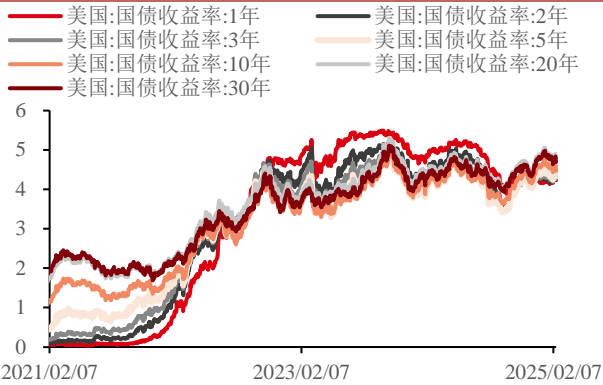
表1： 股指逻辑与策略

经济环境	向上	2月官方制造业 PMI 环比回升 1.1 个百分点至 50.2，回升至荣枯线上方，产需两端同步回暖释放积极信号。非制造业 PMI (50.4) 与综合 PMI (51.1) 环比分别提升 0.2 和 1.0 个百分点。
估值	中性	股指市盈率回升，市净率仍较低；股债性价比下降。
流动性	中性	本周央行公开市场共进行了 16592 亿元 7 天期逆回购和 3000 亿元 1 年期 MLF，累计有 15261 亿元 7 天期逆回购和 38 亿元 3 个月央行票据互换到期。本周央行公开市场全口径净投放 4331 亿元。
货币政策	向上	2024 年第四季度中国货币政策执行报告显示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。
人民币走势	向上	特朗普关税政策加码，海外风险提升，人民币汇率走弱。
增量资金	中性	外资机构对华投资态度积极，或带来增量资金。
限售股解禁	中性	下周（3月3日至3月9日）一共有 28 家公司 12.94 亿股限售股解禁，解禁市值为 305.82 亿元，环比增加 138.97 亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达 191.41 亿元，占全周比例的 62.59%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是龙旗科技、柳工、华秦科技，解禁市值分别为 105.57 亿元、63.64 亿元、60.31 亿元。
市场情绪	向下	本周 A 股主要指数收跌，上证指数跌 1.72%，创业板指跌 4.87%。
基差	中性	截至 2025 年 2 月 28 日，IH 股指期货升水现货 7.24 点，IF 股指期货升水现货 9.75 点，IC 股指期货贴水现货 21.47 点，IM 股指期货贴水现货 40.02 点。
外围金融环境	中性	1 月 PCE 数据符合预期，显示美 1 月份通胀压力略有缓解。个人消费支出环比下降 0.2%，调整通胀因素后的实际个人消费支出环比下降 0.5%，这是近四年来最大的月度跌幅。
中美地缘政治	中性	2 月 27 日，特朗普宣布自 3 月 4 日起对华追加 10% 关税，叠加此前的 10% 税率后，对华关税累计达 20%，结合此前中美贸易摩擦已存在的约 20% 平均税率，实际关税负担或将突破 40%。
总体评价	中性	海外风险扰动升级，特朗普对华追加 10% 的关税，风险资产波动加剧。两会政策窗口临近，A 股市场趋于审慎。科技板块经历估值快速修复后，当前情绪指标已显现过热迹象，同时考虑到财报季的指引以及宏观数据的验证窗口即将开启，短期市场的运行节奏或有一定变化。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

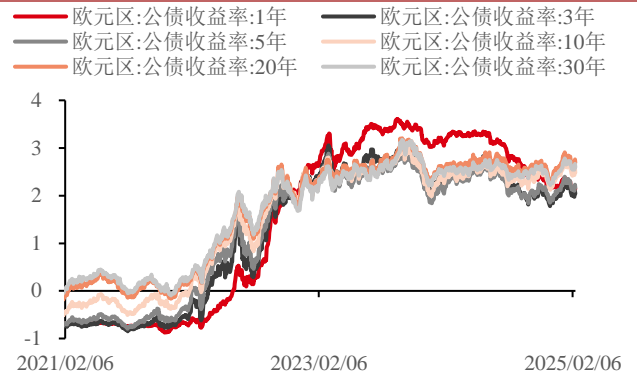
贵金属：注意短期的回调风险 长期依然向好

图5： 美债收益率 | 单位：%



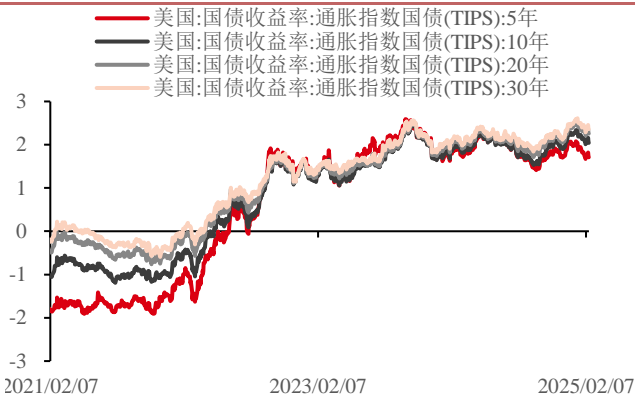
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



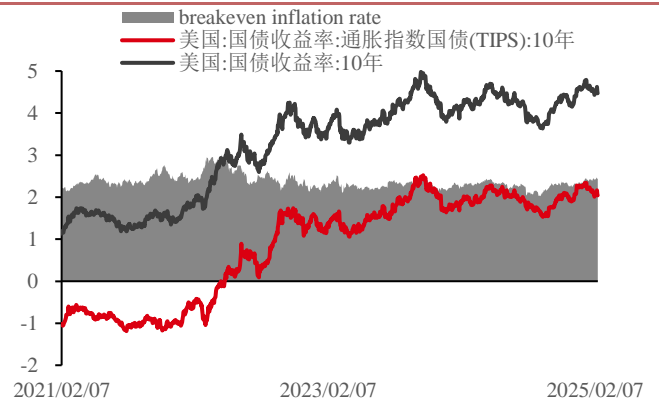
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%

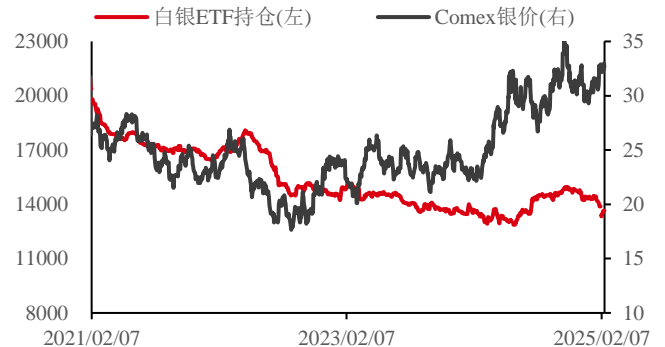


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨

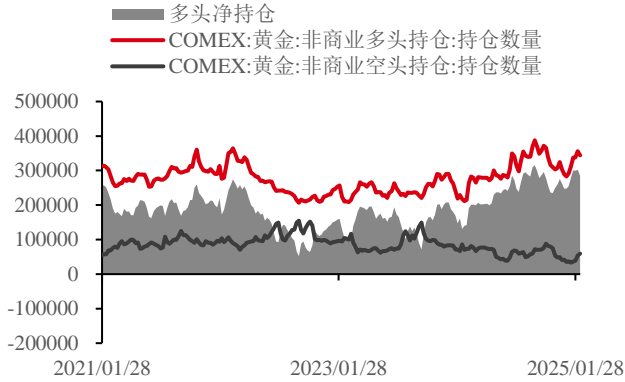


图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

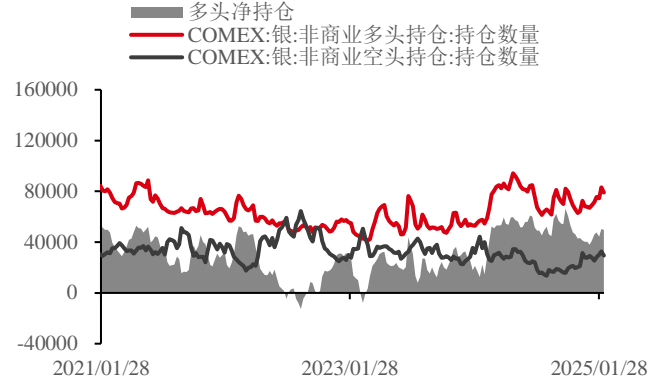
图11: 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

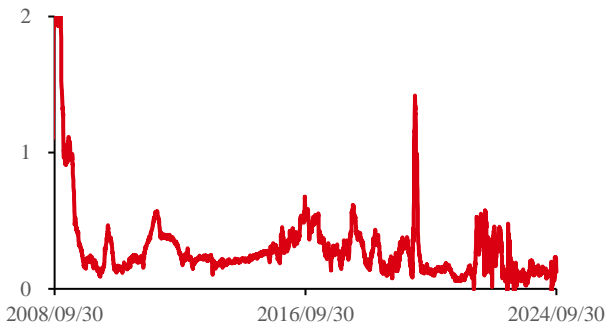
图12: 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: TED SPREAD | 单位: %

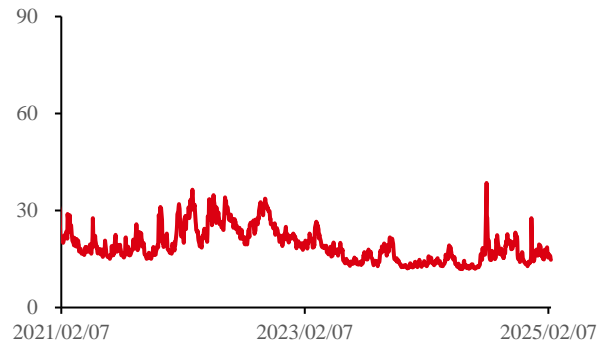
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源: Wind 华泰期货研究院

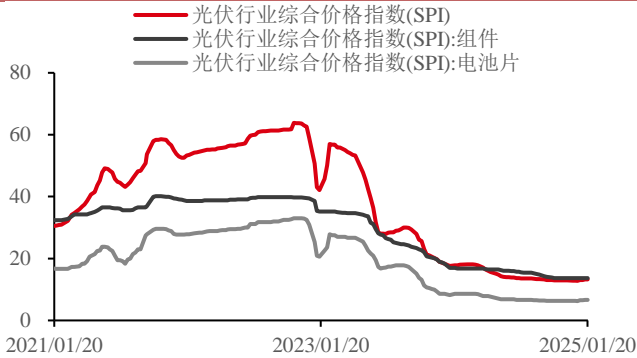
图14: VIX 指数 | 单位: 点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



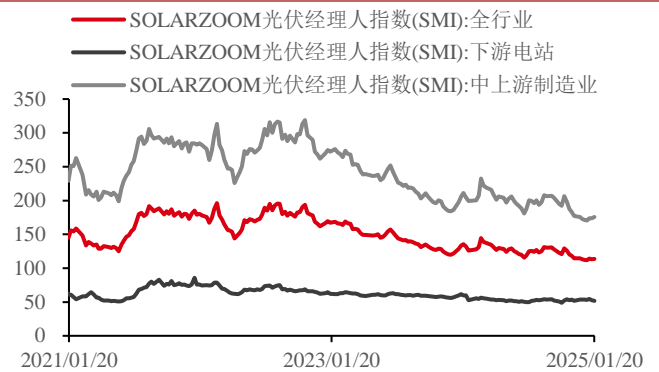
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图15： 光伏行业价格指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16： 光伏经理人指数 | 单位：点



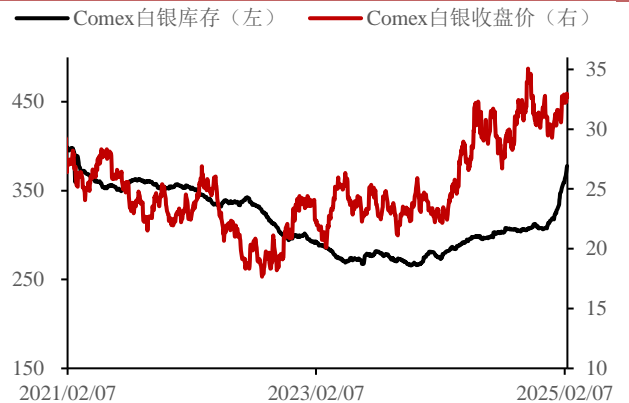
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 上交所白银库存 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18： COMEX 白银库存 | 单位：百万盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2： 商品策略观点

因素	价格	逻辑观点
利率	中性	利率方面，2025年2月间，10年期美债收益率大幅走低34个基点，而1年期美债收益率则下降9个基点，目前美债收益率曲线在很短的时间内从此前的几近“熊陡”转为“牛平”（通常发生在经济陷入滞涨，市场预期经济下行但货币政策尚未及时做出调整之时），而3月与10年期美债收益率则再现倒挂。目前持续升温的再通胀预期或制约短端利率下行，但当下联储官员并无十分明显的将会在未来加息以抑制通胀的态度，同时联邦基金利率期货计价显示6月美联储再度降息25个基点的概率接近60%。
通胀	向上	通胀方面，2025年2月间，反映通胀预期的breakeven inflation rate下降4个基点至2.38%，美国1月CPI同比3.0%，高于预期值和前值2.9%，连续4个月反弹。同时CPI已经连续56个月环比上升。PCE则符合预期。目前从通胀细分来看，服务业仍是推升通胀的主要动力，此前商品价格则是起到了抑制通胀上涨的作用，并且未来的3至6月为原油价格低基期时间段，这或许仍有助于继续压低通胀水平，但通胀进一步下行的可能性仍然较低，而在名义利率不会进一步抬升的情况下，实际利率大概率仍将下降。

汇率	中性	2025 年 2 月间，美元指数下降 0.88% 下降。不过在临近月末之际，美元则是出现了一定程度的走高，这或与特朗普的政策再度体现出“美国优先”从而令投资者暂时再度倾向于美元资产。但其后续举动是否会加大金融市场不确定性则仍待观察。
避险	向上	在市场风险定价方面，VIX 指数于 2 月末走高，或许在一定程度上计价了特朗普愈发激进的关税政策。而另一方面，目前美国方面正在推动俄乌战争停火，但对于乌克兰国内资源的争夺的谈判或刚刚开始，因此未来仍面临较大不确定性。
ETF 持仓情况	中性	2024 年全年，全球央行累计 1,044.63 吨，目前已经连续第 17 个季度呈现净购入的情况。同时在进入 2025 年后，全球黄金 ETF 持仓量也出现显著回升，因此目前看来，黄金仍然是受到追捧的投资品种。
金银比价	短多长空	由于与黄金相比，白银的工业属性相对偏强，故此在工业品表现相对较强的情况下，金银比价通常会呈现走低态势。同时当下避险需求对于黄金买兴的提振较为明显，因此预计短时间内白银价格或将暂时弱于黄金。但就长期而言，由于白银基本面十分良好，因此金银比价在长周期视野下预计将会出现较为明显的回落。
观点	谨慎偏多	短时期内黄金价格有所回落，此前由于金价涨幅过大，其被赋予了一定“风险资产”的属性，因此在收益率曲线转入“牛平”后，黄金与其余风险资产也均出现一定回落。但长期来看，黄金仍然将会是难以替代的保值资产，并且在实际利率未来变动预期仍然大概率向下的情况下，黄金仍建议以逢低买入为主，但短期不排除出现进一步回调的风险，可关注 Au2504 合约在 655 元/克-660 元/克一线逢低买入的机会。由于白银本身波动变相对较大，因此可暂时以观望态度为主，但有套保需求的企业则仍可在 Ag2504 合约在 7,650-7,700 一线逢低买入套保。

资料来源：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力。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