

权益市场震荡向上，债市面临阶段性压力

——鑫元周观点（2025.2.10-2025.2.16）

一、核心观点

宏观方面，信贷投放靠前发力，社融信贷好于预期。央行发布《2024 年四季度货币政策执行报告》，从内容上看，报告在延续三季度货政报告和四季度货币政策例会精神的基础上，结合最新宏观经济形势，强调要实施好适度宽松的货币政策。海外方面，1 月核心商品和服务推动美国 CPI 大超一致预期，但目前不能完全排除“1 月效应”的季节性影响；受极端天气和野火影响，美国 1 月零售销售环比意外下滑 0.9%。

权益市场方面，上周展现出较为积极的态势。1 月社融数据改善，尤其是企业信贷和政府债券融资的显著增长，为市场提供了有力支撑。尽管居民信贷表现仍需观察，但整体信贷开门红为经济复苏奠定基础。与此同时，人工智能领域的快速发展成为新质生产力的代表，国产算力、云计算、机器人、智能驾驶等领域不断取得进步，推动相关产业成为市场配置的重要方向。海外方面，美国通胀数据超预期导致降息预期推迟，美元和美债收益率维持震荡，但海外制造业的恢复以及地缘关系的缓和，对国内制造业出口形成利好。综合来看，权益市场在宏观经济政策延续、行业创新推动以及外部环境改善的共同作用下，有望延续震荡向上的走势。

固收市场方面，上周债市资金面延续偏紧态势，资金价格均回升至 1.9% 上方，带动短端收益率大幅上行，曲线整体平坦化。全周来看，2 年期、10 年期以及 30 年期国债收益率分别上行 13bp、5bp 以及 1.5bp。信用债收益率在利率债收益率上行的带动下也明显回升。其中，中短端调整幅度更大，但利率债收益率上行幅度更大导致信用利差被动收窄 2-5bp。除了资金面收敛因素外，Deepseek 带动的权益市场风险偏好上行，叠加金融数据超预期改善，股债跷跷板效应明显。在央行稳汇率、防空转和防控债市风险的背景下，债市可能面临阶段性压力。

二、宏观动态

（一）国内宏观

受春节因素影响，1月全国CPI涨幅扩大。国家统计局：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%。

中国2025年1月金融数据重磅出炉。据央行统计，1月末，M2同比增长7%，M1同比增长0.4%；1月份，人民币贷款增加5.13万亿元；社会融资规模增量为7.06万亿元，比上年同期多5833亿元；1月末，社会融资规模存量为415.2万亿元，同比增长8%。

央行发布2024年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。畅通货币政策传导机制，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议。会议研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。会议还审议通过《2025年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施；讨论并原则通过《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。

国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展的通知》。通知明确，推动新能源上网电量参与市场交易，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格；鼓励新能源发电企业与电力用户签订多年期购电协议，提前管理市场风险，形成稳定供求关系。

（二）海外宏观

美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税；短期价格有可能上升。相关措施的生效日期并未公布，一位白宫高级官员称，这一庞大过程可能需要数周甚至数月才能完成。

美国上周初请失业金人数降至21.3万，就业市场保持稳定。上周，美国初请失业金人数有所减少，这表明2月初劳动力市场依然保持稳定。美国劳工部上周四发布的数据显示，截

至 2 月 8 日当周初请失业金人数为 21.3 万人，比前一周修正后的水平减少了 7000 人，经济学家预期为 21.5 万人。初请失业金人数四周均值为 21.6 万，比前一周修正后的水平减少了 1000 人。

美国 1 月通胀意外上升。美国 1 月未季调 CPI 同比升 3%，预期升 2.9%，前值升 2.9%；季调后 CPI 环比升 0.5%，预期升 0.3%，前值升 0.4%；未季调核心 CPI 同比升 3.3%，预期升 3.1%，前值升 3.2%；季调后核心 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。通胀数据公布后，交易员预计美联储将减少政策宽松力度，将下次美联储降息时间从 9 月调整至 12 月。

欧佩克维持全球石油需求预期不变，强调美国贸易政策风险。欧佩克月报维持 2025 年经济增长预期在 3.1% 不变，将 2026 年全球经济增长预测维持在 3.2%。将 2025 年美国经济增长预测维持在 2.4%，将 2026 年美国经济增长预测维持在 2.3%。将 2025 年欧元区经济增长预测下调至 0.9%，此前为 1%，将 2026 年欧元区经济增长预测维持在 1.1%。

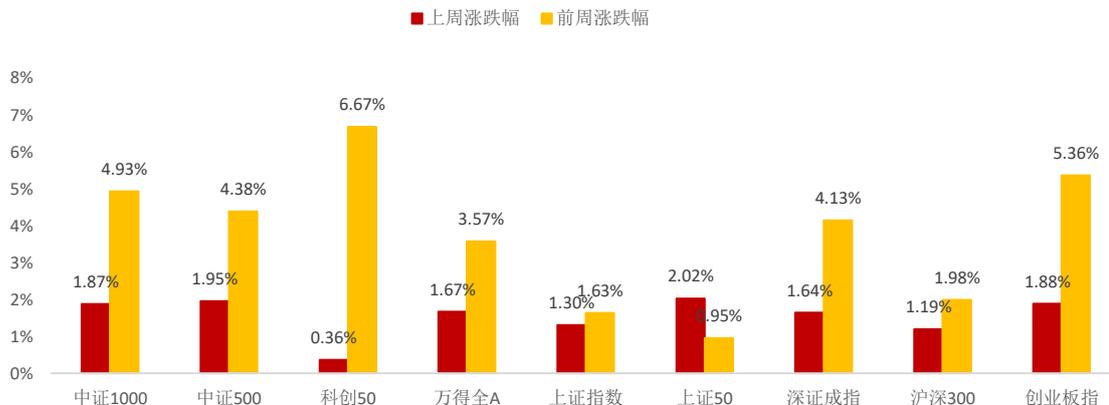
美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词，重申无需急于调整利率。如果经济持续强劲且通胀未向 2% 靠拢，则可以在更长时间内维持政策的谨慎。长期通胀预期似乎稳固。通胀率接近 2% 的目标，但仍然略显偏高。失业率保持在低位且稳定。美联储无法控制长期利率，长期利率高企的原因与美联储政策无关。绝不可能推出中央银行数字货币。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数上涨。截至 2 月 14 日，科创 50 上涨 2.02%，中证 500 上涨 1.95%，创业板指上涨 1.88%，涨幅居前。从行业板块看，上周**传媒、计算机、商贸零售**领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/2/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.4	↑ 0.21	40.4	↑ 3.24	69.3%	83.9%	79.1%
深证成指	25.8	↑ 0.44	54.8	↑ 3.47	52.9%	59.5%	46.0%
上证 50	10.9	↑ 0.22	50.9	↑ 5.44	76.6%	77.6%	69.4%
沪深 300	12.7	↑ 0.19	45.4	↑ 3.39	62.0%	68.5%	61.7%
中证 500	28.3	↑ 0.13	43.8	↑ 0.56	55.9%	89.1%	84.7%
中证 1000	37.9	↑ 0.48	46.5	↑ 2.46	46.5%	65.9%	67.6%
创业板指	34.3	↓ 0.34	16.4	↓ 0.38	17.4%	30.0%	34.3%
科创 50	87.3	↑ 0.02	97.7	↓ 0.23	97.7%	97.7%	97.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/2/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	22.2	↑ 0.23	11.03%	↑ 0.19	11.0%	19.0%	26.8%
基础化工(申万)	23.8	↑ 0.32	44.04%	↑ 0.95	44.0%	76.1%	68.4%
钢铁(申万)	27.2	↑ 0.16	68.20%	↑ 0.02	68.2%	98.6%	98.1%
有色金属(申万)	20.0	↓ 0.01	17.72%	↓ 0.01	17.7%	30.6%	43.1%
电子(申万)	58.0	↑ 0.20	79.90%	↑ 0.07	79.9%	97.4%	96.5%
家用电器(申万)	15.4	↑ 0.03	49.15%	↑ 0.47	49.2%	54.9%	59.8%
食品饮料(申万)	19.9	↑ 0.45	14.29%	↑ 1.36	14.3%	4.8%	6.8%
纺织服装(申万)	20.0	↑ 0.23	13.27%	↑ 2.31	13.3%	21.1%	24.0%
轻工制造(申万)	25.1	↑ 0.38	33.60%	↑ 1.67	33.6%	58.0%	43.0%
医药生物(申万)	31.2	↑ 0.64	27.62%	↑ 1.61	27.6%	47.7%	54.2%
公用事业(申万)	16.7	↓ 0.03	9.21%	↓ 0.14	9.2%	2.1%	3.0%
交通运输(申万)	16.5	↑ 0.04	43.80%	↑ 0.34	43.8%	54.6%	67.6%
房地产(申万)	36.2	↑ 0.71	97.93%	↑ 0.28	97.9%	96.4%	95.0%
商贸零售(申万)	35.0	↑ 1.24	72.87%	↑ 3.06	72.9%	87.0%	81.7%
社会服务(申万)	24.1	↑ 0.62	4.22%	↑ 0.58	4.2%	7.3%	10.3%
综合(申万)	59.3	↑ 0.57	76.10%	↑ 0.39	76.1%	90.5%	86.6%
建筑材料(申万)	24.4	↑ 0.05	70.55%	↑ 0.09	70.5%	96.8%	95.9%
建筑装饰(申万)	9.5	↑ 0.12	27.39%	↑ 2.64	27.4%	44.0%	55.3%
电力设备(申万)	31.4	↑ 0.07	27.53%	↑ 0.45	27.5%	47.6%	43.4%
国防军工(申万)	66.2	↓ 0.42	52.80%	↓ 0.82	52.8%	76.0%	77.0%
计算机(申万)	82.6	↑ 6.19	92.83%	↑ 3.49	92.8%	98.8%	98.3%
传媒(申万)	44.1	↑ 3.92	60.75%	↑ 6.14	60.8%	88.5%	86.1%

通信(申万)	34.6	↑	0.99	31.89%	↑	5.45	31.9%	49.6%	65.2%
银行(申万)	6.0	↑	0.15	40.20%	↑	4.47	40.2%	46.7%	64.4%
非银金融(申万)	16.4	↑	0.17	51.28%	↑	1.82	51.3%	69.1%	77.6%
汽车(申万)	27.9	↑	0.34	74.90%	↑	1.69	74.9%	59.9%	43.5%
机械设备(申万)	32.6		0.00	65.09%	↓	0.06	65.1%	92.2%	94.5%
煤炭(申万)	11.3	↓	0.17	54.27%	↓	1.39	54.3%	85.2%	86.5%
石油石化(申万)	15.9	↓	0.05	39.44%	↓	0.64	39.4%	66.6%	72.0%
环保(申万)	20.4	↑	0.24	17.98%	↑	2.24	18.0%	31.1%	38.7%
美容护理(申万)	33.2	↑	0.62	35.02%	↑	2.14	35.0%	32.2%	21.8%

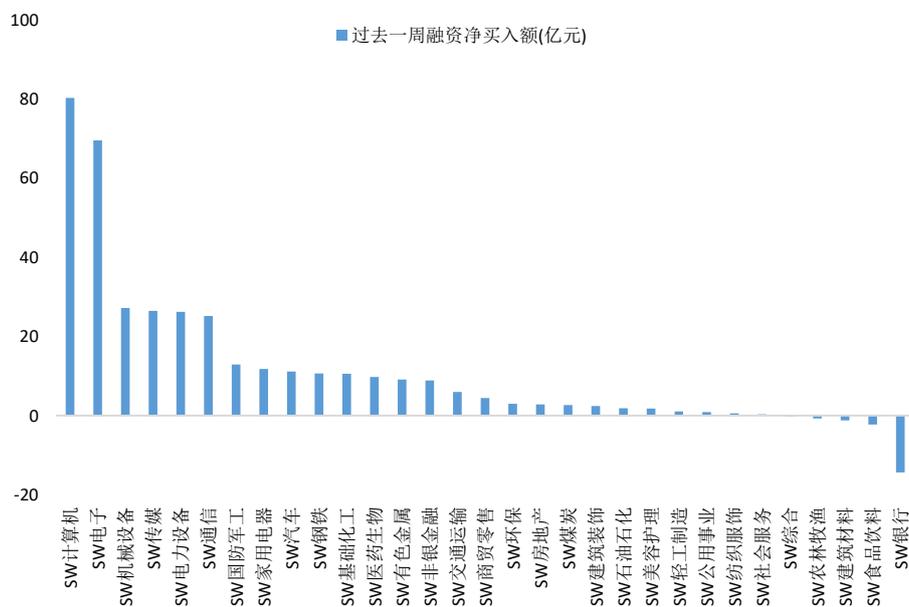
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和行业指数估值多数上行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机**估值上行最多。当前**房地产、计算机、电子、综合、汽车**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、农林牧渔、纺织服饰、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

2月13日，两融资金占比为9.73%，2月7日为10.37%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至2月14日，上周融资净买入的前三行业为**计算机、电子、机械设备**。

图 4：上周两融资金行业流向（亿元）

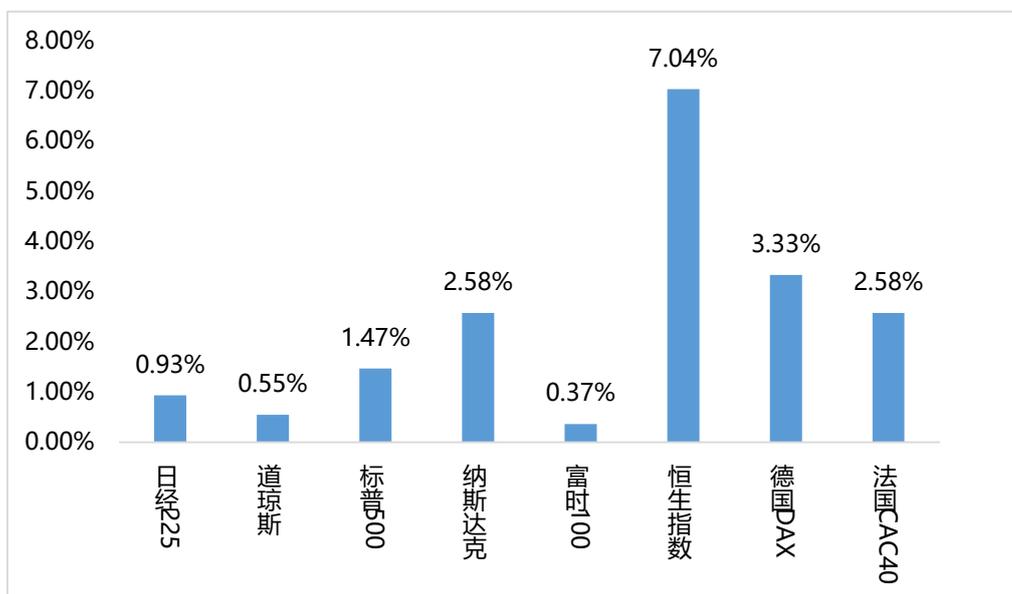


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周海外股市上涨。美国股市方面，道指上涨 0.55%，标普 500 上涨 1.47%，纳指上涨 2.58%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 3.33%，英国富时 100 上涨 0.37%，法国 CAC40 上涨 2.58%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 0.93%，恒生指数上涨 7.04%。

图 5：上周海外主要指数涨跌

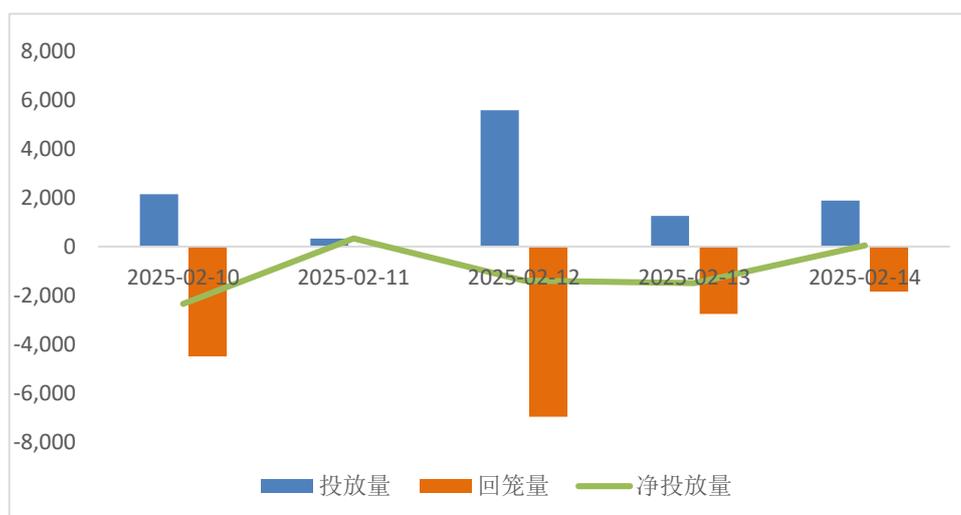


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 10303 亿元逆回购操作和 900 亿元国库现金定存操作，因有 16052 亿元逆回购到期，实现净回笼 4849 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 880 亿，地方政府债计划发行 5275 亿，整体净缴款 5175.5 元。

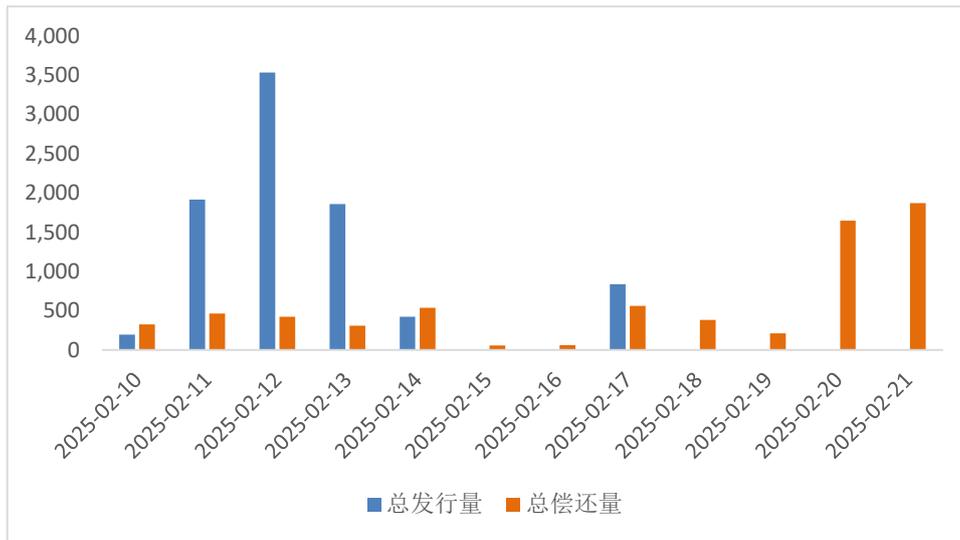
表 1：2 月 17 日-2 月 21 日政府债发行缴款

单位：亿元

	2 月 17 日		2 月 18 日		2 月 19 日		2 月 20 日		2 月 21 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	248.7	0	1865	880	0	0	554.1	0	2607.2
到期	0	0	0	0	0	0	802.3	0	0	0
缴款	2430	0	0	248.7	0	1865	880	0	0	554.1
净缴款	2430		248.7		1865		77.7		554.1	

同业存单发行：本周期到 4786 亿元，高于前一周的 2130 亿元，而后一周到到期量将高达 11470 亿元。

图 7：同业存单到期与发行



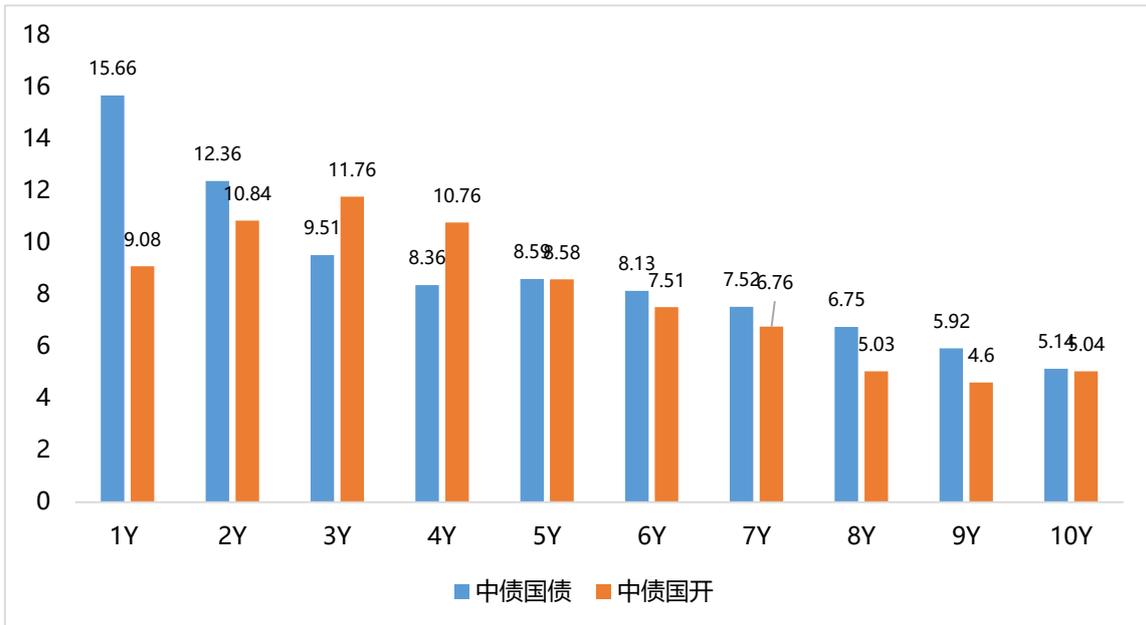
回购市场：2 月 10-14 日，DR001 在 1.85%-1.91%附近高位波动，R001 则从 1.85%上行至超过 2.0%，日内高点一度达到 2.2%以上，二者周均值分别较前一周上行 7bp、6bp；隔夜和 7 天资金利差缩小，一度倒挂，DR007 从 1.8%上行至 1.94%，R007 从 1.8%上行至 2.03%，二者均值分别较前一周上行 7bp、3bp。

票据利率：供给方面，上周票源供给维持在一千四百亿元附近，卖盘出票相对充足。需求方

面，央行公开市场投放谨慎，上周资金面依旧偏紧，制约买盘中小机构需求释放，主要大行进场收票，报价有所上调，供需情绪逐渐走高。上周促涨因素居多，票据利率震荡回暖。

(三) 债券市场

图 8：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	-0.48	10.57	17.42	-38.02
环比	-6.15	-0.92	-3.45	-19.51
年初以来	-21.46	-0.5	1.9	-68.42
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.55	15.69	18.68	49.83
2016 年以来分位数	0.88%	17.79%	44.65%	4.03%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 2 月 16 日）

中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	30.83	25.06	28.18	33.08	36.97
环比	-1.86	-5.77	-3.59	-3.17	-2.44
年初以来	-1.51	-10.17	-9.08	-0.56	-8.15

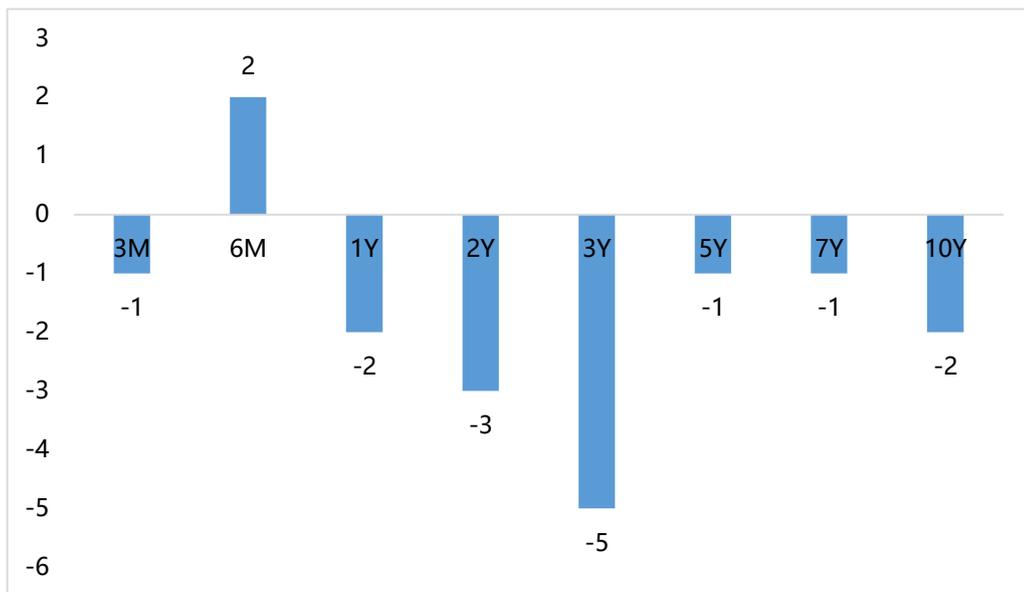
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.46	36.30	38.76	42.77	44.05
2016 年以来分位数	17.62%	16.48%	15.86%	18.93%	25.20%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 15.66BP 至 1.3795，3 年期上行 9.51BP 至 1.3747，5 年期上行 8.59BP 至 1.4804，10 年期上行 5.14BP 至 1.6546。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.86BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.77BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.59BP。

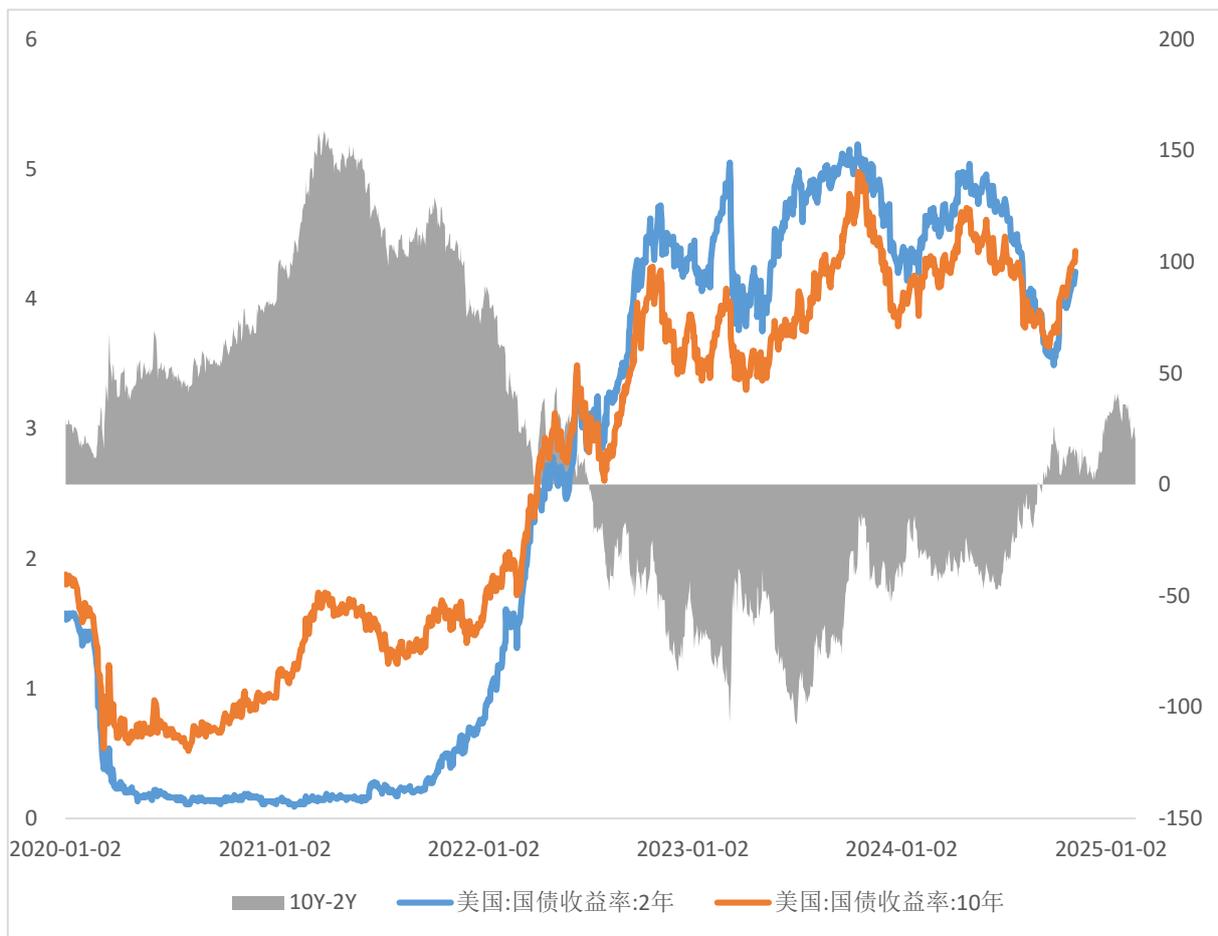
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率分化。上周 10 年期美债收益率下行 2BP，10 年期国债收益率上行 5.14BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 2BP，3 年期美债收益率下行 5BP，10 年期美债收益率下行 2BP。

图 10：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（三）外汇市场

上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。上周美元指数下行 1.20%，中间价贬值 0.01%，即期汇率升值 0.32%，离岸人民币汇率升值 0.61%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	106.8037	7.1706	7.2654	7.2594
对照日期	108.1001	7.1699	7.2889	7.3038
涨跌	-1.20%	-0.01%	0.32%	0.61%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度。

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，信贷投放靠前发力，社融信贷好于预期。央行发布《2024 年四季度货币政策执行报告》；从内容上看，报告在延续三季度货政报告和四季度货币政策例会精神的基础上，结合最新宏观经济形势，强调要实施好适度宽松的货币政策。海外方面，1 月核心商品和服务推动美国 CPI 大超一致预期，但目前不能完全排除“1 月效应”的季节性影响；受极端天气和野火影响，美国 1 月零售销售环比意外下滑 0.9%。1 月企业新增融资总量较高，可能是央行态度从“均衡投放”到“加大投放力度”。银行追求早投放、早收益，年初倾向于多投放，以及今年城投退名单，或带来新增贷款需求等多重因素的影响。1 月居民贷款相对疲软，地产日均销售基本持平去年同期，相应地居民中长期消费贷也基本持平于去年同期。1 月政府债发行节奏较快的背后主要是国债和地方置换债的推动，政府部门融资贡献了社融同比增量的 68%。M2 放缓主要是受非银存款的拖累，非银存款延续下滑。M1 统计口径纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，但 1 月较前月同口径放缓 0.8pct。《2024 年四季度货币政策执行报告》与四季度货政例会通稿相比，并不单一强调货币政策调控，而更加注重宏观调控的效果以及各政策间的协调配合，这意味着下一阶段货币政策或将更加配合财政、产业等其他宏观政策进行协同发力。货币政策基调方面，报告延续四季度货政例会精神，强调“实施好适度宽松的货币政策”，同时指出“在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”，但删掉“择机降准降息”的相关表述。海外方面，1 月 CPI 数据显著超预期，但数据噪音较大、参考意义有限；分项方面，季调环比看，二手车、房租以及超级核心通胀等分项回升均支撑 1 月 CPI 爆表。美国 1 月零售销售环比下降-0.9%，远超预期值-0.2%，前值 0.4%。这是自 2023 年 3 月以来的最大环比下降。在 13 个销售类别中，有 9 个类别出现了下滑，尤其是汽车、运动用品和家具商店。这些数据显示，在洛杉矶等二级市场经历了毁灭性野火以及其他地区遭遇的严重冬季天气后，实体商店的购物活动受到压制。

（二）权益市场展望和策略

展望未来，权益市场的走势将受到多方面因素的综合影响。从宏观经济层面来看，1 月社融数据的改善显示出经济复苏的积极信号，企业信贷和政府债券融资的大幅增长为市场注入了流动性，尽管 M1 增速有所下降，但更多是由于统计口径调整和春节假期的季节性因素，随着经济活动的逐步恢复，M1 有望重新回升，成为经济活力的重要体现。在此背景下，权益市场有望在宏观经济政策的延续性支持下，维持震荡向上的态势。行业配置方面，人工智能领域的快速发展是当前最为重要的配置方向。Deepseek 等技术的推动使得人工智能在国内的

应用场景不断拓展，从国产算力、云计算到机器人、智能驾驶、消费电子等多个领域均展现出强劲的增长潜力。随着越来越多的企业接入国产大模型，人工智能产业链将迎来更多的投资机会，投资者应重点关注相关领域的龙头企业和技术创新型企业。此外，海外因素也将对权益市场产生重要影响。美国 1 月 CPI 数据超预期导致降息预期推迟，美元指数和美债收益率维持震荡，这将对全球资金流动产生一定影响。然而，海外制造业的恢复以及地缘关系的缓和，将有利于国内制造业出口，从而为相关出口型企业的业绩增长提供支撑。因此，在权益市场展望策略中，建议投资者重点关注人工智能产业链的核心企业，同时结合宏观经济政策的导向和海外因素的变化，灵活调整投资组合，把握市场震荡向上的机会。

（三）债券市场展望和策略

国内债市收益率长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性反转需要看到私人部门信用周期被实质性驱动，但目前这一条件并不具备。春节以来的地产企稳、新质生产力、科技股重估等现象，更多反映宏观叙事逻辑的转变带动的居民部门的预期改善，而宏观实际的变化依然有待进一步观察。结合金融数据以及基本面数据看，1 月社融超预期增长的动力来自政府债券和企业信贷，前者依靠国债发行放量，而后者更多的依赖政策推动，如银行项目储备在年初的集中释放以及化债对企业信贷拖累的阶段性消退。从企业内生融资需求看，无论是 PMI 回落至 50 以下还是 PPI 仍在负值区间均表明企业经营压力依然明显。另一方面，节后票据利率又开始震荡下行表明信贷的持续性是有待观察的。

展望来看，当前基本面现实仍处在磨底阶段，M1 增速仍处在低位，通胀回升前景并不确定，国内债市的底层逻辑依然是看多。但基于利率和汇率内外均衡的定调来看，短期央行可能会更侧重于稳汇率，尤其是在美元延续强势、人民币仍面临一定的贬值压力背景下，对应增量政策落地可能会靠后。时点方面二季度可能概率较高，一方面川普将关税延期至 4 月 1 日意味着当前处在谈判阶段，对经济尚不构成现实压力，另一方面当前至两会期间都属于政策博弈期，政策预期仍是交易重心。策略层面，考虑到当前资金面收紧的影响范围已逐渐扩散至长端，即便长端的逻辑更强，本周可能依然面临调整压力，特别是权益风险偏好达到情绪高点时对债市带来的赎回压力，短期长债先看盘整，建议根据风险偏好控制仓位，等待左侧的多头信号，比如资金面再度转松、两会未给出超预期政策、地产旺季表现不及预期等，过去机构的强学习效应表明留给右侧的交易窗口可能很短。信用债方面，当前信用利差仍在历史相对低位，在配置需求仍在的情况下利差大幅走阔的概率较低，但信用债利率整体跟随利率债市场会导致其利差存在一定的波动。受资金面影响，部分短端已跌出一定的性价比，

由于国内对城投的支持相对确定，可以考虑下沉短久期城投。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。