

富荣固收：大国博弈，债市短期进入震荡期

观点：

上周（2025 年 4 月 7 日至 2025 年 4 月 11 日，下同）债市主要围绕资金面、权益市场以及外部关税政策进行交易。美国加征关税政策或难以更为剧烈，之后更多是政策优化，“稳增长”下，市场对于货币宽松预期或成为收益率上行的原因之一。二季度降准概率大于降息，部分机构预计降准幅度或在 50BP-100BP 区间。短端下行空间更为确定，1Y 国债收益率或进一步压缩，长端品种继续下行则需要更大力度的利好。

1、热点追踪

1.1 2025 年 3 月份居民消费价格同比下降 0.1%

据国家统计局网站消息，国家统计局 4 月 9 日公布 3 月份全国居民消费价格和工业生产者出厂价格数据。

3 月 CPI 同比下降 0.1%。其中，城市下降 0.1%，农村下降 0.3%；食品价格下降 1.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.3%。1-3 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

3 月 PPI 同比下降 2.5%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 2.4%，环比下降 0.2%。一季度，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.3%。

物价水平稳中偏弱。3 月 CPI 环比季节性下行，同比降幅明显收窄，主要是受上年同期基数下沉带动；与此同时，以旧换新政策扩围加力，也对家电、汽车、电子产品价格带来支撑。3 月春节消费旺季影响进一步消退，加之天气转暖，部分鲜活食品大量上市，当月猪肉、鲜菜、水果等主要食品价格都有不同程度下降；3 月成品油价格“二连降”，同比降幅也有所扩大，即由 2 月的-1.4%扩大至-6.5%，主要体现国际输入性因素影响。3 月剔除波动较大的食品、能源价格，更能体现根本物价水平的核心 CPI 同比为 0.5%，较上月上升 0.6 个百分点，1-3 月累计同比为 0.3%，显示 3 月及年初物价水平稳中偏弱，为扩消费对冲外部冲击提供了充分的空间。

3 月 PPI 环比、同比跌幅扩大，主因国际原油价格总体继续下跌并逐步传导至国内相关行业，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行。另外，终端消费不足导致生活资料价格跌幅也有所加深。美国宣布“对等关税”后，国际大宗商品价格大幅下跌，同时外需放缓也将对国内工业品价格有一定抑制作用，预计 4 月 PPI 同比降幅将进一步扩大。

1.2 3 月金融数据出炉

4 月 13 日，中国人民银行公布 3 月金融数据。数据显示，社融增加 5.89 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，大幅高于 WIND 统计的市场平均预期（为 4.7 万亿元）；社融存量增速为 8.4%，较上月升高 0.2pct。3 月实体信贷增加 3.8 万亿元，同比多增 5358 亿元，较 1-2 月累计同比多增的 522 亿元大幅扩大。M2 同比增长 7%（前值 7%），M1 增速 1.6%（前值 0.1%）

整体上看，金融总量保持合理增长，主要指标增速出现回升。3 月经济仍延续回升向好

态势，信贷需求有所回升，推动贷款增长好于预期，叠加政府债券发行增多等因素，社会融资规模增速也有所上行，金融对实体经济的支持力度持续提升。

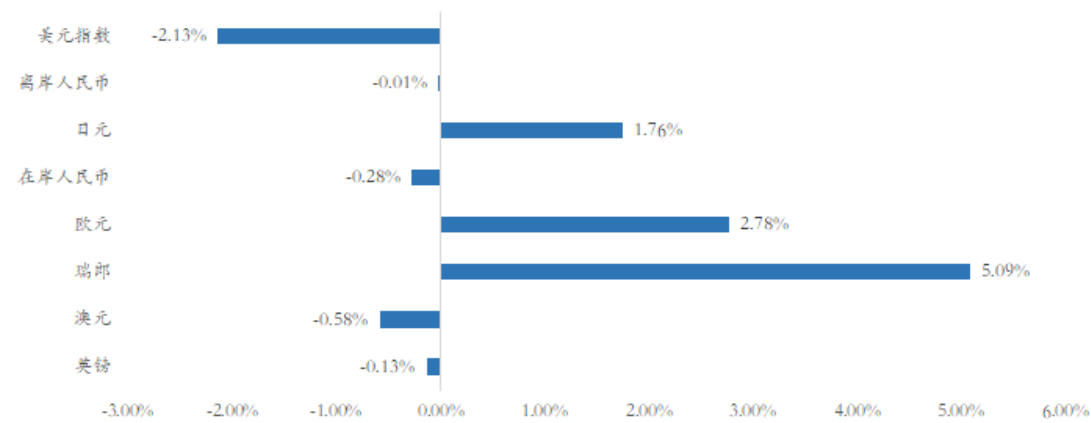
分项来看，在社会融资规模方面，3 月社会融资规模增长加快，政府债券新增近 1.5 万亿元，同比多增近 1 万亿元，带动了社会融资规模增速持续提升；信贷结构进一步优化，有效需求持续修复，3 月住户部门新增人民币贷款表现不俗，以房贷为主的居民中长期贷款当月新增超 5000 亿元，同时企业有效信贷需求回暖也是推动 3 月贷款增长的重要支撑因素。

2、上周高频数据

高频数据看,上周投资领域景气继续上升,消费景气有所回落,投资领域表现相对较优；工业观望情绪升温，中游价格跌幅继续扩大；关税政策反复，部分北美航线取消出运，中美航线运输市场波动，部分货物取消出运计划、即期市场订舱明显减少；汽车消费环比延续负增；食品价格小幅下跌，非食品价格明显上涨，原油价格延续回落。

美元上周大幅走弱，人民币、澳元、英镑也走弱，日元、欧元、瑞郎均上涨。截至 4 月 11 日，美元指数下行 2.13%，在岸人民币跌 0.28%，日元涨 1.76%，瑞郎涨 5.09%，欧元涨 2.78%，澳元跌 0.58%，英镑跌 0.13%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250407-20250411

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	64.76	美元/桶	-7.67%
		WTI原油	61.5	美元/桶	-8.14%
	煤炭	环渤海动力煤	676.00	元/吨	0.00%
	有色	LME铜结算价	9180.00	美元/吨	-2.31%
	制造	兰格钢价指数	129.60	点	-1.52%
		PTA开工率	77.99	%	-2.49%
		高炉开工率	83.30	%	83.30%
		南华玻璃指数	1428.89	点	-1.02%
	外贸	SCFI	1394.68	点	0.14%
		CCFI	1107.28	点	0.41%
		CDFI	947.80	点	-10.00%
		BDI	1274.00	点	-17.27%
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	110.98	万平方米	-0.98%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	36.34	万平方米	29.25%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	55.15	万平方米	35.00%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	19.49	万平方米	24.16%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	34918	辆	-61.96%
食品		蔬菜批发价格指数	4.84	2015年=100	-0.62%
		猪肉平均批发价	20.84	元/公斤	-0.33%
		农产品批发价格200指数	119.55	2015年=100	-0.47%

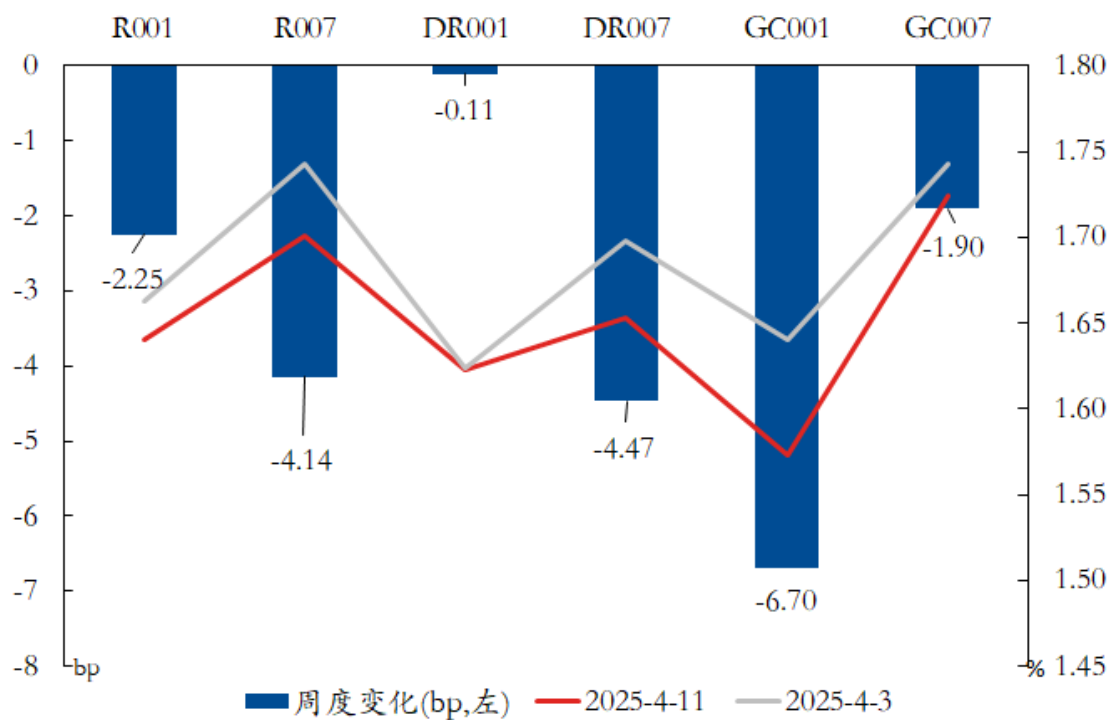
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250407-20250411

3、上周债券市场

资金整体宽松。DR001 下行 0.11BP 至 1.62%，DR007 下行 4.47BP 至 1.65%，R001 下行 2.25BP 至 1.64%，R007 下行 4.14BP 至 1.70%。GC001 下行 6.70BP 至 1.57%，GC007 下行 1.90BP 至 1.72%。

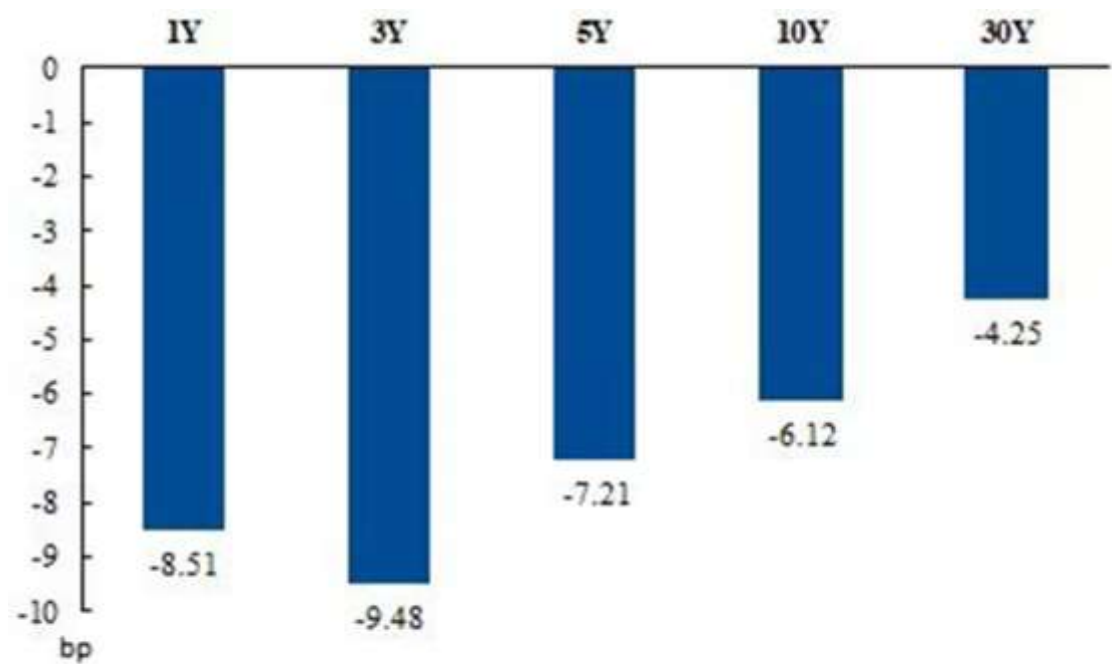
债市整体下行。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周下行 8.51BP、7.21BP、6.12BP、4.25BP 至 1.3978%、1.4895%、1.6568%、1.8627%，资金宽松，关税仍在博弈，市场预期降准强烈，债市震荡。

图二：资金面变化



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250407-20250411

图三: 国债周度变化

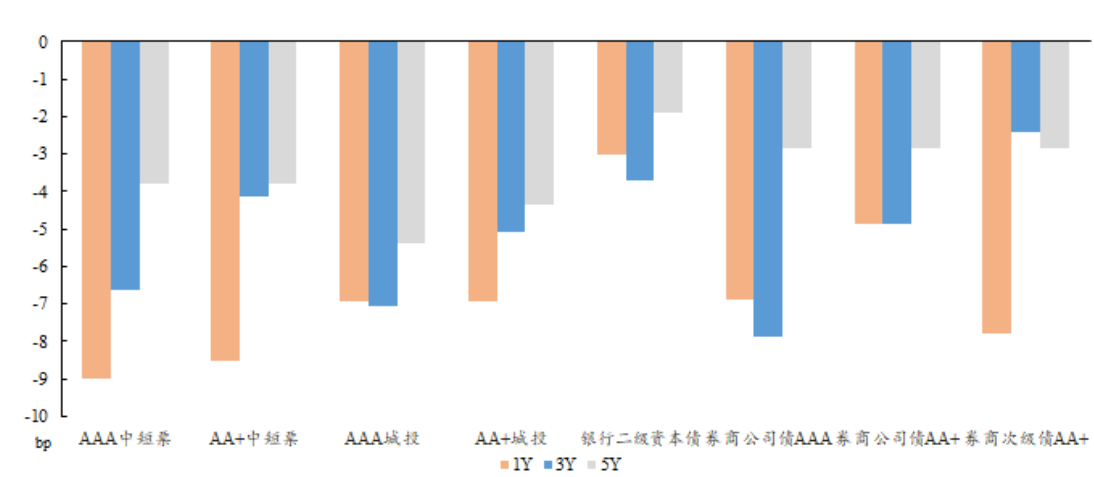


数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20250407-20250411

市场快速反应关税冲击。外生因素冲击叠加二季度机构配置“钱多”影响下, 信用利差压缩继续推进。具体品种上看, 3Y 以下中短端利差压缩 4BP-10BP 左右大于 4-5Y 长端品种 1BP-6BP 的压缩幅度, 流动性较好的二级资本债在此前利差明显压缩的情况下,

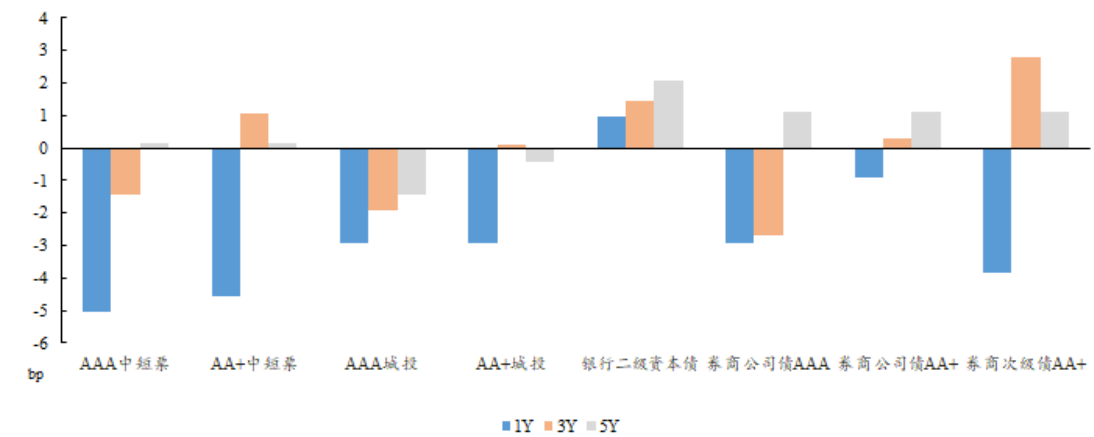
收益率下行 2BP-4BP 幅度略低于普信债。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250407-20250411

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250407-20250411

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。