

金融市场分析周报

(2025.03.03-2025.03.07)

报告摘要

- **进出口：**由于基数走高及美国加征关税，今年以来出口增速明显放缓，后续不确定性加大。以美元计，1-2月出口累计同比增长2.3%，增速较去年12月大幅放缓8.4个百分点；进口由增长1%转为下降8.4%，增速较12月大幅下滑9.4个百分点。除对日本出口增速加速外，对其他主要经济体增速均下滑。川普政府已分别于2月、3月对中国商品各加征10%的关税，预计今年出口将受到新增关税和贸易战的不利影响，波动性加大。
- **CPI/PPI：**春节错月导致基数偏高以及食品价格下跌拖累CPI同比由涨转跌，PPI跌幅继续收窄。2月CPI同比下降0.7%，较1月下降1.2个百分点，为2024年2月以来首次转负；PPI同比下降2.2%，降幅较1月收窄0.1个百分点。2月食品价格继续下跌，同比下降3.3%，其中鲜菜价格同比下降12.6%，猪肉价格涨幅回落至4.1%；非食品价格也转负，同比下降0.1%，其中服务价格下降0.4%。基数因素影响为暂时性的，预计后续CPI同比将重回正区间，但仍保持较温和水平，说明前期政策对经济的提振作用有限。
- **资金面分析：**月初资金面季节性转松，央行持续净回笼下，资金价格逐步上行；当前资金面状况下，央行投放情况对于下周资金面仍关键。本周央行公开市场累计进行了7779亿元逆回购操作，本周共有16592亿元逆回购到期，因此本周净回笼8813亿元。月初资金面季节性转松，央行持续净回笼下，资金价格逐步上行。3月份税期为3月17日至19日，下周部分7d资金开始跨税期，税期对于市场的影响可能逐步显现。下周政府债净融资持续回落，水平位于近期行对较低位置，预计对于资金面冲击有限。本周央行持续净回笼后，下周逆回购到期额环比减少，

主要数据

上证指数	3379.8284
沪深300	3941.4157
深证成指	10861.164

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

季节性因素致通胀走弱，强力稳增长政策稳定预期 —2025-03-12
财政货币双宽松，市场有望延续震荡上行 —2025-03-07
金融市场分析周报 —2025-03-05

本周资金净回笼下资金价格环比上行，下周虽非税期，但当前资金面状况下，央行投放对于资金面的影响仍较为关键。

- **利率债：**本周政府工作报告发布，并无超预期政策，但央行态度引发市场对降息定价的调整；财政政策虽符合预期，但发行节奏“能早则早”，一季度集中供给或加剧市场波动。低通胀环境（CPI 目标 2%，之前都是 3%）为实际利率下行提供空间。短期波动风险仍在，市场将对降息降准重新定价，继续博弈央行对资金面的态度；中长期看，经济数据仍弱修复，内需较为疲软，海外有衰退风险，投资消费及出口均有较大压力，利率震荡下行趋势不改，周五高位点位对于配置项机构均有一定的价值。
- **权益市场：**本周市场整体上涨，成长风格表现较强。本周市场整体上涨，上证指数（1.56%）、深证成指（2.19%）、沪深 300（1.39%）、科创 50（2.67%）、创业板指（1.61%）、中证 500（2.63%）、中证 1000（3.79%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 3.52%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、国防军工、计算机表现较强，分别上涨 7.08%、6.96%、6.74%；石油石化、综合、房地产表现较弱，分别下跌 1.49%、1.03%、0.91%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 17009.27 亿元，较上周减少 2906.41 亿元。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19915.86 亿元，较上周增加 776.23 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。
- **美元指数分析：**本周美国经济及就业数据均走弱，美元指数明显下行。本周部分美国经济数据公布，其中美国 2 月份制造业 PMI 录得 50.3，低于前值及市场预期。同时本周美国就业数据也出现波动，本周五公布的美国 2 月份非农就业数据增 15.1 万人，略不及市场预期，而 ADP 就业数据更是仅新增 7.7 万人。相较于经济数据，美联储表态方面新增

信息较为有限，本周美联储褐皮书显示，自 1 月中旬以来，整体经济活动略有上升，物价及就业整体向上。对于后续货币政策本周美联储官员发言整体认为美国目前经济前景尚不确定，后续降息路径仍需观察。相较于美联储，本周欧洲央行如期降息，但在降息同时其利率决议声明也称货币政策已在有意义地减少限制，一定程度限制了后续货币政策空间。整体来看，本周美国经济及就业数据均走弱，美元指数明显下行。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

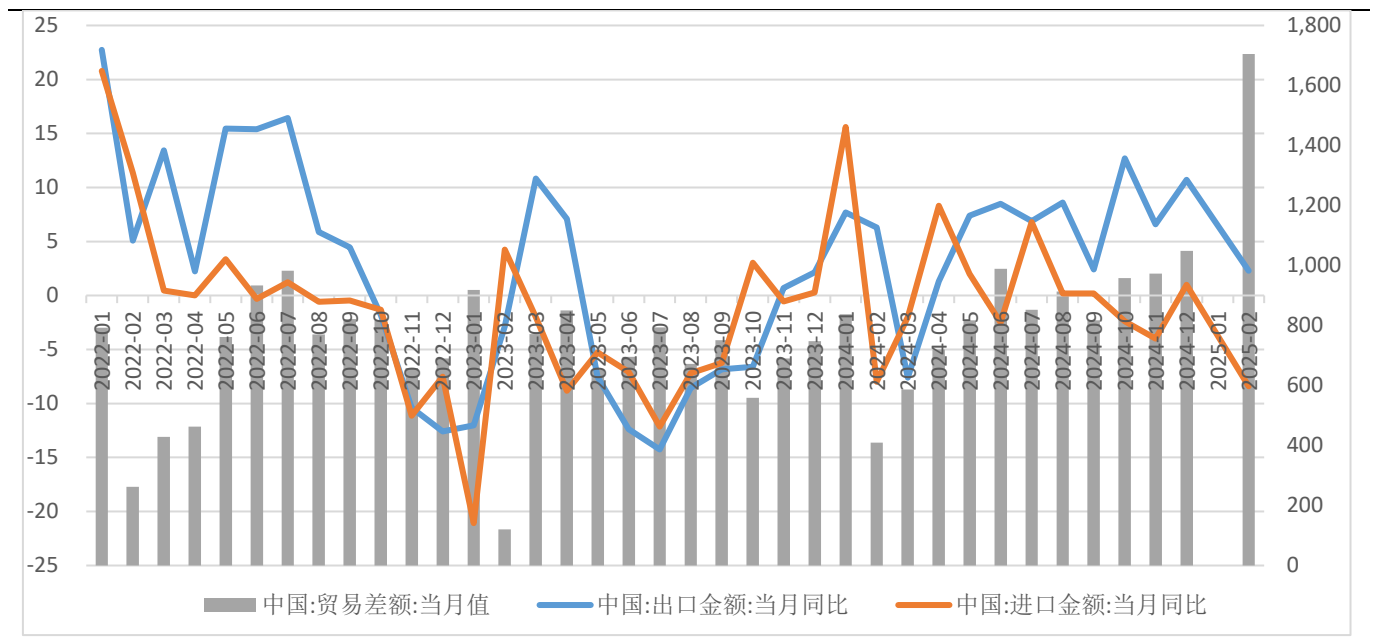
一、 本周重点经济	5
1.1 由于基数走高及美国加征关税，今年以来出口增速明显放缓，后续不确定性加大	5
1.2 春节错月导致基数偏高以及食品价格下跌拖累 CPI 同比由涨转跌，PPI 跌幅继续收窄	6
1.3 一周要闻	8
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：月初资金面季节性转松，央行持续净回笼下，资金价格逐步上行；当前资金面状况下，央行投放情况对于下周资金面仍关键	8
2.2 利率债走势分析：央行本周回笼资金，政府工作报告定调，贸易及通胀数据发布，利率债本周震荡上行	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体上行	12
三、 主要资产价格分析	14
3.1 权益市场分析：中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中	14
3.2 美元指数分析：本周美国经济及就业数据均走弱，美元指数明显下行	15

一、 本周重点经济

1.1 由于基数走高及美国加征关税，今年以来出口增速明显放缓，后续不确定性加大

去年同期基数走高及特朗普加征关税等不利因素抑制中国出口增速，同比增速明显放缓。以美元计，1-2月累计（因春节1月、2月合并发布）出口同比增长2.3%，增速较去年12月大幅放缓8.4个百分点，低于市场预期；进口由增长1%转为下降8.4%，增速较12月大幅下滑9.4个百分点，也低于市场预期；贸易顺差1705.2亿美元，保持较高水平。美国川普新政府已分别于2月、3月对中国进口商品各加征10%的关税，在此之前出口企业纷纷赶在加税前提前发货，预计今年的出口将受到新关税的影响。

图1：1-2月进、出口累计同比增速均不及市场预期（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

以下从三个主要方面进行分析：

一是从主要出口国别看，除对日本出口增速回升外，中国对其他主要经济体出口均有不同程度走弱。1-2月，中国对欧盟、美国出口同比增长0.6%、2.3%，分别较12月大幅下降8.1个、13个百分点，其中对美出口下滑较多主要受到新关税的冲击，但对日本出口增速从下降4.7%大幅回升至0.7%；对东盟、拉丁美洲出口增速分别放缓13.5个、12.7个百分点至5.7%、3.2%，对非洲、俄罗斯出口增速均转为下降0.2%、10.9%，分别大幅放缓25.7个、15.9个百分点。

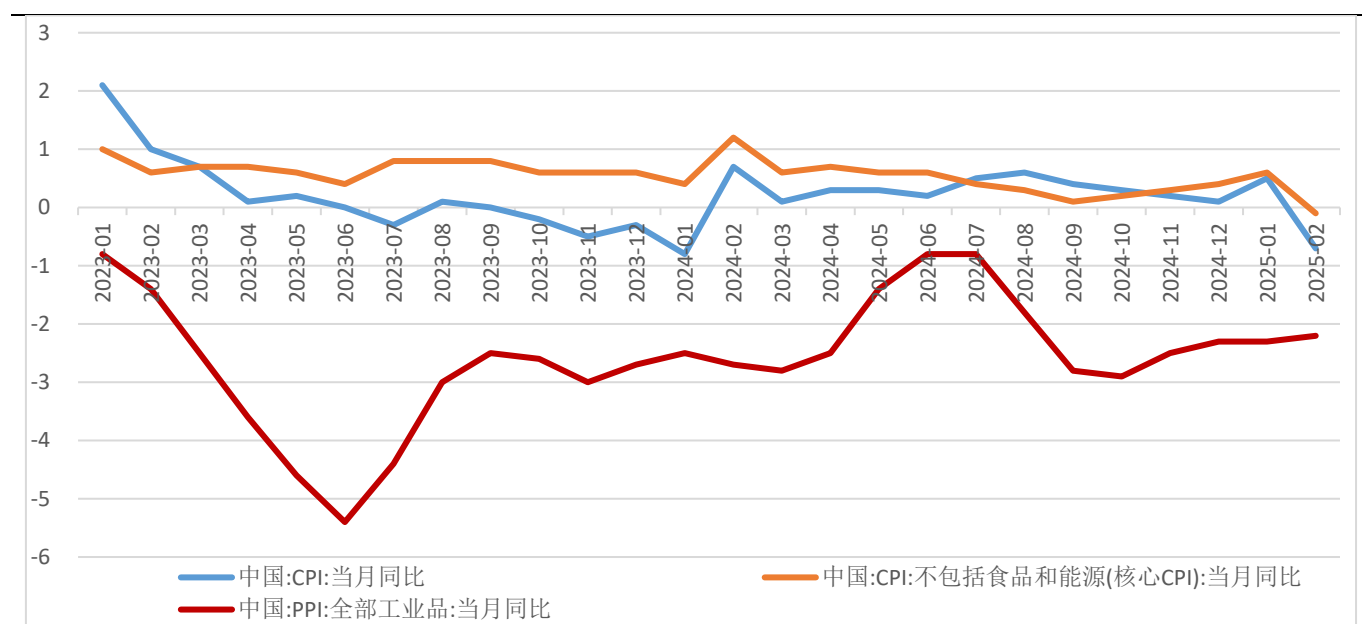
二是从主要出口商品看，大部分商品出口增速放缓，仅高新技术产品出口增速加快。1-2月，劳动密集型产品出口大幅放缓，纺织品、服装出口同比增速转为下降2%、6.9%，分别较12月大幅回落19.4个、13.5个百分点，鞋靴、箱包出口同比降幅也分别扩大至18.3%、13.3%；机电产品出口疲软，同比增速下滑8.1个百分点至4.2%，但高新技术产品出口增速上升1个百分点至5.4%，其中通用机械设备出口转为下降2%，家用电器、液晶平板显示模组、汽车及底盘出口增速分别放缓至6.3%、5.6%、2.5%；集成电路出口增速加快至11.9%，其中手机出口降幅收窄至3.3%。

三是从主要进口商品看，大部分大宗商品进口需求仍疲软。1-2月，原油进口量降幅扩大，但进口额降幅小幅收窄，主因是原油价格短期上涨；煤炭进口量增速放缓至2.1%，进口额降幅扩大至18.5%；铁矿石进口量由两位数增长转为下降8.4%，进口额大幅下降30%。

1.2 春节错月导致基数偏高以及食品价格下跌拖累 CPI 同比由涨转跌，PPI 跌幅继续收窄

受春节错位及食品价格连续下跌等影响，CPI 同比增速短期内由升转降，同时部分大宗商品价格上涨，推动 PPI 同比降幅继续收窄。2月，居民消费价格指数（CPI）同比下降0.7%，较1月下降1.2个百分点，为2024年2月以来首次转负，低于市场预期；扣除食品和能源价格的核心CPI同比增速下滑0.7个百分点至-0.1%，为2021年2月以来首次转负；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.2%，降幅较1月收窄0.1个百分点，也低于市场预期。

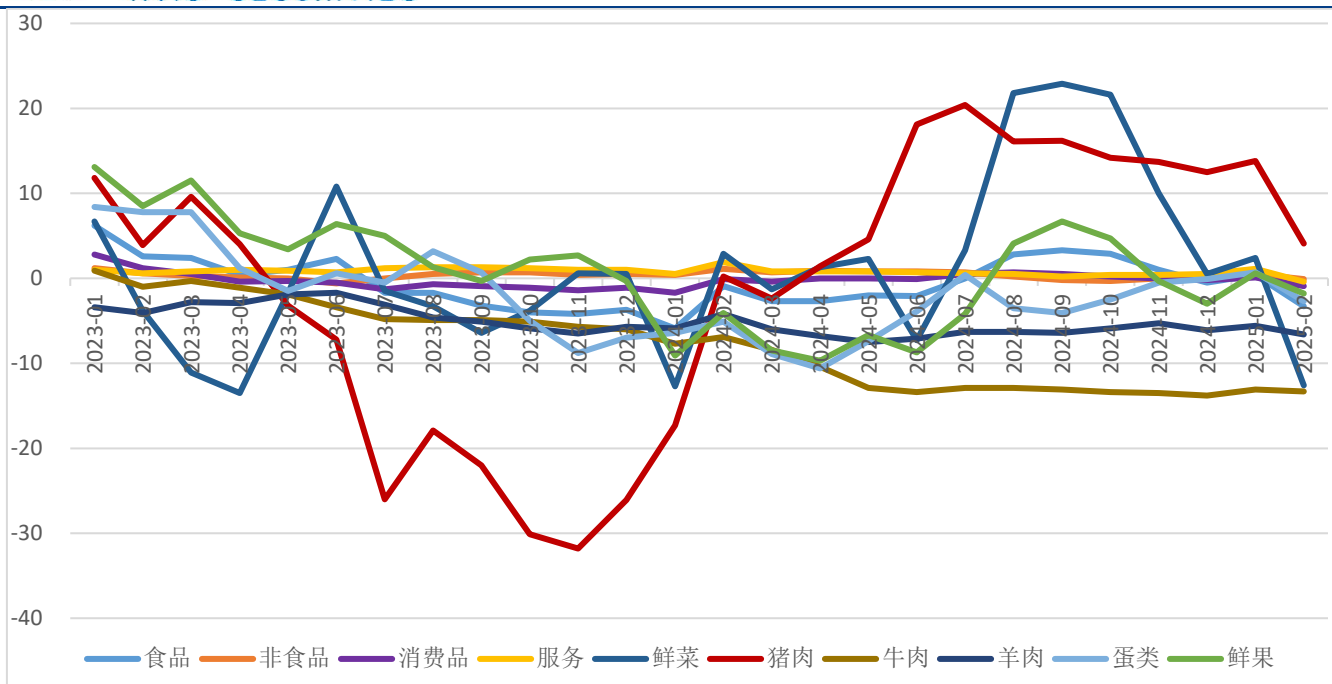
图2：2月CPI、PPI同比均低于预期（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

食品价格继续下跌，非食品价格也转负。2月，食品价格同比下降3.3%，影响CPI同比下降约0.6个百分点，是导致带动CPI同比转降的主因，其中鲜菜价格同比下降12.6%，猪肉价格涨幅回落至4.1%；非食品价格同比下降0.1%，其中服务价格下降0.4%，主要是飞机票和旅游价格同比分别下降22.6%和9.6%，汽车降价促销导致燃油小汽车和新能源小汽车价格同比分别下降5.0%和6%。另外，2月CPI同比由涨转降，另一个主因是春节错月导致上年同期基数较高，据统计局测算，在2月-0.7%的CPI同比变动中，上年价格变动的滞后影响约为-1.2个百分点。环比看，2月CPI由上涨0.7%转为下降0.2%，增速回落0.9个百分点，其中食品价格下降0.5%，较1月下降1.8个百分点；非食品价格下行0.7个百分点至-0.1%，其中服务价格下降0.5%。

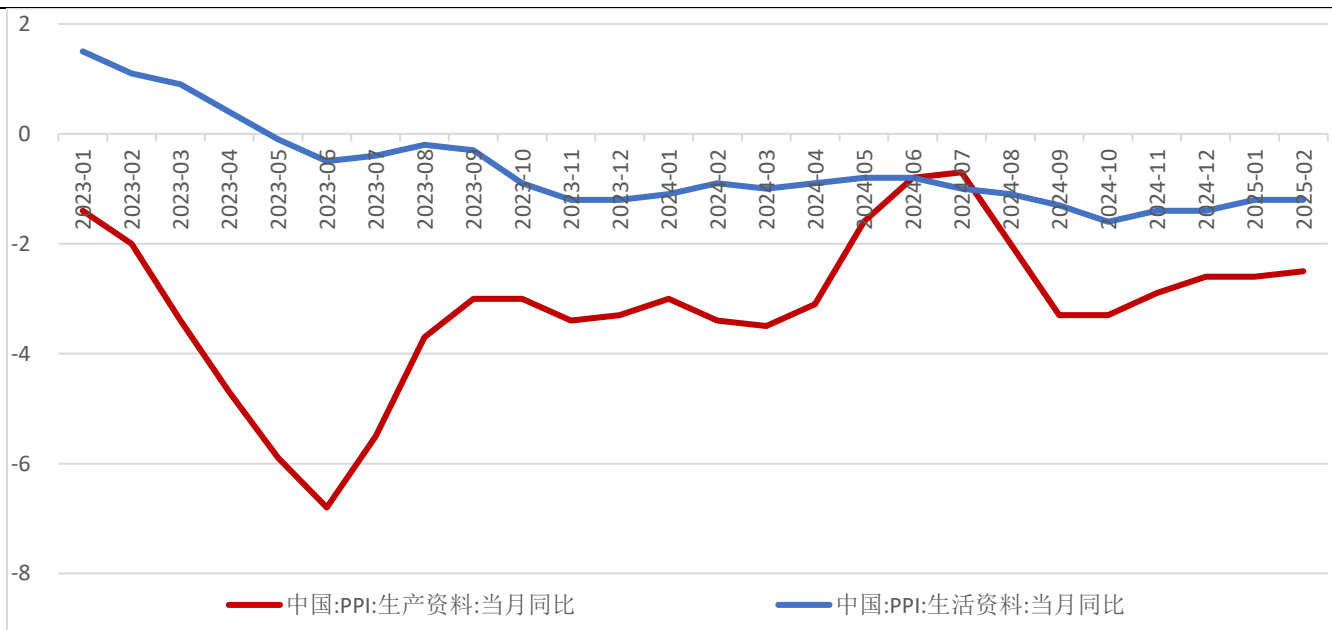
图3：食品价格继续下跌，非食品价格增速也转负（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所

生产资料价格同比降幅小幅收窄, 生活资料价格降幅持平。2 月生产资料、生活资料价格分别下降 2.5%、1.2%, 前者降幅收窄 0.1 个百分点, 后者与上月持平, 具体行业看, 由于春节假期及低温天气影响, 建筑项目停工较多, 建材等需求偏弱, 黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格同比降幅分别扩大至 10.6%、3.5%, 不过仍有部分行业生产需求增加, 有色金属冶炼和压延加工业价格由下降转为上升 9.5%。环比看, 2 月 PPI 降幅收窄 0.1 个百分点至 0.1%, 其中生产资料价格增速维持-0.2%不变, 生活资料价格继续持平。

图 4: 生产资料价格同比降幅小幅收窄, 生活资料价格降幅持平 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

1.3 一周要闻

1) 十四届全国人大三次会议在京开幕, 国务院总理李强在政府工作报告中提出, 今年发展主要预期目标是: 国内生产总值增长 5% 左右; 城镇调查失业率 5.5% 左右, 城镇新增就业 1200 万人以上; 居民消费价格涨幅 2% 左右; 居民收入增长和经济增长同步; 国际收支保持基本平衡; 粮食产量 1.4 万亿斤左右; 单位国内生产总值能耗降低 3% 左右, 生态环境质量持续改善。政府工作报告提出 2025 年经济社会发展政策取向: 实施更加积极的财政政策, 赤字率拟按 4% 左右安排, 赤字规模 5.66 万亿元, 拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元, 拟发行特别国债 5000 亿元, 拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元; 实施适度宽松的货币政策, 适时降准降息, 更大力度促进楼市股市健康发展, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定; 强化宏观政策民生导向, 打好政策“组合拳”。

2) 十四届全国人大三次会议于 3 月 6 日 (星期四) 下午 3 时举行记者会。会上央行行长潘功胜表示, 今年, 将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 择机降准降息, 目前存款准备金率还有下行空间。近期, 为进一步加大对科技创新的金融支持力度, 央行将会同证监会、科技部等部门, 创新推出债券市场的“科技板”。同时, 将优化科技创新和技术改造再贷款政策, 再贷款规模从目前的 5000 亿元扩大到 8000 亿元至 1 万亿元。证监会主席吴清表示, 加快推进新一轮资本市场改革开放。逐项打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点, 多渠道增强战略性力量储备。加快健全专门针对科技企业的支持机制。聚焦科技创新活跃、体现新质生产力方向的领域, 用好“绿色通道”、未盈利企业上市等制度, 稳妥实施科创板第五套上市标准, 更精准支持优质科技企业发行上市。在即将推出的公募基金改革方案中, 将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 月初资金面季节性转松, 央行持续净回笼下, 资金价格逐步上行; 当前资金面状况下, 央行投放情况对于下周资金面仍关键

1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场净回笼 8813 亿元

本周央行公开市场累计进行了 7779 亿元逆回购操作, 本周共有 16592 亿元逆回购到期, 因此本周净回笼 8813 亿元。下周央行公开市场将有 7779 亿元逆回购到期, 其中周一至周五分别到期 970 亿元、382 亿元、3532 亿元、1045 亿元、1850 亿元。此外, 周五还将有 900 亿元国库现金定存到期。

表 1: 本周公开市场操作 (亿元)

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2925	3185	5487	2150	2845
7 天	970	382	3532	1045	1850
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放)	0	0	0	0	0
MLF (回笼)	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-1955	-2803	-1955	-1105	-995

资料来源: Wind、中航证券研究所

资金面的复盘: 月初资金面季节性转松, 央行持续净回笼下, 资金价格逐步上行。本周月初, 跨月结束后资金价格季节性回落, 自本周一起资金价格较上周五出现明显下行。月初央行维持资金净回笼, 随央行回收流动性, 资金价格逐步走高。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.8026%, R007 加权平均降至 1.8107%; 本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.7000%, GC007 加权平均降至 1.8300%。

表 2: 本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.8124	1.7370	1.7631	1.7910	1.8026
	R007	1.9254	1.7868	1.7997	1.8058	1.8107
	R014	2.0120	1.8744	1.8759	1.8831	1.8883
	R021	1.9862	1.8913	1.8660	1.8798	1.8040
	R1M	2.0786	2.0878	2.0951	2.1017	2.1075
上交所协议回购	206001	2.3060	2.2180	2.1700	2.1450	
	206007	2.3450	2.1470	2.2310	2.1200	2.1160
	206014	2.8720	2.9400	2.5290	2.5820	2.6390
	206021	5.3440	5.5810	5.0470	5.4750	5.6680
	206030	3.9060	4.0700	3.0270	2.9500	2.7850
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.7409	1.7388	1.7328	1.7477	1.7801

资料来源: Wind、中航证券研究所

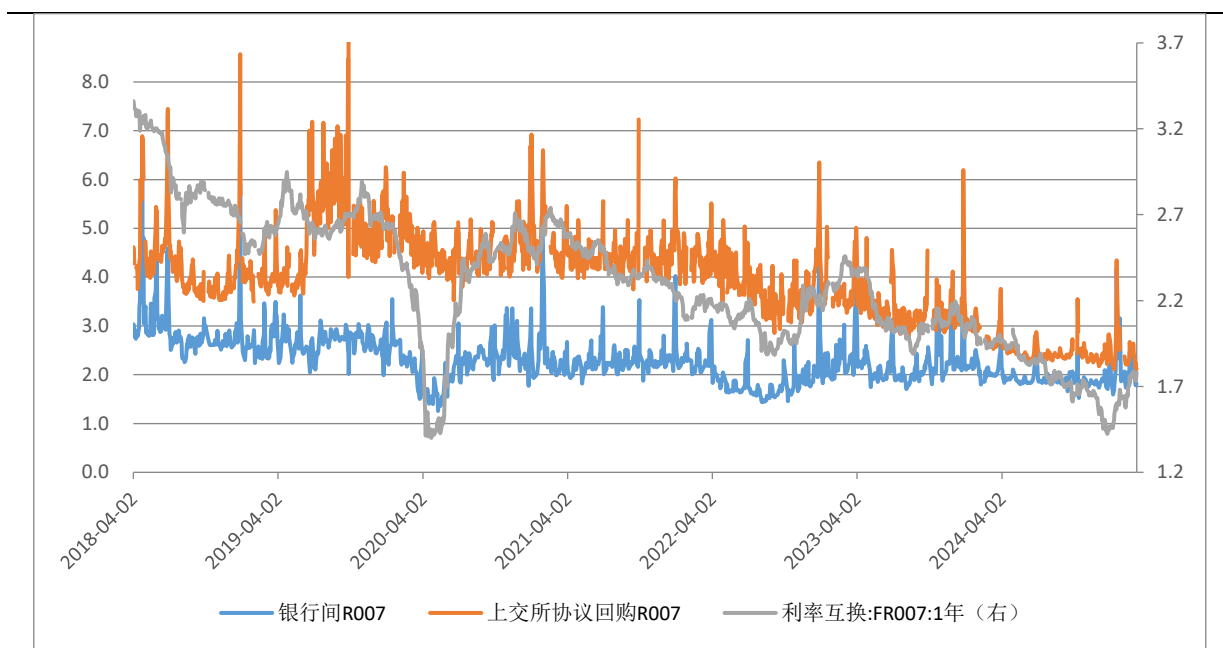
2) 资金面的展望: 当前资金面状况下, 央行投放对于资金面的影响仍关键

央行行长潘功胜在经济主题记者会上表示, 将实施好适度宽松的货币政策。今年将根据国内外经济金融形势和金融市场情况, 择机降准降息, 目前存款准备金率还有下行空间。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融

数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，货币政策多年来重提适度宽松，但同时随近期美国大选落地，美国经济通胀韧性超预期，美元指数维持强势，短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率，对货币政策宽松路径存在一定影响。

3月份税期为3月17至19日，下周部分7d资金开始跨税期，税期对于市场的影响可能逐步显现。下周政府债净融资持续回落，水平位于近期行对较低位置，预计对于资金面冲击有限。本周央行持续净回笼后，下周逆回购到期额环比减少，本周资金净回笼下资金价格环比上行，下周虽非税期，但当前资金面状况下，央行投放对于资金面的影响仍较为关键。

图 5：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周回笼资金，政府工作报告定调，贸易及通胀数据发布，利率债本周震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行本周回笼资金，政府工作报告定调，贸易及通胀数据发布，利率债本周震荡上行

周一，央行开展了 970 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2925 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1955 亿元。资金超预期转松，融出加大，债市整体下行，短端表现好于长端，日终 10y 国债下行 1.75bp；

周二，央行开展了 382 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 3185 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 2803 亿元。净回笼，大行融出仍受限，债市整体上行，日终 10y 国债小幅上行 0.4bp；

周三，央行开展了 3532 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 5487 亿元逆回

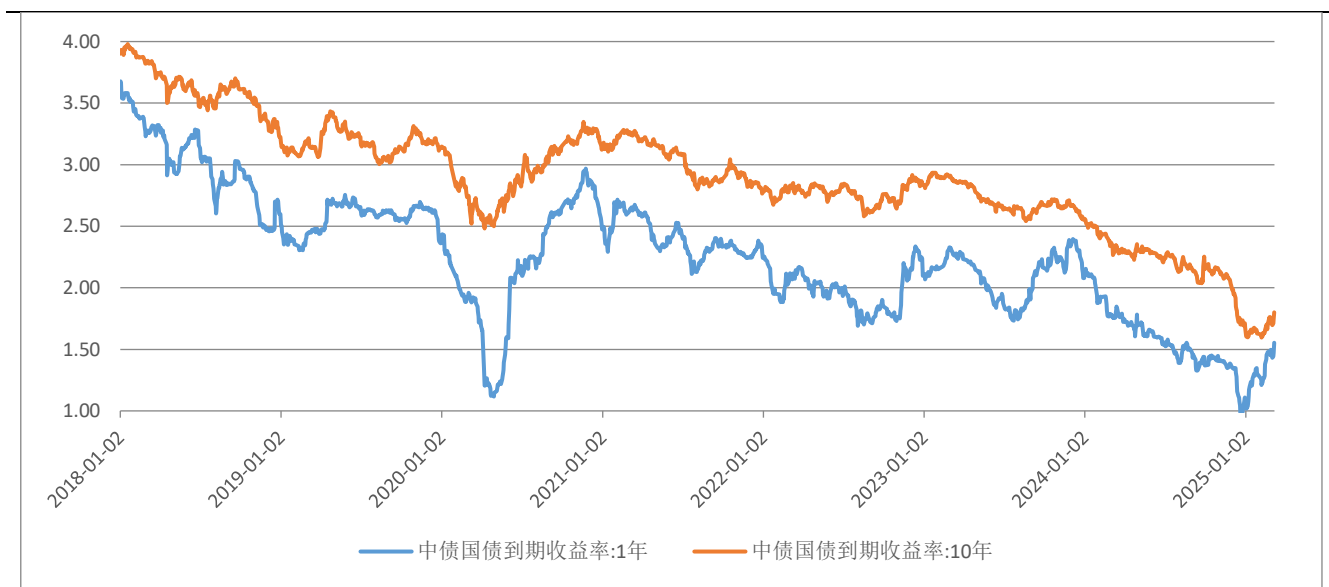
购到期，据此计算，单日净回笼 1955 亿元。资金继续放松，政府工作报告发布，财政政策符合预期，货币政策继续延续宽松基调。今日偏震荡，日终 10y 国债小幅下行 0.5bp。

周四，央行开展了 1045 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2150 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1105 亿元，为连续四日净回笼。五部委召开发布会，央行发言对债市偏中性，资金面并未实质恢复，降息可能落空，引发对降息的定价，日终 10y 国债上行 3.3bp；

周五，央行开展了 1850 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2845 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 995 亿元，为连续五日净回笼。资金较为紧张，开盘利率及维持昨天较差情绪，持续上行，午后 10y 国债触及 1.79%，后被买下，持续高位震荡，日终 10y 国债上行 4.55bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.7275%上行 6.00bp 至 1.7875%，10 年国开活跃券 240215 由 1.7725%上行 6.50bp 至 1.8375%。

图 6：本周 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：本周政府工作报告发布，并无超预期政策，但央行态度引发市场对降息定价的调整；财政政策虽符合预期，但发行节奏“能早则早”，一季度集中供给或加剧市场波动。低通胀环境（CPI 目标 2%，之前都是 3%）为实际利率下行提供空间。短期波动风险仍在，市场将对降息降准重新定价，继续博弈央行对资金面的态度；中长期看，经济数据仍弱修复，内需较为疲软，海外有衰退风险，投资消费及出口均有较大压力，利率震荡下行趋势不改，周五高位点位对于配置项机构均有一定的价值。

政府工作报告：GDP 增长目标为 5% 左右，赤字率提升至 4%，新增赤字规模 5.66 万亿元，较 2024 年增加 1.6 万亿元；。同时安排地方政府专项债 4.4 万亿、超长期特别国债 1.3 万亿。总体新增债务总规模 11.86 万亿，测算广义财政赤字率在 8.4% 左右，相比 2024 年 6.6%，财政扩张力度明显加强。财政支出重点方向在于防风险化债以及“两新两重”提振内需。积极的财政政策意味着政府债券发行规模将显著增加。货币政策：延续“适度宽松”，提出适时降准降息，保持流动性充裕，推动社会融资成本下降。

贸易：按美元计价，前两个月，我国进出口总值 9093.7 亿美元，同比下降 2.4%；其中，出口 5399.4 亿美元，增长 2.3%；进口 3694.3 亿美元，下降 8.4%；贸易顺差 1705.2 亿美元。“抢出口”效应下出口小幅增加，后续此行为可能衰减。东盟连续 12 个月保持我国第一大贸易伙伴地位，美国超越欧盟成为第二大贸易伙伴；出口商品中，机电同比增长 5.4%，汽车出口增长 3.7%，劳动密集型产品出口下降 8.2%，传统优势产品如服装、纺织品、塑料制品均出现不同程度下滑。

CPI/PPI：2 月 CPI 同比-0.7%，预期-0.5%，前值 0.50%；PPI 同比-2.2%，预期-2.10%，前值-2.30%。CPI 环比下降 0.2%，食品价格下降 0.5%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格持平，服务价格下降 0.5%。食品中，蛋类价格下降 5.5%；鲜菜价格下降 3.8%；畜肉类价格下降 0.9%，其中猪肉价格下降 1.9%；鲜果价格上涨 1.8%；水产品价格上涨 1.2%。其他七大类价格环比一涨两平四降。其中，其他用品及服务价格上涨 0.7%；居住、医疗保健价格均持平；教育文化娱乐、交通通信价格分别下降 0.5%和 0.4%，衣着、生活用品及服务价格均下降 0.1%。PPI 环比下降 0.1%，出厂价格中，生产资料价格下降 0.2%，采掘工业价格下降 1.3%，原材料工业价格上涨 0.1%，加工工业价格下降 0.2%。生活资料价格持平。工业生产者购进价格中，农副产品类价格下降 0.7%，建筑材料及非金属类价格下降 0.5%，纺织原料类价格下降 0.2%，燃料动力类、黑色金属材料类价格均下降 0.1%；化工原料类价格持平；有色金属材料及电线类价格上涨 0.2%。

整体看，本周政府工作报告发布，并无超预期政策，但央行态度引发市场对降息定价的调整；财政政策虽符合预期，但发行节奏“能早则早”，一季度集中供给或加剧市场波动。低通胀环境（CPI 目标 2%，之前都是 3%）为实际利率下行提供空间。短期波动风险仍在，市场将对降息降准重新定价，继续博弈央行对资金面的态度；中长期看，经济数据仍弱修复，内需较为疲软，海外有衰退风险，投资消费及出口均有较大压力，利率震荡下行趋势不改，周五高位点位对于配置项机构均有一定的价值。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比均回升

本周同业存单净融资规模为 3,064.30 亿元，发行总额达 9,041.60 亿元，平均发行利率为 2.0515%，到期量为 5,977.30 亿元。同业存单融资额环比反弹。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 1.98bp 报 2.0779%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.90bp 报 2.0791%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.99bp 报 2.0728%，9M 存单平均发行利率较上周上行 2.63bp 报 2.0478%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,591.45 亿元，环比增加 143.91 亿元，偿还量约 2,609.75 亿元，净融资额约-18.3 亿元，环比回升 174.47 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 0.04bp~上

行 0.54bp, 3 年期各评级信用债收益率上行 2.98bp~上行 4.48bp, 5 年期各评级信用债收益率上行 6.87bp~上行 12.91bp。

表 3: 信用债各期限收益率水平

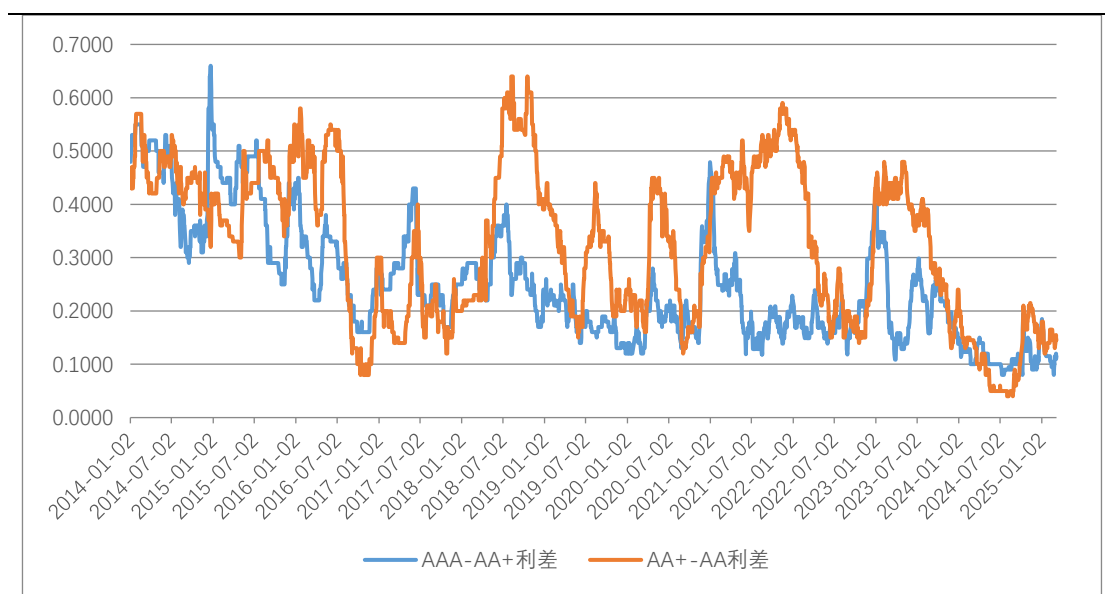
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.0814	8.50%	0.04
信用债(AAA):3 年	2.1100	3.70%	2.98
信用债(AAA):5 年	2.1900	3.10%	6.87
信用债(AA+):1 年	2.1614	6.60%	0.04
信用债(AA+):3 年	2.2250	4.00%	2.98
信用债(AA+):5 年	2.3350	3.60%	9.37
信用债(AA):1 年	2.2264	5.70%	0.54
信用债(AA):3 年	2.3700	4.80%	4.48
信用债(AA):5 年	2.5450	4.80%	12.91

资料来源: Wind、中航证券研究所

期限利差方面, AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 2.94bp、扩大 2.94bp、扩大 3.94bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 3.89bp、扩大 6.39bp、扩大 8.43bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 12bp, 较上周扩大 2bp, AA 与 AA+之间的利差为 15bp, 较上周缩小 1bp。

图 7: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（1.56%）、深证成指（2.19%）、沪深 300（1.39%）、科创 50（2.67%）、创业板指（1.61%）、中证 500（2.63%）、中证 1000（3.79%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 3.52%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、国防军工、计算机表现较强，分别上涨 7.08%、6.96%、6.74%；石油石化、综合、房地产表现较弱，分别下跌 1.49%、1.03%、0.91%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 17009.27 亿元，较上周减少 2906.41 亿元。

2) 权益市场展望

3 月 5 日，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大三次会议作政府工作报告（以下简称“报告”）。整体看，报告对于 2025 年宏观政策延续了 2024 年底中央经济工作会议基调，工作安排较为积极，目标赤字率创新高，整体符合市场预期。对于资本市场来说，自 2024 年 9 月底政策转向以来，市场对于 2025 年稳增长政策的乐观预期明显提升，已对本次政府工作报告内容进行了多轮政策博弈。我们认为本次报告或更多起到在稳定市场情绪并给出投资结构方向的作用。预计本轮中国科技股估值重塑方兴未艾，内需消费板块和人工智能自主可控有望成为市场中期主线，港股可依旧关注恒生科技指数。

海外，由于近期美国部分经济数据边际走弱，特朗普政府持续对外加征关税下后或将对美国经济造成持续的冲击，以及美国财政也或将收缩，美债收益率年初以来震荡下行，2 月下旬起美股、美债收益率、美元指数同步加速下跌，“美国衰退”叙事或正在逐渐被资金认同。与此同时，中国不断证明中国在本轮人工智能革命中处于世界领先水平，新一轮“东升西落”预期正在酝酿过程中。但近期数据反馈，国内外资金对新一轮“东升西落”交易或仍在观望。国外资金，尽管“美国衰退”叙事下美元指数近期快速下跌，但人民币汇率显示全球汇市资金对于中国基本面或判断仍偏观望。

年初以来，虽然 A 股呈现震荡上行态势，国内资金对 A 股市场同样出现分歧。2024 年 9 月底政策转向后的 A 股行情中，融资资金和 ETF 资金同向，均趋势性流入。而年初以来，融资资金和 ETF 资金持续呈现反向趋势。这或因为部分资金需要看到中国基本面趋势性改善，在确认之前先选择止盈。这与我们年度报告观点较为一致，即 2024 年 9 月底政策转向后，A 股快速拉升，但更多反映的是政策利好预期抬升下的提前拉升估值，2024 年底 A 股估值已超过近十年历史中位数水平，估值进一步提升或需等待盈利底较清晰之后。

本轮行情至今，挂钩主要指数的 ETF 全部净流出。统计挂钩同一指数 ETF 累计申赎净流出额占比该指数 ETF 总规模，结果显示科创 50、创业板指、恒生科技三个指数的 ETF 流出比例最高。从融资余额行业分布变化来看，自年初以来万得全 A 低点日（1 月 13 日）至 3 月 6 日，TMT 板块是融资资金主要流入的方向。往后看，国内增量稳增长政策推出、经济数据的改善以及中国新的人工智能领域的突破等均有望成为驱动新一轮“东升西落”交易的催化。若全球资金形成一致预期，A 股、港股有望形成新一轮牛市。

展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里

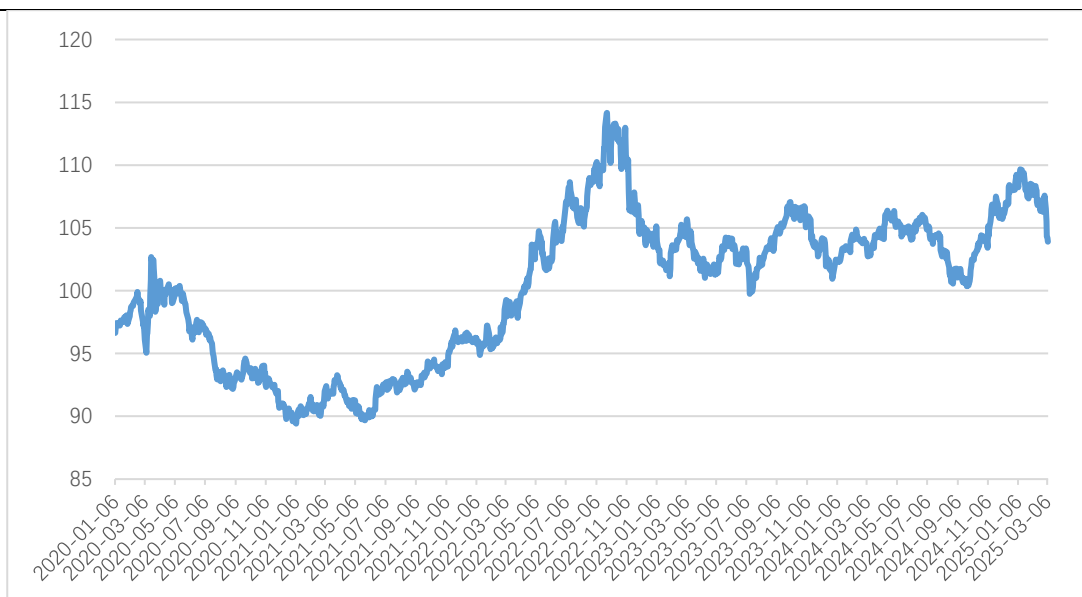
Capex 重回扩张期确认产业趋势，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

3.2 美元指数分析：本周美国经济及就业数据均走弱，美元指数明显下行

本周美元指数报 103.8945，较上周下行 3.6699。本周部分美国经济数据公布，其中美国 2 月份制造业 PMI 录得 50.3，低于前值及市场预期。同时本周美国就业数据也出现波动，本周五公布的美国 2 月份非农就业数据增 15.1 万人，略不及市场预期，而 ADP 就业数据更是仅新增 7.7 万人。相较于经济数据，美联储表态方面新增信息较为有限，本周美联储褐皮书显示，自 1 月中旬以来，整体经济活动略有上升，物价及就业整体向上。对于后续货币政策本周美联储官员发言整体认为美国目前经济前景尚不确定，后续降息路径仍需观察。相较于美联储，本周欧洲央行如期降息，但在降息同时其利率决议声明也称货币政策已在有意义地减少限制，一定程度限制了后续货币政策空间。整体来看，本周美国经济及就业数据均走弱，美元指数明显下行。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后声明表示失业率在低位企稳，劳动力市场状况依然稳固，同时删除了通胀朝着 2% 通胀目标取得进展的措辞，指出“通胀在某种程度上依然高企”。会后美联储主席鲍威尔表示，关于通胀的措辞修改主要为了精简表述，并非对市场发出信号。他也表述目前美联储的利率水平显著高于中性利率，但考虑到近期就业及通胀形式，美联储不急于降息。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 8：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637