



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



淡季下制造业PMI走弱，债市情绪好转

国债周报

2026/01/31

MINMETALS
FUTURES

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：最新经济数据显示，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，1月美联储议息会议宣布不降息，符合市场预期，市场对美联储降息时点预期推迟到年中。

- 1、国家统计局：2025年，全国规模以上工业企业实现利润总额73982.0亿元，比上年增长0.6%。12月份，规模以上工业企业利润同比增长5.3%。
- 2、当地时间1月27日，印欧领导人在新德里举行会晤。印度总理莫迪宣布，印度和欧盟达成自由贸易协定，并表示该协议覆盖全球GDP的25%和全球贸易额的三分之一。欧盟超过90%的出口商品关税将被取消或下调，节省高达40亿欧元的关税。
- 3、中共中央政治局召开会议强调，今年是中国共产党成立105周年，是“十五五”开局之年，要坚持稳中求进工作总基调，锚定“十五五”时期经济社会发展重大战略任务，努力实现良好开局。
- 4、财政部：2025年全国一般公共预算收入21.6万亿元，较2024年下降1.7%。其中，税收收入增长0.8%，全年总体呈稳步回升走势，反映出我国经济运行延续了稳中有进的发展态势；非税收入下降11.3%，主要是2024年一次性安排的中央单位上缴专项收益抬高了基数。
- 5、多家房企表示，目前已不被监管部门要求每月上报“三条红线”指标。不过，部分出险房企被要求向总部所在城市专班组定期汇报资产负债率等财务指标。
- 6、日本首相高市早苗表示，正关注财政可持续性，市场波动背后有多种因素，将监测投机性走势，并在必要时采取行动，日本基本预算余额28年来首次达到盈余。
- 7、美国总统特朗普提名前美联储理事凯文·沃什担任美联储主席。
- 8、1月份中国制造业PMI49.3，比上月回落0.8个百分点，购进价格回升3至56.1，就业回落0.1至48.1，产成品库存回升0.4至48.6。1月PMI非制造业经营活动状况49.4，环比值-0.8，同比值-0.8。

- ◆ 流动性：本周央行进行17615亿元逆回购与1500亿元国库现金定存操作，有11810亿元7天逆回购、2000亿元MLF到期，本周净投放5305亿元，DR007利率收于1.59%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.81%，周环比-2.34BP；30Y国债收益率收于2.29%，周环比-0.30BP；2、最新10Y美债收益率4.26%，周环比+2.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，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，但节奏上仍需关注股市行情、政府债供给和通胀预期的影响，预计行情延续震荡。

基本面评估

| 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

五矿期货

02

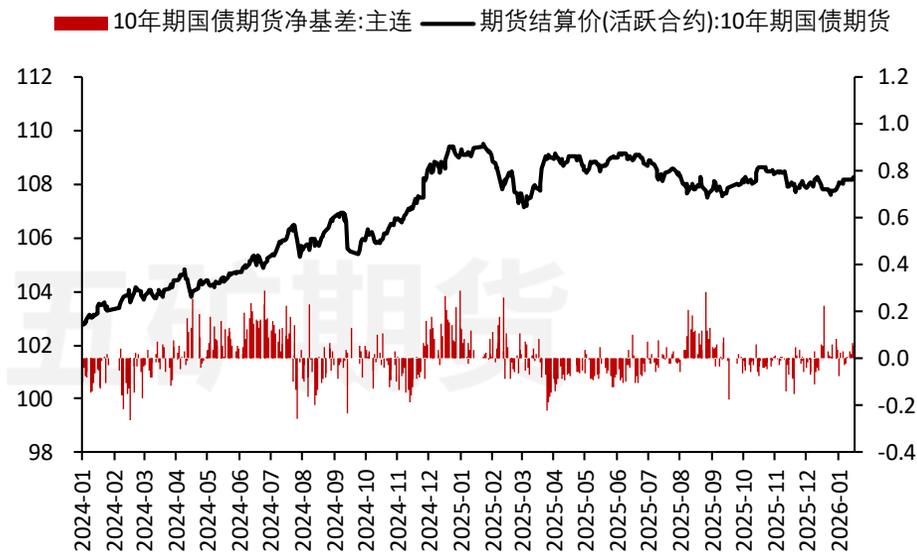
期现市场

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



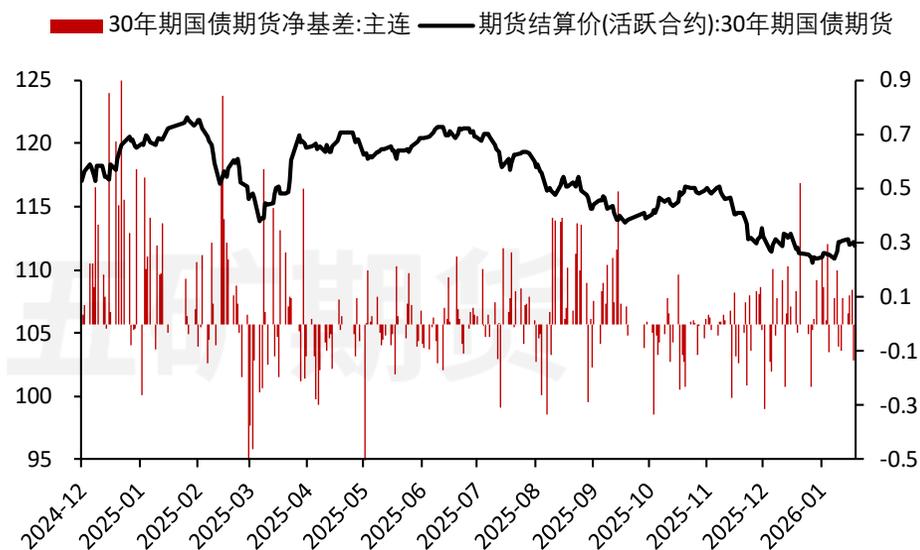
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



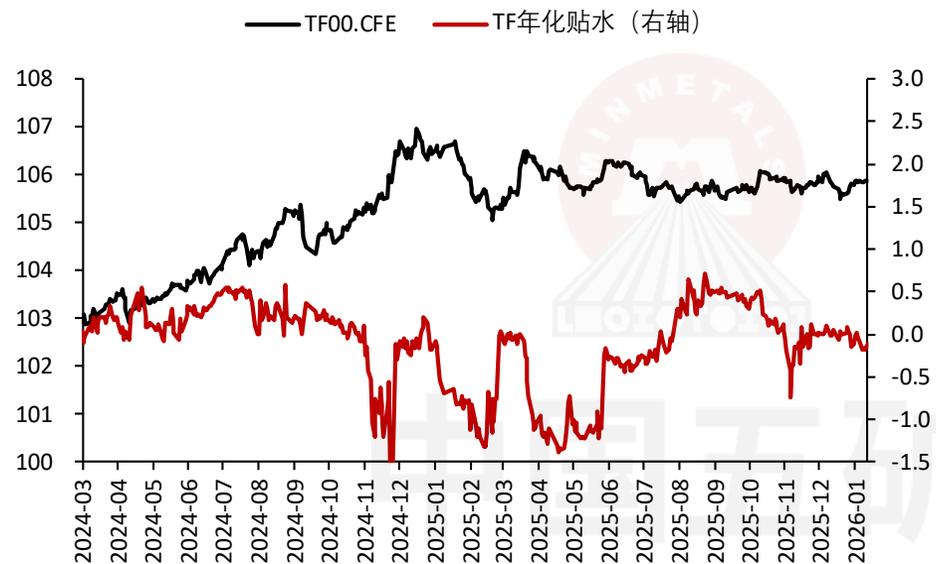
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



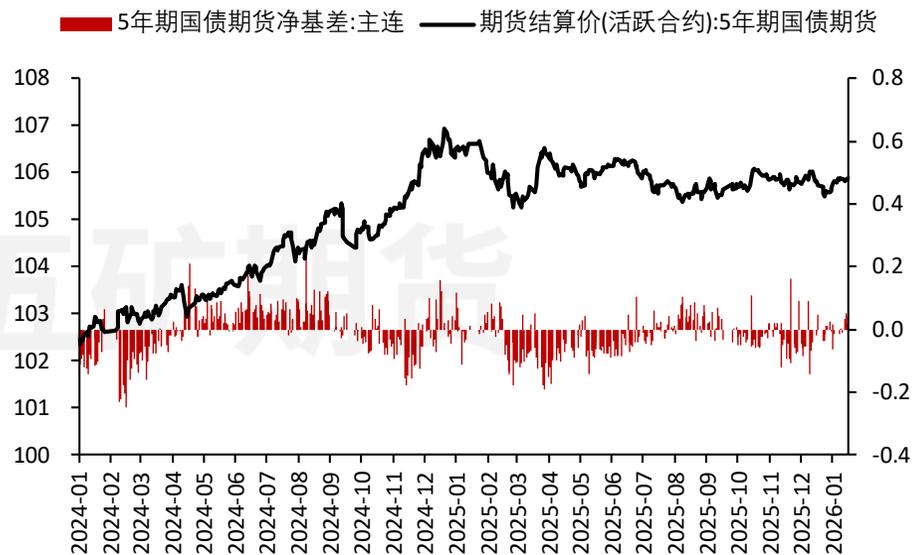
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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



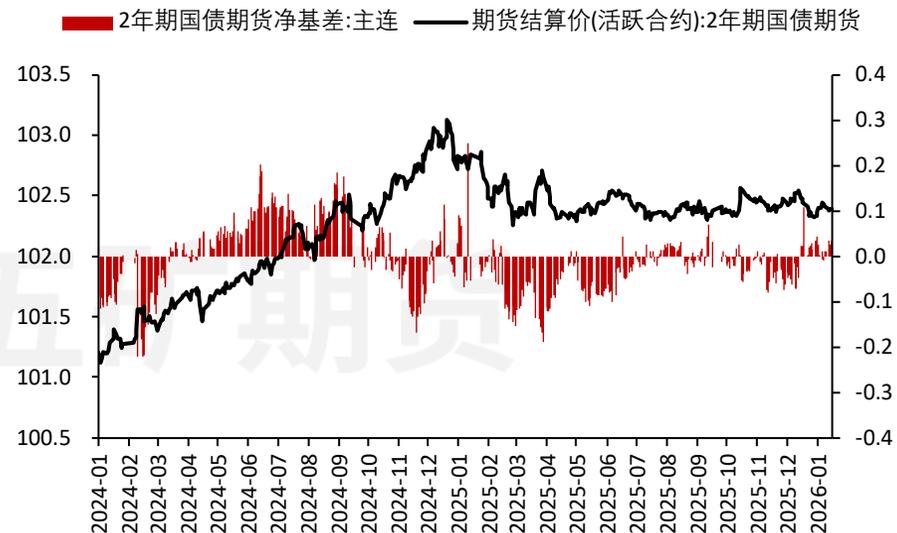
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

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)

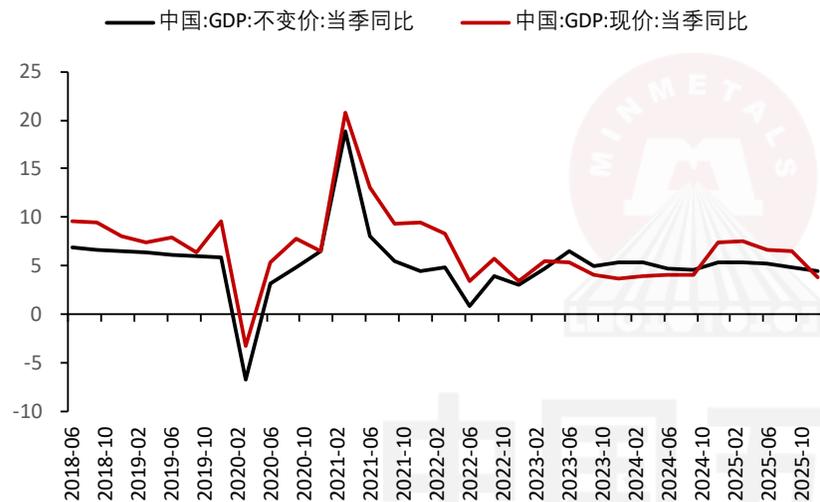


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

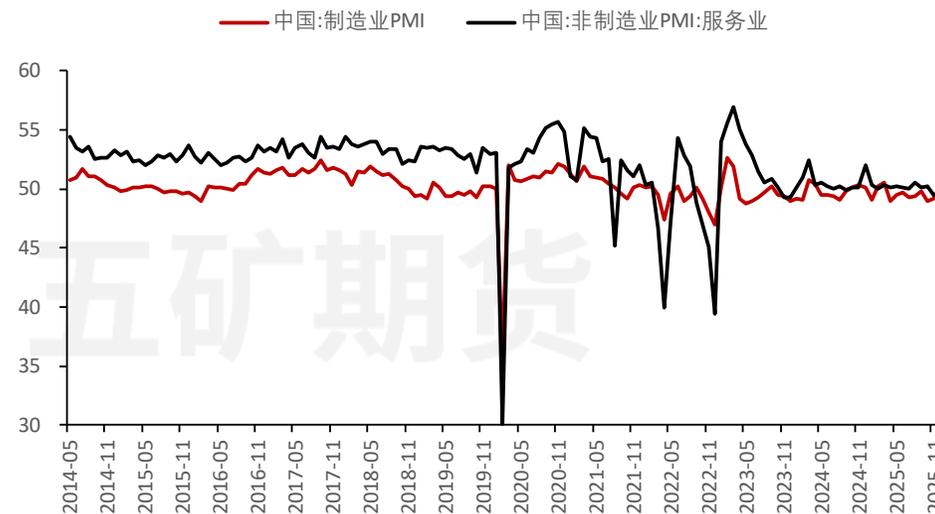
主要经济数据

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

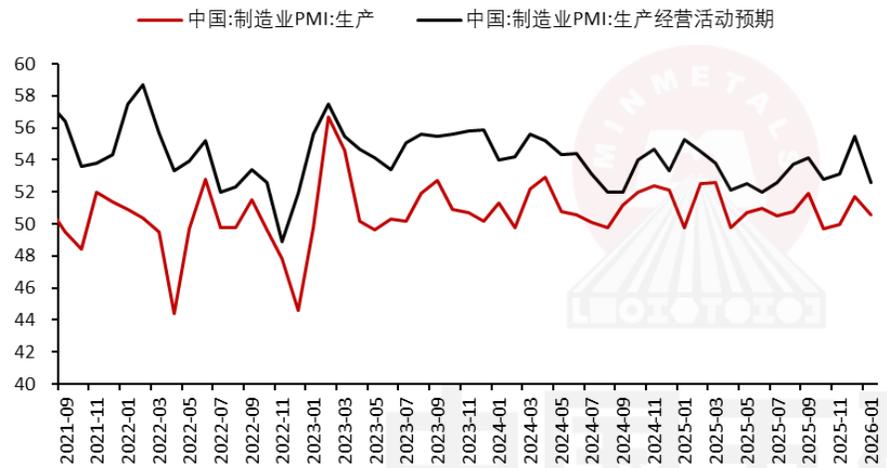
- 1、2025年3季度GDP实际增速4.8%，超市场预期，今年前三季度经济增长维持韧性。
- 2、1月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.8个百分点；服务业PMI较前值下降0.2个点，录得49.5%，整体制造业和服务业均有所回落。

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 |
| 2026-01 | 50.60 | 49.20 | 47.80 | 45.10 | 48.60 | 48.70 | 47.30 | 50.60 | 56.10 | 47.40 | 48.10 | 50.10 | 52.60 |
| 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 |
| 过去五年平均 | 51.06 | 50.14 | 47.66 | 45.50 | 48.02 | 50.20 | 47.70 | 50.24 | 55.12 | 48.60 | 48.14 | 49.02 | 56.06 |
| 上月过去五年平均 | 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 |
| 本月环比变化 | -1.10 | -1.60 | -1.20 | -0.90 | 0.40 | -2.40 | 0.30 | 1.70 | 3.00 | -0.40 | -0.10 | -0.10 | -2.90 |
| 过去五年平均环比变化 | 0.56 | 0.76 | 0.12 | 0.26 | 0.62 | 0.32 | 0.10 | 0.68 | 1.64 | 0.42 | 0.24 | 1.12 | 1.02 |

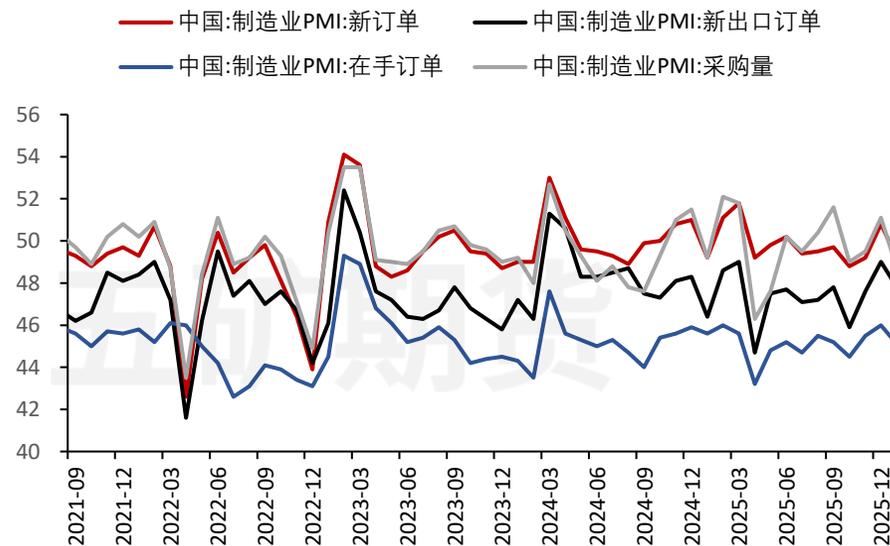
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15: 制造业PMI细分项-生产



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

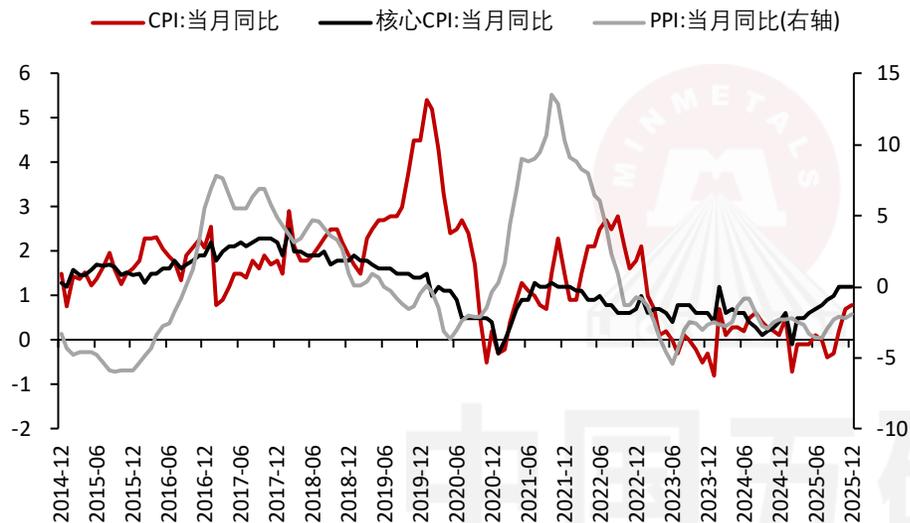
图16: 制造业PMI细分项-需求



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

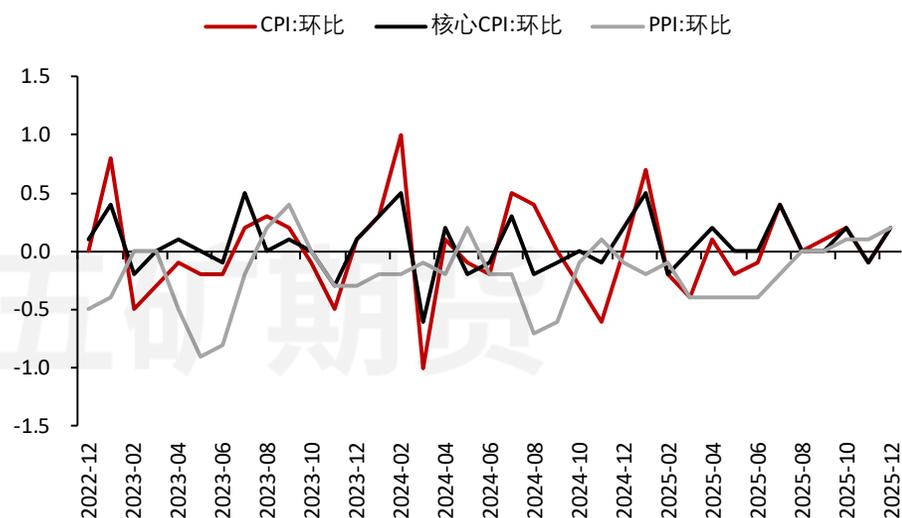
在2026年1月制造业PMI的细分项中，制造业供需两端有所走弱。生产指数环比下滑1.1个百分点至50.6%，新订单环比下降1.6个百分点至49.2%。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

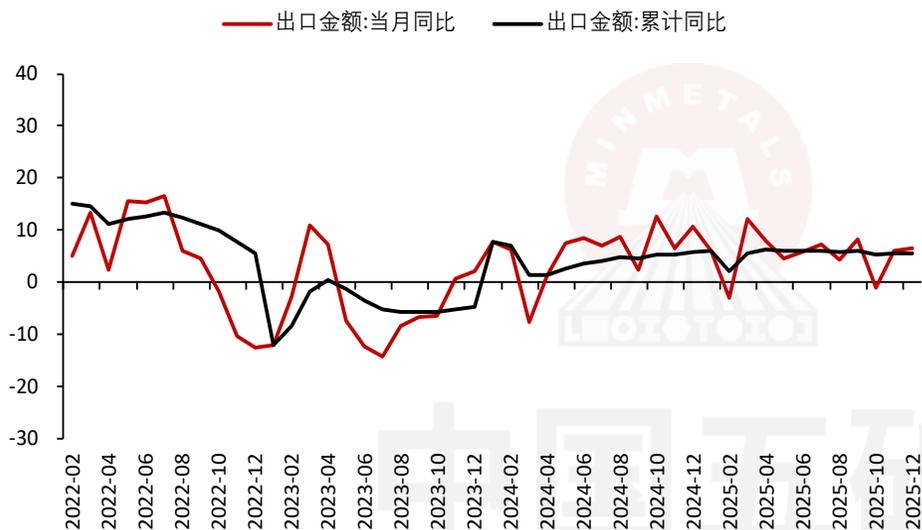
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

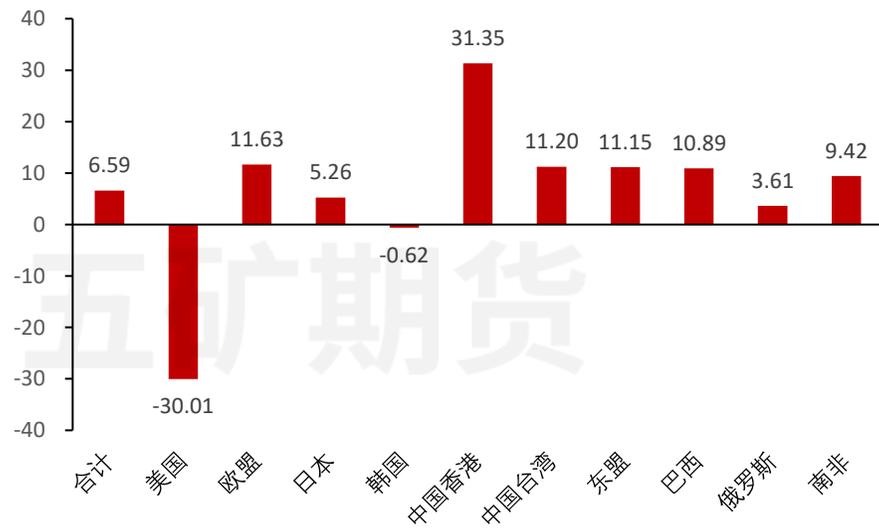
- 1、12月份CPI同比增长0.8%，前值0.7%；核心CPI同比上升1.2%，前值1.2%；PPI同比下降1.9%，前值-2.2%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.2%，前值-0.1%；核心CPI环比0.2%，前值-0.1%；PPI环比0.2%，前值0.1%。CPI方面，同比上行因素主要来自基数偏低、部分食品价格上涨。PPI方面，同比降幅收窄，生产资料价格延续修复，部分行业价格积极变化，反内卷政策带动价格降幅收窄。

图19: 出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

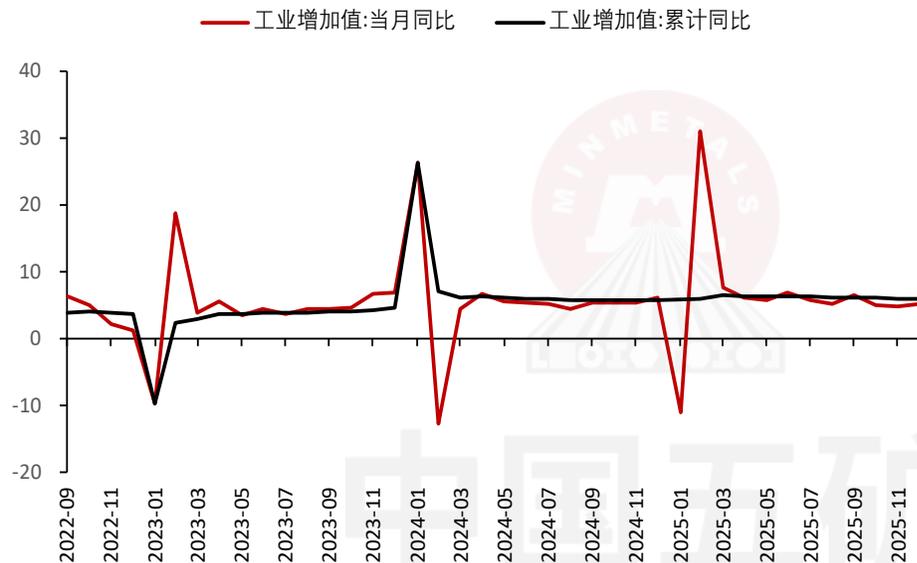
图20: 对部分经济体出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

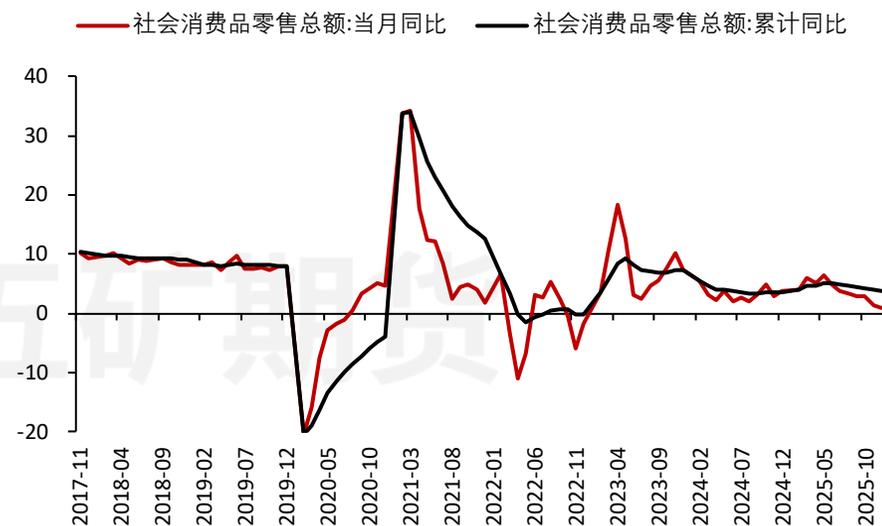
2025年12月我国出口数据整体强于预期。12月出口(美元计价)同比增长6.5%，前值5.9%。12月进口同比增长5.7%，前值1.9%。分国别看，12月我国对美出口同比下降30.0%，相较而言，12月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速11.15%，对非美地区出口增速维持韧性。

图21: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

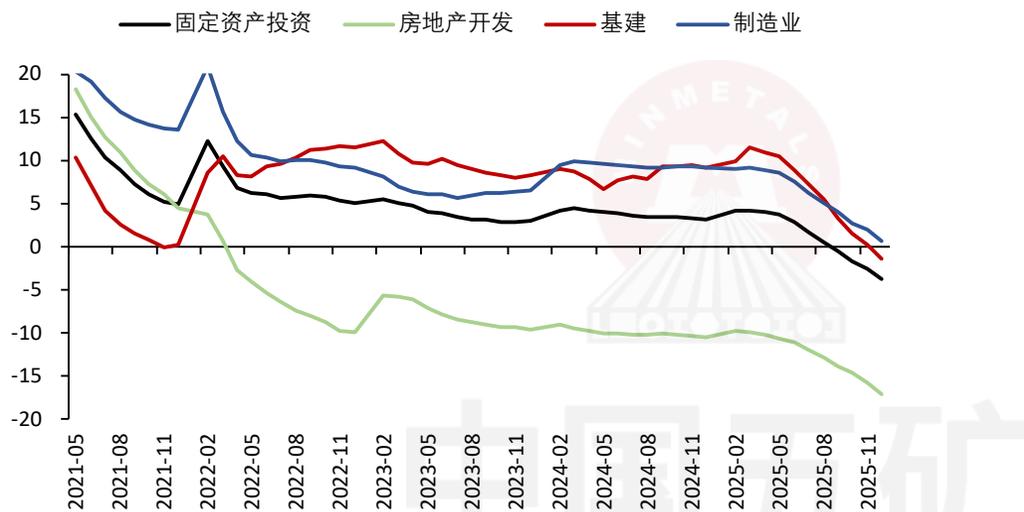
图22: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

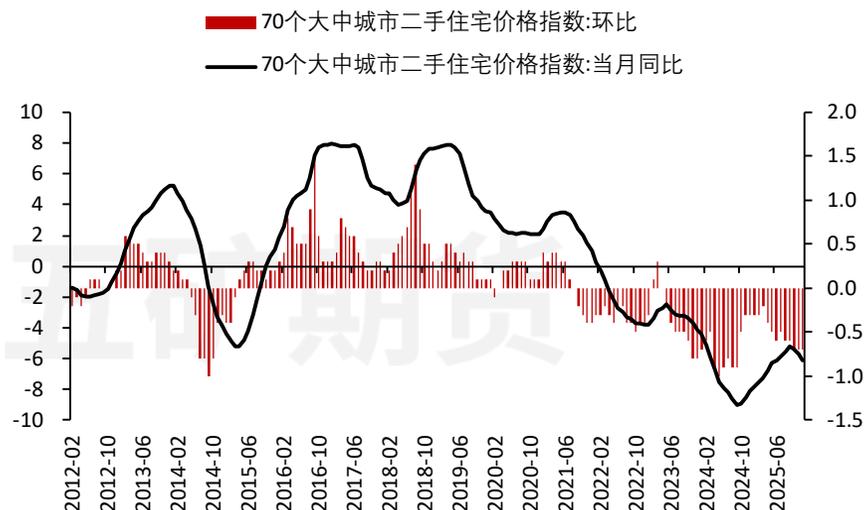
- 1、12月份工业增加同比增速为5.2%，前值4.8%，工业生产增速有所回升。
- 2、12月份社会消费品零售总额当月同比增速0.9%，较前值1.3%下降0.4个点；社零增速因汽车与家电等耐用品高基数和边际效用递减而走低。

图23: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

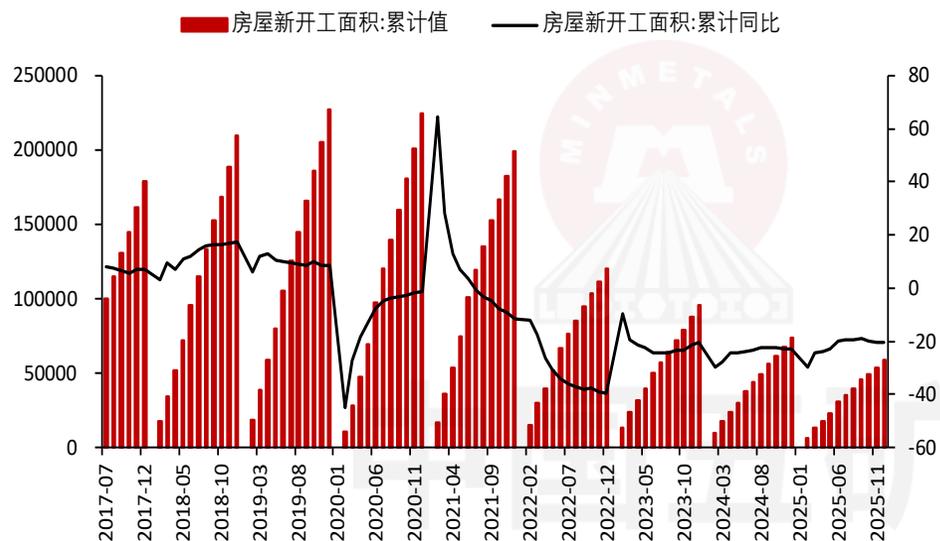
图24: 二手房价格同比及环比 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

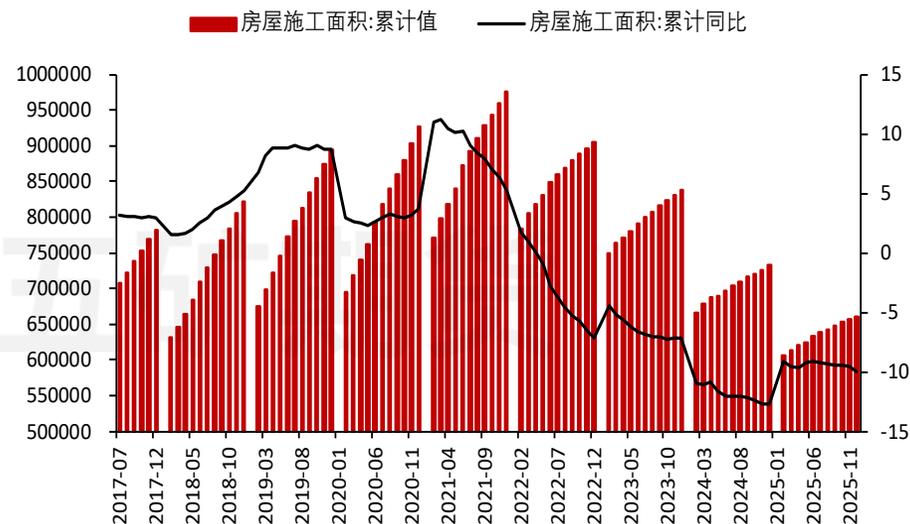
- 1-12月固定资产投资累计同比增速为-3.8%，前值-2.6%；房地产投资增速累计同比为-17.2%，前值-15.9%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比-2.2%，前值-1.1%；制造业投资累计同比为0.6%，前值为1.9%，增速有所放缓；
- 2、12月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.7%，前值-0.7%；同比-6.1%，前值-5.7%。

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

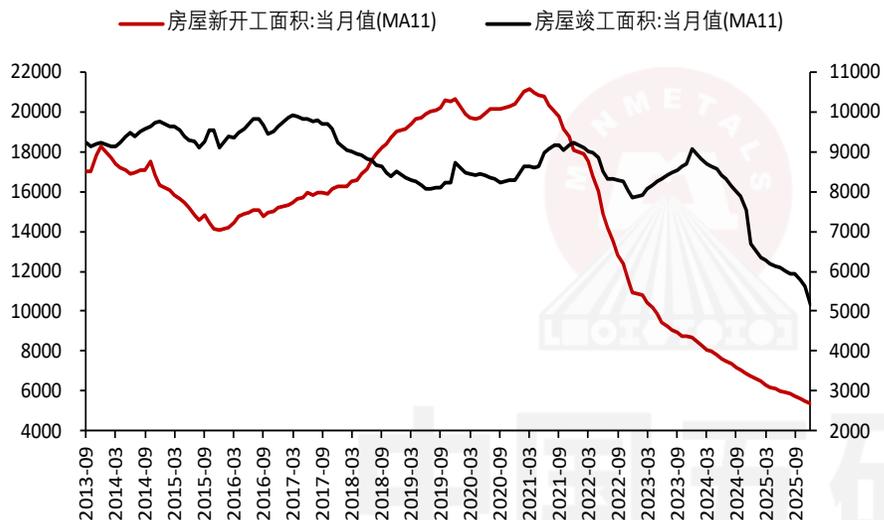
图26: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

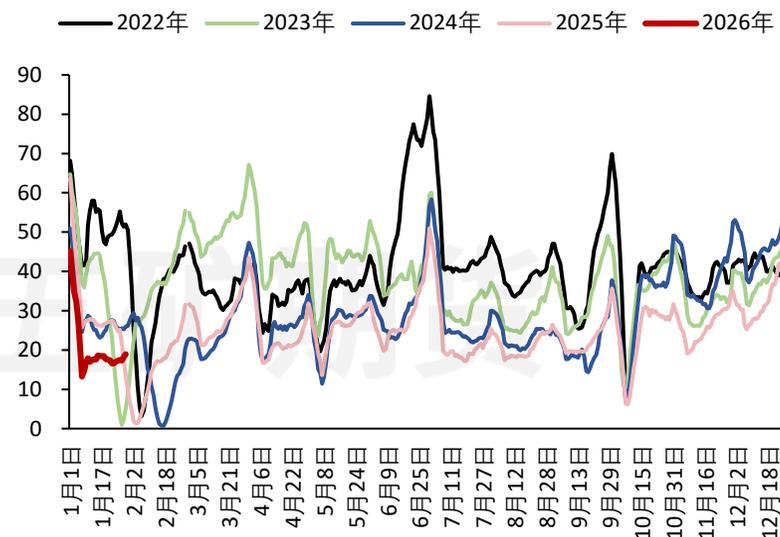
- 1、12月房屋新开工面积累计值58770万平, 累计同比-20.4%, 前值-20.5%;
- 2、12月房屋新施工面积累计值659890万平, 累计同比-10.0%, 前值-9.6%。

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

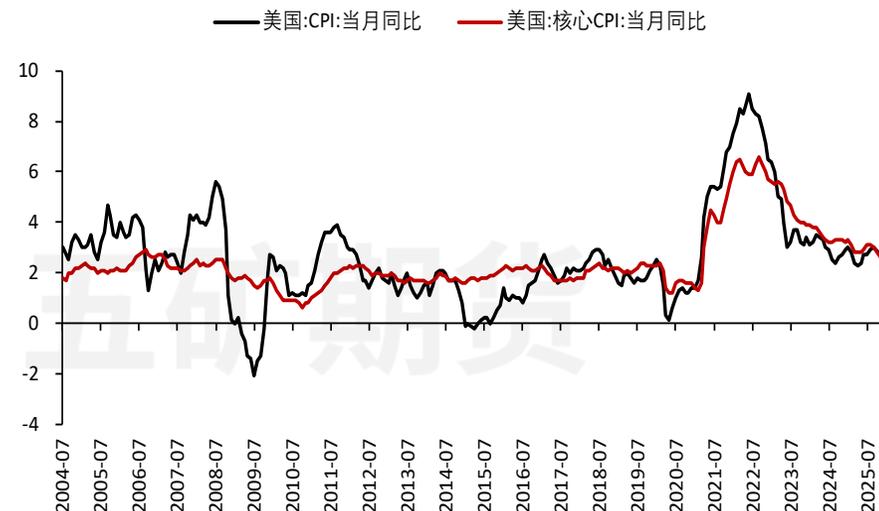
- 1、12月份竣工端数据累计同比回落18.16%，前值-18.06%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期偏弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

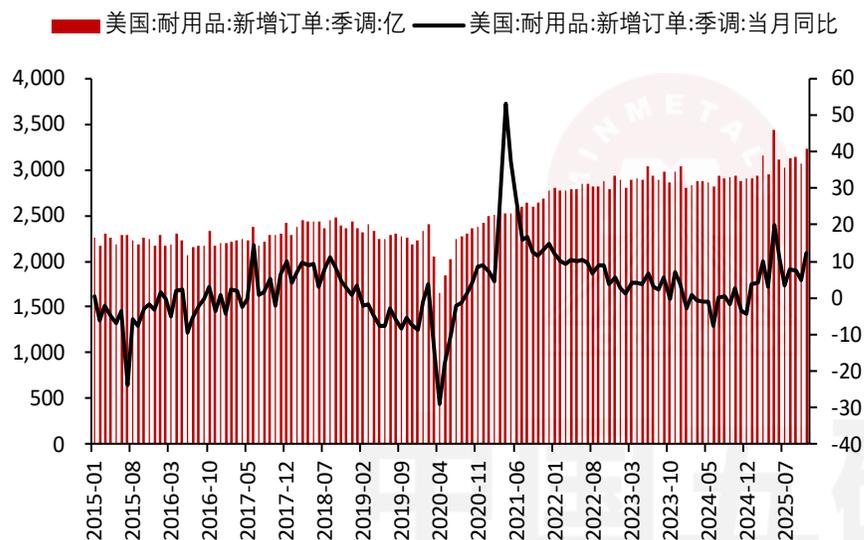
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

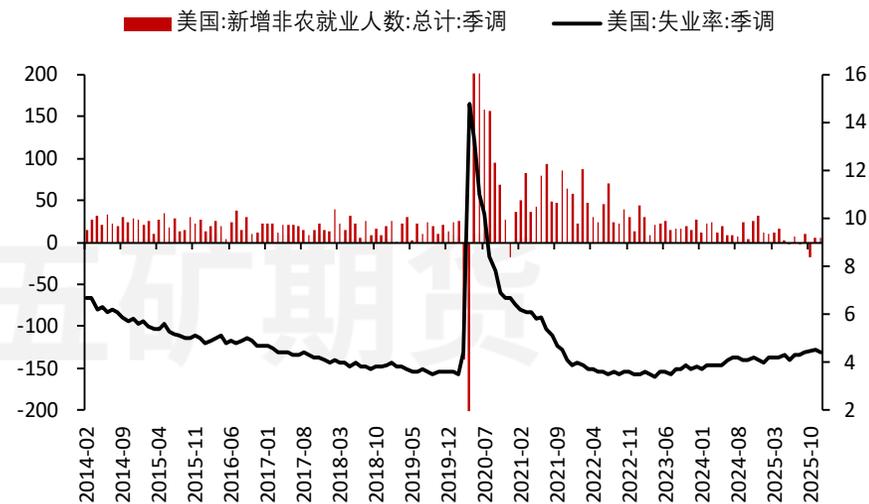
- 1、三季度单季美国GDP现价折年数31095亿美元，实际同比增速2.33%，环比增长4.30%；
- 2、美国12月CPI同比升2.7%，预估为2.7%，前值为2.7%。美国12月核心CPI同比升2.6%，前值升2.6%；环比升0.0%，前值升0.3%。

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

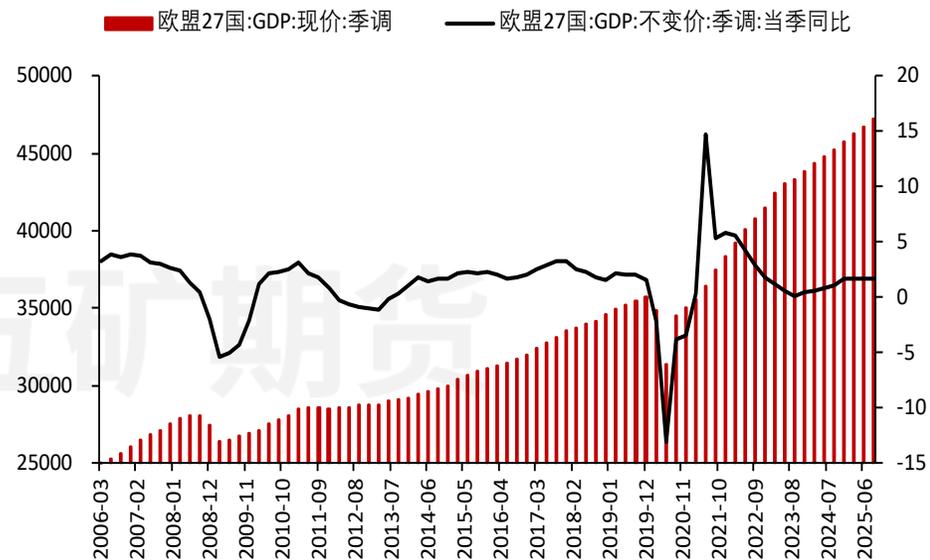
- 1、美国11月耐用品订单金额3237亿美元，同比增长12.29%，前值4.88%；
- 2、美国2025年12月季调后非农就业人口增5万人，预期增6万人；失业率4.4%，预期4.5%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

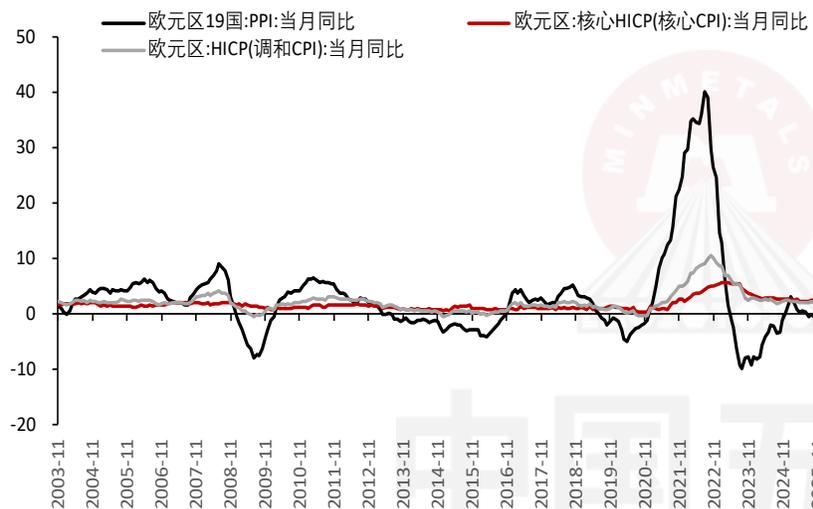
图34: 欧盟季度GDP (亿欧元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

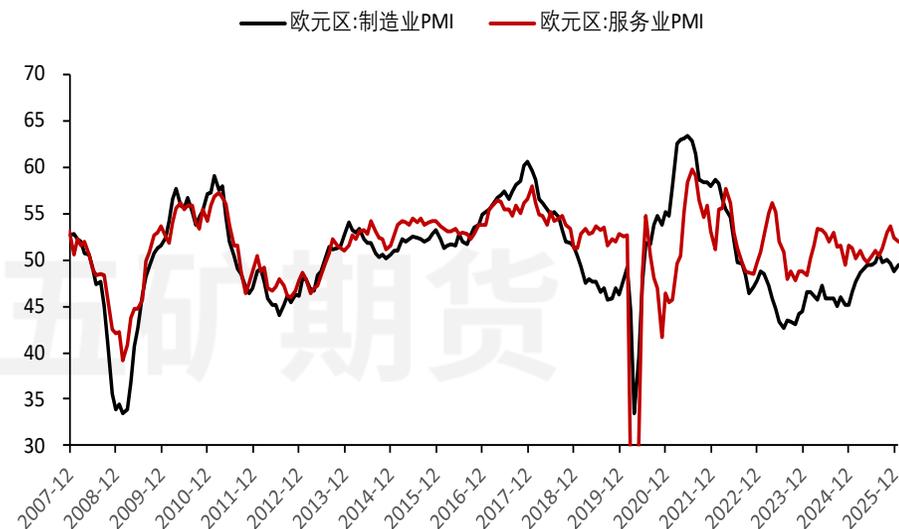
- 1、美国12月ISM制造业PMI为47.9，预期48.3，前值48.2；ISM非制造业PMI54.4，预期52.3，前值52.6；
- 2、三季度欧盟GDP同比增长1.4%，环比增长0.3%。

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

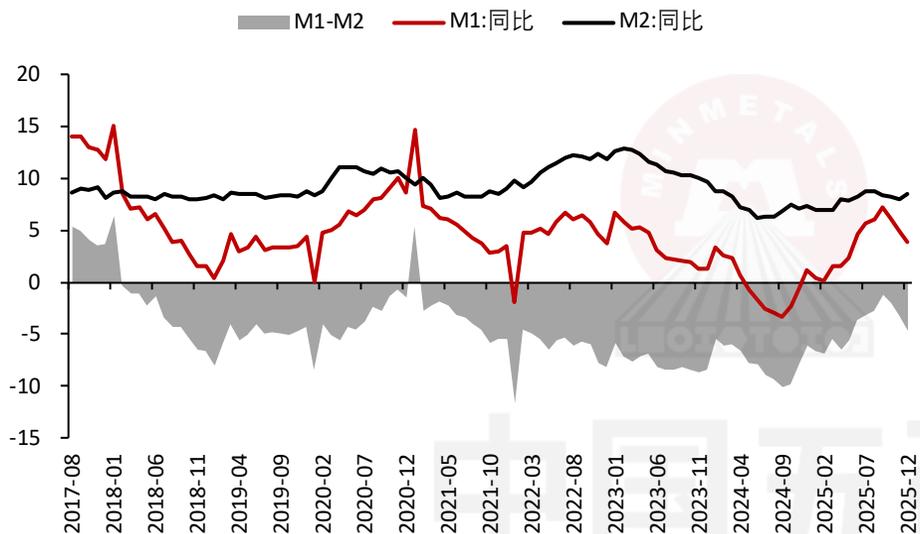
- 1、欧元区12月CPI同比增长2%，预期增长2%，前值增长2.1%；环比增长0.2%，预期增长0.2%，前值下降0.3%。
- 2、欧元区12月制造业PMI终值48.8，预期49.2，前值49.2；服务业PMI终值为52.4，预期52.6，前值52.6。

04

流动性

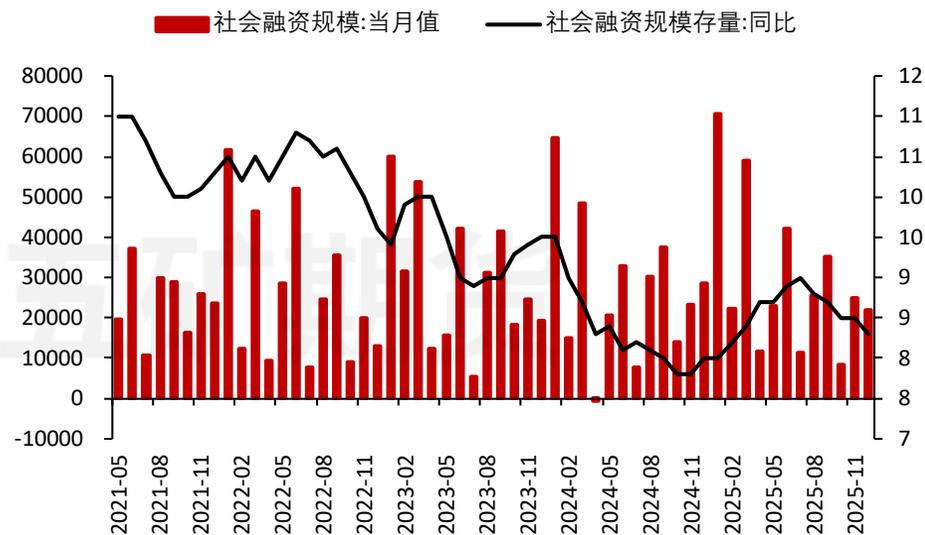
The bottom half of the slide features a decorative background of numerous thin, parallel, wavy lines in a light beige or gold color, creating a sense of movement and depth.

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

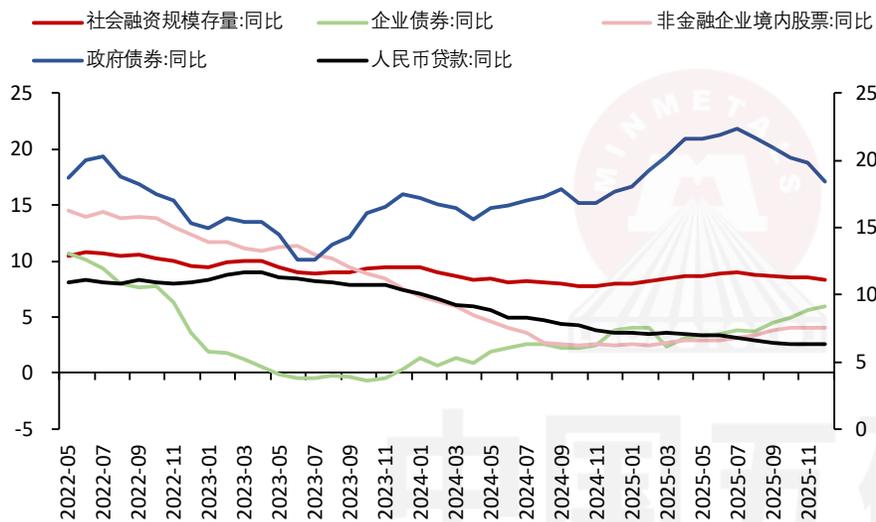
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

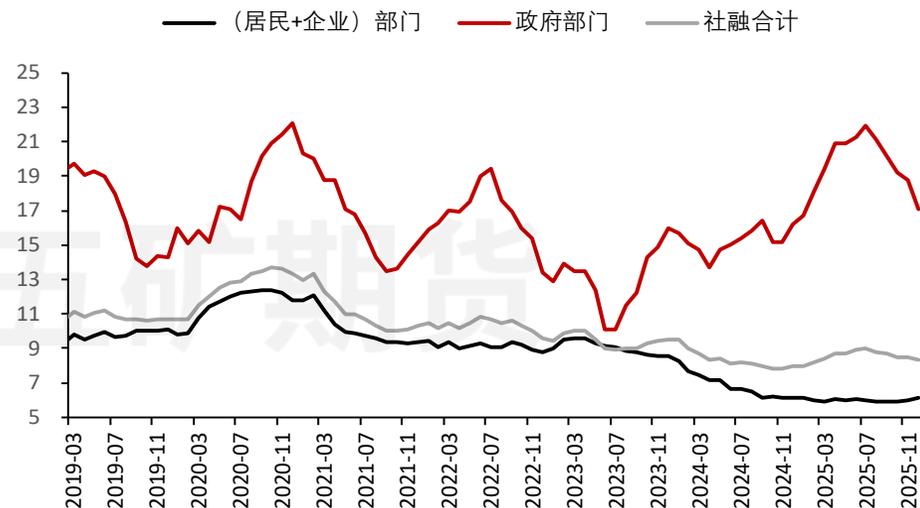
- 1、12月M1增速3.8%，前值4.9%；M2增速8.5%，前值8.0%；12月M1增速有所回落，主要受基数效应影响；
- 2、12月社融增量2.21万亿元，同比少增6457亿元；新增人民币贷款9700万亿元，同比少增800亿元。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

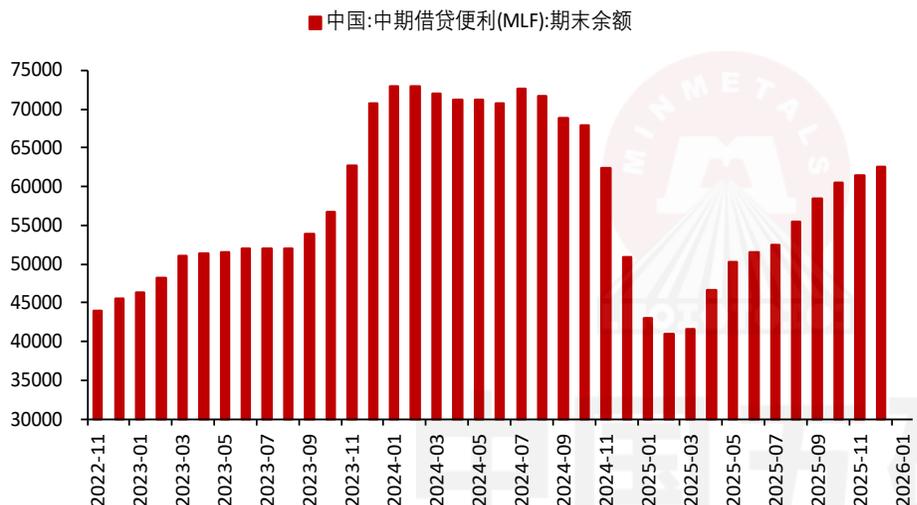
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

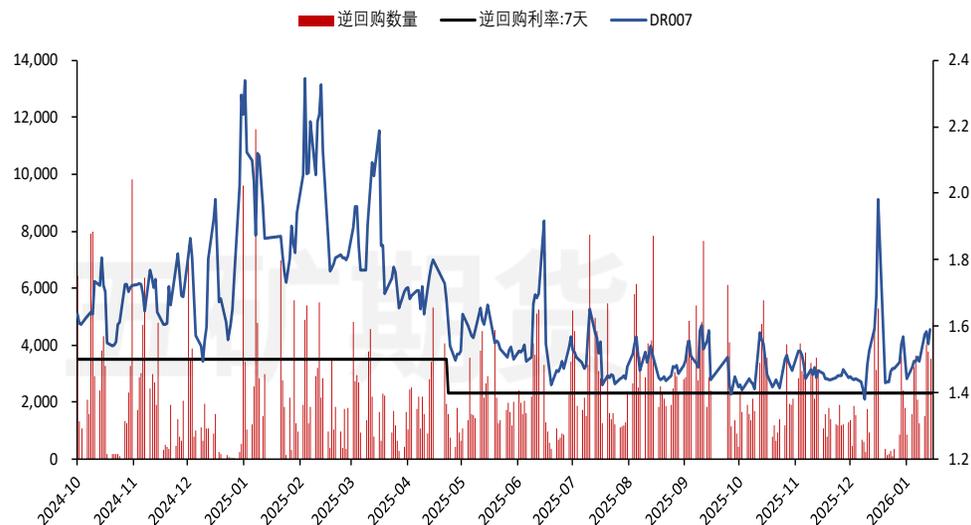
- 1、12月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资平稳；
- 2、12月居民及企业部门的社融增速6.1%，前值6.0%，政府债增速17.1%，前值18.8%。

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17615亿元逆回购与1500亿元国库现金定存操作，有11810亿元7天逆回购、2000亿元MLF到期，本周净投放5305亿元，DR007利率收于1.59%。

05

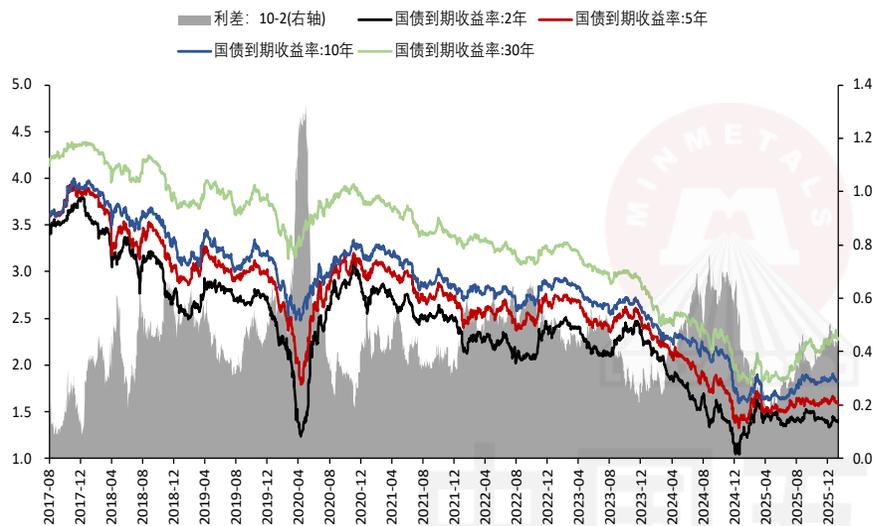
利率及汇率

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 | 1.51 | 7.05 | 4.32 | 5.18 |
| 回购 | R007 | 1.64 | 1.56 | 10.41 | -51.58 |
| 回购 | DR001 | 1.33 | -3.36 | -7.06 | -0.48 |
| 回购 | DR007 | 1.59 | 0.19 | 9.91 | -38.95 |
| 国债到期收益率 | 2年 | 1.38 | -0.43 | -0.85 | 1.10 |
| 国债到期收益率 | 5年 | 1.58 | -0.23 | -1.92 | -5.64 |
| 国债到期收益率 | 10年 | 1.81 | -0.97 | -2.34 | -4.05 |
| 国债到期收益率 | 30年 | 2.29 | 0.50 | -0.30 | 1.00 |
| 美国国债收益率 | 10年 | 4.26 | 2.00 | 2.00 | 8.00 |

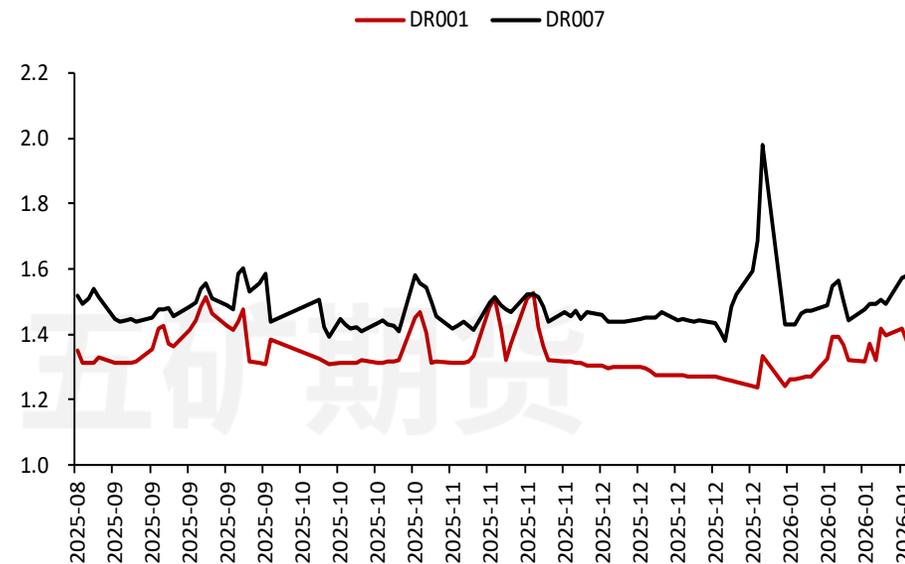
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



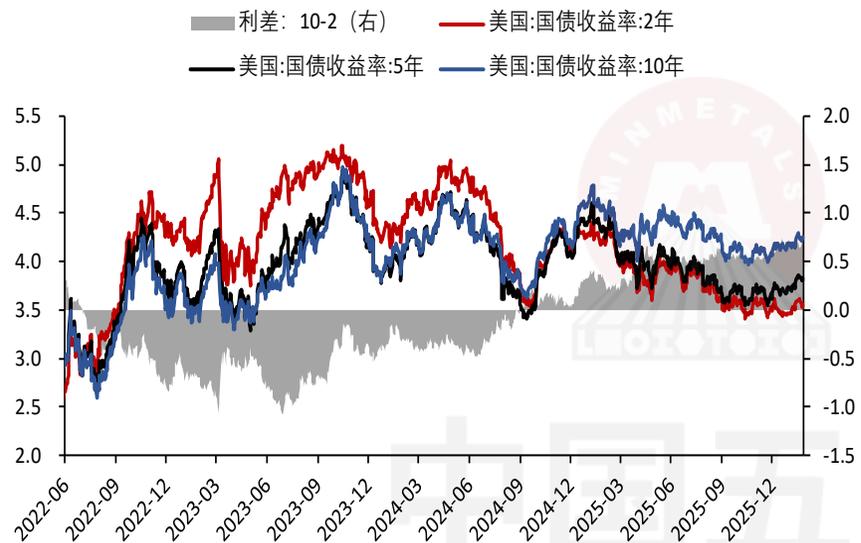
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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。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

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