



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 结构性降息后，降准降息空间仍存

## 国债周报

2025/01/17

程靖茹（联系人）

✉ chengjr@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03133937

蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196

# 目录

CONTENTS



01 周度评估及策略推荐

04 流动性

02 期现市场

05 利率及汇率

03 主要经济数据

01

---

# 周度评估及策略推荐

◆ 经济及政策：12月PMI数据显示，供需两端均有所回暖，制造业重回扩张区间。分项上，需求端释放以及政策预期向好带动制造业企业生产活动较好扩张，内外需均有回升，但内需修复持续性有赖居民收入，需求端仍需政策支持。出口方面，12月出口数据强于预期，对美出口回落而非美地区出口增速维持韧性。央行在国新办新闻发布会上表示进行结构性降息0.25个百分点，并表明今年还会有降准降息的空间。海外方面，美国流动性有所改善，美国12月非农就业数据表现温和，市场对美联储降息时点预期推迟到年中。

1、央行：初步统计，2025年全年社会融资规模增量累计为35.6万亿元，比上年多3.34万亿元。2025年12月末，广义货币（M2）余额340.29万亿元，同比增长8.5%。狭义货币（M1）余额115.51万亿元，同比增长3.8%。流通中货币（M0）余额14.13万亿元，同比增长10.2%。2025年净投放现金1.31万亿元。

2、央行：下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点。将支农支小再贷款与再贴现打通使用，增加额度，并单设民营企业再贷款。合并使用支农支小再贷款与再贴现额度，增加支农支小再贷款额度5000亿元，总额度中单设中小民营企业再贷款，额度1万亿元，重点支持中小民营企业。增加科技创新和技术改造再贷款额度4000亿元。增加后，科技创新和技术改造再贷款总额度为1.2万亿元。

3、中国2025年12月出口（以美元计价）同比增6.6%，前值增5.9%；进口增5.7%，前值增1.9%；贸易顺差1141.4亿美元，前值1116.8亿美元。

4、中国证监会1月15日召开2026年系统工作会议，总结2025年工作，分析当前形势，研究部署2026年工作。会议强调，坚持稳字当头，巩固市场稳中向好势头。全方位加强市场监测预警，及时做好逆周期调节，强化交易监管和信息披露监管，进一步维护交易公平性，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落。继续深化公募基金改革，持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，推出各类适配长期投资的产品和风险管理工具，积极引导长期投资、理性投资、价值投资，全力营造“长钱长投”的市场生态。

5、特朗普称希望哈塞特继续担任白宫顾问。特朗普的这番表态后，分析人士立即猜测，沃什成为下任美联储主席这一职位的领跑者。

6、中国人民银行与加拿大银行（即加拿大中央银行）续签双边本币互换协议，互换规模为2000亿元人民币，协议有效期五年，经双方同意可以展期。中加双边本币互换协议再次续签，将有助于加强两国金融合作，扩大中加间本币使用，促进双边贸易和投资便利化，维护金融稳定。

- ◆ 流动性：本周央行进行9515亿元7天逆回购与9000亿元6个月买断式逆回购操作，有1387亿元7天逆回购、6000亿元6个月买断式逆回购到期，本周净投放11128亿元，DR007利率收于1.44%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.84%，周环比+3.62BP；30Y国债收益率收于2.30%，周环比-0.70BP；2、最新10Y美债收益率4.24%，周环比+6.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，12月金融数据显示社融总量较为平稳，结构上政府债和企业端是主要拉动；企业信贷同比明显回升，主要系基数偏低，企业生产经营动能回暖以及新型政策性金融工具的支撑；居民信贷延续偏弱，地产拖累和居民消费信心不足依然存在。经济恢复动能持续性有待观察，内需仍待居民收入企稳和政策支持。资金情况看，近期央行资金呵护态度维持，资金面预计有望平稳。央行表示进行结构性降息0.25个百分点，并表明今年还会有降准降息的空间，降准降息预期短期利好短端，但结构性降息落地则总量宽松节点可能延后。一季度需主要关注股市春躁行情、政府债供给压力和通胀预期的影响，可能会对债市形成压制，预计行情延续震荡。

国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

交易策略建议						
策略类型	操作建议	盈亏比	推荐周期	核心驱动逻辑	推荐等级	首次提出时间
单边	逢低做多	3:1	6个月	宽货币+信用难以改善		2024. 12. 3



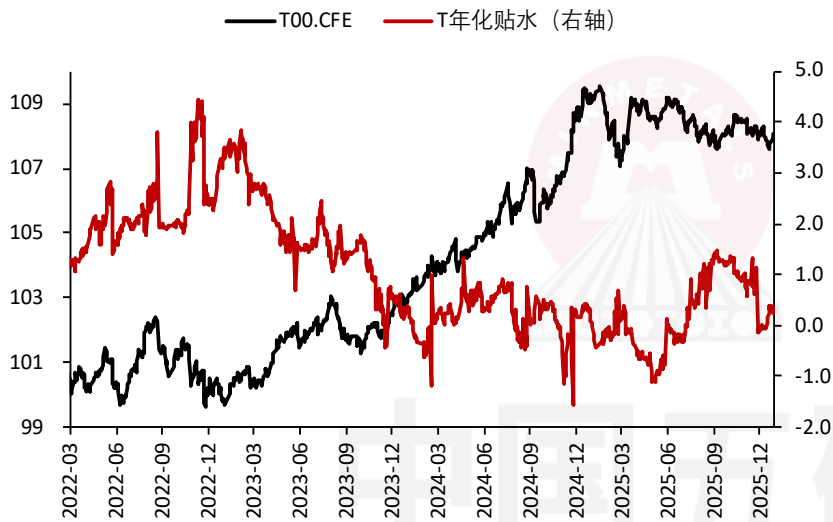
02

---

# 期现市场

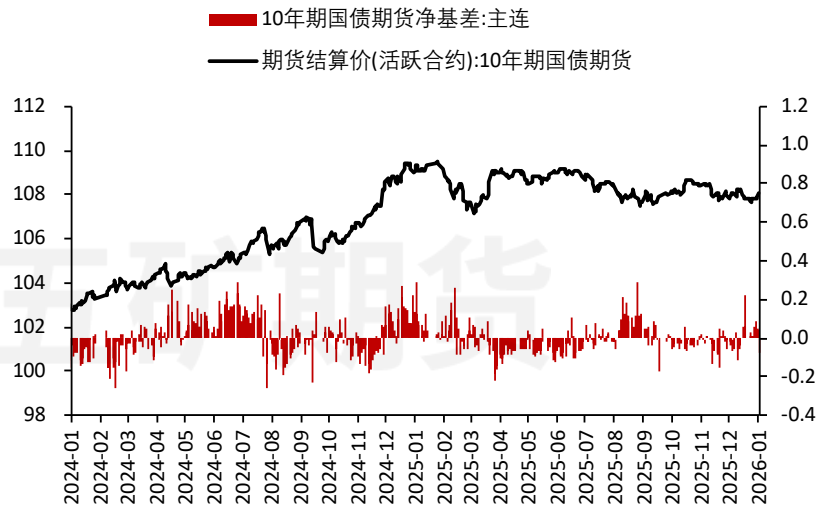


图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



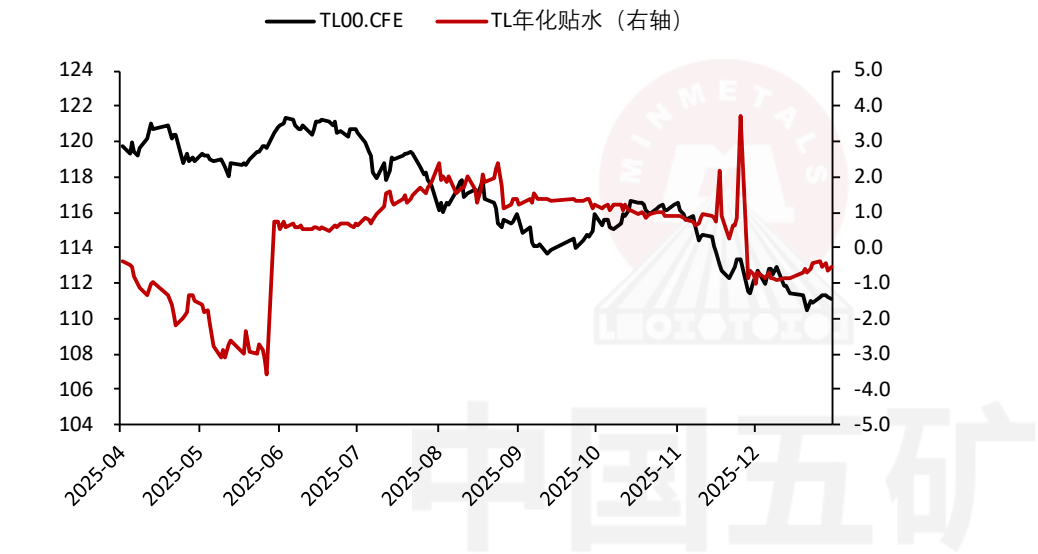
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



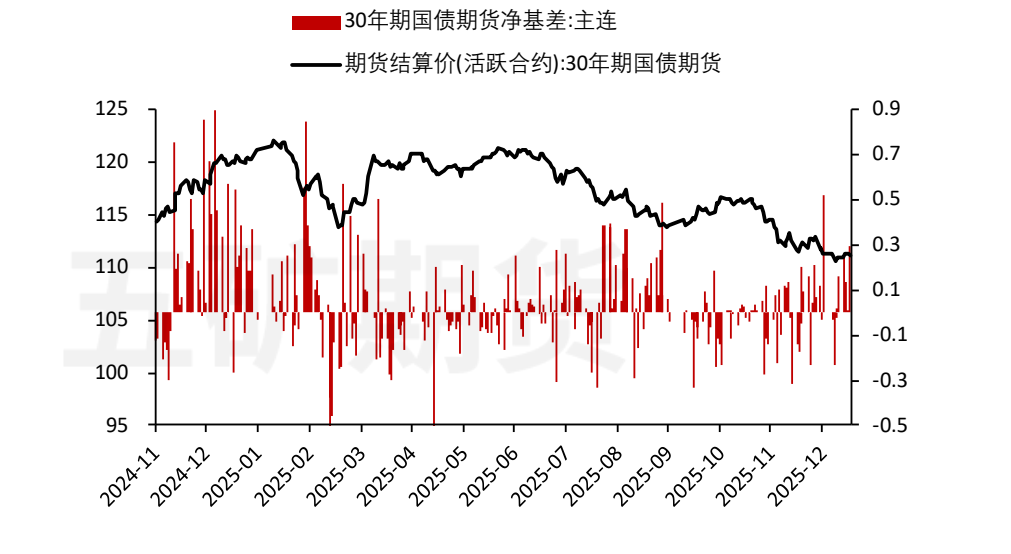
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



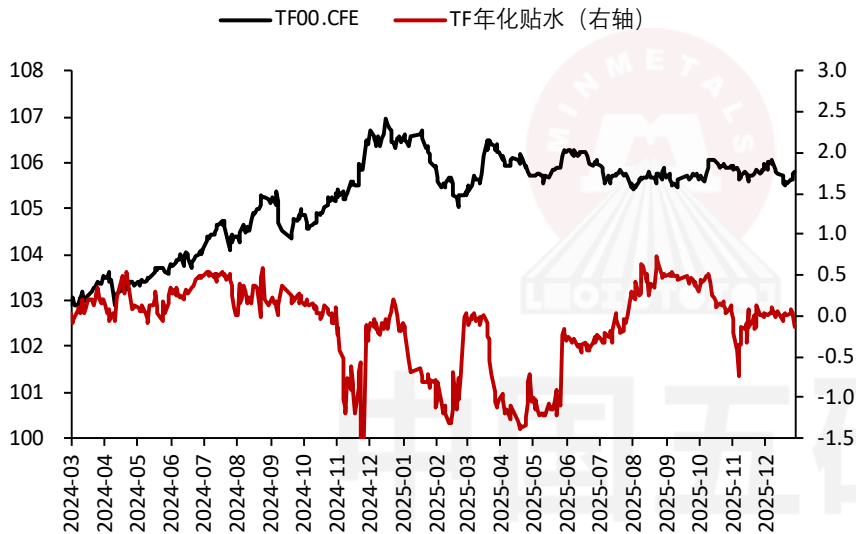
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



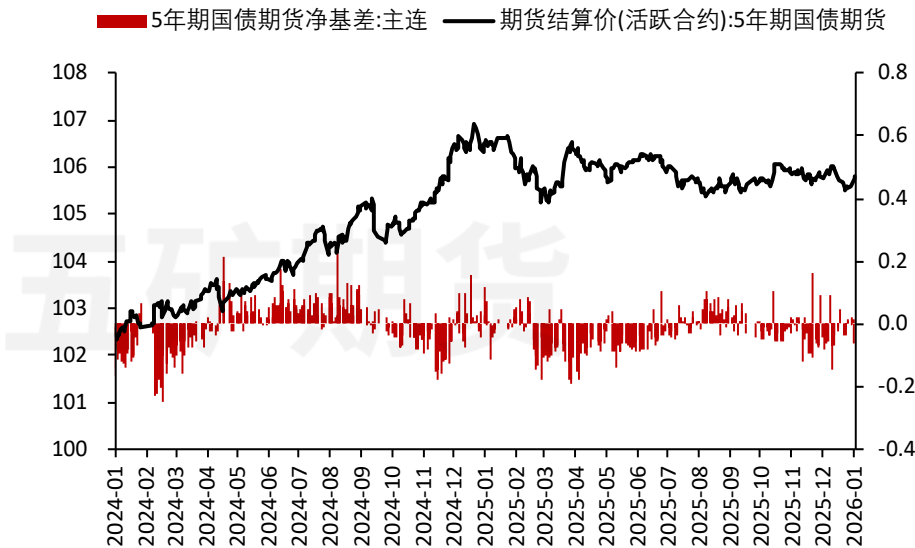
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



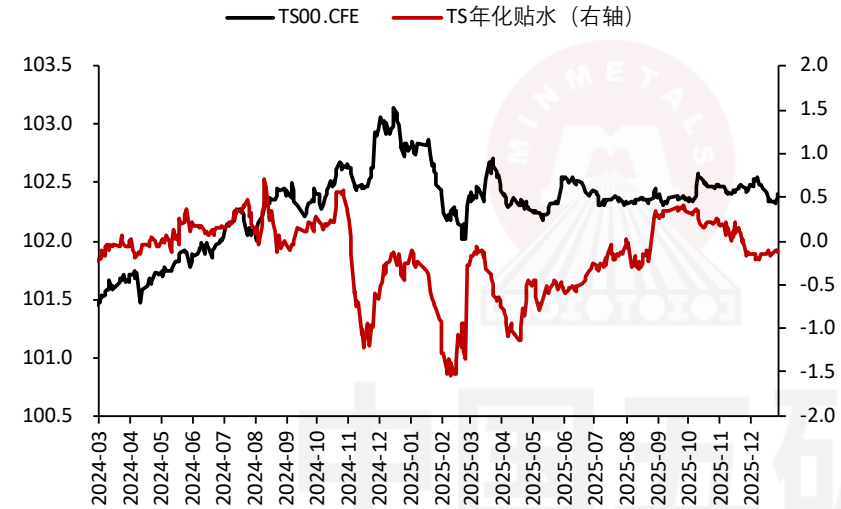
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



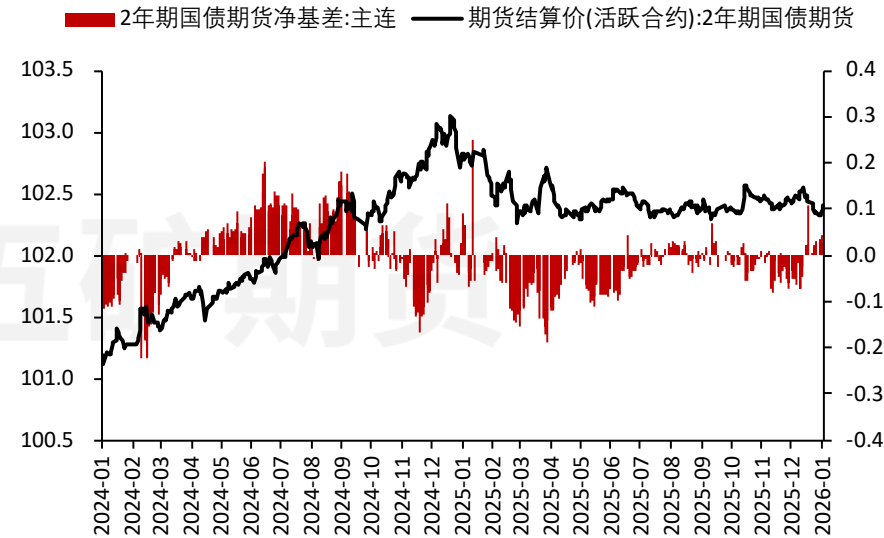
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：TS收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



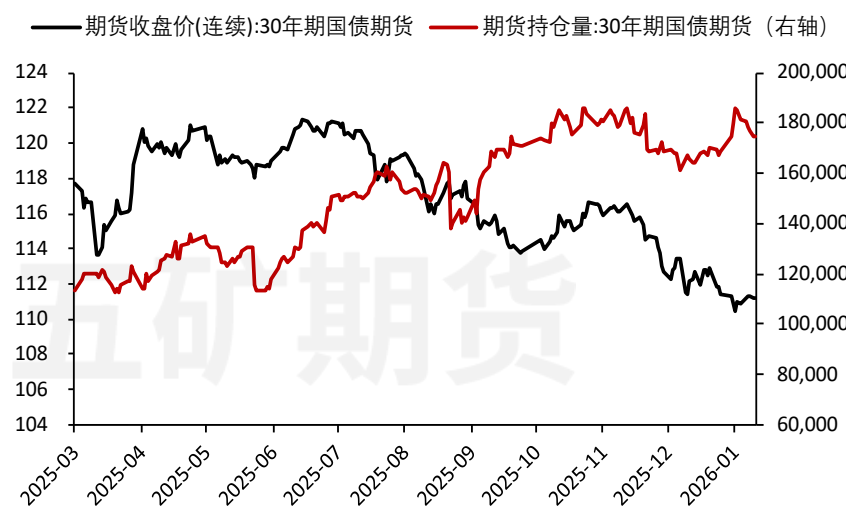
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：T收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图12：TL收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

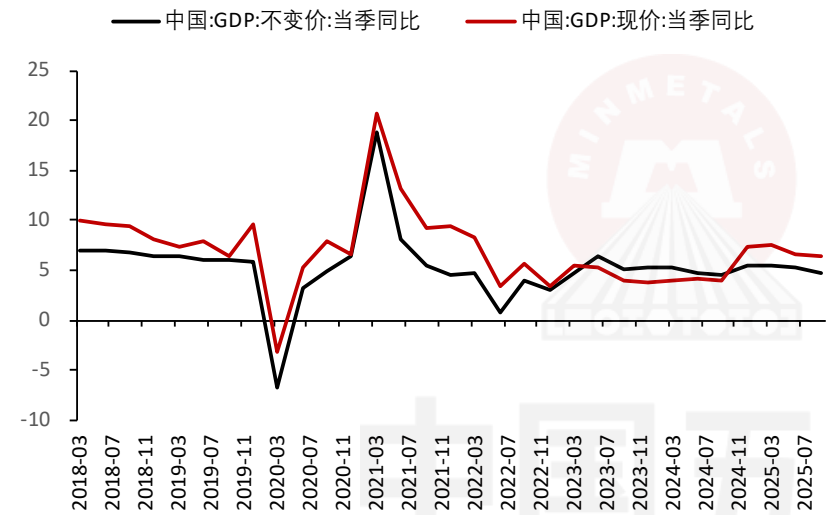


03

---

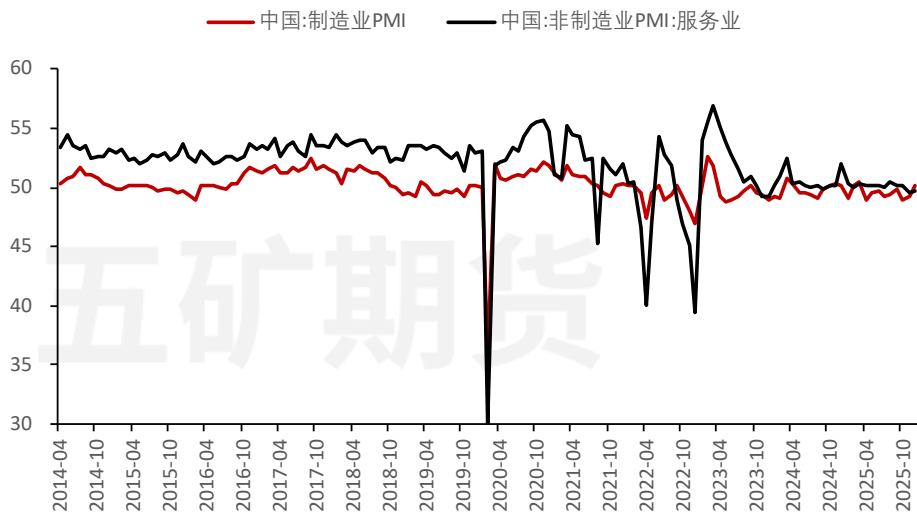
## 主要经济数据

图13: GDP增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图14: PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

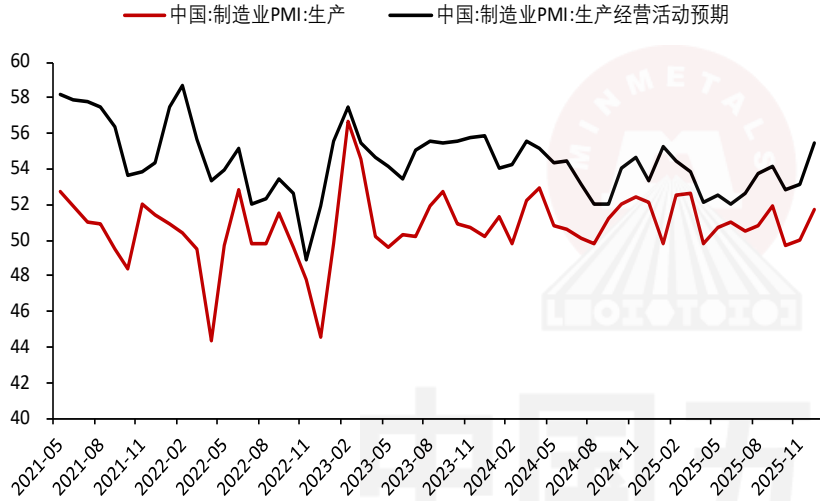
- 1、2025年3季度GDP实际增速4.8%，超市场预期，今年前三季度经济增长维持韧性。
- 2、12月制造业PMI录得50.1%，较前值上升0.9个百分点；服务业PMI较前值上升0.2个点，录得49.7%，整体制造业和服务业均有所回暖。

表1：制造业PMI细分项

制造业PMI细分													
指标名称	中国:制造业PMI:生产	中国:制造业PMI:新订单	中国:制造业PMI:新出口订单	中国:制造业PMI:在手订单	中国:制造业PMI:产成品库存	中国:制造业PMI:采购量	中国:制造业PMI:进口	中国:制造业PMI:出厂价格	中国:制造业PMI:主要原材料购进价格	中国:制造业PMI:原材料库存	中国:制造业PMI:从业人员	中国:制造业PMI:供货商配送时间	中国:制造业PMI:生产经营活动预期
2025-12	51.70	50.80	49.00	46.00	48.20	51.10	47.00	48.90	53.10	47.80	48.20	50.20	55.50
2025-11	50.00	49.20	47.60	45.50	47.30	49.50	47.00	48.20	53.60	47.30	48.40	50.10	53.10
过去五年平均	50.50	49.38	47.54	45.24	47.40	49.88	47.60	49.56	53.48	48.18	47.90	47.90	55.04
上月过去五年平均	51.52	49.98	48.22	45.16	47.46	50.32	48.14	49.74	53.34	47.84	48.42	49.10	54.66
本月环比变化	1.70	1.60	1.40	0.50	0.90	1.60	0.00	0.70	-0.50	0.50	-0.20	0.10	2.40
过去五年平均环比变化	-1.02	-0.60	-0.68	0.08	-0.06	-0.44	-0.54	-0.18	0.14	0.34	-0.52	-1.20	0.38

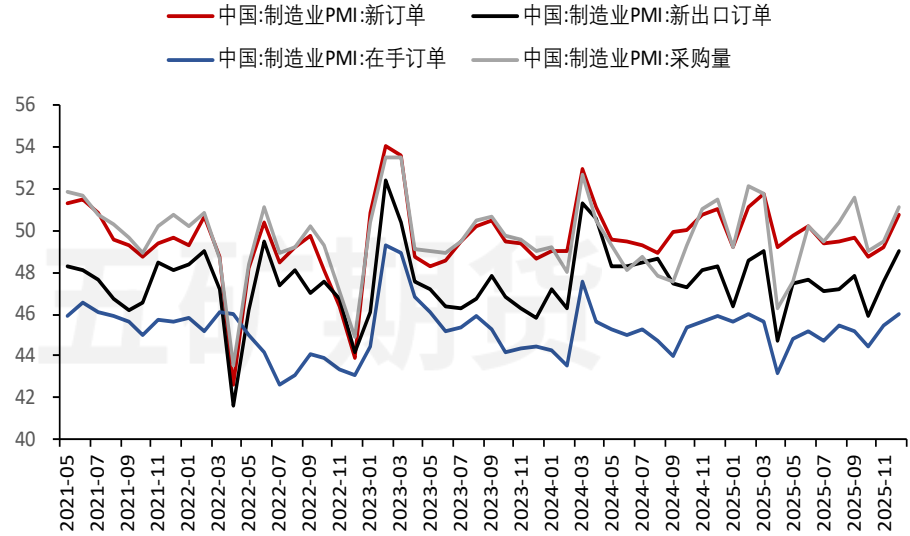
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

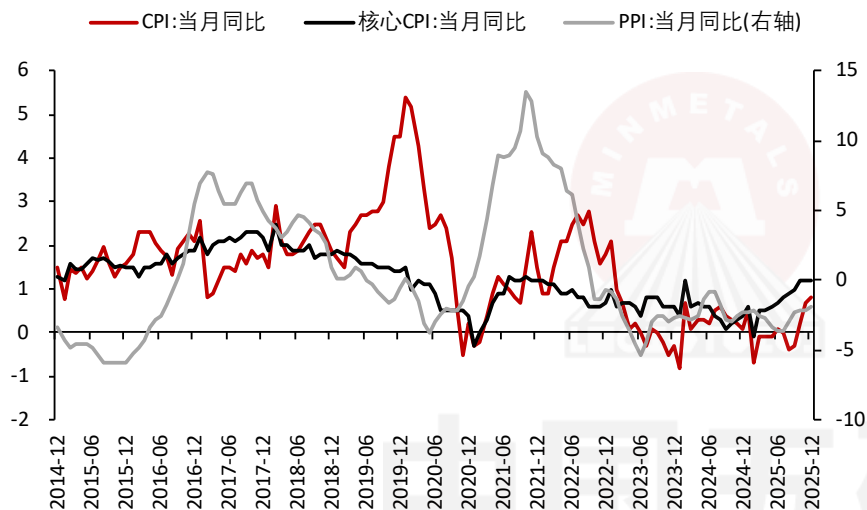
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

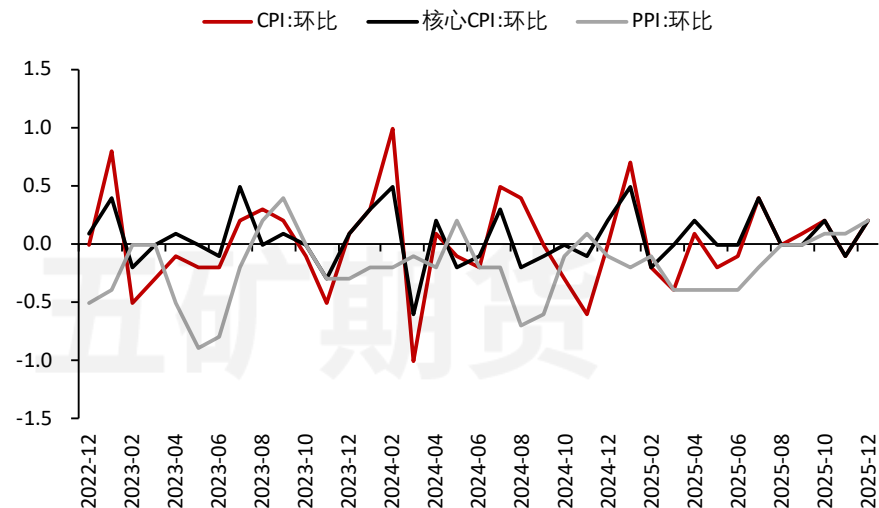
在2025年12月制造业PMI的细分项中，制造业供需两端温和改善。生产指数环比上升1.7个百分点至51.7%，新订单环比上升1.6个百分点至50.8。12月企业年底赶工意愿提升和新型政策性金融工具的推动，带动生产活动稳步回升。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

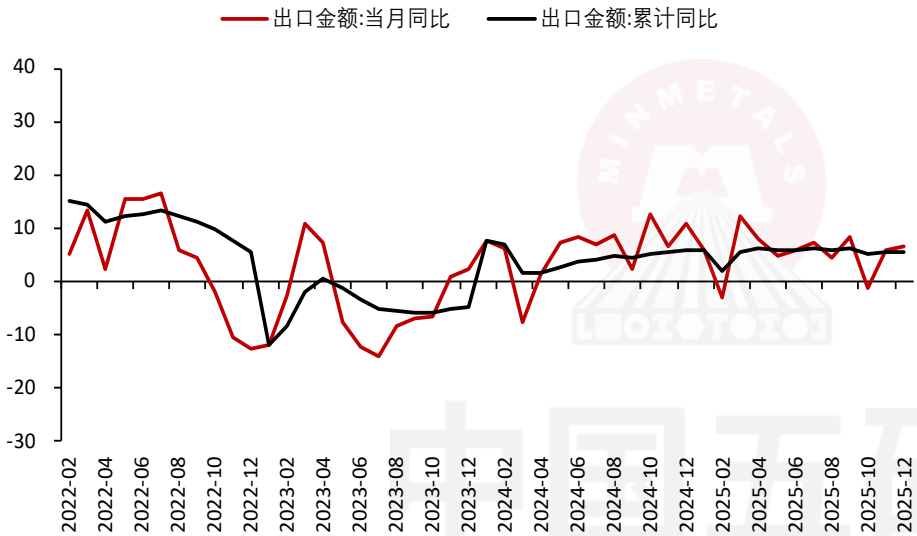
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

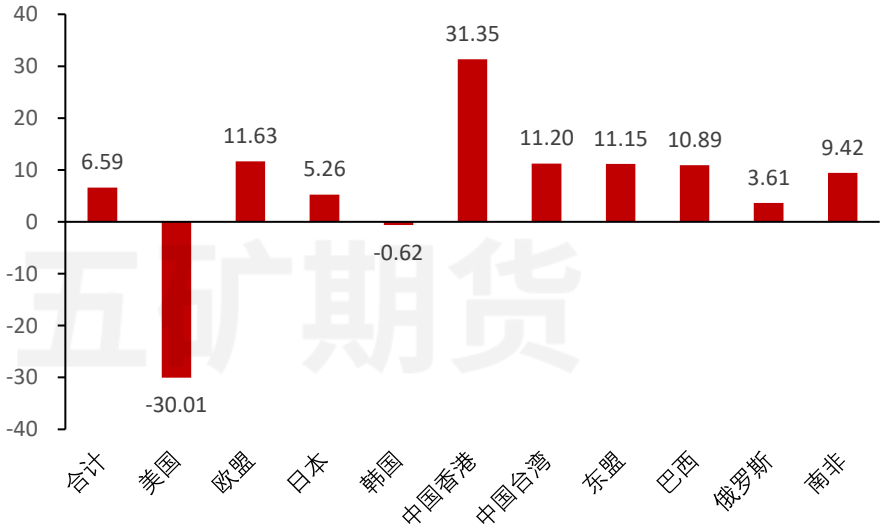
- 1、12月份CPI同比增长0.8%，前值0.7%；核心CPI同比上升1.2%，前值1.2%；PPI同比下降1.9%，前值-2.2%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.2%，前值-0.1%；核心CPI环比0.2%，前值-0.1%；PPI环比0.2%，前值0.1%。CPI方面，同比上行因素主要来自基数偏低、部分食品价格上涨。PPI方面，同比降幅收窄，生产资料价格延续修复，部分行业价格积极变化，反内卷政策带动价格降幅收窄。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图20：对部分经济体出口增速（%）

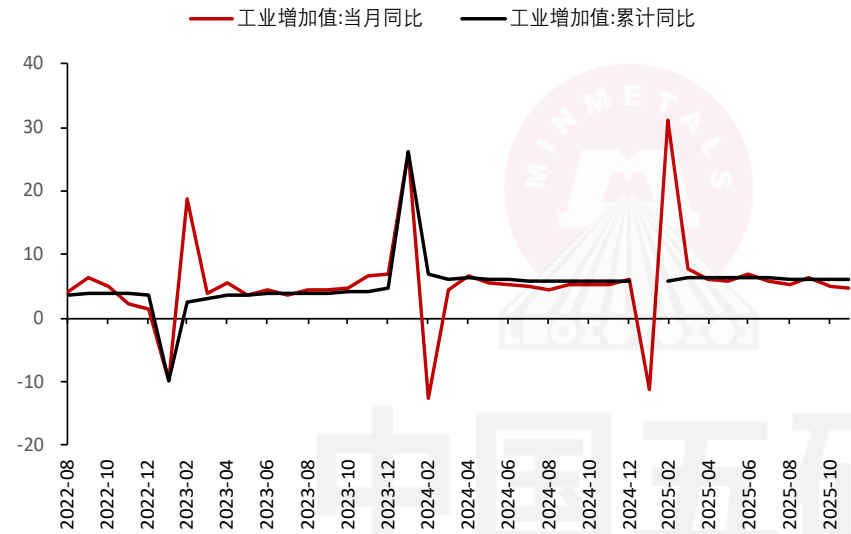


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2025年12月我国出口数据整体强于预期。12月出口(美元计价)同比增长6.5%，前值5.9%。12月进口同比增长5.7%，前值1.9%。分国别看，12月我国对美出口同比下降30.0%，相较而言，12月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速11.15%，对非美地区出口增速维持韧性。

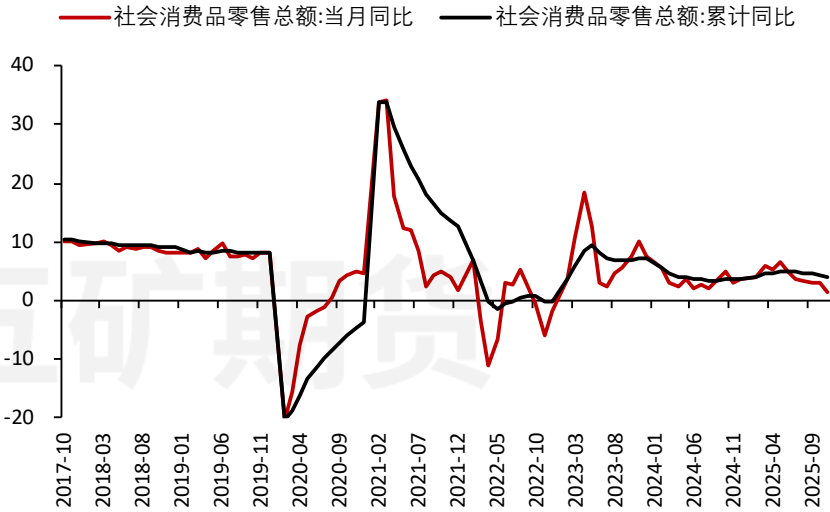


图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

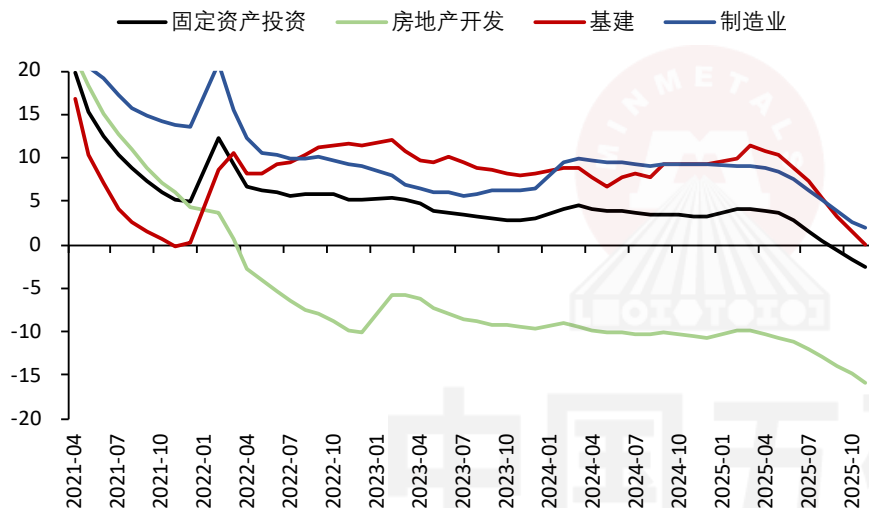
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

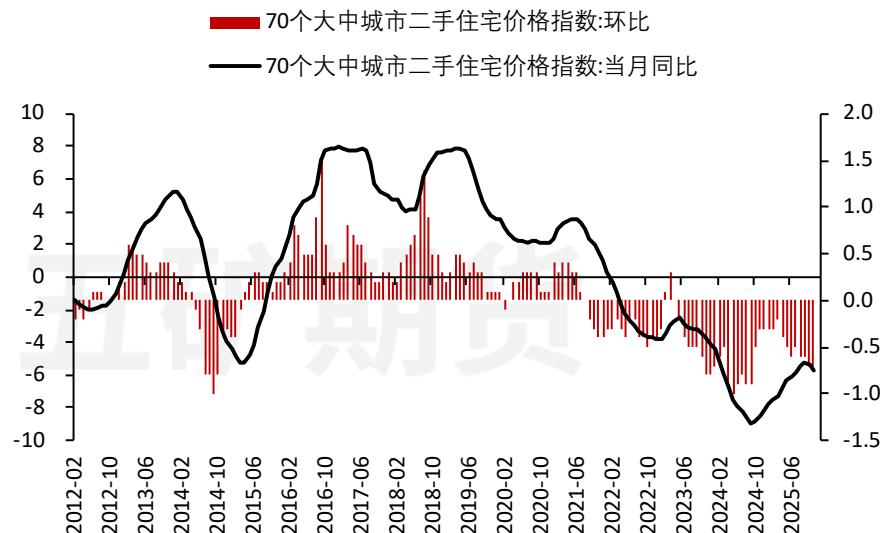
- 1、11月份工业增加同比增速为4.8%，前值4.9%，工业生产增速有所回落。
- 2、11月份社会消费品零售总额当月同比增速1.3%，较前值2.9%下降1.6个点；社零增速因汽车与家电等耐用品高基数和边际效用递减而走低。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

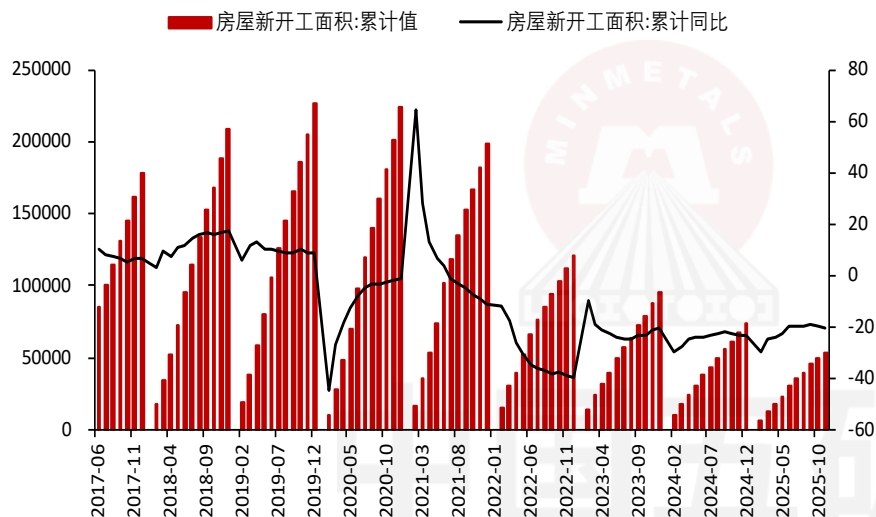
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

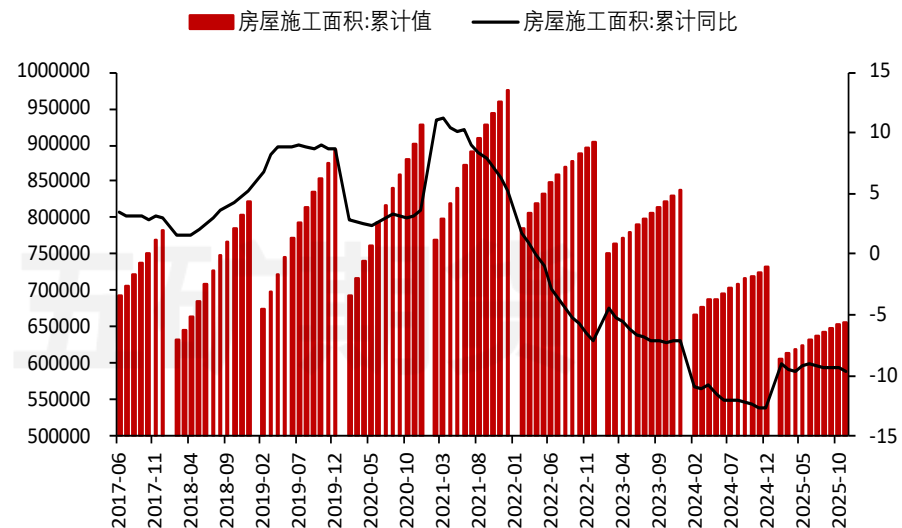
- 1、1-11月固定资产投资累计同比增速为-2.6%，前值-1.7%；房地产投资增速累计同比为-15.9%，前值-14.7%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比-1.1%，前值-0.1%；制造业投资累计同比为1.9%，前值为2.7%，增速有所放缓；
- 2、11月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.7%，前值-0.7%；同比-5.7%，前值-5.4%。

图25：房屋新开工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

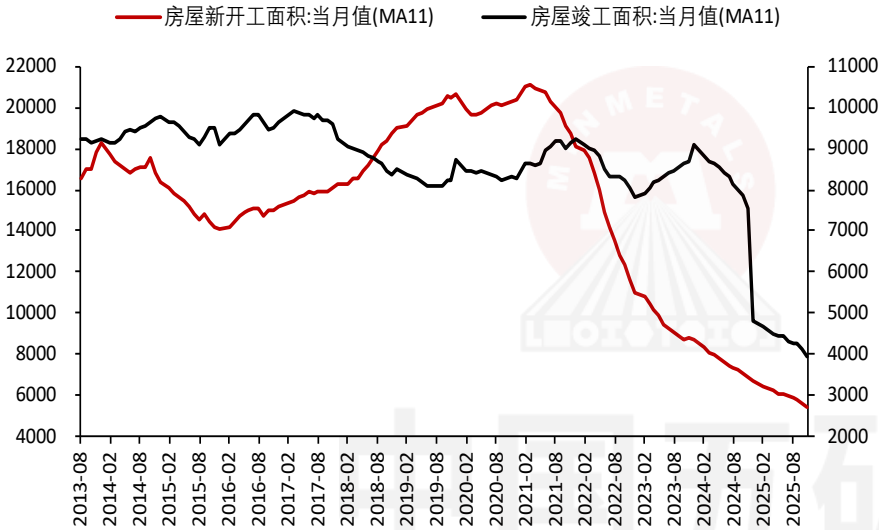
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

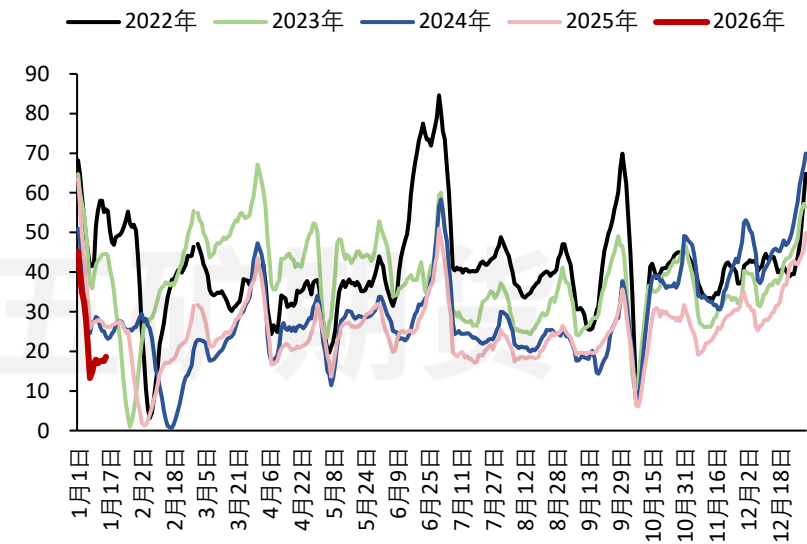
- 1、11月房屋新开工面积累计值53456万平，累计同比-20.5%，前值-19.8%；
- 2、11月房屋新施工面积累计值656066万平，累计同比-9.6%，前值-9.4%。

图27：房地产新开工及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

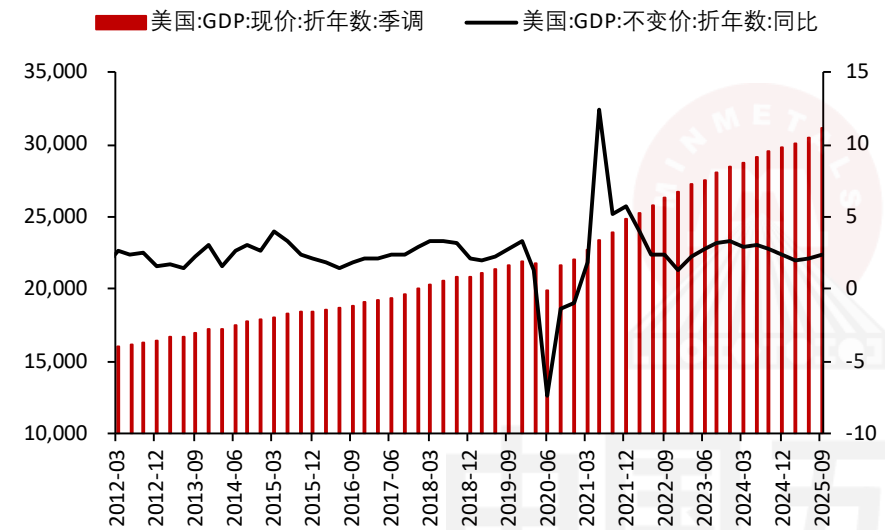
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

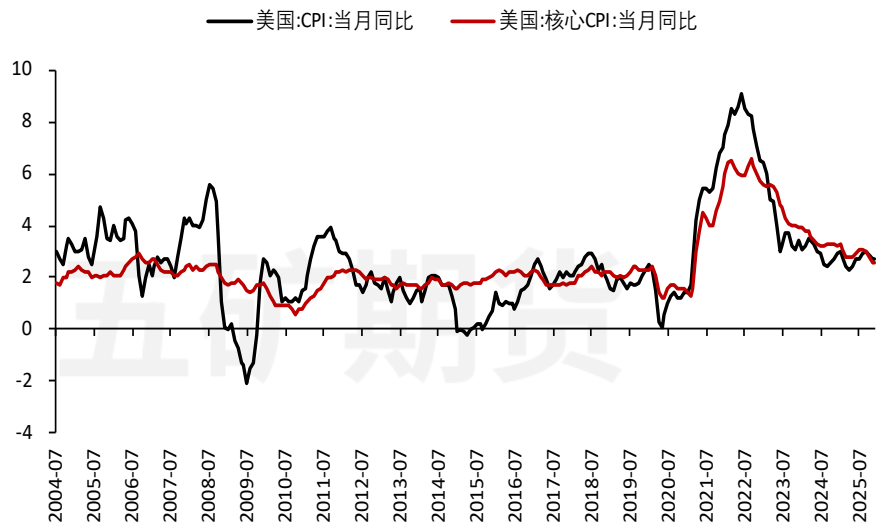
- 1、11月份竣工端数据累计同比回落18.06%，前值-16.99%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29: 美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

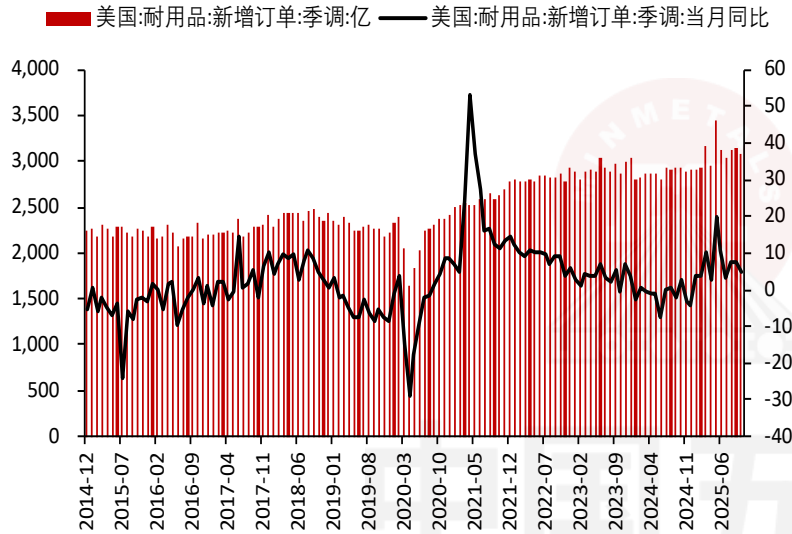
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

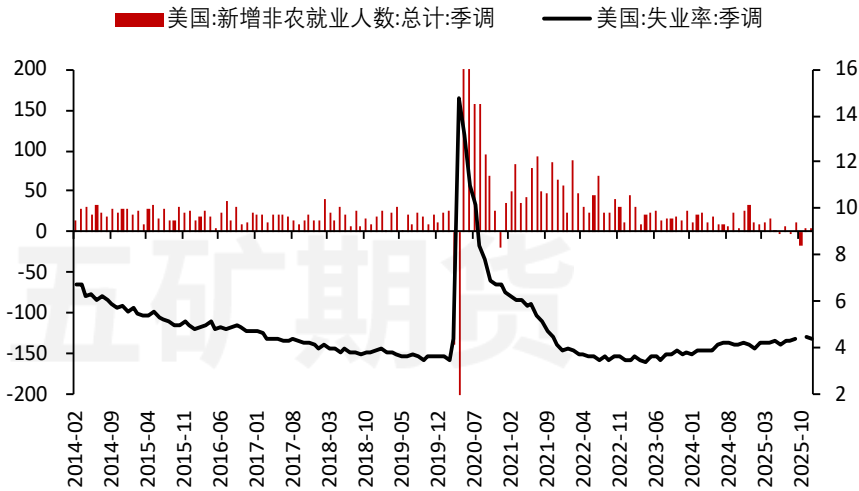
- 1、三季度单季美国GDP现价折年数31095亿美元，实际同比增速2.33%，环比增长4.30%；
- 2、美国12月CPI同比升2.7%，预估为2.7%，前值为2.7%。美国12月核心CPI同比升2.6%，前值升2.6%；环比升0.0%，前值升0.3%。

图31:美国耐用品订单（亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）

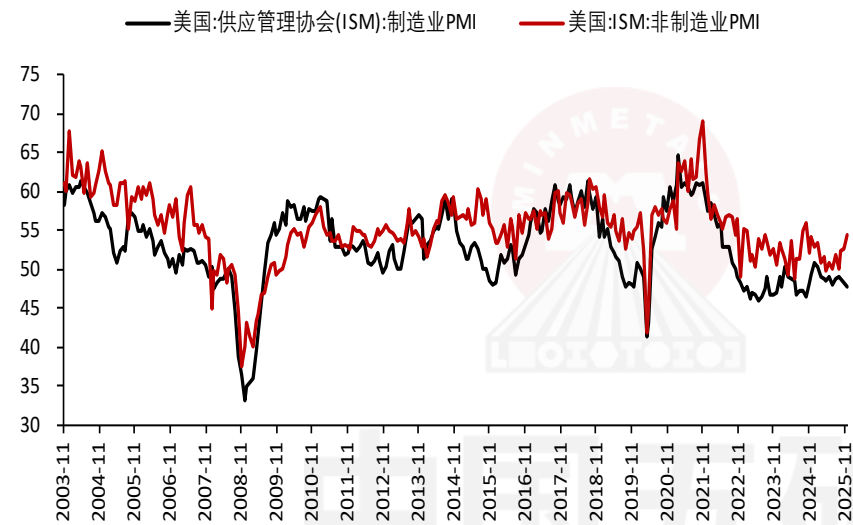


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国10月耐用品订单金额3073亿美元，同比增长4.81%，前值7.42%；
- 2、美国2025年12月季调后非农就业人口增5万人，预期增6万人；失业率4.4%，预期4.5%。

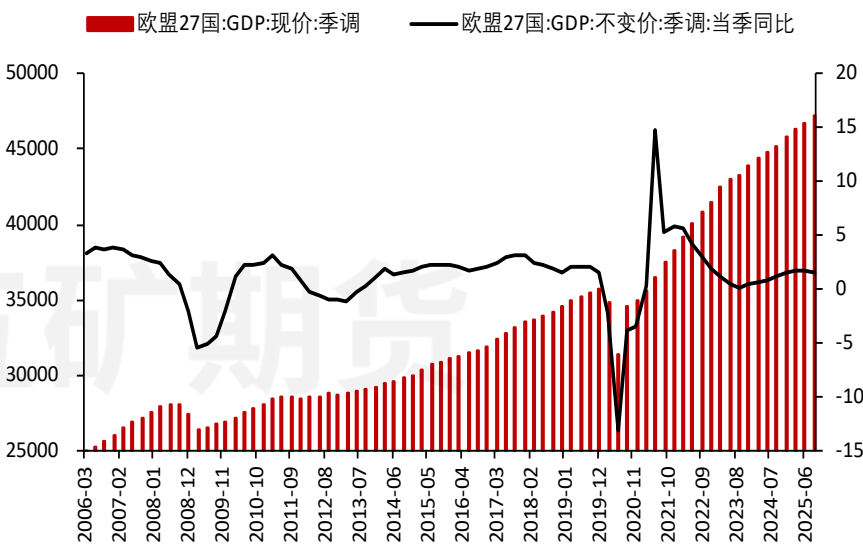


图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

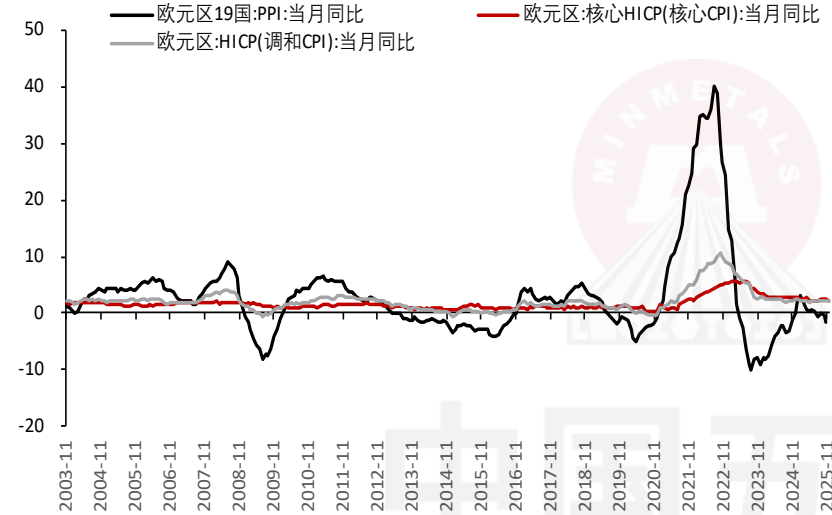
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国12月ISM制造业PMI为47.9，预期48.3，前值48.2；ISM非制造业PMI54.4，预期52.3，前值52.6；
- 2、三季度欧盟GDP同比增长1.5%，环比增长0.3%。

图35：欧元区通胀



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图36：欧元区PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

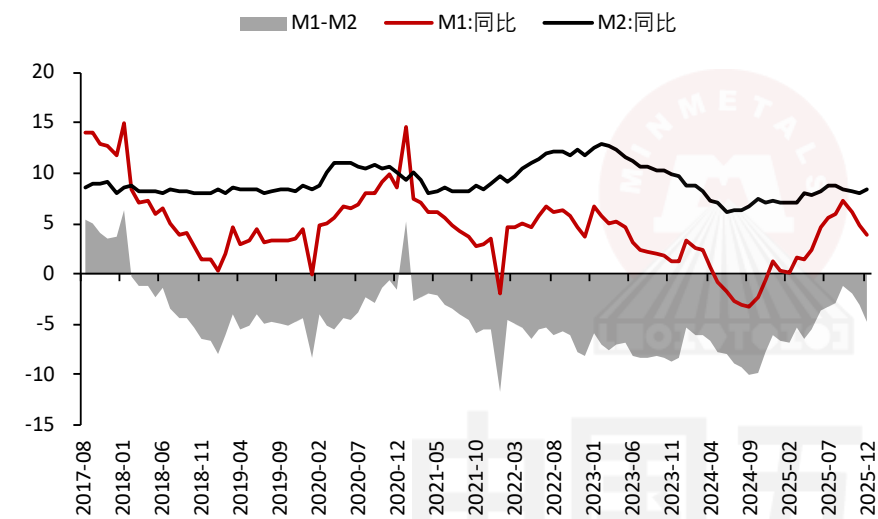
- 1、欧元区12月CPI同比增长2%，预期增长2%，前值增长2.1%；环比增长0.2%，预期增长0.2%，前值下降0.3%。
- 2、欧元区12月制造业PMI终值48.8，预期49.2，前值49.2；服务业PMI终值为52.4，预期52.6，前值52.6。

04

---

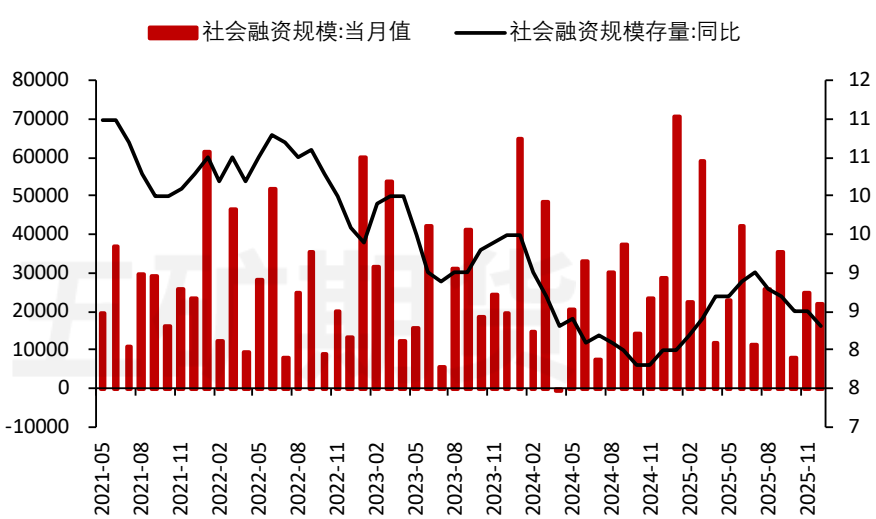
流动性

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

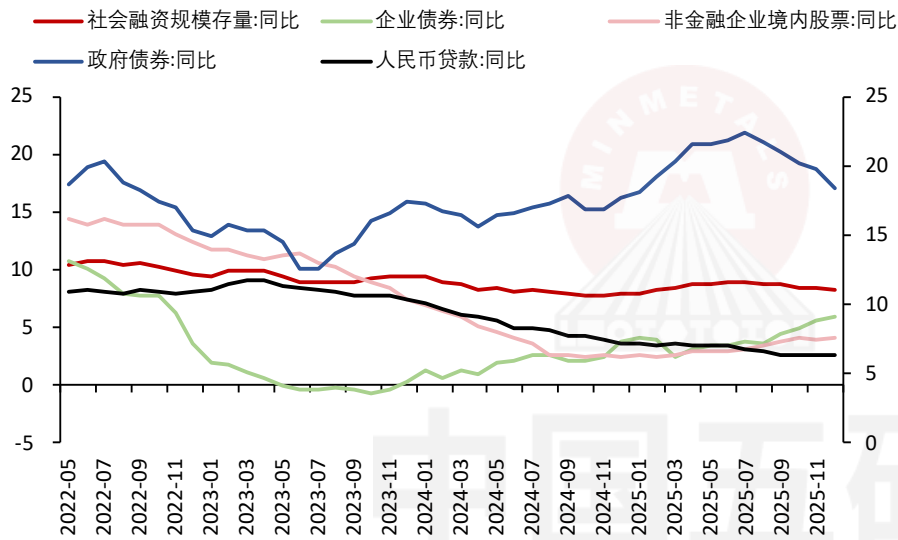
图38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

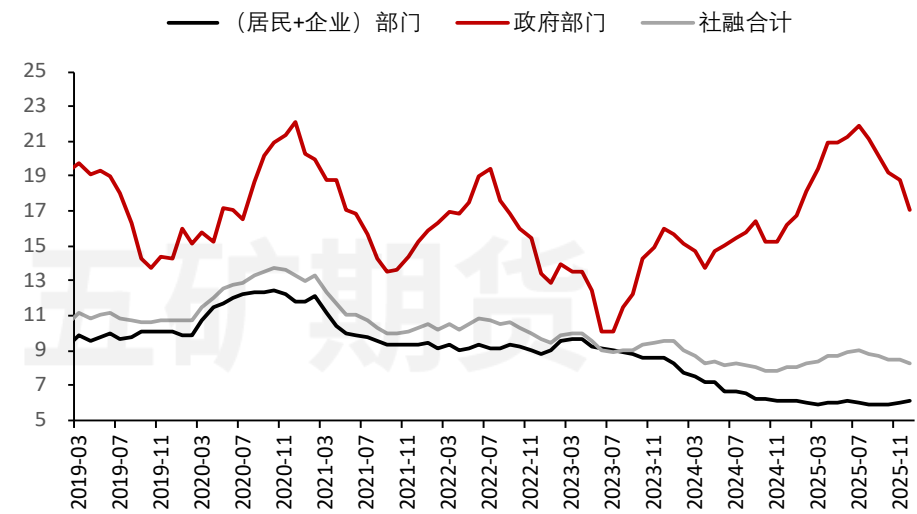
- 1、12月M1增速3.8%，前值4.9%；M2增速8.5%，前值8.0%；12月M1增速有所回落，主要受基数效应影响；
- 2、12月社融增量2.21万亿元，同比少增6457亿元；新增人民币贷款9700万亿元，同比少增800亿元。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

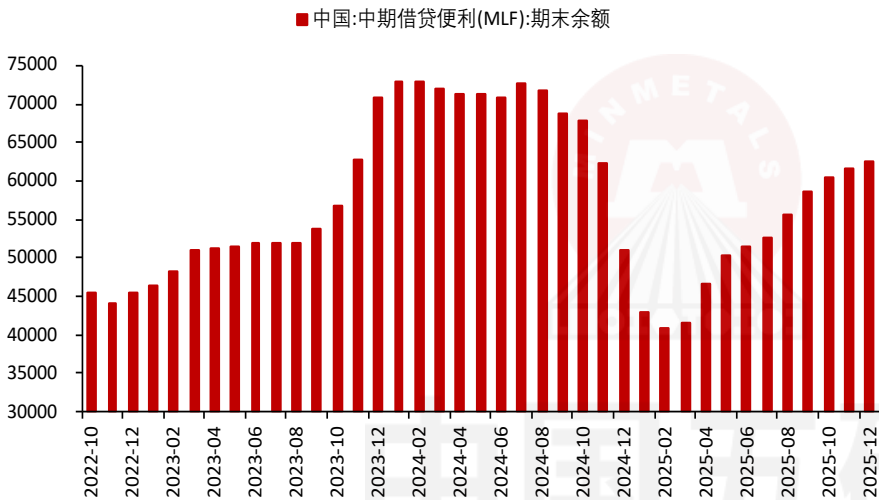
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

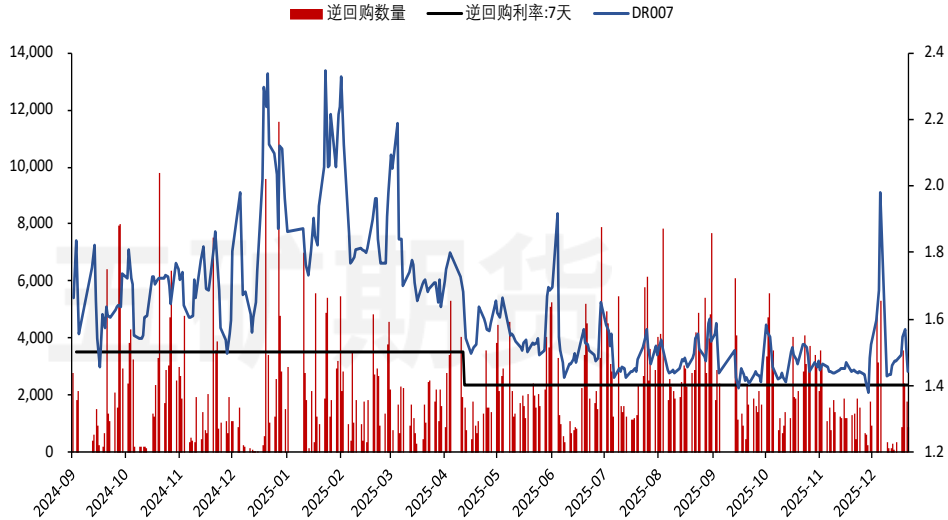
- 1、12月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资平稳；
- 2、12月居民及企业部门的社融增速6.1%，前值6.0%，政府债增速17.1%，前值18.8%。

图41：MLF余额（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图42：央行逆回购投放（亿元）及利率表现（%，右轴）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、12月份MLF余额62500亿，MLF净投放1000亿元；
- 2、本周央行进行9515亿元7天逆回购与9000亿元6个月买断式逆回购操作，有1387亿元7天逆回购、6000亿元6个月买断式逆回购到期，本周净投放11128亿元，DR007利率收于1.44%。



05

---

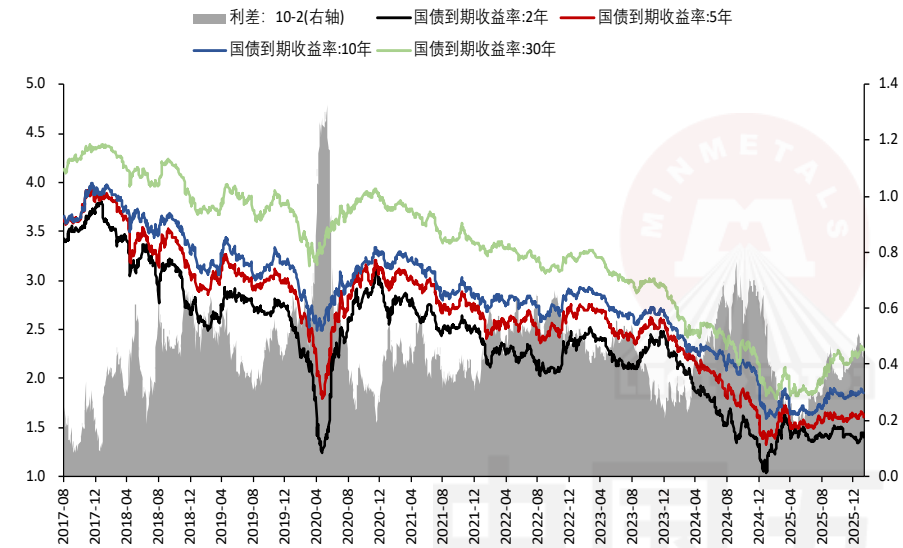
# 利率及汇率

表2：市场利率变化

利率类型	指标名称	最新（%）	日变动（BP）	周变动（BP）	月变动（BP）
回购	R001	1.37	-4.20	2.54	-8.34
回购	R007	1.51	-3.60	-0.20	-64.22
回购	DR001	1.32	-4.73	4.72	-1.26
回购	DR007	1.44	-5.94	-2.97	-53.91
国债到期收益率	2年	1.40	-1.49	-3.32	3.14
国债到期收益率	5年	1.61	-0.98	-4.81	-2.71
国债到期收益率	10年	1.84	-0.34	-3.62	-0.59
国债到期收益率	30年	2.30	0.05	-0.70	2.80
美国国债收益率	10年	4.24	7.00	6.00	6.00

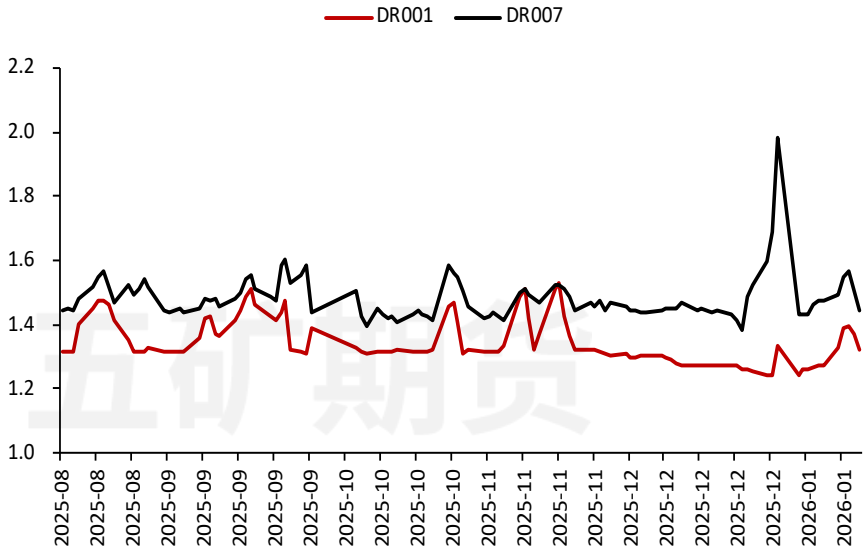
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



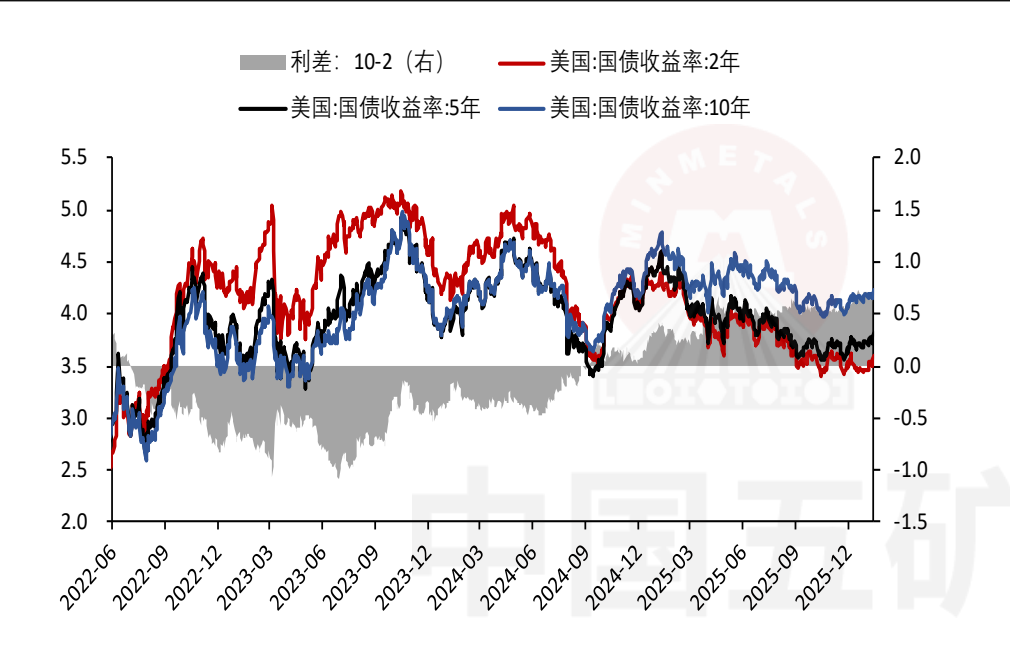
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：银行间质押回购利率（%）



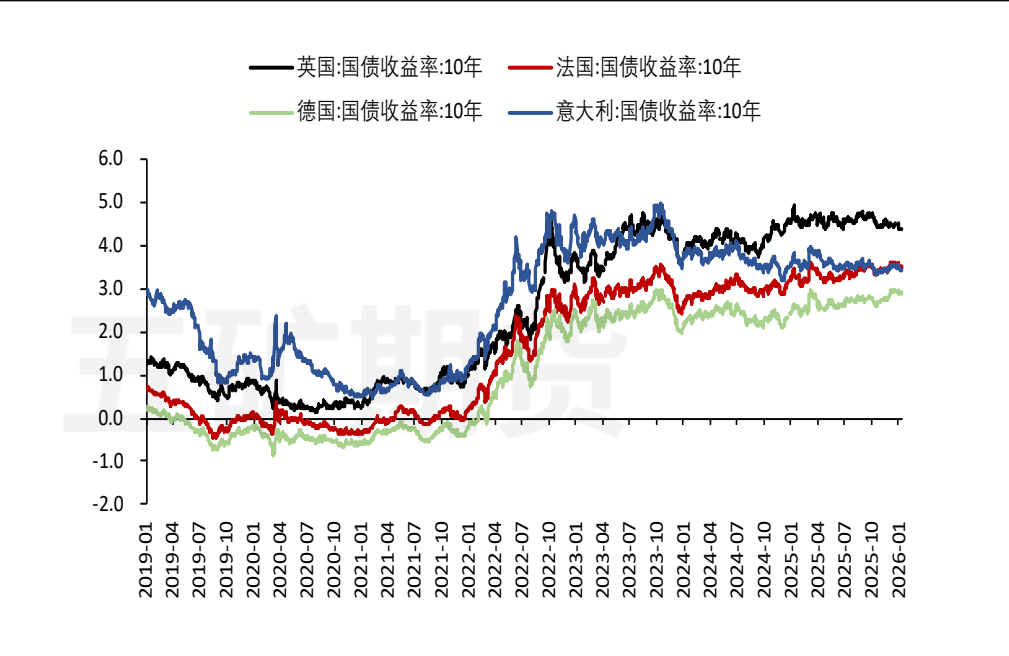
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图45：美债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图46：英法德意国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图47：美联储目标利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图48：汇率（美元/RMB）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。



# 专注风险管理 助力产业发展

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户