

富荣固收：资金边际宽松，利率曲线继续平坦化

观点：

春节后央行净回笼，资金整体较节前宽松，但资金价格特别是隔夜资金仍偏贵。春节期间，DeepSeek 冲击全球 AI 格局、特朗普对于关税的态度反复、美国经济数据走弱，海外资产波动明显加大。国内，港股表现出韧性，中美科技公司估值收敛，人民币承压。人民币汇率压力忧虑下，中国宽松节奏亦受扰动，央行在宽货币、稳汇率、稳利率三项目标间权衡，汇率压力可能制约货币政策，同时，需关注因利率债特别是长端及超长端利率债收益率较低而导致的央行近期对流动性边际收敛的态度。

上周（2025 年 2 月 5 日-2 月 7 日，下同）股市、债市行情较好，国债期货春节后涨势强于现券，30 年期主力合约连上新高，于 2 月 6 日午后突破 122 元，7 日新高在 122.28 元。但现券难下前低对期货涨势有一定制约，叠加股市交易热情大幅回暖，7 日午后国债期货全线震荡回落，TL 合约本周收盘未守住 122 元，短端前期涨势较弱，并于周五收盘基本抹平春节后涨幅。基于央行稳汇率诉求仍强，中长债收益率短期内难破前低，整体维持偏强震荡格局，曲线走平。

1、热点追踪

2025 年 1 月财新中国服务业 PMI 录得 51.0%，低于上月 1.2 个百分点，为 2024 年 10 月以来较低水平，但仍维持扩张。国家统计局 2 月 9 日发布数据显示，2025 年 1 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.5%；2025 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）和购进价格同比均下降 2.3%，降幅均与上月相同；环比均下降 0.2%。Wind 数据显示，机构预期 1 月 PPI 同比下降 2.1%。

1 月制造业和服务业供需均有改善，就业均显著下降，价格水平总体较为低迷，尤其是制造业出厂价格，市场乐观预期回升但仍低于长期均值。

1 月 CPI 环比上涨 0.7%（前值 0%），同比上涨 0.5%（前值 0.1%），弱于历年同期水平，过去五年春节在 1 月份的年份环比均值为 1.1%。1 月 CPI，在春节假期效应、油价回升、服务消费稳中向好的共同拉动下，抵消食品涨幅温和的影响，同比涨幅有所扩大。春节效应对非食品项价格带来较大支撑：非食品价格上涨 0.6%，过去五年季节性均值为 0.4%，主要在于春运出行热情和消费需求高涨带动。2025 年春运从 1 月 14 日开始，截至 1 月 31 日，2025 年春运跨区域人员累计流动量约为 41.8 亿人次，春运以来每日平均同比增长 8.2%，春运客运量走势强于往年。受春节期间出行和文娱消费需求大幅增加影响，1 月份飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格分别上涨 27.8%、16.0%、11.6%和 9.6%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.28 个百分点。出行文娱消费需求拉动服务价格上涨较快，加之油价回升对工业消费品价格亦有一定渗透性拉动，核心 CPI 涨幅好于预期。

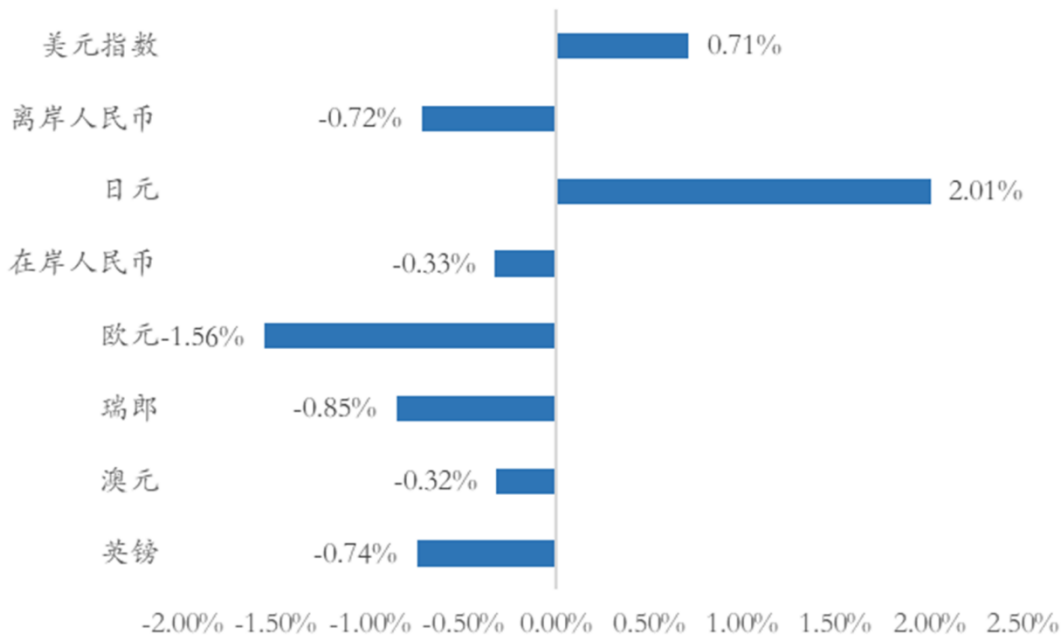
1 月份，受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，PPI 环比未能转正，同比跌幅持平，国际油价回升传导效应，不敌投资相关煤炭钢铁的跌幅。我国 PPI 同时由原油——石化产业链，以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。1 月受前期国际油价回升的带动，原油石化产业链价格转涨，石油和天然气开采环比上涨达 4.5%，较 2024 年 12 月扩大 4.4 个百分点。但受春节假期效应和低温天气影响，国内投资活跃度下降，煤炭冶金产业链跌幅扩大，煤炭开采和洗选、黑色金属分别环比下跌 2.2%、0.9%，跌幅均较前月扩大 0.3 个百分点。

2、上周高频数据

由于春节假期影响，2 月节后第一周高频数据的比较起点因不同数据略有不同，整体看，钢价略涨，原油、煤炭均下跌。全国主要钢企高炉开工率较上周上升，螺纹钢全国主要钢厂开工率较上周上升，本周生产整体平稳运行；水泥、玻璃略跌，外贸指标涨跌互现，通胀数据中蔬菜、猪肉等物价均有下行，商品房成交面积比较抢眼，均有较大幅度上涨，关注其持续性。

美元走强，日元走强，其他非美货币整体走弱。截至 2 月 7 日，美元指数上行 0.71%，在岸人民币跌 0.33%，日元涨 2.01%，瑞郎跌 0.85%，欧元跌 1.56%，澳元跌 0.32%，英镑跌 0.74%。

图一：主要货币变化率



表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	2025年2月7日	单位	周环比
上游	原油	布伦特原油	74.66	美元/桶	-3.14%
		WTI原油	71	美元/桶	-2.97%
	煤炭	环渤海动力煤	761.00	元/吨	-0.13%
	有色	LME铜结算价	9,288.00	美元/吨	0.76%
中游		水泥价格指数	120.85	点	-0.01%
		兰格钢价指数	134.10	点	0.07%
		PTA开工率	0.00%	%	0
		高炉开工率	78.00%	%	0.78
		南华玻璃指数	1,605.57	点	-1.47%
	外贸	SCFI	1,896.65	点	-7.27%
		CCFI	1,415.03	点	-5.98%
		CDFI	849.48	点	5.50%
BDI		815.00	点	7.10%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	39.05	万平方米	-0.01%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	9.63	万平方米	226.58%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	22.39	万平方米	605.78%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	7.03	万平方米	149.30%
食品		蔬菜批发价格指数	5.37	2015年=100	-6.12%
		猪肉平均批发价	22.93	元/公斤	-1.80%
		农产品批发价格200指数	125.62	2015年=100	-2.50%

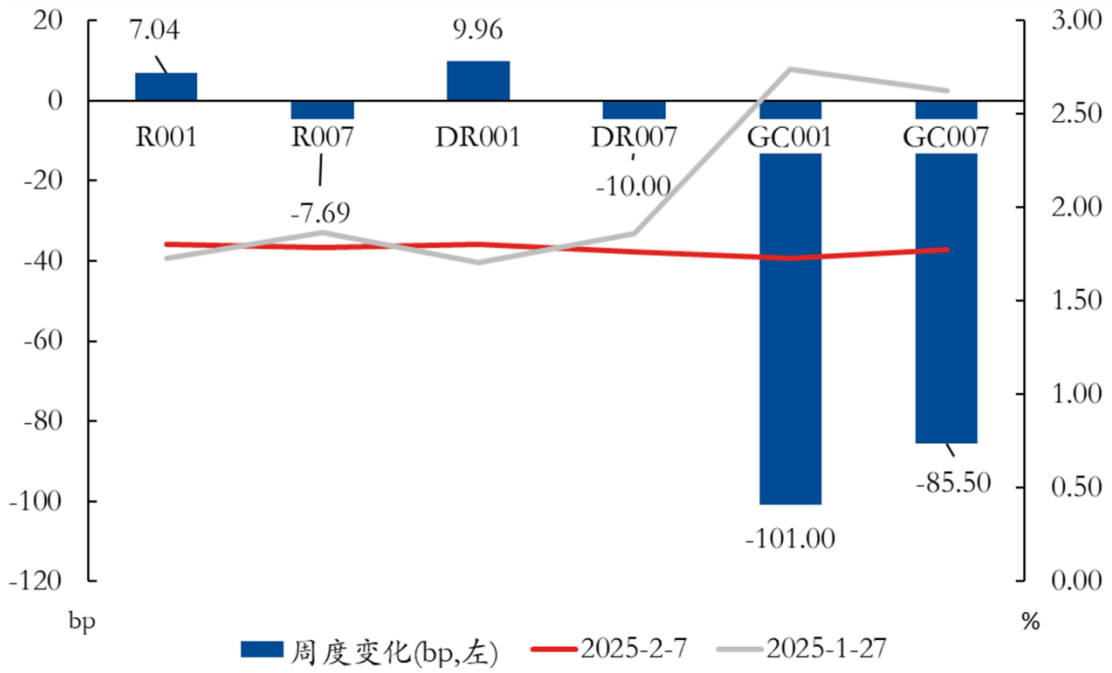
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250205-20250207

3、上周债券市场

资金较春节前宽松，但隔夜资金价格仍偏贵，资金出现倒挂。DR001 上行 9.96BP 至 1.8%，DR007 下行 10BP 至 1.76%，R001 上行 7.04BP 至 1.8%，R007 下行 7.69BP 至 1.79%。CD:1M 下行 1.02BP 至 1.685%，CD:3M 下行 13.57BP 至 1.7069%，CD:6M 下行 9.38BP 至 1.6927%，CD:1Y 下行 4.5BP 至 1.67%。

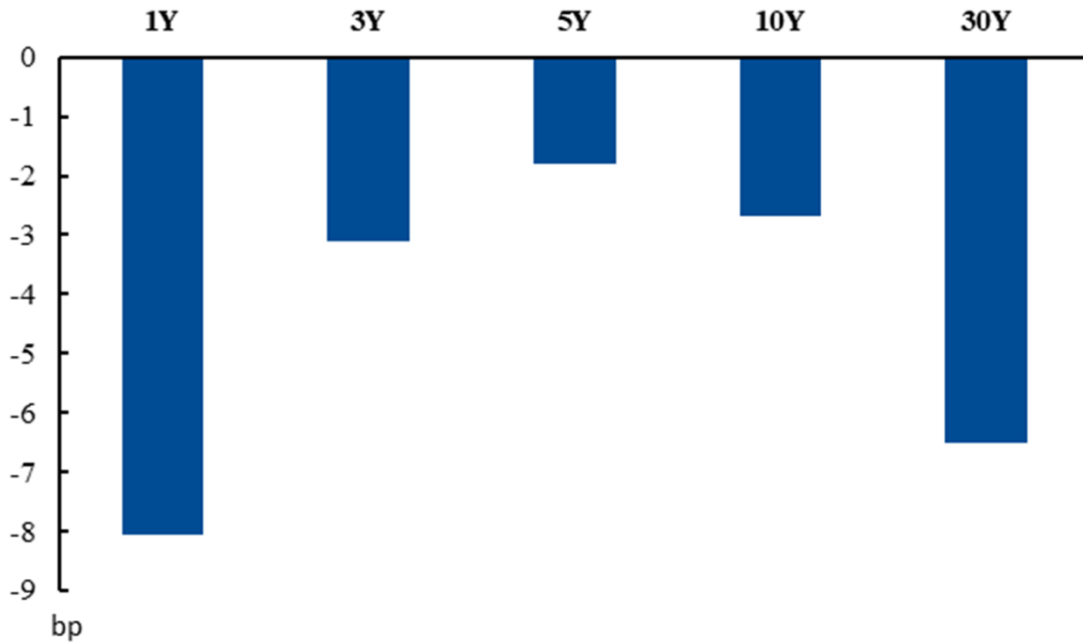
资金边际转松，利率债走强，各期限出现不同程度下行，其中两端下行幅度较大。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变动-8.07BP、-1.79BP、-2.67BP、-6.5BP 至 1.22%、1.39%、1.60%、1.80%，曲线依然较平。

图二：资金面变化



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250205-20250207

图三: 国债周度变化



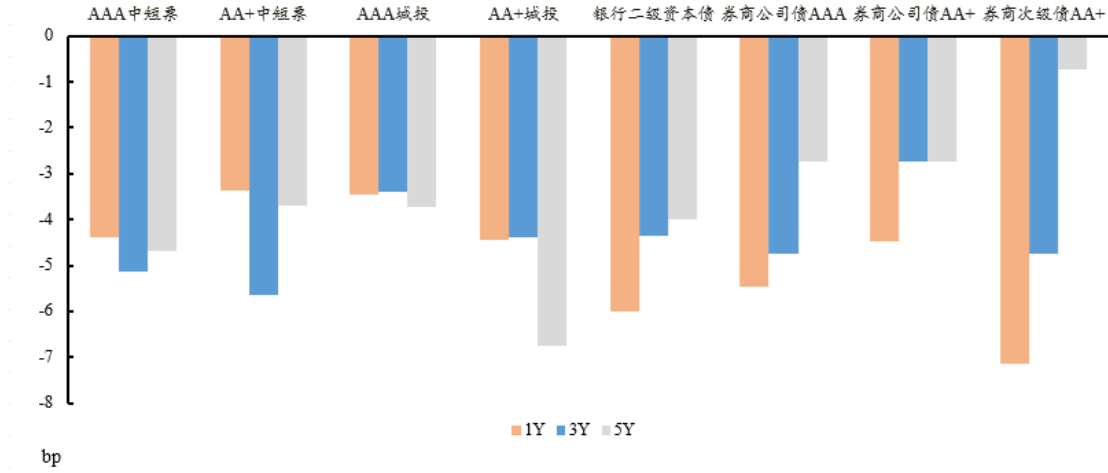
数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250205-20250207

春节后第一周央行OMO自然回笼, 资金面季节性转松, 信用债中短端表现好于长端。信用债收益率普遍下行, 中短端、中高等级品种表现较优, 利差走势分化, 5y以下中短票利差普遍收窄1-5BP, 5y及以上中短票利差普遍走阔0-4BP。

春节至两会期间债市处于经济数据空窗期, 信用债市场影响因素重点关注资金面、机构行为以及两会政策部署等。资金面方面, 央行对冲是主导资金走势的关键;

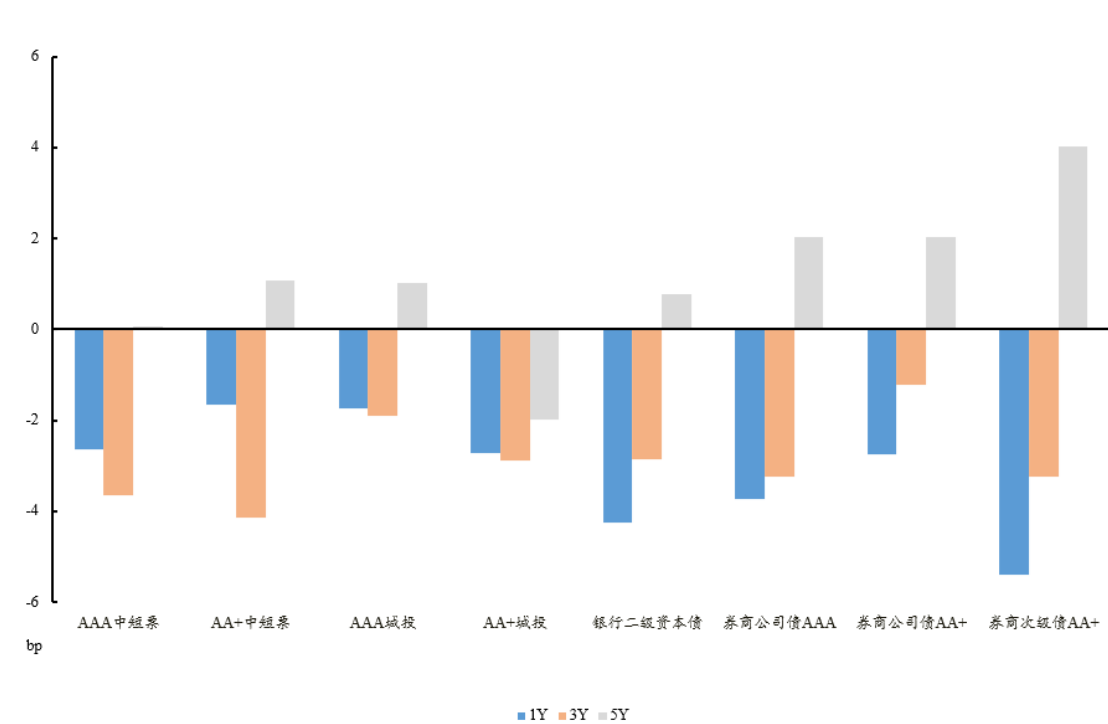
机构行为方面，2月开门红，信用债仍有一定配置需求；两会政策与权益市场方面，两会前宽信用、宽货币政策预期博弈，以及股市春季躁动行情或加大债市波动。信用利差短期或难出现趋势性的大幅压缩。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250205-20250207

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250205-20250207

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。