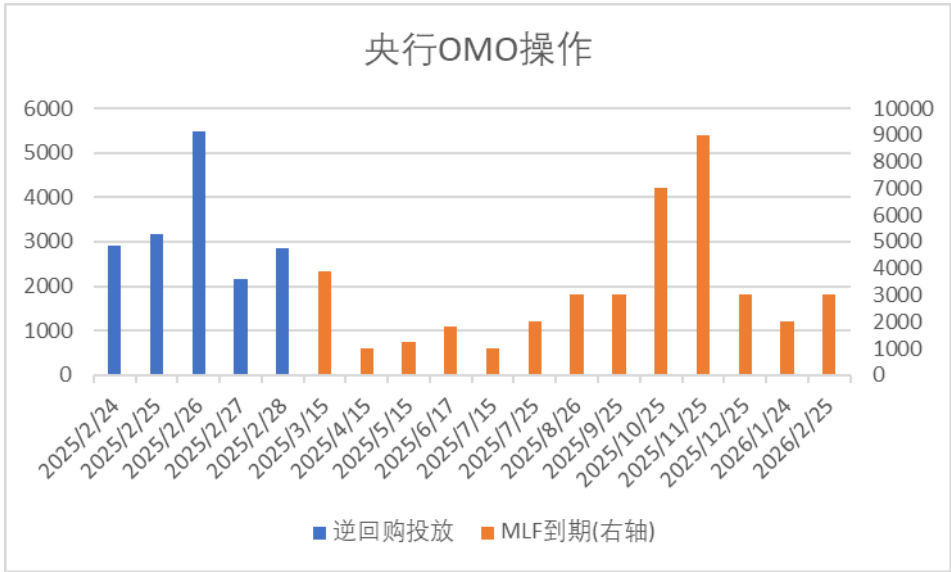


中央政治局会议召开，美国关税政策再升级

一、重要信息点评

- 1、中国 2 月官方制造业 PMI 50.2，预期 49.9，前值 49.1。中国 2 月非制造业 PMI 50.4，预期 50.5，前值 50.2。
- 2、央行继续缩量等价续做 MLF。央行 2 月 25 日开展 3000 亿元 MLF 操作，中标利率持平于 2.00%，净回笼 2000 亿元，为连续第七个月缩量续做 MLF。同日，央行还开展 3185 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%，当日有 4892 亿元逆回购到期，净回笼 1707 亿元。
- 3、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，这将适用于汽车和其他物品。
- 4、美国 2024 年第四季度实际 GDP 年化修正值环比升 2.3%，预期升 2.3%，初值升 2.3%，第三季度终值升 2.8%。
- 5、美国 1 月核心 PCE 物价指数同比升 2.6%，预期升 2.6%，前值从升 2.8% 修正为升 2.9%；环比升 0.3%，预期升 0.30%，前值升 0.20%。
- 6、2 月 27 日周四，美国商务部公布的数据显示，美国 1 月耐用品订单环比初值 3.1%，预期 2%，前值 -2.2%。
- 7、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。
- 8、当地时间 2 月 28 日，美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基在白宫举行会谈。会谈过程中，双方在媒体前爆发激烈争吵，泽连斯基提前离开白宫。原计划的联合记者会被取消，美乌矿产协议未能签署。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

上周央行 OMO 投放 16592 亿, 同时到期 15261 亿, 共计净投放 1331 亿。此外, 2 月 MLF 到期 5000 亿后等价续作 3000 亿, 净回笼 2000 亿。

	2025/2/28	2025/2/21	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/29	环比变化
高炉开工率	78.31	77.66	78	78.69	75.61	↗
	2025/2/26	2025/2/19	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/27	环比变化
水泥沥青开工率	28.5	26.4	24.4	25.9	23.2	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率回升, 同时水泥沥青开工继续上行。

	2025/2/23	2025/2/16	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/24	环比变化
土地成交面积	1182.4551	1436.4101	1607.4799	4426.9087	363.1038	↘
土地成交溢价率	18.39	4.81	9.21	1.97	0.65	↗
商品房成交面积	22.23310029	17.14571286	6.864596429	69.92237714	13.41749343	↗
一线商品房成交面积	6.209723143	4.318279286	1.152262857	15.52388129	3.251339429	↗
二线商品房成交面积	10.43952557	8.705039429	3.364589571	42.359401	7.374822857	↗
三线商品房成交面积	5.583851571	4.122394143	2.347744	12.03909486	2.791331143	↗
二手房价格	156.77	157.06	157.94	157.25	173.64	↘
一线二手房价格	197.83	197.84	196.17	195.15	218.05	↘
二线二手房价格	147.23	147.66	148.75	148.04	164.16	↘
三线二手房价格	135.6	135.81	136.77	136.45	151.91	↘
四线二手房价格	115.16	115.33	116.26	114.93	123.44	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

地产数据方面, 土拍面积小幅回落背景下溢价率明显上行, 同时商品房成交面积回升, 但二手房价格回落, 地产数据表现尚可。

	2025/1/31	2024/1/31	2023/1/31	2022/1/31	2021/1/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2084601	2080051	1322743	1888072	1380939	0.22%
厂家零售: 当月累计值	1897517	2040066	1257475	2088608	1581524	-6.99%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

汽车销量方面, 25 年 1 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 0.22%及 -6.99%, 春节错位背景下汽车销量数据有所回落。

	2025/2/23	2025/2/16	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/24	环比变化
集装箱吞吐量	591.9	554.6	601.5	560.6	471	↗
	2025/3/1	2025/2/22	2025/1/31	2024/12/31	2024/3/1	
CCFI指数	1250.65	1318.71	1505.1	1515.07	1352.4	↘
CICFI指数	699.19	706.82	728.86	734.62	879.34	↘
	2025/2/28	2025/1/31	2024/12/31	2024/11/30	2024/10/31	
韩国前十日出口	0.8	3.2	12.2	-17.9	33	↘
韩国前二十日出口	16	-5.1	6.8	5.7	-3.1	↗
韩国出口	1	-10.2	6.6	1.3	4.6	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续向下, 同时韩国 2 月出口数据有所回升。

	2025/2/28	2025/2/21	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/29	环比变化
农产品价格	119	120.58	128.77	121.95	127.88	↘
猪肉价格	20.86	21.45	23.35	22.36	20.36	↘
粮油价格	112.72	113.55	113.73	114.04	116.3	↘
蔬菜价格	4.91	4.94	5.72	5.15	5.51	↘
水果价格	7.47	7.49	7.49	7.25	7.23	↘
PTA价格	4961	5088	5020	4770	5900	↘
涤纶长丝价格	7250	7300	7300	6945	7850	↘
聚酯切片价格	6200	6265	6355	6060	6980	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回落。其中, 水果蔬菜价格有所下行, 同时猪肉价格降至 20.86 元。纤维方面价格有所回落。猪肉价格在春节假期后大幅走弱。

	2025/2/28	2025/2/21	2025/1/31	2024/12/31	2024/2/29	环比变化
煤炭价格	690	719	753	765	922	↘
石油价格	73.18	74.43	76.76	74.64	83.62	↘
铜杆价格	77560	78110	75920	74400	69380	↘
铝价	20620	20830	20080	19790	18870	↘
钢材价格	95.79	96.17	96.17	97.47	111.92	↘
沥青价格	3750	3790	3600	3570	3550	↘
水泥价格	119.76	118.23	120.86	130.08	107.29	↗
MDI价格	18200	18400	18200	18100	16700	↘
浮法玻璃价格	1405.1	1405.1	1388.6	1396.8	2068.8	----
工业品指数	3799.86	3867.52	3861.58	3777.47	4004.38	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 仅水泥价格有所回升, 其余均有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-1.31	-3.70	-2.09
COMEX黄金	-2.91	0.78	8.57
LME铝	-3.13	-0.86	2.06
LME铜	-2.07	2.55	6.76
CBOT玉米	-7.03	-4.23	2.40
CBOT大豆	-3.05	-1.82	1.43
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	91.43	-95.16	-92.48
美元兑人民币	317.00	326.00	-161.00
美元兑日元	134.60	-457.45	-664.45

	2025/2/28	2025/2/23	2025/1/31	2025/1/1
ICE布油	73.08	73.85	76.5	74.83
COMEX黄金	2867.3	2949.6	2831.5	2639.3
	2025/2/28	2025/2/23	2025/1/31	2025/1/1
美元指数	107.5644	106.6501	108.516	108.4892
美元兑人民币	7.2833	7.2516	7.2507	7.2994
美元兑日元	150.63	149.284	155.2045	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所回落，其中石油跌幅最小，玉米跌幅最大。ICE 布油收于 73.08 美元，跌 1.31%，COMEX 黄金收于 2867.3 美元，跌 2.91%。

上周美元指数上行 91.43BP，特朗普关税政策升级背景下美元走强。在此背景下人民币上周贬值 317 个基点，日元贬值 134.6 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	6	5	0	22	0	3	0	0	0	31
	发行规模(亿元)	175.87	116.77	0.00	245.24	0.00	6.46	0.00	0.00	0.00	427.57
上上周	数量	1	1	0	4	0	2	0	0	2	9
	发行规模(亿元)	53.20	53.20	0.00	41.38	0.00	2.24	0.00	0.00	62.30	159.11
本月以来	数量	3	3	2	11	0	4	0	0	3	23
	发行规模(亿元)	90.78	90.78	6.01	57.29	0.00	6.69	0.00	0.00	65.51	226.28
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	4	0	22	17	21	0	0	3	7	1	75
上上周	2	0	2	6	5	0	0	1	7	2	25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 75 支，其中普通混合型基金 4 支，债券类基金（10 支）少于股票类基金（60 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 427.57 亿，其中股票型基金发行规模大幅回升。

b) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-4.87	5.16	1.34
中小板指	-3.78	4.87	3.40
中证500	-3.26	4.84	2.94
偏股混合型基金指数	-3.11	4.29	4.45
万得全A	-2.53	4.74	2.91
沪深300	-2.22	1.91	-1.14
上证50	-1.61	2.14	-1.71
科创50	-1.46	12.95	9.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所下行, 其中科创 50 跌 1.46%, 跌幅最小; 创业板跌 4.87%, 跌幅最大。AI 题材炒作告一段落, 在此背景下 A 股有所下行。偏股基金指数跌 3.11%.

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	-4.21	7.58	5.18
高市净率指数	-3.54	7.86	4.44
小盘指数	-3.29	7.56	5.58
茅指数	-2.30	7.29	3.73
大盘指数	-2.14	2.06	-1.19
绩优股指数	-0.74	-0.03	-3.25
低市盈率指数	-0.32	-0.86	-2.29
低市净率指数	0.14	0.18	-1.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数跌 4.21%, 表现最差; 低 PB 指数涨 0.14%, 表现最好。市场风格大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
通信	-9.64	煤炭	-7.58	煤炭	-13.72
传媒	-8.00	石油石化	-1.06	公用事业	-6.06
计算机	-7.82	银行	-0.99	石油石化	-5.24
电子	-4.87	公用事业	-0.94	非银金融	-5.07
国防军工	-3.43	交通运输	-0.81	交通运输	-4.98
纺织服饰	0.86	钢铁	7.10	钢铁	5.82
建筑材料	1.63	电子	8.31	电子	8.02
食品饮料	1.77	汽车	9.18	汽车	10.09
房地产	2.22	机械设备	10.71	机械设备	11.78
钢铁	3.18	计算机	16.81	计算机	13.79

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 8 个上涨, 23 个下跌。其中, 国内 AI 大模型主题炒作告一段落, 在此背景下 TMT 行业涨幅有所回吐, 其中通信、传媒、

计算机及电子行业分别跌 9.64%至 4.87%，跌幅最大。另一方面，两会即将召开背景下顺周期板块相对表现较好，其中钢铁、房地产、食品饮料、建筑材料及纺织服装分别涨 0.86%至 3.18%不等，涨幅最大。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-2.29	13.43	14.36
恒生科技指数	-4.97	17.88	24.62

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

港股方面，恒生指数跌 2.29%，恒生科技指数跌 4.97%。海外衰退预期上行背景下港股有所回落。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-3.47	-3.97	-2.40
标普小盘600	-1.08	-5.83	-3.16
标普500	-0.98	-1.42	1.24
标普中盘400	-0.22	-4.44	-0.83
道琼斯工业指数	0.95	-1.58	3.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

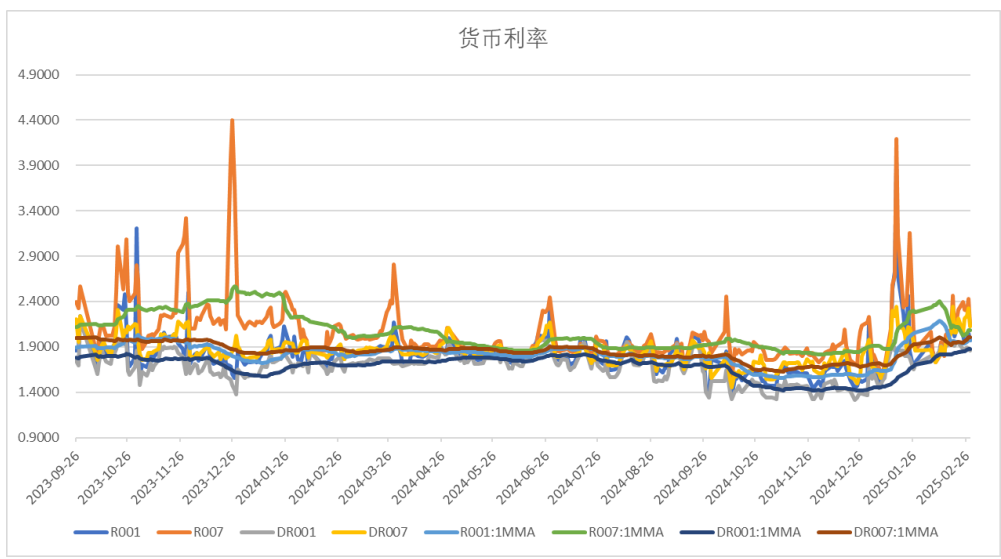
美股方面上周有所回调，其中，纳斯达克指数跌 3.47%，表现最差；道琼斯工业指数涨 0.95%，表现最好。市场衰退预期持续上行，在此背景下美股表现不佳。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-4.59	0.81	5.55
日经225	-4.18	-6.11	-6.87
印度SENSEX30	-2.81	-5.55	-6.32
台湾加权指数	-1.20	-0.34	1.79
法国CAC40	-0.53	2.03	9.90
胡志明指数	0.66	3.19	3.05
德国DAX	1.18	3.77	13.27
英国富时100	1.74	1.57	7.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

其他海外市场方面，韩国市场跌 4.59%，表现最差；英国市场涨 1.74%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



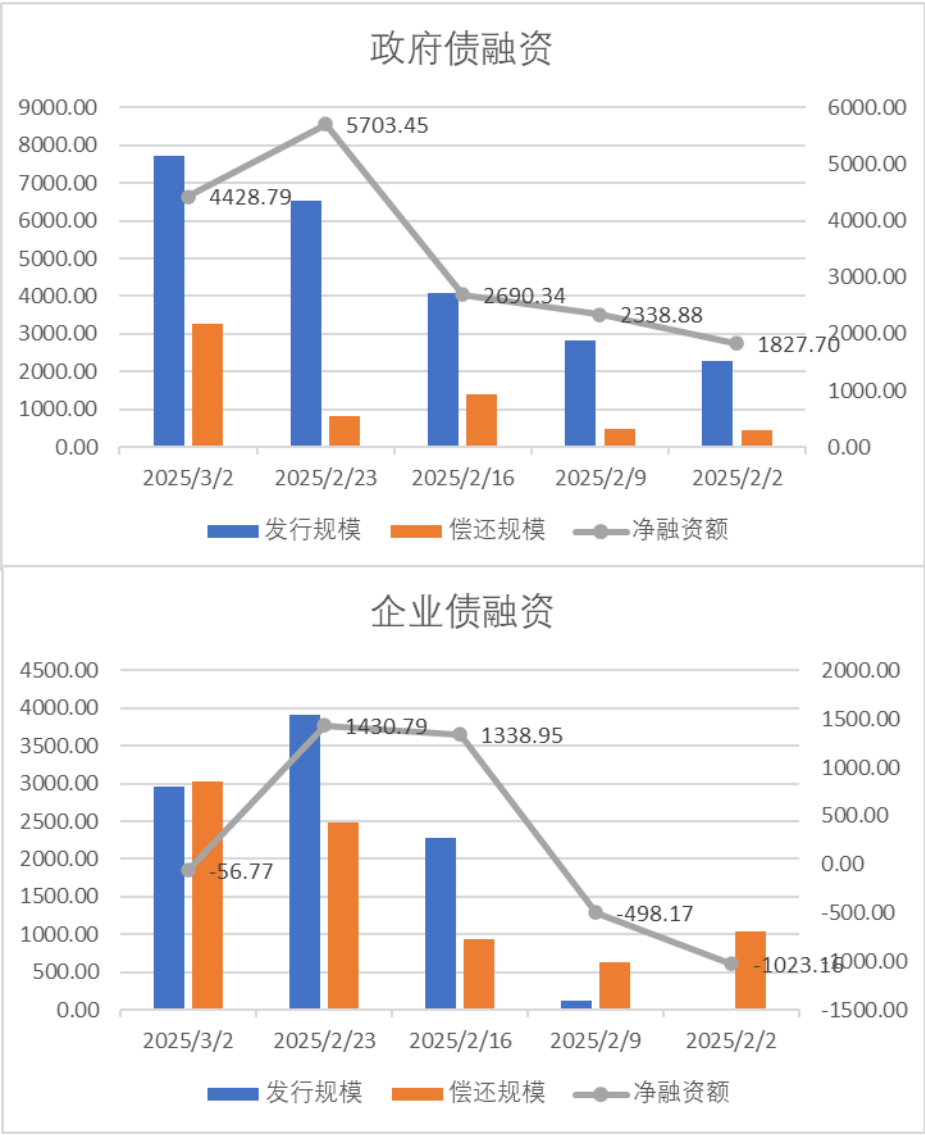
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

上周货币市场利率有所上行，DR007 一月均值升至 2.01，资金面较此前更为紧张。

	2025/1/27	2025/2/21	2025/2/28
6M	1.3	1.21	1.05
3M	1.75	1.45	0.9
	2024/1/31	2024/2/22	2024/2/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/1/31	2023/2/22	2023/2/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/1/31	2022/2/22	2022/2/28
6M	3.1466	2.0352	1.038
3M	3.6979	1.8563	0.3496

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

国股银票方面，2 月末 6 个月、3 个月转贴现利率分别为 1.05%及 0.9%，位于较低水平，预计 2 月社融中贷款数据维持偏弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

债券融资方面, 上周政府债净融资额 4428.79 亿, 维持大额净发行; 企业债净融资额-56.77 亿, 较此前有所回落。上周债券净发行量有所下行。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.46	1.52	1.60	1.72	国债	5.85	8.59	11.11	国债	-	-	-
国开债	1.68	1.72	1.72	1.74	国开债	4.27	-0.93	2.74	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.08	2.08	2.12	-	AAA信用债	-0.19	4.34	-	AAA信用债	39.86	35.4	40.67
AA+信用债	2.16	2.18	2.23	-	AA+信用债	1.35	4.99	-	AA+信用债	47.95	45.03	50.95
AA信用债	2.23	2.33	2.44	-	AA信用债	9.46	11.52	-	AA信用债	54.88	60.07	72.52
AA-信用债	2.98	3.21	3.56	-	AA-信用债	22.64	34.6	-	AA-信用债	130.13	148.5	184.03

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-2	3	0	0	国债	16	21	19	9	国债	38	33	19	4
国开债	5	4	8	1	国开债	23	24	21	9	国开债	48	30	25	2
AAA信用债	11	10	9	-	AAA信用债	27	24	24	-	AAA信用债	40	33	25	-
AA+信用债	11	10	10	-	AA+信用债	25	22	18	-	AA+信用债	38	27	18	-
AA信用债	11	10	8	-	AA信用债	26	23	18	-	AA信用债	36	27	15	-
AA-信用债	11	5	7	-	AA-信用债	23	15	19	-	AA-信用债	28	11	14	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.13	0.08	0.04	0.03	国债	0.03	0.04	0.07	国债	-	-	-
国开债	0.11	0.05	0.04	0.03	国开债	0.01	0.01	0.00	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.20	0.07	0.05	-	AAA信用债	0.00	0.01	-	AAA信用债	0.73	0.53	0.38
AA+信用债	0.16	0.07	0.06	-	AA+信用债	0.00	0.00	-	AA+信用债	0.55	0.28	0.15
AA信用债	0.13	0.11	0.10	-	AA信用债	0.03	0.02	-	AA信用债	0.38	0.21	0.15
AA-信用债	0.11	0.08	0.08	-	AA-信用债	0.00	0.24	-	AA-信用债	0.09	0.06	0.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债大幅上行, 其中 1Y 信用债上行 11BP, 上行幅度最大。同时利率债小幅震荡上行, 其中 5Y 国开债上行 8BP, 上行幅度最大。MLF 等价缩量续作背景下市场宽松预期继续落空, 在此背景下债券利率有所上行。往后看, 随着政策出现了一定程度的转向, 市场开始定价经济复苏, 后续债市走势仍取决于政策实际效果。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	5	-3	0	国债	5	-2	-11	国债	-4	-14	-15
国开债	-1	4	-7	国开债	0	-3	-12	国开债	-18	-5	-23
AAA信用债	-1	-1	-	AAA信用债	-3	-1	-	AAA信用债	-7	-8	-
AA+信用债	-1	0	-	AA+信用债	-3	-4	-	AA+信用债	-10	-9	-
AA信用债	-1	-2	-	AA信用债	-3	-5	-	AA信用债	-9	-11	-
AA-信用债	-6	3	-	AA-信用债	-9	4	-	AA-信用债	-17	3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周利差大体收窄, 30 年国债利率维持 1.91, 大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	6	6	1	AAA信用债	3	1	2	AAA信用债	-8	3	0
AA+信用债	6	6	2	AA+信用债	2	-1	-3	AA+信用债	-10	-2	-7
AA信用债	6	6	0	AA信用债	3	-1	-3	AA信用债	-12	-3	-10
AA-信用债	6	1	-1	AA-信用债	0	-9	-2	AA-信用债	-20	-19	-11

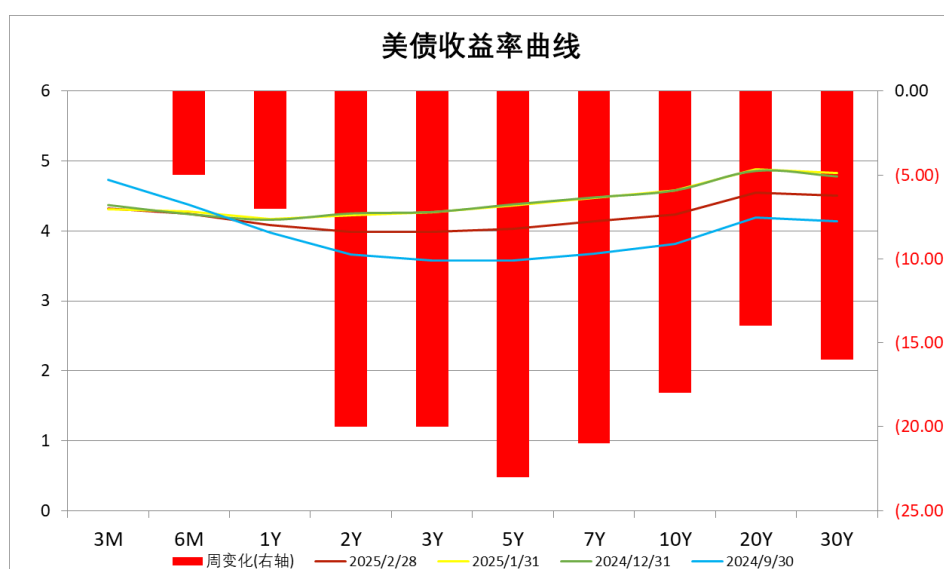
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面, 上周信用债上行幅度更大使得利差走阔。历史来看, 大部分信用债利差分位数进入中性偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.10	2.11	2.06	--	--
国有银行	2.12	2.10	2.06	2.01	2.02
股份银行	2.10	2.10	2.06	2.02	2.02
城商行	2.11	2.12	2.08	2.07	2.10
农商行	2.11	2.15	2.10	2.10	2.10
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	9	10	8	--	--
国有银行	16	15	11	6	9
股份银行	12	16	7	5	9
城商行	11	6	3	6	6
农商行	2	12	15	9	11
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	1691.8	1788.9	978.9	904.4	1787.1
国有银行	817	479	53	436	870
股份银行	237	836	110	250	724
城商行	594	360	737	185	152
农商行	43	114	79	33	41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 1Y 国有银行上行 9BP, 为 2.02%; 3M 股份银行上行 16BP, 为 2.10%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

美债方面，上周利率有所下行，其中 5Y 下行 23BP，下行幅度最大；3M 下行 0BP，下行幅度最小。海外衰退预期上行使得利率走低。同时，随着美联储正式开启降息，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 国内 PMI 回暖，美国通胀维持高位

上周，国内公布 2 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 由 1 月的 49.1 回升至 50.2，非制造业 PMI 则由 50.2 回升至 50.4，二者均位于荣枯线以上，显示国内经济出现一定的回暖迹象。往后看，虽然近期中美贸易摩擦使得市场担心货币政策受到一定制约，但中长期维度来看货币政策进一步发力确定性较强，并有望带动居民信心回升及经济企稳。不过这一过程需要一定时间，期间宏观数据仍会面临一定波动。海外方面，美国 1 月 PCE 数据公布。其中，核心 PCE 数据同比增长 2.5%，符合市场预期，但 24 年 12 月数据由 2.8%修正为 2.9%，显示通胀仍然维持一定的韧性，后续关注贸易战加剧后美国经济能否平稳落地。降息预期方面，市场降息预期有所增加。目前市场中性预期 25 年 3 月 FOMC 降息概率为 9.79%，较上上周增加 3%，并最晚于 6 月进行降息。

指标(2025/02/28)	预测值	实际值		2025/1/31
PMI	48.4	50.2	↗	49.10
工业增加值:当月同比	----	----	----	----
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	4.8	----	----	----
制造业投资:累计同比	15.6	----	----	----
基建投资:累计同比	11.8	----	----	----
地产投资:累计同比	-17.5	----	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	----	----	----	----
出口金额:当月同比	----	----	----	----
进口金额:当月同比	----	----	----	----
社会融资规模:当月值	----	----	----	70,567.00
社融规模:同比	----	----	----	8.00
人民币贷款:当月值	----	----	----	51,300.00
人民币贷款:同比	----	----	----	7.20
M1:同比	----	----	----	0.40
M2:同比	----	----	----	7.00
CPI:当月同比	-0.68	----	----	0.50
PPI:当月同比	-1.58	----	----	-2.30
1年存款利率(央行)	----	1.5	----	1.50
1年贷款利率(央行)	----	4.35	----	4.35
美元兑人民币汇率	7.15	7.2774222	↗	7.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

美国经济指标	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	趋势
实际GDP(同比)	----	----	2.30	----	----	3.10	----	----	3.00	----	----	震荡
PMI	----	50.90	49.30	48.40	46.50	47.20	47.20	46.80	48.50	48.70	49.20	震荡下行
消费者信心	64.70	71.70	74.00	71.80	70.50	70.10	67.90	66.40	68.20	69.10	77.20	震荡上行
零售	----	4.81	4.43	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12	3.82	震荡下行
房地产	42.00	47.00	46.00	46.00	43.00	41.00	39.00	41.00	43.00	45.00	51.00	拐头向下
耐用品订单	----	3.12	-1.76	-1.99	0.75	-0.36	-0.85	9.82	-6.87	0.09	0.23	震荡下行
CPI	----	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40	↑
核心CPI	----	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60	震荡下行
PCE	----	2.51	2.60	2.46	2.35	2.10	2.28	2.47	2.44	2.57	2.72	震荡上行
核心PCE	----	2.65	2.86	2.84	2.83	2.66	2.73	2.67	2.63	2.67	2.89	拐头向下
非农就业	----	143.00	307.00	261.00	44.00	240.00	71.00	88.00	87.00	193.00	118.00	震荡下行
失业率	----	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.20	4.10	4.00	3.90	震荡
职位空缺率	----	----	4.50	4.90	4.70	4.40	4.70	4.60	4.80	4.90	4.80	震荡
时薪增速	----	0.48	0.25	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

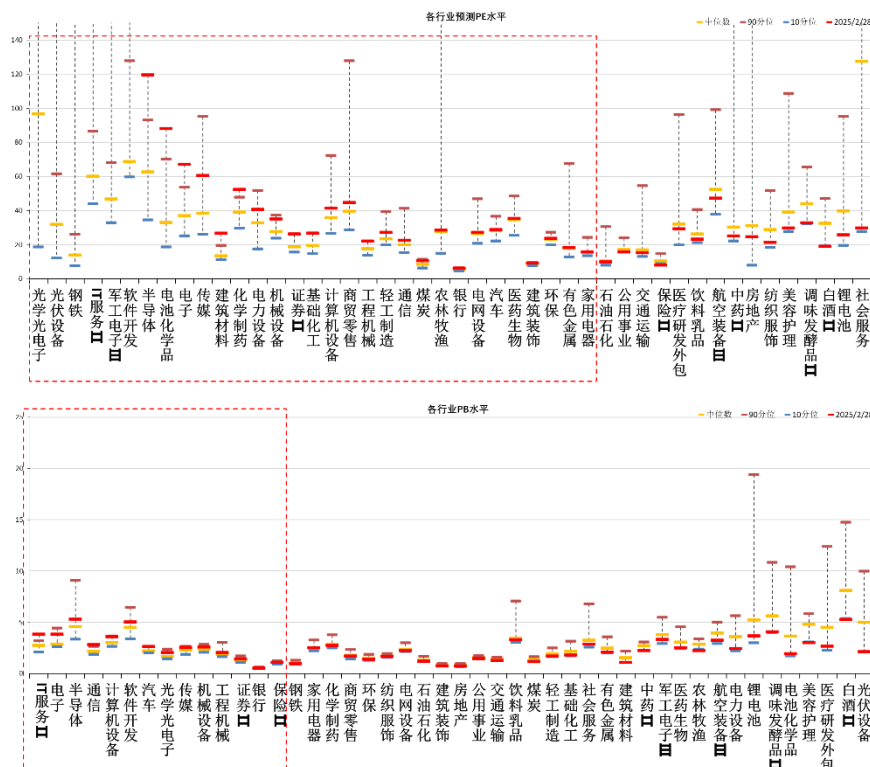
近期万得全 A 预测 PE15.22 倍，处于 67%分位水平，股权溢价率 3.63%，处于 88%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.75	10.07	1.21	7.56	0.63	0.75	0.36	0.76
沪深300	12.55	11.13	1.35	6.22	0.58	0.65	0.35	0.85
中小板指	25.37	17.58	2.63	2.20	0.40	0.48	0.25	0.79
创业板指	33.54	23.43	4.17	1.24	0.32	0.32	0.26	0.88
中证500	28.31	20.69	1.85	1.79	0.84	0.81	0.61	0.64
万得全A	18.63	15.22	1.59	3.63	0.62	0.67	0.30	0.88

指数	指标值				5年分位数			
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率		
恒生指数	10.03	1.07	5.73	0.58	0.70	0.10		
标普500	27.39	5.06	-0.59	0.66	0.93	0.12		
纳斯达克指	41.64	6.32	-1.84	0.53	0.89	0.20		
德国DAX	15.97	1.87	----	0.59	0.90	----		
法国CAC4	16.72	1.97	----	0.61	0.88	----		
英国富时1	17.09	1.86	----	0.63	1.00	----		
韩国综合指	13.35	0.89	----	0.31	0.16	----		
台湾加权指	20.28	1.84	----	0.67	0.13	----		
日经225	18.14	1.82	----	0.33	0.50	----		
胡志明指数	12.35	1.58	----	0.24	0.21	----		
印度SENSE	20.63	3.50	----	0.04	0.59	----		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日.

分行业看，预测 PE 约半数行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约四分之一行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高

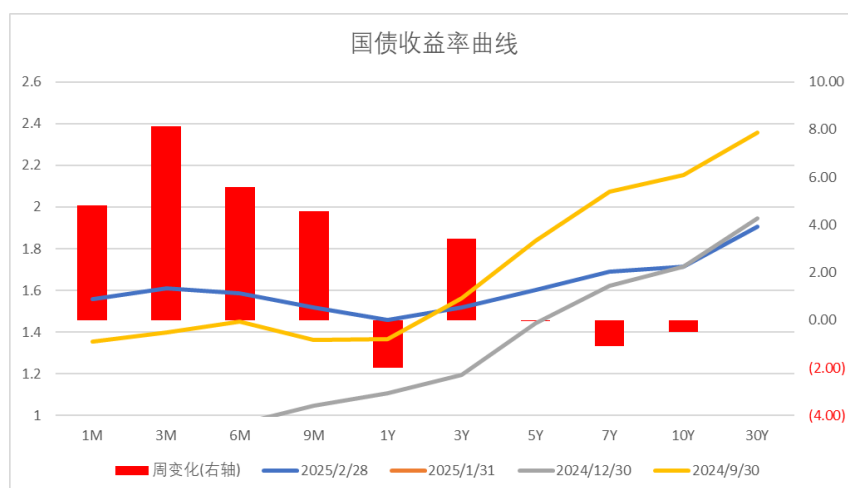


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，随着市场开始观测政策落地的实际效果，配置方向上关注：

- 1、以旧换新、设备更新等政策发力的家电、汽车等方向。
- 2、国内大模型取得较大突破利好的计算机、通信、电子及传媒板块。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 2 月 28 日

中短期看，由于此前货币宽松预期较为一致，因此债市可能仍将面临一定波动，建议阶段性以防守为主。拉长周期来看，虽然对于利率下行的终点判断难度较大，

但不论是居民端风险偏好下行带来的配置压力还是政府加杠杆需要的货币政策支持都会带动利率趋势性下行，在此背景下一方面可以逢低进行加仓，同时也可以关注长端利率、信用债、转债等波动率更高的品种。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。