



## ● 主要结论

### 股指：稳定措施落地 股指分化

市场层面，1月份中下旬，股市走出触底反弹形式，2月份市场持续反弹，3月份股市冲高回落，4月份初股市在外部冲击下大幅下挫，5月份市场快速反弹。股市反弹中大幅分化。外部冲击方面，特朗普掀起关税战，扰乱全球经济贸易关系，引发全球资本市场大幅下挫。直到美中日内瓦协议，美中关税水平返回4关税战之前。国内多举措维护资本市场稳定。央企、国企、地方国资委，部分券商、基金、上市公司纷纷回购、增持等措施稳定市场。中国人民银行、中国金融监管局、中国证监会召开新闻发布会发布稳定市场、稳定预期的政策，且稳定政策快速落地，资金通过权重板块稳定指数。IH多单轻仓，IF、IC、IM在稳定市场之后，或再度回落。

### 国债：降息降准 国债多单轻仓

操作建议：综合来看，2025年第二季度季度GDP维持了去年第四季度的增速，数据经济向好。特朗普关税反复，美中关税战一度导致经济资本市场大幅动荡。国内推出一揽子金融政策稳经济，稳预期。降息降准措施落地。美中关税战处于真空期，资本市场情绪仍然谨慎。货币市场利率维持低位，多单轻仓。

国信期货交易咨询

业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 股指期货部分

### 1、股指走势分析

2024年9月底，A股快速拉升，9月24日至国庆节前，国内股市连续上涨。国庆高开低走，市场快速回落。11月份市场小幅反弹，12月份中旬股市出现回落，2025年元旦临近，股市走出三连阴线，市场缩量至1万亿。春节之后，市场持续反弹，成交额放量至2万亿，情绪转为乐观，1、2月份股市连续上涨，2月28日市场出现单日大幅回调，随后市场缩量拉升，3月18日市场创出今年新高5755.58点之后，快速回落，4月7日出现单日大跌，国证A指日跌幅高达9.29%，4月9日出现最低点4820.80后市场持续反弹，5月份市场反弹至5500后市场缩量震荡。

四大股指从一致到分化。2025年1月份上证50再度回落，跌至2600点附近，2月份之后上证50显著反弹至2700点附近，4月7日上证50大幅下挫跌至低点2457.08，随后市场反弹重返2600点位，5月14日反弹创出下跌前的高点2766.25，随后上证50高位震荡，但是幅度不足百点。沪深300在1月份之前波动也减少至200点以内，1月份下跌至3800附近，2月份快速反弹至4000点附近，4月份沪深300大幅下跌之后，市场的反弹力度较弱，5月份沪深300反弹回补4月7日的缺口，沪深300在4000点附近波动。相比于上证50、沪深300维护指数的力度较大，中证500在5月份反弹的高点也没补助4月7日的缺口，5月下旬中证500再度回落。与中证500类似，中证1000也仅仅将4月7日形成的缺口回补。趋势再度转弱。

市场层面，1月份中下旬，股市走出触底反弹形式，2月份市场持续反弹，3月份股市冲高回落，4月份初股市在外部冲击下大幅下挫，5月份市场快速反弹。股市反弹中大幅分化。外部冲击方面，特朗普掀起关税战，扰乱全球经济贸易关系，引发全球资本市场大幅下挫。直到美中日内瓦协议，美中美关税水平返回4关税战之前。国内多举措维护资本市场稳定。央企、国企、地方国资委，部分券商、基金、上市公司纷纷回购、增持等措施稳定市场。中国人民银行、中国金融监管局、中国证监会召开新闻发布会发布稳定市场、稳定预期的政策，且稳定政策快速落地，资金通过权重板块稳定指数。IH多单轻仓，IF、IC、IM在稳定市场之后，或再度回落。

图1：沪深300、上证50、中证500、中证1000指数走势





上证50 000016 买

SSE 15:00:06 交易中

2648.81 -0.25%

跌 28家 平 2家 涨 20家

金额 571.65亿  
成交量 32.38亿  
开盘 2660.16  
最高 2663.35  
最低 2643.40

市盈率TTM 10.7 市净率 1.20  
5日 -0.33% 20日 -1.56%  
60日 3.82% 今年 -1.34%  
52周高 3016.87 52周低 2199.45

14:56:02	2649.96	5450万
14:56:05	2649.91	2706万
14:56:08	2649.96	2487万
14:56:11	2649.86	2168万
14:56:14	2650.11	1916万
14:56:17	2649.76	1852万
14:56:20	2649.86	2032万
14:56:23	2649.81	2013万
14:56:26	2649.90	1579万
14:56:29	2649.90	2532万
14:56:32	2649.65	2144万
14:56:35	2649.76	1818万
14:56:38	2649.79	1841万
14:56:41	2650.07	1758万
14:56:44	2649.92	1271万
14:56:47	2649.63	1448万
14:56:50	2649.49	2304万
14:56:53	2649.79	1243万
14:56:56	2649.89	1387万
14:56:59	2649.66	1434万
14:57:02	2649.98	304万
14:57:05	2649.85	242万
15:00:01	2649.66	2.15亿
15:00:04	2648.79	10.83亿
15:00:06	2648.81	4.14亿



中证500 000905 买

SSE 15:00:09 交易中

5653.04 -50.24 -0.88%

跌 395家 平 12家 涨 93家

金额 1481.24亿  
成交量 114.36亿  
开盘 5697.14  
最高 5738.08  
最低 5653.04

市盈率TTM 28.6 市净率 1.76  
5日 -1.10% 20日 0.51%  
60日 -6.48% 今年 -1.27%  
52周高 417.81 52周低 4397.16

14:56:03	5656.08	9244万
14:56:06	5656.65	5655万
14:56:09	5656.67	9840万
14:56:12	5656.63	5041万
14:56:15	5656.57	7605万
14:56:18	5656.33	4803万
14:56:21	5657.12	8050万
14:56:24	5656.37	5549万
14:56:27	5656.29	7380万
14:56:30	5656.17	5459万
14:56:33	5656.07	7877万
14:56:36	5656.43	5140万
14:56:39	5656.21	7787万
14:56:42	5655.97	4948万
14:56:45	5656.15	6936万
14:56:48	5656.00	5168万
14:56:51	5656.05	7157万
14:56:54	5655.42	4800万
14:56:57	5655.81	7394万
14:57:00	5656.11	4100万
14:57:03	5656.43	4427万
14:57:06	5656.58	729万
15:00:03	5655.04	8.86亿
15:00:06	5653.87	7.35亿
15:00:09	5653.04	2.87亿

沪深市场核心指数

关键比率	2023	2024	2025
毛利率	15.21	15.00	15.45
净利率	5.23	4.27	5.65
EPS	0.41	0.36	0.11
ROA	2.26	1.91	0.55
ROE	7.28	6.02	1.75

估值

估值	2023	2024	2025
PETTM	21.84	27.56	28.43
PS1TM	1.05	1.13	1.16
PCFTTM	10.15	11.49	11.63
PB1F	1.67	1.81	1.85
PEG	-3.10	-2.32	-2.41

盈利预测 净利润 每股收益 PE (十亿)

年份	2022	2023	2024	2025	2026	2027
净利润	505	530	448	613	712	816

涨跌幅

当日	5min
贝达药业	53.44 8.35%
华海药业	16.74 7.45%
马钢股份	3.47 7.10%
信立泰	45.10 5.37%
特宝生物	74.58 4.92%
芯原股份	82.36 -5.25%
菲利华	43.00 -4.72%



数据来源: wind 国信期货

## 2. 股指波动和贴水情况

### IF 合约

	沪深300	当月合约	周涨跌幅	升贴水	下月合约	周涨跌幅	升贴水	当季合约	周涨跌幅	升贴水	下季合约	周涨跌幅	升贴水
2025-5-11	3846.157	3840.2	2.230859	-5.9566	3808.6	2.271751	-37.5566	3743.6	2.011009	-102.557	3706.8	1.790422	-139.357
2025-5-18	3889.085	3886.6	1.234632	-2.4854	3846	1.050972	-43.0854	3779.8	1.020954	-109.285	3741.4	0.977005	-147.685
2025-5-23	3882.274	3846.2	-1.05067	-36.0741	3808.8	-0.97754	-73.4741	3777.8	-0.06878	-104.474	3736	-0.18702	-146.274

### IH 合约

	上证50	当月合约	周涨跌幅	升贴水	下月合约	周涨跌幅	升贴水	当季合约	周涨跌幅	升贴水	下季合约	周涨跌幅	升贴水
2025-5-11	2684.006	2683.6	2.061307	-0.4056	2666.2	2.075038	-17.8056	2632	1.975978	-52.0056	2627	1.92442	-57.0056
2025-5-18	2716.662	2713.8	1.117818	-2.8618	2695.2	1.08769	-21.4618	2661.6	1.12462	-55.0618	2658.2	1.195371	-58.4618
2025-5-23	2711.852	2693	-0.75402	-18.8524	2664.8	-1.06186	-47.0524	2655.6	-0.16541	-56.2524	2653.8	-0.17304	-58.0524

### IC 合约



	中证500	当月合约	周涨跌幅	升贴水	下月合约	周涨跌幅	升贴水	当季合约	周涨跌幅	升贴水	下季合约	周涨跌幅	升贴水
2025-5-11	5721.723	5702.4	1.850397	-19.3225	5604.8	1.683599	-116.923	5455.8	1.442862	-265.923	5350.8	1.294866	-370.923
2025-5-18	5715.849	5723.6	0.329547	7.7509	5601.8	-0.06066	-114.049	5435.2	-0.36297	-280.649	5318.6	-0.57948	-397.249
2025-5-23	5653.044	5561.8	-2.81687	-91.2436	5487	-2.19251	-166.044	5377.6	-1.13979	-275.444	5253.2	-1.29275	-399.844

股指在10月份高位回落，随后市场转为平稳，11月份市场波动快速降低，12月份市场波动进一步减小，1月份市场波动进一步降低，2月份市场大幅反弹，3月份小幅回落最后，4月份出现大幅波动，5月份波动减小。沪深300升贴水快速加大，上证50回落至+-5点以内。IC升贴水幅度有所加大，在+-60点附近。

### 3、行业强弱转换

2025年1月份沪深300再度回落，2月份沪深300大幅反弹，3月份小幅回落，4月份出现单日大跌，随后市场快速反弹，5月份市场高位震荡，波动有所减小。

行业强弱转换图说明：

1、横轴：上上周上涨幅度，纵轴：上周上涨幅度；

2、第一象限，1区：持续上涨；第一现象，2区：上涨转弱；

第二象限：跌势转涨；第四象限：上涨转跌；

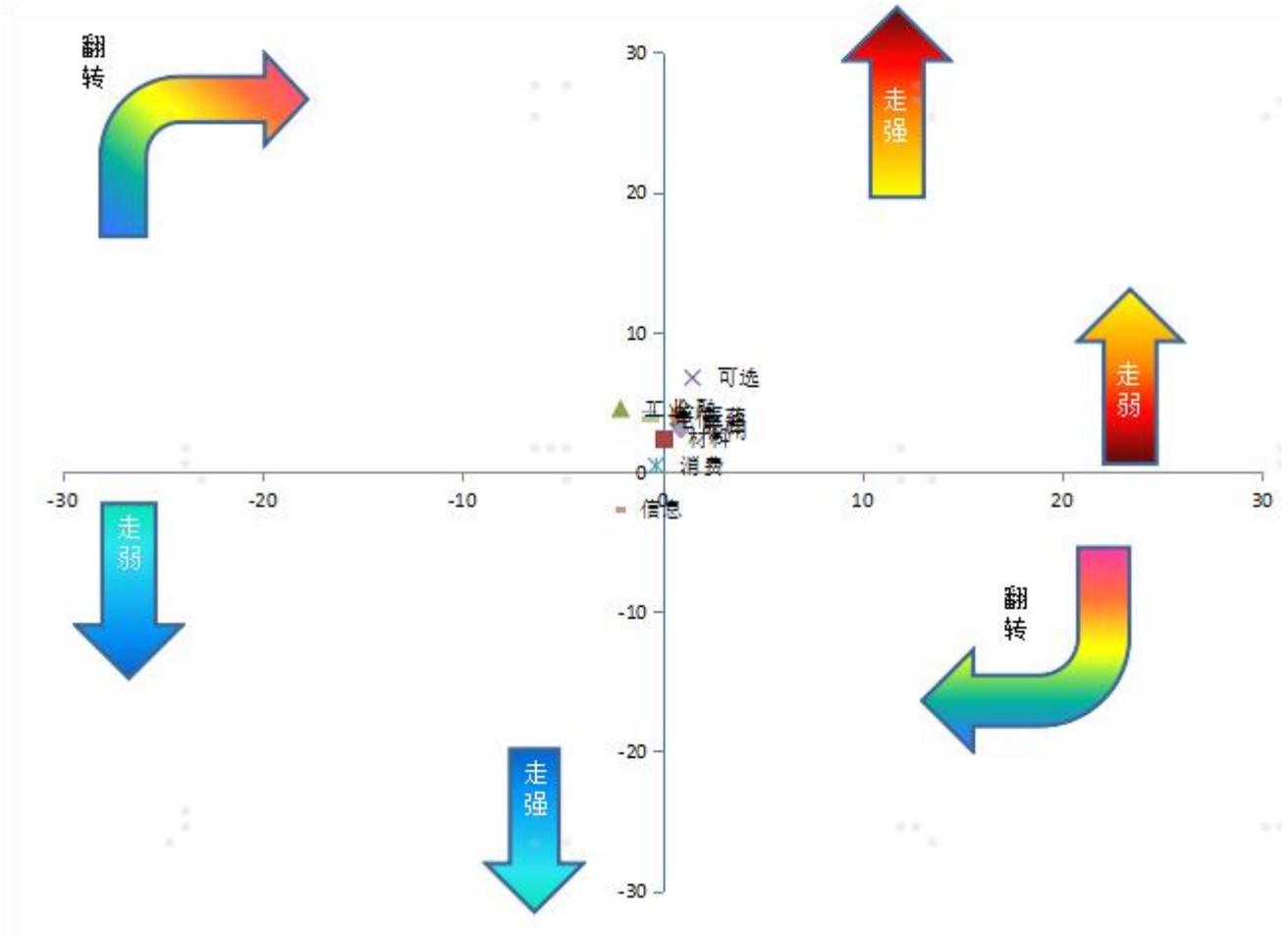
第三象限，1区：跌势转弱；第三象限，2区：跌势加强。

3、行业反转持续强度计算=本周涨跌幅-上周涨跌幅的绝对值，

在第二、第四象限，绝对值越大，反转强度越大；

在第一、第三象限，绝对值越大，持续强度越大。

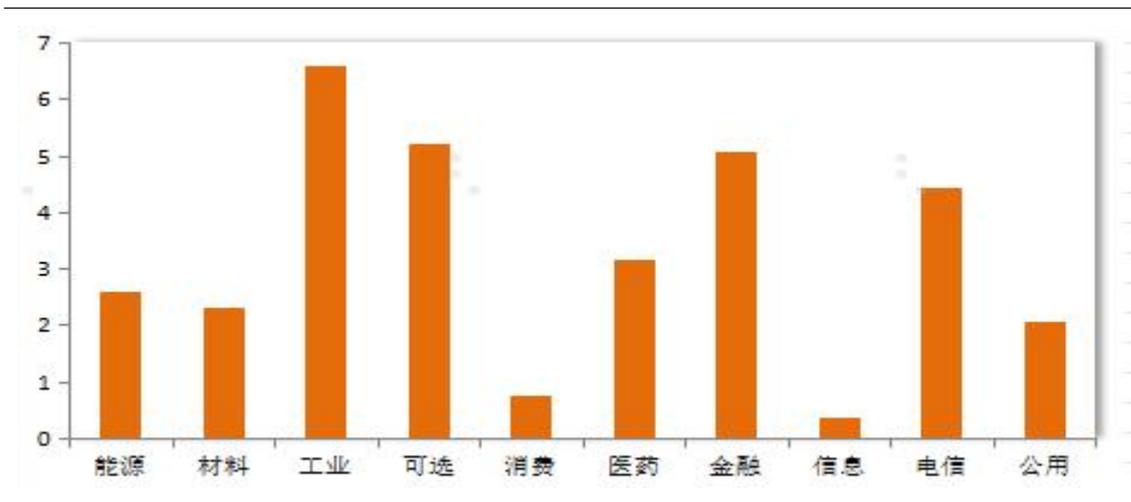
图 2：行业强弱转换



数据来源: wind 国信期货

在反转强度方面，沪深300在2024年9月底快速拉升，10月高开快速回调企稳，11月份沪深300反弹回落，12月份沪深300震荡减弱，2025年1月份，沪深300小幅回落，2月份沪深300大幅反弹，3月份小幅回落之后，4月份出现大幅下挫，5月份市场反弹，弥补4月份下跌的缺口。翻转强度快速减小。仅仅1个板块下跌，反转强度方面，整体上反转强度较弱，仅仅工业翻转强度高于6，多数板块翻转强度低于5。

图3：行业反转持续强度



数据来源: wind 国信期货

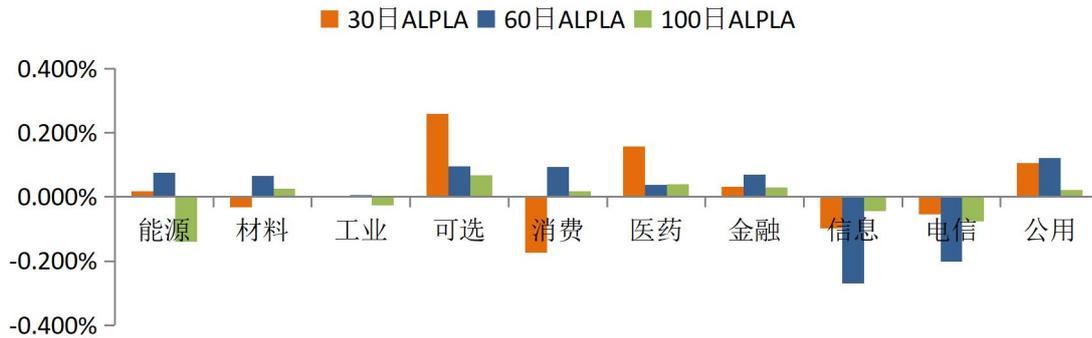


#### 4、行业 ALPHA 风险收益

跟踪的ALPHA风险收益统计显示：沪深300板块走势一致性增强。可选、医药、公用出现全周期ALPHA，全周期ALPHA为（0.259%、0.095%、0.068%；0.157%、0.038%、0.40%；0.106%、0.122%、0.022%）。少数板块的板块的全周期ALPHA不一致，信息、电信的ALPHA为负。

说明：本报告选用的板块划分标准为WIND行业指数，回归使用的最小二乘法得到的ALPHA收益和BETA风险值，统计数据分别使用30日、60日、100日收盘价，参考标准为沪深300指数。

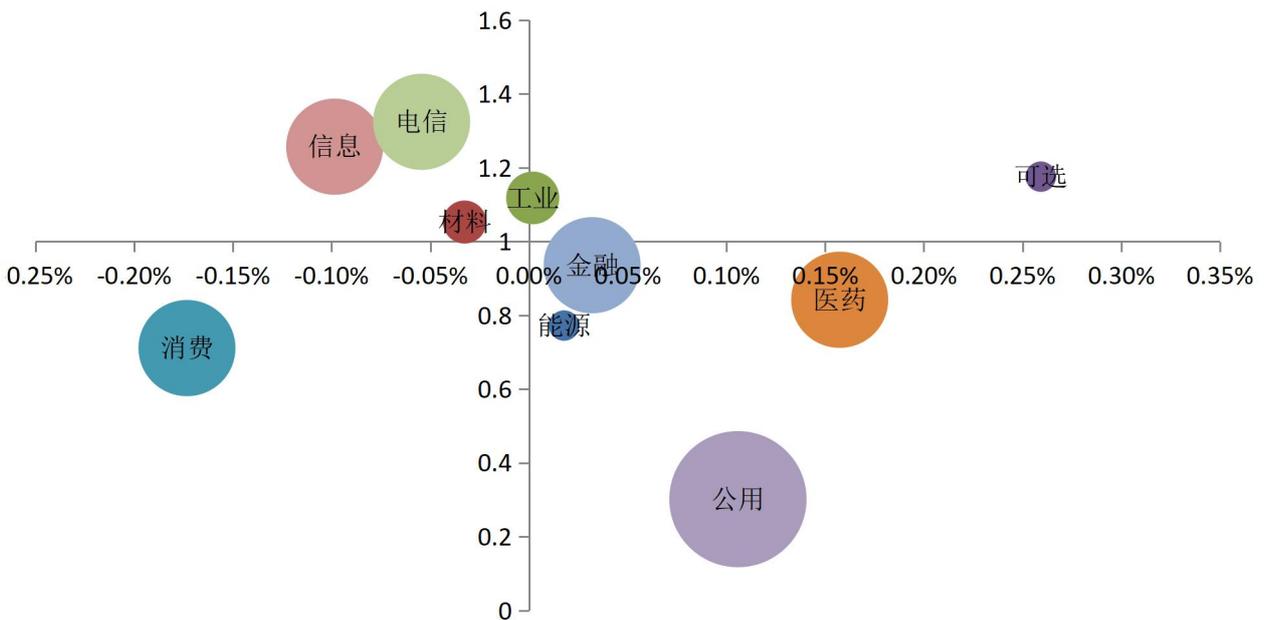
图 4：行业 ALPHA 收益



数据来源：wind 国信期货

根据统计的BETA值显示医药、工业、消费、材料、金融、可选板块的BETA值接近于1，风险较低；信息、电信、公用beta值分别为分别为1.25、1.32、0.30，与股指相关性较弱。权重板块较为一致，市场系统性较强。

图 5：行业 ALPHA 风险与 BETA 收益



数据来源：wind 国信期货



## 国债期货分析

国债期货2023年整体上走出牛市，2024年继续上涨，2025年春节之后，国内经济恢复力度相对较好，市场降息降准的可能性较低，国债期货大幅回调，十年期国债跌至107水平，4月份特朗普掀起关税战，国债快上升，市场再度重返109水平。随着美中关税进入僵局，市场情绪缓和，央行降息降准，国债前期反应超调，出现回落，LPR下调之后，国债波动进一步减小，十年期国债报收108.850，低于前期109价格。

### 1. 经济恢复相对较弱

2023年第一季度为4.5%，第二季度GDP为6.3%，第三季度GDP为4.9%，第四季度GDP恢复到5.2%，2024年第一季度继续恢复向好态势，GDP为5.3%，第二季度GDP下降到4.7%，第三季度下降到4.6%。随着第三季度刺激经济力度加大，第四季度经济恢复速度加快，第四季度GDP为5.4%。2025年第一季度GDP增速继续维持在5.4%，第二季度持续维持在5.4%，增量刺激经济取得的效果。

2023年1月份CPI略有上涨为2.1%，2月份CPI回落至1%，3月份进一步回落到0.7%，4月份持续下跌为0.1%，5月份回落至0.2%，6月份CPI降低到0%，7月份国内CPI持续下跌为-0.3%，8、9月份CPI逐步回升，分别为0.1%，0%，10月份转为负值，为-0.2%，11月份CPI持续为负为-0.5%，12月CPI为-0.3%，2024年1月份CPI回升到-0.8%，2月份转正为0.7%，3月份有所下降为0.1%，4、5月份回暖至0.3%，6月份稍微降低为0.2%，7月份增速回升至0.5%，8月份增速为0.6%，9月份增速下降到0.4%，10月份增速略有下降为0.3%，11月份CPI增速持续回落，为0.2%，12月份CPI下降为0.1%。2025年1月份国内CPI回落至0.5%，2月份CPI降低为-0.7%，3月份降低至-0.1%，4月份CPI为-0.1%，CPI持续为负，处于通缩状态。

工业PPI方面，2023年1月份PPI持续下滑为-0.8%，2月份持续下降为-1.4%，3月份负值扩大为-2.5%，4月份为-3.6%，5月份PPI跌幅扩大为-4.6%，6月份跌幅为-5.4%，7月份为负值-4.4%，8月份PPI回升至-3%，9月份持续回暖到-2.5%，10月份、11月份负值再度转大，-2.6%，-3.00%，12月份PPI有所减缓，为-2.7%。2024年1月份PPI回升至-2.5%，2月份小幅下降为-2.7%，3月份为-2.8%，4月份为-2.5%，5月份为-1.4%，6、7月份为-0.8%，8月份为-1.8%，9月份增速进一步减弱为-2.8%，10月份PPI增速为-2.9%，11月份增速略有回升为-2.5%，12月PPI为-2.3%。2025年1月份PPI持续维持-2.3%，2月份PPI为-2.2%，3月份PPI为-2.5%，4月份PPI为-2.7%。PPI持续走弱表明工业端持续疲软，工业PPI仍然为负，同比降幅有所扩大，工业目前仍然较弱，处于通缩状态并未改变。

工业增加值方面：由于春节效应，2023年1月份当月同比为-9.79%，2月份同比为18.77%，3月份恢复正常，同比为3.9%，4月份同比5.6%，5月份同比大幅下降为3.5%，6月份同比为4.4%，7月份同比下滑到3.7%，8、9月份工业增加值同比持续为4.5%，10月份工业增加值同比回升至4.6%，11月份工业增加值同比上升至6.6%，12月份当月同比继续回升为6.8%。2024年由于基数效应，1月份同比为26.3%，2月份同比-12.7%，3月份回归正常水平为4.5%，4月份为6.7%，5月份为5.6%，6月份为5.3%，7月份下降到5.1%，8月份下降为4.5%，9月份同比回升至5.4%，10月份同比为5.3%，11月份同比为5.4%，12月同比为6.2%。2025年2月份同比31.02%，3月份同比恢复到正常的7.7%，4月份工业增加值同比为6.1%，工业增加值同比有所升高。累计同比方面，2023年3月份累计同比为3%，4月份、5月份累计同比为3.6%，6月份累计同比为3.8%，7月份累计同比持续为3.8%。8月份之后，累计同比逐步增加，8月份累计同比3.9%，9月份累计同比为4.00%，10月份累计同比为4.1%，11月份累计同比回升到4.3%，12月份工业增加值累计同比为4.6%。2024年1月份为26.3%，月份回落至7%，3月份回落至6.1%，4月份累计同比为6.3%，5月份累计同比为6.2%，6月份累计同比为6%，7月份累计同比略低为5.9%，8-12月份累计同比均为5.8%。



2025年2月份工业增加值累计同比为5.9%，3月份累计同比为6.5%，4月份累计同比为6.4%，同比极为稳定。

生活活动正常化之后，2023年1月份PMI回升到荣枯线之上为50.1，2月份制造业PMI为52.6，3月份制造业PMI持续在50以上为51.9，4月份转弱为49.2，5月份持续低于50，为48.8，6月份为49，7月份PMI49.3，8月份PMI为49.7，9月份上升到50.20，进入扩张区。制造业PMI初步转到扩张区，但是不久出现回落，10月份出现回落，跌破50%的荣枯线，10月份跌至49.5，11月份跌至49.4，12月份跌至49。2024年1月份为49.2，PMI仍然在50以下，2月份为49.1，3月份显著回升，上升到了50.8，4月份制造业PMI为50.4，连续两个月在50以上，但是5、6月份分别为49.5，7月份再度下降为49.4，8月份为49.1，9月份为49.8，制造业PMI连续低于50，10月份制造业PMI为50.1，11月份制造业PMI为50.3，12月份制造业PMI为50.10。2025年1月制造业PMI为49.10，2月份回升到荣枯线以上为50.2，3月份为50.5，4月份PMI大跌至49，低于荣枯线。受到特朗普关税战影响显著。

相比于制造业PMI，非制造业PMI受到新冠病毒政策变化的影响更为显著，2023年1月份快速回升，为54.4，2月份非制造业PMI扩大为56.3，3月份为58.2，4月份为56.4，5月份为54.5，6月份为53.2，7月份为51.5，7月份为51.1，8月份回落到51，9月份上涨到51.7，非制造业PMI也出现回落，10月份非制造业PMI回落至50.6，11月份非制造业PMI回落到50.2，12月为50.4。2024年1月份非制造业PMI为50.7，2月份非制造业PMI持续回升到51.4，3月份回升到53，4月份非制造业PMI为51.2，5月份为51.2，6月份为50.5，7月份非制造业为50.2，8月份非制造业为50.3，9月份非制造业为50，10月份非制造业PMI为50.2，11月份非制造业PMI为50，12月份非制造业PMI为52.2，2025年1月份非制造业PMI为50.2，2月份为50.4，3月份非制造业PMI为50.8，4月份为50.4，有所下降。非制造业PMI在扩展区，出现较大的波动。

2023年消费显著恢复，2月份社会消费品零售总额转正3.5%，3月份社会消费品零售总额同比大增10.6%，4月份同比为18.4%，5月份同比12.7%，6月份同比为3.1%，7月份同比下降到2.5%，8月份上升到4.6%，9月份进一步回升至5.5%，10月份社会消费品零售总额回升较快，回升至7.6%，11月份社会消费品零售总额同比快速上升，到了10.10%，12月份社会消费品零售总额同比跌至7.4%，相比于11月冲击值，比10月份略有下跌。2024年2月份社会消费品零售总额同比为5.5%，3月份下降至3.1%，4月份消费品零售总额同比为2.3%，5月份同比增长为3.7%，6月份同比增长回落至2%，7月份社会消费品零售总额增长为2.7%，8月份社会消费品零售总额增速2.1%，9月份上升至3.2%，10月份上升到了4.8%，11月份下滑到3%，12月份上升到3.7%。2025年消费数据有所好转，2月份增速为4%，3月份增速为5.9%，4月份社会消费品零售同比增长5.1%，消费增速略有回落。

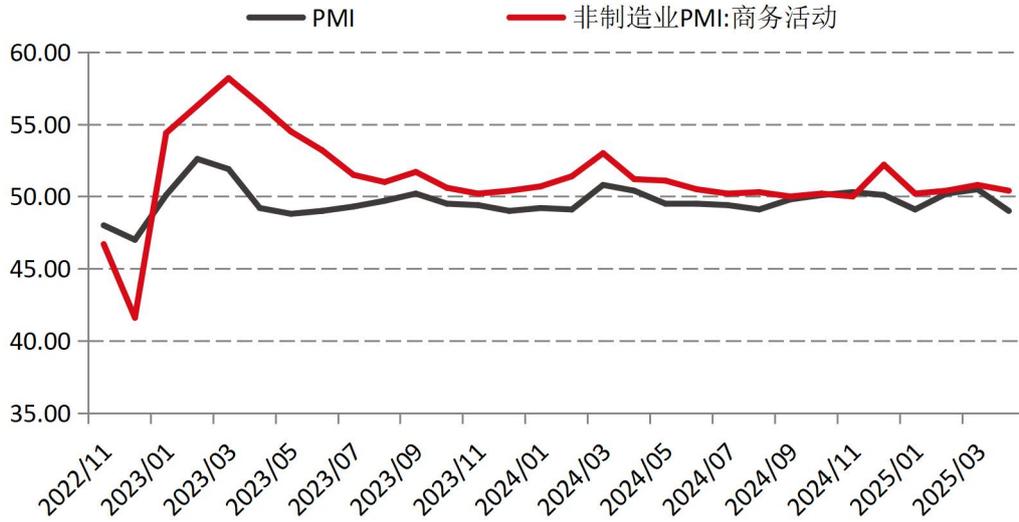
图 6: GDP





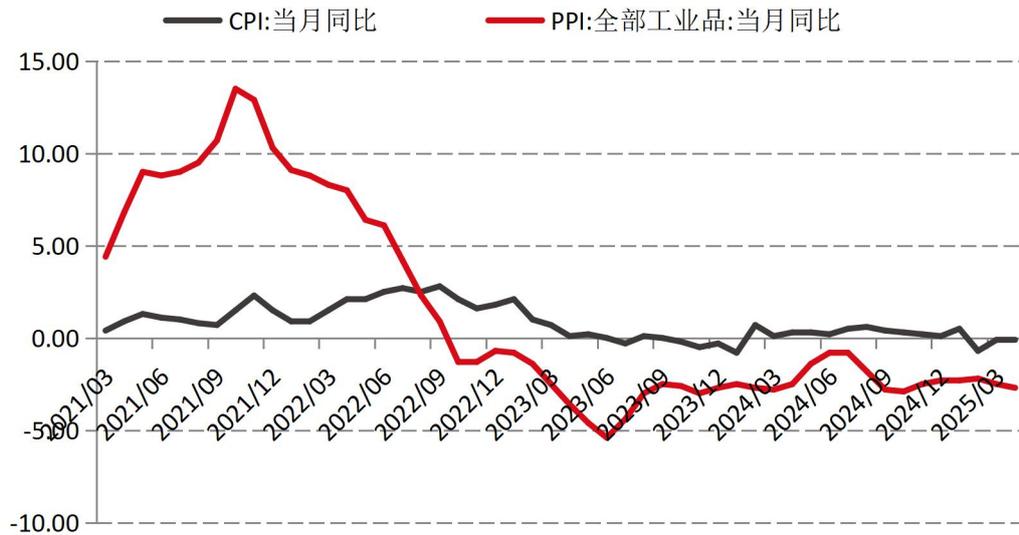
数据来源: wind 国信期货

图 7: PMI



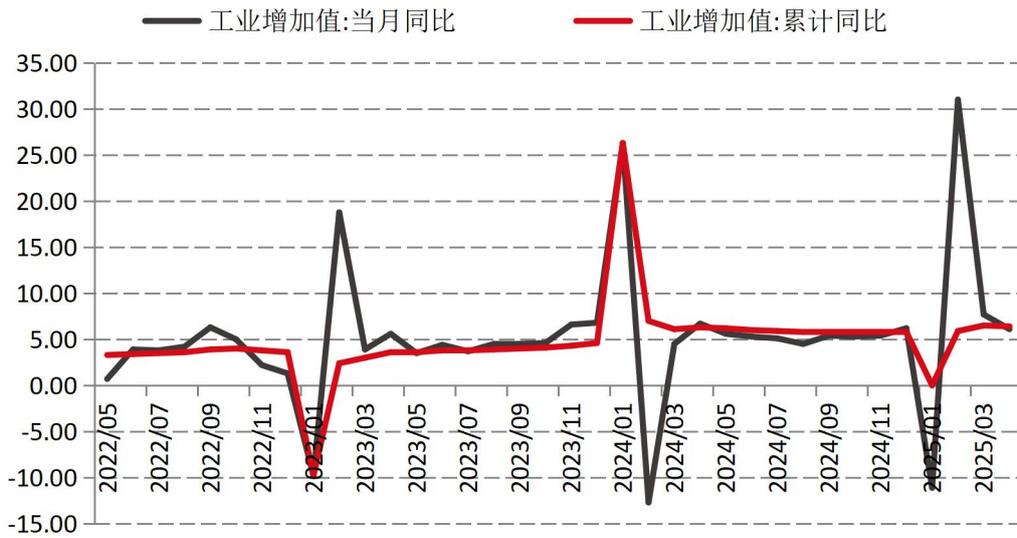
数据来源: wind 国信期货

图 8: CPI 和 PPI 同比增长



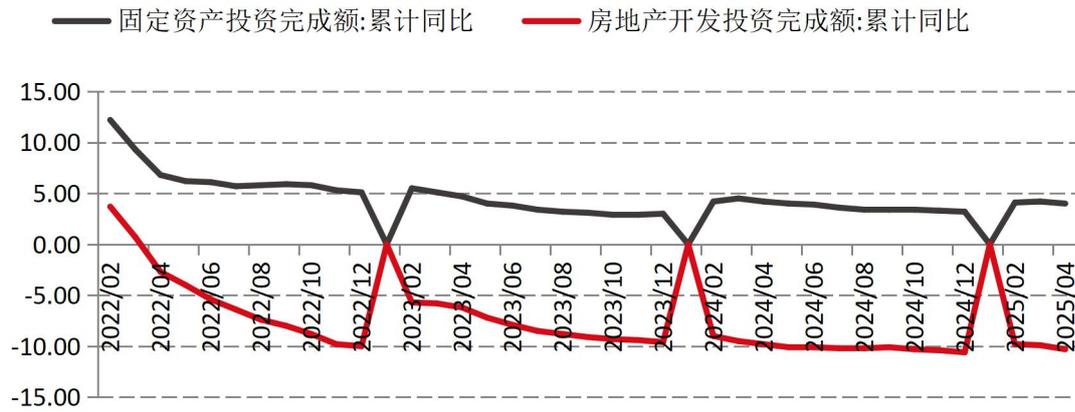
数据来源: wind 国信期货

图 9: 工业增加值



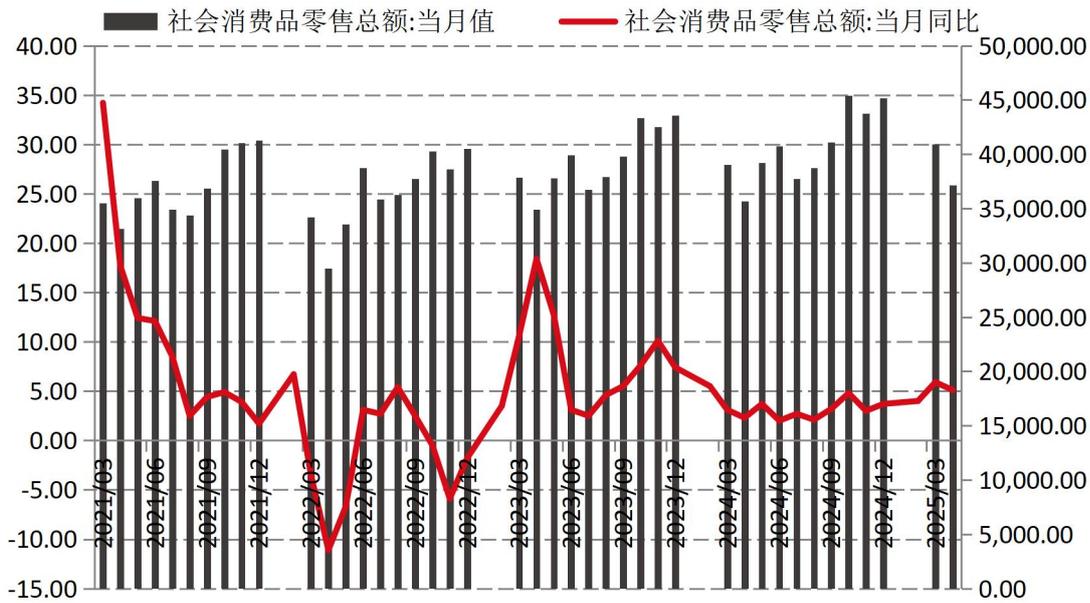
数据来源: wind 国信期货

图 10: 固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

图 11: 国内消费



数据来源: wind 国信期货

## 2. 货币投放增速略升

2024年1月份新增人民币贷款高达4.92万亿。开年大幅贷款表明稳定经济的力度较大。2月份新增人民币贷款1.45万亿,3月份新增人民币贷款为3.09万亿,4月份新增人民币贷款大幅减少7300亿,5月份新增人民币贷款9500亿元,6月份新增人民币贷款2.13万亿,7月份为2600亿,8月份新增人民币贷款9000亿,9月份新增人民币贷款1.59万亿,10月份低至5000亿,11月份新增人民币贷款5800亿、12月份新增人民币贷款9900亿。2025年1月份新增人民币贷款51300亿元,再创历史新高。2月份新增人民币贷款1.01万亿,3月份新增人民币贷款3.64万亿,4月份新增人民币贷款2800亿,大幅回落。

货币环境方面, M1方面, 2023年1月份M1同比增速大增为6.7%, 2月份M1同比为5.8%, 3月份M1同比为5.1%, 4月份同比为5.3%, 5月份M1为4.7%, 6月份M1回落至3.1%, 7月份M1增速跌至2.3%, 8月份M1增速持续回落为2.2%, 9月份回落至2.1%, 10月份M1回落至1.9%, 11月份回落至1.3%, 12月份持续维持。2024年1月份M1为3.3%, 2月份M1增速回落至2.6%, 3月份M1增速持续回落到2.3%, 5月份M1为负-0.8%, 6月份为-1.7%, 7月份为-2.6%, 8月份为-3%, 9月份为-3.3%, 10月份为-2.3%, 跌幅有所减少。11月份为-0.7%, 12月份转正1.2%。2025年1月份M1正0.4%, 2月份0.1%, 3月份M1增幅回升到1.6%, 4月份维持在1.5%, 显示社会热钱有所恢复。M2方面, 2023年1月份M2增速持续维持在两位数以上, 为12.6%, 2月份为12.9%, 3月份为12.7%, 4月份为12.4%, 5月份M2增速回落至11.6%, 6月份为11.3%, 7月份为10.7%, 8月份回落为10.6%, 9月份进一步下跌为10.3%, 10月份持平为10.3%, 11月份进一步下滑为10.0%, 12月份增速跌至9.70%, 2024年1、2月份为8.7%, 3月份为8.3%, 4月份M2大幅下落到7.2%, 5月份降低为7%, 但是6月份为6.2%, 7、8月份为6.3%, 9月份为6.8%, 10月份M2呈现为7.5%, 11月份回落至7.1%, 12月份回升至7.3%。2025年1、2、3月份为7.0%, 4月份同比为8%。去年第四季度以来, 货币增速持续回落。货币增速开始持续走低, 增量政策刺激经济效果较好。



2022年1月份，央行直接降息，并通过公开将会进行宽松指引。2022年则快速转为宽松的货币政策。1年期LPR降低到3.7%，2022年5月20日，5年期LPR下调到4.45%（前值4.6%）。2022年4月25日，央行降准。8月20日下调LPR，1年期LPR下调至3.65%，5年期LPR下调至4.3%。2022年12月份，1年期LPR下跌至3.65%。2023年6月20日，5年期LPR下调至4.20%，1年期LPR下调至3.55%。2023年8月20日，再度下调1年期LPR至3.45%。2024年1月份央行公布降准，2024年2月20日下调5年期LPR至3.95%。随着降息降准落地，截止到2025年5月20日，1年期LPR降低至3.00%，5年期LPR下调至3.50%。本轮利率下行周期较长，2023年2月份之后，国债到期收益率整体上持续下滑，仅仅在6月初略有反弹，随后国债到期收益持续下跌，8月中旬之后，国债到期收益率逐步回升，11月下旬，国债到期收益率再度回落，国债到期收益率小幅回落，随着2024年1月份降准，2月份下调5年期LPR，7月份再度下调LPR，10月份进一步下调LPR，国债到期收益率波动变大。2024年以来，国债到期收益率持续下滑，4月26日显著回升，此后中长期国债到期收益率持续新低，10月份有所反弹。随着中国确定适度宽松的货币政策基调，2024年12月份，国债到期收益率再度快速下跌，2025年1月份国债到期收益率显著回升，春节之后，国债到期收益率回升幅度上升幅度减弱。5月份国债到期收益率再度回落，但是回落幅度不大，降息降准之后，国债到期收益率略有回升。截止到2025年5月23日，2年期国债到期收益率报收1.4713%、5年期国债到期收益率报收1.5322%，7年期国债到期收益率报收1.6113%，10年期国债到期收益率报收1.7182%。

货币政策方面：

2023年12月18日：中国人民银行召开经济金融形势专家座谈会，我国外汇市场韧性明显增强，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。中国人民银行始终坚持“两个毫不动摇”，注重培养发展新动能，促进民营经济做大做强，提高科技创新、民营小微、先进制造、绿色发展等领域的贷款增量和占比，金融服务实体经济质效不断提升。中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，充分吸收各位专家的意见建议，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，保持信贷合理增长、节奏平稳、结构优化，为经济持续回升向好营造良好的货币金融环境。

2024年1月24日：自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%；自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。

2024年2月20日下调5年期LPR至3.95%。

2024年5月17日：调整商业性个人住房贷款利率政策，下调个人住房公积金贷款利率。

中国人民银行决定适当减免中期借贷便利（MLF）操作的质押品。

2024年5月17日：

一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。

三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营



状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。

中国人民银行决定，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。

2024年7月1日，央行公告：为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。

2024年7月8日，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。如果当日开展操作，操作结束后将发布《公开市场业务交易公告》。

2024年7月22日：为优化公开市场操作机制，从即日起，公开市场7天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标。同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。

2024年9月27日：中国人民银行决定：自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。

2024年10月8日：中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。

中国人民银行 金融监管总局 中国证监会关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知

2024年12月12日：中央经济工作会议。要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。

**要实施适度宽松的货币政策。**发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。

2025年1月10日：中国人民银行公告，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。

2025年1月22日：中央金融办 中国证监会 财政部 人力资源社会保障部 中国人民银行 金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。

2025年2月18日：潘功胜行长出席新兴市场经济体研讨会，潘功胜指出，2024年，中国经济持续回升向好，实现了全年5%的经济增长目标。特别是去年9月下旬以来，中国政府推出了一揽子增量政策，有



效提振社会信心，经济明显回升。下一步，中国政府将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强化宏观经济政策的逆周期调节，持续推动中国经济增长模式转型，巩固和增强经济回升向好势头。

2025年4月15日：中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合印发《金融“五篇大文章”总体统计制度（试行）》

2025年5月7日：一揽子金融政策支持稳市场稳预期，央行三项十措施。这三类举措共有十项具体政策：

第一，降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。

第二，完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降为0%。

第三，下调政策利率0.1个百分点，即公开市场7天期逆回购操作利率从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。

第四，下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，都从目前的1.75%降至1.5%（这些工具利率是中央银行向商业银行提供再贷款资金的利率）；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%（抵押补充贷款是由中央银行向政策性银行提供资金的一个工具）。

第五，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整。

第六，增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元。这项再贷款工具本来就存在，这次额度增加3000亿元，总额度达到8000亿元，持续支持“两新”政策（也就是大规模设备更新和消费品以旧换新）实施。

第七，设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。

第八，增加支农支小再贷款额度3000亿元，与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。

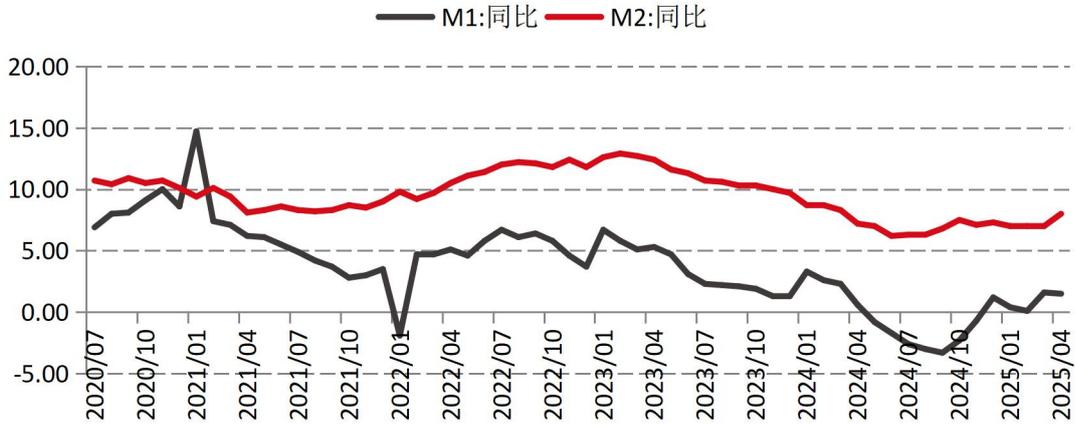
第九，优化两项支持资本市场的货币政策工具，将5000亿元证券、基金、保险公司互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款，这两个工具的额度合并使用，总额度8000亿元。

第十，创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。

2025年5月20日：中国人民银行行长潘功胜主持召开金融支持实体经济座谈会，要实施好适度宽松的货币政策，满足实体经济有效融资需求，保持金融总量合理增长。加力支持科技创新、提振消费、民营小微、稳定外贸等重点领域，用好用足存量和增量政策，提高金融支持实体经济质效，支持经济结构调整、转型升级和新旧动能转换。

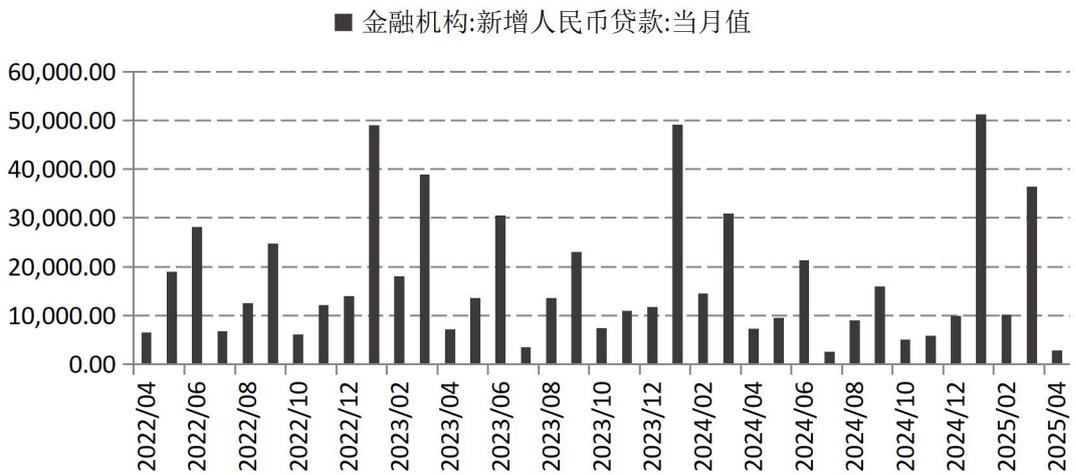


图 12: M1、M2 投放同比增速



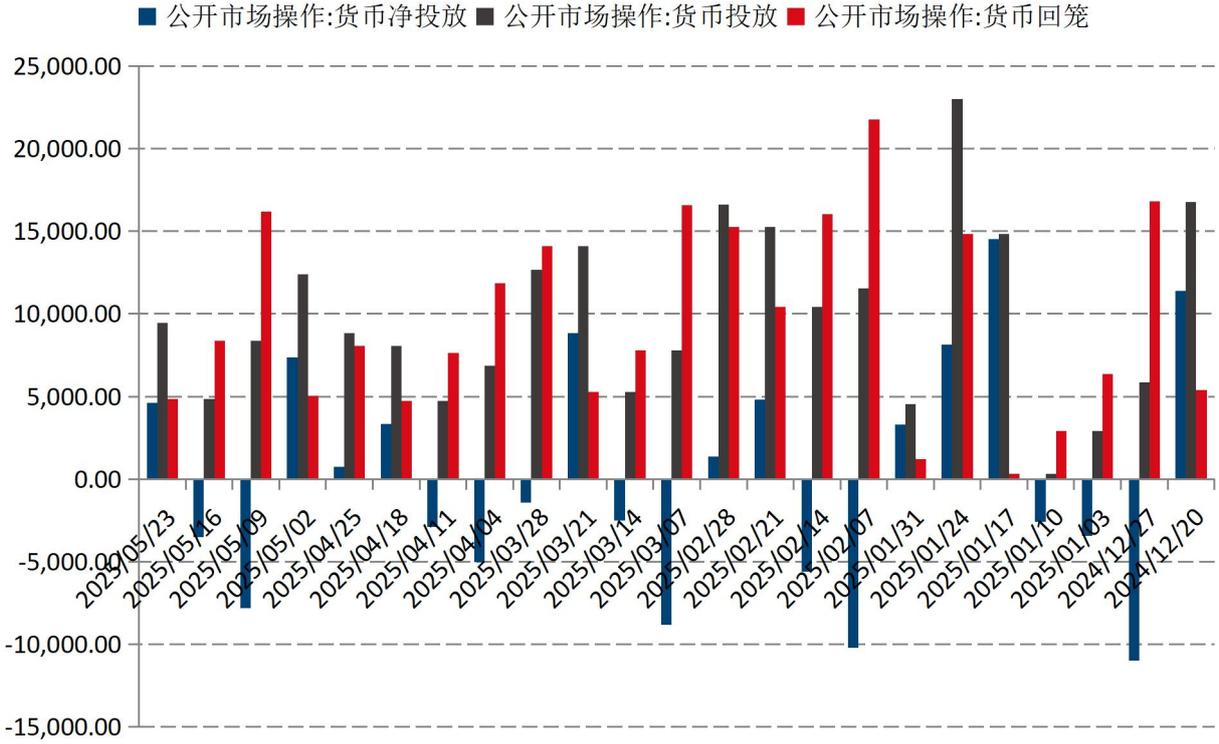
数据来源: wind 国信期货

图 13: 新增人民币贷款



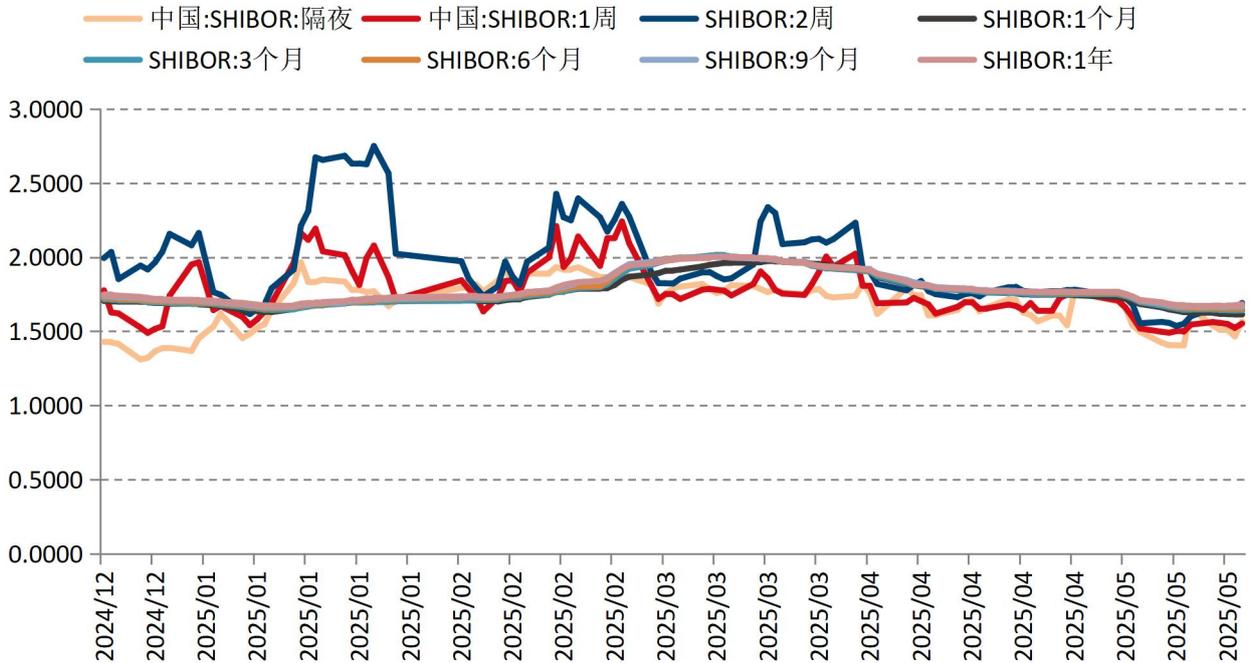
数据来源: wind 国信期货

图 14: 公开市场操作



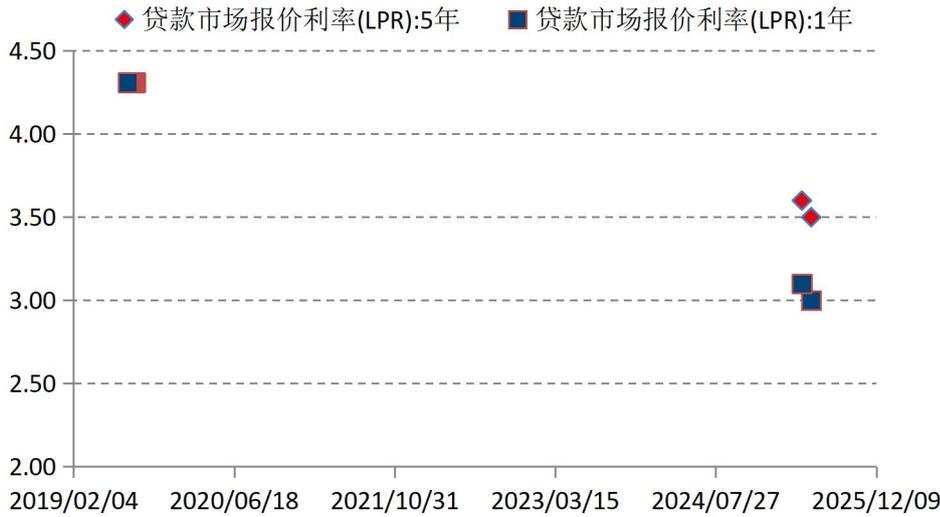
数据来源: wind 国信期货

图 15: shibor



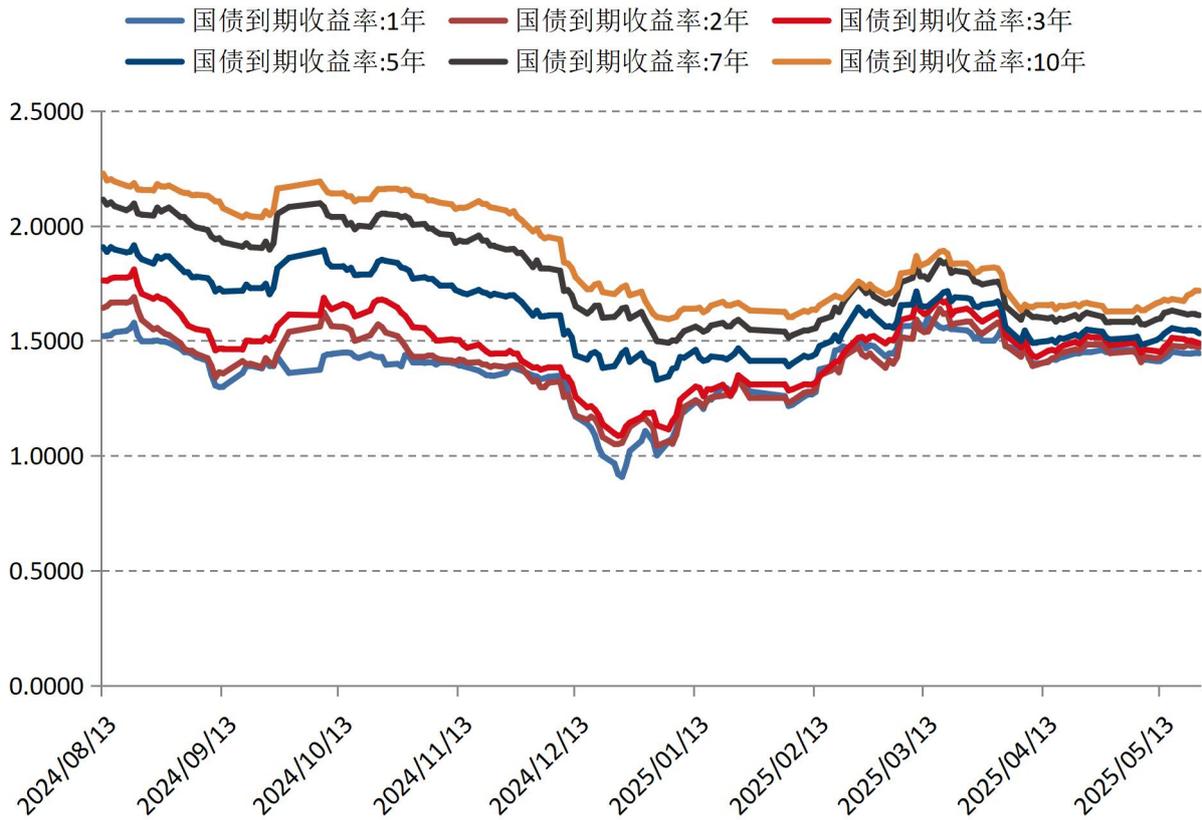
数据来源: wind 国信期货

图 16: LPR



数据来源: wind 国信期货

图 17: 银行间国债到期收益率 (中证)



数据来源: wind 国信期货



操作建议：综合来看，2025 年第二季度季度 GDP 维持了去年第四季度的增速，数据经济向好。特朗普关税反复，美中关税战一度导致经济资本市场大幅动荡。国内推出一揽子金融政策稳经济，稳预期。降息降准措施落地。美中关税战处于真空期，资本市场情绪仍然谨慎。货币市场利率维持低位，多单轻仓。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。