

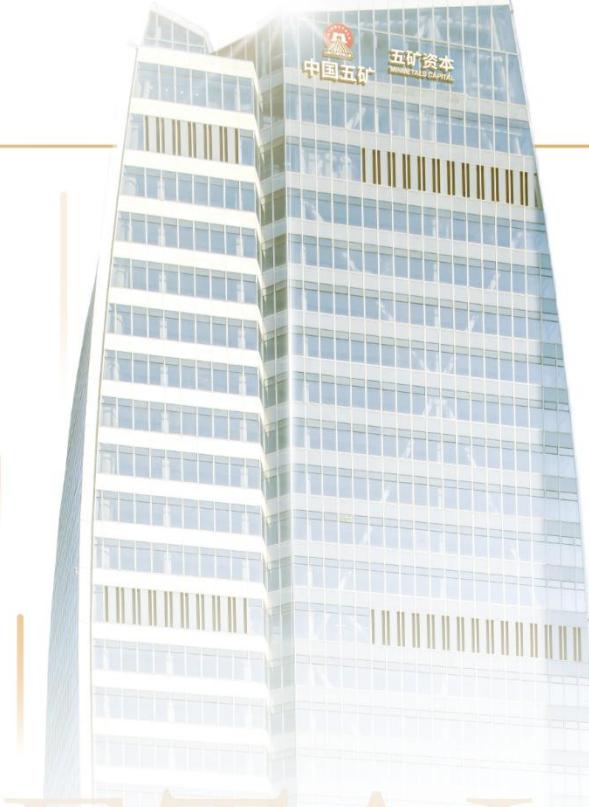


五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

债市情绪有所回暖

国债周报

2026/01/24



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

MINMETALS
FUTURES

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月经济数据显示，生产端在出口推动下有所回暖，需求端而言，政策边际效应减弱使得耐用品消费放缓，地产拖累和居民消费信心不足依然存在，内需仍待居民收入企稳和政策支持。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、中国2025年全年GDP总量为1401879亿元，按不变价格计算，同比增5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.4%，二季度增长5.2%，三季度增长4.8%，四季度增长4.5%。

2、中国2025年12月规模以上工业增加值同比增5.2%，预期增4.9%，前值增4.8%；12月社会消费品零售总额同比增长0.9%，预期增长1.5%，前值增长1.3%。

3、据国家发改委，2026年第一批936亿元超长期特别国债支持设备更新资金已经下达，支持工业、能源电力、教育、医疗、粮油加工、海关查验、住宅老旧电梯、节能降碳环保、回收循环利用等领域约4500个项目，带动总投资超过4600亿元；同时，采取直接向地方下达资金的方式，继续支持老旧营运货车报废更新、新能源城市公交车更新、老旧农机报废更新。

4、1月21日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”发文称，基于他与北约秘书长马克·吕特的会晤，他们已经就格陵兰岛乃至整个北极地区的未来合作框架达成了一致。这一安排避免了美国对欧洲加征关税的威胁。

5、1月20日，财政部等三部门发布《关于优化实施个人消费贷款财政贴息政策有关事项的通知》，将个人消费贷款财政贴息政策实施期限延长至2026年底，调整后，个人消费贷款财政贴息政策实施期为2025年9月1日至2026年12月31日。

6、日本众议院议长额贺福志郎1月23日在众议院全体会议上宣读解散诏书，日本众议院正式解散。这也是日本众议院60年来首次在国会例会开幕日解散。

7、1月23日，日本央行维持基准利率在0.75%不变，符合市场预期。日本央行行长植田和男表示，去年12月加息后金融环境仍保持宽松，正在密切关注日元走弱和进口价格上涨将如何影响日本的核心通胀，已注意到债券收益率快速上升，或开展操作以促进收益率稳定形成；预计通胀率不会大幅超出最新的预测；将与政府合作，就日本央行的加息立场进行充分沟通。

- ◆ 流动性：本周央行进行11810亿元逆回购操作，有9515亿元逆回购到期，本周净投放2295亿元，DR007利率收于1.49%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.83%，周环比-1.12BP；30Y国债收益率收于2.29%，周环比-1.50BP；2、最新10Y美债收益率4.24%，周环比+0.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，12月经济数据显示生产端有所回暖，外需方面出口数据超预期，其中非美市场和高技术行业出口维持高增，为工增提供了有力支撑。需求端而言，前期政策边际效应减弱使得耐用品消费放缓，投资增速延续下滑，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。内需弱修复背景下，降准降息空间仍存，但结构性降息后总量宽松节点可能延后。资金情况看，央行资金呵护态度维持，资金面预计有望平稳。近期债市配置力量较强，但仍需关注股市春躁行情、政府债供给和通胀预期的影响，预计行情延续震荡，节奏上主要看股债跷跷板的作用。

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

中国五矿

02

期现市场

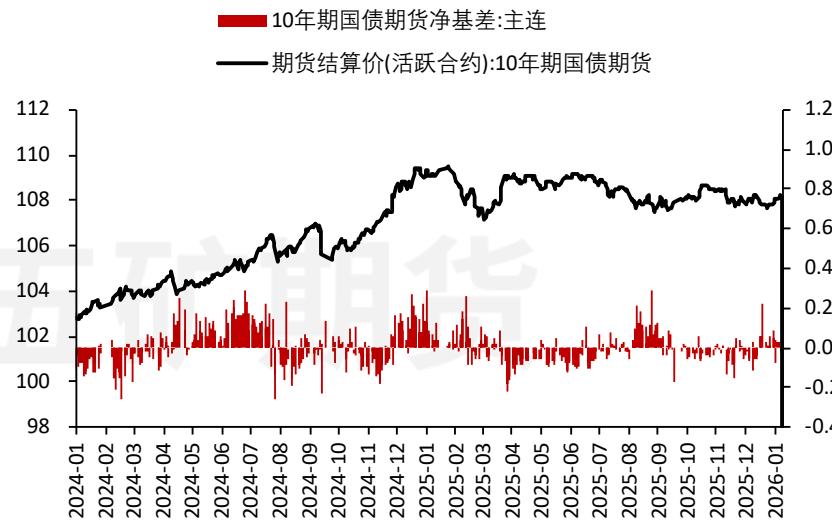
T合约行情表现

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



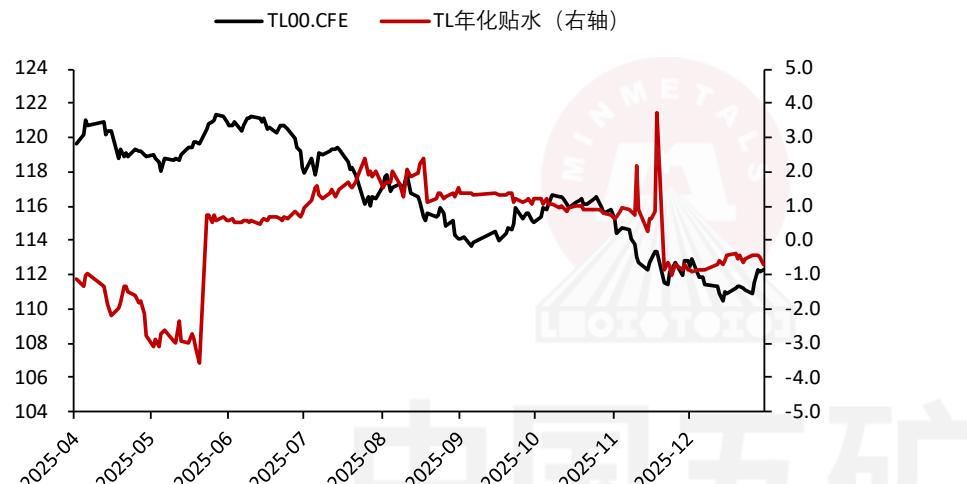
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

TL合约行情表现



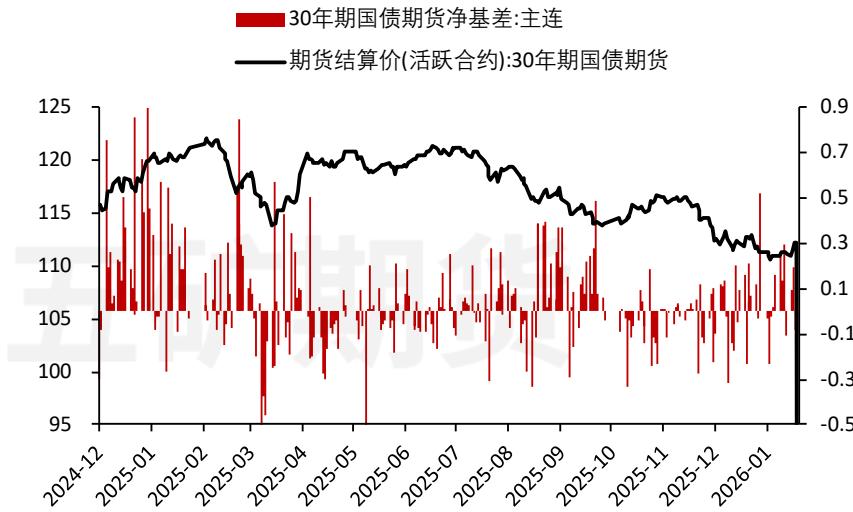
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

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

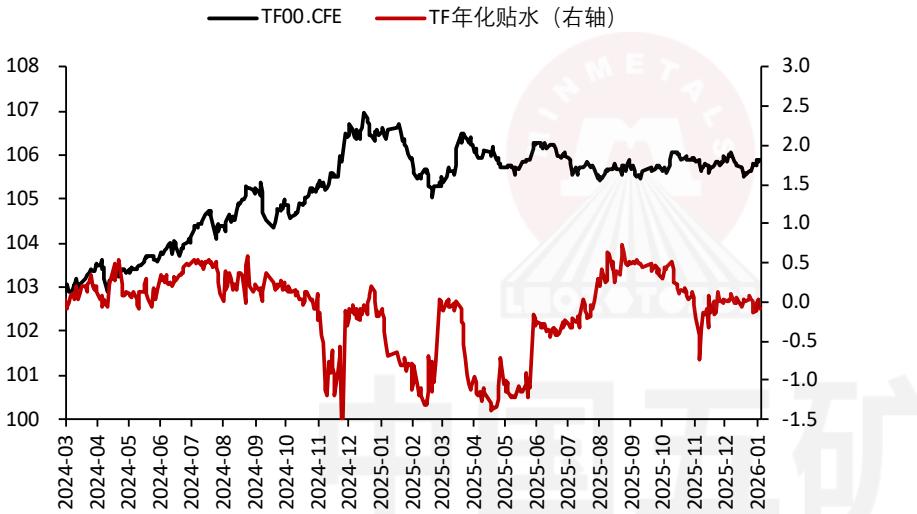
图4: TL主力合约结算价及净基差走势



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

TF合约行情表现

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

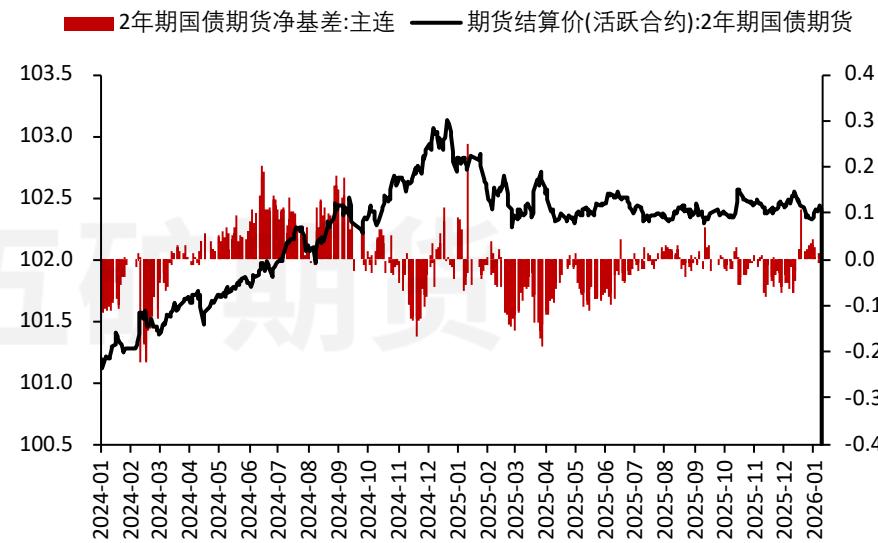
TS合约行情表现

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

TS及TF持仓量



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

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

T及TL持仓量

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）

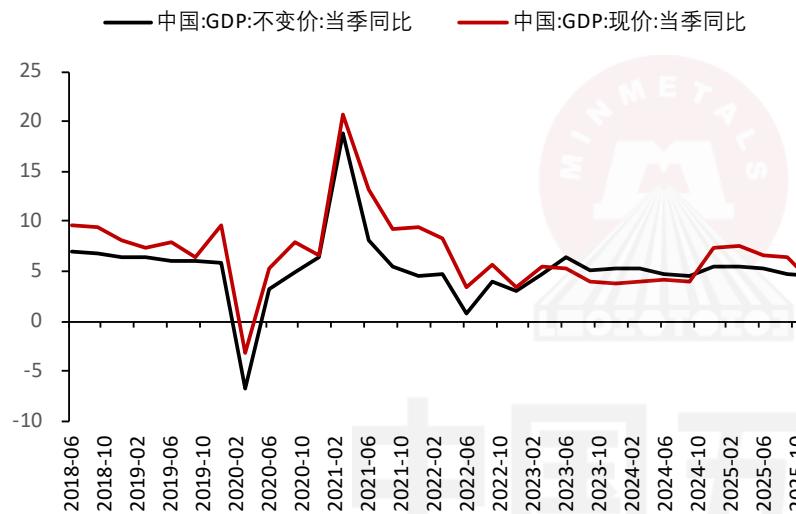


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

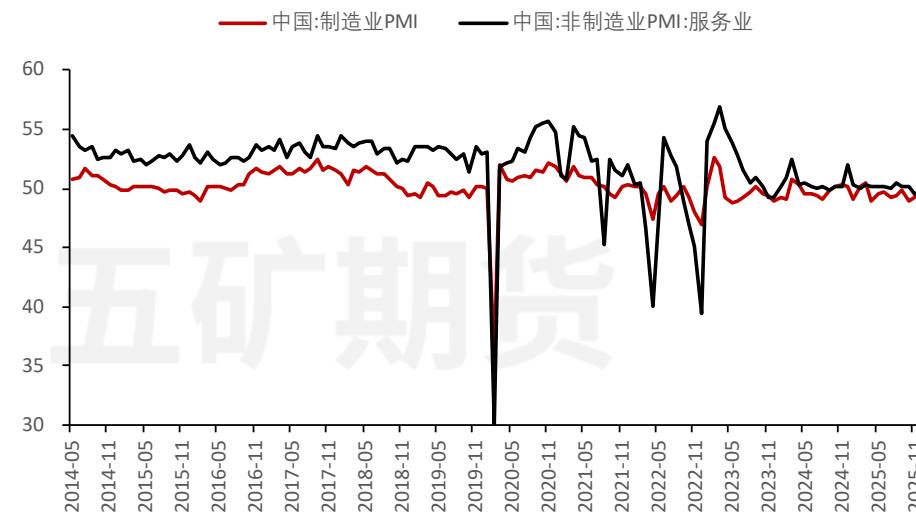
主要经济数据

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

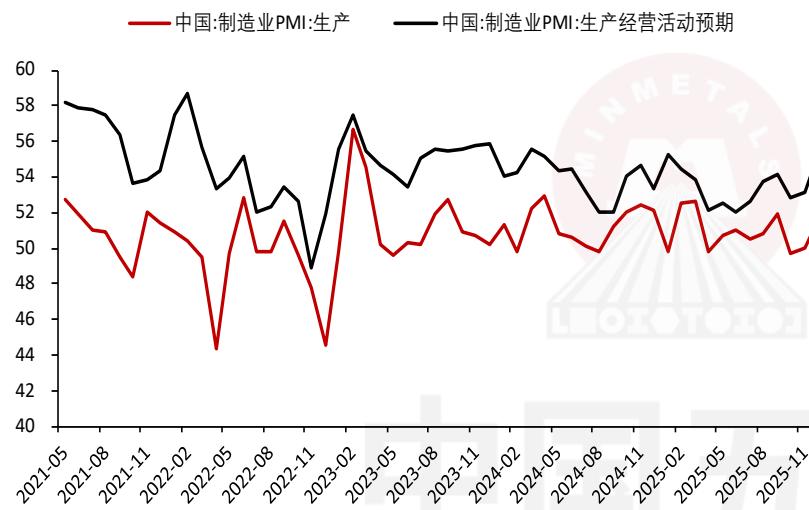
- 1、2025年3季度GDP实际增速4.8%，超市场预期，今年前三季度经济增长维持韧性。
- 2、12月制造业PMI录得50.1%，较前值上升0.9个百分点；服务业PMI较前值上升0.2个百分点，录得49.7%，整体制造业和服务业均有所回暖。

表1：制造业PMI细分项

指标名称	制造业PMI细分														
	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:供应商配送时间	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		

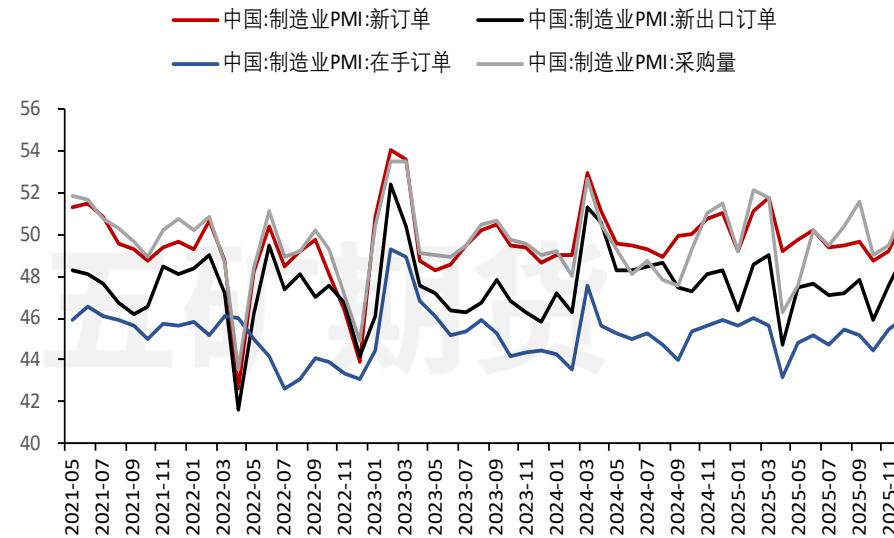
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

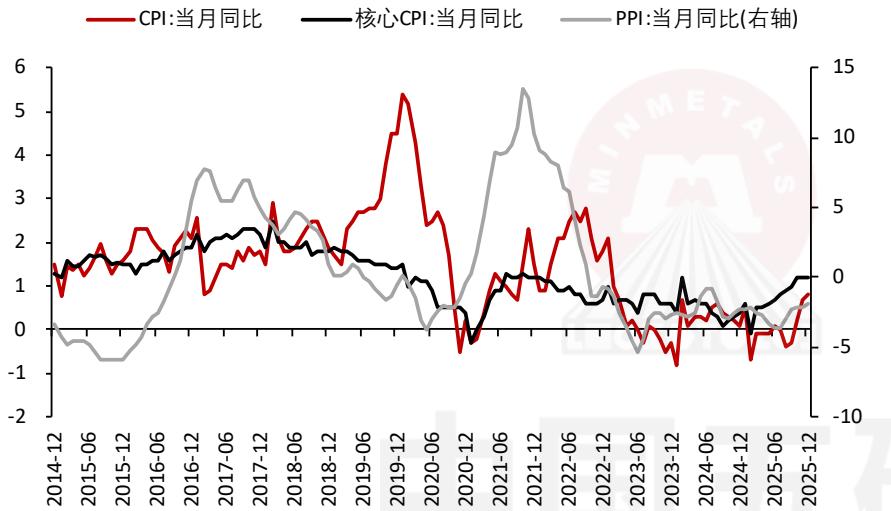
图16：制造业PMI细分项-需求



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。

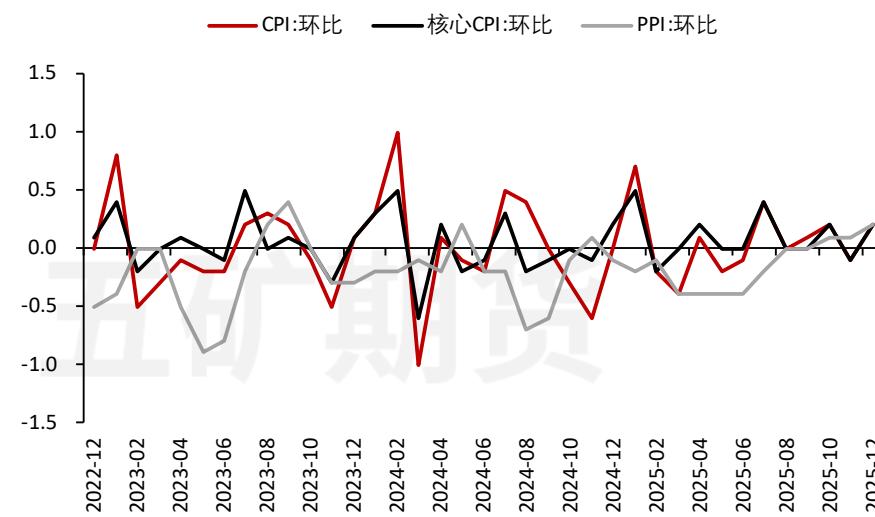
图17：价格指数同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

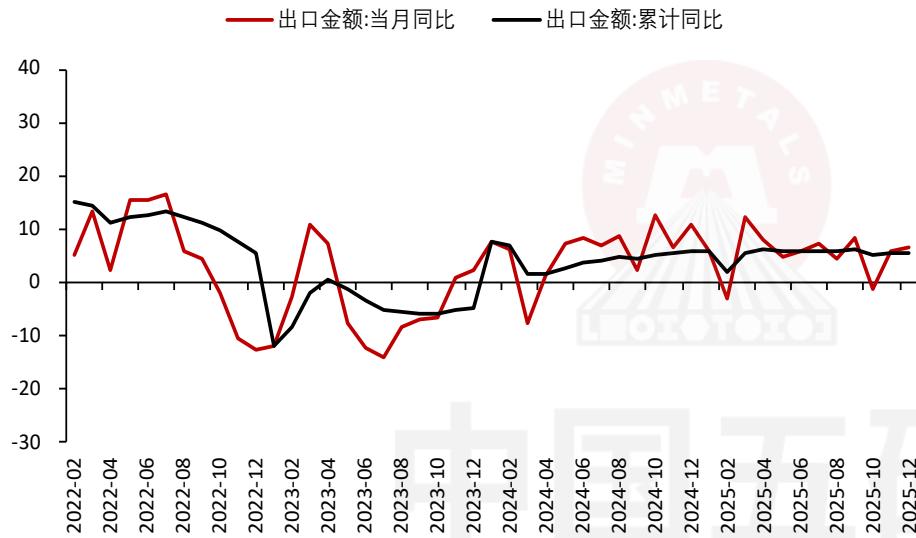
- 1、12月份CPI同比增长0.8%，前值0.7%;核心CPI同比上升1.2%，前值1.2%;PPI同比下降1.9%，前值-2.2%;
- 2、从环比数据看，CPI环比0.2%，前值-0.1%;核心CPI环比0.2%，前值-0.1%;PPI环比0.2%，前值0.1%。CPI方面，同比上行因素主要来自基数偏低、部分食品价格上涨。PPI方面，同比降幅收窄，生产资料价格延续修复，部分行业价格积极变化，反内卷政策带动价格降幅收窄。

图18：价格指数环比（%）



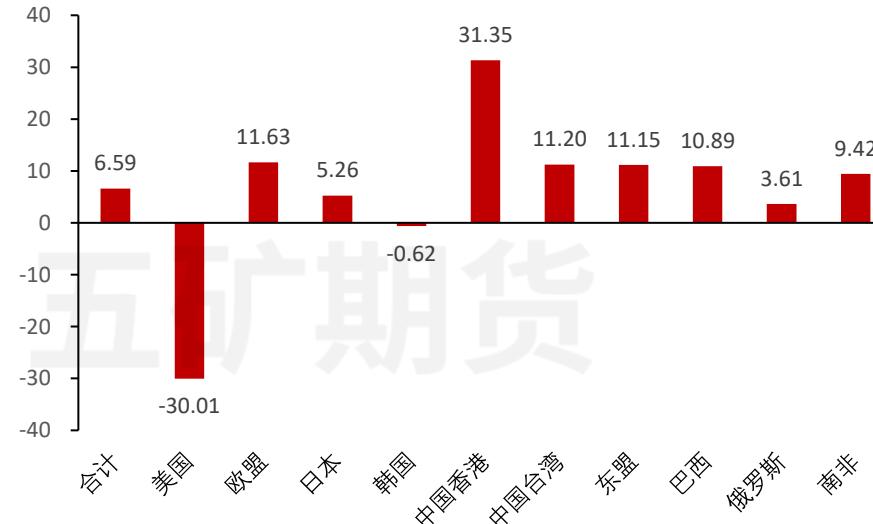
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

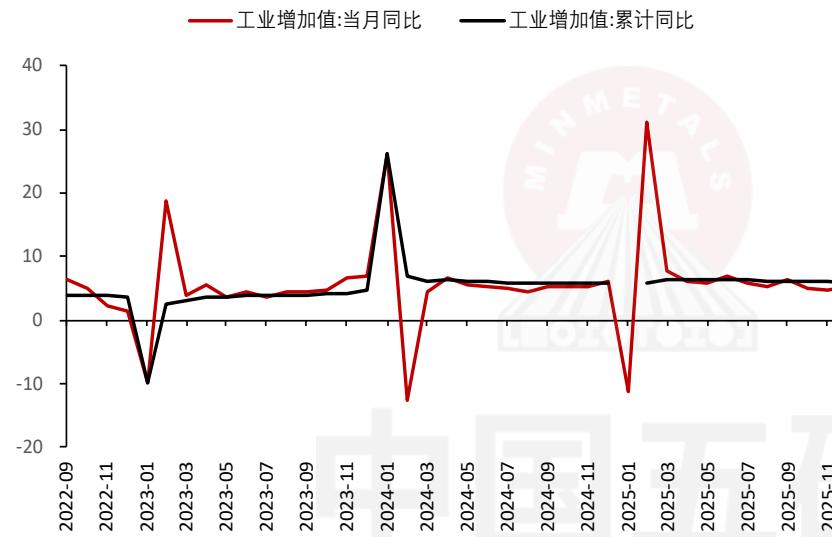
图20：对部分经济体出口增速（%）



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（%）

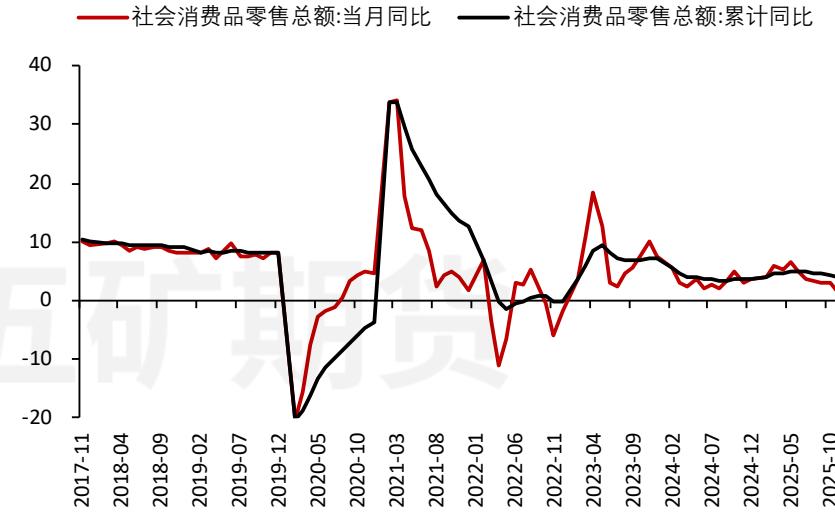


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、12月份工业增加同比增速为5.2%，前值4.8%，工业生产增速有所回升。

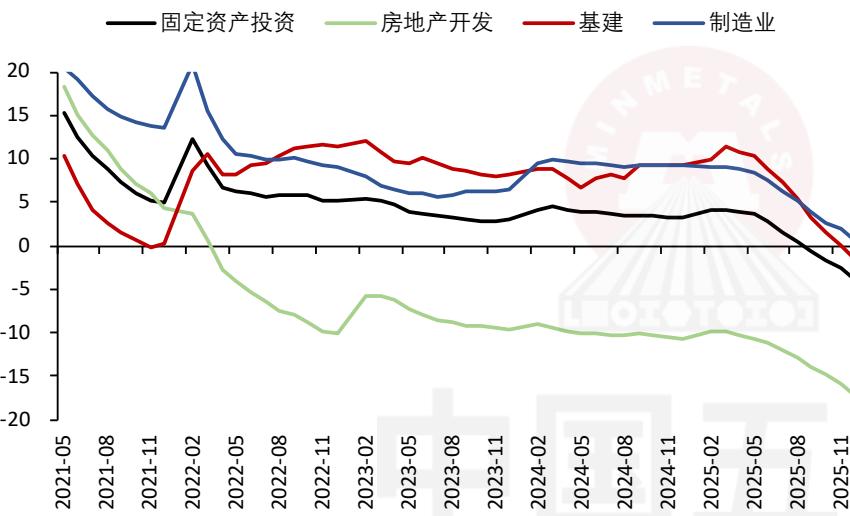
2、12月份社会消费品零售总额当月同比增速0.9%，较前值1.3%下降0.4个百分点；社零增速因汽车与家电等耐用品高基数和边际效用递减而走低。

图22：社会消费品零售总额（%）



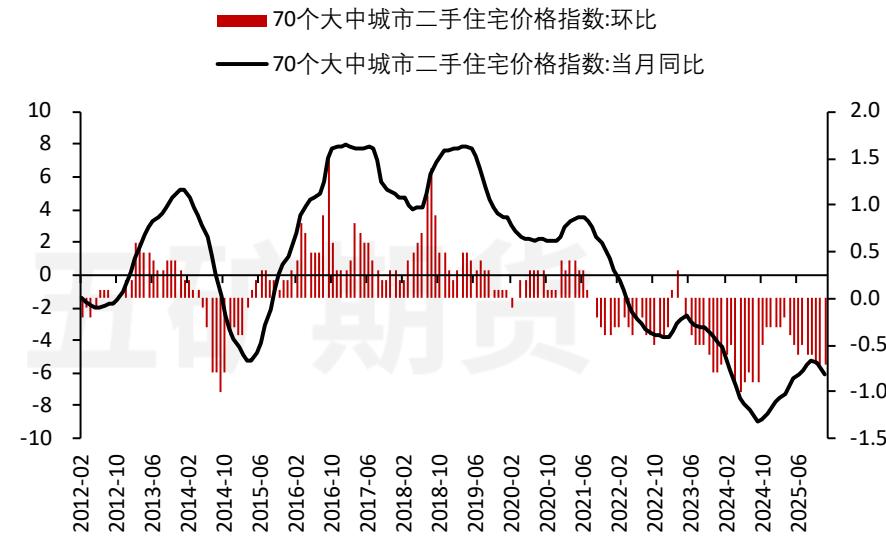
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

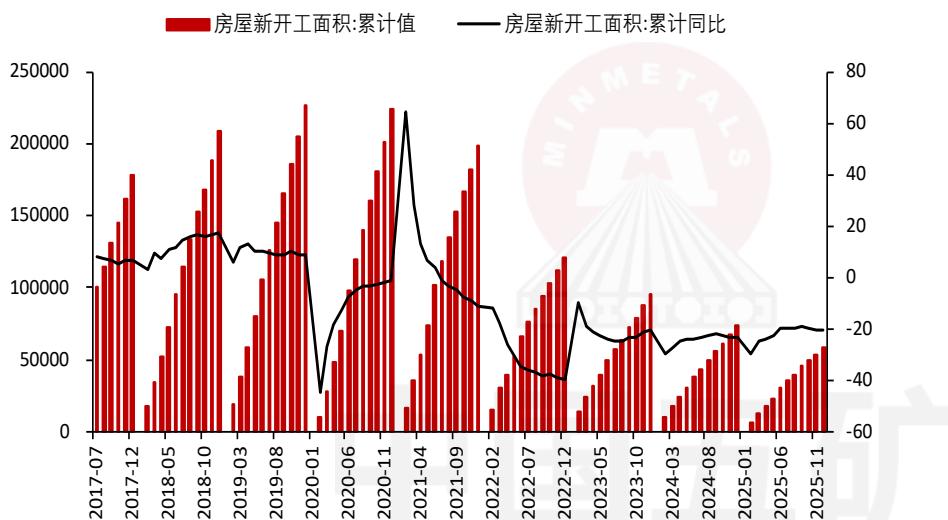
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、1-12月固定资产投资累计同比增速为-3.8%，前值-2.6%；房地产投资增速累计同比为-17.2%，前值-15.9%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比-2.2%，前值-1.1%；制造业投资累计同比为0.6%，前值为1.9%，增速有所放缓；
- 2、12月70个大中城市二手房价环比-0.7%，前值-0.7%；同比-6.1%，前值-5.7%。

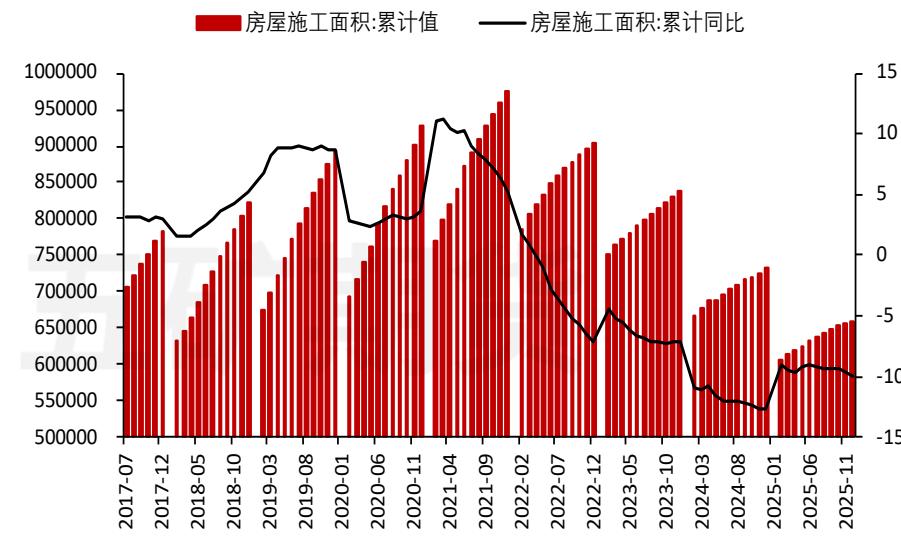
图25：房屋新开工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

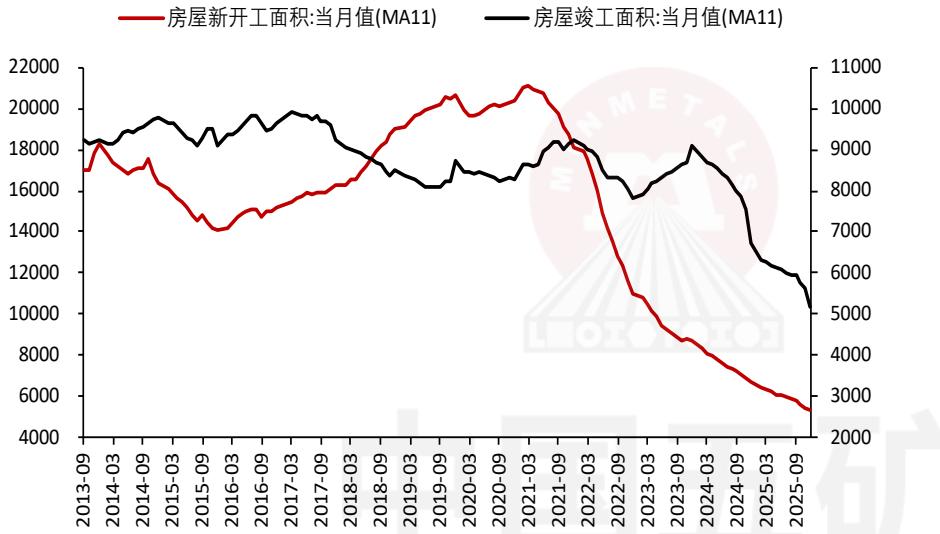
- 1、12月房屋新开工面积累计值58770万平，累计同比-20.4%，前值-20.5%；
- 2、12月房屋新施工面积累计值659890万平，累计同比-10.0%，前值-9.6%。

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

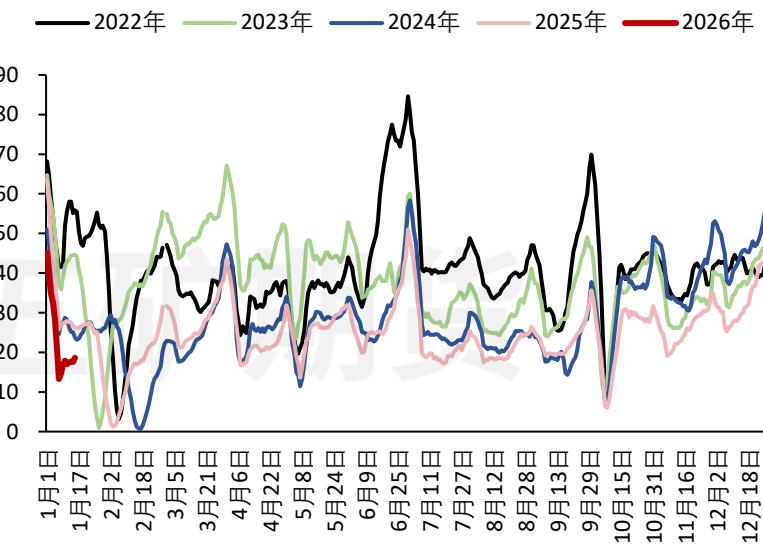
图27：房地产新开工及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

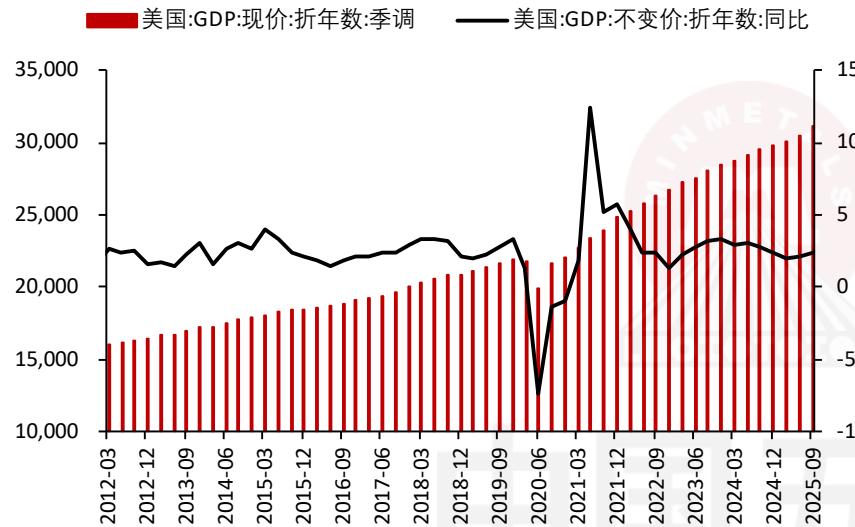
- 1、12月份竣工端数据累计同比回落18.16%，前值-18.06%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图28：30大中城市新房成交面积（万平）



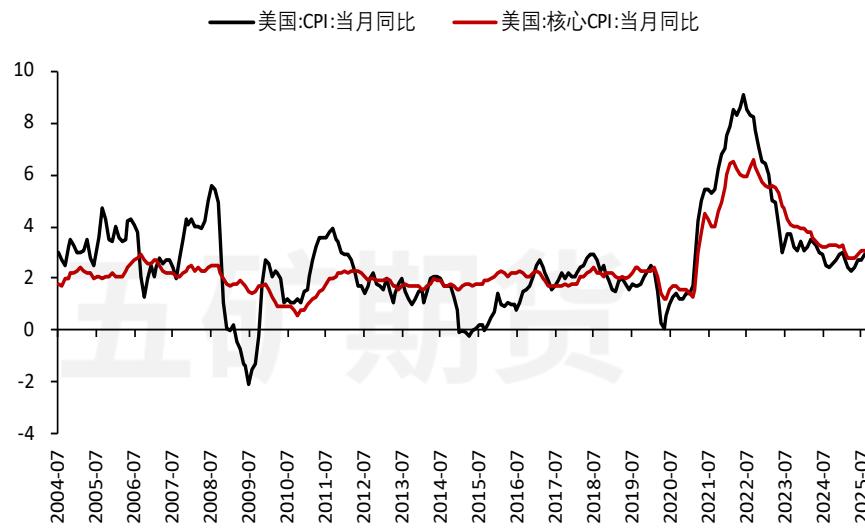
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图29: 美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

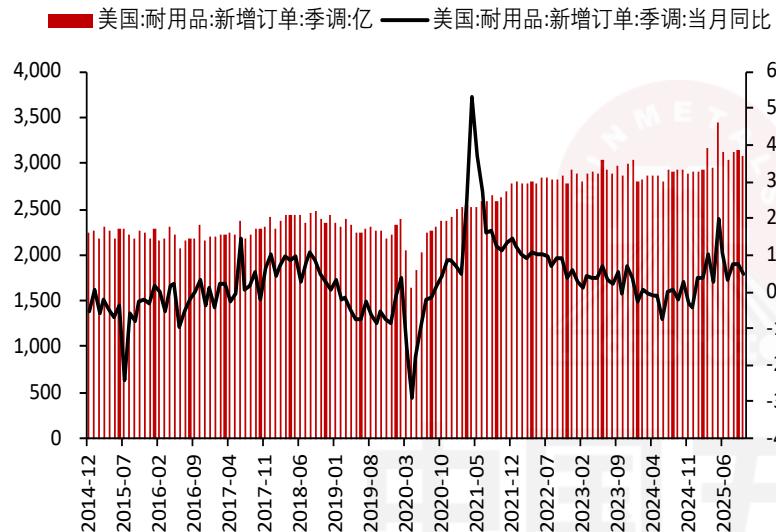
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 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%；
- 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%。

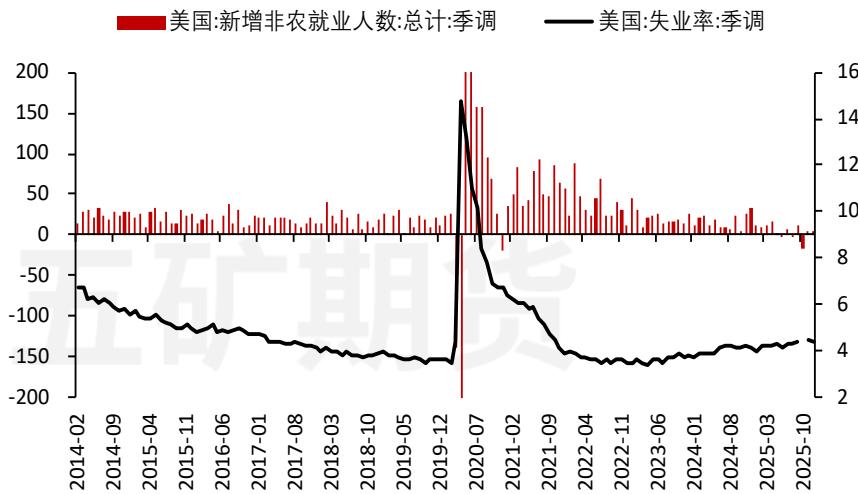
图31: 美国耐用品订单 (亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

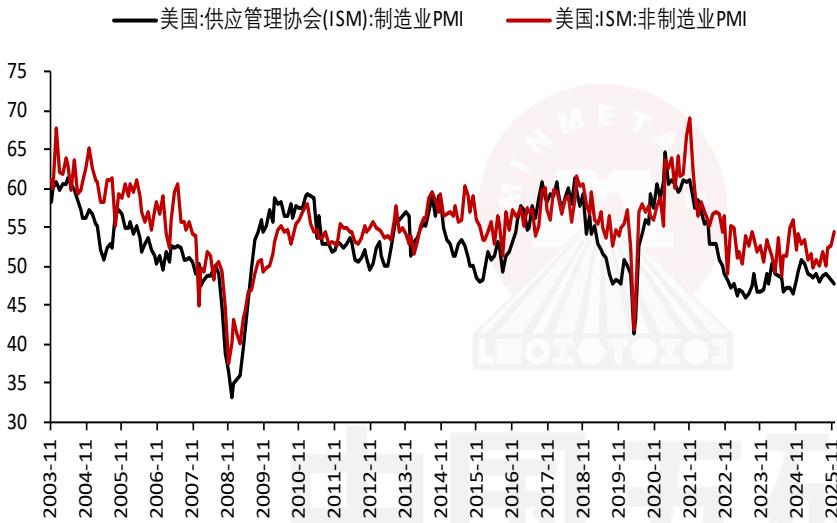
- 1、美国10月耐用品订单金额3073亿美元，同比增长4.81%，前值7.42%；
- 2、美国2025年12月季调后非农就业人口增5万人，预期增6万人；失业率4.4%，预期4.5%。

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

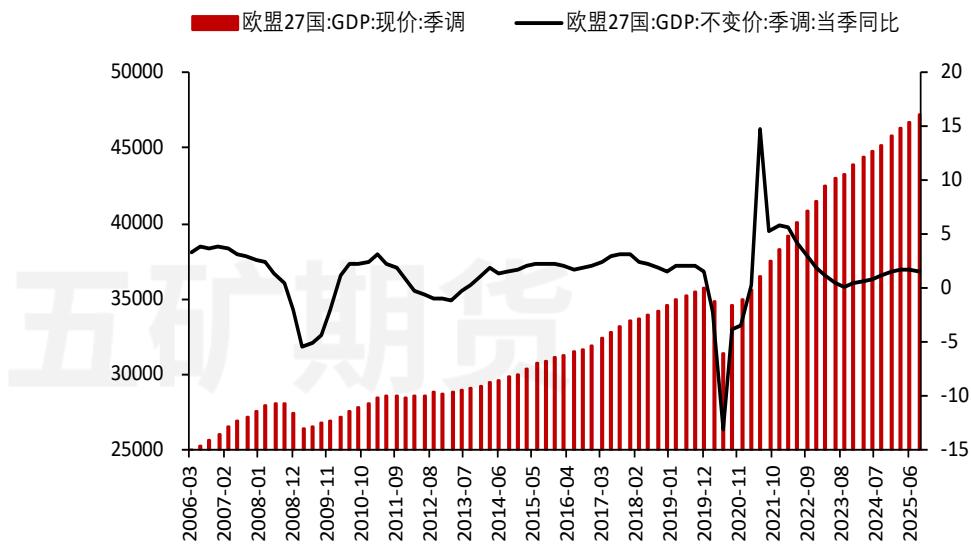
图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

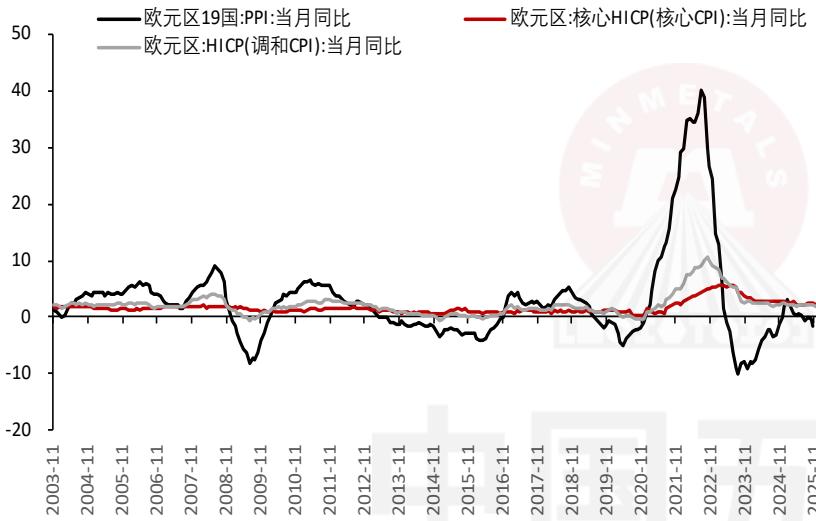
- 1、美国12月ISM制造业PMI为47.9，预期48.3，前值48.2；ISM非制造业PMI54.4，预期52.3，前值52.6；
- 2、三季度欧盟GDP同比增长1.4%，环比增长0.3%。

图34：欧盟季度GDP（亿欧元， %）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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

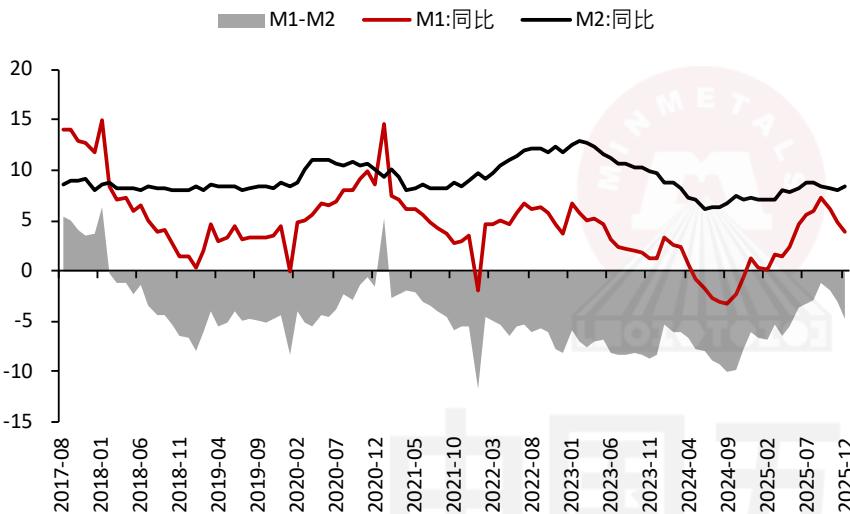
流动性

流动性



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

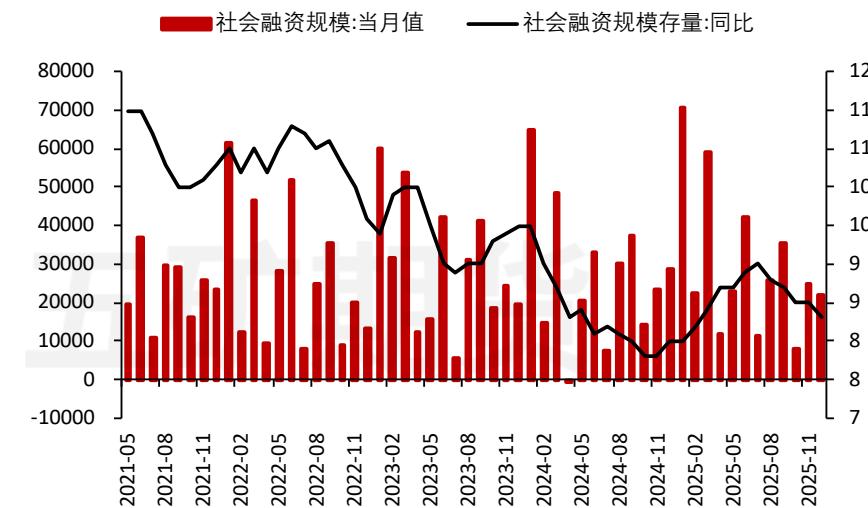
图37：货币供应量（%）



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38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

流动性



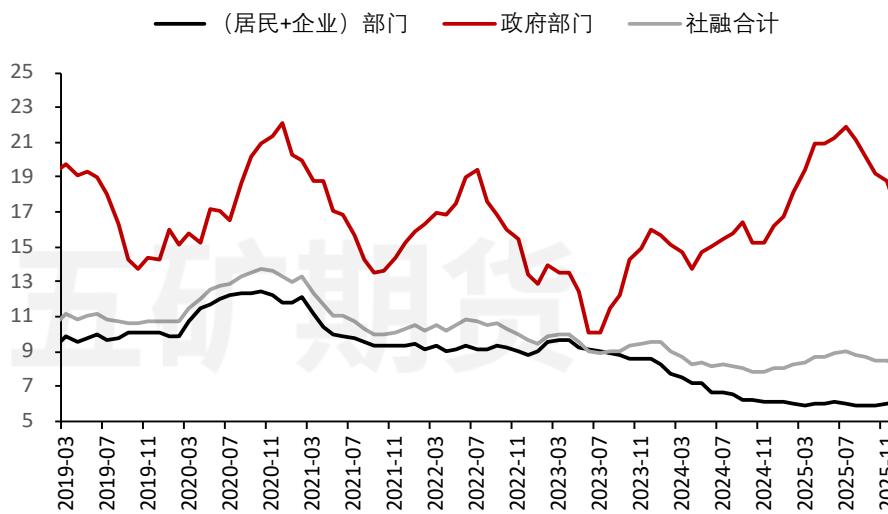
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

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（%）

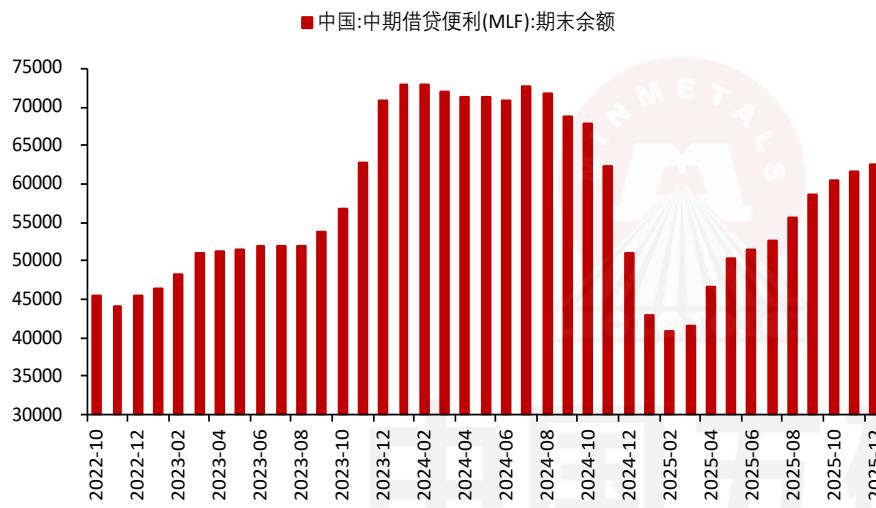


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 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%。

流动性

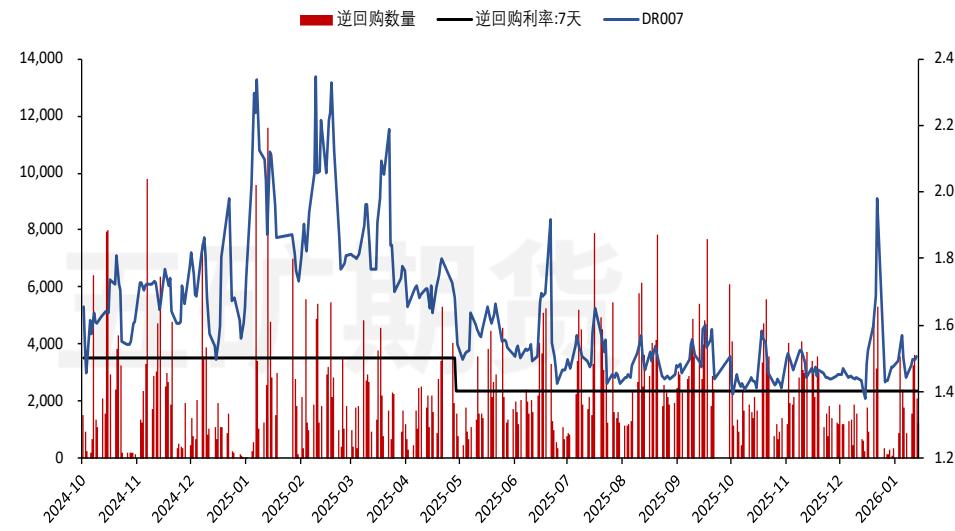
图41：MLF余额（亿）



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11810亿元逆回购操作，有9515亿元逆回购到期，本周净投放2295亿元，DR007利率收于1.49%。

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

05

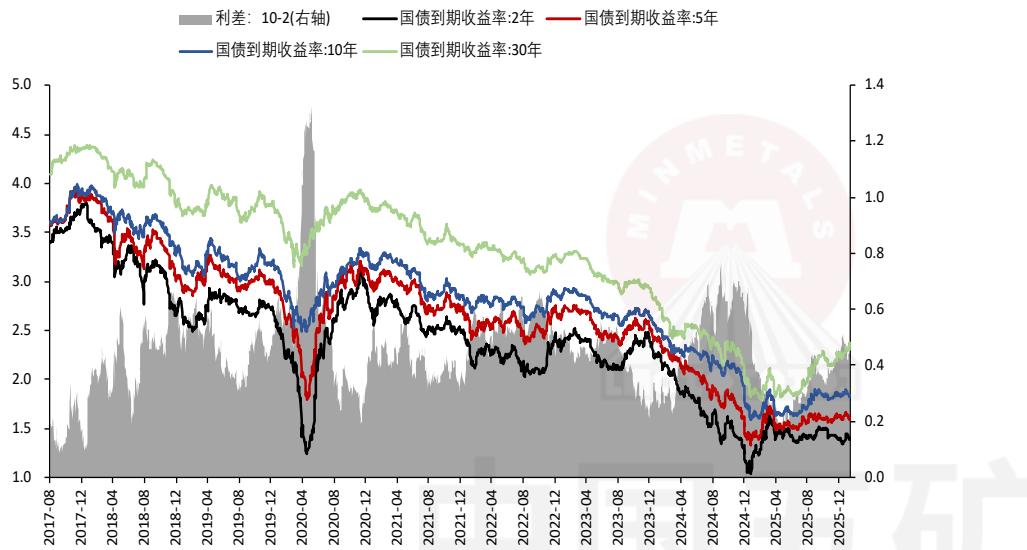
利率及汇率

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	1.47	-1.68	9.20	0.86
回购	R007	1.54	-1.13	2.23	-61.99
回购	DR001	1.40	-1.88	7.84	6.58
回购	DR007	1.49	-1.39	5.05	-48.86
国债到期收益率	2年	1.39	-0.44	-1.19	1.95
国债到期收益率	5年	1.60	-1.01	-1.01	-3.72
国债到期收益率	10年	1.83	-0.44	-1.12	-1.71
国债到期收益率	30年	2.29	-1.70	-1.50	1.30
美国国债收益率	10年	4.24	-2.00	0.00	6.00

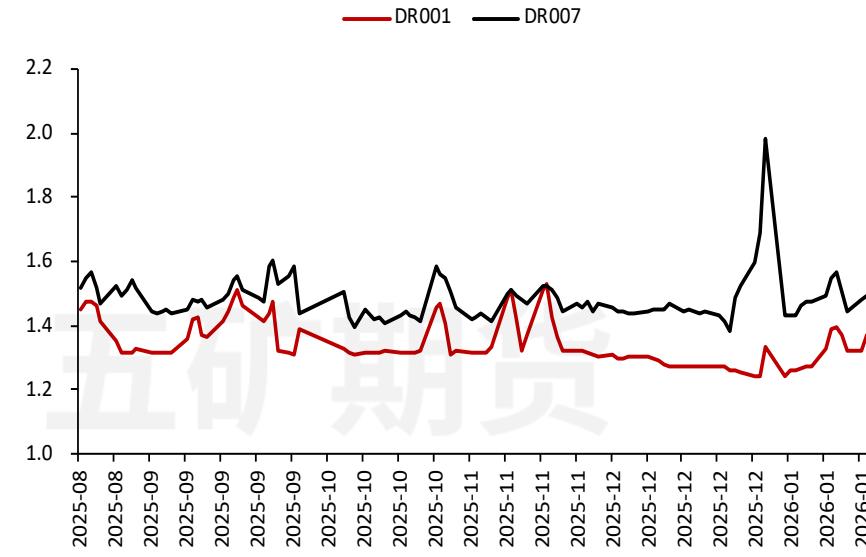
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



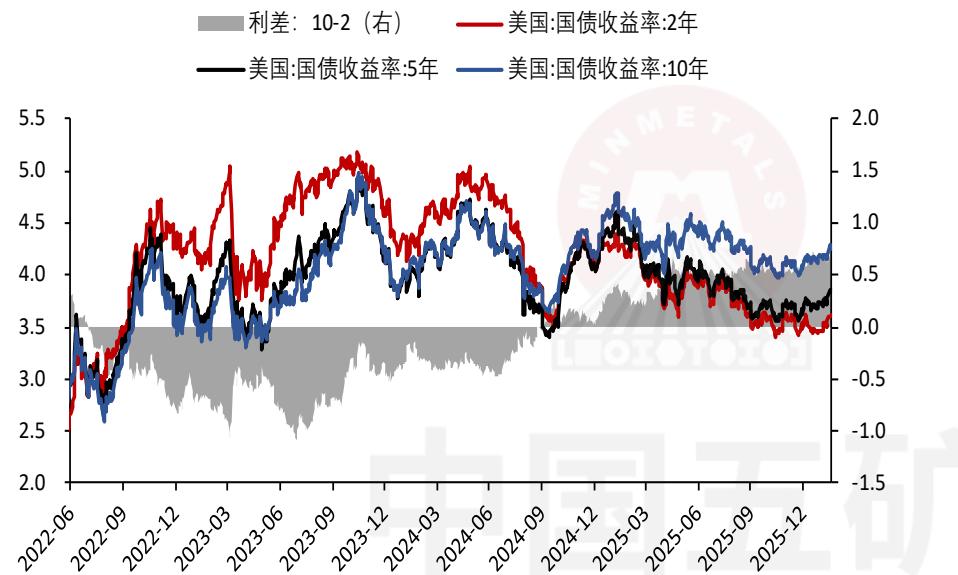
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：银行间质押回购利率（%）



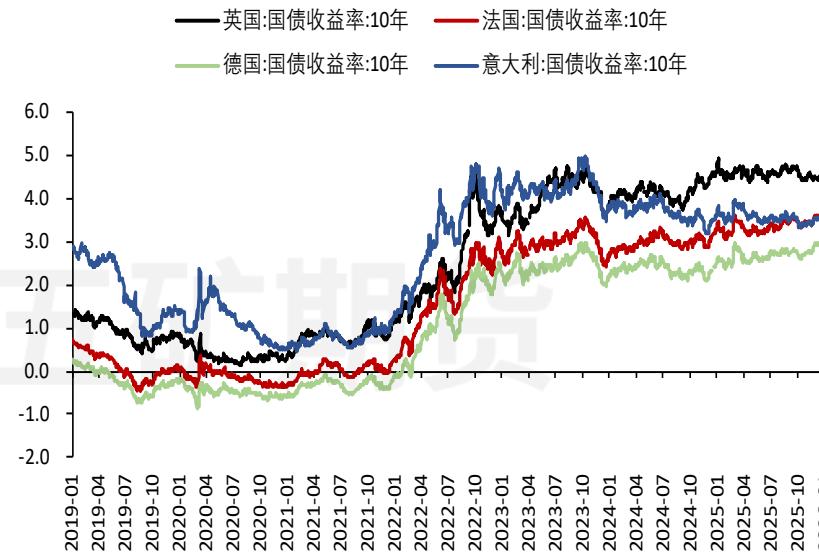
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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

免责声明



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，并鼓励交易者征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。不经许可，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

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