

**内容摘要：**

宏观经济方面，2 月处于经济数据真空期，从 1 月制造业景气度指数来看，制造业 PMI 再度回落至 49.1%，非制造业 PMI 也回落 2 个百分点至 50.2%，显示经济景气度有所下降。高频数据显示地产和汽车销售放缓，生产开工率下降，整体呈现供需两弱的态势，主要受春节假期因素影响。通胀方面，CPI 回升至 0.5%，主要受春节期间食品价格和旅游、服务价格上涨带动；PPI 环比跌幅有所扩大，主要与淡季工业品需求较弱有关。对于债券市场，基本面仍然偏利多，关注后续两会政策及基建落地情况。

2 月以来，资金面波动较上月下降，DR007 保持在政策利率之上 25-45bp 区间运行。大行融出保持低位，质押式回购成交量回落较多。政府债券发行方面，专项债发行前置，对资金面扰动增加。2 月票据利率从 1 月高位回落，随后小幅震荡上行，盘活存量要求下企业信贷增长动力或有限。货币政策方面，央行强调畅通货币政策传导机制和防范化解金融风险，盘活存量金融资源，支持实体经济，降准降息节奏延后，短期通过降低银行负债成本降低带动 LPR 调降从而降低实体融资成本可能性或更大。叠加 MLF、买断式逆回购等到期、政府债券发行前置以及股市情绪好转或分流资金等影响，资金面预计保持紧平衡。

2 月以来，债券收益率小幅上行。从经济基本面来看，春节期间呈现供需两弱的态势，节后生产复工也较慢。但近期 deepseek 对市场风险偏好提升较大，市场对全要素生产率提升有一定预期，带动股票市场回暖。从货币政策来看，近期汇率贬值压力仍然约束较强，资金面处于紧平衡状态，叠加美国通胀提升降息预期下降，预计国内宽松节奏或将延后。债券供给方面，年初以来国债和地方债发行节奏较快，预计一季度延续，或形成阶段性供给冲击。总体而言，目前基本面对债市的利好仍然存在，但近期干扰因素增多，包括市场风险偏好提升、供给较快、汇率约束等，利率预计窄幅震荡。交易盘可多看少动，配置盘建议延续逢高介入的策略。

## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、宏观经济：节后供需两弱，开工恢复较慢.....               | 3  |
| （一）假期供需两端走弱，物价季节性抬升 .....               | 3  |
| 1、地产：地产销售继续走弱 .....                     | 3  |
| 2、汽车销售走弱，出口运价指数整体下行 .....               | 5  |
| 3、钢铁价格弱势震荡，假期库存累积.....                  | 6  |
| 4、春节假期消费：电影票房增速较快.....                  | 7  |
| 5、开工情况：假期开工率普遍下滑 .....                  | 9  |
| （二）春节期间 CPI 季节性回升，生产淡季 PPI 环比跌幅扩大 ..... | 10 |
| 二、流动性及货币政策：畅通货币政策传导机制，资金面或维持紧平衡 .....   | 15 |
| （一）流动性回顾：资金面波动减小，回购成交量减少较多 .....        | 15 |
| （二）金融数据：新口径 M1 连续两月为正，企业信贷同比多增 .....    | 19 |
| （三）下阶段流动性展望：畅通货币政策传导机制，资金面或维持紧平衡 .....  | 21 |
| 三、利率债策略：利率下行至历史低位，交易关注止盈配置逢高介入 .....    | 22 |
| （一）利率债走势回顾 .....                        | 22 |
| 1、收益率震荡上行 .....                         | 22 |
| 2、隐含税率短端上行 .....                        | 24 |
| （二）利率债影响因素分析 .....                      | 24 |
| 1、经济基本面：春节期间供需两弱，基本面利好格局未改 .....        | 25 |
| 2、通胀： 季节性上行 .....                       | 25 |
| 3、广义流动性：M1 继续回升，社融略超预期 .....            | 25 |
| 4、狭义流动性：资金利率有所回落，处于紧平衡状态 .....          | 26 |
| 5、中美利差：倒挂幅度扩大，汇率约束较强 .....              | 27 |
| 6、股债比价：股债比较从高位小幅回落 .....                | 28 |
| 7、债券供需：年初政府债券发行进度较快 .....               | 29 |
| （三）利率债策略：风险偏好提升，利率窄幅震荡 .....            | 29 |

## 一、宏观经济：节后供需两弱，开工恢复较慢

1月27日，国家统计局公布数据显示：中国1月官方制造业 PMI 49.1，预期 50.1，前值 50.1。中国1月非制造业 PMI 50.2，预期 52.2，前值 52.2。

制造业 PMI 下降至收缩区间主要是由于春节返乡因素对需求和供给带来一定制约，以及消费需求本身偏弱。价格指数有所回升。各类企业景气度均有所下滑，大中型企业景气度降至轻微收缩，小型企业景气度收缩明显加大。分行业看，消费品行业和基础原材料行业明显下滑，装备制造业则继续保持扩张，高技术制造业小幅收缩。向后看，预计财政货币政策将有所发力以托底经济，同时随着春节因素消退，制造业景气度总体预计逐步转为扩张。非制造业商务活动指数扩张明显放缓，主要受春节因素和寒冷天气制约建筑业有关，此外居民娱乐性消费需求偏弱也带来一定拖累。非制造业业务活动预期指数继续位于较高景气区间，表明非制造业企业对市场发展前景较为乐观。随着后续春节效应消退，以及财政货币政策可能继续加码，预计非制造业商务活动指数将有所回升。

**图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)**

|         | PMI   | 生产    | 新订单   | 新出口订单 | 进口    | 在手订单  | 产成品库存 | 采购量   | 出厂价格  | 购进价格  | 原材料库存 | 从业人员  | 配送时间  | 经营预期  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2025-01 | 49.10 | 49.80 | 49.20 | 46.40 | 48.10 | 45.60 | 46.50 | 49.20 | 47.40 | 49.50 | 47.70 | 48.10 | 50.30 | 55.30 |
| 2024-12 | 50.10 | 52.10 | 51.00 | 48.30 | 49.30 | 45.90 | 47.90 | 51.50 | 46.70 | 48.20 | 48.30 | 48.10 | 50.90 | 53.30 |
| 变动      | -1.00 | -2.30 | -1.80 | -1.90 | -1.20 | -0.30 | -1.40 | -2.30 | 0.70  | 1.30  | -0.60 | 0.00  | -0.60 | 2.00  |

### （一）假期供需两端走弱，物价季节性抬升

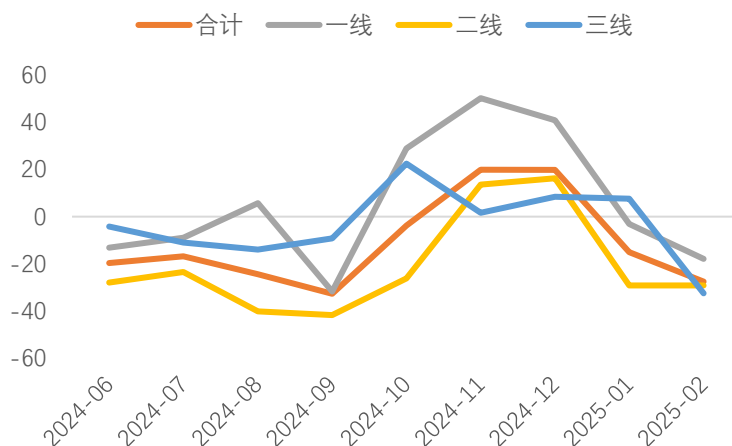
#### 1、地产：地产销售继续走弱

30大中城市地产销售数据显示，2月地产销售继续走弱，显示春节期间房地产销售情况一般。2月日均成交面积同比增速从1月的-15.02%下降至-27.49%。一、二、三线城市同步下滑，增速分别为-17.9%、-29.02%、-32.41%。

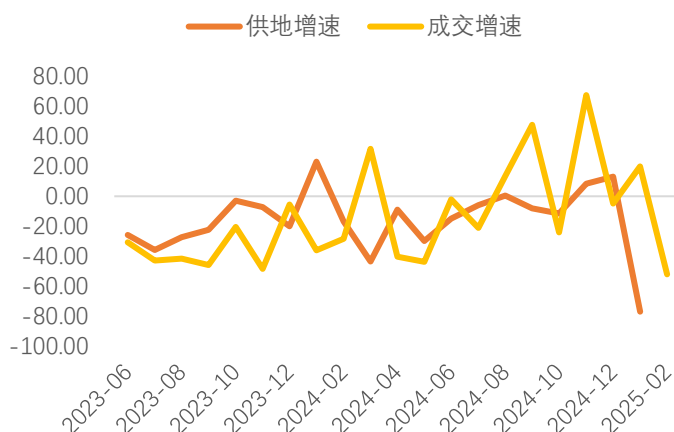
从土地成交情况来看，2月以来土地成交增速再度下行，从1月的19.9%下降

至-52.05%。从土地成交溢价率来看，2月中上旬受假期影响，土地溢价率下降至5.37%。二、三线城市土地溢价率分别是15.22%、2.63%。

图表 2 30 大中城市日均成交面积同比增速 (%)



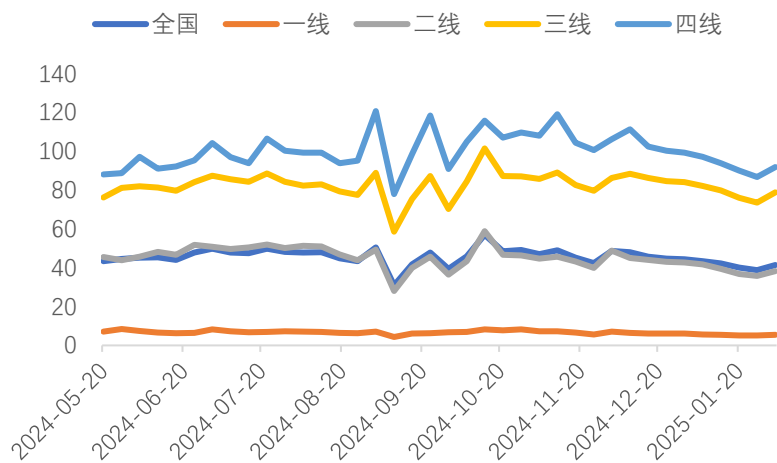
图表 3 100 大中城市土地成交同比增速 (%)



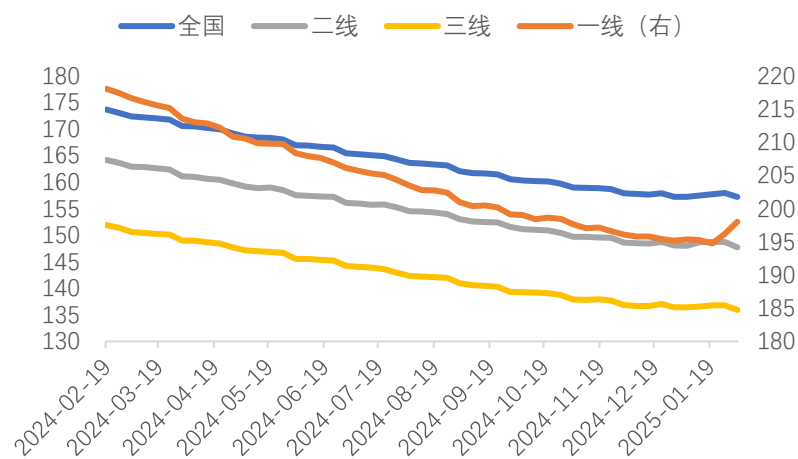
从二手房市场来看，挂牌量指数上升，显示春节期间二手房挂牌量有所增加。挂牌价指数继续下行，但一线城市挂牌价明显回升。

二手房市场仍然处于以价换量的筑底阶段，随着成交量的逐步放大，一线城市挂牌价有所回升，显示一定率先回暖迹象。

图表 4 城市二手房出售挂牌量指数 (%)



图表 5 城市二手房出售挂牌价指数 (%)

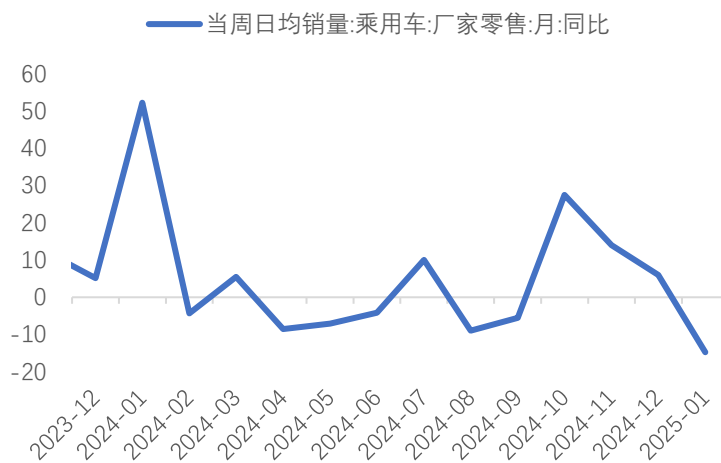


## 2、汽车销售走弱，出口运价指数整体下行

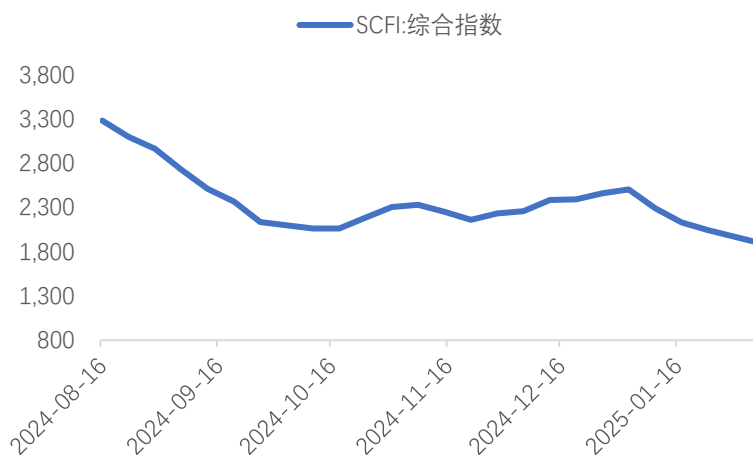
汽车销售方面，1月乘用车当周日均销量同比下降14.75%，考虑到春节错位因素，1月汽车销售增速可能略有低估，需综合2月销售情况继续观察。

出口方面，2024年12月，受抢出口等因素影响，出口运价指数有所上涨。但2025年以来，运价指数持续下行，一方面与春节假期货运需求下降有关，另一方面随着关税加征10%落地，抢出口情况可能略有缓解。

图表6 乘用车当周日均销量同比增速（%）



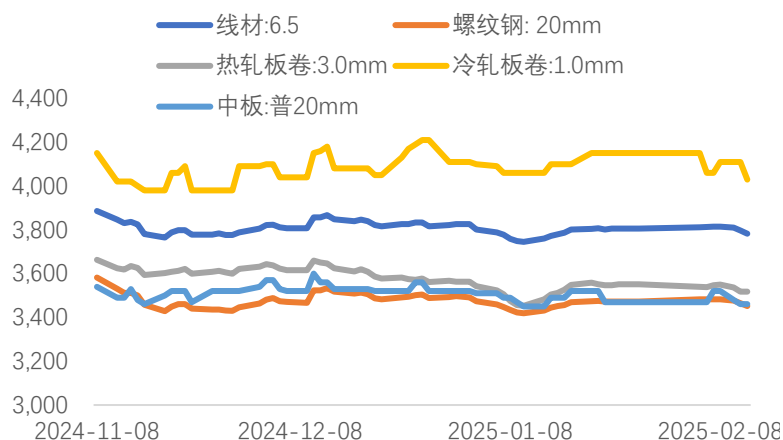
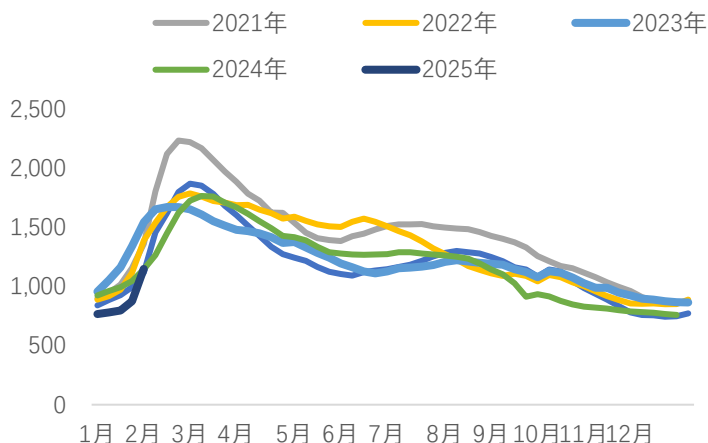
图表7 上海出口集装箱运价指数（%）



### 3、钢铁价格弱势震荡，假期库存累积

从钢铁需求端来看，2月钢铁价格较1月底先涨后跌，显示淡季需求一般。螺纹钢价格从1月末的3473元/吨下降至3452元/吨。

从钢铁库存来看，2月以来受春节因素影响，钢铁社会库存继续累积，截止2月中旬，主要城市库存上升至1147万吨，与2024年同期大致相当。

**图表8 各类钢材价格指数（%）**

**图表9 主要城市钢材库存（万吨）**


#### 4、春节假期消费：电影票房增速较快

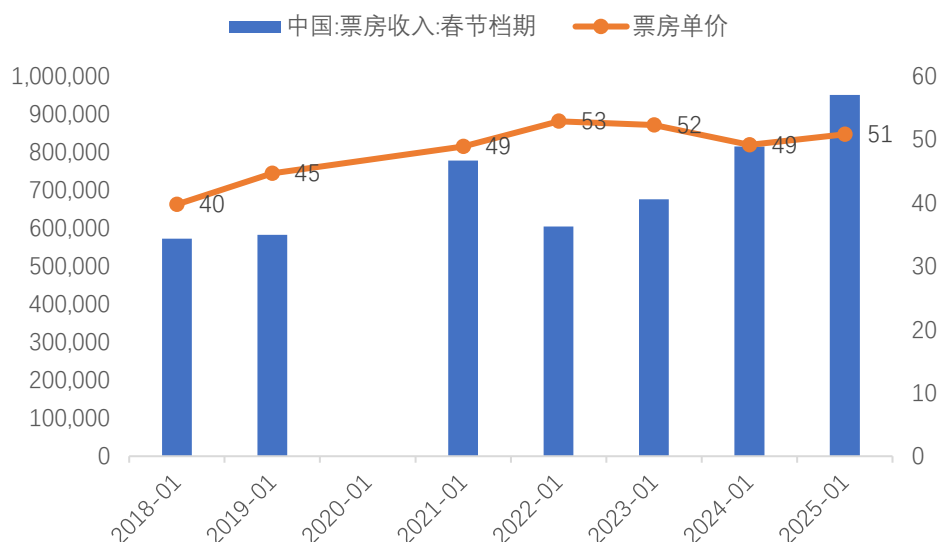
居民出行和旅游人次继续增长。根据交通运输部数据，春运前25日（1月14日-2月7日），累计全社会跨区域人员流动量比24年同期上升6%，较19年同期上升20%，春节出行规模处于历史较高水平。分项来看，私家车、铁路、航空累计客运量较24年同期变化+5%、+6%、+7%，较19年同期增长40%、32%、26%。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%。作为申遗成功后的首个春节，今年春节假期，文化和旅游市场安全繁荣有序，出游人次和出游总花费等多项指标创历史新高。

春节假期全国口岸出入境人数，持续修复，接近2019年同期。据国家移民

管理局预测数据计算，今年春节假期日均出入境人员数，恢复至2019年同期的98.5%，去年五一、端午、国庆假期分别恢复至2019年的80.1%、93.7%、95.4%。受益于免签政策，入境游增速较高。携程旅行平台数据显示，今年到中国过春节的外国人比2024年增长了1.5倍，创下入境新纪录。

春节假期电影票房超出预期。根据国家电影局初步统计，2025年春节假期全国电影票房为95.07亿元，观影人次为1.87亿，相比2024年春节假期票房和人次分别增长了16.62%和12.77%，均创造了同档期新的纪录。电影单人次均价有所提高，2025年春节假期期间电影单人次均价为51元，较去年同期49元上涨3.42%。

**图表 10 春节假期电影票房及单价**



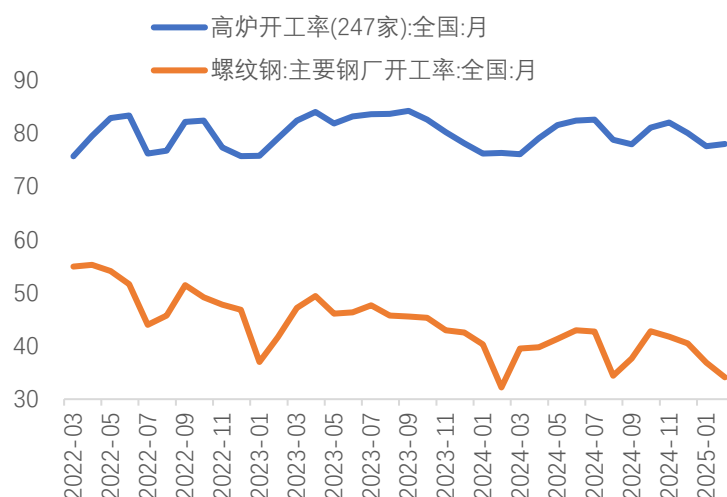
春节期间商品消费、尤其是消费电子和家电景气度高。据联通数智智慧足迹数据显示，从除夕到大年初二，全国900多个商圈客流量比去年春节同期增加了21%。受益于“两新”政策，手机、家电等景气度高，天猫平台的数据显示，截至1月30日24点，春节前三天（除夕、初一、初二）手机品类的线上成交额同比增长超过了50%。河南、天津、重庆等地，消费电子、家电销售，实现双位数及以上增长。

## 5、开工情况：假期开工率普遍下滑

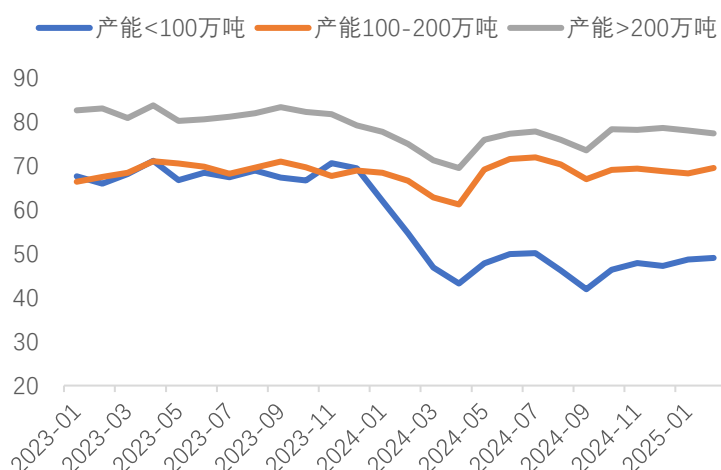
从钢铁开工情况来看，2月份高炉开工率小幅上升，从77.6%上升至78%。但螺纹钢钢厂开工率较1月下行，主要钢厂开工率从1月的36.87%下降至34.12%，显示钢铁需求一般。

从煤炭行业来看，2月以来煤炭企业开工率走势分化。2月，产能>200万吨、产能100-200万吨、产能<100万吨的焦化企业开工率分别为77.3%、69.46%、49.03%，较1月变动-0.71、1.26、0.41个百分点。

**图表 11 钢厂高炉开工率 (%)**



**图表 12 开工率:焦化企业(230家)**

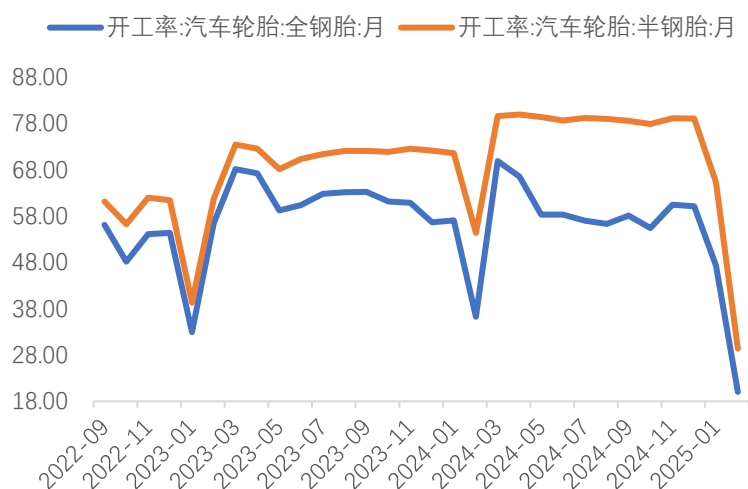


从电厂耗煤量来看，2月全国重点电厂耗煤量环比下降，高于2023、2024

年同期，或受春节期间气温较低影响。具体来看，全国重点电厂日耗煤量从586.25万吨下降至489万吨。

从轮胎开工率来看，目前轮胎开工处于假期快速下滑的阶段。与往年同期相比，2025年春节期间轮胎开工率较低，低于2024、2023同期。

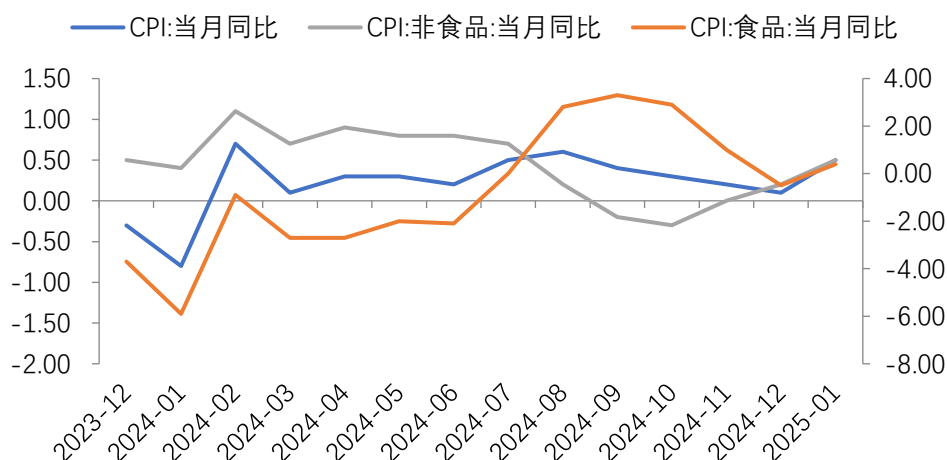
**图表 13 开工率:汽车轮胎:全钢胎**



## (二) 春节期间 CPI 季节性回升，生产淡季 PPI 环比跌幅扩大

1 月通胀 CPI 基本符合市场预期，较 12 月有所回升，但主要受春节期间食品和非食品价格上涨拉动；PPI 同比增速持平，但环比继续下跌。

**图表 14 CPI 变化趋势 (%)**



### 1、春节期间 CPI 季节性回升。

1 月 CPI 同比增速为 0.5%，较前值提高 0.4 个百分点，环比增长 0.7%，涨幅略小于近十年同期平均 0.78% 的水平。其中食品价格环比上涨 1.3%，同比增长 0.4%。非食品价格环比上涨 0.6%，同比增速 0.5%。1 月，受春节影响，食品和非食品价格均环比上涨，带动 CPI 回升。

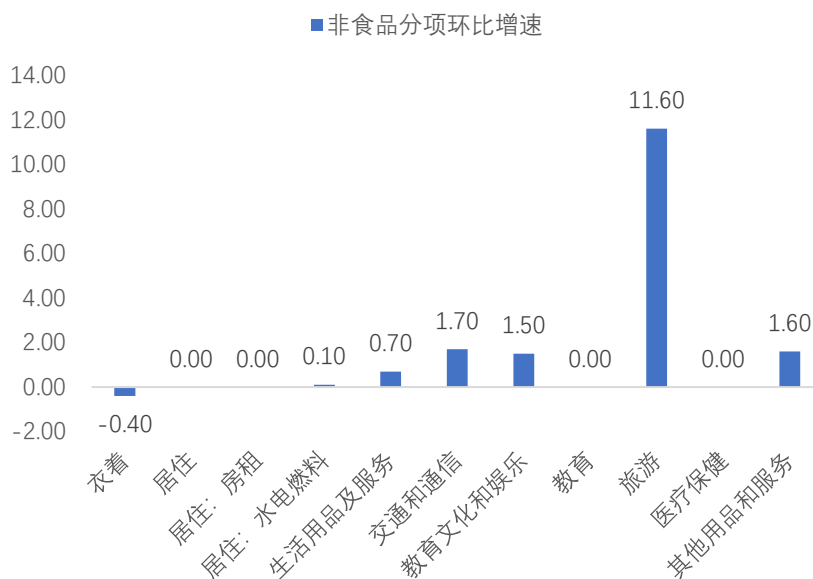
食品价格环比上涨 1.3%，其中涨幅比较大的主要是食品烟酒、鲜菜、鲜果、猪肉。春节因素叠加气温下降影响，鲜菜、鲜果和水产品价格分别上涨 5.9%、3.3% 和 2.7%。

从高频数据看，1 月以来猪肉价格小幅上涨，从 22.36 元/公斤上涨至 23.35 元/公斤左右；2 月以来小幅回落至 22.81 元/公斤。12 月能繁母猪数量从 4080 万头小幅下降至 4078 万头。从农业部监测的农产品价格指数来看，2 月以来蔬菜和水果价格均有所回落。

1 月非食品价格环比增长 0.6%，增速较上月提高 0.5 个百分点。同比增长 0.5%，较前值上升 0.3 个百分点。非食品价格环比上涨，主要受春节期间服务价格上涨、油价、金价上涨影响。

从分项环比增速看，非食品中涨幅较大的有旅游（11.6%）、交通和通信（1.7%）、其他用品和服务（1.6%）、教育文化和娱乐（1.5%）。服务价格上涨 0.9%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.37 个百分点，占 CPI 总涨幅五成多。服务中，春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格分别上涨 27.8%、16.0%、11.6% 和 9.6%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.28 个百分点；受务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务和美发价格分别上涨 9.3% 和 9.2%。此外，受国际黄金和原油价格上涨影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨 3.0% 和 2.5%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.10 个百分点。

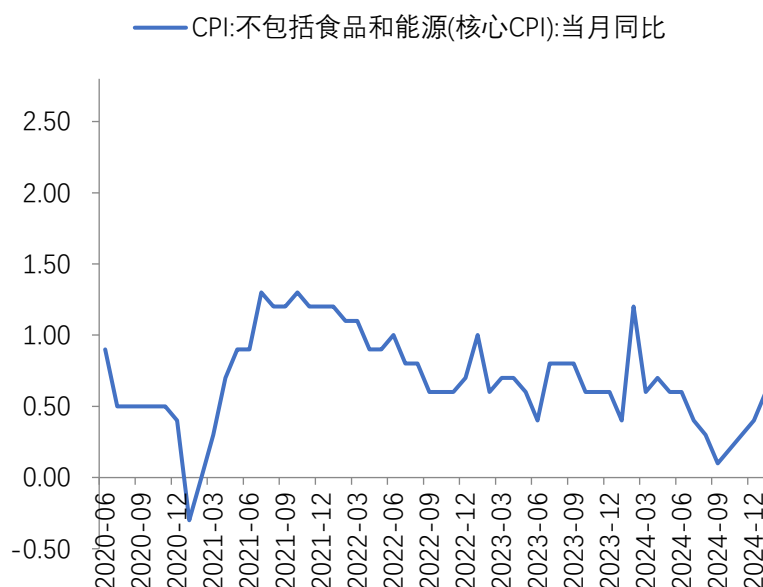
图表 15 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



## 2、核心 CPI 继续回升

1月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.6%，较前值上升0.2个百分点；环比上涨0.5%，增速较前值扩大0.3个百分点。1月以来，由于非食品中的服务价格上涨较多，带动核心CPI回升，后续随着春节结束，且基数抬升，2月核心CPI预计将有所回落。

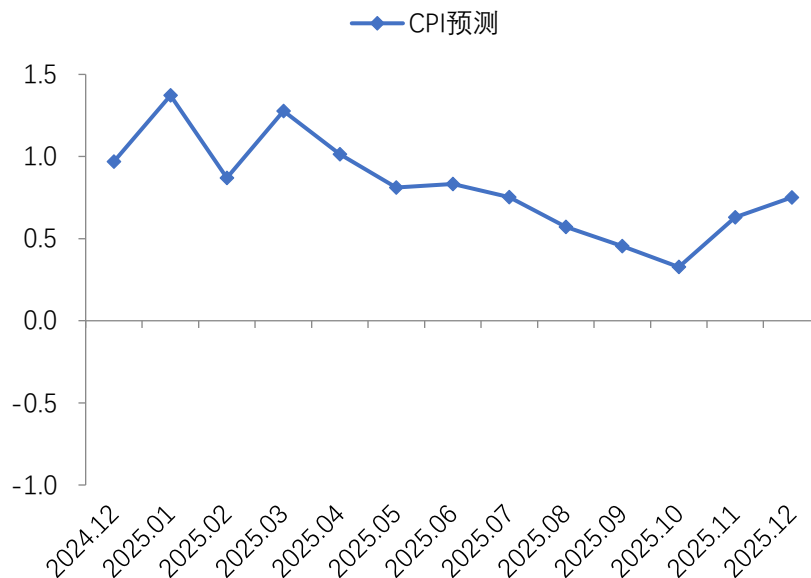
图表 16 核心通胀走势（%）



向后看，1月春节过后，预计2月CPI将有所回落。3月再度小幅回升后，全

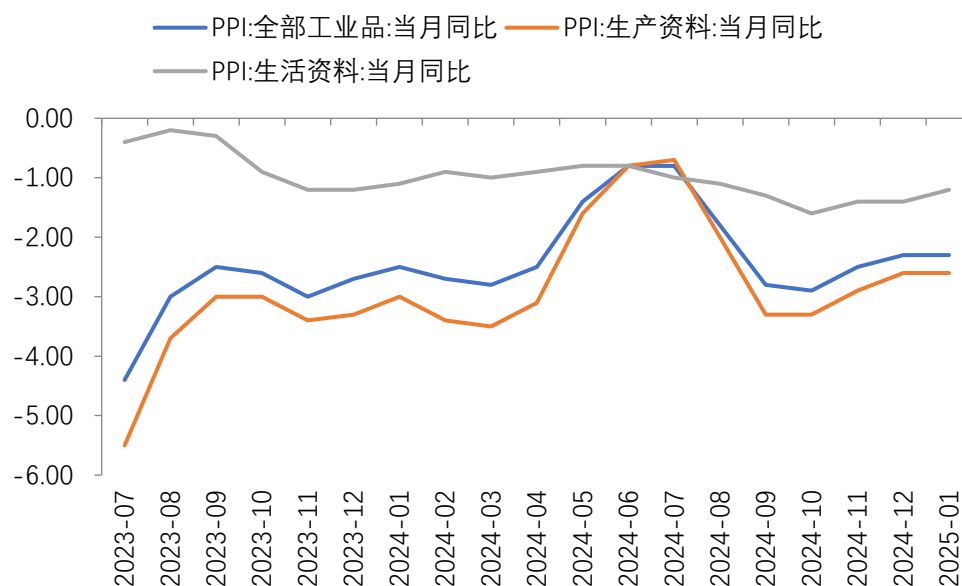
年呈现下行趋势。

**图表 17 CPI 走势预测 (%)**



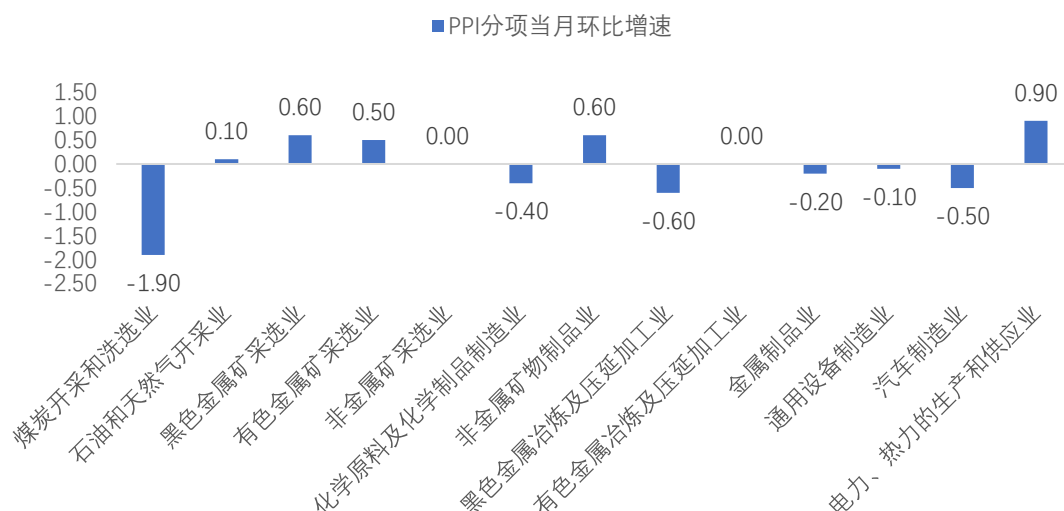
1月，PPI环比下跌0.2%，增速较上月降低0.1个百分点；同比增长-2.3%，与前值持平。受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，PPI环比降幅扩大。

从分项看，1月上游、下游价格均环比下跌，中游价格环比持平。具体来看，上游采掘工业价格环比增速为-0.2%（前值-0.8%），较前值提高0.6个百分点。中游原材料工业价格环比持平（前值0.3%），较前值降低0.3个百分点。下游加工工业环比下跌0.3%（前值-0.1%），增速较前值降低0.2个百分点。

**图表 18 PPI 及分项走势**


从行业环比增速来看，1月石油、有色金属采选、汽车制造业价格环比上涨，其余行业多数环比下跌，煤炭跌幅较大。春节期间煤炭供应保障有力，电厂存煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格下降2.2%。受假日及低温天气等因素影响，房地产、基建项目部分停工，建材等需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.9%，非金属矿物制品业价格下降0.6%。受国际有色金属价格波动传导影响，国内有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.4%。国际原油价格上涨，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨4.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨1.0%。装备制造业中，计算机整机制造价格下降0.7%，锂离子电池制造价格下降0.6%；飞机制造价格上涨1.1%，汽柴油车整车制造价格上涨0.8%，光伏设备及元器件制造价格上涨0.5%。消费品制造业中，农副食品加工业价格下降0.5%，纺织业价格下降0.4%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨0.3%，造纸和纸制品业价格上涨0.2%。

图表 19 PPI 分项当月环比增速 (%)



## 二、流动性及货币政策：畅通货币政策传导机制，资金面或维持紧平衡

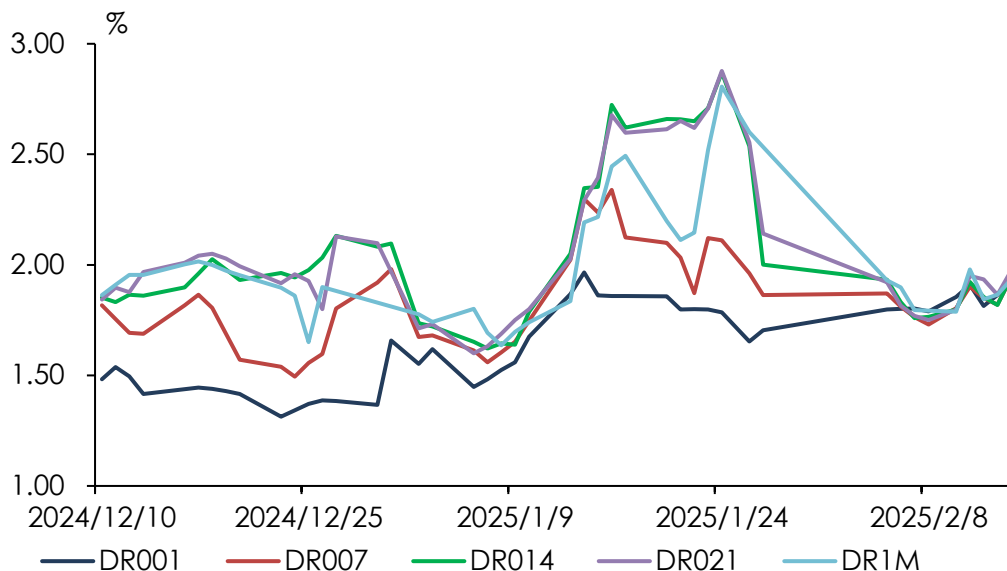
### （一）流动性回顾：资金面波动减小，回购成交量减少较多

2月上半月，央行7天逆回购规模继续保持弹性，月初大额逆回购到期和缴月中税高峰期有所放量，但多数时间呈净回笼状态。资金面较上月更平稳，整体仍偏紧，除隔夜外其余期限资金利率中枢整体较上月下移，DR007 保持在政策利率之上 25-45bp 区间运行。

具体来看，截至2月14日，央行累计开展9期7天逆回购操作，规模弹性较大，共投放金额22005亿元。结合到期量来看，2月上半月央行净回笼14922亿元。短期资金方面，2月资金面波动幅度较上月降低，资金面稳中偏紧，DR007 保持在政策利率之上 25-45bp 区间运行。具体来看，截至2月14日，DR001 均值为1.84%，DR007 均值为1.83%，DR014 均值为1.85%，DR021 均值为1.86%，DR1M 均值为1.88%。本月资金价格较上月月均除隔夜上行外，其余期限下行，分别上

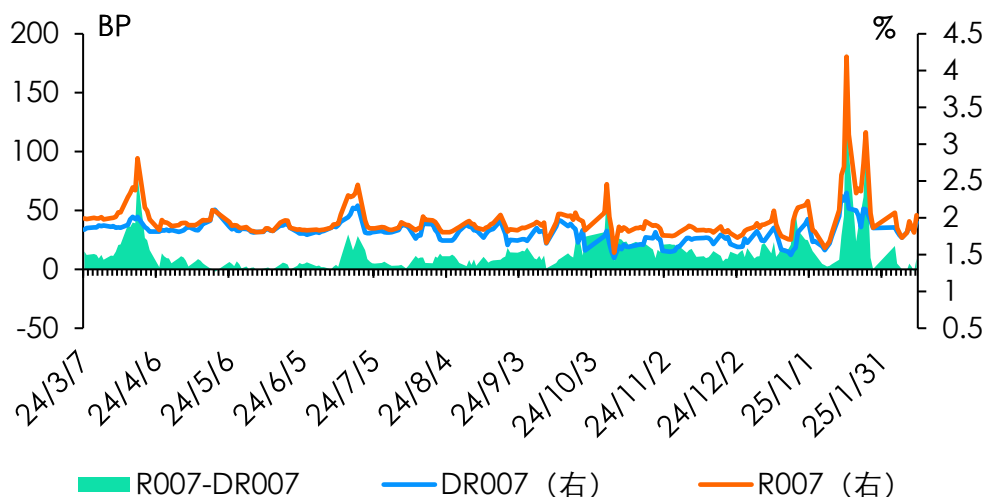
行 12bp，下行 9bp，下行 36bp，下行 35bp 和下行 21bp。

图表 20 短期资金利率均值除隔夜外其余期限下行



2 月资金面波动较 1 月降低，货基资金融出有所增加，大行资金融出保持低位，机构流动性分层较 1 月减少。截至 2 月 14 日，R007-DR007 的均值为 4.55bp，较 1 月的均值 36.8bp 减少较多。

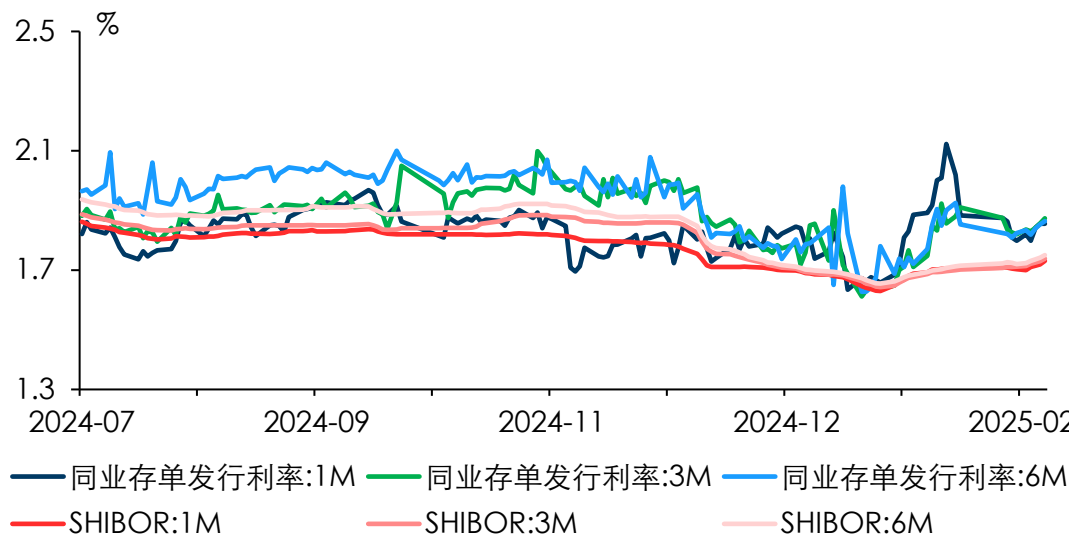
图表 21 机构流动性分层改善



长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢整体较上月整体上行。具体来看，同业存单方面，至 2 月 14 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.84%，3M 为 1.84%，6M 为 1.83%，分别较 1 月均值上行 2bp、11bp 和 7bp；Shibor 方面，截至 2 月 14 日，各期限平均利率：1M 为 1.71%，3M 为 1.72%，6M

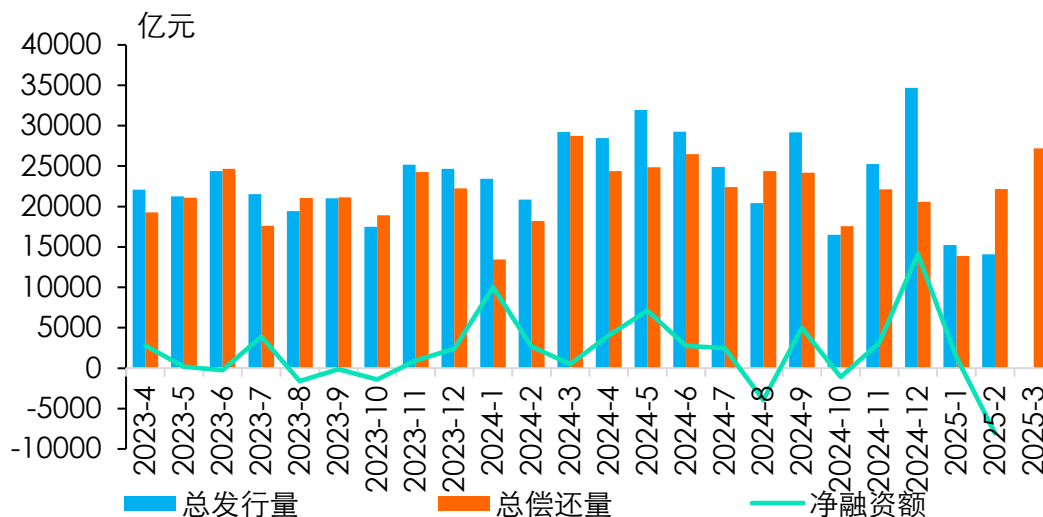
为 1.73%，分别较 1 月均值上行 4bp、4bp 和 5bp。

图表 22 长期资金价格整体上行



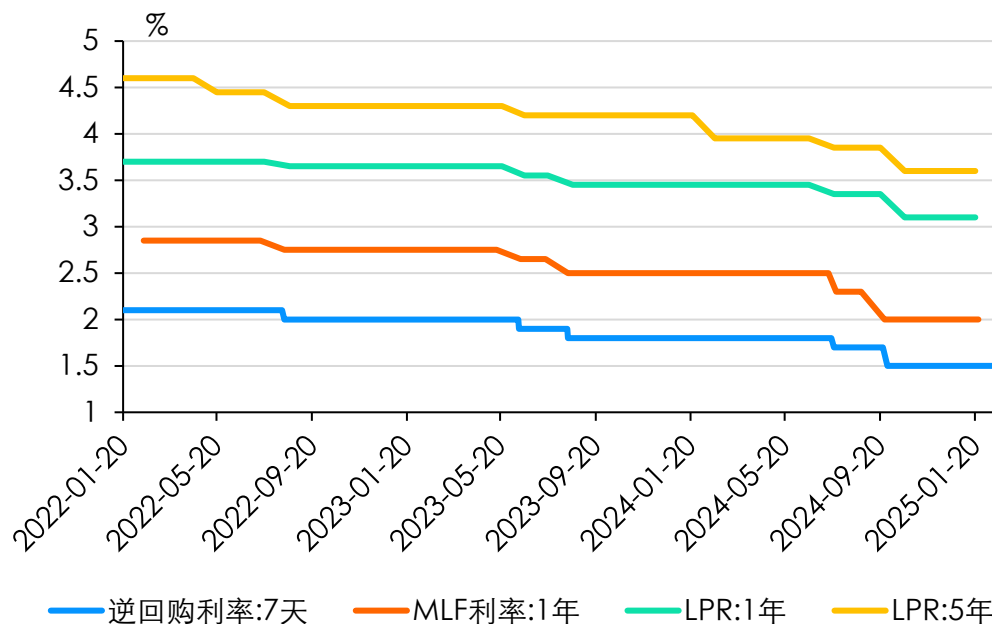
向后看，2 月同业存单偿还量在 2.2 万亿元左右，偿还量较 1 月增加较多。非银同业存款利率调降及信贷投放较好，银行中长期负债较为缺乏，同业存单供给压力仍较大。

图表 23 同业存单发行与到期情况（亿元）



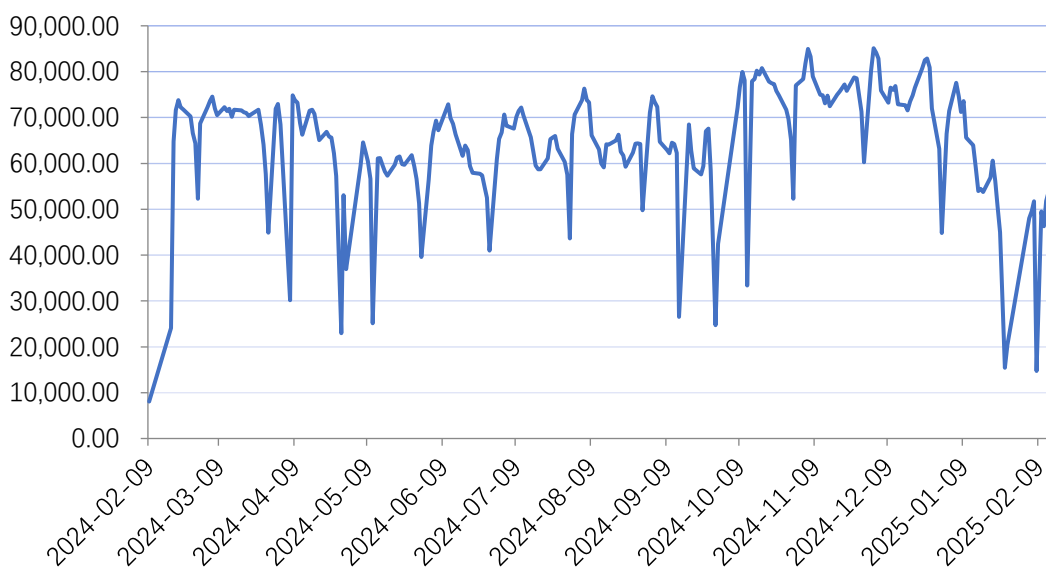
利率走廊方面，本月 7 天期逆回购操作利率为 1.5%，MLF 操作利率为 2%，1 年 LPR 为 3.1%，5 年 LPR 为 3.6%，较上月无变化。

图表 24 利率走廊变化 (%)



2 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 4.6 万亿，较上月同期均值减少 2.3 万亿。上半月质押式回购日成交量最高为 5.4 万亿，较上月 7.8 万亿的高点减少较多。整体来看，2 月大行融出保持低位，货基融出小幅增加，资金面偏紧，机构加杠杆意愿减弱。

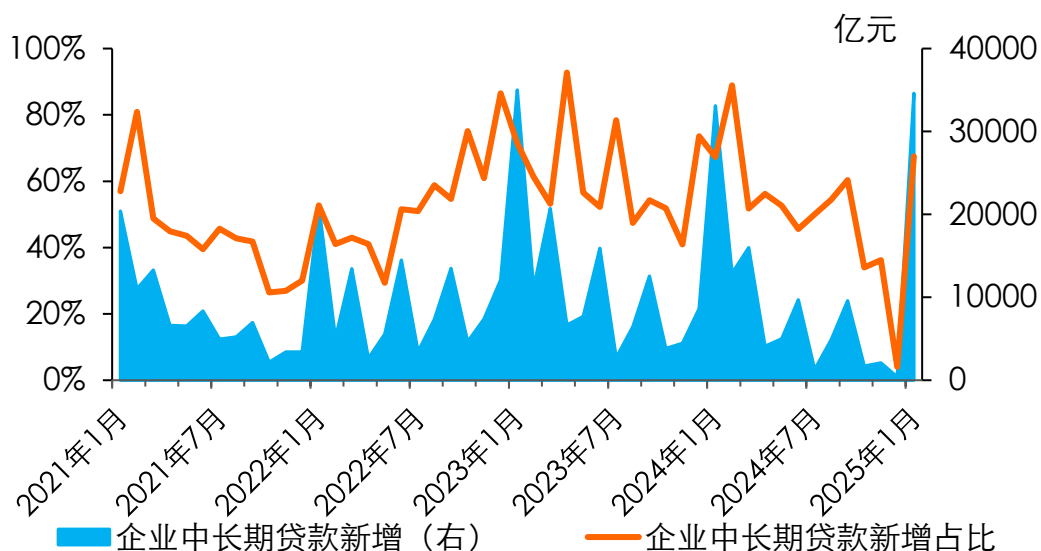
图表 25 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



## （二）金融数据：新口径 M1 连续两月为正，企业信贷同比多增

1 月信贷总量同比多增，主要由于企业贷款同比多增较多，居民贷款同比少增。企业端，1 月开门红企业信贷保持高位，央行四季度例会中要求加大货币信贷投放力度，房地产项目融资“白名单”机制也有所推动，企业信贷投放前置。向后看，2 月票据利率回落至低位，震荡小幅走升，叠加央行货币政策执行报告仍注重盘活存量，企业信贷增长动力或有限。居民端，短期贷款和中长期贷款同比少增，显示居民对未来收入预期不乐观，消费信心不足。2 月 30 大中城市住房销售同比增速有所回落，春节假期错位因素有所影响，居民购房需求仍有待提振。

图表 26 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



**图表 27 半年国股转贴现利率**

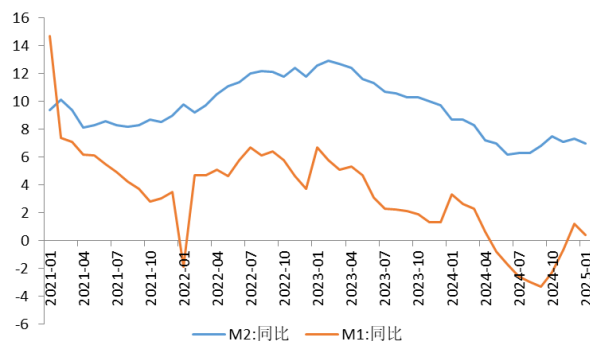

社融同比多增，主要由企业信贷和政府债券同比多增拉动。去年地方专项债发行较为靠后，今年随着项目储备的增加和审核流程的优化，专项债发行速度加快。向后看，中央政治局会议定调财政政策更加积极，财政部强调主动靠前发力，增强政策前瞻性和针对性，一季度政府债发行节奏预计将较上年同期明显提速。

**图表 28 社会融资规模各细项新增（亿元）**

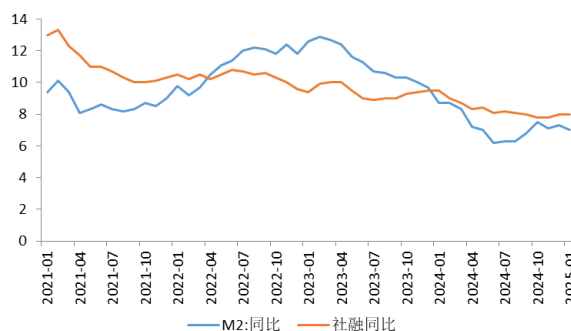
| 日期       | 社会融资规模 | 人民币贷款 | 外币贷款 | 委托贷款 | 信托贷款 | 票据融资  | 企业债券  | 股票  | 政府债券  |
|----------|--------|-------|------|------|------|-------|-------|-----|-------|
| 2024年6月  | 32985  | 21927 | -807 | -3   | 748  | -2045 | 2100  | 154 | 8476  |
| 2024年7月  | 7707   | -808  | -890 | 345  | -26  | -1075 | 2036  | 231 | 6881  |
| 2024年8月  | 30323  | 10411 | -612 | 25   | 484  | 651   | 1703  | 132 | 16177 |
| 2024年9月  | 37635  | 19742 | -480 | 392  | 6    | 1312  | -1926 | 128 | 15357 |
| 2024年10月 | 14120  | 2965  | -710 | -219 | 172  | -1396 | 987   | 284 | 10495 |
| 2024年11月 | 23288  | 5216  | -468 | -183 | 91   | 910   | 2381  | 428 | 13089 |
| 2024年12月 | 28507  | 8402  | -675 | -20  | 151  | -1332 | -159  | 484 | 17566 |
| 2025年1月  | 70600  | 52200 | -392 | 449  | 623  | 4653  | 4454  | 473 | 6933  |
| 2024年1月  | 64734  | 48401 | 989  | -359 | 732  | 5636  | 4320  | 422 | 2947  |

1月M2同比增长7%，较上月减少0.3%。M1同比增速0.4%，前值1.2%。M1增速按新的统计口径计算转正两月，但本月增速有所回落。新口径下个人活期、非银支付机构备付金纳入统计，对M1的增长产生了积极影响，同时，纳入个人活期使得春节前企业资金流向居民的干扰消除，M1波动性有所降低。M1增速环比回落或由于春节错位因素影响。M2增速较上月减少，依旧处于较低位置。去年基数较高，另外，非银同业存款利率调降后，部分资金流向表外资管产品资金。M1与M2剪刀差较上月扩大。社融增速持平，仍处于底部，内需仍待提升。

**图表 29 M2及M1同比增速（%）**



图表 30 M2 及社融同比增速 (%)



### (三) 下阶段流动性展望：畅通货币政策传导机制，资金面或维持紧平衡

2月以来，资金面波动较上月下降，DR007 保持在政策利率之上 25-45bp 区间运行。7 天逆回购规模保持弹性，月初大额逆回购到期和缴月中税高峰期有所放量，但多数时间呈净回笼状态。大行融出保持低位，质押式回购成交量回落较多。政府债券发行方面，专项债发行前置，对资金面扰动增加。2 月票据利率从 1 月高位回落，随后小幅震荡上行，盘活存量要求下企业信贷增长动力或有限。

货币政策方面，央行在四季度货币政策执行报告中增加防风险的内容，同时强调畅通货币政策传导机制，盘活存量金融资源，支持实体经济，降准降息节奏延后，短期通过降低银行负债成本降低带动 LPR 调降从而降低实体融资成本可能性或更大。叠加 MLF、买断式逆回购等到期、政府债券发行前置以及股市情绪好转或分流资金等影响，资金面预计保持紧平衡。

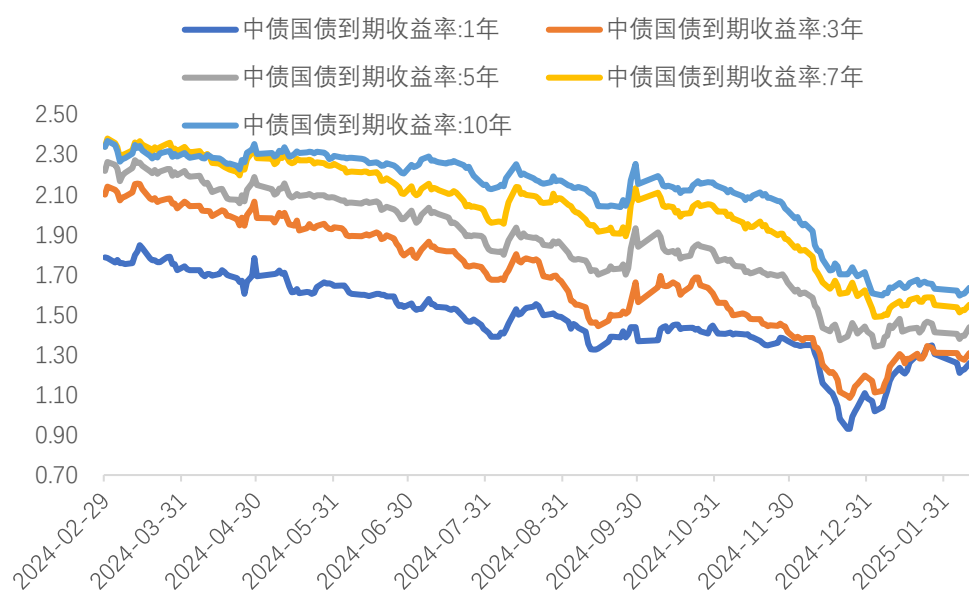
### 三、利率债策略：利率下行至历史低位，交易关注止盈配置逢高介入

#### （一）利率债走势回顾

##### 1、收益率震荡上行

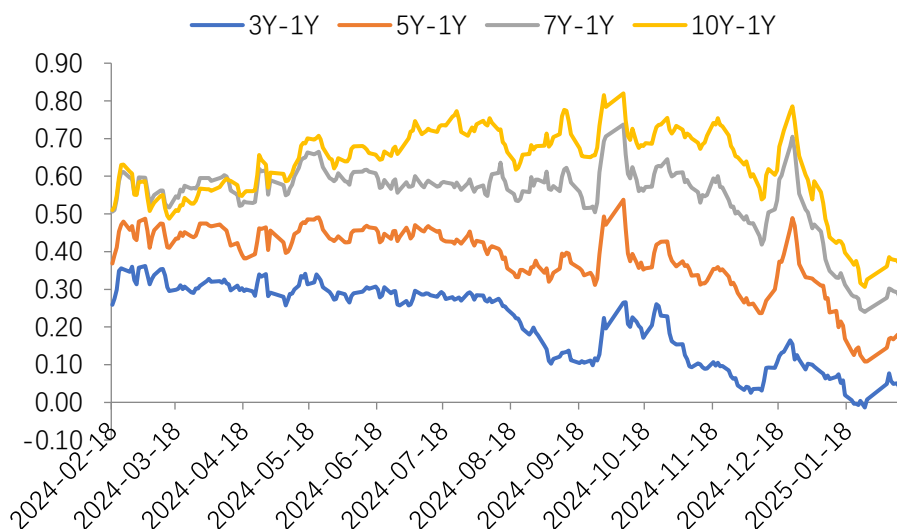
2月以来，收益率整体震荡小幅上行。一方面，近期资金面持续紧张，带动短端收益率上行；另一方面，近期 deepseek 的出现对市场情绪提振较大，股票市场有所回暖，也对债券市场形成压制。

图表 31 国债收益率走势 (%)



从期限利差来看，2月以来，随着资金面小幅缓解，期限利差小幅扩大，但整体仍然处于较低位置，显示当前收益率曲线较为平坦。

图表 32 国债期限利差走势 (%)



随着收益率小幅上行，关键期限债券所处的分位数也有所上升。具体来看，国债关键期限所处的分位数分别为 3.8%、1.7%、1.5%、1.1%、0.9%。国开债关键期限所处的分位数分别为 3%、1.6%、1.5%、0.9%、0.7%。

图表 33 国债关键期限分位数

| 2025/2/14 | 期限(国债) |       |       |       |       |       |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 关键期限      | 1 年    | 3 年   | 5 年   | 7 年   | 10 年  | 30 年  |
| 当前水平      | 1.38   | 1.37  | 1.48  | 1.60  | 1.65  | 1.82  |
| 历史均值      | 2.45   | 2.75  | 2.92  | 3.09  | 3.11  | 3.61  |
| 当前-均值     | -1.07  | -1.38 | -1.43 | -1.49 | -1.46 | -1.79 |
| 分位数       | 3.8%   | 1.7%  | 1.5%  | 1.1%  | 0.9%  | 0.2%  |

图表 34 国开债关键期限分位数

| 2025/2/14 | 期限（国开债） |       |       |       |       |       |
|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 关键期限      | 1 年     | 3 年   | 5 年   | 7 年   | 10 年  | 20 年  |
| 当前水平      | 1.52    | 1.59  | 1.54  | 1.69  | 1.65  | 1.92  |
| 历史均值      | 2.78    | 3.15  | 3.34  | 3.54  | 3.52  | 3.91  |
| 当前-均值     | -1.25   | -1.56 | -1.79 | -1.85 | -1.87 | -1.98 |
| 分位数       | 3.0%    | 1.6%  | 1.5%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.3%  |

目前收益率曲线均较为平坦，国债各期限利差分位数在 5% 以下，其中 10Y 较陡。国开债收益率曲线也较为平坦，各期限利差分位数在 3% 左右，其中 3Y、7Y 较陡。

**图表 35 国债期限利差**

| 国债期限利差 | 3Y-1Y | 5Y-1Y | 7Y-1Y | 10Y-1Y |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 当前水平   | 0.00  | 0.10  | 0.22  | 0.28   |
| 历史均值   | 0.30  | 0.46  | 0.64  | 0.66   |
| 当前-均值  | -0.31 | -0.36 | -0.42 | -0.38  |
| 历史分位数  | 0.30% | 0.60% | 1.30% | 1.80%  |

**图表 36 国开债期限利差**

| 国开期限利差 | 3Y-1Y | 5Y-1Y | 7Y-1Y | 10Y-1Y |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 当前水平   | 0.07  | 0.02  | 0.17  | 0.13   |
| 历史均值   | 0.38  | 0.56  | 0.76  | 0.75   |
| 当前-均值  | -0.31 | -0.54 | -0.59 | -0.61  |
| 历史分位数  | 4.30% | 1.10% | 2.60% | 2.20%  |

## 2、隐含税率短端上行

2月以来，隐含税率各期限有所分化。中短端1~7年期政金债隐含税率有所上升，长端10年期下降至0附近。目前国开债关键期限的隐含税率分别为9.3%、13.6%、4.0%、5.4%、0%，其中1~3Y处于较高位置。

**图表 37 国开债隐含税率分位数**

| 2025/2/14 | 期限     |        |       |       |       |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 关键期限      | 1年     | 3年     | 5年    | 7年    | 10年   |
| 当前水平      | 9.3%   | 13.6%  | 4.0%  | 5.4%  | 0.0%  |
| 历史均值      | 0.13   | 0.14   | 0.13  | 0.13  | 0.12  |
| 当前-均值     | -0.04  | 0.00   | -0.09 | -0.08 | -0.12 |
| 分位数       | 36.00% | 45.80% | 7%    | 8%    | 0%    |

## (二) 利率债影响因素分析

2月以来，收益率维持窄幅震荡状态。受1月中下旬资金面趋紧影响，短端收益率上行调整，节后随着资金面逐步转松，短端略有下行。长端波动幅度相对较小。

### 1、经济基本面：春节期间供需两弱，基本面利好格局未改

2月处于经济数据真空期，从1月制造业景气度指数来看，制造业 PMI 再度回落至 49.1%，非制造业 PMI 也回落 2 个百分点至 50.2%。高频数据显示地产和汽车销售放缓，生产开工率下降，经济整体呈现供需两弱的态势，主要受春节假期因素影响。通胀方面，CPI 回升至 0.5%，主要受春节期间食品价格和旅游、服务价格上涨带动；PPI 环比跌幅有所扩大，主要与淡季工业品需求较弱有关。

总体而言经济仍然较弱，地产销售有一定走弱迹象，生产端开工恢复也偏慢，对于债券市场，基本面仍然偏利多，关注后续两会政策及基建落地情况。

### 2、通胀：季节性上行

通胀方面，1月 CPI 上行至 0.5%，基本符合市场预期。受春节假期及天气较冷影响，食品价格涨幅较大。非食品中旅游出行增加、服务价格上涨、黄金及原油价格上涨也形成拉动，核心 CPI 上行至 0.6%。但 PPI 仍然处于低位，同比增速持平前值，环比跌幅扩大，工业品价格仍然弱势运行。

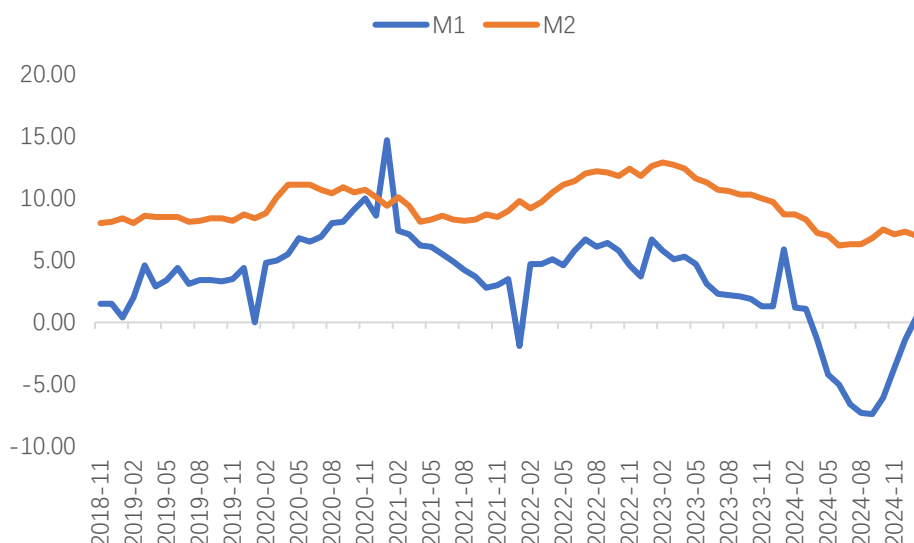
总体而言，1月通胀上行主要是季节性原因，2月预计将有所回落，通胀仍然处于低位，对债市影响中性。

### 3、广义流动性：M1 继续回升，社融略超预期

从广义流动性来看，2025 年年初实体经济融资需求有所改善。1月社融新增 7.06 万亿，同比多增 5866 亿，其中贷款新增 5.13 万亿，同比多增 2100 亿。从社融结构来看，1月社融新增主要来源于贷款、债券新增以及地方债发行，显示政府支出节奏较快。贷款结构中，居民贷款新增 4438 亿，同比少增 5363 亿，显示居民加杠杆意愿仍然偏低。

同时，1月 M1 增速也持续回升，从-1.4%上升至 0.4%。既收到 1月春节前现金需求增大的影响，也与 2025 年年初央行修订 M1 口径相关。整体而言，1月社融数据略超出市场预期，对债券市场偏利空。

图表 38 M1、M2 增速 (%)

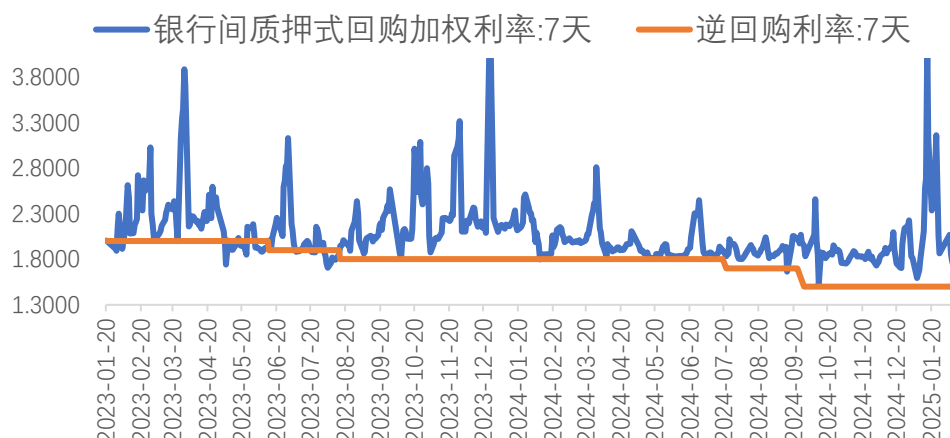


#### 4、狭义流动性：资金利率有所回落，处于紧平衡状态

从货币市场资金利率水平来看，春节过后资金面边际转松，但短端资金利率仍然高于政策利率，长端资金利率有所上行，显示银行资金诉求较强。目前银行间质押式回购利率（7D）在 1.8%~1.9%左右，较春节前略有下降，但仍然高于同期限政策利率 1.5%；1Y 同业存单发行利率从 1.68%上升至 1.74%左右。

从杠杆水平来看，受春节期间资金面趋紧影响，银行间杠杆率整体下降。2 月份，银行间质押式回购日均成交量逐步下降至 4.45 万亿左右，低于 1 月的 5.74 万亿。

图表 39 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



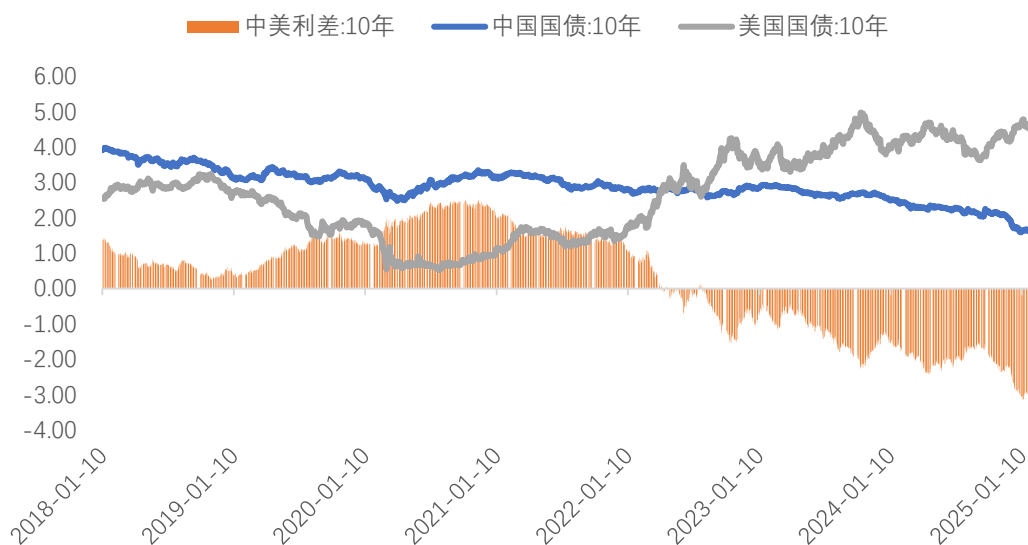
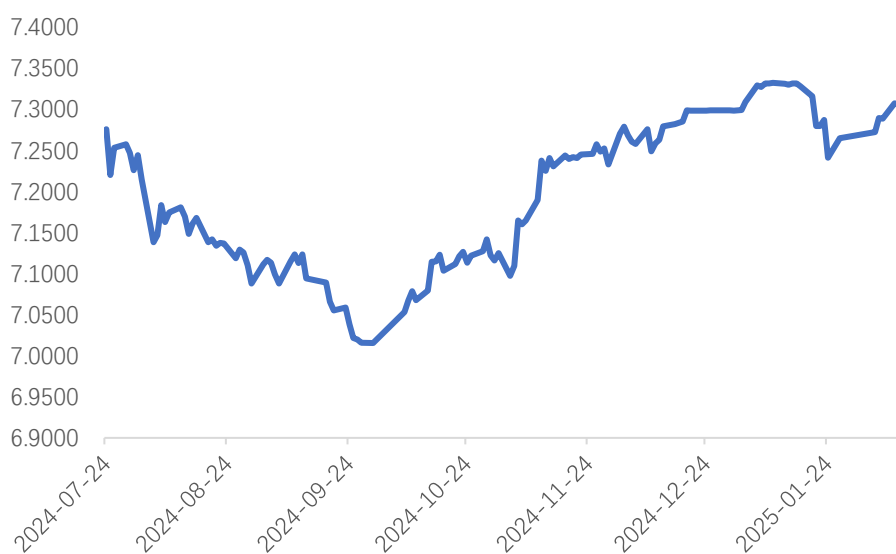
**图表 40 1Y AAA 同业存单利率 (%)**



## 5、中美利差：倒挂幅度扩大，汇率约束较强

2 月份以来，美债受强劲的通胀数据影响，10Y 收益率再度回升至 4.62% 附近，中国国债低位震荡，中美利差倒挂幅度也随之扩大。截至 2 月 14 日，10Y 利差大约在 299BP 附近，倒挂幅度处于历史以来较大幅度。

利差倒挂幅度扩大带动人民币汇率贬值，2025 年以来汇率贬值压力较大，随着 2 月关税税率的实施，人民币兑美元汇率继续贬值至 7.3089 附近。对于货币政策而言，受美联储降息预期下降、资本流出压力等影响，近期宽松的空间有限。

**图表 41 中美利差走势（10Y，%）**

**图表 42 人民币兑美元汇率走势**


## 6、股债比价：股债比较从高位小幅回落

从股债比价来看，股票万得全 A 市盈率的倒数与中国国债收益率之比在春节前大幅上行至 3.5 的高点，年后随着股票市场回暖，股债比价逐步回落至 3.3 附近，仍然处于较高位置。

近期受 deepseek 影响，市场对人工智能相关行业，以及对全行业生产率的提升有所期待，也对股票市场形成提振。向后看，短期内股票市场仍有一定热

度，或阶段性对债市形成压制。

**图表 43 股债比价走势**



## 7、债券供需：年初政府债券发行进度较快

2025 年以来，政府债券发行节奏较快。截至 2 月 14 日，国债和地方债合计新增 1.64 万亿，其中国债新增 8837 亿元，地方债新增 7546 亿元。与往年同期相比，2025 年年初政府债券发行节奏较快，2024 年同期仅新增 6103 亿元，今年同比增长 169%。政府债券发行较快也对债市形成一定供给压力，但在资产荒背景下，需求端目前能够承接政府债券供给。

### （三）利率债策略：风险偏好提升，利率窄幅震荡

2月以来，债券收益率小幅上行。从经济基本面来看，春节期间呈现供需两弱的态势，节后生产复工也较慢。但近期deepseek对市场风险偏好提升较大，市场对全要素生产率提升有一定预期，带动股票市场回暖。从货币政策来看，近期汇率贬值压力仍然约束较强，资金面处于紧平衡状态，叠加美国通胀提升降息预期下降，预计国内宽松节奏或将延后。债券供给方面，年初以来国债和地方债发行节奏较快，预计一季度延续，或形成阶段性供给冲击。总体而言，目前基本面对债市的利好仍然存在，但近期干扰因素增多，包括市场风险偏好

提升、供给较快、汇率约束等，利率预计窄幅震荡。交易盘可多看少动，配置盘建议延续逢高介入的策略。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。