

## 富荣固收：资金紧平衡，债市调整

观点：

上周（2025年2月10日-2025年2月14日，下同），债市资金平衡偏紧，短端品种承压，调整幅度较大，债市持续盘整，曲线熊平。周内2024年四季度货币政策报告、2025年1月金融数据发布，权益利好消息等推动10年国债收益率继续上行至1.64%附近。虽然1月金融数据超预期，但结构上看，企业贷款同比多增主要来自票据融资多增，反映出有效贷款需求仍然偏弱。叠加1月份春节效应影响，2月份金融数据有可能回落。

后续两会政策操作、资金要素成为债市短期走向的较为关键的要素，之前债市存在一定的超涨，存单与10Y利率债价格倒挂，资金与利率债倒挂，短端利率价格倒挂，这或将都不能长久持续。长端持续下行的思维应该得到一定修正，但是经济数据的持续性还有待观察，机构年初的配置行为导致10Y利率不易上行，故如果资金延续紧平衡的话，债市或将维持震荡偏弱行情。

### 1、热点追踪

2月14日，央行公布的数据显示，1月新增人民币贷款5.13万亿元，人民币存款增加4.32万亿元。1月新增社会融资规模为7.06万亿元，同比多增5833亿元，社会融资规模存量同比8%，前值8%。1月末，广义货币(M2)余额318.52万亿元，同比增长7%。狭义货币(M1)余额112.45万亿元，同比增长0.4%。流通中货币(M0)余额14.23万亿元，同比增长17.2%。当月净投放现金1.41万亿元。

1月金融数据如约兑现“开门红”，新增信贷、社融规模均创历史新高，也明显好于预期。其主要是地方债超计划发行及信贷贡献。1月政府债新增6933亿元，同比多增3986亿元，政府债同比多增，主要是在“置换债”和专项债自审自发试点扰动下，地方债计划发行和实际发行之间的差距为近年同期较大。

信贷结构上，居民部门略有走弱、可能与春节效应等有关，中长期贷款同比转为少增，房地产销售边际走弱是主要拖累；企业部门表现亮眼，尤其是企业中长期贷款在高基数的基础上进一步多增，时隔10个月后首次转正，体现出较强的韧性，财政相关配套融资改善、出口企业投资意愿增加可能是主要拉动因素。但同时也需注意，企业贷款同比多增主要来自票据融资多增，反映出有效贷款需求仍然偏弱，实体企业内生融资意愿不强。

考虑符合货币供应量定义的金融工具范畴发生了重大变化，M1口径调整加入了个人活期存款、非银支付机构备付金两项。调整后的M1增速波动趋势并未发生变化、但降幅有所收窄，一方面主要是因为高基数，2024年1月受增发国债与化债财政下发大量资金等因素影响，新口径M1余额增加了大约2万亿元，是2017年以来同期最高值，另一方面春节效应

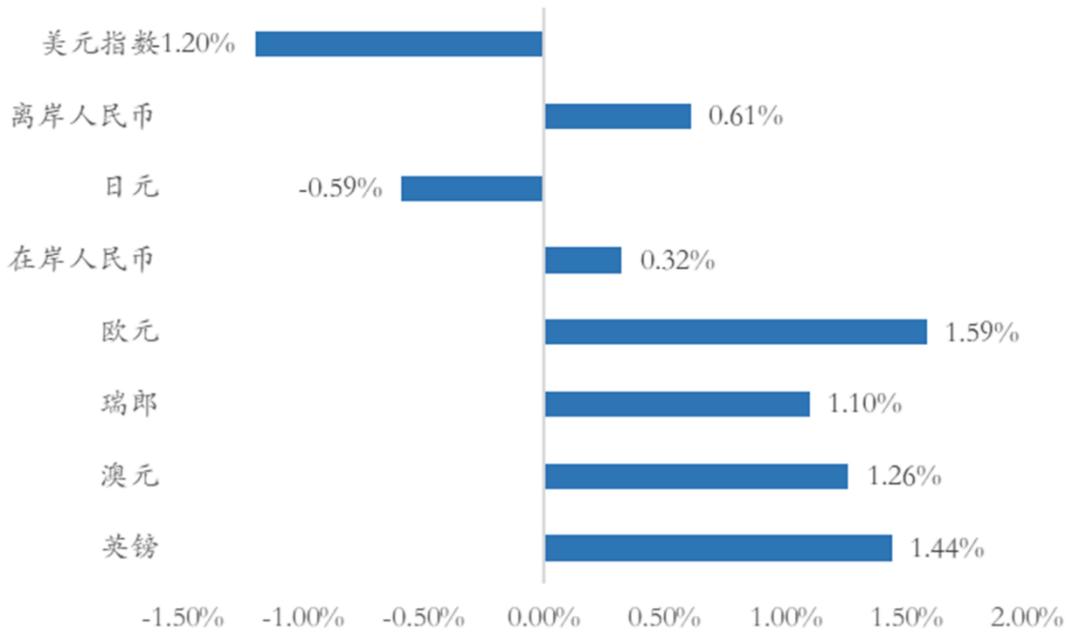
也有影响。M2 增速为 7%，较上月下降 0.3pct，可能受到存款流向理财、财政存款流入私人部门减慢的影响。

## 2、上周高频数据

春节后经济表现逐渐企稳，特别是销售和投资。服务消费表现较好，电影、游乐和旅游消费均显著增长。地产销售仍活跃，成交面积周比为正，有一定的增长幅度。港口数据边际改善，海运价格有所回升。汽车生产表现较好，销售情况逐步恢复。物价方面，食品价格回落，钢价再次转跌。

美元震荡下行，日元走弱，其他非美货币整体走强。截至 2 月 14 日，美元指数下行 1.20%，在岸人民币涨 0.32%，日元跌 0.59%，瑞郎涨 1.10%，欧元涨 1.59%，澳元涨 1.26%，英镑涨 1.44%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250210-20250214

表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本周	单位	周环比
上游	原油	布伦特原油	74.74	美元/桶	0.11%
		WTI原油	70.74	美元/桶	-0.37%
	煤炭	环渤海动力煤	750.00	元/吨	-1.45%
	有色	LME铜结算价	9812.00	美元/吨	5.64%
中游		水泥价格指数	120.09	点	-0.63%
		兰格钢价指数	133.10	点	-0.75%
		PTA开工率	82.33%	%	1.04%
		高炉开工率	78.00%	%	0.00%
		南华玻璃指数	1508.66	点	-6.04%
	外贸	SCFI	1758.82	点	-7.27%
		CCFI	1387.16	点	-1.97%
		CDFI	834.32	点	-1.78%
	BDI	792.00	点	-2.82%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	89.22	万平方米	-0.63%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	23.97	万平方米	69.86%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	46.99	万平方米	82.11%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	18.27	万平方米	62.62%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	26528	辆	-58.91%
	食品		蔬菜批发价格指数	5.21	2015年=100
		猪肉平均批发价	21.78	元/公斤	-5.02%
		农产品批发价格200指数	123.03	2015年=100	-2.35%

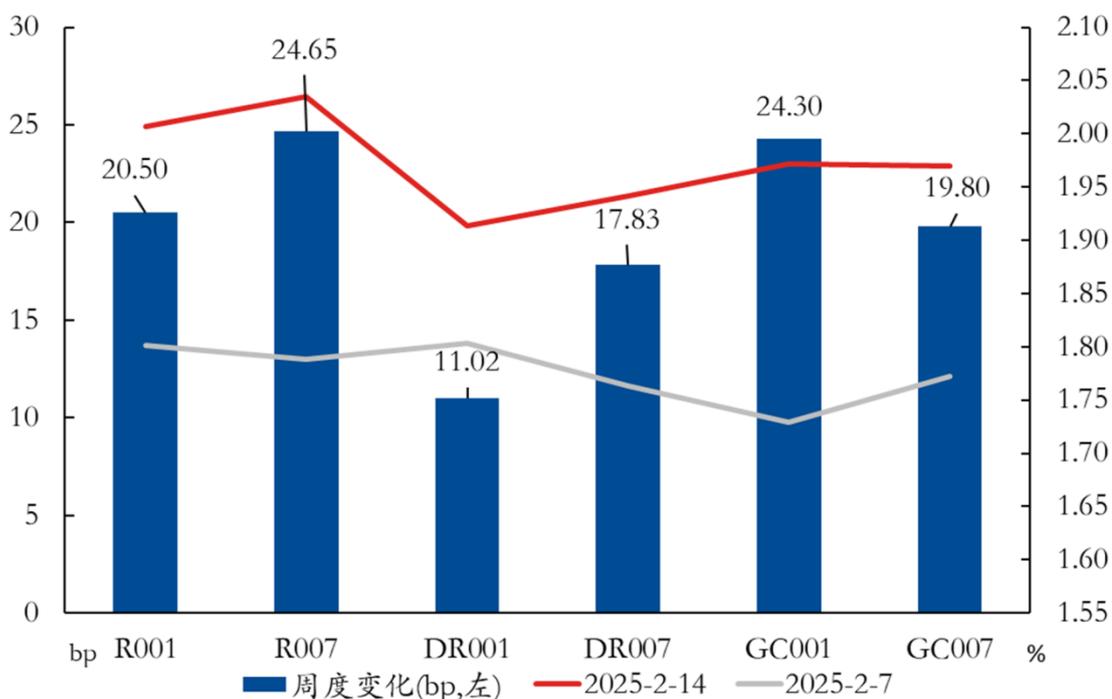
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250210-20250214

### 3、上周债券市场

资金整体偏紧，价格整体上行。DR001 上行 11.02BP 至 1.91%，DR007 上行 17.83BP 至 1.94%，R001 上行 20.50BP 至 2.01%，R007 上行 24.65BP 至 2.03%。CD:1M 上行 24.25BP 至 1.9275%，CD:3M 上行 18.81BP 至 1.895%，CD:6M 上行 16.23BP 至 1.855%，CD:1Y 上行 13.5BP 至 1.805%。

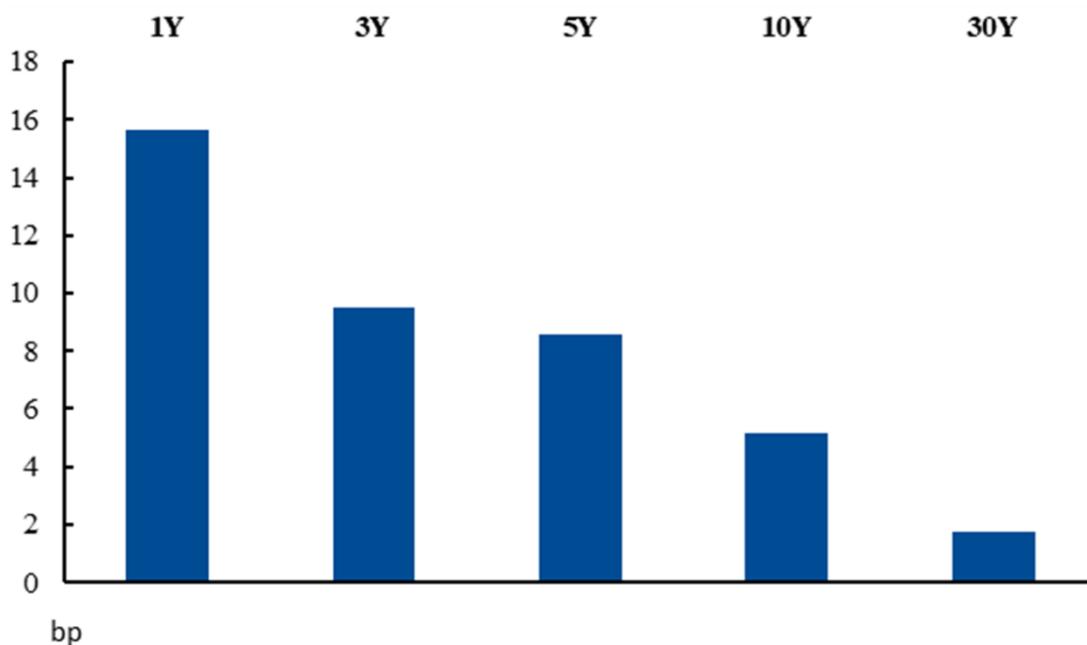
资金偏紧，利率债走弱，各期限出现不同程度上行，其中短端上行幅度较大。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变动 15.66BP、8.59BP、5.14BP、1.75BP 至 1.38%、1.48%、1.65%、1.82%，曲线依然较平。

图二：资金面变化



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250210-20250214

图三: 国债周度变化



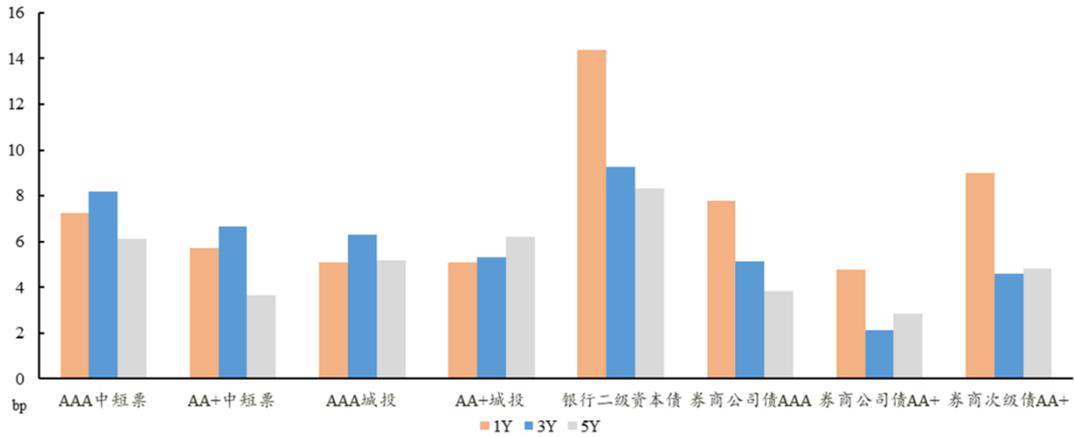
数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250210-20250214

上周央行OMO净回笼, 资金面相对偏紧, 银行间市场隔夜资金利率与7D资金利率持续倒挂, 负carry环境下短端品种收益率大幅上行。信用债收益率变化长端表现占优, 10y隐含评级AA品种收益率下行1BP, 1-7y各品种收益率普遍上行1-8BP。上周无风险利率上行, 信用利差被动收窄, 各品种信用利差普遍收窄2-9BP, 低等级品种利

差收窄幅度更大。

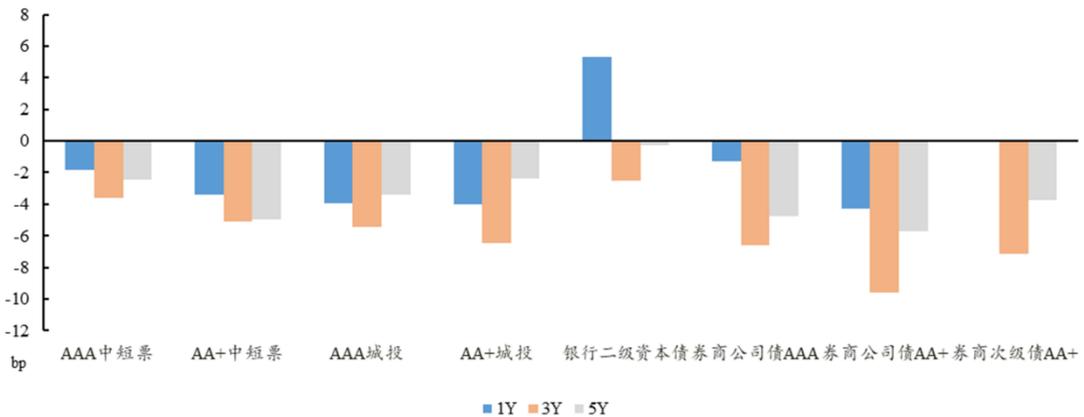
上周地方债供给增加对资金面或仍有扰动，关注央行对冲操作。两会召开在即，宽货币与宽信用政策存在博弈，或需2月信贷数据验证。在此之前，信用利差继续趋势性压缩的难度较大。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250210-20250214

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250210-20250214

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。

