

南华金融资产配置报告

备预不虞

核心观点:

经济趋势仍需观察，短期难有定论，两会政策力度与贸易战烈度将是影响3月市场节奏的重要因素。债市难言牛市反转，暂以调整后震荡的观点看待，趋势再起需要货币政策较为明确的宽松信号，时点可能在两会之后，也可能推后至二季度。股市对于新增信息的依赖度较高，3月或充满变局，需要看一步走一步，运行方向上大概率不如2月走势丝滑，交易需更加谨慎。

股债细分项观点:

国债	观点/推荐	股指	观点/推荐
利率趋势	震荡中等待时机	股指趋势	双向波动
曲线形态	过于平坦 可做增陡策略	风格&主题	建议操作上标配 IF 为主
国债期货	并未转向空头市场	衍生品策略	做空 IM 跨期价差 买入跨式期权策略

南华研究院 权益与固收研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367
wangying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676
liaocy@nawaa.com

投资咨询业务资格：证监许可
【2011】1290 号

电 话：
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 宏观：两会政策 VS. 贸易战.....	1
2. 债市：等待政策信号	4
2.1 国债：震荡中等待时机	4
2.2 曲线形态：过于平坦	5
2.3 国债期货：主力并未转向看空	6
3. 股指：有待重新出发	8
3.1 震荡上行	8
3.2 产业驱动或仍是主线	9
3.3 规模指数选择	12
3.4 衍生品交易策略	13

目录

图表

图 1.1: 30 大中城市商品房成交面积 (4 周移动平均)	1
图 1.2: 北京二手房周度成交面积	1
图 1.3: 深圳二手房周度成交面积	2
图 1.4: 零售业景气指数	2
图 1.5: 乘用车厂家当周日均零售与批发 (4 周移动平均)	3
图 1.6: 企业与居民新增贷款同比变动	3
图 2.1: 国债收益率走势	4
图 2.2: 资金利率与国债利率	4
图 2.3: AAA 同业存单到期收益率	5
图 2.4: 国债期限利差	6
图 2.5: 10 年期国债期货主力净持仓	6
图 2.6: 10 年期国债期货主力多单持仓与空单持仓	7
图 3.1: 规模指数 2 月以来表现 (左: 涨跌幅, %; 右: 两市成交额, 亿元)	8
图 3.2: 2020 年至 2024 年两会定调对比	9
图 3.3: 近五年沪深 300 走势季节性图一览	10
图 3.4: 科创 50 估值历史分位变化	11
图 3.5: 科技行业吸筹率变化	12
图 3.6: 上一轮科技热潮股指表现	12
图 3.7: 多 IF 空 IM 走势表现	13
图 3.8: IM 跨期价差	13
图 3.9: 期权隐波走势	14

1. 宏观：两会政策 VS. 贸易战

1-2月公布的宏观数据较少，我们通过部分领域的高频数据进行观察。首先关注地产板块，去年9.24房地产新政的刺激作用仍在，一线及部分二线城市的二手房市场的成交仍保持在较高水平。但新房市场的效果逐渐消退，今年以来销售一般，因春节的扰动，还需继续观察3月之后的销售情况。

图 1.1：30 大中城市商品房成交面积（4 周移动平均）



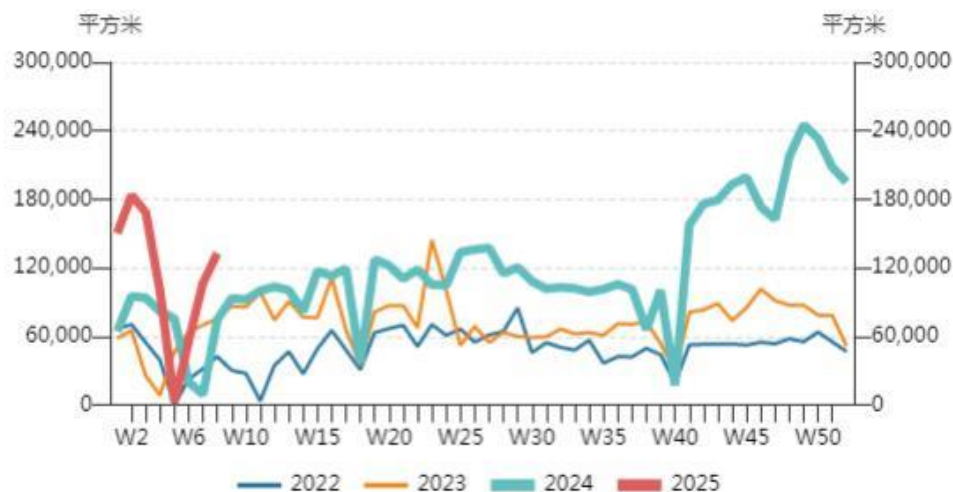
资料来源：Wind、南华研究

图 1.2：北京二手房周度成交面积



资料来源：Wind、南华研究

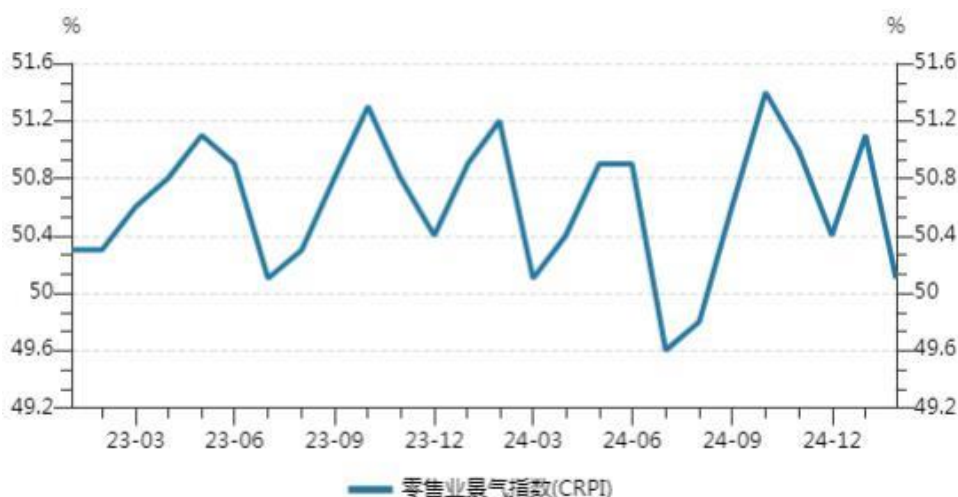
图 1.3：深圳二手房周度成交面积



资料来源：Wind、南华研究

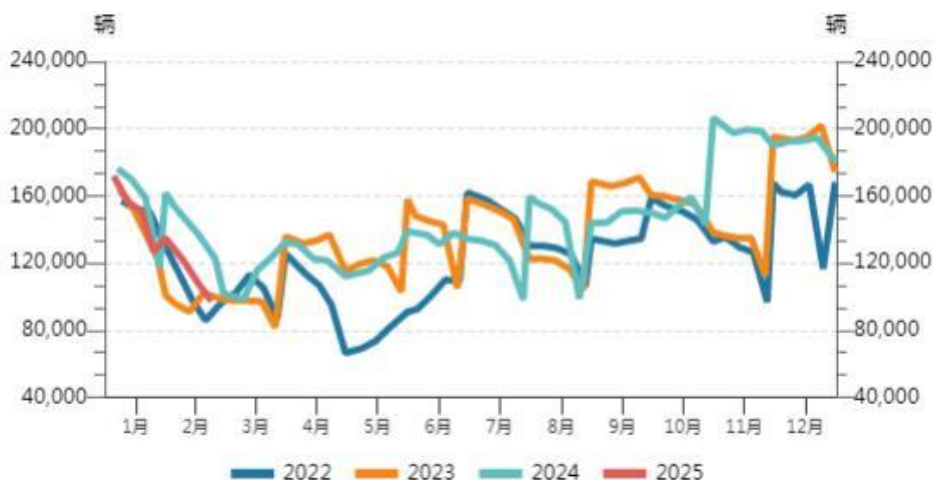
消费方面，1月零售业景气度有所回升，但2月下滑。结合春节假期出游人数明显增长，而客单价仅微小上升的情况来看，居民消费力仍然欠缺。耐用品销售方面，1-2月乘用车厂商零售与批发数据低于去年同期。虽然消费补贴政策仍在持续，但在去年的基础上，今年耐用品补贴政策的效果可能边际递减。居民消费力的提振需看到薪资的增长或者家庭财富状况的改善。

图 1.4：零售业景气指数



资料来源：Wind、南华研究

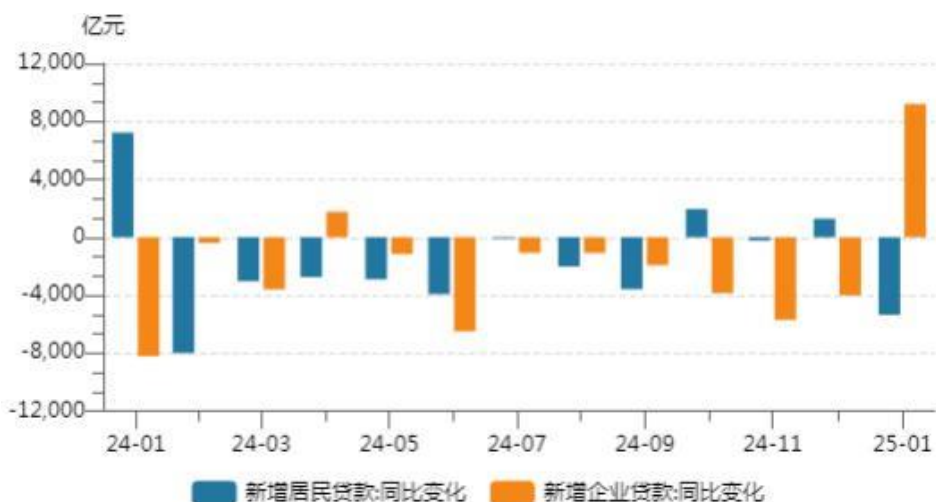
图 1.5: 乘用车厂家当周日均零售与批发 (4 周移动平均)



资料来源: Wind、南华研究

目前来看, 宏观经济可能延续了去年四季度以来的弱回升态势, 但基础并不牢固, 尤其是未来可能面临贸易战的冲击。2月以来由于DeepSeek横空出世, 破解了AI发展的高成本难题, 给资本市场带来了许多乐观叙事, 似乎经济下行的压力也将一举化解。当下确实能够看到互联网大厂纷纷增加AI领域的资本开支, 但我们可能需要看到更为广泛的投资、消费或者信贷需求回升, 才能确认经济的回升趋势。

图 1.6: 企业与居民新增贷款同比变动



资料来源: Wind、南华研究

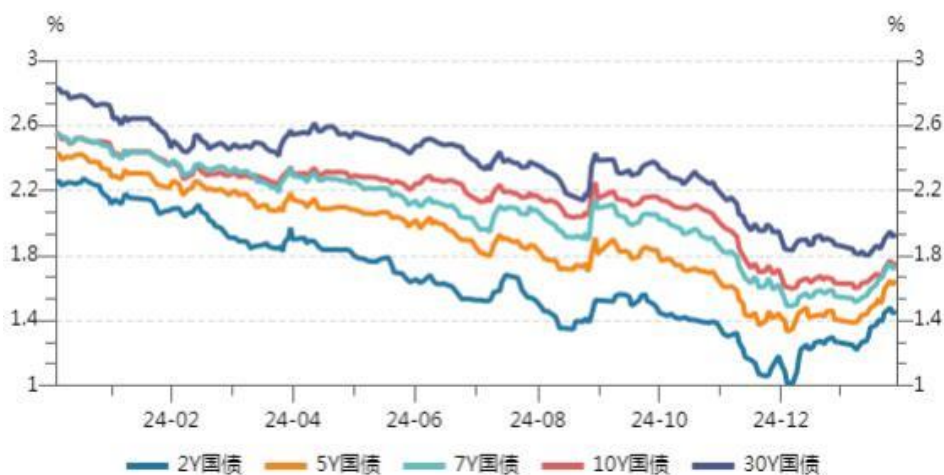
进入3月, 经济趋势仍需观察, 即便有1-2月的数据公布, 也难有定论, 宏观上主要关注“两会”与贸易战的情况。目前, 市场预期今年的经济增速将定在5%左右, 财政赤字3.6%-4%, 政策着力点可能在消费与科技方面, 鉴于资本市场热度走高, 乐观情绪渐居上风, 决策层可能并不急于释放大规模刺激信号。另一方面, 特朗普近期表示, 对墨加两国加征关税将于3月4日如期生效, 同时将对对中国商品关税增至20%, 贸易战有升级的可能。总而言之, 政策力度与贸易战烈度将极大的影响市场情绪, 从而影响3月的市场节奏。

2. 债市：等待政策信号

2.1 国债：震荡中等待时机

春节后资金面持续偏紧，预期中的缓和态势迟迟未来，节前节后宽松预期均落空，债市冲高未果，加上股市持续走强带来股债跷跷板效应，2月中旬后市场出现大幅调整，牛市信仰出现一定程度的动摇。所幸，市场并未形成连续大规模赎回，月末有企稳迹象。

图 2.1：国债收益率走势



资料来源：Wind、南华研究

图 2.2：资金利率与国债利率



资料来源：Wind、南华研究

短期来看，资金面与股市可能仍对债市形成制约。一方面，在中美贸易谈判开始之前，央行或仍以维护汇率稳定为政策重心，资金面紧平衡态势可能持续。另一方面，科技板块存在不断的利好催化，加上进入“两会”时间，乐观情绪可能令股市保持偏强走势。

中期来看，资金面不可能长时间偏紧，市场焦点终会回到经济基本面以及贸易战的影响上来。目前经济回升的基础并不牢固，贸易战刚刚开始，特朗普近期宣布将对中国商品关税增至20%，预示着贸易战烈度正在升级。特朗普政府目前仍在就贸易问题进行调查，待调查结束或将宣布更严厉的关税政策，时间点预计在4月初，未来国内经济仍有很大可能面临贸易战的负面影响。虽然DeepSeek的突围可能使今年成为AI应用爆发的元年，科技相关产业有望成为经济增长的新动能，但能在多大程度上抵销旧动能的下行压力仍有待观察。仅凭股市乐观情绪带来的宏观叙事还难以断言债券牛市反转。

图 2.3: AAA 同业存单到期收益率



资料来源: Wind、南华研究

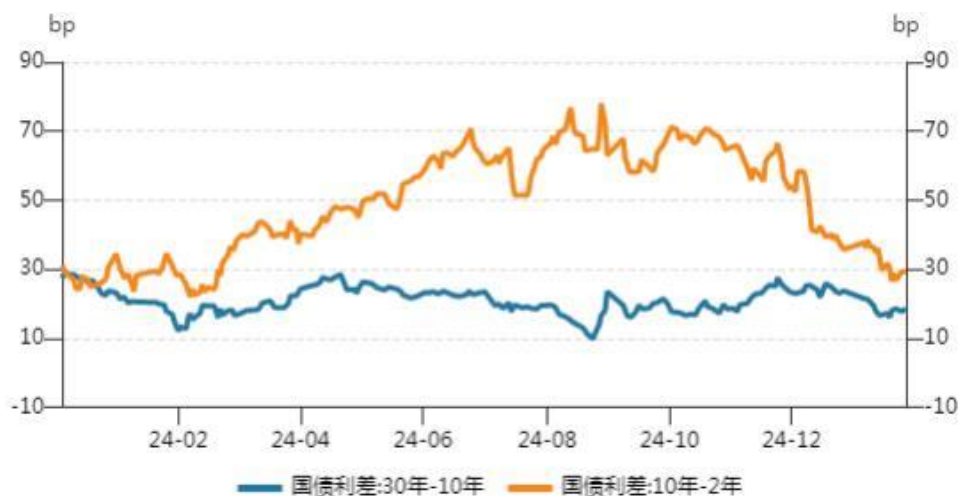
从收益率的角度来看，国债与资金的倒挂程度减轻，超长债与隔夜利率已不再倒挂。但机构负债成本仍高，银行存单利率尚未脱离高位，相比之下，国债的估值并不占优。进入3月，首先关注两会的经济目标以及政策安排，其次关注两会后股市是否进入休整期。此外，1-2月经济数据也将提供更多宏观经济的信息。若资金面边际改善，或两会公布的政策低于预期，或股市进入休整，均会给债市带来短期催化，暂且以震荡的观点看待市场。牛市再度推进可能需要货币政策较为明确的宽松信号，时点可能在两会之后，也可能在贸易谈判以及更多经济数据发布之后，那么时间节点将推后至二季度。

2.2 曲线形态：过于平坦

伴随着市场调整，收益率曲线整体更加平坦，10-2利差降至30bp以下，30-10利差降至20bp左右。因央行暂停购债，10-2利差在1月已经大幅收窄，目前较1月更窄，属于历史上的较低水平，为曲线增陡策略提供了更好的入场点。未来即便市场继续调整，利差压缩的空间也有限，甚至不排除出现熊陡行情，而一旦资金面改善或者央行恢复购债，收益率曲线则有望走出牛陡行情。在趋势策略不明朗时，做陡曲线

是较为稳妥的选择。

图 2.4：国债期限利差

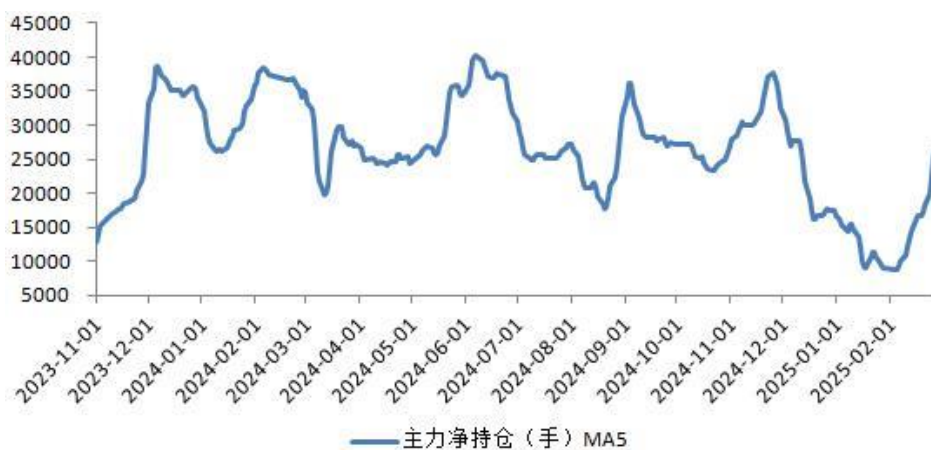


资料来源：Wind、南华研究

2.3 国债期货：主力并未转向看空

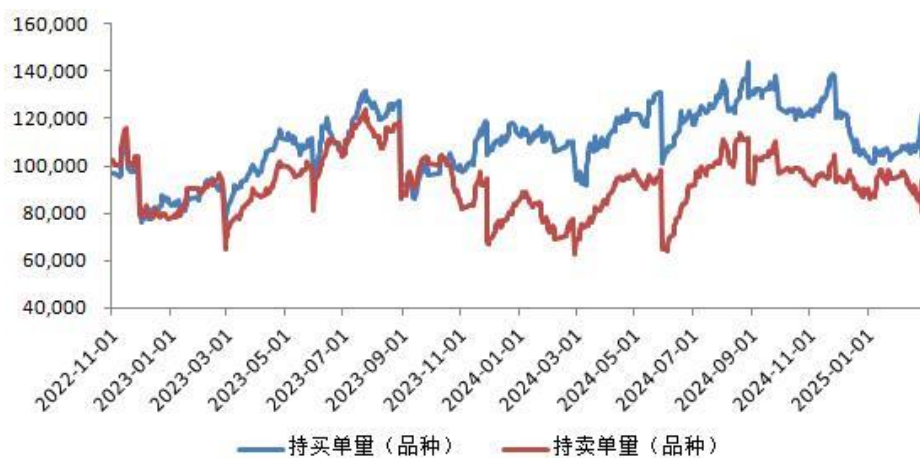
10年国债期货主力多头持仓在2月的调整行情中基本稳定，但空头持仓明显下降，导致净多持仓逐步回升，表明多头情绪并未溃散，反而是空头表现的较为谨慎，整体上主力看空情绪并不重。

图 2.5：10 年期国债期货主力净持仓



资料来源：Wind、南华研究

图 2.6：10 年期国债期货主力多单持仓与空单持仓



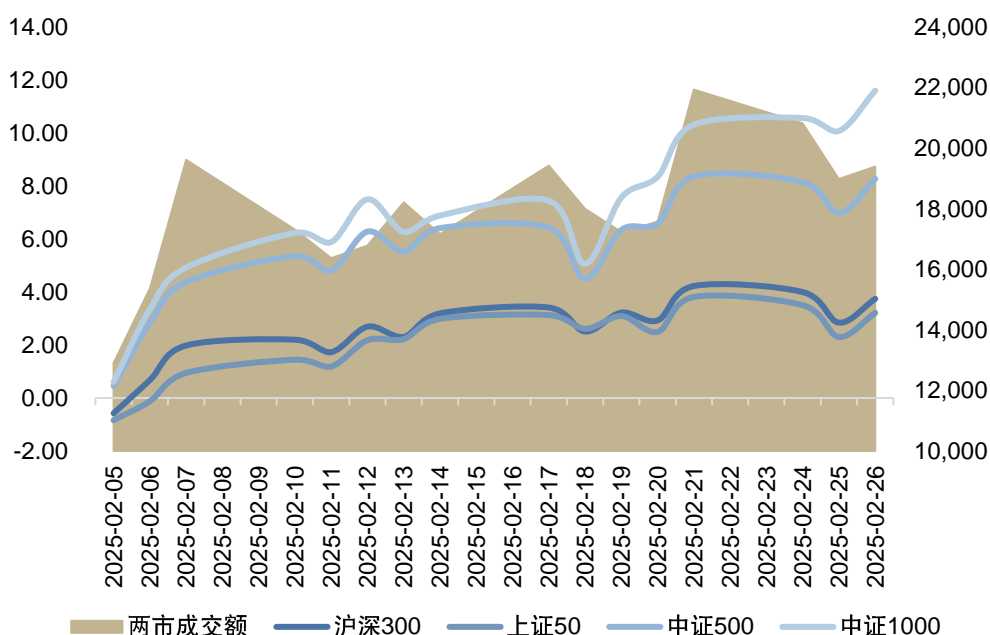
资料来源：Wind、南华研究

3. 股指：有待重新出发

3.1 震荡上行

2月股指震荡偏强。两市成交额中枢有所上升，除了年后首个交易日不足1.5万亿元以外，其余均维持在1.5亿元以上，甚至一度突破2万亿元。

图 3.1：规模指数 2 月以来表现（左：涨跌幅，%；右：两市成交额，亿元）



资料来源：Wind、南华研究

科技板块成为主线。春节期间，deepseek、人形机器人等相关话题火爆并持续发酵，成为市场热点，提振了市场情绪，带动节后相关科技板块强势，成为春节以来的行情主线。科技板块的持续强势也在指数风格表现上有所体现，截至2025年2月26日，2月沪深300指数上涨3.74%，上证50指数上涨3.21%，中证500指数上涨8.27%，中证1000指数上涨11.60%，春节后中小盘股指走势相比大盘股指优势明显。

市场对两会预期反应较平淡。全国两会将于3月初召开，近期逐渐步入两会窗口期。两会上或将公布的利好政策预期本该对指数有一定推动作用，但从本周指数表现来看，由于前期部分科技板块已获得较大涨幅，资金获利了结意愿上升，指数出现了回调的倾向。由此可见市场对两会政策预期反应并不明显，原因可能为9·24行情后，利好政策持续推出、落地，使市场对利好政策预期逐渐减弱。

海外因素是当前主要风险。特朗普上任后，关税政策反复，全球贸易摩擦风险上升，对全球通胀尤其是美国通胀增加了较大的不确定性，再加上美联储降息预期降温，对全球货币政策宽松形成一定的制约。

总体而言，2月行情由科技板块主导，震荡上行，短期出现回调倾向，是否意味着科技板块已充分定价还有待观察。3月重点关注两会召开情况，会议内容与市场预期对比将是下一阶段影响行情走势的重要因素。

3.2 产业驱动或仍是主线

二月股指走势整体震荡上行，部分涨幅是反映的基本面乐观预期，但主要是受到科技行业估值提升拉动。展望三月，市场主线可能围绕两条路线运行：一是针对两会信息，市场政策预期以及对于基本面预期的变化；二是科技行业引领作用动能变化。我们分析认为，两会若无超预期政策基调变化，三月A股走势大概率继续受科技行业引领，走势震荡或跟随科技行业波动而波动。

一、两会之后是新的开始吗？

回顾历年股指走势，三月、四月多以震荡为主，主要原因是在两会之后，市场在等待政策的具体落实以及经济数据的验证，尤其是在两会上对于政策表述没有超预期的情况下，经济预期变化不大，股市一时缺乏进一步驱动。今年与往年的不同之处有以下几点：一是政策引导较为积极，若这种偏积极的政策引导延续，结合经济数据回暖，股市会在两会内容公布，以及月中经济数据公布两个时点，存在进一步上冲的可能；二是外围因素扰动加强，特朗普上任之后，关于关税政策的推进仍有较多不确定性，若对等关税四月开始，三月更多关税细节披露，那么三月市场整体的风险偏好大概率承压；三是产业驱动力量不容小觑，2月股市走势受科技行业驱动明显，三月若基本面变化平淡，那么交易龙头带领股指走势的可能性较大。

关于两会的预期，主线市场预期为“稳增长、调结构、防风险、惠民生”，财政政策此前预告会进一步宽松，市场预期赤字率会破3%，至3.5%-4%，同时超长期特别国债规模由2024年的1万亿增长至1.5-2万亿元，专项债则有3.9万亿元增至4.5-6万亿元。支出结构重点放在提振内需、科技创新以及民生保障等方面。这是市场预期的大方向，对于股市走势可能产生较大扰动的，一是政策、经济定调是否会超市场预期；二是关于产业的提法是否能够对于当下科创热度形成进一步支撑。

基于当下的市场预期，两会信息对于A股走势的影响可能呈现以下几种情况：1、两会定调基本符合预期，没有太多的“意外之喜”，如2023、2024年，股指走势会寻找短期新的锚点，主要为中旬的经济数据，交易龙头变化；2、两会定调超预期，基本面乐观预期会驱动股指走势中枢上行，风险偏好整体回暖；3、两会定调基本符合预期，但是对于科技的相关提法“焕然一新”，支撑科技概念定价重估，那么2月类似行情或延续较长时间。

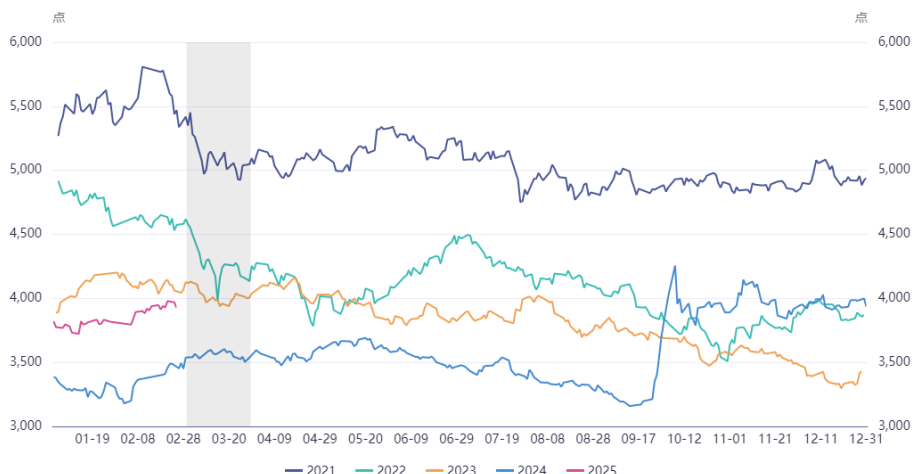
图 3.2：2020 年至 2024 年两会定调对比

维度	2020-2022 年	2023-2024 年
赤字率	2020 年 3.6%→2022 年 2.8%	2023 年 3%→2024 年 3%（实际赤字率更高）
债务工具	抗疫特别国债、专项债为主	超长期特别国债+专项债，中央加杠杆趋势明显

减税降费	普惠性为主，规模逐年缩减	结构性减税，聚焦科技创新与制造业
支出重点	基建、抗疫、民生	科技、安全能力建设、绿色转型
风险防控	隐性债务化解初步启动	系统性化债方案深化，严控地方新增项目

资料来源：Wind 南华研究

图 3.3：近五年沪深 300 走势季节性图一览



资料来源：Wind、南华研究

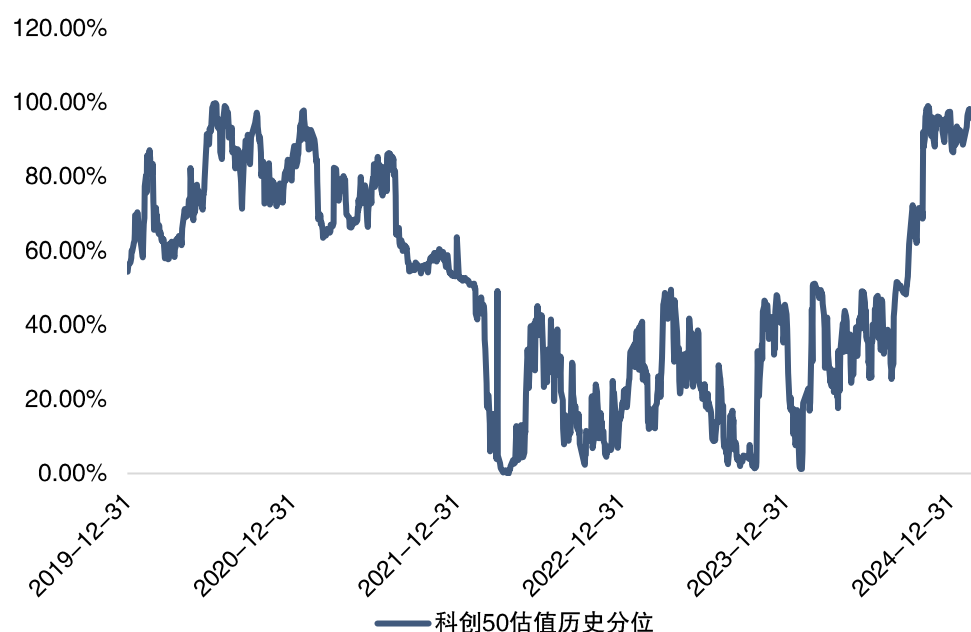
二、产业驱动动能几何？

从近期交易以及前期科技行业领涨阶段回顾看，科技行业短期上涨主要受几个方面的驱动：一是行业龙头财务数据超预期乐观，如阿里巴巴2024年三季度财务数据，英伟达四季度财报等，对市场信心形成支撑；二是新的研发、产品推出，如前期的chatGPT以及本轮的Deepseek，为市场注入新的活力，助力产业升级，估值重塑；三是政策支持，支出重点向科技行业偏移等，对于科技产业发展升级大有裨益，若两会提出将AI技术深度融入千行百业，“人工智能+”上升为国家战略，将直接利好科技概念，助力科技企业长期估值重塑。

目前科技上行，市场犹豫的点主要有二：一，当前从指标来看科技概念行至今日，已有过热倾向，春节至2月27日，科创50上涨近18%，对比沪深300指数上涨近4%，是其4.5倍。从科技50指数估值分位来看，924政策之后，估值持续攀升，目前所处历史分位已经超过99%。此外，以TMT行业为代表的科技行业，市场成交额占有所有行业成交额比重2月最高达到47.45%，市场交易过热迹象明显，部分多头逢高止盈，表现为科技概念上涨连续性下降，且近期吸筹率呈现回落态势。二、基本面变化、政策面支持存在不确定性。尽管2月呈现科技引领股指走势的态势，但有一定的特殊性，既基本面预期变化不大。从长远来看，市场中枢运行仍将围绕基本面预期变化，后续若政策面没有明显超预期，经济维持偏弱运行，那么市场对于股市的交易积极性或受基本面未明显好转抑制，科技概念的上涨势头将会受到系统性风险偏好低迷的桎梏。

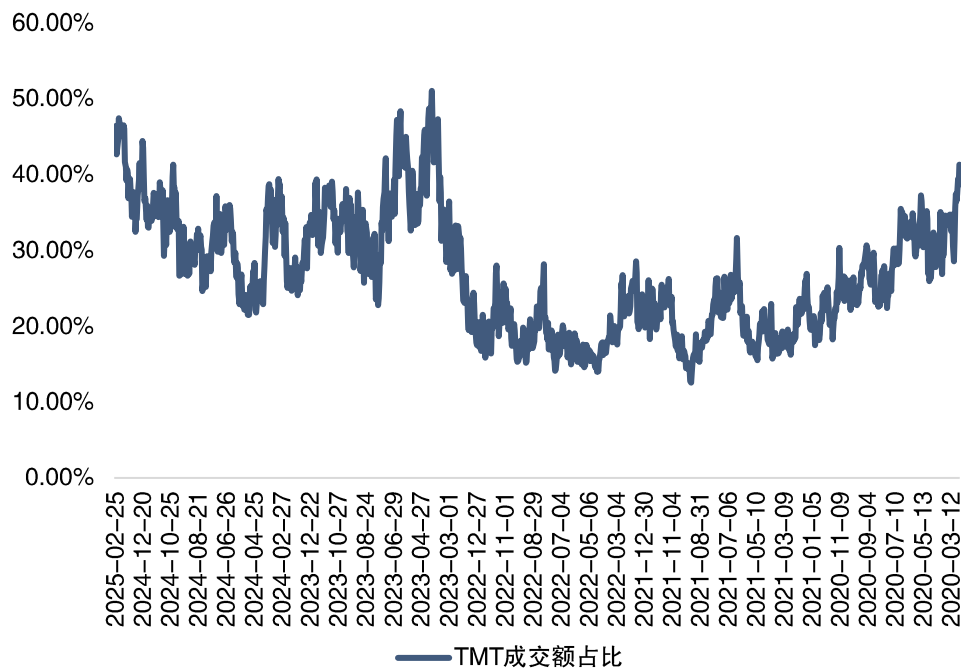
回顾chatGPT引领的科技行业上涨，上一轮市场热度持续大约四到五个月左右，之后伴随经济基本面的悲观预期，风险偏好回落，概念交易热度下降，科技板块整体随A股系统性回落。所以综合来看，产业驱动科技概念动能与其自身产业支持有关，与整体的基本面预期也不可剥离。其走势伴随后续政策及经济预期更加明朗化，可能存在以下情形：1、基本面整体政策定调超预期，市场风险偏好整体上扬，A股市场系统性走强，科技板块受政策、资金助力，以交易龙头的形势，进一步扩大股指涨幅；2、两会整体定调平淡，风险偏好变化不大，但对于产业支持加码，科技行业上行，但力量渐缓形成结构性行情，逐渐不能驱动股指走势方向被动跟随；3、风险偏好变化不大，科技概念过热修正，股指走势承压回调。

图 3.4：科创 50 估值历史分位变化



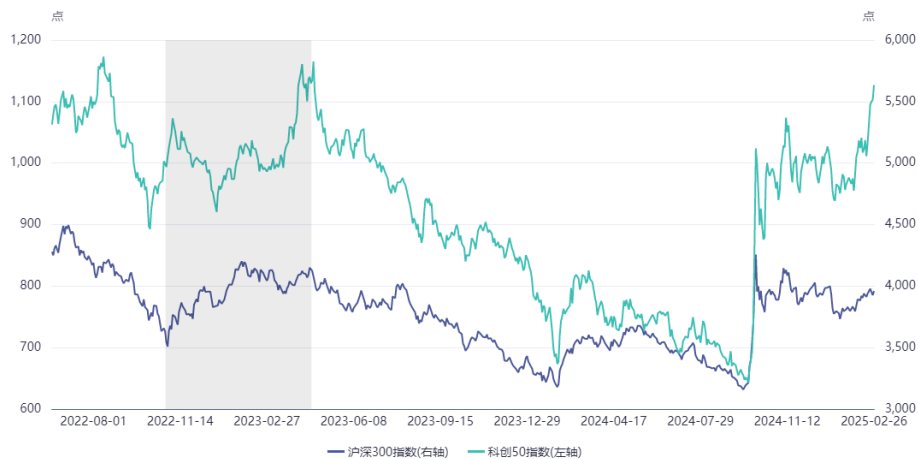
资料来源：Wind 南华研究

图 3.5：科技行业吸筹率变化



资料来源：Wind、南华研究

图 3.6：上一轮科技热潮股指表现

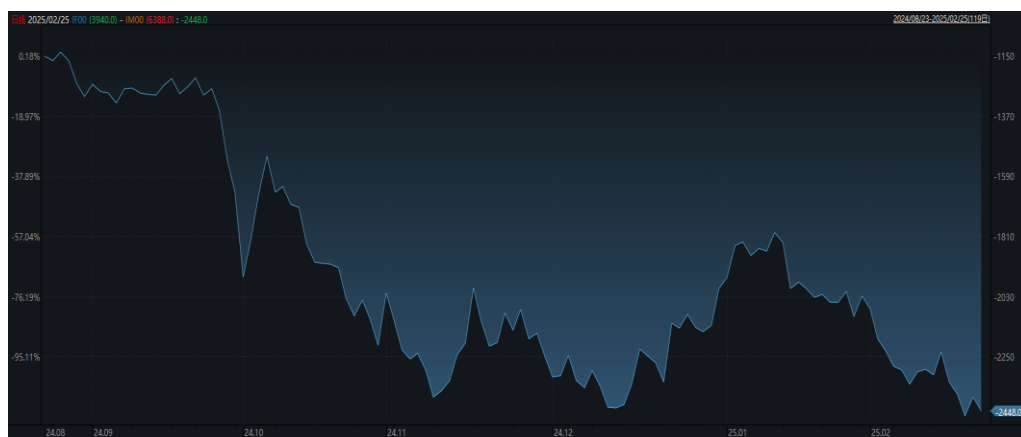


资料来源：Wind、南华研究

3.3 规模指数选择

从走势趋势来看，IF/IM自11月开始，波动最小值逐步下降，主要受游资炒作以及科技概念热炒影响，目前来看，两者比值随着科技大幅上涨，再度下降至低点，或存在进行多IF、空IM的阶段性的交易机会，但是游资炒作以及科技概念短期仍有继续推动小盘偏强的可能，所以操作风险也较大，若科技板块仅出现短暂快速回调，之后政策、资金继续提供支持，则IM或继续表现更佳，可对应布局小盘期指多单。

图 3.7：多 IF 空 IM 走势表现

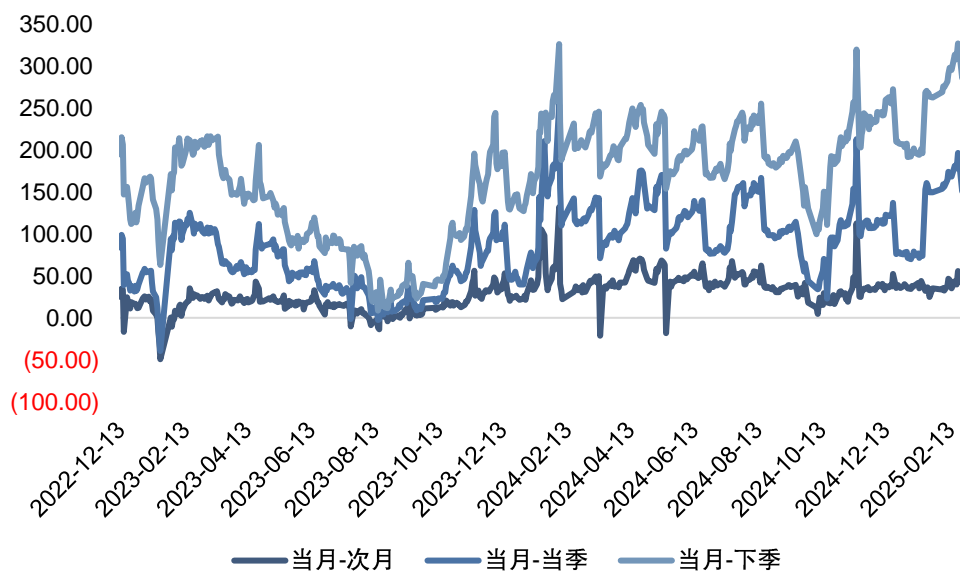


资料来源：Wind 南华研究

3.4 衍生品交易策略

结合以上分析，我们认为若两会没有超预期信息，期指单边交易机会或不多，若两会内容提升系统性风险偏好，则可直接布局期货多单。此外，期指跨期套利，品种上也存在较大的不确定性，可以适当关注近远月套利，目前远月贴水明显，以IM为例，当月合约与下季合约价差近300，到达历史较高水平，伴随三月不确定性逐步落地，可尝试做空近远月价差。

图 3.8：IM 跨期价差

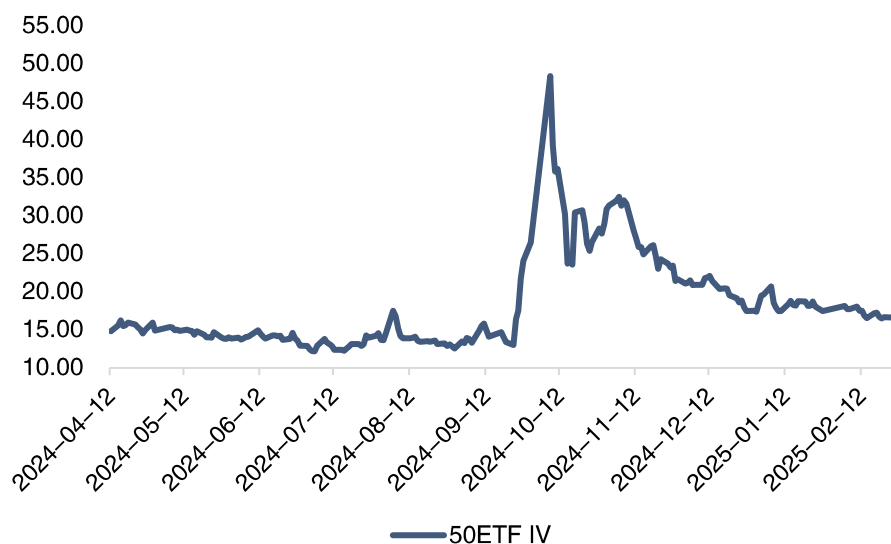


资料来源：Wind 南华研究

期权层面，2月随着股指走势上涨，期权隐波反而下降，体现了对于2月走势，市场预期的一致性，进入三月，鉴于政策、经济预期的不确定性，科技走势延续的不确定性，期权隐波存在上涨的潜能，2月展望中推荐的牛市价差策略，可以止盈离场，3月或不再适用。出于对波动率上涨的预期，3月期权可采用买入跨式期权策略

(双买策略), 即买入看涨期权的同时, 买入相同手数, 相同行权价和到期月份的看跌期权, 博取波动率扩大的收益, 最大损失为买入所花费的期权费。

图 3.9: 期权隐波走势



资料来源: Wind 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

