

## 金融市场分析周报

(2025.02.05-2025.02.07)

### 报告摘要

- **PMI:** 季节性因素导致制造业景气度由扩张转收缩，非制造业扩张也出现放缓。1 月，制造业 PMI 为 49.1，环比大幅下降 1 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.2，环比大幅下降 2 个百分点。制造业方面，供需两端均收缩，就业依旧低迷，虽然价格指数低位回升但仍承压。非制造业方面，受春节假期及人员返乡影响，建筑业景气度下滑明显。
- **CPI/PPI:** 春节错位带来的基数效应导致服务和食品价格涨幅扩大，CPI 同环比增速均有所加快，但 PPI 同比降幅仍保持不变。1 月，CPI 同比上涨 0.5%，增速环比加快 0.4 个百分点，整体仍处于温和水平；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速加快 0.2 个百分点至 0.6%；PPI 同比下降 2.3%，与上月持平。猪肉等食品价格及服务价格上涨是拉动 CPI 涨幅加快的主要因素。PPI 结构看，生产资料同比降幅保持不变，生活资料降幅略有收窄。
- **工业利润:** 受一揽子增量政策效果推动，工业利润边际大幅改善，全年利润降幅继续收窄。12 月，工业企业利润同比增长 11%，增速较 11 月大幅反弹 18.3 个百分点；全年累计利润同比下降 3.3%，降幅收窄 1.4 个百分点。工业企业营业收入持续改善是主要推动因素。从三大行业看，制造业、采矿业利润同比降幅收窄，电力等行业利润增速加快。其中专用、通用装备制造业大部分行业利润出现增长或改善，消费品制造业利润也继续出现增长。
- **资金面分析:** 跨春节结束，资金价格整体回落；下周逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况。本周央行开展了 11702 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 21775 亿元逆回购到期，全周净回笼 10073

### 主要数据

|        |            |
|--------|------------|
| 上证指数   | 3318.0569  |
| 沪深 300 | 3883.1352  |
| 深证成指   | 10557.6223 |

### 主要指数走势图



### 作者

符畅 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

美联储降息步伐维持稳健，国内 REITs 市场活跃 —2025-02-10  
美国制造业 PMI 重回扩张区间，国内 REITs 市场热度持续 —2025-01-28  
金融市场分析周报 —2025-01-22

亿元。跨春节结束，资金价格整体回落。下周仍为月初，影响资金面的季节性因素相对减弱。由于春节假期影响，本月缴税走款日期延后，2月份非传统缴税大月，税期对于资金面的扰动预计较小。下周政府债融资额环比小幅回落，位于近期中低水平，预计对于资金冲击仍较为可控。随春节假期结束，央行公开市场操作大幅净回笼，但逆回购到期额仍位于相对高位，下周逆回购到期额超 1.5 万亿元，预计仍将对资金面造成较为明显的影响，关注央行对资金面支持情况。

- **利率债：**近期债市主要受资金面影响，央行暂停买债后，进入税期持续偏紧，春节后仍未恢复年初水平，虽与长端持续倒挂，但买债热情不减，长端和超长端再次接近前低，止盈盘带动下上行。目前我国基本面数据未出现持续好转的情况下，利率震荡下行趋势不改，但临近前低仍需注意止盈盘带来的利率回升，无明显利空下方向仍向下，注意把握交易性机会。
- **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（1.63%）、深证成指（4.13%）、沪深 300（1.98%）、科创 50（6.67%）、创业板指（5.36%）、中证 500（4.38%）、中证 1000（4.93%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 6.39%。分行业来看，申万一级行业中计算机、传媒、汽车表现较强，分别上涨 13.47%、7.21%、6.93%；银行、煤炭、建筑材料表现较弱，分别下跌 1.92%、0.86%、0.30%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 16156.59 亿元，较上周增加 4880.65 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 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。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：**美国 1 月份就业数据仍显韧性，美国推迟对加拿大加征关税，美元指数本周下行。本周多项美国宏观数据公布，其中美国 1 月份非制造业 PMI 录得 52.8，环比有所下行。美国 1 月份非农就业数据增加 14.3 万人，不及市场预期，但同时失业率下行 0.1 个百分点

至 4%，平均时薪环比上涨。本周多位美联储官员发言，多数认为美国经济就业表现出较强韧性，通胀仍距离目标水平存在差距。继上周美国宣布对加拿大加征关税后，本周美国再次宣布对加征关税进行延后。整体来看，本周美国 1 月份就业数据仍显韧性，美国推迟对加拿大加征关税，美元指数本周下行。

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

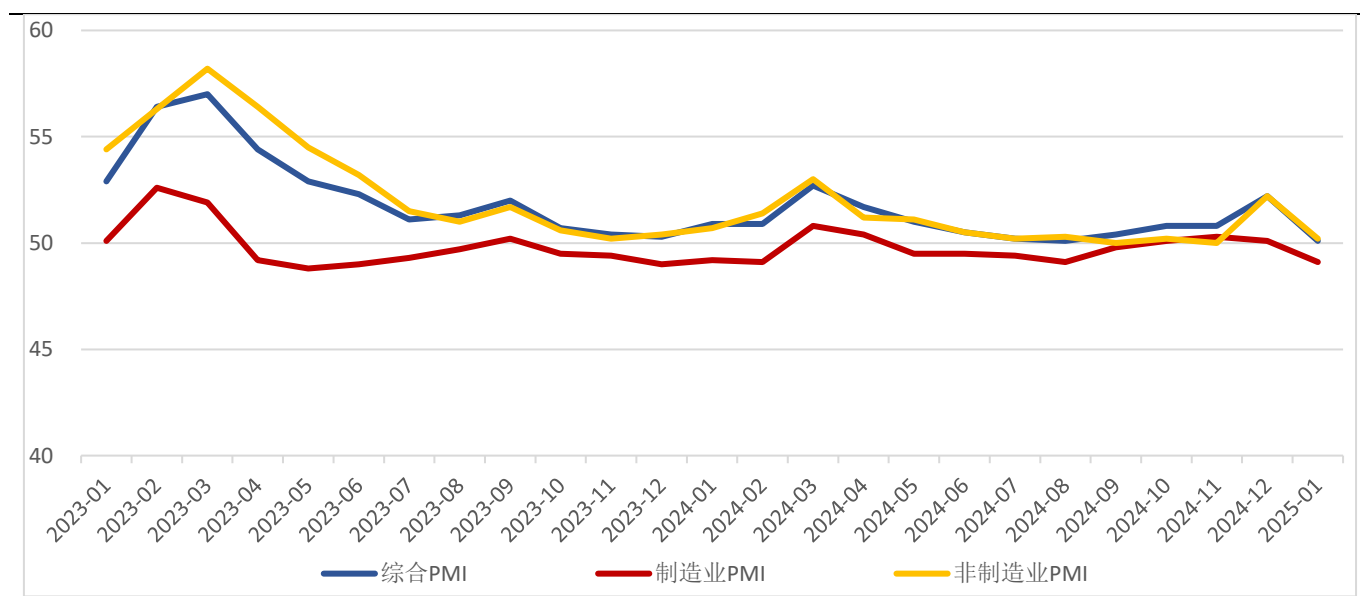
|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| 一、 本周重点经济 .....                                                       | 5  |
| 1.1 季节性因素导致制造业景气度由扩张转收缩，非制造业扩张也出现<br>放缓 .....                         | 5  |
| 1.2 春节错位带来的基数效应导致服务和食品价格涨幅扩大，CPI 同环<br>比增速均有所加快，但 PPI 同比降幅仍保持不变 ..... | 6  |
| 1.3 受一揽子增量政策效果推动，工业利润边际大幅改善，全年利润降<br>幅继续收窄 .....                      | 8  |
| 1.4 一周要闻 .....                                                        | 9  |
| 二、 固定收益市场分析 .....                                                     | 9  |
| 2.1 资金面分析：跨春节结束，资金价格整体回落；下周逆回购到期额<br>仍位于高位，关注央行支持情况 .....             | 9  |
| 2.2 利率债走势分析：春节前资金偏紧，节后转松，PMI 与通胀数据发<br>布，利率债本周下行后小幅上行 .....           | 12 |
| 2.3 存单信用债分析：存单融资额环比上行、信用债融资额环比回升；<br>信用债收益率整体下行 .....                 | 14 |
| 三、 主要资产价格分析 .....                                                     | 15 |
| 3.1 权益市场分析：DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节<br>行情有望迎来主升浪 .....              | 15 |
| 3.2 美元指数分析：美国 1 月份就业数据仍显韧性，美国推迟对加拿大<br>加征关税，美元指数本周下行 .....            | 16 |

## 一、 本周重点经济

### 1.1 季节性因素导致制造业景气度由扩张转收缩，非制造业扩张也出现放缓

由于春节假期以及员工集中返乡等，经济活动明显放缓，制造业景气度由扩张转为收缩，服务业扩张速度也放缓。1月，制造业采购经理指数（PMI）为49.1，较去年12月大幅下降1个百分点；非制造业商务活动指数为50.2，较去年12月大幅下降2个百分点，不过仍高于枯荣临界点；综合PMI产出指数为50.1，经济整体仍处于微幅扩张状态。

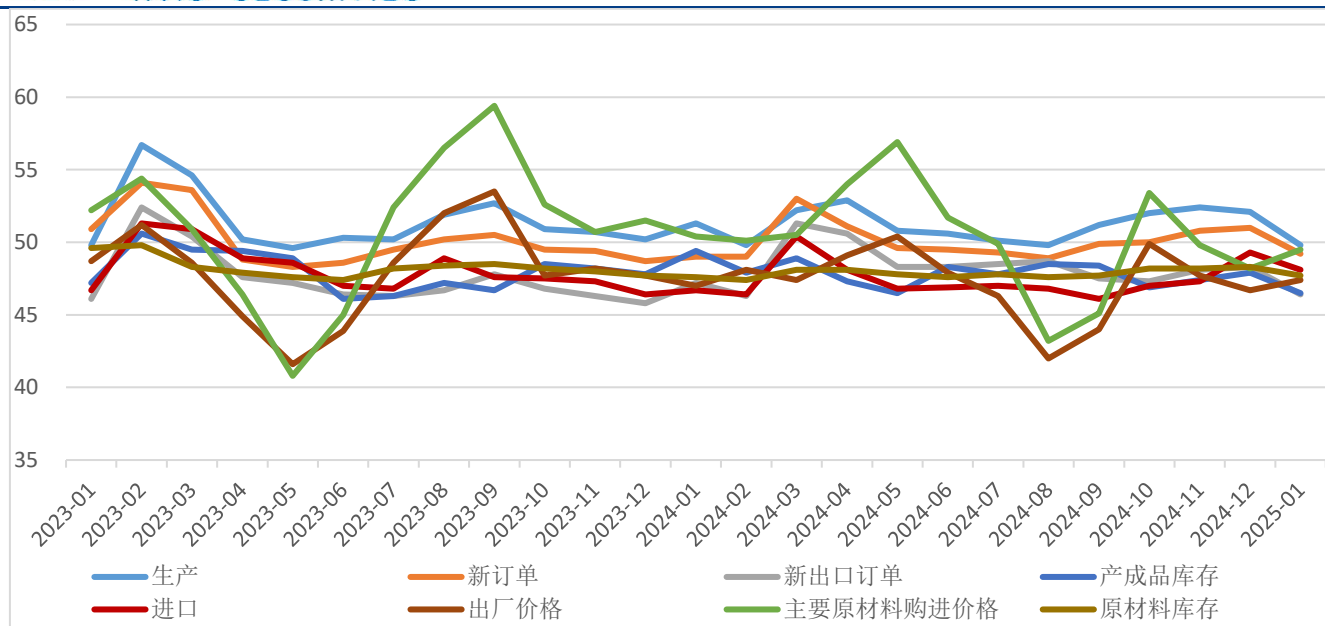
图1：1月制造业和非制造业PMI均大幅下降（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

制造业方面，供需两端均放缓，1月生产指数和新订单指数分别为49.8和49.2，较12月分别下降2.3和1.8个百分点；出口继续走弱，新出口订单指数下降1.9个百分点至46.4；就业依低迷，从业人员指数持平于48.1。价格指数低位回升，1月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为49.5和47.4，较12月分别上升1.3和0.7个百分点，但仍处于萎缩区间，说明内需疲软导致原材料和产品价格继续承压。近期企业采购活动放缓，1月采购量指数下降2.3个百分点至49.2，进一步导致原材料库存加速下降，相关指数下降0.6个百分点至47.7，产成品库存指数下降1.4个百分点至46.5。但企业预期明显回升，1月生产经营活动预期指数为55.3，较12月上升2个百分点，说明制造业企业对后续市场发展信心仍强。

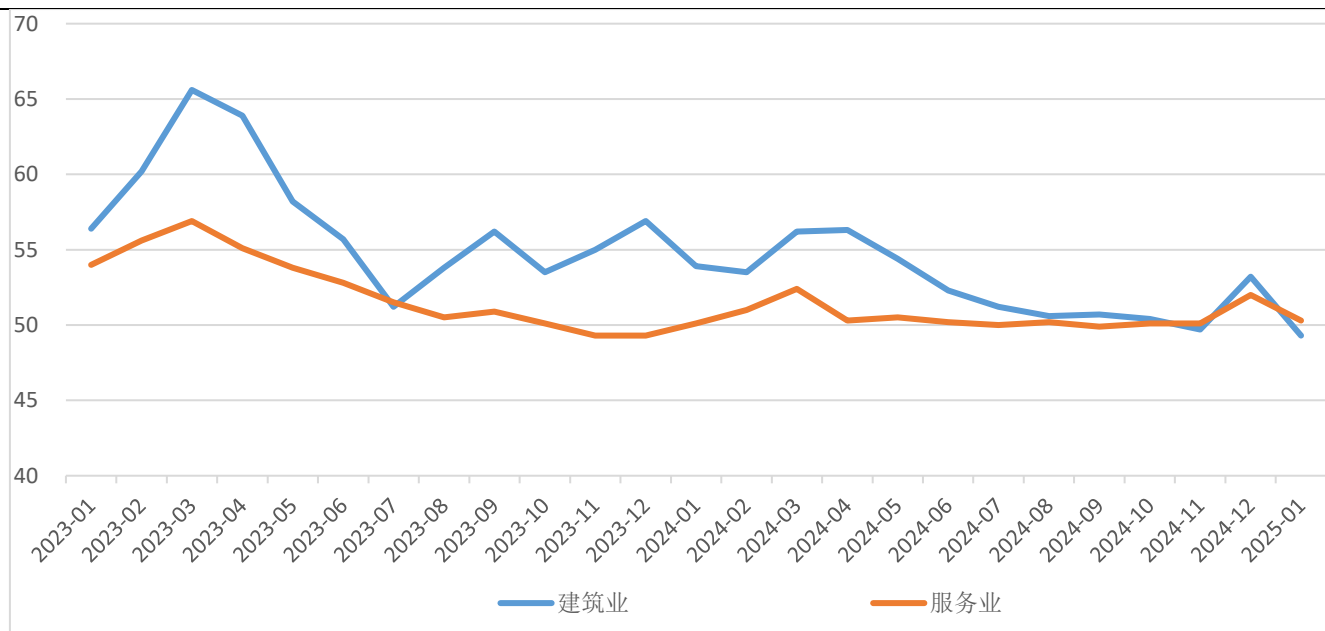
图2：制造业企业供需两端弱，价格和库存均承压，但预期仍较强（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

受春节假期等季节性影响，建筑业景气度下降较多。1月，服务业商务活动指数为50.3，较12月下降1.7个百分点。由于春节临近，与居民出行消费相关的道路运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均升至扩张区间。但受此影响，建筑业景气季节性回落明显，进入传统淡季，1月建筑业商务活动指数为49.3，比上月大幅下降3.9个百分点。

图3：建筑业景气度大幅下降，服务业扩张也放缓（%）



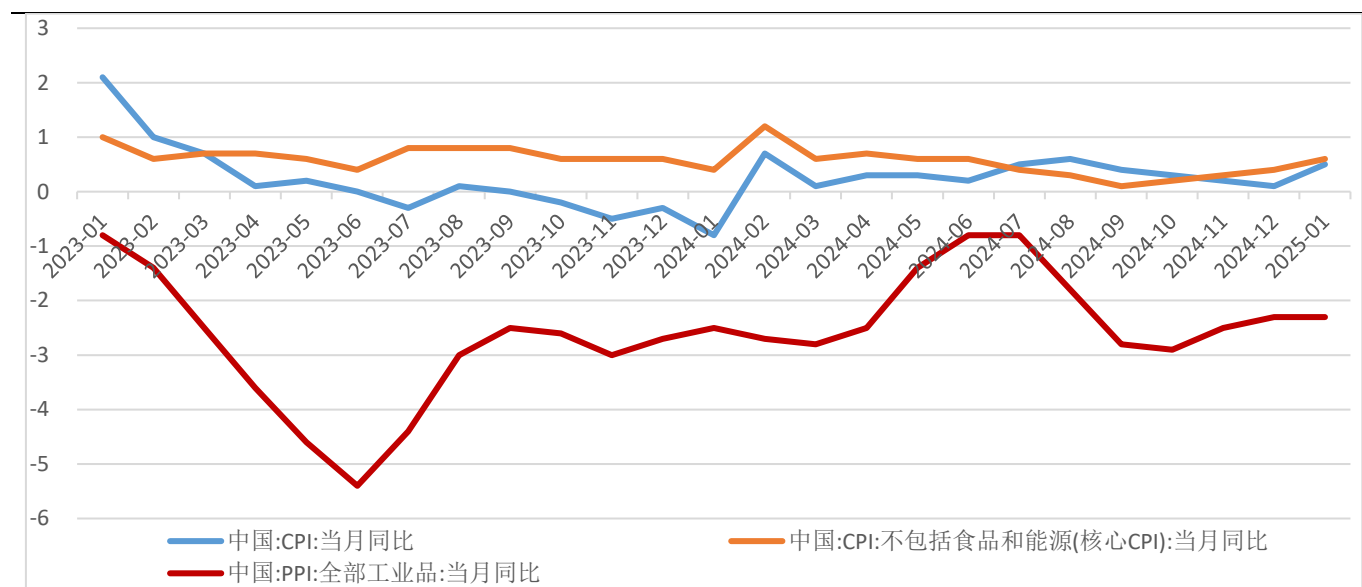
资料来源：Wind、中航证券研究所

## 1.2 春节错位带来的基数效应导致服务和食品价格涨幅扩大，CPI 同环比增速均有所加快，但 PPI 同比降幅仍保持不变

春节错位因素影响下，服务价格、食品价格涨幅较大，推动 CPI 同环比增速加快，另外由于工业生产处于淡季，PPI 同比降幅保持不变。1月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.5%，较去年12月加快0.4个百分点，

略高于市场预期值；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速加快 0.2 个百分点至 0.6%，整体因需求疲软处于较低水平；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.3%，与去年 12 月持平，低于市场预期值。

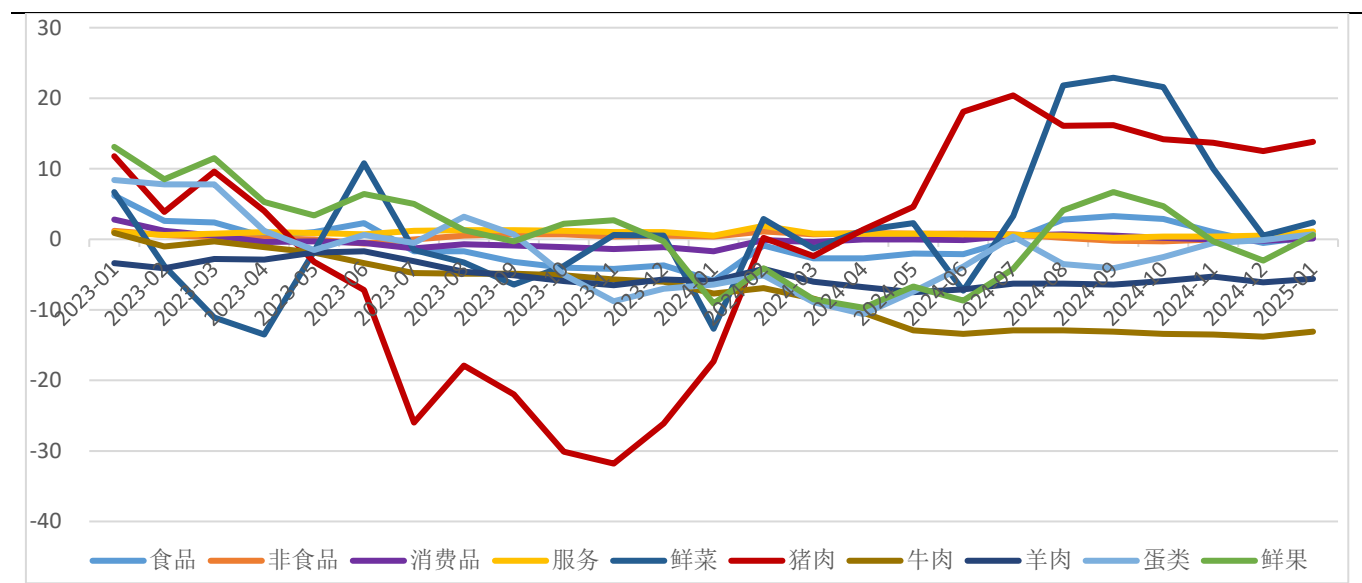
**图 4：1 月 CPI 同比增速略有加快，PPI 同比降幅不变（%）**



资料来源：Wind、中航证券研究所

食品价格、服务价格是拉动 CPI 涨幅加快的主要因素。1 月，食品价格从去年 12 月同比下降 0.5%转为上涨 0.4%，其中猪肉和鲜菜价格分别上涨 13.8%和 2.4%，但牛肉、羊肉、食用油和粮食价格同比下降。环比看，1 月 CPI 由持平转为上涨 0.7%，主要是受服务和食品价格上涨的拉动，其中非食品价格环比涨幅扩大 0.5 个百分点至 0.6%，服务价格增速加快 0.8 个百分点至 0.9%，国内金饰品和汽油价格分别上涨 3.0%和 2.5%；食品价格增速转正至 1.3%，高于前值 1.9 个百分点，主要是春节因素导致鲜菜、鲜果价格由降转升。

**图 5：猪肉、鲜菜、服务价格同比上涨，但牛肉、羊肉价格同比下降（%）**

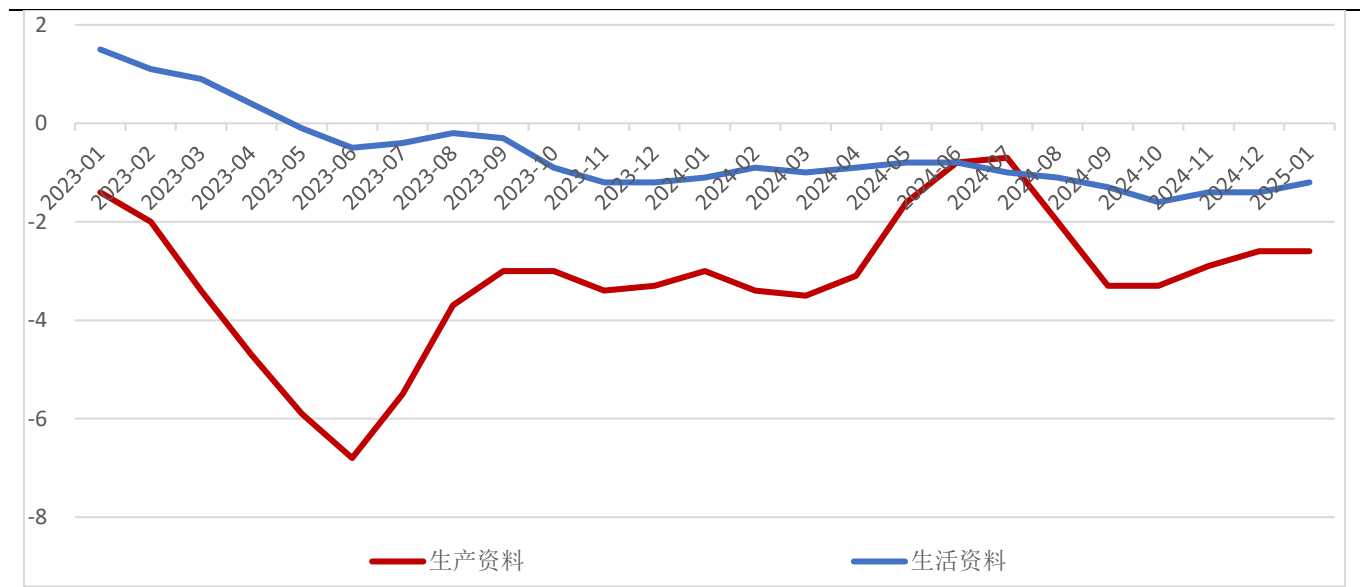


资料来源：Wind、中航证券研究所

生产资料同比降幅保持不变，生活资料降幅略有收窄。1 月，生产资料、生活资料价格分别下降 2.6%、1.2%，前者与 12 月持平，后者降幅收窄 0.2 个百分点，其中有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价

格同比增速分别微降至 18.9%、9.3%，黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、石油煤炭及其他燃料加工业等行业同比下降。环比看，1 月 PPI 降幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%，其中生产资料价格由持平转为下降 0.2%，生活资料价格持平。受假期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降幅扩大；国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，石油和天然气开采业价格涨幅扩大。

**图 6：生产资料同比降幅保持不变，生活资料降幅略收窄（%）**

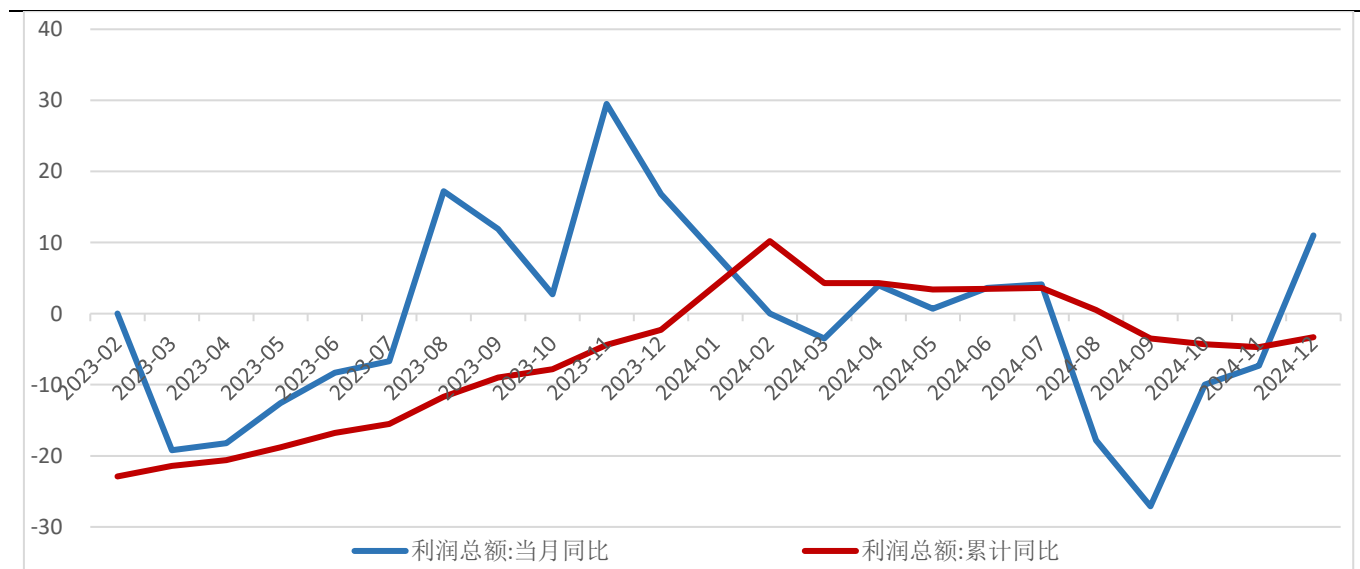


资料来源：Wind、中航证券研究所

### 1.3 受一揽子增量政策效果推动，工业利润边际大幅改善，全年利润降幅继续收窄

受一揽子增量政策效果逐渐落地推动，工业企业营业收入继续改善，其利润同比增速由降转增，也使得全年累计利润降幅收窄。去年 12 月，规模以上工业企业利润同比增长 11%，增速较 11 月大幅反弹 18.3 个百分点，并创下年内最高增速，同时也带动全年累计利润同比下降 3.3%，降幅较 1-11 月收窄 1.4 个百分点。营业收入持续改善是主要因素，12 月营业收入同比加快 3.7 个百分点至 4.2%。

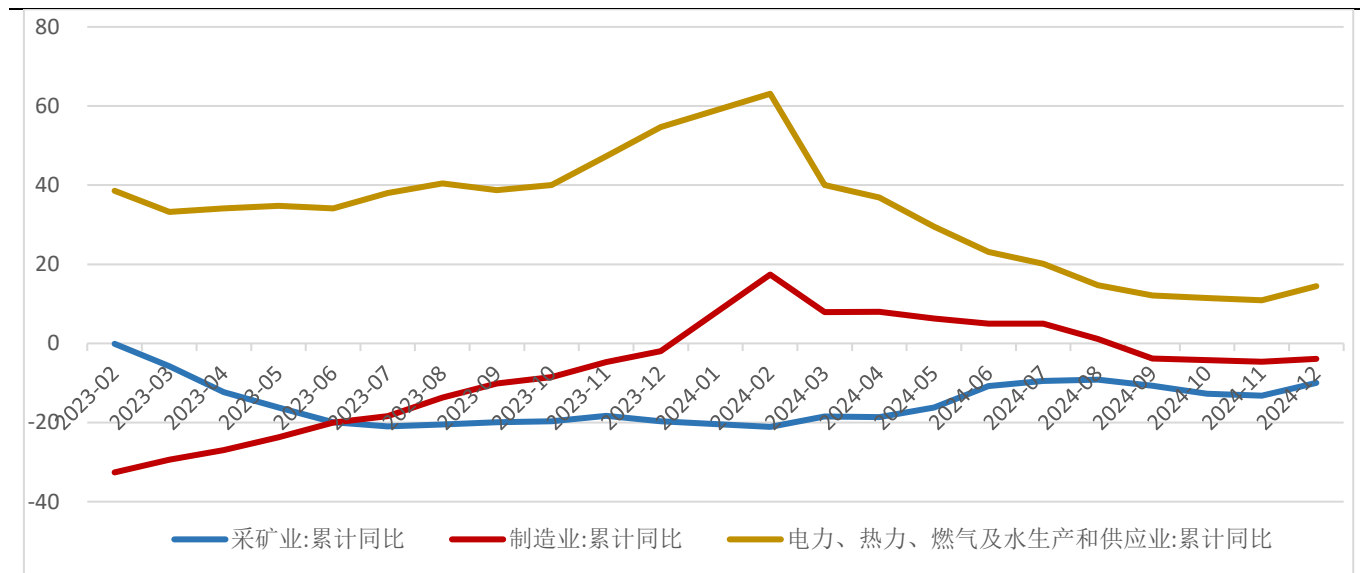
**图 7：12 月工业企业利润同比增速大幅加快，累计利润降幅收窄（%）**



资料来源：Wind、中航证券研究所

从三大工业行业看，制造业、采矿业利润同比降幅收窄，电力等行业利润增速加快。2024 年累计，采矿业、制造业利润分别累计同比下降 10%、3.9%，降幅较 1-11 月分别收窄 3.2 个、0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增速加快 3.6 个百分点至 14.5%。市场比较关注的制造业方面，专用、通用装备制造业的大部分行业利润出现增长或改善；由于以旧换新等促消费政策发力，消费品制造业利润同比增长 3.4%。

**图 8：制造业、采矿业利润同比降幅收窄，电力等行业利润增速加快（%）**



资料来源：Wind、中航证券研究所

## 1.4 一周要闻

1) 美国 1 月非农就业人数增加 14.3 万人，为三个月最低水平，预期为 17 万人，去年 12 月和 11 月合计上修 10 万人。1 月失业率为 4%，预期为持平于 4.1%。1 月平均时薪环比增长 0.5%，同比增长 4.1%，均高于预期和前值。另外，截止 2024 年 3 月的 12 个月数据大幅下修 58.9 万人，为 2009 年以来最大下调幅度。

2) 统计局公布国内 1 月份物价数据。1 月份，受春节因素影响，全国 CPI 涨幅扩大，环比由上月持平转为上涨 0.7%，服务和食品价格上涨是影响 CPI 环比由平转涨的主要因素；同比涨幅由上月的 0.1%扩大至 0.5%；受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，全国 PPI 环比下降 0.2%，同比下降 2.3%。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：跨春节结束，资金价格整体回落；下周逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 10073 亿元

本周央行开展了 11702 亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有 21775 亿元逆回购到期, 全周净回笼 10073 亿元。下周央行公开市场将有 16052 亿元逆回购到期, 其中周一至周五分别到期 4490 亿元、0 亿元、6970 亿元、2755 亿元、1837 亿元。

**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 | 0  | 0  | 14135 | 4800  | 2840  |
| 7 天      | 0  | 0  | 6970  | 2755  | 1837  |
| 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      | 0  | 0  | -7165 | -2045 | -1003 |

资料来源: Wind、中航证券研究所

**资金面的复盘: 跨春节结束, 资金价格整体回落。**本周随春节假期结束, 春节取现对于资金市场影响随之减弱, 叠加 1 月末财政走款等因素影响, 资金面较节前整体缓和。本周大量逆回购到期, 央行缩量投放, 各期限资金价格多数回落, 但仍高于 2024 年 12 月份以及 1 月份上旬。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.8015%, R007 加权平均降至 1.7883%; 本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.7290%, GC007 加权平均降至 1.7720%。

表 2: 本周货币市场利率

| 市场         | 代码     | 周一<br>(%) | 周二<br>(%) | 周三<br>(%) | 周四<br>(%) | 周五<br>(%) |
|------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 银行间回购      | R001   | -         | -         | 1.9574    | 1.8490    | 1.8015    |
|            | R007   | -         | -         | 2.0694    | 1.8595    | 1.7883    |
|            | R014   | -         | -         | 2.0446    | 1.8856    | 1.8053    |
|            | R021   | -         | -         | 1.9661    | 1.8925    | 1.7965    |
|            | R1M    | -         | -         | 2.0245    | 1.9196    | 1.8576    |
| 上交所协议回购    | 206001 | -         | -         | 2.4380    | 2.3290    |           |
|            | 206007 | -         | -         | 2.3750    | 2.3180    | 2.2170    |
|            | 206014 | -         | -         | 2.4850    | 2.6680    | 2.5180    |
|            | 206021 | -         | -         | 4.6100    | 4.1590    | 4.5950    |
|            | 206030 | -         | -         | 4.8160    | 4.2000    | 3.5200    |
| 利率互换定盘: 1Y | FR007  | -         | -         | 1.6447    | 1.5912    | 1.5766    |

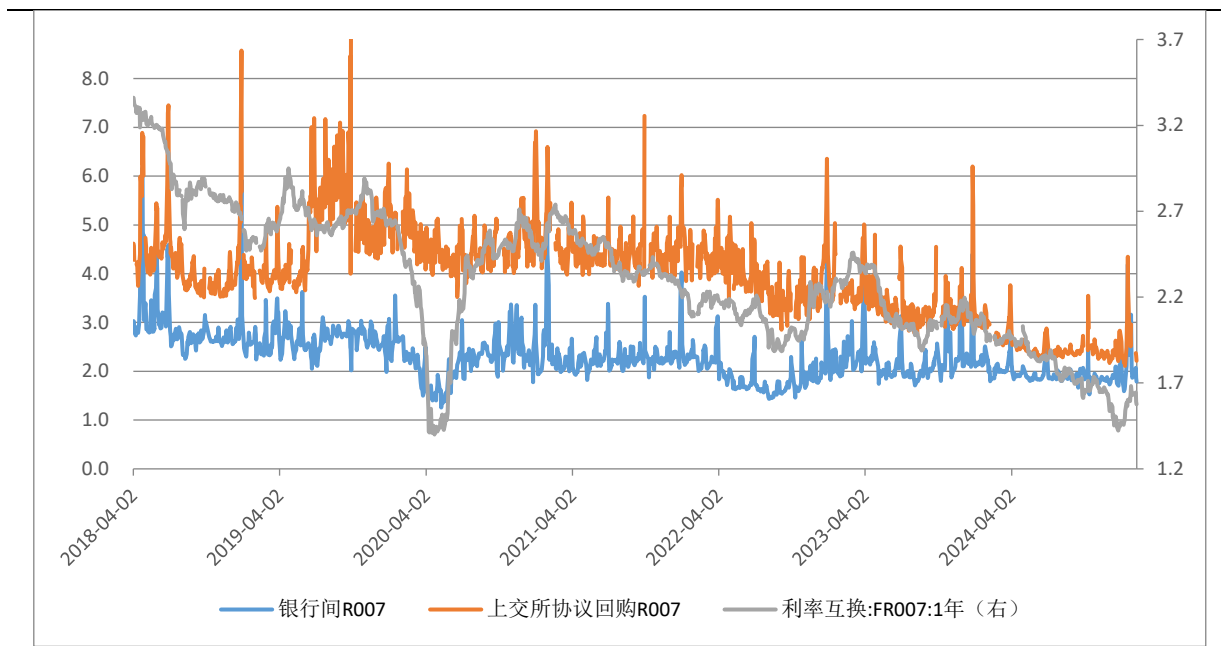
资料来源: Wind、中航证券研究所

## 2) 资金面的展望: 逆回购到期额仍位于高位, 关注央行支持情况

前期央行副行长宜昌能表示, 2025 年将落实好适度宽松的货币政策。下阶段综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具, 保持流动性充裕, 保证宽松的社会融资环境。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据仍较弱, 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。

下周仍为月初, 影响资金面的季节性因素相对减弱。由于春节假期影响, 本月缴税走款日期延后, 2 月份非传统缴税大月, 税期对于资金面的扰动预计较小。下周政府债融资额环比小幅回落, 位于近期中低水平, 预计对于资金冲击仍较为可控。随春节假期结束, 央行公开市场操作大幅净回笼, 但逆回购到期额仍位于相对高位, 下周逆回购到期额超 1.5 万亿元, 预计仍将对资金面造成较为明显的影响, 关注央行对资金面支持情况。

图 9：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：春节前资金偏紧，节后转松，PMI 与通胀数据发布，利率债本周下行后小幅上行

### 1) 利率债走势复盘：春节前资金偏紧，节后转松，PMI 与通胀数据发布，利率债本周下行后小幅上行

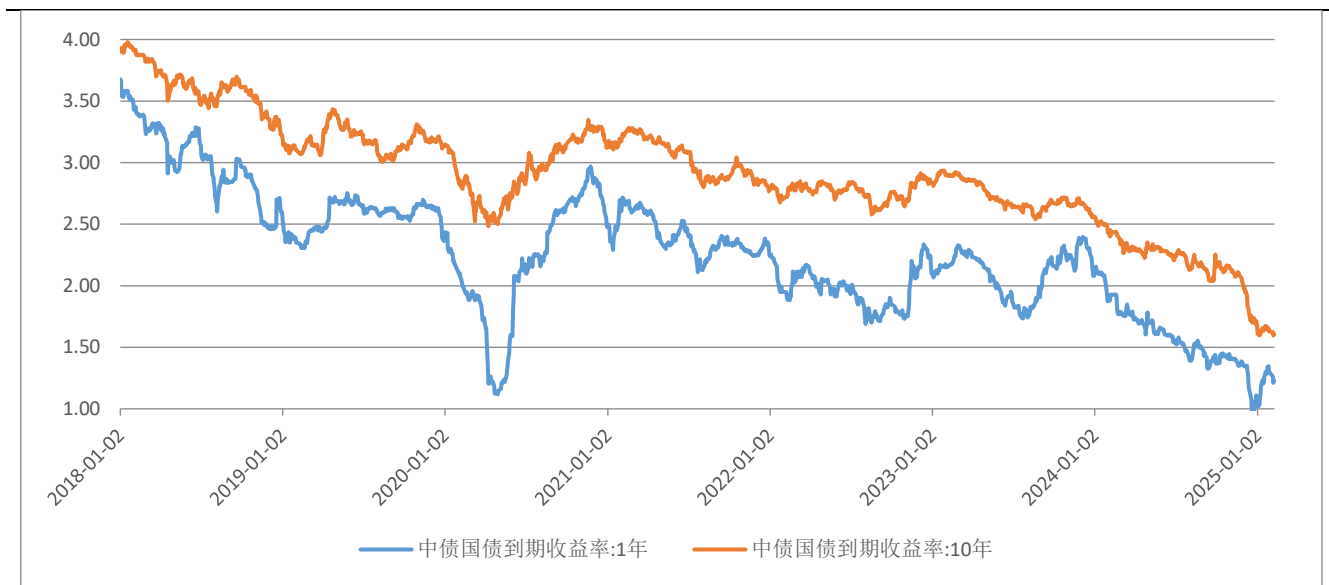
央行 2 月 5 日以固定利率、数量招标方式开展了 6970 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 14135 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 7165 亿元。资金转松后债市压力减少，同时中美领导人急于谈话以及春节期间我方对美方同样增加关税，债市整体下行，日终长端下行 1.4bp；

央行 2 月 6 日以固定利率、数量招标方式开展了 2755 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 4800 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 2045 亿元，为连续两日净回笼。资金恢复正常后买盘力量增加，今日整体下行，中短端表现较好，日终长端小幅下行 0.6bp；

央行 2 月 7 日以固定利率、数量招标方式开展了 1837 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 2840 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1003 亿元，为连续三日净回笼。利率达到前低后止盈盘止盈，债市整体上行，长端上行 1bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.6400% 下行 3.50bp 至 1.6050%，10 年国开活跃券 240215 由 1.6700% 下行 3.00bp 至 1.6400%。

图 10：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：整体看，近期债市主要受资金面影响，央行暂停买债后，进入税期持续偏紧，春节后仍未恢复年初水平，虽与长端持续倒挂，但买债热情不减，长端和超长端再次接近前低，止盈盘带动下上行。目前我国基本面仍处于复苏阶段，利率震荡下行趋势不改，但临近前低仍需注意止盈盘带来的利率回升，无明显利空下方向仍向下，注意把握交易性机会

**PMI：**1 月官方制造业 PMI 为 49.1，预期 50.1，前值为 50.1。1 月官方非制造业 PMI 为 50.2，预期 52，前值 52.2。1 月份，受春节假日临近、企业员工集中返乡等因素影响，制造业及非制造业 PMI 均下滑。制造业方面，供需两端均有放缓。受春节因素影响，生产指数和新订单指数分别为 49.8% 和 49.2%，比上月下降 2.3 和 1.8 个百分点，制造业生产和市场需求有所放缓。价格指数双双回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 49.5% 和 47.4%，比上月上升 1.3 和 0.7 个百分点。企业预期回升明显。生产经营活动预期指数为 55.3%，比上月上升 2.0 个百分点，升至较高景气区间，表明多数制造业企业对节后市场发展信心增强。非制造业方面，服务业延续扩张态势。服务业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 1.7 个百分点，服务业扩张放缓。建筑业景气季节性回落。受春节假日临近及冬季低温天气等因素影响，建筑业进入传统淡季，商务活动指数为 49.3%，降至临界点以下。从市场预期看，业务活动预期指数为 56.5%，比上月下降 0.6 个百分点，持续位于较高景气区间，表明建筑业企业对近期行业发展信心较强。

**CPI/PPI：**1 月 CPI 同比上涨 0.5%，预期涨 0.5%，前值涨 0.1%。1 月 PPI 同比下降 2.3%，预期降 2.1%，前值降 2.3%。CPI 符合预期，虽上涨但主要系春节因素。从环比看，服务和食品价格上涨是影响 CPI 环比由平转涨的主要因素。服务价格上涨 0.9%，食品烟酒类价格环比上涨 0.9%，食品中，鲜菜价格上涨 5.9%；鲜果价格上涨 3.3%；水产品价格上涨 2.7%；畜肉类价格上涨 0.4%，其中猪肉价格上涨 1.0%。PPI 方面，同样受春节影响，工业生产淡季，生产资料价格由上月持平转为下降 0.2%；生活资料价格由上月下降 0.1% 转为持平。

整体看，近期债市主要受资金面影响，央行暂停买债后，进入税期持续偏紧，春节后仍未恢复年初水平，虽与长端持续倒挂，但买债热情不减，长端和超长端再次接近前低，止盈盘带动下上行。目前我国基本面数据未出现持续好转的情况下，利率震荡下行趋势不改，但临近前低仍需注意止盈盘带来的利率回升，无明显利空下方向仍向下，注意把握交易性机会。

## 2.3 存单信用债分析：存单融资额环比上行、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行

### 1) 一级市场发行：存单融资额环比上行、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为 1,600.30 亿元，发行总额达 5,353.10 亿元，平均发行利率为 1.7697%，到期量为 3,752.80 亿元。同业存单融资额环比上行。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 14.77bp 报 1.8358%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 5.63bp 报 1.8187%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 10.32bp 报 1.7683%，9M 存单平均发行利率较上周下行 3.65bp 报 1.7526%。

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 132.57 亿元，环比减少 1,768.69 亿元，偿还量约 501.34 亿元，净融资额约-368.77 亿元，环比增加 341.28 亿元。

### 2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 7.54bp~下行 6.55bp，3 年期各评级信用债收益率下行 7.19bp~下行 6.19bp，5 年期各评级信用债收益率下行 5.68bp~下行 1.59bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

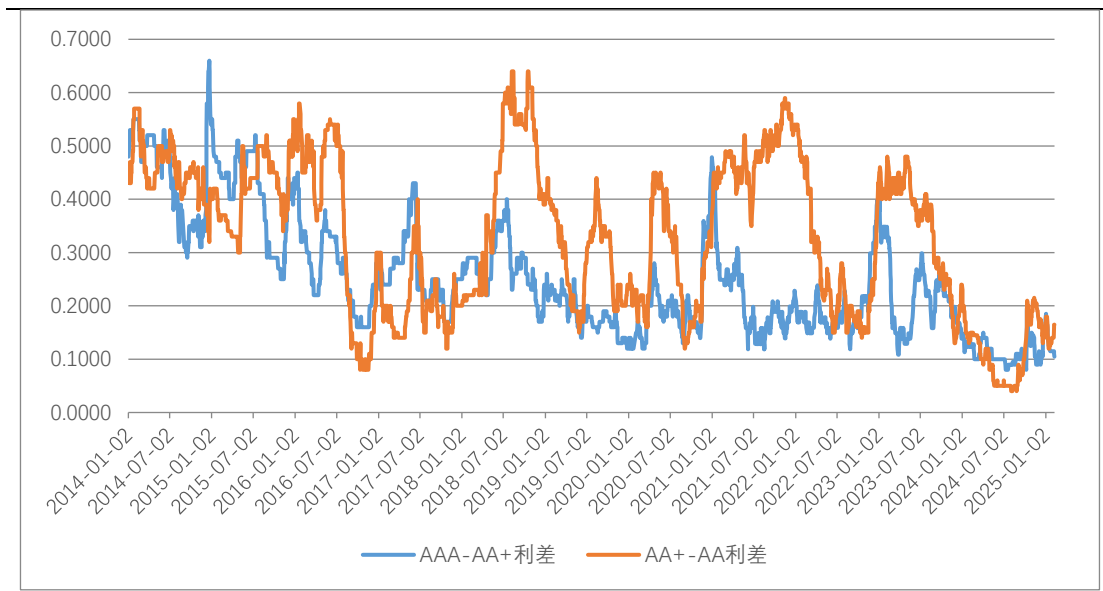
| 信用债种类        | 当前利率 (%) | 2013 年以来分位数 (%) | 较上周变动 (BP) |
|--------------|----------|-----------------|------------|
| 信用债(AAA):1 年 | 1.7563   | 0.70%           | -7.54      |
| 信用债(AAA):3 年 | 1.7993   | 0.30%           | -6.19      |
| 信用债(AAA):5 年 | 1.8541   | 0.20%           | -5.68      |
| 信用债(AA+):1 年 | 1.8613   | 0.70%           | -6.55      |
| 信用债(AA+):3 年 | 1.9043   | 0.20%           | -7.19      |
| 信用债(AA+):5 年 | 2.0241   | 0.20%           | -5.18      |
| 信用债(AA):1 年  | 1.9213   | 0.70%           | -6.55      |
| 信用债(AA):3 年  | 2.0693   | 0.30%           | -3.69      |
| 信用债(AA):5 年  | 2.2591   | 0.80%           | -1.59      |

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 1.35bp、缩小 0.64bp、扩大 2.86bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.51bp、扩大 2.01bp、扩大 2.10bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 11bp，较上周缩小 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 17bp，较上周 k 扩大 4bp。

**图 11：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：DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪

##### 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

上证指数（1.63%）、深证成指（4.13%）、沪深 300（1.98%）、科创 50（6.67%）、创业板指（5.36%）、中证 500（4.38%）、中证 1000（4.93%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 6.39%。分行业来看，申万一级行业中计算机、传媒、汽车表现较强，分别上涨 13.47%、7.21%、6.93%；银行、煤炭、建筑材料表现较弱，分别下跌 1.92%、0.86%、0.30%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 16156.59 亿元，较上周增加 4880.65 亿元。

##### 2) 权益市场展望：

内外部政策角力已经拉开序幕。外部环境仍存在不确定性，但目前仍在预期之内，同时市场对两会政策预期开始升温下，当前行情不惧外部扰动。与此同时，DeepSeek 引发的全球资本对中国科技股的估值重估或将迎来加速，并带动市场活跃度明显提升。2 月 7 日，A 股成交额接近两万亿，本轮春节行情有望迎来主升浪。参考上一轮中美贸易摩擦经验，中国自主可控政策有望加速推出，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。

特朗普对华加征 10%关税符合市场预期，中国对应出台反制措施，后续跟踪中美领导人通话沟通情况。美国对华加征关税对于中国整体出口影响或有限。上一轮中美贸易摩擦、关税升级以来，中国占国际市场份额仍维

持震荡上行趋势。结构上来看，美国对华关税影响下，对美出口占我国总出口比例有所下滑，但对新兴市场如东盟出口占比持续提升，从而对关税影响形成有效对冲。另一方面，对于市场关注的两会中的《政府工作报告》内容，李强总理提出因时因势加大逆周期调节力度、敢于打破常规，市场对国内稳增长政策预期有所升温。

2025年1月20日，幻方发布国产推理模型 DeepSeek-R1，其性能对标 OpenAI o1-mini，并极大降低了训练和推理成本，因此服务定价大幅降低。DeepSeek-R1 在逐渐转变全球资本对中国科技股的认知，或迎来中国的“斯普特尼克”时刻。自发布以来，多家外资投行和基金看多中国资产，同时中国科技股涨幅领跑全球主要股票指数，或反映外资作为增量资金已经开始回流，中国科技资产估值迎来重塑。

军工材料位于军工产业链的上游，在行业需求回暖之际必先提早于军工行业感受到边际变化，2025年已进入“十四五”阶段的攻坚之年，前期累积的需求或将释放，军工行业也将重回上行周期。

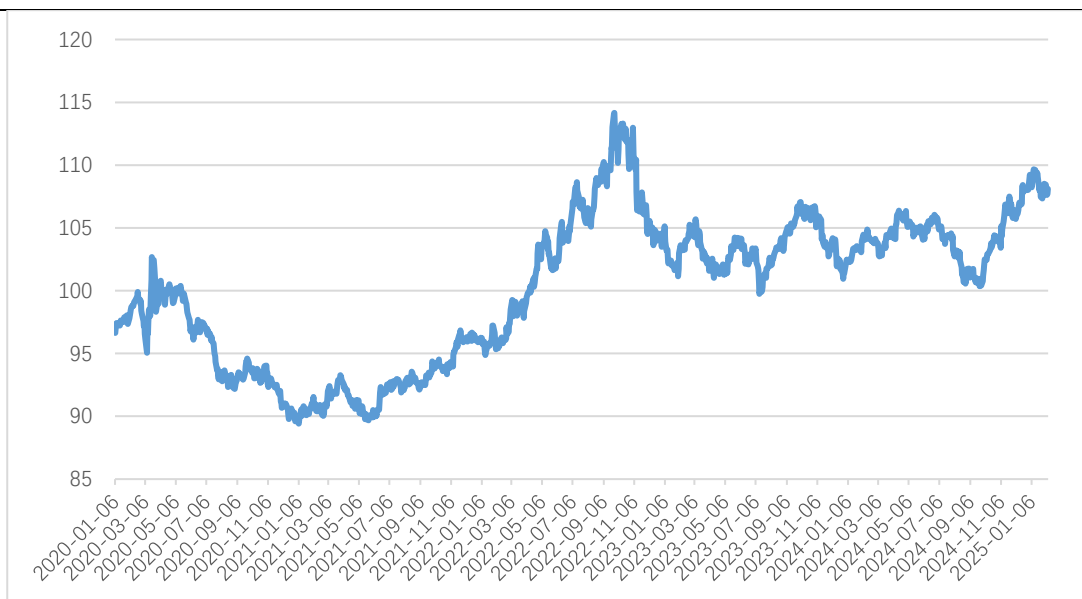
展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

### 3.2 美元指数分析：美国 1 月份就业数据仍显韧性，美国推迟对加拿大加征关税，美元指数本周下行

本周美元指数报 108.1001，较上周回落 0.4159。本周多项美国宏观数据公布，其中美国 1 月份非制造业 PMI 录得 52.8，环比有所下行。美国 1 月份非农就业数据增加 14.3 万人，不及市场预期，但同时失业率下行 0.1 个百分点至 4%，平均时薪环比上涨。本周多位美联储官员发言，多数认为美国经济就业表现出较强韧性，通胀仍距离目标水平存在差距。继上周美国宣布对加拿大加征关税后，本周美国再次宣布对加征关税进行延后。整体来看，本周美国 1 月份就业数据仍显韧性，美国推迟对加拿大加征关税，美元指数本周下行。

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 12: 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