

定期报告

LPR 四度持平, 十债利率升至 1.7%, 释放何种信号?

华金宏观·双循环周报 (第 95 期)

投资要点

- ◆ **聚焦: LPR 四度持平, 十债利率升至 1.7%, 释放何种信号?** LPR 连续第四个月持平未降, 资金面利率仅较春节前水平小幅回落, 1 年、10 年国债收益率加速上行, 显示近期货币宽松操作空间有所收窄。2 月 20 日, 1Y、5Y LPR 月度报价分别为 3.1% 和 3.6%, 连续第四个月持平不变, 降息预期再度延后。2 月第三周资金面整体维持紧张态势, 对利率曲线形成较为直接的传导效应, 1Y、10Y 国债收益率当周分别上行 10.0BP、6.5BP, 分别升至 1.48% 和 1.72%。
- ◆ 这一与货币政策定调近期转向“适度宽松”感受有所差异的变化, 主要原因或是年初以来稳定汇率目标重要性的不断提升。年初以来, 美元指数高位震荡有所回落, 但人民币汇率低位徘徊升值幅度偏小, 呈现出一定的非被动贬值倾向, 对我国货币政策的潜在宽松空间形成限制。美元指数自年初以来形成一轮冲高震荡后有所回落的走势, 1 月 13 日冲高至 109.96 高点之后开始震荡回落, 至 2 月 20 日收于 106.37, 较高点已经回落达 3.6%, 而同期美元兑 CNY 汇率仅从 7.33 升至 7.26, 升值幅度仅为 1.0%。在这种情况下, 央行货币政策目标中代表外部均衡方向的稳汇率目标重要性就会短期明显提升, 为抵消个别汇率冲击因素的影响, 就可能需要以较大的幅度收窄中美负利差缺口以有效稳定汇率。
- ◆ 当前人民币汇率所面临的个别冲击因素, 主要来自特朗普政府已经实施的对华加征关税措施、以及可能进一步实施的特定品类商品乃至无差别的普遍性加征关税政策。此类政策不但可能直接影响我国对美出口, 而且可能抬升我国与域外协同生产对美供给的成本, 并可能因全球通胀的普遍性抬升效应而导致全球需求收缩, 三条路径都可能对我国出口形成叠加性影响, 正因如此人民币一篮子汇率指数年初以来趋于下降。特朗普二度入主白宫以来, 关税大棒持续挥舞。继 2 月初决定对华加征 10% 进口关税之后, 特朗普于 2 月 10 日宣布自 3 月 12 日起对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税, 又于 2 月 18 日称可能在近期宣布对进口汽车、半导体和药品征收 25% 关税。三方面影响的幅度、时点、后续变化当前均存在较大不确定性, 但对于已经经历过 2018-2019 年美国关税压力的我国产业链而言, 如果三者叠加的影响较为显著, 最终可能更大比例体现于出口价格方面而非数量冲击, 也就是说, 人民币计价的出口价格下跌和汇率方面的贬值压力可能会萦绕一段时间。这些因素对于货币政策来说, 并非后者所能改变, 因而我们从观察分析货币流动性的角度来看, 在特朗普政府关税政策不确定性尚未完全或大部分消除之前, 都建议对我国货币政策操作空间受限的外部现实约束、以及由此带来的收益率曲线进一步调整上行风险保持高度的关注。
- ◆ **国内外经济追踪:** 汽车销售错位反弹, 日本核心 CPI 有所回升。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP):** 本周海外主要股指整体下跌, A 股科创 50 涨幅靠前。A 股通信板块涨幅靠前, 传媒板块跌幅较深。
- ◆ **风险提示:** 关税不确定性或令贬值压力加大并导致收益率曲线上行更快风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号: S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

信贷创纪录“开门红”, 年初集中还是全年趋高? ——金融数据速评 (2025.1) 2025.2.14
 内外形势有何变化, 货币如何调整优化? ——《货币政策执行报告》(2024Q4) 解读·周报 (第 94 期) 2025.2.14
 核心通胀不降反升, 美联储还能降息吗? ——美国 CPI 点评 (2025.1) 2025.2.13
 油价回升服务走高, CPI 稍好于预期 ——CPI、PPI 点评 (2025.1) 2025.2.9
 美国就业强劲, 薪资通胀螺旋开始转动 ——美国就业数据点评 (2025.1) 2025.2.8



内容目录

聚焦：LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放何种信号？	3
国内外经济追踪：汽车销售错位反弹，日本核心 CPI 有所回升	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

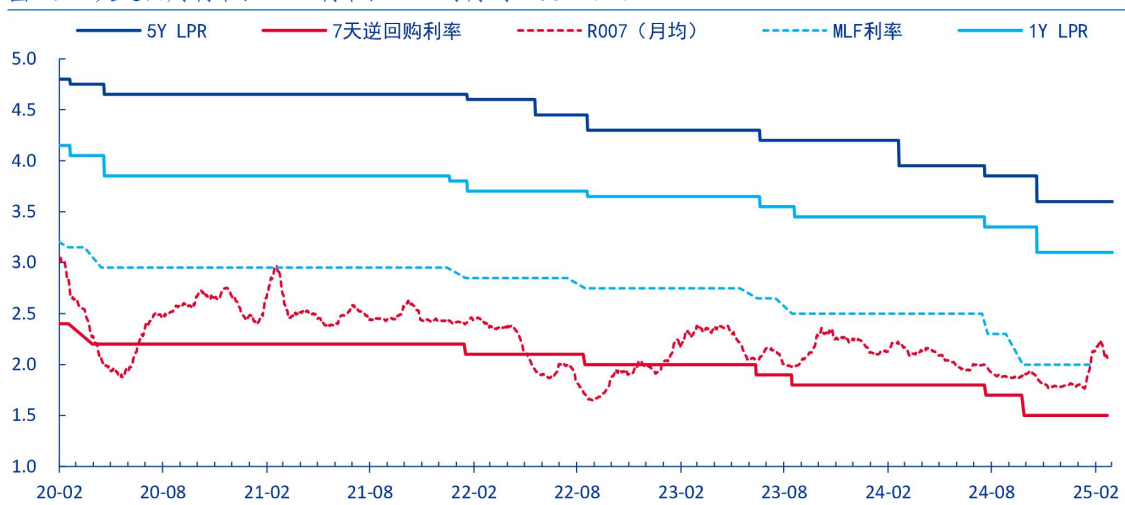
图表目录

图 1：7 天逆回购利率、LMF 利率、LPR 与月均 R007（%）	3
图 2：1Y 与 10Y 中国国债收益率、10Y 美债名义与实际收益率（%）	3
图 3：CNY 主动贬值幅度	4
图 4：CFETS 人民币汇率指数近期趋于下行	5
图 5：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	6
图 6：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比大幅反弹	6
图 7：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）	6
图 8：中汽协汽车销量当月、累计同比（%）	7
图 9：中汽协汽车产量当月、累计同比（%）	7
图 10：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周鲜菜价格同比继续回落	7
图 11：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅走低	7
图 12：伦敦金现、LME 铜：金价再创新高、铜价有所回落	7
图 13：原油价格：本周原油价格小幅上涨	7
图 14：美国当周初请失业金人数有所回升	8
图 15：美国原油产量小幅升至 1349.7 万桶	8
图 16：发达经济体核心 CPI 同比（%）	8
图 17：主要发达经济体制造业 PMI（%）	8
图 18：全球股市：本周海外主要股指整体下跌，A 股科创 50 涨幅靠前	9
图 19：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股通信板块涨幅靠前，传媒板块跌幅较深	9
图 20：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股能源板块涨幅靠前，通讯服务板块跌幅较深	9
图 21：美国国债收益率变动幅度：截至 2 月 20 日，美债长端收益率上行较多	10
图 22：中国国债收益率变动幅度：截至 2 月 20 日，中债短端收益率上行较多	10
图 23：1Y 中国国债收益率上行约 10BP（%）	10
图 24：中美 10Y 利差有所收窄	10
图 25：10Y 国开债与国债利差接近抹平（%）	11
图 26：1Y、3Y 信用利差基本持平（BP）	11
图 27：美联储本周资产规模有所缩小（USD bn）	11
图 28：主要央行政策利率（%）	11
图 29：全球汇率：美元指数继续回落	11
图 30：人民币升值幅度相对美元贬值幅度更小	11

聚焦：LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放何种信号？

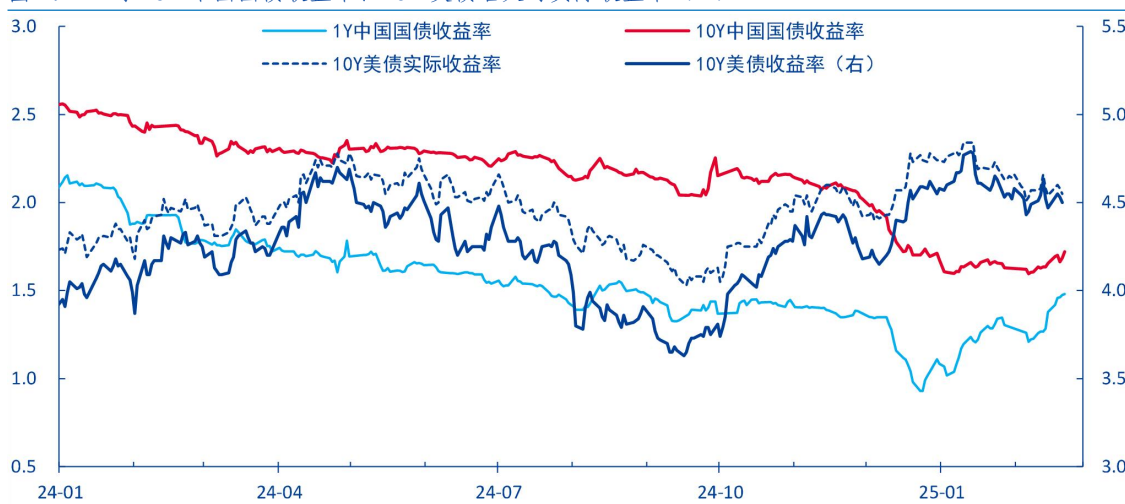
LPR 连续第四个月持平未降，资金面利率仅较春节前水平小幅回落，1 年、10 年国债收益率加速上行，显示近期货币宽松操作空间有所收窄。2 月 20 日，1Y、5Y LPR 月度报价分别为 3.1% 和 3.6%，连续第四个月持平不变，降息预期再度延后。与此同时，2 月第三周资金面整体维持紧张态势，银行间短期资金利率高位波动，月均 R007 与春节前峰值相比回落幅度较小，当前仍显著高于 2024 年下半年。资金面紧张对利率曲线形成较为直接的传导效应，1Y、10Y 国债收益率当周分别上行 10.0BP、6.5BP，分别升至 1.48% 和 1.72%，前者创 2024 年 9 月以来新高。这些迹象共同指向央行近期货币操作的宽松空间有所收窄。

图 1：7 天逆回购利率、LMF 利率、LPR 与月均 R007（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：1Y 与 10Y 中国国债收益率、10Y 美债名义与实际收益率（%）

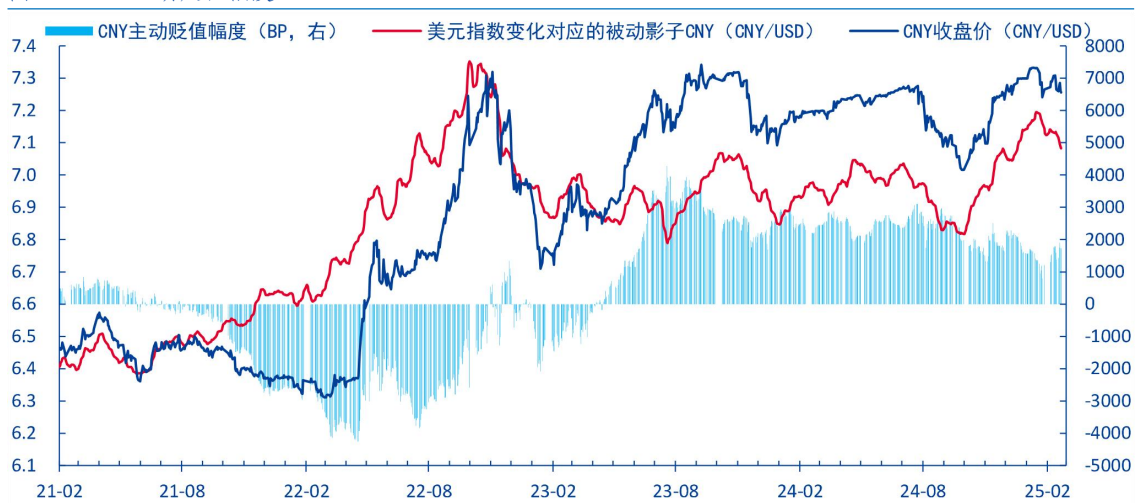


资料来源：CEIC，华金证券研究所

这一与货币政策定调近期转向“适度宽松”感受有所差异的变化，主要原因或是年初以来稳定汇率目标重要性的不断提升。年初以来，美元指数高位震荡有所回落，但人民币汇率低位徘徊升值幅度偏小，呈现出一定的非被动贬值倾向，对我国货币政策的潜在宽松空间形成限制。

美元指数自年初以来形成一轮冲高震荡后有所回落的走势，1月13日冲高至109.96高点之后开始震荡回落，至2月20日收于106.37，较高点已经回落达3.6%，而同期美元兑CNY汇率仅从7.33升至7.26，升值幅度仅为1.0%，这显示人民币遭遇一定的个别性汇率冲击因素影响，从而呈现一定的非被动贬值倾向。在这种情况下，央行货币政策目标中代表外部均衡方向的稳汇率目标重要性就会短期明显提升，为抵冲个别性汇率冲击因素的影响，就可能需要以较大的幅度收窄中美负利差缺口以有效稳定汇率。主动收窄负利差的政策手段即通过减少货币宽松类操作的力度，推动收益率曲线整体向上抬升。2月以来，1Y、10Y美债收益率分别在4.2%-4.3%之间和4.5%左右窄幅波动，从而本周中美1Y、10Y负利差都有较大幅度的收窄效应，恰恰体现出对稳汇率目标重要性的重视。

图3：CNY主动贬值幅度

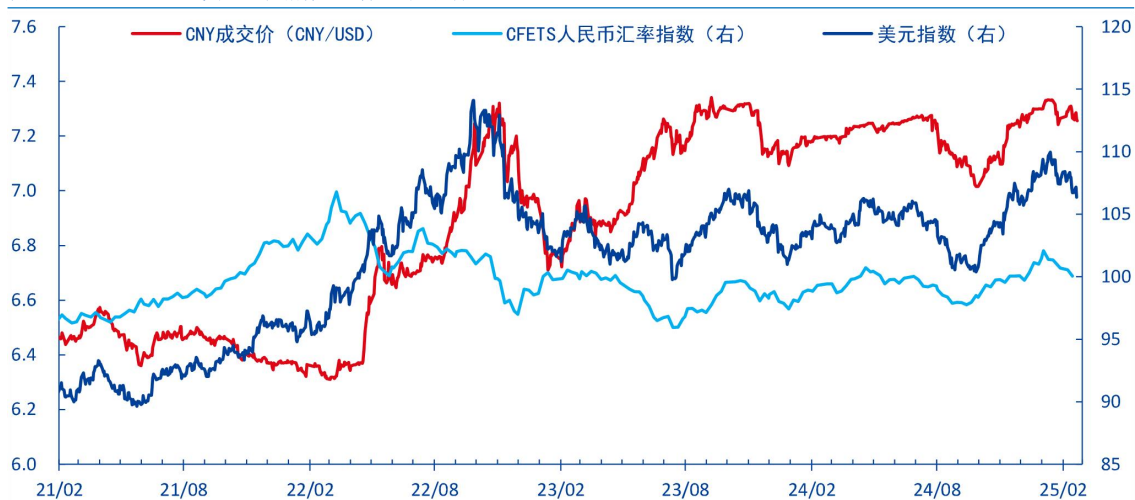


资料来源：CEIC，华金证券研究所

当前人民币汇率所面临的个别性冲击因素，主要来自特朗普政府已经实施的对华加征关税措施、以及可能进一步实施的特定品类商品乃至无差别的普遍性加征关税政策。此类政策不但可能直接影响我国对美出口，而且可能抬升我国与域外协同生产对美供给的成本，并可能因全球通胀的普遍性抬升效应而导致全球需求收缩，三条路径都可能对我国出口形成叠加性影响，正因如此人民币一篮子汇率指数年初以来趋于下降。特朗普二度入主白宫以来，关税大棒持续挥舞。继2月初决定对华加征10%进口关税之后，特朗普于2月10日宣布自3月12日起对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税，又于2月18日称可能在近期宣布对进口汽车、半导体和药品征收25%关税。这一系列的政策操作，基本符合特朗普在竞选期间与关税相关的一系列政策主张的脉络。其关税政策同时从针对性和普遍性两个方面展开，对全球贸易和产业链分工、以及我国出口可能产生深层次、多方面、综合性的潜在冲击。一方面，由于目前已经实施的第一批加征关税仅针对中国，这可能直接造成我国对美出口离岸价格和出口总量“双降”，这一直接影响的幅度预计并不很大。第二方面，2018-2019年特朗普第一任期内对华发起贸易战期间，我国企业积极展开应对，主动出海融合东南亚等地产业链供应链，通过与域外经济体协同生产的方式，较好地实现了对美国针对性关税壁垒冲击的缓解作用。但如果特朗普在近期已露端倪的普遍性关税措施方面越走越远，则可能短期内令我国企业主动整合主导的域外产业链协同生产成本大幅抬升，并可能造成美国需求通过全球产业分工与我国产业链供给能力之间的连接变得更为脆弱。第三方面，如果特朗普普遍性的关税政策主张覆盖至更多工业国或在出口中占比较大的更多产品类别，可能引发他国更大规模的报复性涟漪效应，由加征关税导致的局部性通胀上升压力就会有更

大的可能性向全球更多消费需求地蔓延传导，或最终导致全球消费需求增长放缓甚至趋于收缩。三方面影响的幅度、时点、后续变化当前均存在较大不确定性，但对于已经经历过 2018-2019 年美国关税压力的我国产业链而言，如果三者叠加的影响较为显著，最终可能更大比例体现于出口价格方面而非数量冲击，也就是说，人民币计价的出口价格下跌和汇率方面的贬值压力可能会萦绕一段时间。这些因素对于货币政策来说，并非后者所能改变，因而我们从观察分析货币流动性的角度来看，在特朗普政府关税政策不确定性尚未完全或大部分消除之前，都建议对我国货币政策操作空间受限的外部现实约束、以及由此带来的收益率曲线进一步调整上行风险保持高度的关注。

图 4: CFETS 人民币汇率指数近期趋于下行



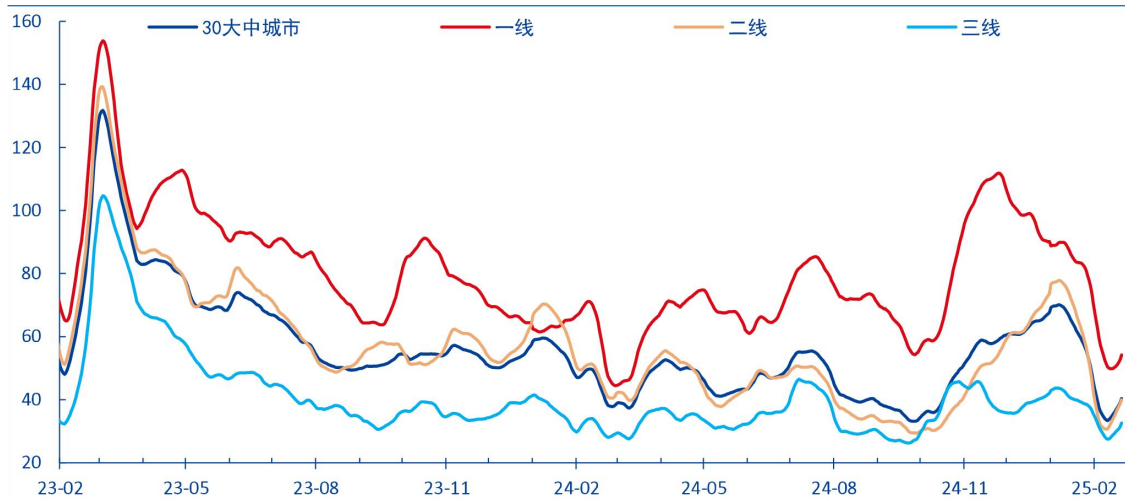
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 关税不确定性或令贬值压力加大并导致收益率曲线上行更快风险。

国内外经济追踪：汽车销售错位反弹，日本核心CPI有所回升

商品房销售面积：本周一、二、三线城市商品房销售趋势有不同程度反弹。

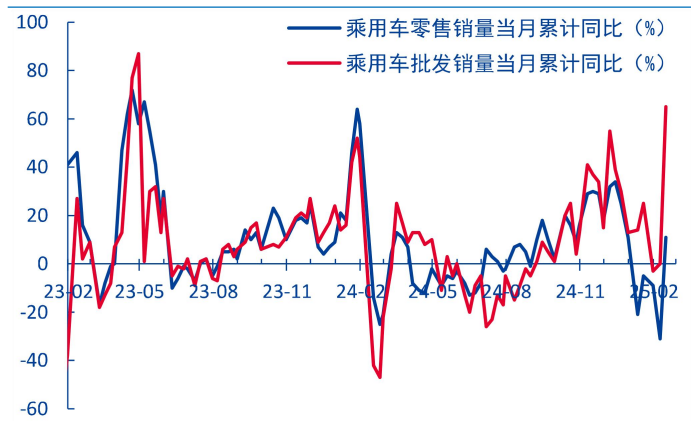
图 5：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

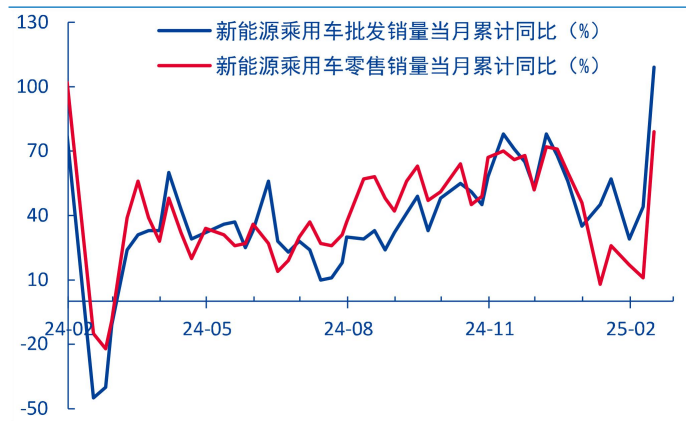
汽车消费：春节提前，节后错位反弹。据乘联会数据，2月第二周乘用车零售和批发销量当月累计同比增速分别较前周大幅反弹42个百分点、65个百分点至11%和65%，预计后续将在财政补贴拉动下维持向好趋势。据中汽协数据，1月汽车销量和产量当月同比分别较前月回落11.2、7.7个百分点至-0.6%和1.7%，主要反映春节提前导致的错位效应。

图 6：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比大幅反弹



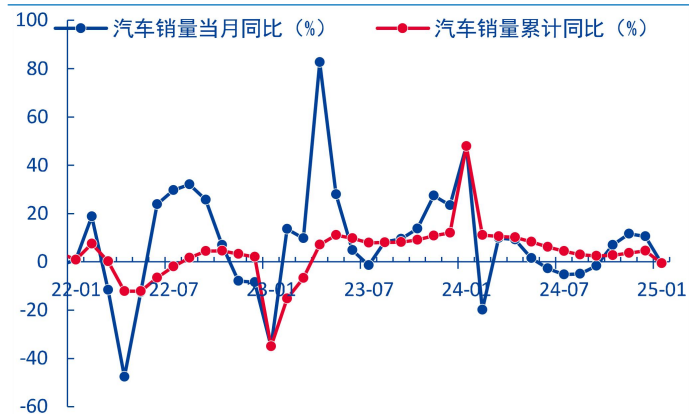
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



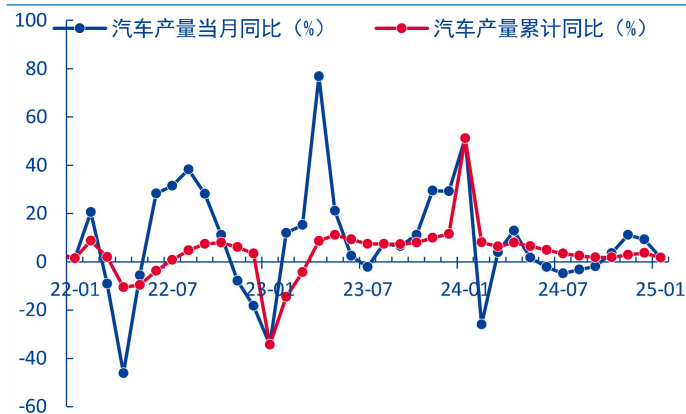
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：中汽协汽车销量当月、累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

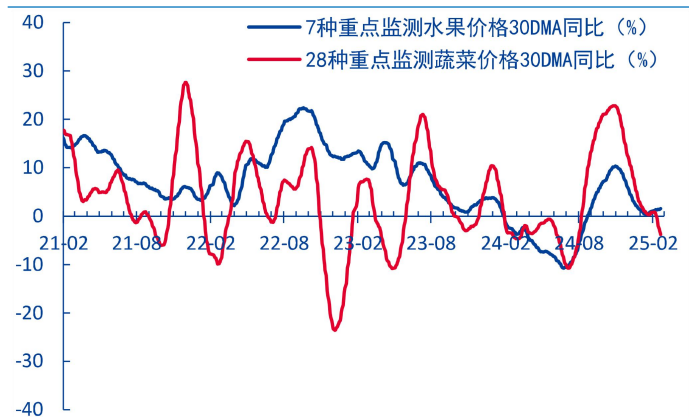
图 9：中汽协汽车产量当月、累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

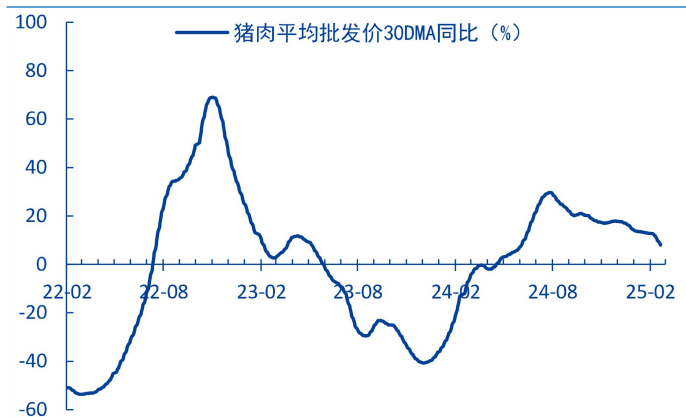
高频通胀指标：鲜菜同比跌幅扩大；猪肉价格同比增幅持续收窄。截至 2 月 20 日，鲜菜 30 天均价同比较前周下行 1.8 个百分点至-3.8%，鲜果价格基本持平；猪肉平均批发价同比增速再度小幅回落 1.8 个百分点至 8.0%。

图 10：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周鲜菜价格同比继续回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

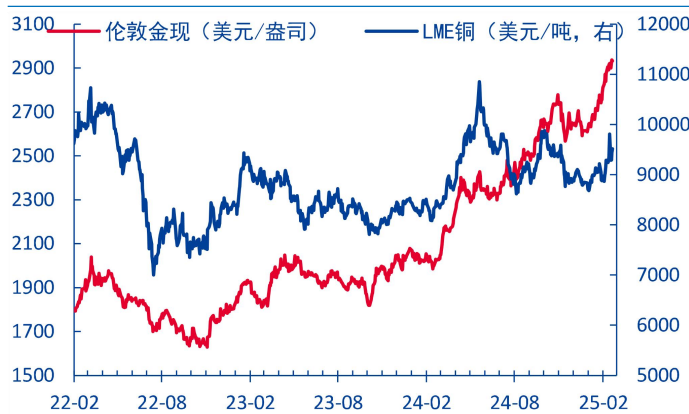
图 11：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅走低



资料来源：Wind，华金证券研究所

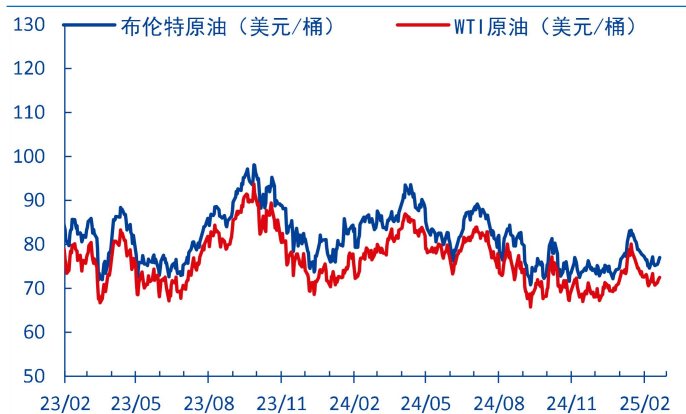
大宗商品：周内金价再创新高；原油价格小幅上涨。周内金价再度突破历史新高，截至 2 月 20 日伦敦金现报收 2932.1 美元/盎司；LME 铜价格回落 297.5 美元至 9514.5 元/吨；布油、WTI 原油价格同步小幅上涨，分别较前周涨 1.9、1.7 美元至 77.0 美元/桶、72.5 美元/桶。

图 12：伦敦金现、LME 铜：金价再创新高、铜价有所回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

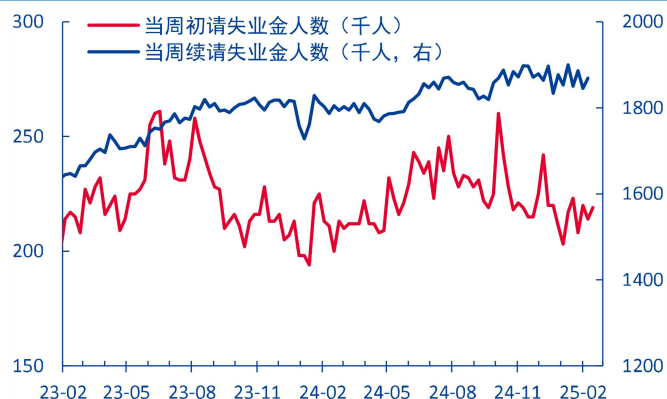
图 13：原油价格：本周原油价格小幅上涨



资料来源：Wind，华金证券研究所

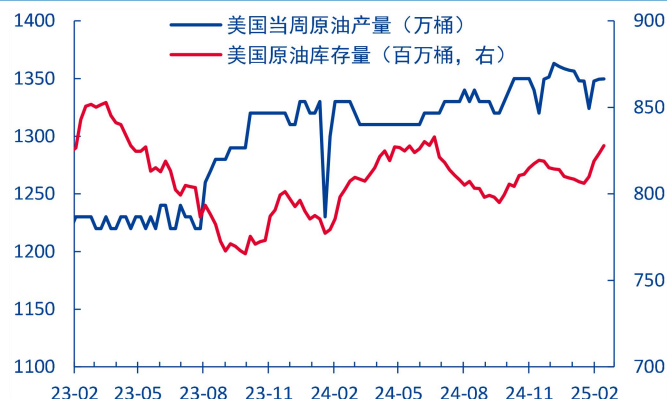
美国就业、能源产量及库存：截至 2 月 15 日，当周美国初请失业金人数（季调）回升 0.5 万至 21.9 万人；2 月第二周美国国内原油产量小幅升至 1349.7 万桶，原油库存继续上行。

图 14：美国当周初请失业金人数有所回升



资料来源：CEIC，华金证券研究所

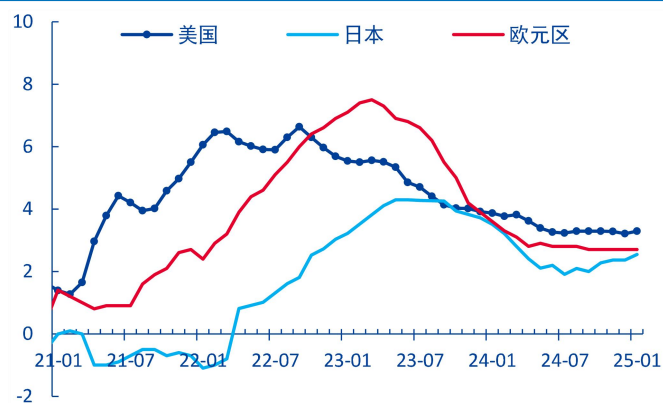
图 15：美国原油产量小幅升至 1349.7 万桶



资料来源：CEIC，华金证券研究所

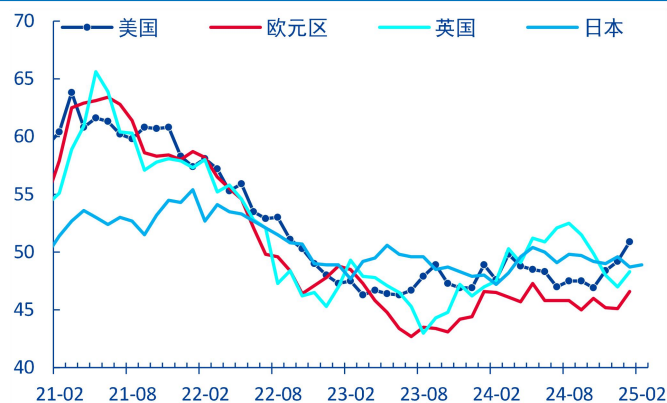
发达经济体通胀及制造业 PMI：据当地时间 2 月 20 日公布的最新数据，日本 1 月核心 CPI 小幅回升 0.1 个百分点至 2.5%；此外，日本 2 月制造业 PMI 同样小幅反弹 0.2 至 48.9。两项数据对日元汇率形成短期支撑。

图 16：发达经济体核心 CPI 同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

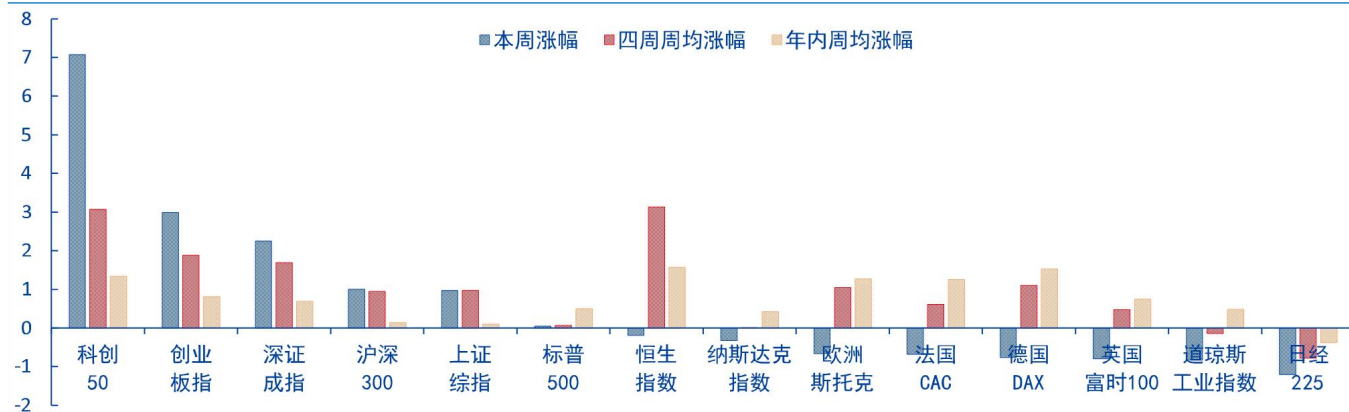
图 17：主要发达经济体制造业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

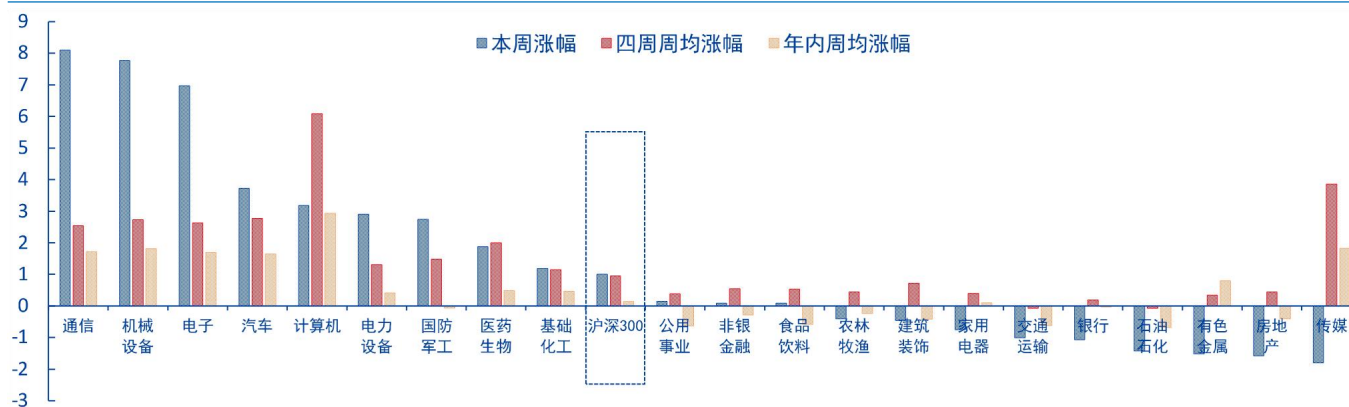
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）

图 18：全球股市：本周海外主要股指整体下跌，A 股科创 50 涨幅靠前



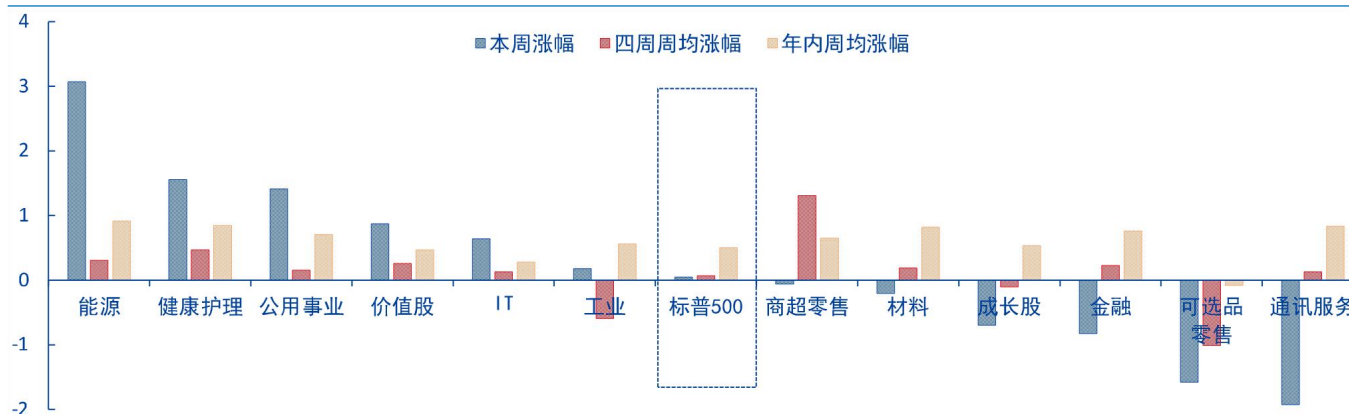
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 19：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股通信板块涨幅靠前，传媒板块跌幅较深



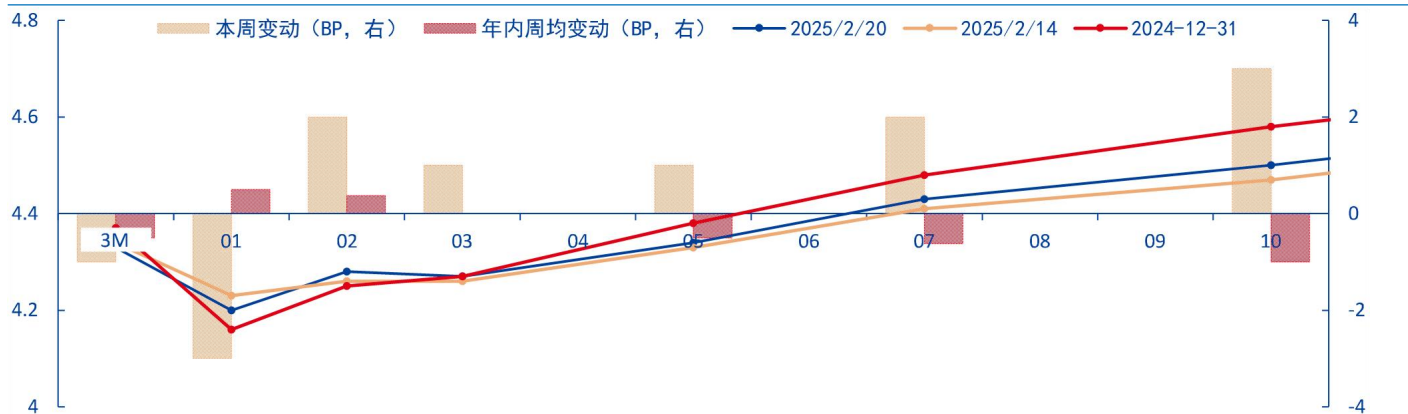
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 20：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股能源板块涨幅靠前，通讯服务板块跌幅较深



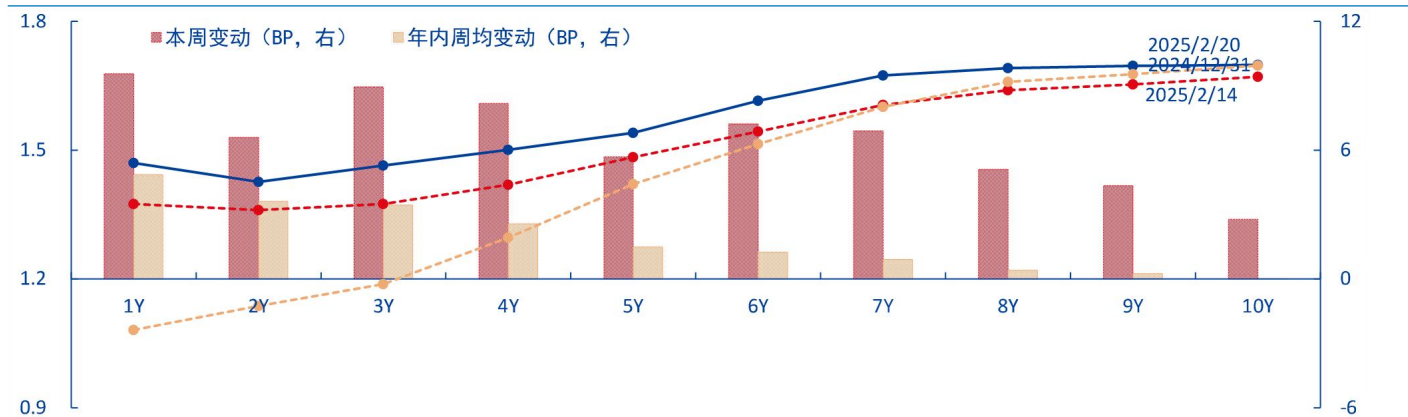
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 21：美国国债收益率变动幅度：截至 2 月 20 日，美债长端收益率上行较多



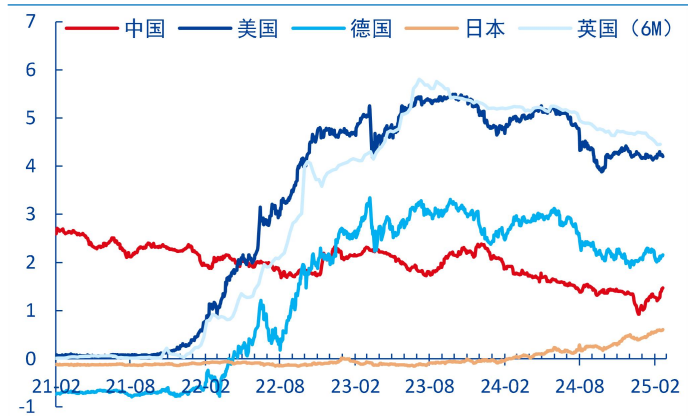
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 22：中国国债收益率变动幅度：截至 2 月 20 日，中债短端收益率上行较多



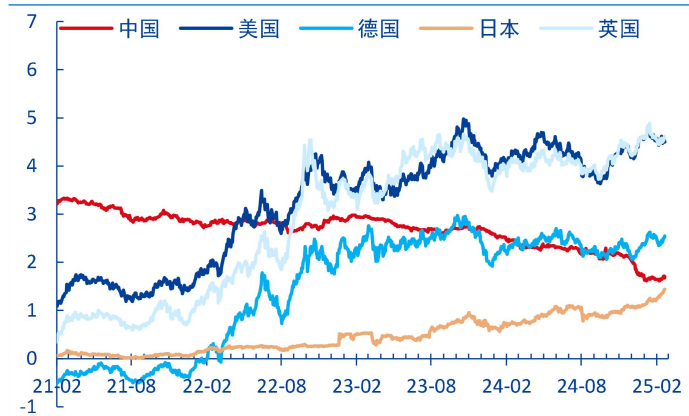
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 23：1Y 中国国债收益率上行约 10BP（%）



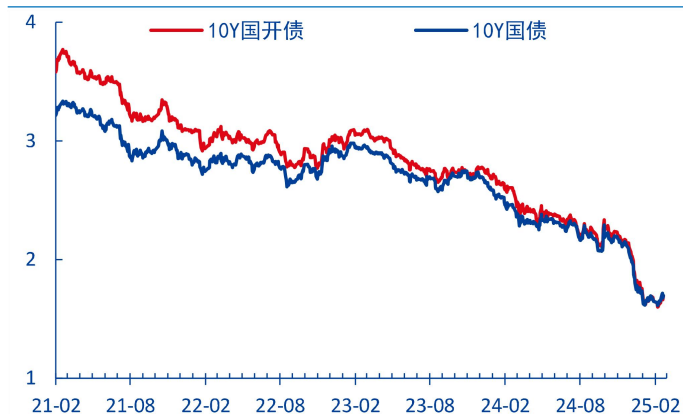
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 24：中美 10Y 利差有所收窄



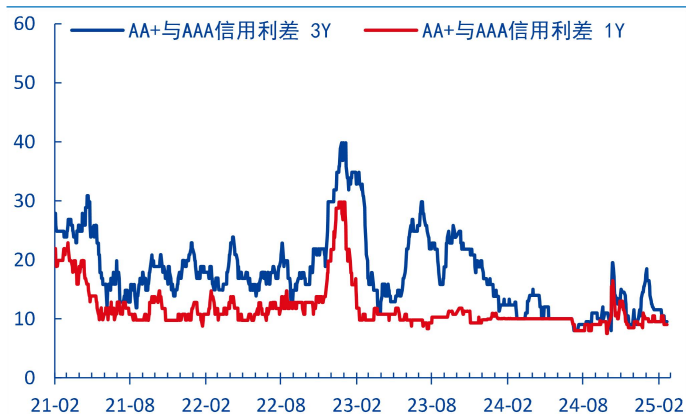
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 25: 10Y 国开债与国债利差接近抹平 (%)



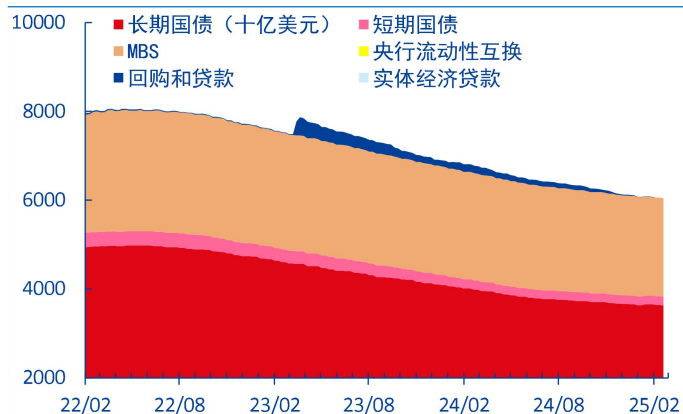
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 1Y、3Y 信用利差基本持平 (BP)



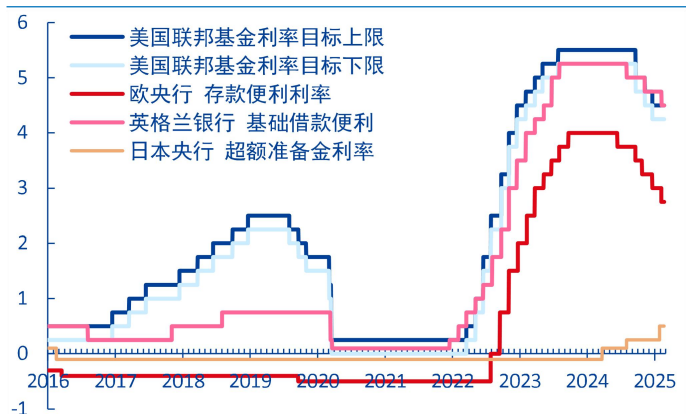
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



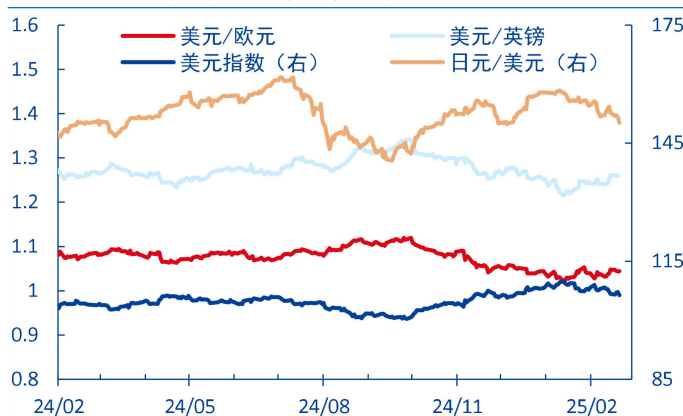
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 主要央行政策利率 (%)



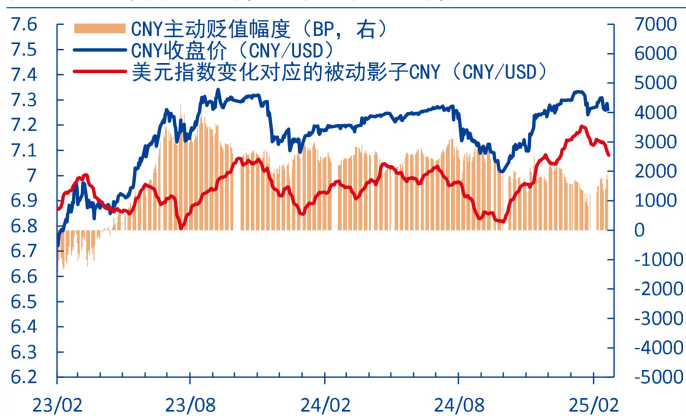
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 全球汇率: 美元指数继续回落



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 人民币升值幅度相对美元贬值幅度更小



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn