

富荣固收：资金面反复，债市调整

观点：

上周（2025 年 2 月 17 日-2025 年 2 月 21 日，下同），资金面虽有反复，但整体偏紧。美元走弱，汇率压力有所缓解，但鉴于之前债市收益率下行较快，此次央行的态度比较坚决，流动性管理仍偏审慎，资金延续紧势。我们认为对于资金面，央行不会放任不管，但也不会让资金泛滥，故预计未来资金面仍可能有反复，整体仍或偏紧。

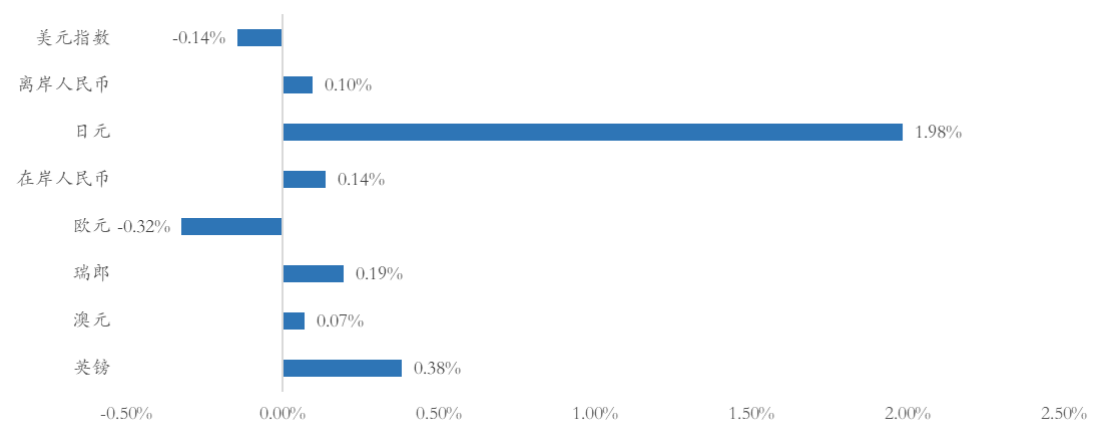
由于资金面较紧，叠加股市等风险资产的压制，上周债市出现较大幅度的调整。市场由短端传导至长端，由利率债传导至信用债，均有不同程度的调整，且调整幅度较大。如果资金面继续维持紧平衡，引发赎回的负反馈，债市或将进一步深度调整。不过，3 月利率债券供给将增加，央行为配合债券发行，资金面大概率不会过紧，而是视具体情况时宽时紧。债市操作难度增大，策略上建议继续观望等待。

1、上周高频数据

上周，生产端整体回暖，主要钢材品种库存上升，螺纹钢主要钢厂开工率上升；PTA 下降，石油沥青、纯碱等开工率上升。需求有分化，30 大中城市商品房成交面积下降，热轧板卷、冷轧板卷、沥青期货价格上升，但玻璃期货、水泥、螺纹钢等杆价格下降，电影票房下降；进出口 CCFI、SCFI 指数下降，BDI 综合指数上升。通胀，农产品批发价格 200 指数、猪肉平均批发价、重点监测水果和蔬菜批发价均下降。乘用车表现开工恢复有力。

美元走弱，其它非美货币整体走强。截至 2 月 21 日，美元指数下行 0.14%，在岸人民币涨 0.14%，日元涨 1.98%，瑞郎涨 0.19%，欧元跌 0.32%，澳元涨 0.07%，英镑涨 0.38%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

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	74.43	美元/桶	-0.41%
		WTI原油	70.4	美元/桶	-0.48%
	煤炭	环渤海动力煤	729.00	元/吨	-2.80%
	有色	LME铜结算价	9494.00	美元/吨	-3.24%
中游		水泥价格指数	118.23	点	-1.55%
		兰格钢价指数	134.60	点	1.13%
		PTA开工率	79.14	%	-3.19%
		高炉开工率	77.66	%	-0.34%
		南华玻璃指数	1515.84	点	0.48%
	外贸	SCFI	1595.08	点	-9.31%
		CCFI	1318.71	点	-4.93%
		CDFI	881.32	点	5.63%
		BDI	981.00	点	23.86%
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	114.37	万平方米	-1.55%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	33.58	万平方米	28.19%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	52.44	万平方米	40.08%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	28.36	万平方米	11.61%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	48910	辆	84.37%
食品		蔬菜批发价格指数	4.94	2015年=100	-5.18%
		猪肉平均批发价	21.45	元/公斤	-1.52%
		农产品批发价格200指数	120.58	2015年=100	-2.29%

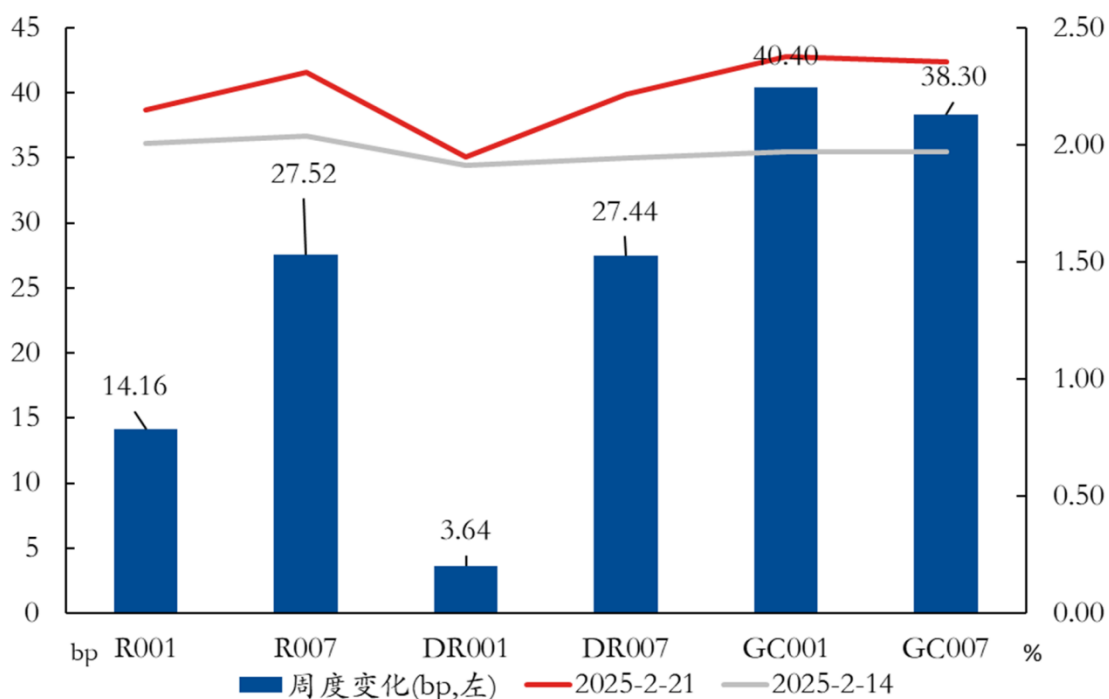
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

2、上周债券市场

资金紧平衡，债市调整。DR001 上行 3.64BP 至 1.95%，DR007 上行 27.44BP 至 2.22%，R001 上行 14.16BP 至 2.15%，R007 上行 27.52BP 至 2.31%。CD:1M 上行 14.92BP 至 2.0767%，CD:3M 上行 14BP 至 2.035%，CD:6M 上行 16.2BP 至 2.017%，CD:1Y 上行 15BP 至 1.955%。

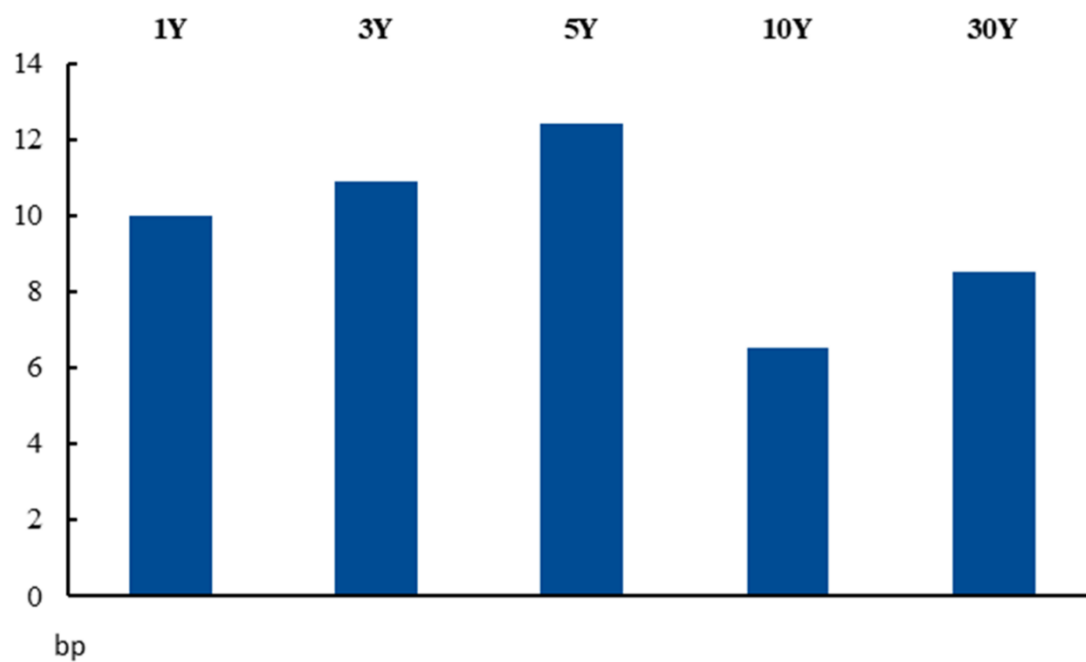
资金反复，整体偏紧，叠加股市压制，所有期限利率债均出现不同程度较大幅度调正。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变动-10.02BP、-12.41BP、-6.54BP、-8.5BP 至 1.4797%、1.6045%、1.72%、1.9050%，5 年表现最弱，10 年表现较稳，期限利差收窄。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

图三：国债周度变化

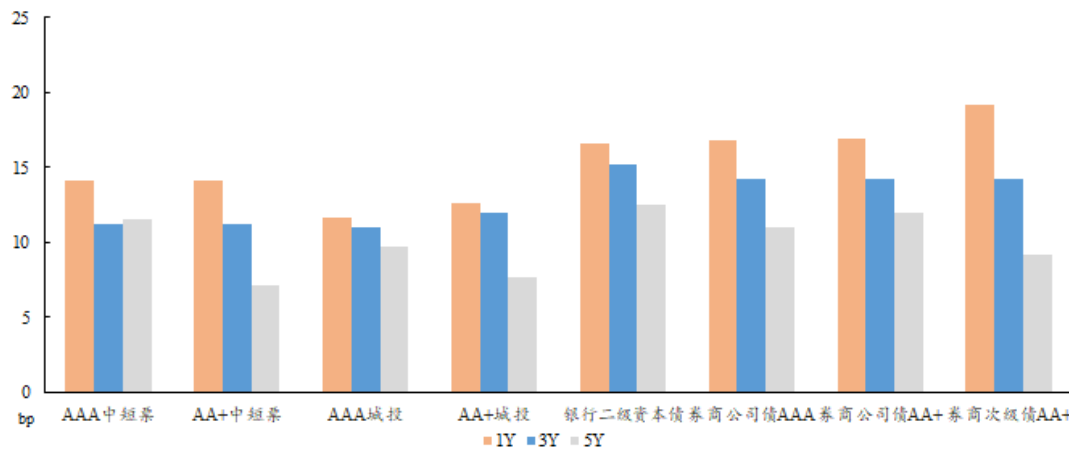


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

央行对流动性的呵护程度不及预期，导致市场流动性持续收敛，债券收益率整体上行，利差继续扩大。1年、3年期隐含 AA+城投债收益率上行 13BP、12BP 至 2.04%、2.07%，5年期则上行 8BP 至 2.11%。1年、3年、5年期 AAA-二级资本债收益率分别上行 17BP、15BP、13BP 至 2.03%、2.00%、2.00%。

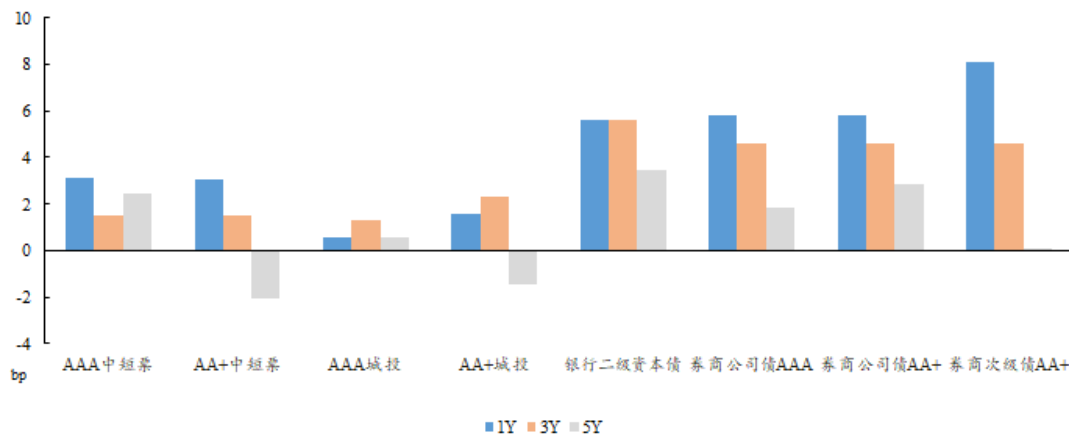
后续仍需要持续关注理财规模变化、利率债供给、央行操作和两会是否会有新增财政政策出台等。目前信用高收益利差还未开始反应，但如果出现赎回冲击，不排除快速上行的可能。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250217-20250221

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。