

富荣固收：资金继续收紧，利率曲线更趋平坦

观点：

上周（1月13日-1月17日，下同）资金持续收紧，税期走款、信贷消耗超储、春节前取现等因素均对资金面形成较大冲击；基于央行稳汇率和防范长债利率债波动风险态度，预计短期内资金投放倾向于审慎，但由于有临时隔夜逆回购等调节工具，资金面出现极端行情概率较小。

短期内资金面所面临的扰动因素或将持续存在，对宽松节奏预期的摇摆或仍会对中短久期债券形成调整压力。同时随着近期短端的持续上调，收益率曲线更加平坦化，长端和短端国债利差已处于历史较低分位数。较为平坦的收益率曲线叠加对于长债的严监管态度，短端压力将逐步传导至长端，长债赔率已偏低，持债观望或为较多机构的选择。关注特朗普就职后动作以及央行在春节前一周的投放节奏。

1、热点追踪

12月新增社融 2.86 万亿元，去年同期 1.93 万亿元，Wind 一致预期 2.10 万亿元。12月新增人民币贷款 9900 亿元，去年同期 11700 亿元，Wind 一致预期 8430 亿元。12月 M2 同比增长 7.3%，前值 7.1%，Wind 一致预期 7.3%。12月 M1 同比增长-1.4%，前值-3.7%，Wind 一致预期-3.7%。

社融数据略超预期，主要是由政府债支撑，此外企业债券也同比少减。分项来看，人民币贷款增加 8407 亿元，同比少增 2685 亿元；企业债券减少 153 亿元，同比少减 2588 亿元；政府债增加 17612 亿元，同比多增 8288 亿元；委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项合计减少 1198 亿元，同比少减 363 亿元；委托贷款减少 18 亿元，同比少减 25 亿元；信托贷款增加 151 亿元，同比少增 196 亿元；未贴现票据减少 1331 亿元，同比少减 534 亿元。

信贷同比少增，主要受企业中长贷拖累，防空转等诉求仍在、实体融资需求也相对有限；居民短贷略少增，关注政策刺激与开年冲量下，1月居民短贷变化；此外居民中长贷和票据融资同比多增。

M1 继续回升，前期政策效力与楼市表现起到支撑，此外可能与规范同业存款有关，与之对应的是，非银存款大幅多减。

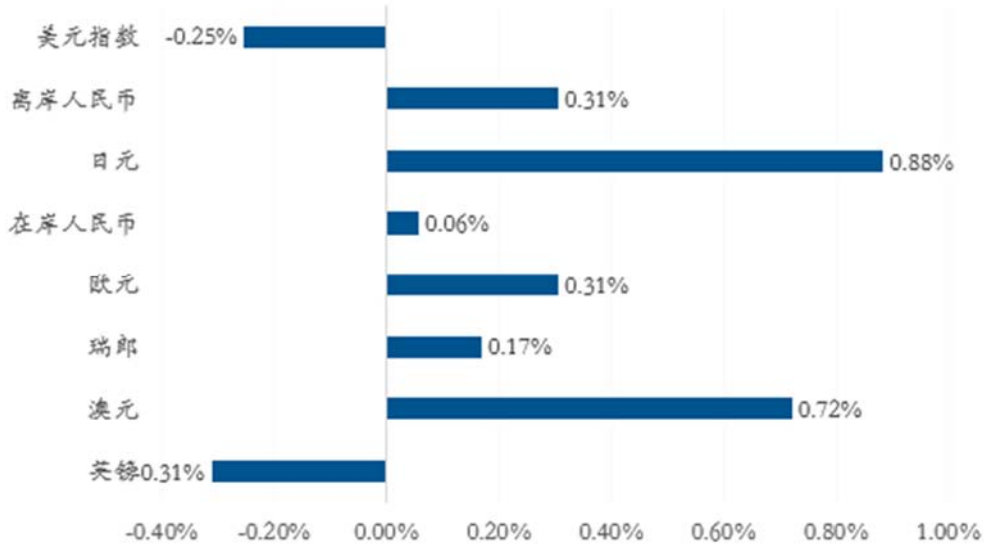
建议关注开年的政策发力与融资需求，目前来看似乎政府债发行依旧偏慢。此外最近的关注点是资金趋紧，但根据季节性，春节前 1 周左右央行会有跨节投放，资金压力或会趋缓。

2、上周高频数据

1月第三周生产节奏显现分化，多数指标回落。上游方面，电厂用煤量下滑，高炉开工率持平，粗钢产量增长。地产链中，螺纹钢、浮法玻璃等均下降。泛消费品链中，PTA 开工率下滑。消费总体回落，农产品价格虽上升但处于历史同期低位区间。投资方面，建筑施工需求回落，商品房销售下滑。出口方面，航运指数多数下行。后续需关注全球需求恢复及地缘政治冲突对航运的影响。

美元走弱，非美货币整体走强。截至 1 月 17 日，美元指数下行 0.25%，在岸人民币涨 0.31%，日元涨 0.88%，瑞郎涨 0.17%，欧元涨 0.31%，澳元涨 0.72%，英镑跌 0.31%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

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 | 80.79 | 美元/桶 | 1.29% |
| | | WTI原油 | 77.88 | 美元/桶 | 1.71% |
| | 煤炭 | 环渤海动力煤 | 767.00 | 元/吨 | -0.90% |
| | 有色 | LME铜结算价 | 9132.00 | 美元/吨 | 1.52% |
| 中游 | 工业 | 水泥价格指数 | 124.47 | 点 | -2.41% |
| | | 兰格钢价指数 | 133.50 | 点 | 1.37% |
| | | PTA开工率 | 80.94% | % | -0.0068 |
| | | 高炉开工率 | 77.16% | % | 0 |
| | | 南华玻璃指数 | 1739.57 | 点 | 11.08% |
| | 外贸 | SCFI | 2130.82 | 点 | -6.98% |
| | | CCFI | 1557.76 | 点 | -0.20% |
| | | CDFI | 841.73 | 点 | 0.36% |
| | BDI | 987.00 | 点 | -5.82% | |
| 下游 | 房地产 | 30大中城市商品房成交面积 | 131.24 | 万平方米 | -2.41% |
| | | 30大中城市一线城市商品房成交面积 | 40.16 | 万平方米 | -8.26% |
| | | 30大中城市二线城市商品房成交面积 | 59.88 | 万平方米 | -11.40% |
| | | 30大中城市三线城市商品房成交面积 | 31.20 | 万平方米 | 2.84% |
| | 汽车 | 乘用车厂家零售日均销量 | | 辆 | |
| 食品 | | 蔬菜批发价格指数 | 5.19 | 2015年=100 | 0.58% |
| | | 猪肉平均批发价 | 22.85 | 元/公斤 | 1.02% |
| | | 农产品批发价格200指数 | 122.87 | 2015年=100 | 0.59% |

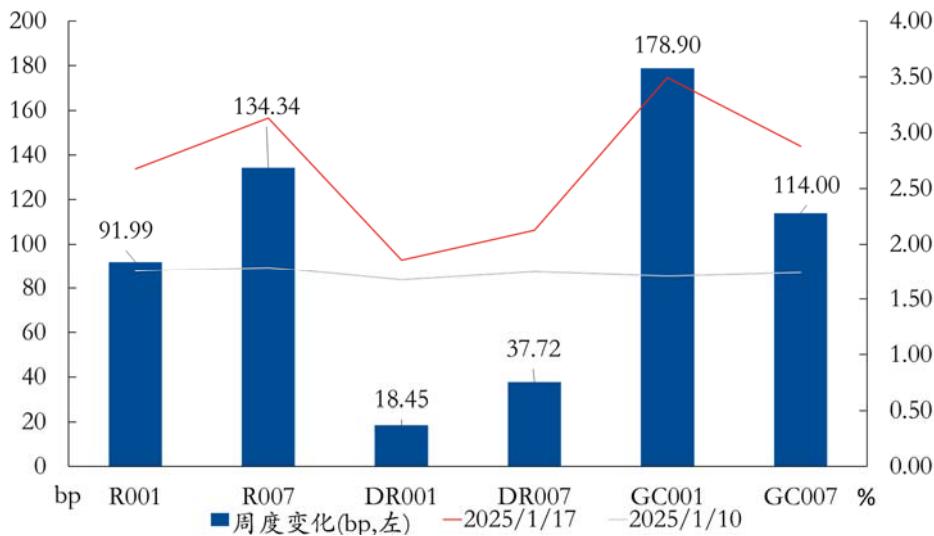
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

3、上周债券市场

资金利率大幅抬升，资金分层现象加剧。DR001 上行 18.45bp 至 1.86%，DR007 上行 37.72bp 至 2.12%，R001 上行 91.99bp 至 2.68%，R007 上行 134.34bp 至 3.13%。CD:1M 上行 34.39bp 至 2%，CD:3M 上行 23.98bp 至 1.89%，CD:6M 上行 14.51bp 至 1.79%，CD:1Y 上行 7.25bp 至 1.7%。

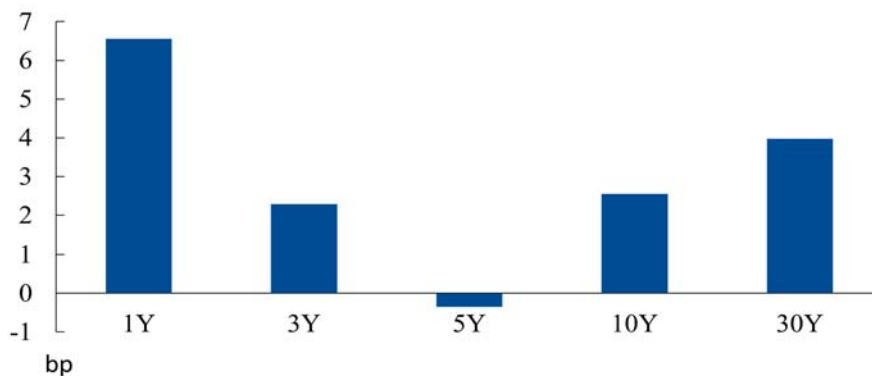
各期限利率债不同程度上受到资金面收紧扰动影响，1 年以内收益率上行尤为明显，曲线整体平坦化。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变动+6.56bp、-0.35bp、+2.55bp、+3.68bp 至 1.26%、1.43%、1.66%、1.92%，曲线依然较平。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

图三：国债周度变化

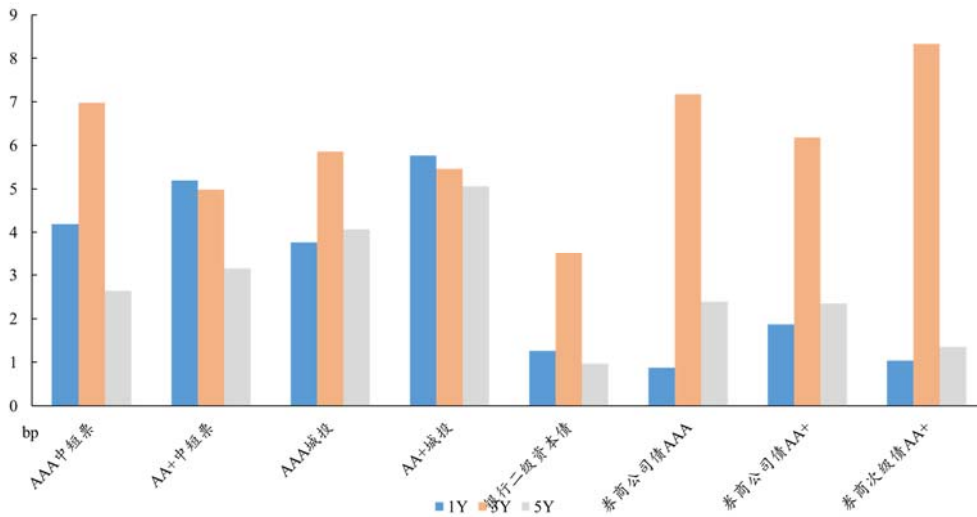


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

非金融信用债一级发行量大幅回升，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，短端调整幅度更大。1年期上行10-13bp，3-5年上行3-8bp。国开债1年期收益率上行8bp，3-5年仅小幅上行1bp，表现好于信用债，导致信用利差主动走扩2-7bp。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差多在5-20%分位数左右。

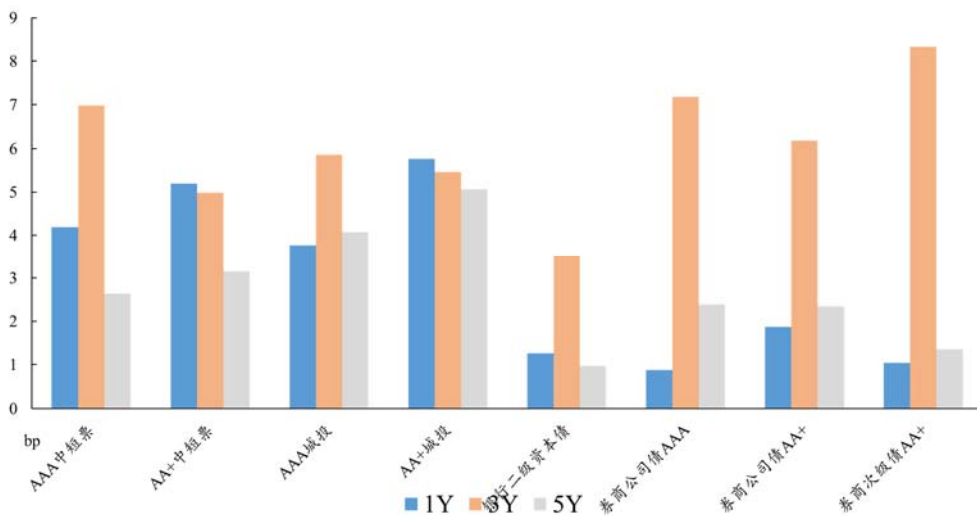
资金面收敛导致债市短端承压，中长端收益率波动加大并小幅上行，信用债收益率也随之调整，信用利差扩大。但配置型资金需求仍在，净买入信用债规模增长。短期内，信用债收益率或继续跟随利率债波动，但信用利差大幅走扩的可能性较低。长期来看，需关注财政政策动态及理财估值整改影响，若严格执行则理财可能重回中高等级和中端久期债券，对长周期和低等级品种需求或减弱。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250113-20250117

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。