

富荣固收：资金价格抬升，利率曲线走平

观点：

上周（1月6日-1月10日，下同）资金趋紧，央行监管趋严，加之汇率压力等，市场形成对货币政策宽松的预期差，周一至周四债市持续回调。

短期内债市波动或将加大，暂停公开市场国债买入操作后，对短端和资金面的影响较为直接。同时，随着政策利率的引导作用的强化以及央行对于长端收益率的关注不减，若长端利率偏离合理区间，也需关注央行的进一步操作。随着稳增长政策陆续出台及政策效能持续显现，当前经济运行总体平稳运行，但仍面临不少困难和挑战，仍需进一步关注基本面修复节奏。

1、热点追踪

2024年12月通胀数据显示，12月CPI同比+0.1%，预期+0.1%，前值+0.2%；PPI同比-2.3%，预期-2.3%，前值-2.5%。

(1) 供给收缩，蔬果价格环比降幅收窄

12月CPI食品项环比降幅收窄，环比较前值上升2.1个百分点至-0.6%。蔬菜方面，气温下降供给收缩，鲜菜CPI环比降幅收窄。猪肉方面，供给相对充足，猪肉价格仍呈下降趋势，往后看，预计供给将逐渐增加，猪肉价格或将延续回落趋势。

(2) 核心CPI环比10个月以来首次超季节性回升

12月CPI非食品环比较前值上升0.2个百分点至0.1%。中长期看，价格仍存下行压力，在已公布的16个细分项目中，除交通工具、通信工具、租赁房租项外，其他13个项目近6月中环比不弱于季节性的次数占比较近12个月均边际降低或持平；短期看，12月核心CPI环比较前值上升0.3个百分点至0.2%，系自2024年3月以来首次超季节性（2016-2019，2021环比平均值）回升。

(3) PPI同比降幅收窄，大宗品价格涨跌互现

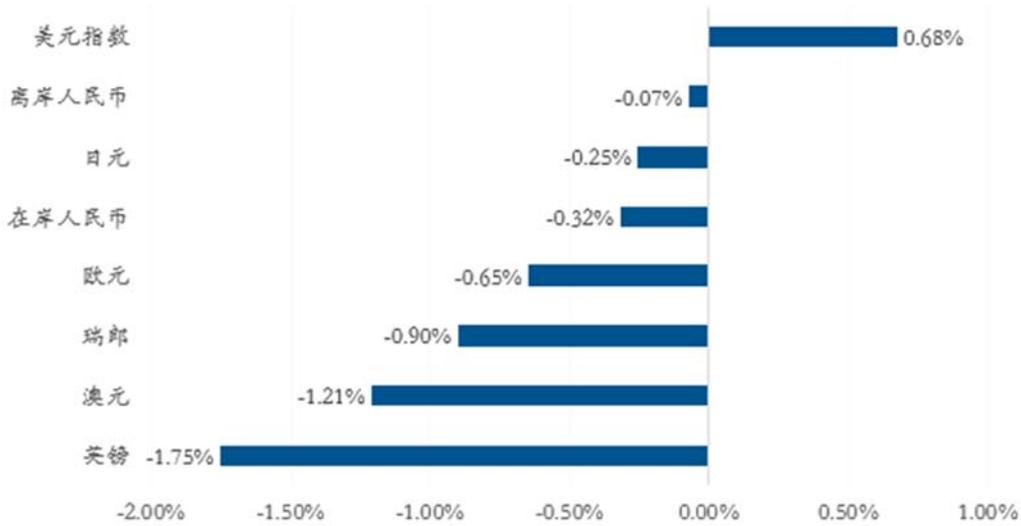
12月PPI同比降幅收窄，同比较前值上升0.2个百分点至-2.3%，环比由正转负，环比较前值下降0.2个百分点至-0.1%。能源方面，增产预期延后，石油链产品价格环比由负转正；供给稳中有升，PPI煤炭开采和洗选业环比回落。

2、上周高频数据

1月第二周生产节奏放缓，投资品价格跌幅扩大、累库压力进一步增加。通胀方面，临近春节猪肉价格止跌回涨，食品价格连涨三周；出口方面，集运市场需求边际走弱，运价明显回调。投资方面，螺纹钢价格跌幅走扩、累库压力仍在，冬储拿货积极性偏弱，水泥跌幅扩大。地产方面，新房成交环比回落，关注成交高位区间的持续性。短期主要关注春节假期地产成交热度的延续性，及对地产“止跌回稳”预期的影响。

美元走强，非美货币整体走弱。截至1月10日，美元指数上行0.68%，在岸人民币跌0.32%，日元下跌0.25%，瑞郎跌0.90%，欧元跌0.65%，澳元下跌1.21%，英镑跌1.75%。

图一：主要货币变化率



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250106-20250110

表一: 高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本月	单位	月环比
上游	原油	布伦特原油	79.76	美元/桶	4.25%
		WTI原油	76.57	美元/桶	3.53%
	煤炭	环渤海动力煤	774.00	元/吨	0.39%
	有色	LME铜结算价	8995.50	美元/吨	3.38%
中游	工业	水泥价格指数	127.55	点	-1.56%
		兰格钢价指数	131.70	点	-1.94%
		PTA开工率	81.62%	%	-0.0093
		高炉开工率	77.16%	%	-0.0092
		南华玻璃指数	1566.09	点	-2.46%
	外贸	SCFI	2290.68	点	-8.56%
		CCFI	1560.87	点	0.85%
		CDFI	838.75	点	-4.49%
	BDI	1048.00	点	-2.24%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	155.74	万平方米	-1.56%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	49.44	万平方米	-32.72%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	67.86	万平方米	-12.24%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	38.43	万平方米	-49.41%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量		辆	
食品		蔬菜批发价格指数	5.16	2015年=100	0.00%
		猪肉平均批发价	22.62	元/公斤	1.21%
		农产品批发价格200指数	122.24	2015年=100	-0.02%

数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250106-20250110

3、上周债券市场

资金利率小幅抬升，资金分层现象趋于缓和。DR001 上行 5.7bp 至 1.67%，DR007 上行 6.6bp 至 1.75%，R001 上行 2.2bp 至 1.76%，R007 下行 2.3bp 至 1.79%。CD:1M 上行 2.3bp 至 1.66%，CD:3M 下行 2.9bp 至 1.66%，CD:6M 下行 2.2bp 至 1.8%，CD(股份行):1Y 上行 4.2bp 至 1.59%。

利率演绎“V”型反弹，债市监管扰动预期升温，资金价格偏贵、央行阶段性暂停购债、跨年后机构存在赎回短债需求对短端形成压制，回调幅度更大，曲线走平。

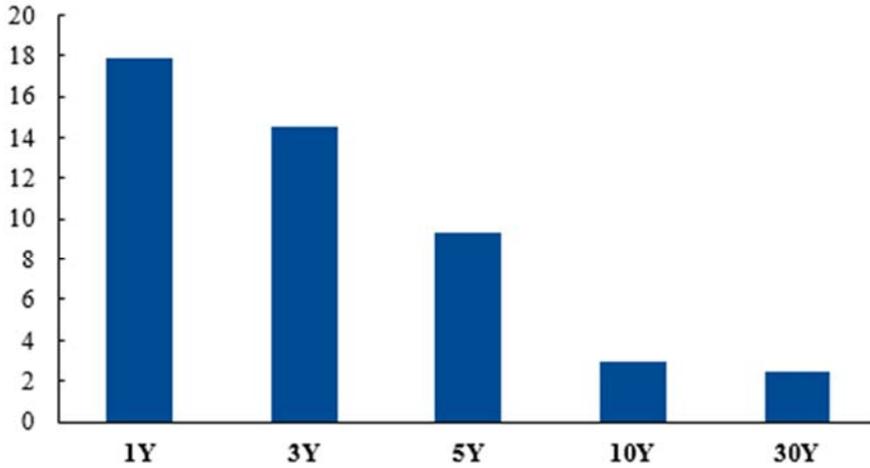
1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变动+17.8bp、+9.3bp、+3.0bp、+2.5bp 至 1.2%、1.43%、1.63%、1.88%，曲线熊平。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250106-20250110

图三：国债周度变化

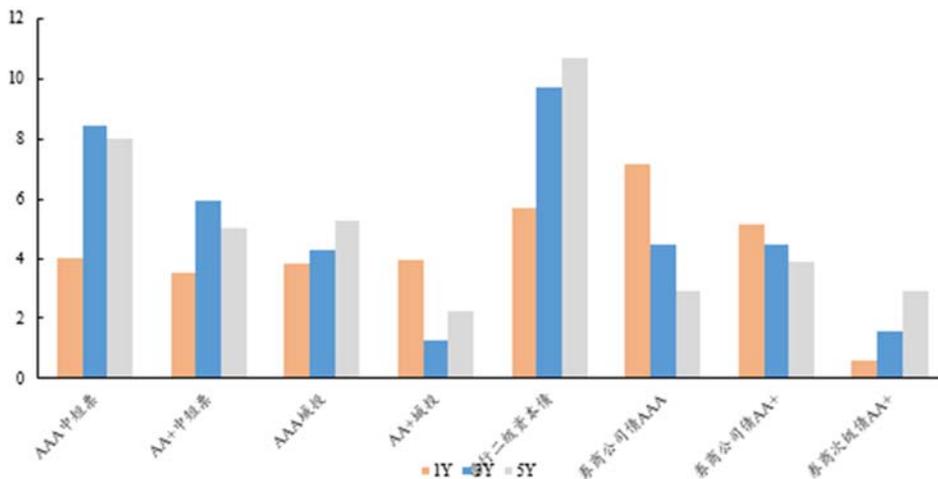


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250106-20250110

非金融信用债一级发行量回升，同时到期量增幅相对较小，使得净增量明显上升，二级市场收益率在利率债收益率上行带动下也明显回升。高等级调整幅度更大，AAA 评级上行 4-8bp，AA+评级上行 3-6bp，AA 评级上行 0-3bp。国开债 1-5 年期收益率上行 10-12bp，表现不及信用债，导致信用利差被动收窄、低等级更明显。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差多数已回落至历史 10%分位数下方。

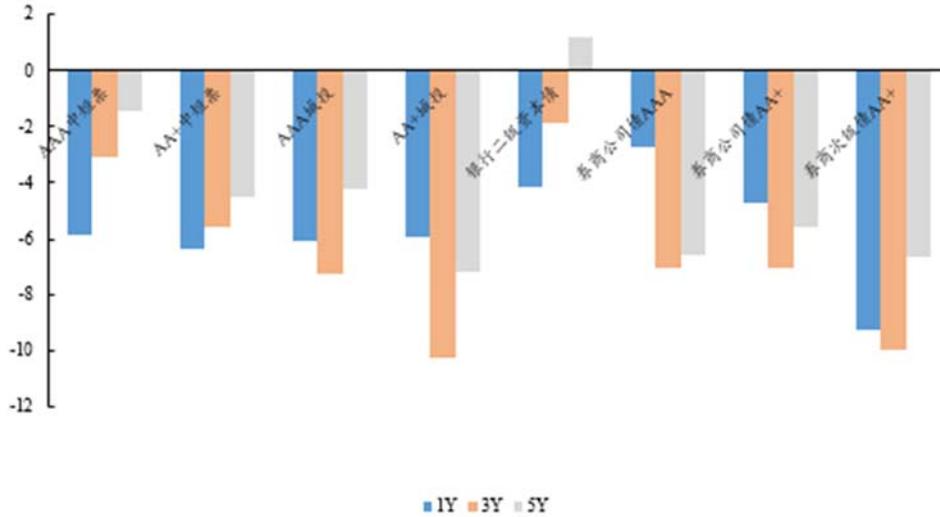
债市在资金面边际收敛和风险提示下，交易型机构止盈导致收益率出现上行。但在配置型资金信用债需求仍在的情况下，其收益率上行幅度相对较小，信用利差被动收窄。展望未来，经过前期信用补涨和信用利差的被动压缩，其又回落至历史相对低位区间。短期来看，信用债收益率或跟随利率债走势有所波动。更长期来看，还需持续关注是否会有新增财政政策出台。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250106-20250110

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250106-20250110

风险提示：

1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本材料中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。