

货币政策预期修正，收益率曲线熊平

资金面周内先松后均衡。截至3月7日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.79%、1.80%、1.81%、1.81%，较2月28日分别变动-6BP、-17BP、-33BP、-32BP。流动性分层现象基本消解，非银流动性较为充裕，R007 和 DR007 利差由周一的 6.55BP 走窄至周五的 0.41BP。下周逆回购到期规模将下降至 7779 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 2455 亿元，但同业存单到期规模依旧较大，预料资金面将维持均衡，后续继续关注大行一级发行存单情况。

2025 年政府工作报告公布，政策基调整体未超市场预期。2025 年经济增速目标定在 5%左右，CPI 目标由 3%下调至 2%左右，就业指标保持不变，城镇新增就业人数 1200 万以上、调差失业率 5.5%左右。**财政政策更加积极**，2025 年赤字率提升至 4.0%，赤字规模提升 1.6 万亿至 5.66 万亿，超长期特别国债提升至 1.3 万亿，并额外计划发行 5000 亿特别国债用于补充国有大行资本。地方专项债券安排 4.4 万亿，新增政府债务合计 11.86 万亿元。**货币政策适度宽松**，整体上延续了中央经济工作会议基调和提法。

CPI、PPI 及进出口数据整体偏弱。2 月份 CPI 同比下降 0.7%，环比下降 0.2%；PPI 同比下降 2.2%，环比下降 0.1%，主要受春节假期错位、工业生产淡季、国际大宗商品价格波动影响。中国 1-2 月以美元计价出口同比增长 2.3%，预期 5.1%；中国 1-2 月以美元计价进口同比下降 8.4%，预期 1.3%。出口增速回落主要受到春节错位、2 月天数减少的扰动及美国对华加征关税拖累。

适度宽松货币政策预期修正叠加“股债跷跷板”，债券收益率曲线熊平。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债周五收于 1.55%、1.59%、1.67%、1.78%、1.80%、1.98%，较上周五分别变动+9BP、+7BP、+7BP、+8BP、+8BP、+7BP。展望下周，预计资金面将维持均衡，但同业存单到期规模较大，继续关注大行一级发行存单情况。周末出炉的 CPI、PPI 数据整体偏弱，预料当前短端利率已回调至合理区间，考虑到流动性进一步收敛的概率或不高，央行货币政策支持性立场没有变化，可以考虑做陡曲线，适当配置一些存单和短债。3 月 6 日、7 日各类期限利率债收益率的上行幅度较多，理财、公募基金有一定的赎回压力，关注本轮赎回会否引发负反馈效应，进一步加剧债市调整。

一、资金面随着逆回购持续净回笼，周内先松后均衡

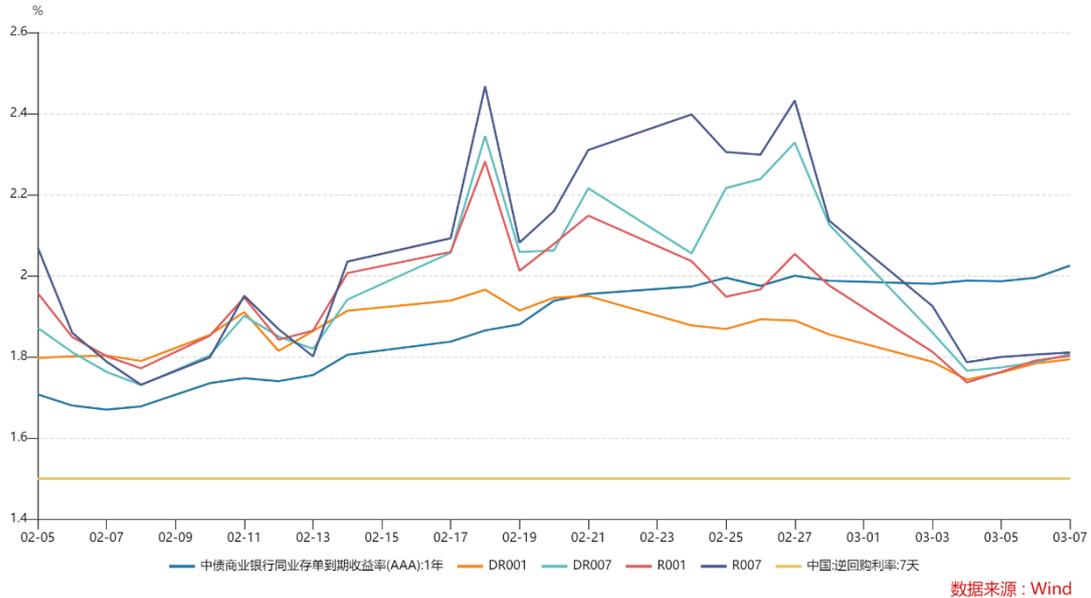
资金方面，本周央行公开市场共有 16592 亿元逆回购到期，累计进行了 7770 亿元逆回购操作，本周央行公开市场净回笼 8813 亿元。其中上半周资金面整体宽松，但下半周随着逆回购持续净回笼，资金面转均衡，DR007 升回 1.80%附近。截至 3 月 7 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.79%、1.80%、1.81%、1.81%，较 2 月 28 日分别变动-6BP、-17BP、-33BP、-32BP。流动性分层现象基本消解，非银流动性较为充裕，R007 和 DR007 利差由周一的 6.55BP 走窄至周五的 0.41BP。全周来看，全市场质押式回购成交量先升后降，在周四升至 5.96 万亿的高点后周五降至 5.65 万亿。分机构来看，银行系和大行体系继续融出明显增加，货基和理财子边际融出减少。

存单方面，1 年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五上行 4BP 至 2.03%，周内存单收益率逐日走高，收益率曲线延续倒挂现象。本周同业存单净融资规模为 3064 亿元，未来三周，将分别有 7584 亿元、7380 亿元、8292 亿元同业存单到期，在目前大行负债不稳，央行“择机降准降息”，宽货币的落地时点延后的情况下，将有可能继续提价发行存单。

下周逆回购到期规模将下降至 7779 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 2455 亿元，但同业存单到期规模依旧较大，且央行本周记者会释放了“择机降准降息”的鹰派信号，短期内大幅转松的概率有限，但 3 月为财政支出大月，或将支撑跨季资金面整体

均衡，延续量足价高的局面。

图 1 资金面整体维持均衡



数据来源: wind

二、2025 年政府工作报告发布，政策基调整体未超市场预期

2025 年主要经济指标均在市场预期之内，2025 年经济增速目标定在 5%左右；CPI 目标由 3%下调至 2%左右，是 2021-2024 年连续四年不变基础上的首次下调；就业指标保持不变，城镇新增就业人数 1200 万以上、调差失业率 5.5%左右。

财政政策更加积极，2025 年赤字率提升 1 个百分点至 4.0%，为 2015 年以来最高水平，赤字规模提升 1.6 万亿至 5.66 万亿。超长期特别国债由 1 万亿提升至 1.3 万亿，3000 亿增量用于支持消费品以旧换新，并额外计划发行 5000 亿特别国债用于补充国有大行资本。地方专项债券安排 4.4 万亿，新增政府债务合计 11.86 万亿元。

货币政策适度宽松，整体上延续了中央经济工作会议基调和提法。2025 年政府工作报告明确写入“适时降准降息”，社会综合融资成本表述从上一年的“稳中有降”改为“下降”，明确了货币政策态度，年内降准降息仍可期，但央行大概率会根据国内外经济形势、汇率等因素而相机抉择。

三、经济主题记者会释放货币政策增量信息

3 月 6 日十四届全国人大三次会议举行记者会，央行、财政部、发改委均出席，释放货币政策增量信息。一是“货币政策取向是一种对状态的描述，中国货币政策的状况是支持性的，总量上比较宽松”，重新阐述了“货币政策适度宽松”定义，表明当前的政策状态已是支持性的，但货币政策支持性立场没有变化。二是“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”，指出目前金融机构存款准备金率平

均为 6.6%，还有下行空间，但也着重强调会根据“金融形势”、“择机”来降准降息。近期权益市场科技板块走强、地产热度较高、财政政策更加积极，预料央行降准降息的紧迫性不高。综合来看，降准可能性将高于降息，且结构性货币政策工具利率下调的可能性更大，短期货币政策重心将继续在稳汇率和防风险上。三是“对一些不合理的容易削减货币政策传导的市场行为规范”，不合理的市场行为或是手工补息、较高的同业存款利率、资金空转、长端国债收益率快速下行等，长端债券收益率应声大幅上行。

四、CPI、PPI 及进出口数据整体偏弱

2025 年 3 月 9 日，国家统计局公布了 2025 年 2 月份的通胀数据：2 月份 CPI 同比 -0.7%，前值 0.5%；环比 -0.2%，前值 0.7%；PPI 同比 -2.2%，前值 -2.3%；环比 -0.1%，前值 -0.2%。2 月 CPI、核心 CPI 同比 -0.7%、-0.1%，春节错位叠加消费品价格下降是主因。从八个大类分项来看，最大拖累项是交通和通讯同比 -2.5%、食品烟酒同比 -1.9%、教育文化和娱乐同比 -0.5%，整体仍然延续低物价的格局。2 月 PPI 同比、环比延续下降状态，但两者降幅均较上月收窄 0.1 个百分点，其中生产资料价格环比 -0.2%、生活资料价格环比 0%持平于上月。从分项看，上涨项主要为原油、有色等；下跌项主要为煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业等行业，主要受春节假期工业生产淡季叠加国际大宗商品价格波动影响。

中国 1-2 月以美元计价出口同比增长 2.3%，预期 5.1%；中国 1-2 月以美元计价进口同比下降 8.4%，预期 1.3%；贸易顺差为 1705.2 亿美元。受春节错位、2 月天数少及美国对华加征关税影响，出口增速回落。分产品看，纺织鞋服、原材料类产品出口同比负增长；机电产品出口维持较快增长，1-2 月同比增速达到 4.2%。受原材料、农产品的拖累及中国对美实施关税反制措施的影响进口同比亦有回落，上涨项为高技术产品、自动数据处理设备及零部件、集成电路等，下跌项为农产品、原油、天然气等。

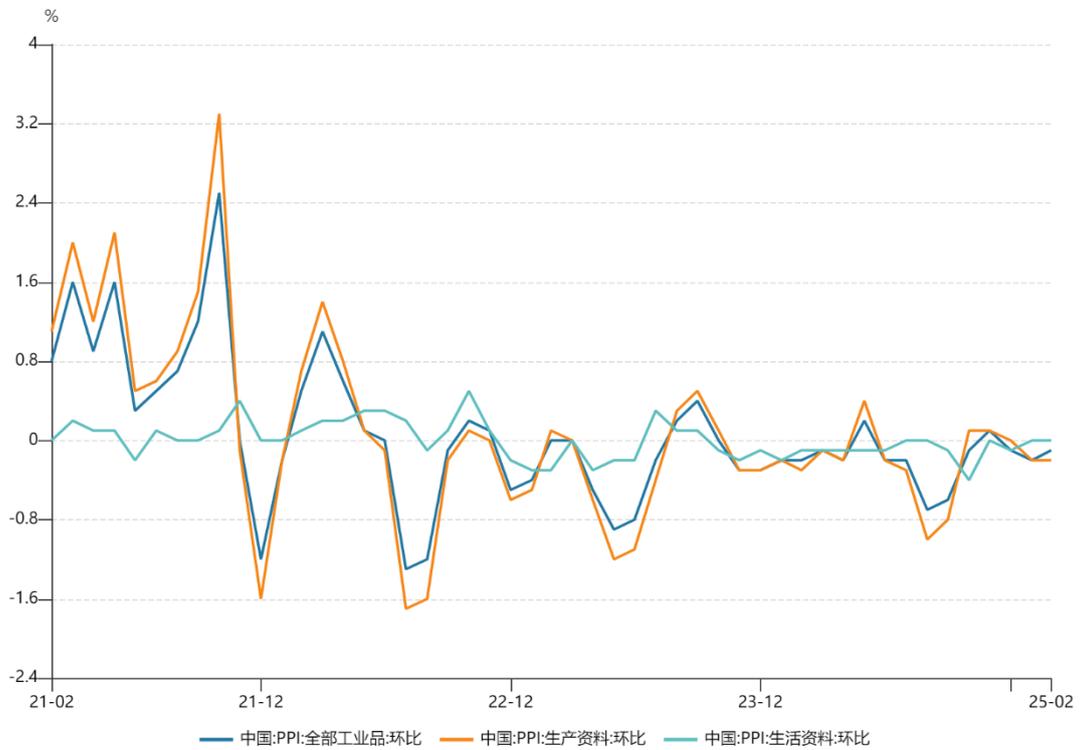
图 2 2025 年 2 月 CPI 和核心 CPI 同比均下滑



数据来源: Wind

数据来源: wind

图 3 2025 年 2 月 PPI 环比降幅收窄



数据来源: Wind

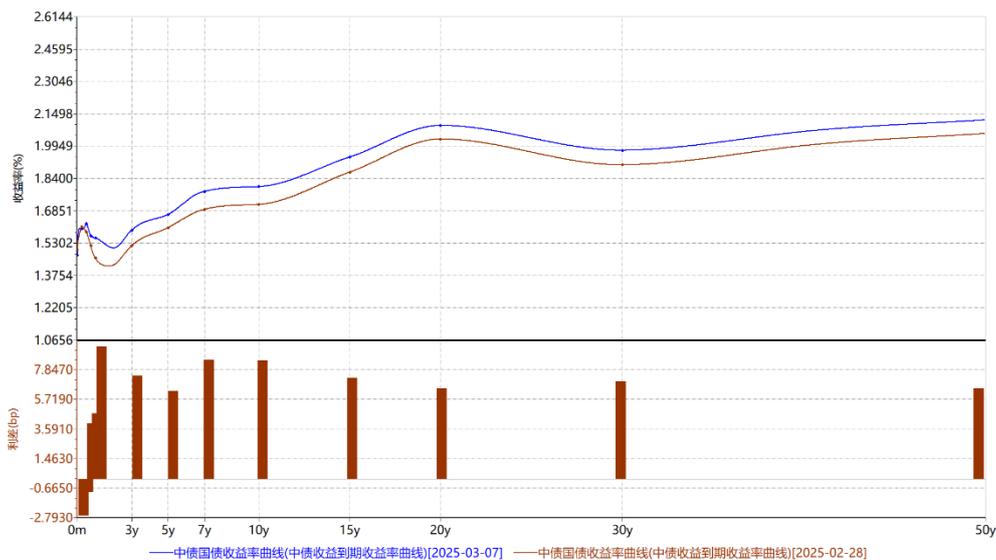
数据来源: wind

五、货币政策预期修正叠加“股债跷跷板”，债券收益率曲线熊平

本周债市围绕权益市场和两会货币政策增量信息多空博弈，权益市场震荡偏强，股债“跷跷板”效应明显，记者会上最新的货币政策表态偏鹰派，降准降息预期落空，市场对适度宽松的货币政策预期修正，债券利率快速上行，收益率曲线熊平。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债周五收于 1.55%、1.59%、1.67%、1.78%、1.80%、1.98%，较上周五分别变动+9BP、+7BP、+7BP、+8BP、+8BP、+7BP，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期限国开债周五收于 1.68%、1.76%、1.74%、1.92、1.80%，较上周五分别变动 0BP、+4BP、+2BP、+7BP、+6BP。周一跨月后资金面宽松，利率快速下行，短券下行幅度较大；周二两会召开在即，财政发力小作文传出，股债跷跷板效应下债市震荡上行；周三两会发布 2025 年政府工作报告，政策基调整体未超市场预期，债市窄幅震荡；周四经济主题记者会上重新阐述货币政策态度，“择机降准降息”，强调“对于一些不合理的、容易削弱货币政策传导的市场行为加强规范”，债市整体偏弱；周五一级国债发飞，债市总体延续周四的悲观氛围，10 年期国债上行至 1.8%位置。

展望下周，逆回购到期规模将下降至 7779 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 2455 亿元，但同业存单到期规模依旧较大，且央行本周记者会释放了“择机降准降息”的鹰派信号，短期内大幅转松的概率有限，预计资金面将维持整体均衡。而在目前大行负债不稳，央行“择机降准降息”，宽货币的落地时点延后的情况下，将有可能继续提价发行存单。周末出炉的 CPI、PPI 数据整体偏弱，预料当前短端利率已回调至合理区间，考虑到流动性继续收敛的概率或不高，且央行货币政策支持性立场没有变化，可以考虑做陡曲线，适当配置一些存单和短债。3 月 6 日、7 日各类期限利率债收益率的上行幅度较多，理财、公募基金有一定的赎回压力，关注本轮赎回会否引发负反馈效应，进一步加剧债市调整。

图 4 债券收益率曲线熊平



数据来源: Wind

数据来源: wind