



2025 二季度国债展望 | 2025 年 3 月

基本面交易回归

往期精彩研报：

《南华期货 2025 年国债年度展望：
乘风，趁势，慎行》

《南华国债周报 20250321：谨慎乐观，克服贪婪》

《结构、审慎，和预期管理的事后修正——一季度货币政策委员会例会点评》

核心观点：

过去一个季度的债券市场留给人最深的印象，就是之前利率单边回落的预期几乎被完全扭转，“每调买机”不再是多头的圣杯。但如果要真正理解本轮利率的快速上行，我们认为还是需要回到 2024 年的 12 月初，彼时的十年期国债收益率还在 2%-2.1% 之间，在“适度宽松”的一声令下，长债在一个月内累计下行了接近 40bp。回忆至此，再去看看 3 月开始利率在两周左右的时间内上行了 20bp 左右的“壮举”，倒也显得不那么突兀。

央行是一季度债市的主角，其货币政策重心的切换、政策工具以及流动性的调控，包括对前期极致宽松预期的修正，主导了利率市场的波动与方向。在进入二季度以后，随着经济数据的公布、内外压力显现以及稳增长政策逐步落地，市场对基本面的重视程度将会有所提升，届时货币政策相较于基本面以及政策基调的随机性以及不可预测性也会有所回落。

综上，我们认为随着经济数据的陆续公布，以及市场经济预期连贯性的提升，未来一段时间内基本面的重要性将会提升。货币政策的态度已经发生了边际变化，尽管短期内总量政策落地概率有限，资金利率企稳以及中长期资金落地足以改善市场情绪。节奏上，预计结构性政策率先执行，随着二季度利率债发行提速，降准或伴随下场，而降息则更需要等待基本面或者海外宏观等信号触发。对于债市来说二季度初由于供给压力以及情绪相对脆弱，不排除利率二次冲高的可能性，但后续随着数据落地以及外部压力显现，宽松预期或再度升温带动利率回落。因此若二季度初利率回升之前高甚至上破 1.9% 回到 2% 或更高，要及时抓住配置机会。

风险提示：货币政策力度不及预期，流动性超预期收紧
文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

高翔·分析师：
投资咨询证号：Z0016413
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 预期修正，利率盘整	2
1.1 年初至春节：市场整体震荡	2
1.2 春节后至 2 月下旬：利空发酵，利率快速上行	3
1.3 二月底以后：宽幅震荡，情绪大起大落，最终归于平静	3
1.4 总结	3
1.5 二季度债市展望	4
2. 货币政策展望	5
2.1 支持性立场不改	5
2.2 边际转松	5
2.2.1 货币边际指数信号	6
2.2.2 央行操作：公开市场净投放释放暖意	6
2.2.3 MLF 与中长期流动性	7
2.2.4 首提长债的系统性风险	8
2.3 银行负债端问题	9
2.4 后续政策节奏预测	11
3. 基本面：压力不容低估	12
3.1 消费端改善，生产指标依旧偏弱	13
3.2 从居民与企业端来看	14
3.3 关于通胀压力	16

目录

图表

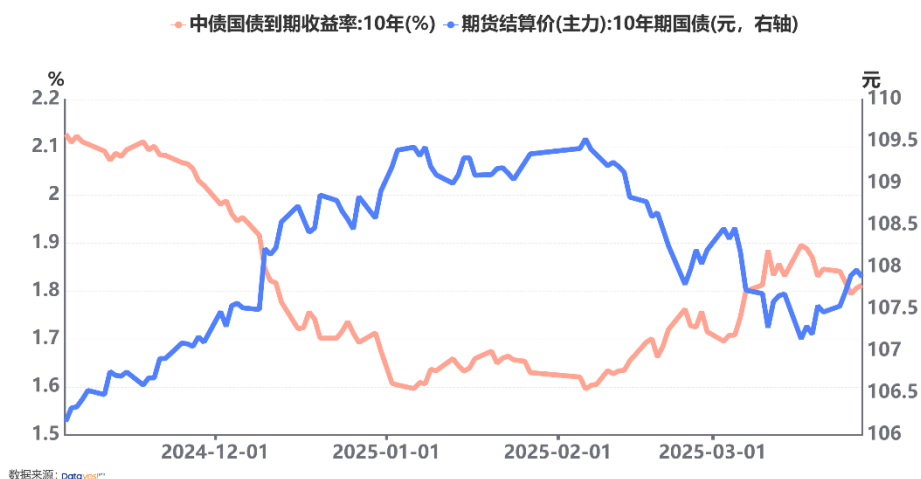
图 1.1 Q1 利率向上大幅修正	1
图 1.2 Q1 债市复盘	2
图 1.3 3 月中旬以来“神奇的相关性”明显减弱	3
图 2.1 资金价格偏高	5
图 2.3 信号指数改善	6
图 2.4 公开市场操作影响市场情绪	7
图 2.5 MLF 连续净回笼	8
图 2.6 收益率曲线依旧扁平	9
图 2.6 收益率曲线依旧扁平	9
图 2.7 专项债发行前置	10
图 2.8 政府债务融资高增	10
图 2.9 存单利率企稳回落	11
图 3.1 PMI 分化预示着新旧经济的分化	12
图 3.2 估值优势不再	13
图 3.3 消费意愿改善	14
图 3.4 被动补库延续	14
图 3.5 领先指标改善	15
图 3.6 M1 依旧偏弱	15
图 3.7 信贷数据指向居民消费意愿仍弱	16
图 3.8 PPI 或继续偏弱运行	17
图 3.9 内需预期低迷	17
图 3.10 他山之石：收入水平决定通胀中枢	18

要回顾一季度，就不能只看一季度。

过去一个季度的债券市场留给人最深的印象，就是之前利率单边回落的预期几乎被完全扭转，“每调买机”不再是多头的圣杯。但如果要真正理解本轮利率的快速上行，我们认为还是需要回到 2024 年的 12 月初，彼时的十年期国债收益率还在 2%-2.1% 之间，在“适度宽松”的一声令下，长债在一个月内累计下行了接近 40bp。回忆至此，再去看看 3 月开始利率在两周左右的时间内上行了 20bp 左右的“壮举”，倒也显得不那么突兀。

总结来说，我们认为央行是一季度债市的主角，其货币政策重心的切换、政策工具以及流动性的调控，包括对前期极致宽松预期的修正，主导了利率市场的波动与方向。在进入二季度以后，随着经济数据的公布、内外压力显现以及稳增长政策逐步落地，市场对基本面的重视程度将会有所提升，届时货币政策相较于基本面以及政策基调的随机性以及不可预测性也会有所回落。

图 1.1 Q1 利率向上大幅修正



资料来源: datayes, 南华期货

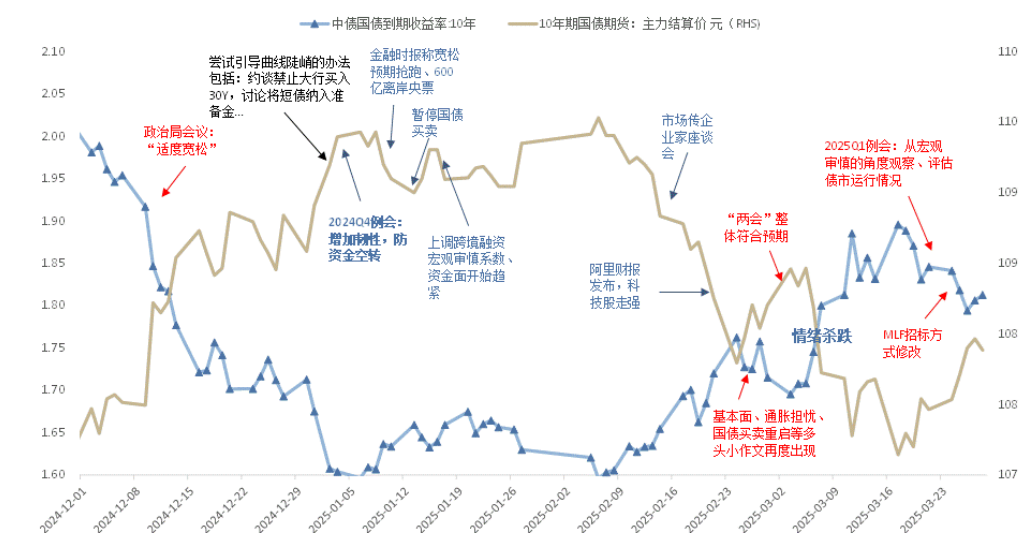
1. 预期修正，利率盘整

一季度利率上行的幅度较大且十分迅速，很容易给人一种熊市已至，周期反转的感觉，然而回过头来才会发现，真正的走熊阶段其实从年后接近二月中旬才开始，而另外接近一半的时间利率都处在低位震荡之中。当整个市场沉浸在熊市氛围中时，仿佛周遭利空遍布，来自资金面的、基本面的、消息面的、情绪面的压力源源不断似乎不会终结，这并不奇怪，在之前利率快速下行的牛市阶段同样如此，只是方向相反。然而复盘的意义就在于此，我们需要通过回顾来从连贯的单边行情中抽离出来，从多维度的、遍布市场的逻辑中找到真正决定性的原因，进而思考其在未来能否延续当前的影响力，如果不能，再试图去推演出未来的主线。

在复盘过后，我们得到了答案。如前文所述，央行货币政策的边际变化导致宽松预期出现修正，这在极大程度上扭转了利率的单边行情。但二季度市场逻辑或逐渐向节本面回归。这首先会导致货币政策边际“微调”可能不再像一季度一样频繁，第二这或许也意味着在听了一个季度的“故事”以后，数据表现会变得更重要一些。

具体来看，一季度债市主要可以分为三个阶段：首先货币政策调整，但多头惯性仍在，市场震荡；春节归来后资金依旧紧张，科技热潮点燃基本面乐观预期，资金面与风险偏好压力叠加债市暴跌；三阶段利空基本兑现，但情绪低迷市场脆弱，连续杀跌抬升了利率踩踏风险，央行缓和资金面安抚市场，债市回归震荡，情绪修复。

图 1.2 Q1 债市复盘



资料来源：iFind，南华期货

1.1 年初至春节：市场整体震荡

一月初为利率阶段性低点，虽然利率在大幅回落后 carry 已经转负，但彼时多头情绪高昂，资本利得预期下 10Y 利率尝试下破 1.6%。央行 Q1 例会后政策重心发生变动，随后为了稳汇率先后开展了发行央票、调整外汇宏观审慎系数、暂停国债买卖等举动，值得一提的是 1 月中下旬开始资金面边际收敛，但这一阶段多头依然强势，

市场忽视利空，利率在低位震荡。但回过头来看，许多后面市场闻之色变的利空，其实在这一阶段就已经陆续落地。

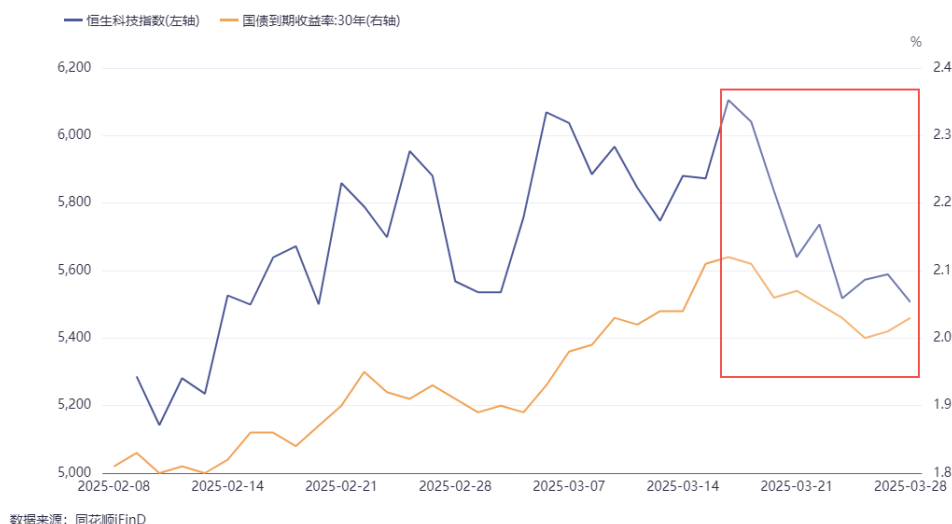
1.2 春节后至 2 月下旬：利空发酵，利率快速上行

行情爆发的起点是2月中旬关于企业家座谈会的小作文，并且其在随后很短的时间内就得到了证实。春节期间Deepseek火爆全球，带动港股科技价格快速上行，加上《哪吒2》票房大麦，这一阶段风险偏好大幅攀升，前者扭转了市场对于中国在未来科技竞争中的期待，而后者则为短期内的消费修复创造了想象空间。在宏大叙事下，宏观预期明显改善，除此之外，这一阶段资金依旧偏紧，甚至是超预期的紧，两端共振之下，债市快速调整。在春节后至2月下旬的大约两周内，10Y期国债收益率上行幅度超16bp。

1.3 二月底以后：宽幅震荡，情绪大起大落，最终归于平静

进入二月底以后，由于两会临近，市场转向关注基本面，价格有所企稳。但两会期间，尽管政策没有大超预期，A股却依旧保持强势，反而债市日内经常出现午后跳水的戏码，连续调整之后，最后一轮情绪杀跌悄然而至。3.5到3.11期间，市场恐慌情绪不断强化，机构开始担心行情向赎回潮演变，此时机构行为得到重点关注。另一方面，从3月中旬开始，关于降准的讨论逐渐变多，当行情有企稳迹象时，晋中市爆发文称“结构性宽松也是宽松”，进一步浇灭了全面宽松的希望，也导致了情绪的进一步崩塌。3月中下旬开始，行情开始企稳：盘面上10Y在上冲1.9%突破未果，另外央行重新开始公开市场净投放，连续大额净投放明显改善了市场预期。

图 1.3 3 月中旬以来“神奇的相关性”明显减弱



资料来源：iFind，南华期货

1.4 总结

综上，经过回顾后，我们有点心得体会：

1) 货币政策重心的调整是行情最底层的原因, 其中有被动应对 (汇率压力), 也有有意为之 (防空转、陡曲线)。未来二季度货币政策如果较一季度进一步发生变化, 那就意味着前期行情的底层逻辑有转变, 而在三月底的一些事件后, 我们认为改变已经发生, 在后续货币政策展望的部位我们会做具体阐述。

2) 风险偏好从预期层面开始改善, 但想要持续性需要更多实际层面的支撑。回顾可知科技叙事是本轮债市大跌的开关, 而随着权益资产上涨, 股市本身的财富效应也加大了债市的压力。但随着科技股价格、估值明显修复, 暂无基本面与业绩支撑的权重股难以维系此前的上行速度, 价格盘整同时也导致财富效应减弱。3 月中下旬开始恒生科技指数与长端利率的相关性明显减弱, 在故事说完以后, 市场需要更多事实的支撑, 未来基本面数据将会更加重要。

3) 外部不确定性在增加。关税存在较大不确定性, 4 月初落地后有助于市场情绪企稳。但另一方面, 由美国掀起的全球范围内的贸易战, 以及地缘格局变动下欧洲以德国为首的资本开支扩张倾向等都加大了外部风险。一季度货币政策委员会例会提出“外部环境更趋复杂严峻”, 也意味着国内政策决策过程中外部环境的影响将会边际增加。

1.5 二季度债市展望

综上, 我们认为随着经济数据的陆续公布, 以及市场经济预期连贯性的提升, 未来一段时间内基本面的重要性将会提升。货币政策的态度已经发生了边际变化, 尽管短期内总量政策落地概率有限, 资金利率企稳以及中长期资金落地足以改善市场情绪, 而降息依旧需要等待基本面进一步走弱的信号。节奏上, 预计结构性政策率先执行, 随着二季度利率债发行提速, 降准或伴随下场, 而降息则更需要等待基本面或者海外宏观等信号触发。对于债市来说二季度初由于供给压力以及情绪相对脆弱, 不排除利率二次冲高的可能性, 但后续随着数据落地以及外部压力显现, 宽松预期或再度升温带动利率回落。因此若二季度初利率回升之前高甚至上破 1.9% 回到 2% 或更高, 要及时抓住配置机会。

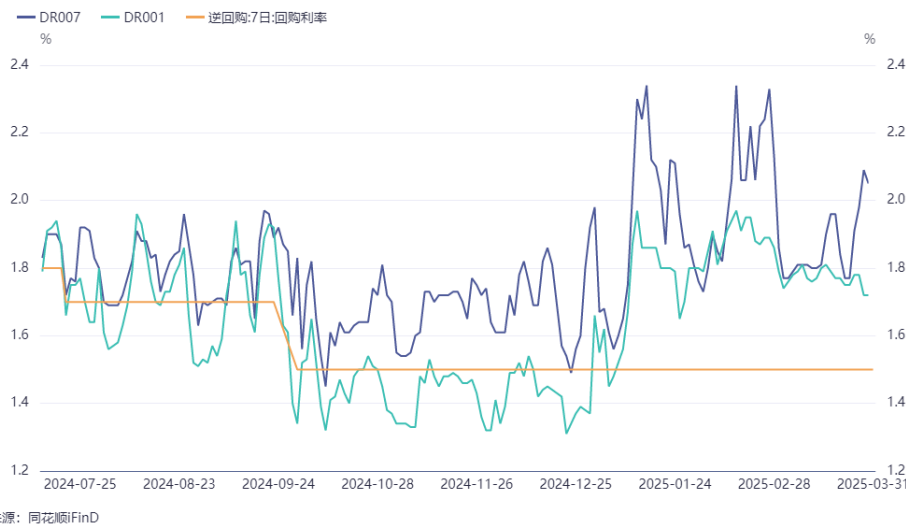
2. 货币政策展望

2.1 支持性立场不改

我们对未来一季度乃至全年的货币政策依旧持乐观态度，核心逻辑在于多目标制的货币政策下，通胀和经济增长依旧是最核心的锚，而一季度宏观层面的修复主要集中在预期层面，事实层面的改善比较有限，更不用说未来潜在的通胀压力。三月份“两会”在政策方面延续了去年年底的宽松基调，货币政策委员会例会提到“要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平”。

值得一提的是，最新一次的央行例会对于今年以来的金融形势的定调从此前的“稳健的货币政策灵活适度、精准有效，坚定支持性立场”修改为“货币政策适度宽松”。这里的修正出现在通稿中对于国内外金融、经济形式的总结部分，意味着监管层对于今年一季度货币政策的定性是“适度宽松”的，但这似乎跟货币市场的感知有一些出入。事实上，除了将政策利率维持在1.5%的偏低水平、以及买断式逆回购有所放量外，1-2月资金中枢的上移、暂停国债购买等信号都很难称得上更加宽松。因此我们认为这里措辞的变更更多像是一种对过去政策基调的修正，其目的主要是为了给当前的市场预期做一个统一，避免每次出现“择机降准降息”就出现宽松的抢跑行情，同时也更加便于未来预期管理的开展。

图 2.1 资金价格偏高



资料来源：iFind，南华期货

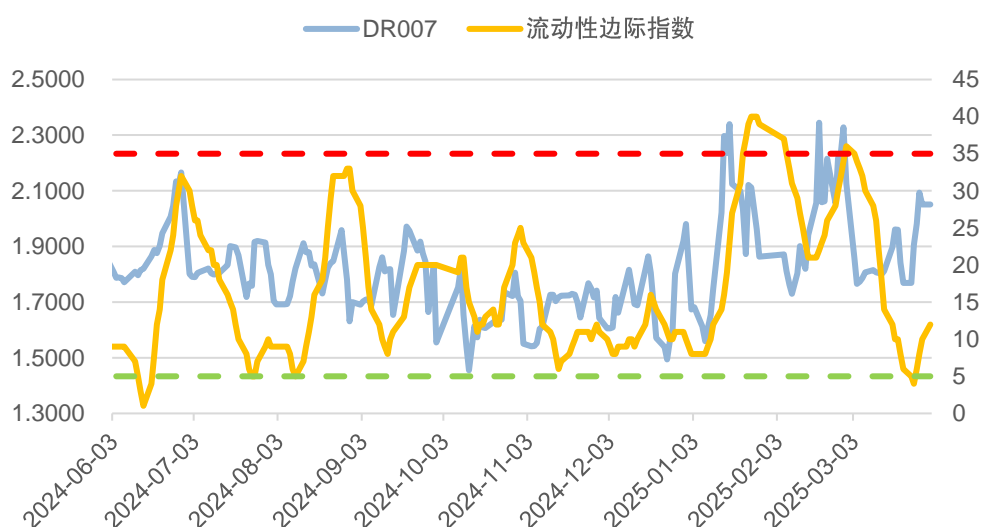
2.2 边际转松

货币政策重心转向汇率与防风险导致整个一季度政策边际收敛，但进入三月下旬之后我们认为趋紧的环境再度发生了一些变化，并且这样的乐观趋势大概率会延续到二季度，带动债市情绪整体缓和。

2.2.1 货币边际指数信号

我们通过自己编制的货币市场边际指数来捕捉资金面的动向，进而判断货币政策的边际变化情况。该指数自去年6月进入边际宽松状态后，我们分别迎来了7月和9月的两次降息，并且其在剩下的日子里都保持均衡状态。紧接着在2025年1月下旬边际指数给出了收敛信号，预示着流动性边际收紧。总体来说我们认为边际指数在流动性扩张和收敛的判断上保持着相对较高的准确性和敏感度，而进入3月下旬以后，该指数终于再次转为扩张。

图 2.3 信号指数改善

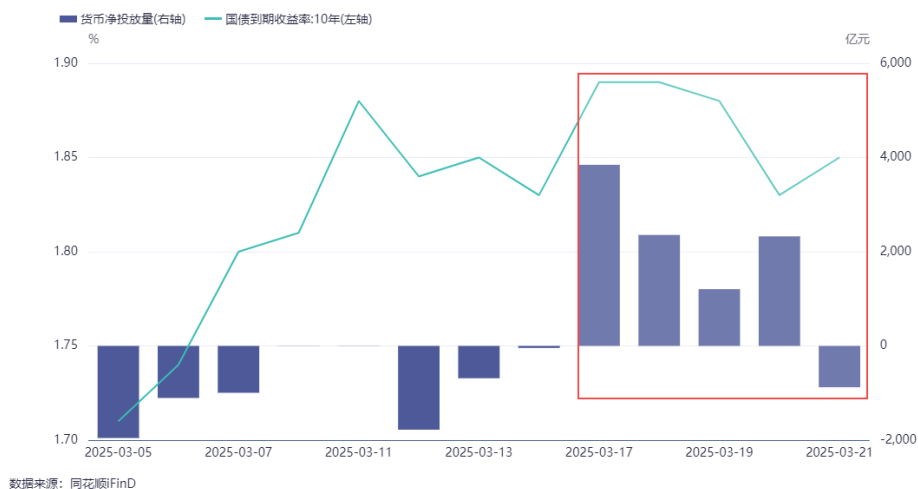


资料来源：iFind，南华期货

2.2.2 央行操作：公开市场净投放释放暖意

从3月中旬开始，央行公开市场连续大额净投放，表现出了明确的呵护流动性以及市场情绪的意图，债市也明显企稳。而随后由于收益率再度快速下行，央行在3月21日周五再度转为净回笼，也直接导致市场降温——3月21日盘前OMO公告发布后，长端利率快速反抽，吞没此前跌幅。

图 2.4 公开市场操作影响市场情绪



资料来源：iFind，南华期货

因此，整体来看10Y利率回升到1.85%乃至更高后，央行呵护市场的图还是比较明显的，而市场对于公开市场操作情况的敏感也说明资金水平在当下行情中的重要性。因此在后续央行态度和流动性很难进一步恶化的假设下，债市情绪或进一步改善。

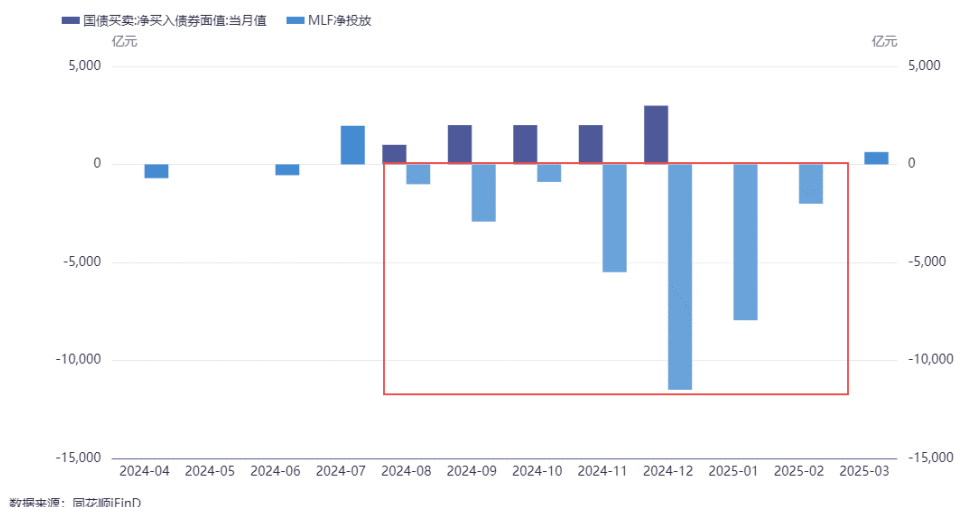
2.2.3 MLF 与中长期流动性

3月24日央行发布公告：“为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。3月25日将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。”

我们认为此举代表着货币政策的边际转松：

2024年6月陆家嘴论坛正式宣布利率传导体系开始改革，MLF的政策地位在此后逐渐淡化，后续公开市场国债买卖业务正式开展也意味着二级市场购债逐渐取代MLF成为了央行新的中长期资金投放工具，而后面新创设的买断式逆回购相较于MLF的期限相对较短。从数据来看也不难发现，在8月后，MLF连续5个月缩量续作，通过国债买卖来进行替代的意图较为明显。

图 2.5 MLF 连续净回笼



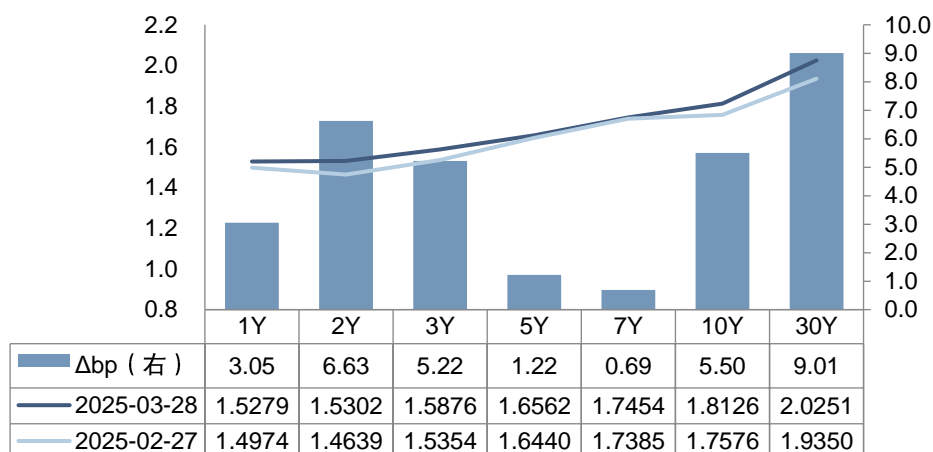
资料来源：iFind，南华期货

而在进入2025年后，由于货币政策重心转向防范汇率风险和资金空转，央行暂停了国债购买，尽管确实在控制利率进一步下行方面起到了很好的效果，但相应也伴随了一些问题。一是市场流动性预期减弱，二是银行负债端稳定性出现问题。此前监管部门主导的禁止手工补息以及将同业存款利率纳入自律管理有效的降低了负债端成本，但同时也加剧了银行负债的不稳定性，特别是在一季度A股“春季躁动”后，存款搬家的现象更加明显，当下银行负债端压力较此前进一步增加，这也是央行在此时宣布MLF多重价位中标，同时时隔7个月净投放的原因。

2.2.4 首提长债的系统性风险

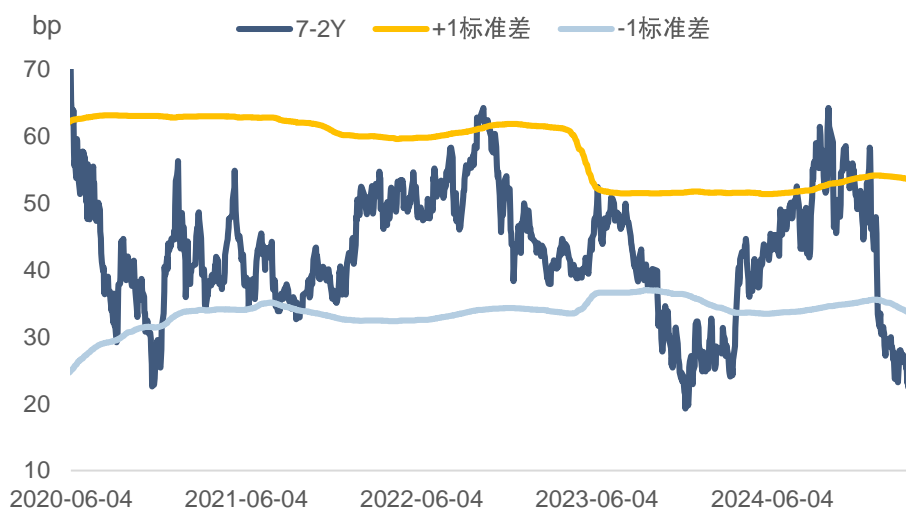
一季度货币政策委员会例会新指出要“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”。宏观审慎通常与防风险相关，例如央行货币政策框架中的第二支柱就是宏观审慎评估体系（MPA）。而在金融市场中，政策在某一时刻倾向风险防控往往意味着对于基本面或者经济增长目标的短暂偏离，但本次会议并不是这样。我们认为随着债市波动的放大，监管层对可能引发的利率风险也愈加关注：本轮下跌行情进入到3月后，市场情绪明显走弱，尽管理财表现依旧相对稳定，但公募纯债基金一度出现了日内大额赎回的情况，市场也颇为关注后续理财大规模赎回乃至发生“踩踏”的可能。从“宏观审慎”来看，后续若利率继续快速上行，监管层或通过投放流动性等方式出手干预，出现赎回潮以及其他系统性风险的概率有限。对于时下的债券市场来说，这一表态略微偏多。在监管的视角下，利率单边下行和上行都是较大风险，后续利率整体震荡，曲线慢慢走陡是其更想见到的情况。

图 2.6 收益率曲线依旧扁平



资料来源：iFind，南华期货

图 2.6 收益率曲线依旧扁平



资料来源：iFind，南华期货

2.3 银行负债端问题

我们认为银行的负债问题不具备持续性。

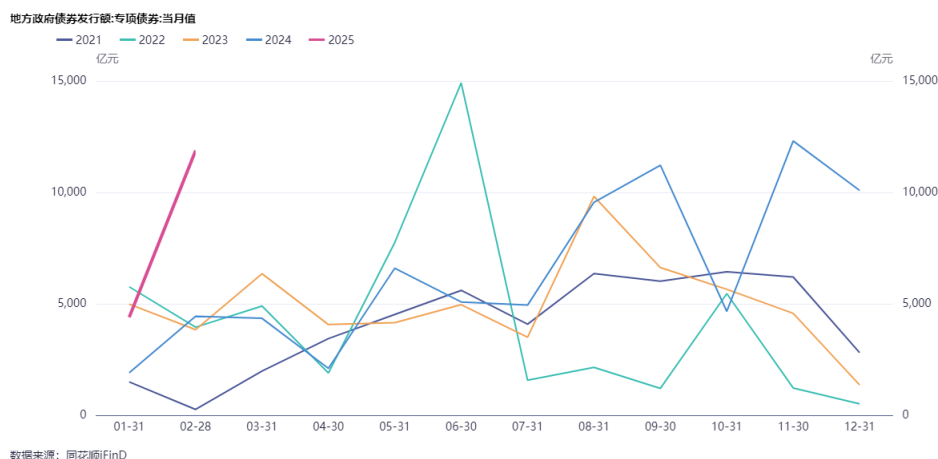
“负债荒”是近两个月债券市场关注的焦点之一，其与资产荒的概念形成了对立。资产荒指的是在流动性充裕的情况下，拥有合意收益水平的“好资产”相对缺失，导致市场出现资金过度拥挤在某些资产上的情况，进而导致“好资产”的收益率进一步回落。那么相对应的，负债荒则应该是在流动性相对收缩的环境下，由于负债端的不稳定导致资产端相对“供给过剩”。那么在负债端背后隐含着几个前提：流动性收敛、负债端不稳定，以及供给的相对充裕。

具体来看，是什么导致了银行（尤其是大行）本轮负债紧张的问题？

1) 首先，一季度资金面明显偏紧，这与央行的政策选择有关，这一点在前文已有阐述。暂停国债买卖减少了中长期资金的投放，OMO操作偏保守导致资金利率水平偏高，而这除了抑制债市的利率风险与曲线的进一步扁平化，同时也限制了整体的流动性水平。这本身就是一体两面的事情，只不过以往央行在通过公开市场释放其影响力时并没有遇到如此积极的供给环境。

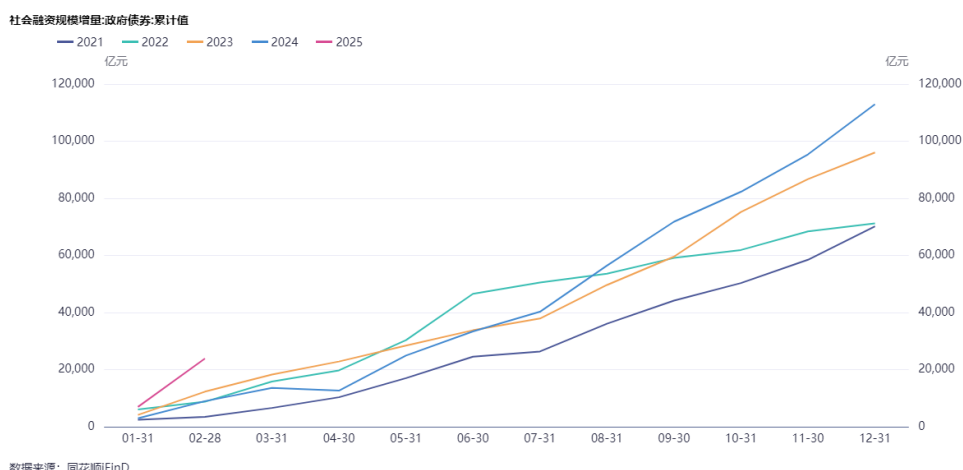
2) 说到供给，财政部从年初开始就很好的践行了积极的财政政策，年初以来政府债券融资成为社融的主要支撑，而专项债的融资规模也远超以往同期水平。银行在一级市场购债并不影响负债，主要是在资产端将存在央行的超额准备金划转为对政府债务。但准备金规模的降低会进一步限制其未来资产端的扩张，同时加大资金拆借的压力。

图 2.7 专项债发行前置



资料来源: iFind, 南华期货

图 2.8 政府债务融资高增



资料来源: iFind, 南华期货

3) 自去年4月以来监管禁止手工补息，规范同业存款利率，限制了银行高息揽储的行为。而存款收益的下行一方面环节银行的净息差压力，另一方面也导致资金持续

出表，加大了负债端的不稳定性。

那么为什么我们认为负债端压力不会持续呢？首先，在当前的基本面环境下，流动性很难持续收敛。事实上，三月开始央行增加了中长期资金的投放，同时公开市场操作也变得更加积极，呵护流动性的意图较为明显。而在本轮稳增长措施中，政府部门加杠杆是核心，因此未来政府债券融资高企的特征大概率延续，从宏观政策一致性的角度来说，货币政策也需要配合财政政策。而随着流动性的释放，“负债荒”自然会有所缓解。第二，从货币增速的表现来看，近几个月M2有所企稳，由监管措施引起的资金出表现象也将会逐渐缓解。

图 2.9 存单利率企稳回落



资料来源: datayes, 南华期货

2.4 后续政策节奏预测

总结来说，我们认为后续货币政策仍将维持支持性立场，但在短期内边际转松的同时，全面宽松或许不会很快落地，关键的出发要素可以关注一是国内的数据明显走弱（尤其是通胀），二是海外（尤其是FED）经济政治环境以及货币周期要更加明晰，其中前者是决定性的，而如果条件一没有触发，那么我们认为决策层不介意把宽松的步伐走得“再平再缓一点”。

具体落地上，结构性政策或先行下场，可能包括科技创新相关的融资支持以及给银行提供再贷款以支持近期的消费贷政策。而随着后续利率债发行提速，通过全面降准提供流动性概率较大，而降息作为关键的逆周期手段，受外部环境的制约，或延后至三季度。宏观审慎方面，首先新提了对利率风险的关注，这一点前文已经做过阐述，除此以外对于汇率压力和防空转的措辞基本延续前期说法，这也从侧面指向了全面宽松不会马上落地。

当前的货币政策，以支持、观望为主，相比于前瞻指引，更倾向于后发制人。

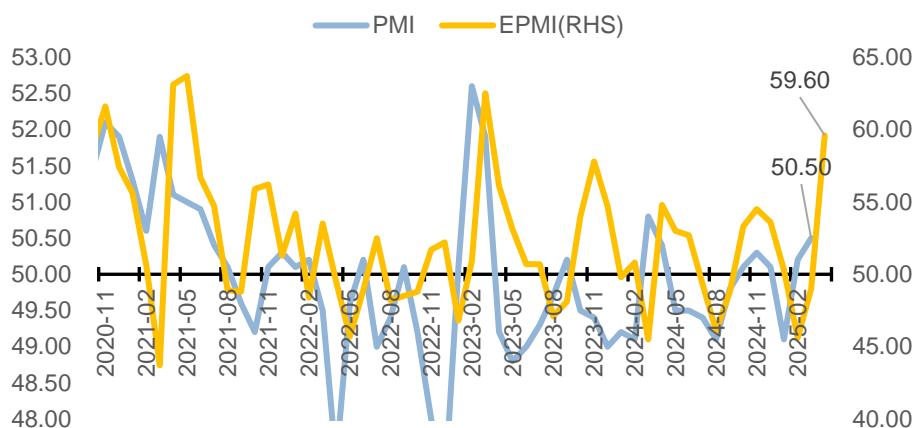
3. 基本面：压力不容低估

从资本市场的表现来看，一季度宏观预期明显改善，受AI快速发展的影响，以恒生科技指数为首，包括A股市场的中小、科创板带动大盘指数一通上行。在这背后，我们认为主要支撑有几点：一是科技成果让人对未来抱有无限遐想，在短期内一个好的“故事”能够快速抬升估值，带动股价上行。二是在股价增长之后，股民资产增值，财富效应之下不论是市场预期还是消费意愿都出现明显改善，最终体现为全方位的情绪修复。

但是，如果仅仅只有上述的支撑，我们认为当前的乐观情绪很难展现出延续性：

首先，估值推动的行情在估值上行到一定程度后往往需要一些来自现实的支撑来维系“故事”，但事实是我们目前关注到的新兴行业市场与传统行业的市场是相对割裂的，最好的例子是3月PMI数据的分化。3月下旬EPMI数据先行公布，其中EPMI指数录得59.6%较前值大幅上行了4.9个百分点，而由于其与PMI数据历来较高的同步性，市场对于3月PMI数据抱有较高预期，结果3月PMI读数50.5%，较前值上行0.3个百分点并不算差，但显然比不上市场的预期水准。

图 3.1 PMI 分化预示着新旧经济的分化



资料来源：iFind，南华期货

另一方面，我们认为权益市场的强势也并不是完全来自基本面或者是预期的支撑，“便宜”也是一个很重要的因素。从市场的表现来看，恒生科技指数本轮的大涨，除了受到科技概念的推动以外，其本身相对于A股指数的性价比也是很重要的原因，而大涨之后性价比的优势不复存在，行情也相应进入了调整阶段。种种迹象表明，没有实际支撑的利多难以持久。

图 3.2 估值优势不再



资料来源：iFind，南华期货

从过去的经验来说，一季度对于基本面数据的关注往往比较有限：一是因为开年截止到三月底大部分数据只公布到 2 月，而前两个月的数据由于春节假期往往不具备很强的代表性和前瞻性。其次，由于“两会”这样比较重要的年度会议一般在三月召开，而需要经过大会讨论的重要的经济政策措施，往往也会在会后慢慢落地发力。因此，只要零星公布的数据表现不要太差，市场往往是比较“宽容”的。

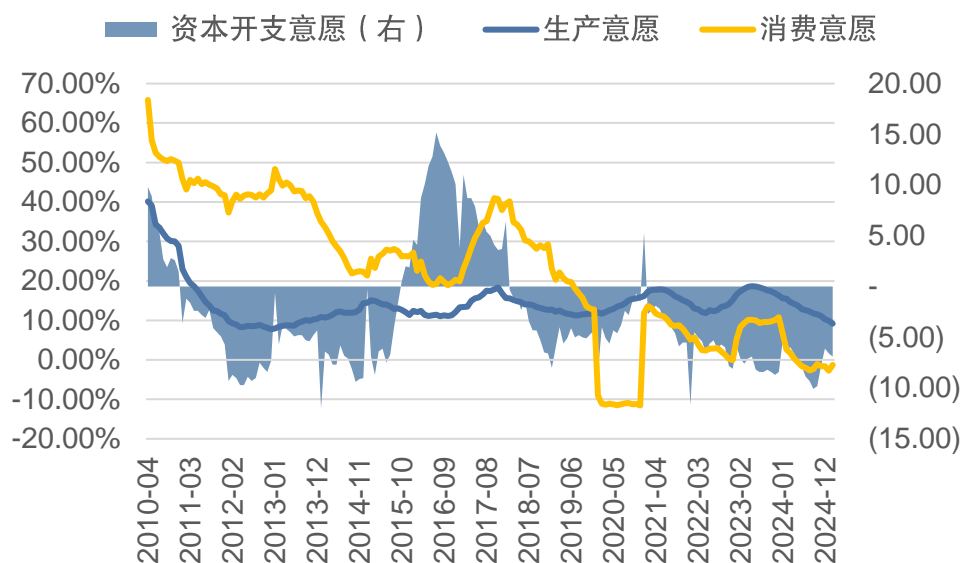
综上，我们认为风险资产市场的乐观情绪可能存在“泡沫”，那么基本面究竟如何？我们依旧从我们自己的宏观框架出发：

3.1 消费端改善，生产指标依旧偏弱

前文提到，身处传统行业或者是新兴市场，对于基本面的预期可以说是截然不同。那么是否可以抛去中观结构上的差异，以一个相对统一的视角来评估基本面的修复呢？我们认为可行的。

第一个视角是“经济四循环”模型出发，不论新经济亦或是老经济，技术不同、产品不同、对经济的拉动效应不同，但终究无法脱离最朴素的经济逻辑。当我们看到 AI 行业大肆进行资本开支，招聘员工时，更应该看到全社会的需求情况，以及资本开支情况。从“四循环”模型来看，2 月份消费意愿指数给出了正面信号，这意味着消费端的修复，我们认为这大概率是前期刺激政策效果的现象，而生产指数方面依旧低迷，模型指向当前的经济循环依旧难称畅通。

图 3.3 消费意愿改善



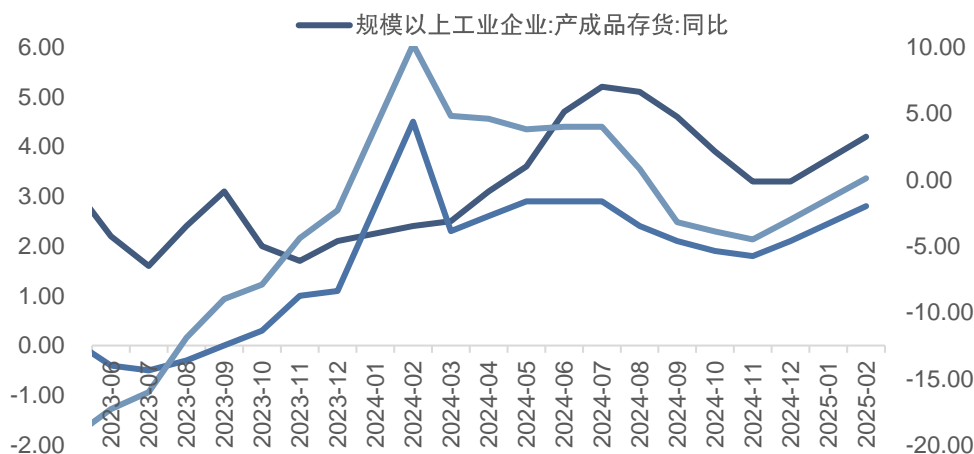
资料来源：iFind，南华期货

3.2 从居民与企业端来看

不论新老经济，参与经济社会的主体部分难以逃离居民、企业和政府部门。从这一视角来看，

企业盈利依旧待改善，从数据来看1-2月工业企业利润增速-0.3%，较前值由正转负，尽管需要考虑去年高基数的影响，但考虑到工业增加值以及PPI增速均偏弱，指向量价两方面对于利润都形成拖累。另一方面，从库存周期的视角来看，被动补库延续，也指向需求端依旧偏弱。

图 3.4 被动补库延续



资料来源：iFind，南华期货

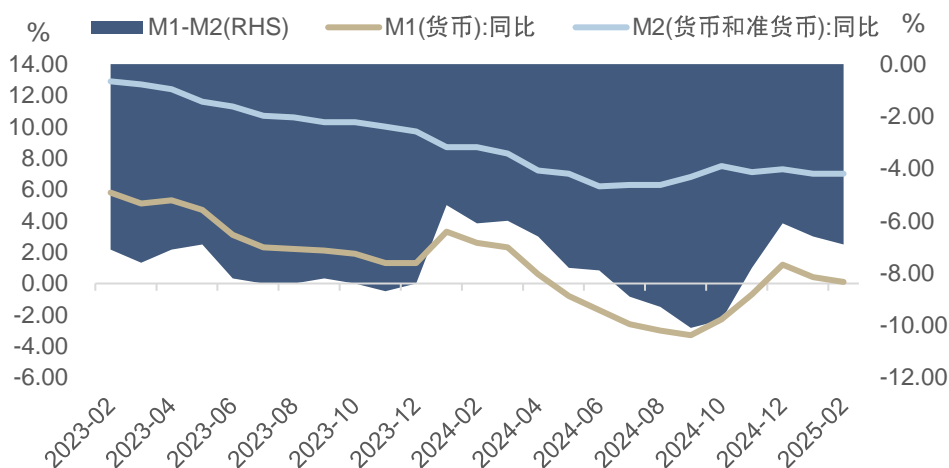
另一方面，企业和居民部门存款增速差低位修复，指向两部门之间的“消费-收入”循环可能有所改善。但这一数据变动很可能受到存款搬家的扰动，自2024年4月禁止手工补息之后，企业存款出表明显，导致M1增速持续回落，而2月M1同比增长0.1%较1月进一步回落，也指向企业活力可能依旧偏弱。而居民部门如果看到信贷数据，也会有更清晰的认识：从最新数据来看居民部门贷款减少，中长期贷款缩减幅度与去年相当，短贷少减近2000亿或与春节错位有关，1月在春节错位的影响下短贷明年弱于去年同期，二月效果反转，指向春节假期对消费的影响。企业部门同样未见明显改善，2月企业短贷和中长期贷款较去年同期明显少增，其中短贷少增2000亿，中长期贷款少增近7000亿，同时新增票据融资转正，整体来看表现偏弱。

图 3.5 领先指标改善



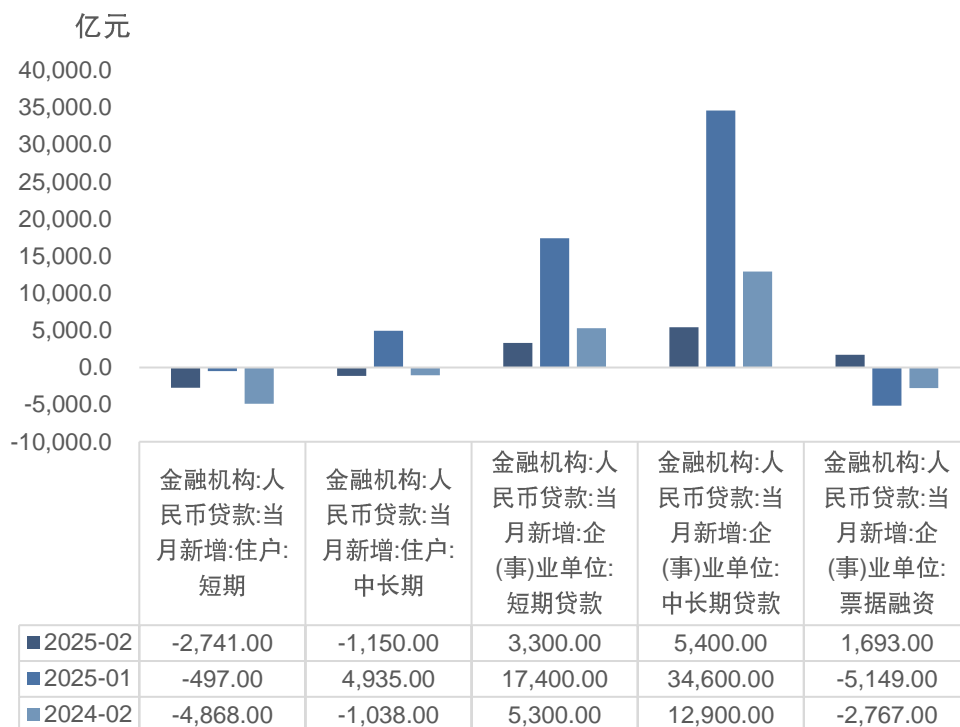
资料来源：iFind，南华期货

图 3.6 M1 依旧偏弱



资料来源：iFind，南华期货

图 3.7 信贷数据指向居民消费意愿仍弱



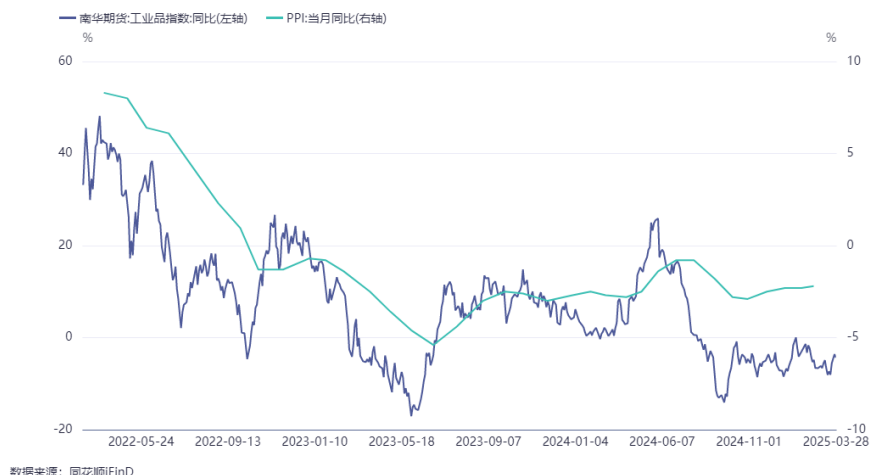
资料来源：iFind，南华期货

3.3 关于通胀压力

物价指标的重要性不言而喻，央行也多次指出要“保持经济稳定增长和物价处于合理水平”，那么什么样的水平算是合理水平？

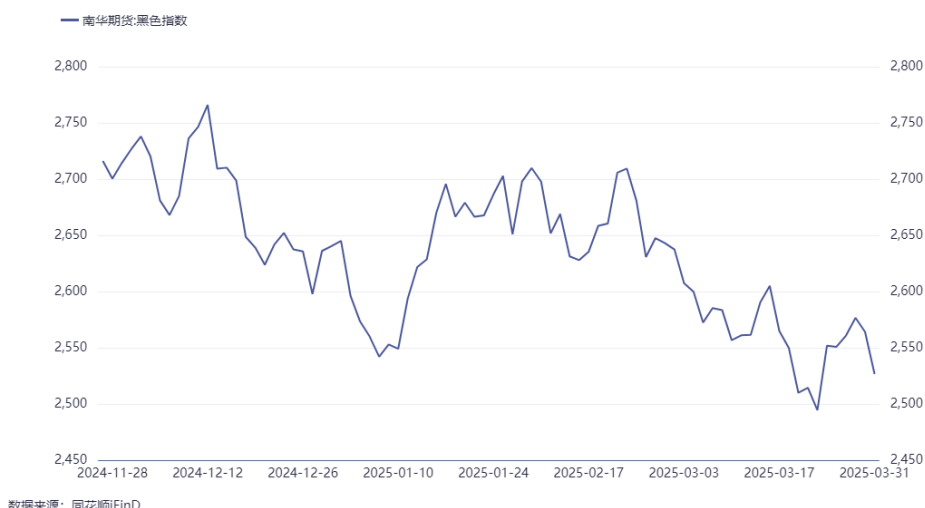
政府工作报告中对于今年的通胀目标定在了2%，相较于去年目标下调了1%，毫无疑问这是一个更加务实的选择，但这样的行为本身也指向当前稳物价的压力是比较大的。前文对于需求端的情况已经描述的不少，这里我们从价格指数本身来看。南华工业品指数同比增速相对于PPI走势有着较高的相关性，并且由于其高频的特征，一定程度上对PPI表现能起到预测作用，今年以来大宗商品市场表现整体低迷，特别是国内内需相关的，黑色指数持续回落反应了大宗商品市场对于内需的预期

图 3.8 PPI 或继续偏弱运行



资料来源：iFind，南华期货

图 3.9 内需预期低迷

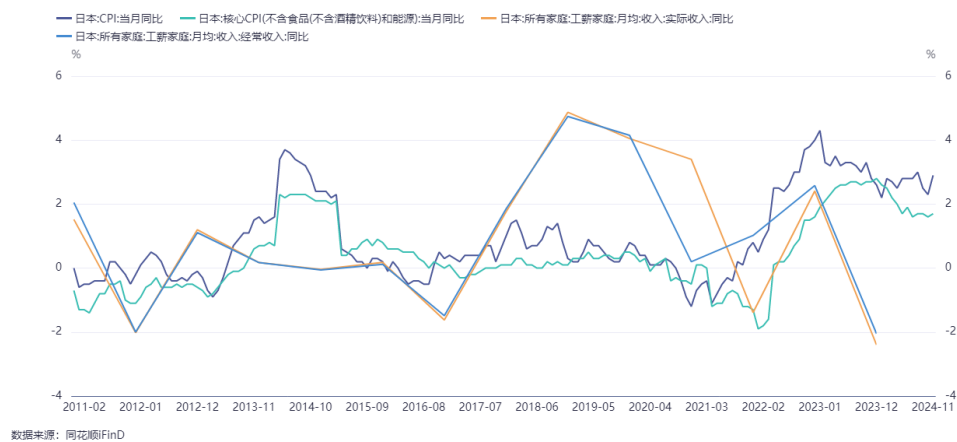


资料来源：iFind，南华期货

至于CPI所代表的终端消费层面，则又要说回到居民部门的消费意愿以及薪资收入。我们在2025年度展望的时候曾经指出：“当企业和居民同时陷入资产负债表收缩的螺旋时，仅通过增加公共投资来进行刺激，其效果最终会被私人部门的疲弱的消费意愿所拖累。对于居民部门的刺激，提升薪资预期的重要性远远大于短期的消费券乃至减税降费。”但目前我们对于消费的刺激路径从此前的以旧换新补贴到鼓励消费贷，目前并没有出现很好改善收入预期的措施。

反而，最新数据显示：“2025年2月份，不包含在校生的16-24岁劳动力调查失业率16.9%，前值16.1%；25-29岁劳动力调查失业率7.3%，前值6.9%；30-59岁劳动力调查失业率4.3%，前值4%，均为连续两个月上行。同时2月城镇调查失业率5.4%，前值5.2%，今年目标5.5%。”

图 3.10 他山之石：收入水平决定通胀中枢



资料来源：iFind，南华期货

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

