

2025 年二季度股指展望 | 2025 年 3 月 外部风云下曲折前行

往期精彩研报
2024 年 12 月金融资产配
置：
跨年可期
2025 年年度股指展望
长风破浪会有时

核心观点：

一季度，股指受国内外因素共同作用，震荡上涨。展望二季度，国内方面，从去年 10 月至今数轮重要会议导向来看，二季度政策面超预期的可能性仍不大，在经济数据弱而不倒的情况下，国内基本面对股指走势二季度影响或有限。外部因素将是 A 股走势的主要扰动项，经过我们分析认为，二季度美国经济大概率延续弱势，将使得外资流出美股，流入 A 股，对 A 股走势形成支撑，但主要风险在于，关税政策引发国内基本面预期回落，风险偏好整体下行。

风险点：国内政策超预期，地缘政治恶化，国内外经济基本面超预期

南华研究院 权益与固收研究组
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

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 2025Q1 复盘：内外利好驱动指数整体上行	1
2. 外部扰动明显	4
2.1 外资及风险偏好牵动 A 股走势	4
2.2 美国经济趋势分析	5
2.3 关税政策导向	8
3. 2025 年二季度策略思路	10

目录

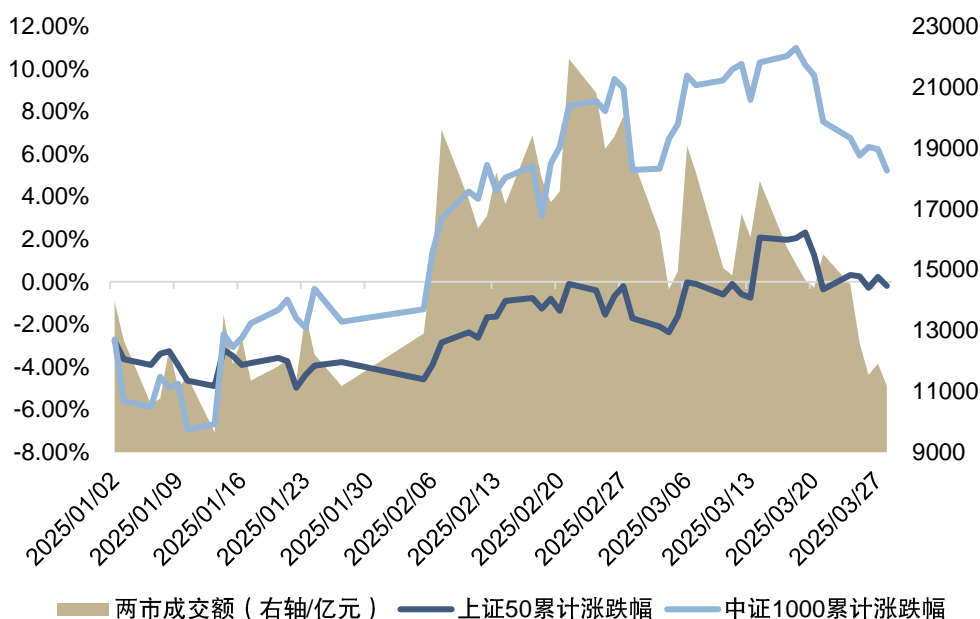
图表

图 1.1: 2025 年第一季度 A 股走势	1
图 1.2: 各行业成交量一览	2
表 1.1: 关税政策消息时间线	2
图 2.1: 富时 A50 上涨往往伴随外资流入 A 股	5
图 2.2: 富时 A50 走势与两市成交额对比	5
图 2.3: 美国 GDP 占比情况 (%)	6
图 2.4: 2025 年 3 月 FOMC 会议经济预测情况	7
图 2.5: 标普制造业与服务业 PMI 数据	7
图 2.6: 美国制造业和服务业 PMI 物价指数	7
图 2.7: 今年以来美国裁员人数逐步攀升	8
图 2.8: 美国消费者信心指数走势一览	9

1. 2025Q1 复盘：内外利好驱动指数整体上行

2025年第一季度A股整体震荡偏强，中小盘股指表现相对强势，两市成交额基本维持在1万亿元以上。1-2月股指整体震荡上涨，3月呈倒“V”走势，3月下旬股指回调，中小盘股指前期上涨幅度更大，调整幅度也更大。

图 1.1：2025 年第一季度 A 股走势

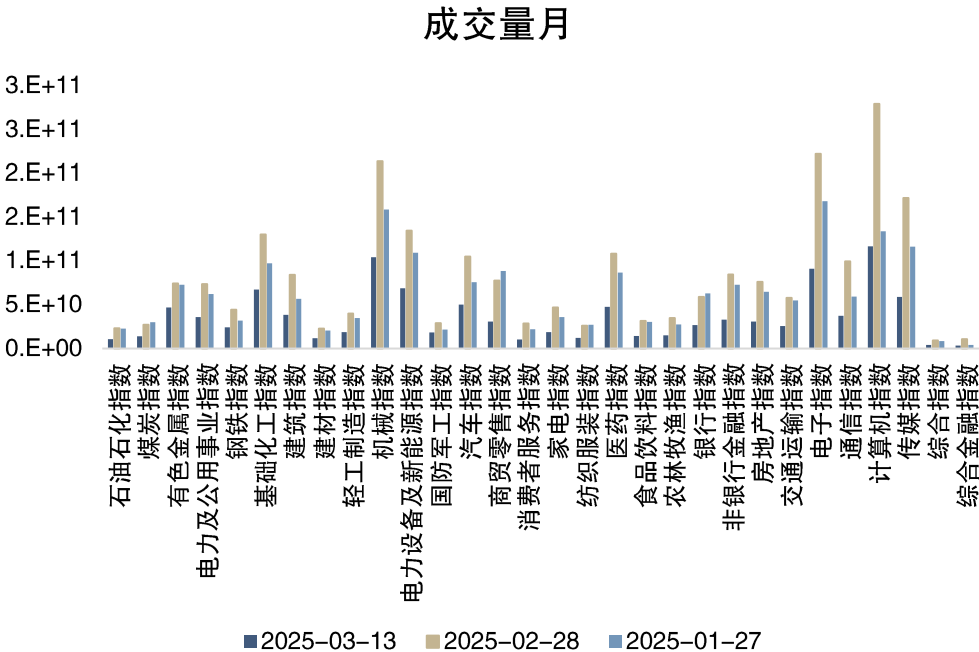


资料来源：Wind、南华研究

年前消息面平淡，指数上下变化幅度均不大。年前最受市场关注的大事为特朗普正式上台，但由于其就职演讲中未提及过多对其他国家征收关税相关内容，市场反应略显平淡。此外，1月14日，证监会系统工作会议再次强调了稳市场的决心，一定程度上提振了市场情绪，当天四大股指集体大涨。后续由于基本面信息面较平淡，国内方面等待两会定调，市场乐观驱动的持续性有所不足，在没有增量资金流入的情况下，指数涨幅放缓，回归震荡行情。

年后国内外重要消息层出不穷，多空交织，影响因素相较年前复杂，指数整体在内外利好因素的驱动下震荡偏强。主要利好一是利好消息刺激下科技板块爆发成为市场主线。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，带动节后相关科技板块强势，成为春节以来的行情主线，也使得该阶段中小盘股指走势相比大盘股指优势明显，节后中证1000指数15个交易日涨幅达到11.60%。二是美国经济衰退担忧促使外资流入A股。美国部分经济数据，比如ADP就业数据大幅不及预期，再加上特朗普讲话表示“不排除今年美国经济衰退可能性”，叠加关税政策发酵，引发美国经济衰退担忧，美股回落，外资流出美股，流入A股，为A股走势形成支撑，同时流动性也一定程度延长了科技龙头的主线上行时间。

图 1.2: 各行业成交量一览



资料来源: Wind、南华研究

国内基本面信息基本在市场预期之内，一季度最为关注的即两会，市场对两会及后续政策反应较平淡。由于去年9·24行情后，利好政策持续推出、落地，后续市场对政策面超预期的标准有所提高，即政策面刺激市场情绪明显提振需要更大力度的利好政策落地，而去年11月、12月两次重要会议内容基本在市场预期之内，使得市场对两会召开前的政策预期有所减弱，召开后对相关文件及政策发布，存在长期支撑股市发展的亮点，但短期超预期刺激有限，市场反应也都相对较平淡，指数当日虽有所反应但后续持续性有限。这也导致科技回调，市场缺乏主线衔接，股指3月下旬开始缩量下修。

此外，关税政策反复，外围风险不确定性增加，市场风险偏好有所回落，交易偏谨慎。特朗普正式上台后自2月开始关税政策反复，一方面影响美国未来经济增长，另一方面通过增加通胀压力影响美联储降息节奏，使得外围风险不确定性增加，对A股产生一定扰动，期间股指几次回落都一定程度上受到关税政策的影响。

表 1.1: 关税政策消息时间线

时间	关税政策相关消息
2月1日	美国总统特朗普签署行政令，计划从2月4日起对加拿大和墨西哥进口商品加征25%关税；对中国的进口商品加征10%的关税，并取消了价值低于800美元的包裹关税豁免政策，从中国邮寄的包裹必须正式进入海关。
2月3日	特朗普宣布暂缓实施对加墨加征关税30天。
2月4日	美国邮政公告称，将从4日起暂停接收来自中国内地和香港邮局的入境包裹，直至另行通知为止。

2 月 5 日	美国邮政公告称，美国邮政将继续接收来自中国内地和香港邮局的入境包裹。
2 月 7 日	特朗普宣布撤回叫停“最低限度”关税豁免政策，直到“商务部长通知总统已建立充分的机制，能够全面、迅速地处理和征收关税”。
2 月 27 日	特朗普表示，美国计划下周对从中国进口的产品征收额外 10% 的关税，并计划对来自加拿大和墨西哥的产品征收 25% 的关税。
3 月 3 日	美方宣布以芬太尼等问题为由，自 3 月 4 日起对中国输美产品再次加征 10% 关税。并明确对加拿大和墨西哥的关税于 3 月 4 日生效，税率定为 25%，但对加拿大能源产品仅征收 10% 关税。
3 月 4 日	中国国务院关税税则委员会称自 3 月 10 日起对原产于美国的部分进口商品加征关税。
3 月 11 日	特朗普宣布，将对从加拿大进口的钢铝产品加征 25% 关税，令其总税率提升至 50%，相关措施定于 3 月 12 日生效。当天晚些时候，美国白宫贸易顾问纳瓦罗表示，12 日不会对加拿大钢铝产品征收 50% 的关税。
3 月 12 日	对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税的计划生效，该关税对象包括美国的盟友，以及钢铁和铝的主要供应国加拿大及墨西哥。
3 月 14 日	特朗普表示除非欧盟立即撤销针对美国产威士忌 50% 的关税，否则美国将“很快”对欧盟葡萄酒、香槟及其他酒类产品征收 200% 关税。
3 月 18 日	美国财政部长贝森特表示，针对各国贸易限制措施的“关税编号”将在 4 月 2 日正式生效。15% 的国家将占据大部分被征收关税的份额。
3 月 25 日	美国总统特朗普宣布，将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收 25% 的关税，相关关税将于 4 月 2 日生效。
3 月 26 日	英国、印度考虑抢在 4 月 2 日前降低对美税收，以避免美国关税打击。其中，印度拟对 230 亿美元美国商品削减关税，并取消有争议的 6% 数字税。英国正在考虑调整其对美国科技公司征收的数字服务税。
3 月 27 日	美国总统特朗普表示，将对所有未在美国制造的汽车加征 25% 的关税，将对制药行业和木材征收关税。

资料来源：同花顺、南华研究

总的来看，一季度股指交易主要依靠科技概念行情主线以及外资流入支撑，后市流动性层面的变化对于二季度走势仍至关重要，国内基本面的影响或相对淡化。

2. 外部扰动明显

根据一季度复盘我们发现，在国内政策按照预期公布与实施，经济数据暂时维稳的情况下，由于没有“意外之喜”，国内基本面对于股市走势影响相对有限。这种背景之下，二季度股指走势大概率受外围因素影响阶段性波动。经过我们分析认为，二季度美国经济大概率延续弱势，将支撑“东升西落”行情延续，但主要风险在于，关税政策引发国内基本面预期回落，风险偏好整体下行。

2.1 外资及风险偏好牵动 A 股走势

二季度，我们认为外部因素变化对于 A 股的影响主要表现为外资的流入/流出，外部因素带来的市场风险偏好变化。

外资流动一方面会对于国内交易活跃度产生影响，进而加大资金流对于股市走势的冲击；另一方面资金流入/流出 A 股，本身将使得 A 股走势动力发生变化。由于北向资金去年开始已经不在进行日度公布，所以在跟踪外资流动变化上没有直接的数据，不过通过走势对比我们发现，北向资金走势与富时 A50 走势拟合度较高，所以大致可以跟踪富时 A50 走势推测外资流动变化。外资流动在国内因素变化不明显的情况下，主要受美国经济预期变化影响，例如一季度由于美国就业、PMI 等数据片低迷，叠加关税政策，美国经济衰退预期上升，美股快速回落，外资阶段性倾向于流出美股，流入 A 股。

风险偏好变化与外资流动存在部分联动效应，但也有阶段性独立情况，在风险影响因素尚未落地的情况下，资金流动的影响似乎更加明显。如 2 月底以来，由于关税政策影响，国内风险偏好回落，表现为两市成交额整体萎缩，但由于 A 股存在相对优势，出现所谓的“东升西落”交易，外资整体倾向于净流入，所以尽管风险偏好回落，外资流入支撑 A 股在 3 月震荡偏强。

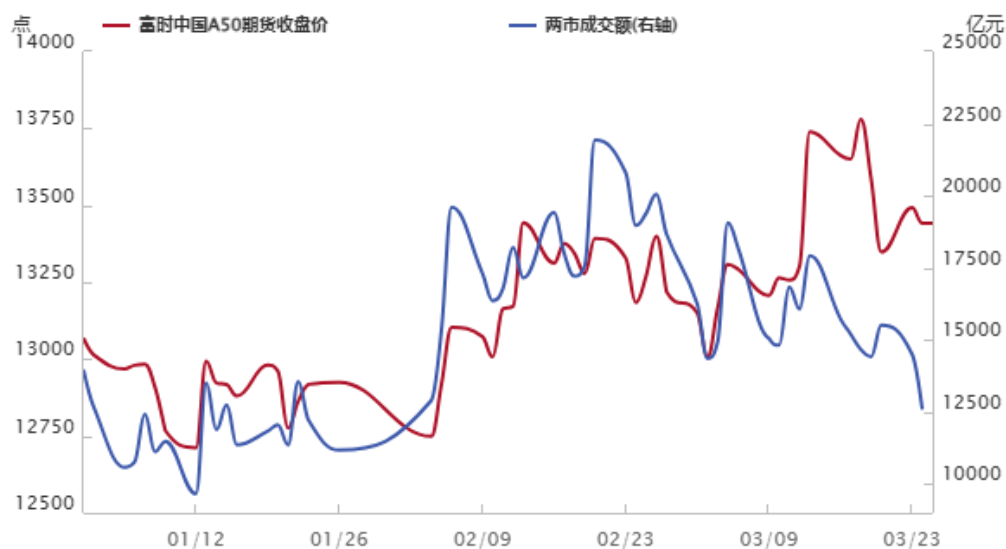
从资金流动和风险偏好两个维度出发，我们需要重点分析二季度美国经济预期变化情况以及关税可能的变化。

图 2.1: 富时 A50 上涨往往伴随外资流入 A 股



资料来源: Wind、南华研究

图 2.2: 富时 A50 走势与两市成交额对比



资料来源: Wind、南华研究

2.2 美国经济趋势分析

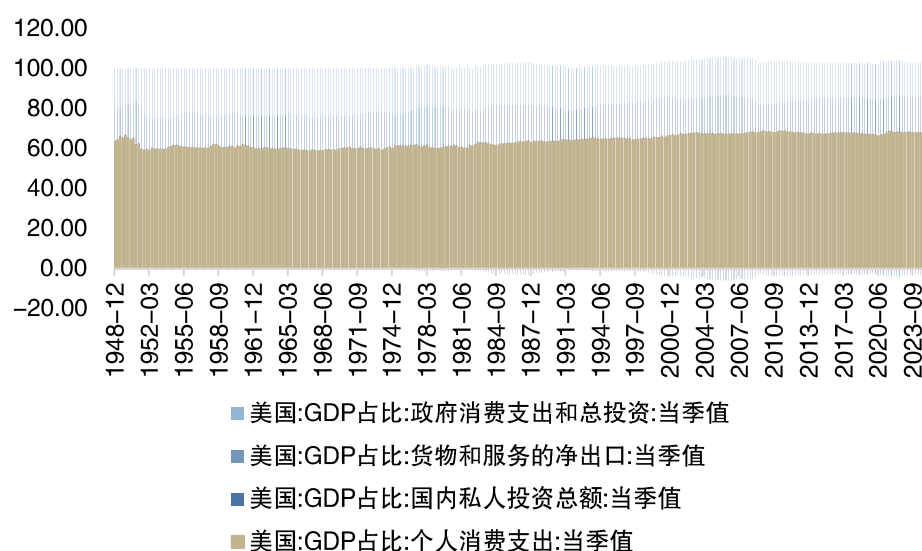
2月以来关税政策发酵,美国经济数据低迷以及FOMC会议下调经济预期,市场对于美国衰退预期进一步加深。从A股的视角出发,若美国经济衰退预期进一步加深,在没有引发全球系统性风险偏好下滑的情况下,外资流入可以对于A股形成支撑,同时,为改善美国国内经济局面,美联储货币政策倾向于宽松,发展方向大概率更加有利于国内股市。反之,若美国国内经济衰退预期好转,前期数据层面展示经济下滑隐忧出现扭转,则外资流出压力以及政策端发展或整体对于A股形成压制。

美国作为消费大国，消费占其GDP的68%以上，消费的增速情况直接影响经济走势，而消费的可持续性高度依赖生产端（制造业）和服务供给端（服务业）的协同。PMI的重要性尤为突出，这与其经济结构、政策传导机制和市场敏感度密切相关。2月以来市场对于美国经济衰退预期逐步加深，除了关税政策带来的隐忧之外，数据层面，PMI数据显示经济增长动能低迷，是主要诱因之一。所以展望后市美国经济发展状况，我们从PMI角度出发进行分析。

美国3月Markit制造业PMI初值49.8，跌至荣枯分界线之下，不及预期的51.8，而2月前值为52.7，2月数据录得2022年中期以来的最高水平，市场一度认为制造业回暖；3月Markit服务业PMI初值54.3，好于预期的51，2月前值为51。2月数据显示制造业偏强，服务业走弱，但3月数据又扭转了这一局面，服务业PMI数据表现亮眼，但是市场分析认为，3月制造业在1-2月关税“抢跑”行情过后，回归疲软，而3月份服务业回升，是因为1月和2月恶劣天气条件抑制了许多州的活动，3月业务集中释放，数据可能是暂时的反弹，所以从一季度公布的数据来看，美国PMI弱势趋势一定程度上可以说并没有扭转。

成本层面，受关税政策以及地缘政治扰动进一步加剧预期影响，制造业与服务业物价指数逐步攀升，根据彼得森国际经济研究所（PIIE）测算，美国企业通常将关税成本的50%-80%转嫁给消费者，这将对消费者需求形成一定打击，若消费疲软，企业利润受到打击，将降低企业投资意愿，甚至出现裁员，进而形成经济下滑的恶性循环。今年以来挑战者企业裁员人数不断攀升，二月裁员人数环比飙升245%，与失业率提升相呼应，这种就业低迷状况若进一步延续，或反应当前消费低迷，成本上涨带来的美国经济下行状况仍在延续，有利于“东升西落”行情的延续。

图 2.3: 美国 GDP 占比情况 (%)



资料来源: Wind、南华研究

图 2.4: 2025 年 3 月 FOMC 会议经济预测情况

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

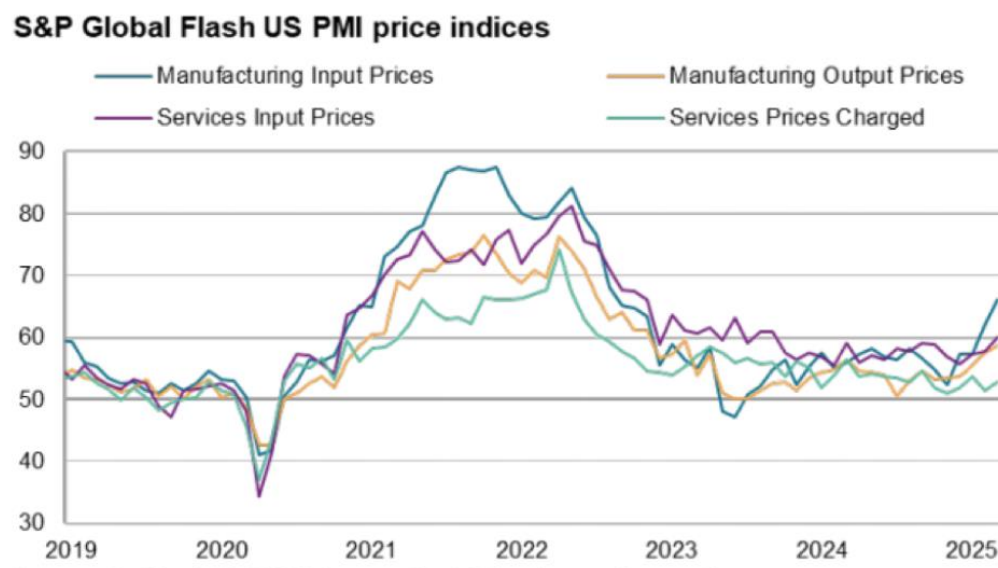
资料来源: Wind、南华研究

图 2.5: 标普制造业与服务业 PMI 数据



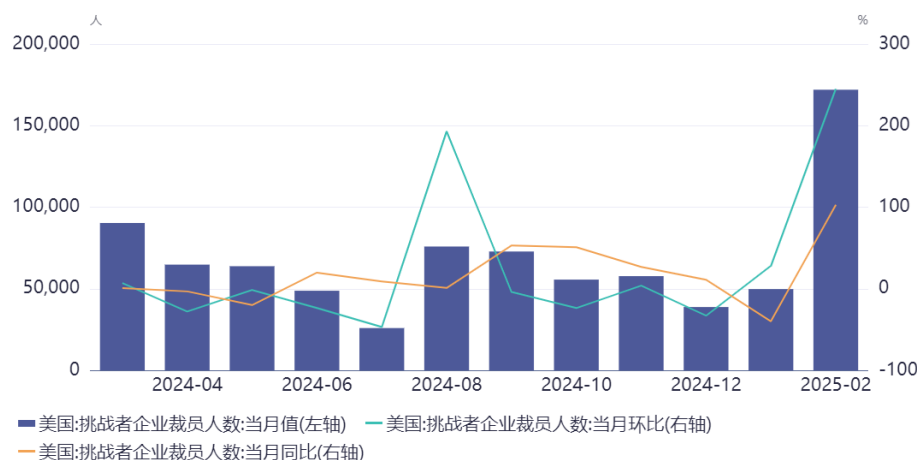
资料来源: 标普、华尔街见闻、南华研究

图 2.6: 美国制造业和服务业 PMI 物价指数



资料来源：Wind、南华研究

图 2.7：今年以来美国裁员人数逐步攀升



资料来源：Ifind、南华研究

2.3 关税政策导向

我们分析可以发现影响美国成本提升、投资下滑的一个重要事项，即特朗普的关税政策。由于关税政策提升通胀，关税政策加码，还对于美联储实施宽松的货币政策形成抑制。所以关税政策的后续路径，也是影响二季度美国经济预期的重要一环。同时，借鉴2018–2019年贸易摩擦时，A股行情，不难发现，地缘政治冲突对于A股风险偏好的打击较为沉重，而且2018–2019期间，美国最终对约3700亿美元中国商品实施25%或7.5%的税率，其余部分暂缓，而今年加征关税比率更高，涉及额度更大，对于所有输美商品加征关税已经达到20%，若4月2日再进行加征，对于国内经济基本面预期打击，将不可避免带动股市回落。所以关税政策导向是二季度A股走势的重要观测事件。

美国时间4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，该关税将于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准。特朗普还宣布对进口汽车加征25%的关税，将于4月3日生效。除了美国将对所有进口商品加征基础10%的地毯式关税，部分国家与地区将面临更高税率，目前总统行政令仍未在白宫官网发布具体附录细则税率内容，但从特朗普的表述来看，对等税率更高的经济体包括欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国大陆及港澳（34%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、泰国（36%）和越南（46%）等。我国国务院关税税则委员会宣布，国内时间4月10日，对美国商品加征34%关税，若对等关税正式实施，美国通胀压力上升，经济下行压力短期会明显提升，我国国内出口也将面临压力，所谓的“东升西落”交易，短期内将不敌国内基本面预期回落带来的风险偏好整体下行，若国内政策面逆周期调节没有超预期，预计A股会呈现偏弱运行。

由于当下美国经济消费者信心快速回落，关税政策会进一步加剧经济困境，叠加前期对于墨西哥、加拿大、中国关税政策，一方面关税计划到具体实施存在转机，另一方面加征关税力度一定程度弱于预期，后续关于对等关税也有推迟实施，降低力度等可能。若对等关税政策出现缓和可能，则一季度末所回落的风险偏好将回暖，被压抑的交易需求可能会有所释放，在美国经济状况短期堪忧的情况下，国内政策空间较大，东升西落行情或支撑A股上行。

图 2.8：美国消费者信心指数走势一览



资料来源：Wind、南华研究

3. 2025 年二季度策略思路

展望二季度，我们认为股指的策略思路主要有：一是根据关税政策实施情况，进行股指期货期权操作；二是根据美国经济预期变化带动的外资流动情况以及国内政策变化，进行股指期货阶段性低吸高抛。

由于二季度对等关税实施即便出现延期等现象，按照美国政府的一贯做法，会对于未来给出模棱两可的说辞，因此预期层面会根据市场信息出现不定期的波动，这一因素未落地前会贯穿整个二季度股市走势。当关税政策加重地缘政治风险，如对等关税实施，国内反制措施也跟随实施，预计在短期国内本身基本面预期回落的情况下，风险偏好会明显下滑，尤其是若国内经济数据出现回落或低于预期等低迷态势，再逆周期政策加码入场调节之前，预计市场会再度交易偏悲观的经济预期，股市将偏弱运行，不过由于政策端去年924以来，给予市场关于政策面的想象空间较为充足，“稳住楼市股市”今年两会也放在了较为重要的位置，当市场较为悲观时，可能会有意外政策入场，所以不建议做空期指，可以选择买入看跌期权策略。

期指策略低吸高抛时机在于地缘政治缓和、外资流入、国内政策加码。通过以上分析我们得出：当关税政策实施低于预期时，国内基本面预期维稳，风险偏好没有明显冲击，此时，由于美国经济形势偏弱，外资倾向于流入A股，这种情况下，可以逢低布局多单，低吸高抛。当国内政策加码入场时，也会对于股市预期形成支撑。由于小盘受地缘政治冲击更加明显，所以在进行低吸高抛操作时，除非科技概念引领趋势再起，此时可能会驱动IM偏强，否则建议以IF交易为主。

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 APP

