



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

风险偏好回落，债市延续震荡

国债月报

2026/02/06

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 月度评估及策略推荐

04 流动性

02 期现市场

05 利率及汇率

03 主要经济数据

01

月度评估及策略推荐

◆ 经济及政策：1月份官方制造业PMI回落至49.3，低于市场预期，主要受季节性淡季、需求偏弱以及部分外部环境变化影响。生产与需求同步走低，同时原材料价格涨幅超过产成品价格，企业利润空间可能承压。出口订单随海外节日周期结束及相关政策调整而有所下降。分企业看，大型企业保持在扩张区间，中小型企业景气度则处于收缩状态。非制造业中，服务业因淡季回落，但预期持续改善，金融、信息技术等领域表现较好，但建筑业受春节停工和低温影响景气显著回落。总体上，经济修复的内生动力仍不稳固。海外方面，美国流动性有所改善，市场对美联储降息时点预期推迟到年中。

1、中国人民银行召开2026年信贷市场工作会议。会议要求，大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，强化消费领域金融支持。建设多层次金融服务体系，着力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作，支持地方政府持续推进融资平台市场化转型，引导金融机构按照市场化、法治化原则做好服务。

2、中国1月RatingDog制造业PMI回升至50.3(预期50.3，前值50.1)，制造业维持扩张态势。

3、澳洲联储宣布两年多以来首次加息，将基准利率上调25个基点至3.85%，成为2023年以来首个加息的主要央行，也是2026年首个加息的主要发达经济体央行。此次加息符合市场预期，联储态度倾向鹰派，对后续进一步加息持开放态度。

4、外交部发言人林剑主持例行记者会。美国正式组建关键矿产联盟，韩国将任主席国至今年6月。中方对此有何评论？对此，林剑表示：“维护开放、包容、普惠的国际贸易环境，符合各国的共同利益，各方都有责任为维护关键矿产的全球产供应链稳定与安全发挥建设性作用。同时我们反对任何国家以小圈子的规则破坏国际经贸秩序。”。

5、中国有色金属工业协会副秘书长段绍甫在发布会上表示，完善铜资源储备体系建设，一方面扩大国家铜战略储备规模，另一方面探索进行商业储备机制，通过财政贴息等方式选择国有骨干企业试行商业储备。此外，除了储备精炼铜之外，也可研究将贸易量大、容易变现的铜精矿纳入储备范围。

6、美联储博斯蒂克：需将政策利率维持在适度紧缩的水平；需要保持耐心，现阶段向任何一个方向调整（政策）都不明智。

- ◆ 流动性：本周央行进行10055亿元逆回购和8000亿元买断式逆回购操作，有17615亿元逆回购和7000亿元买断式逆回购到期，本周净回笼6560亿元，DR007利率收于1.48%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.82%，周环比+0.59BP；30Y国债收益率收于2.27%，周环比-1.25BP；2、最新10Y美债收益率4.21%，周环比-5.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，1月官方PMI数据显示供需两端环比均有所下降，制造业PMI回落至荣枯线下，经济回升的基础尚不稳固。制造业PMI回落一方面源自季节性和12月提前抢单透支因素，另一方面则反映需求端修复仍待巩固。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压制，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

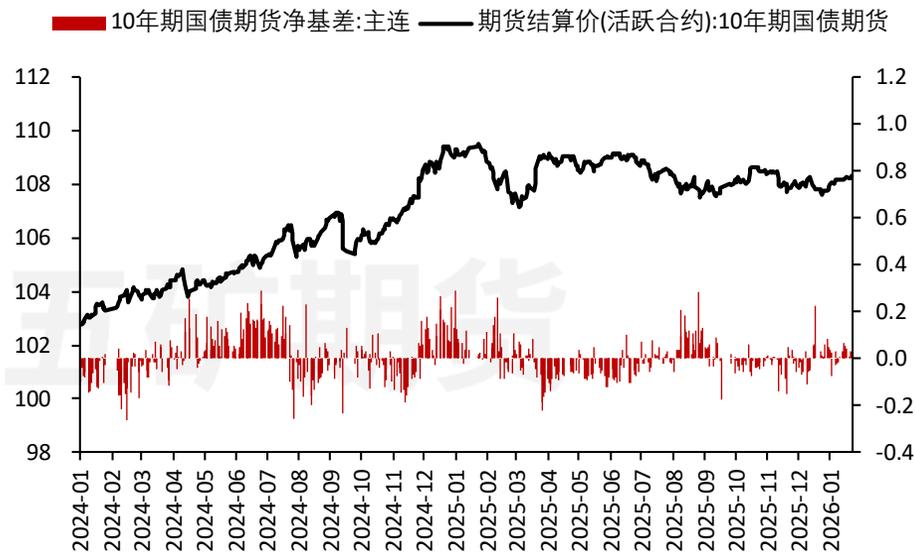
期现市场

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

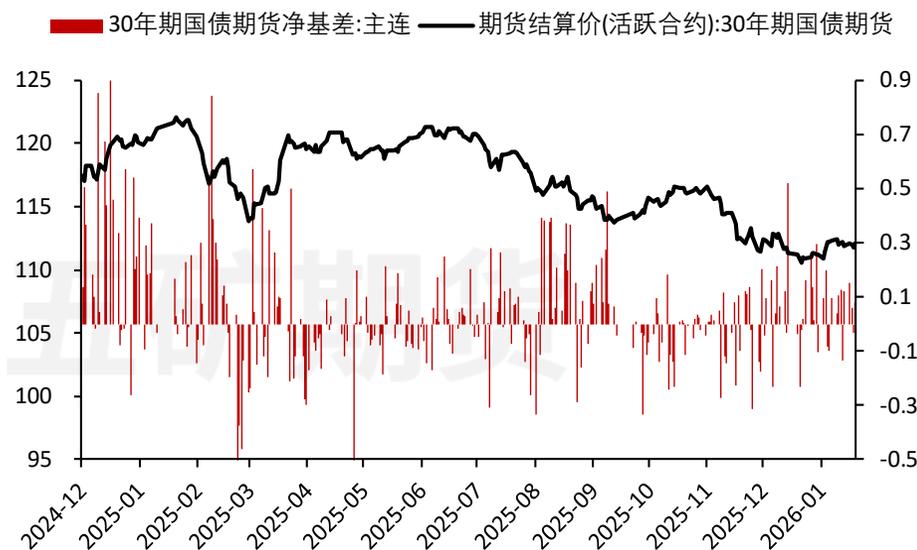
TL合约行情表现

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



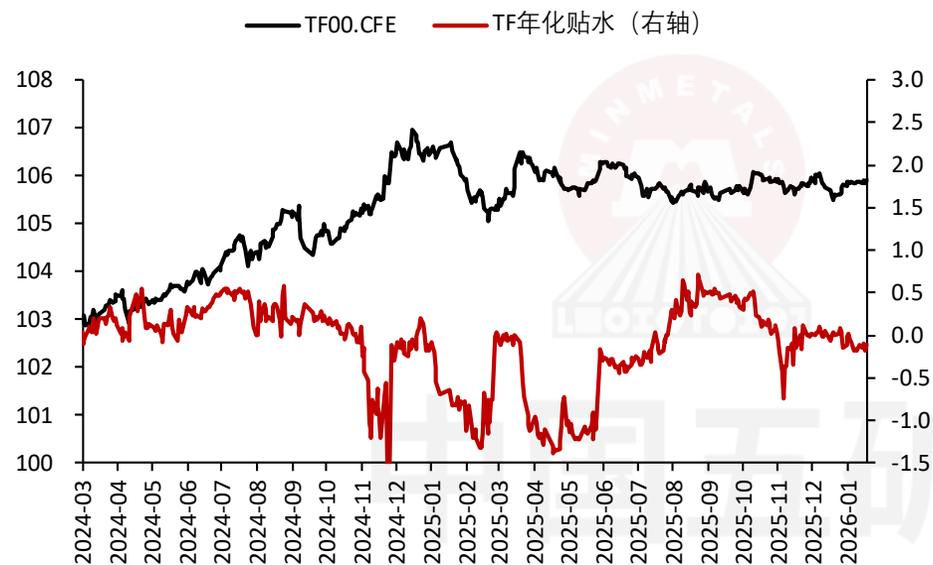
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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



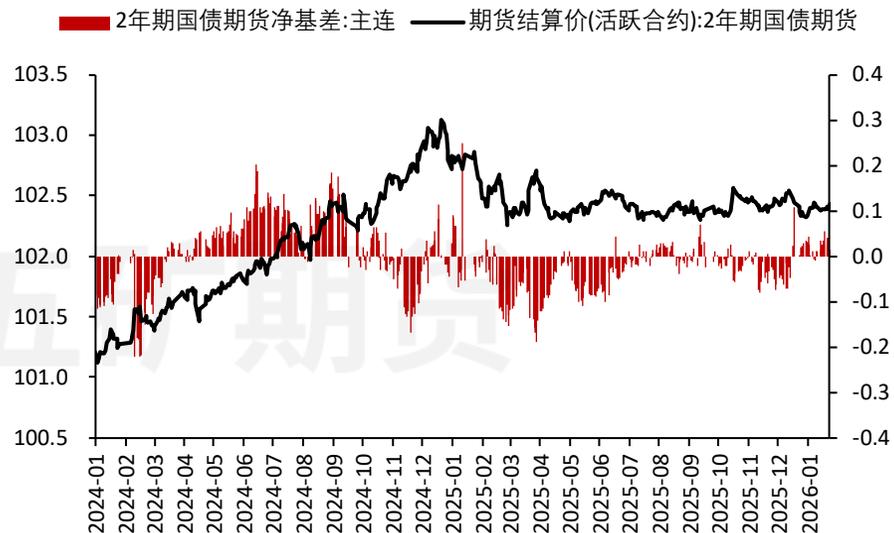
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

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)

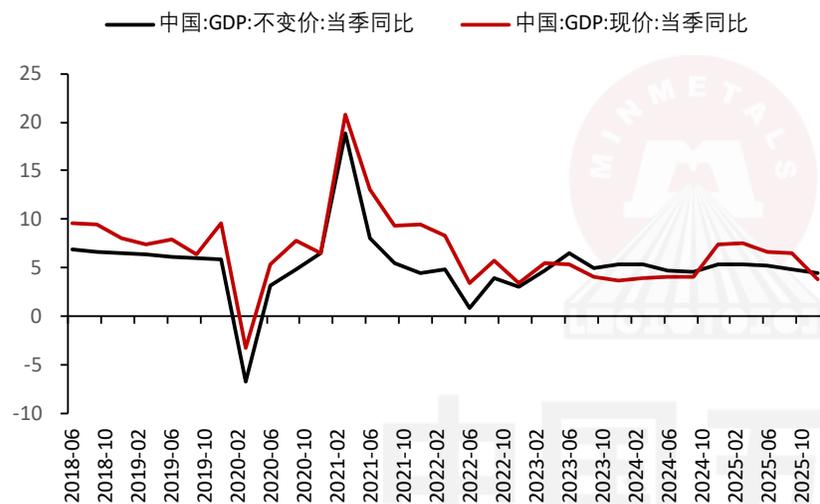


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

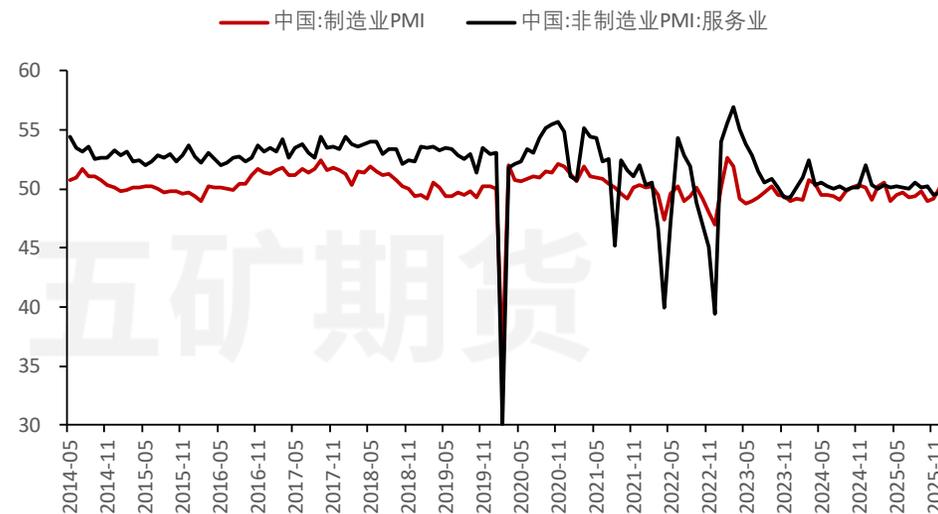
主要经济数据

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

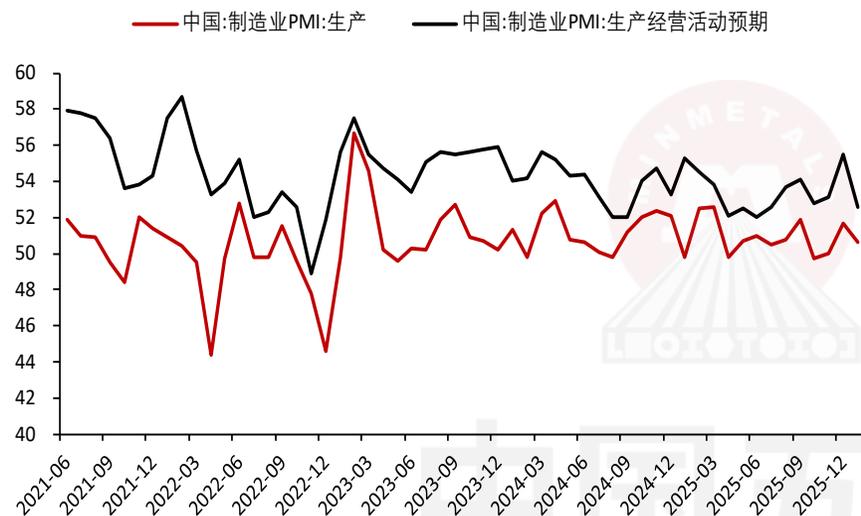
- 1、2025年3季度GDP实际增速4.8%，超市场预期，今年前三季度经济增长维持韧性。
- 2、1月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.8个百分点；服务业PMI较前值下降0.2个点，录得49.5%，整体制造业和服务业均有所回落。

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

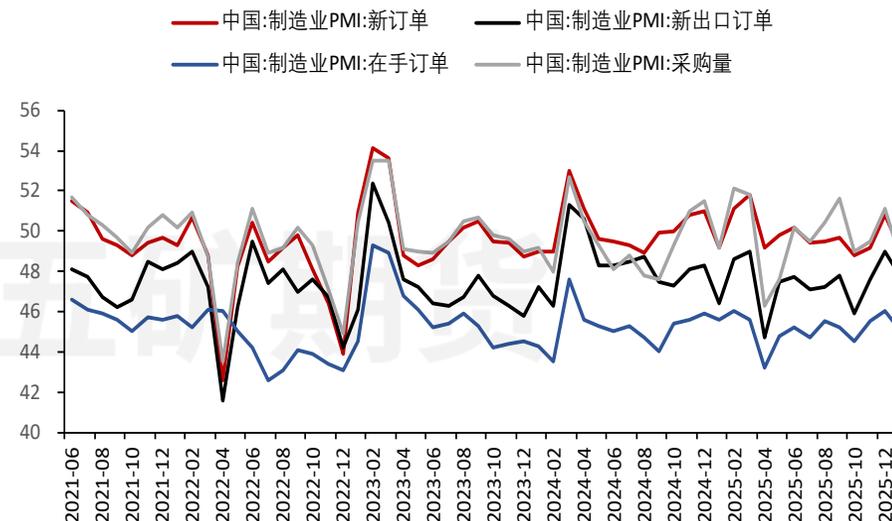
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15: 制造业PMI细分项-生产



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

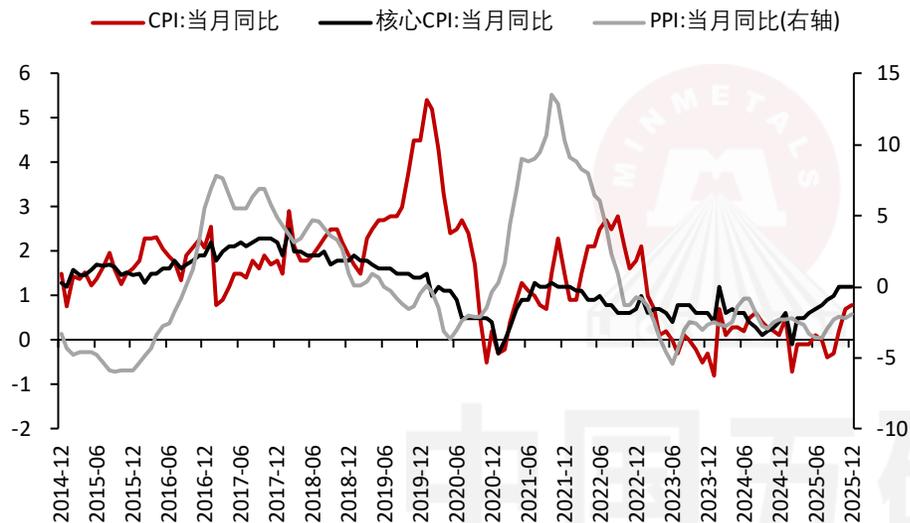
图16: 制造业PMI细分项-需求



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

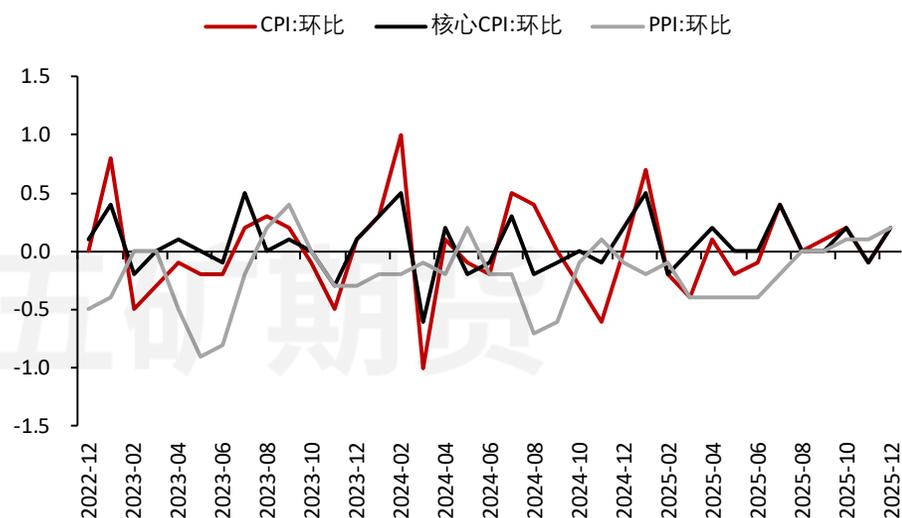
在2026年1月制造业PMI的细分项中，制造业供需两端有所走弱。生产指数环比下滑1.1个百分点至50.6%，新订单环比下降1.6个百分点至49.2。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

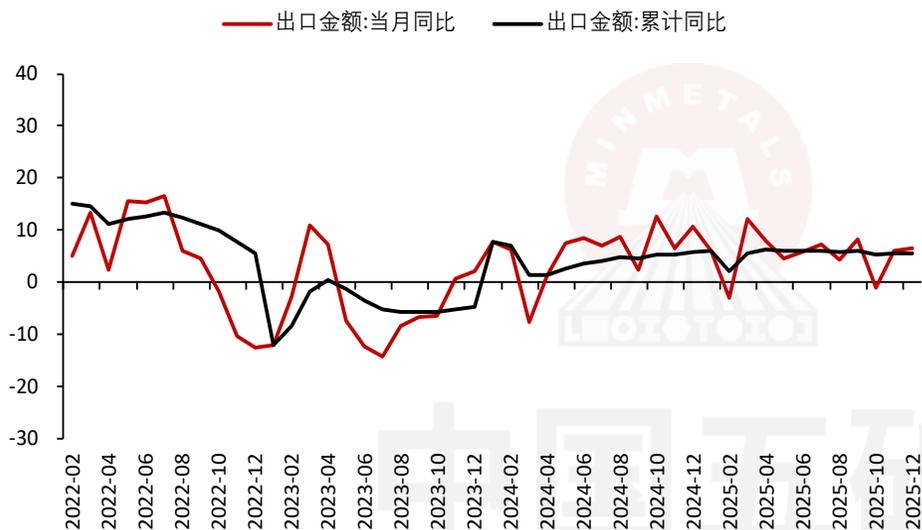
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

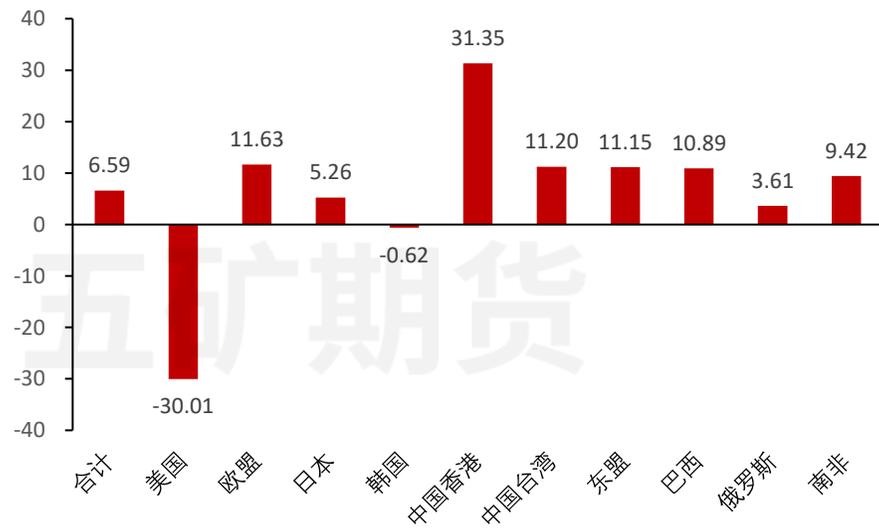
- 1、12月份CPI同比增长0.8%，前值0.7%；核心CPI同比上升1.2%，前值1.2%；PPI同比下降1.9%，前值-2.2%；
- 2、从环比数据看，12月CPI环比0.2%，前值-0.1%；核心CPI环比0.2%，前值-0.1%；PPI环比0.2%，前值0.1%。CPI方面，同比上行因素主要来自基数偏低、部分食品价格上涨。PPI方面，同比降幅收窄，生产资料价格延续修复，部分行业价格积极变化，反内卷政策带动价格降幅收窄。

图19: 出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

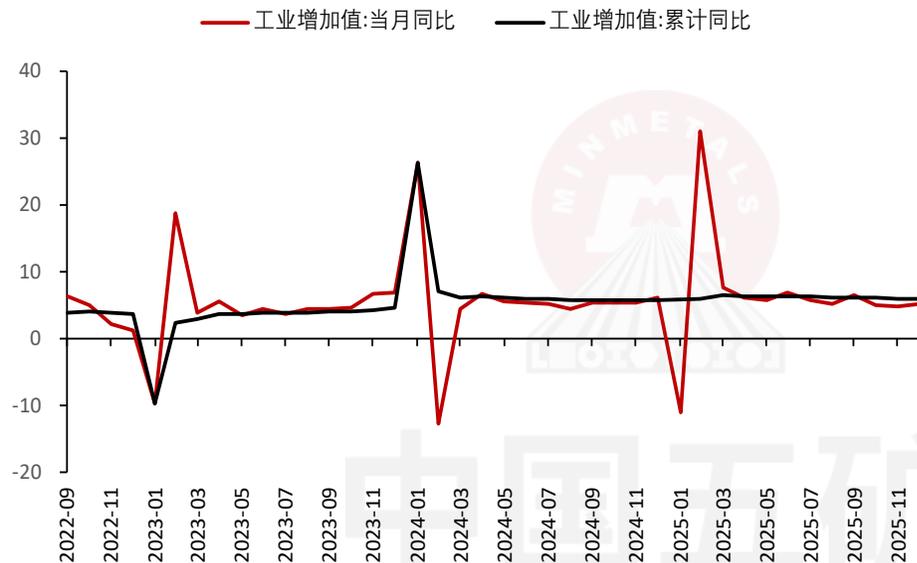
图20: 对部分经济体出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

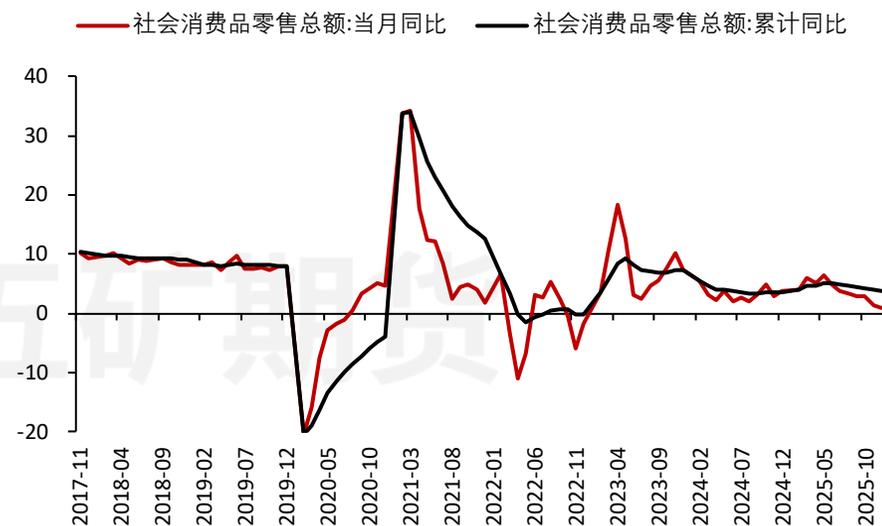
2025年12月我国出口数据整体强于预期。12月出口(美元计价)同比增长6.5%，前值5.9%。12月进口同比增长5.7%，前值1.9%。分国别看，12月我国对美出口同比下降30.0%，相较而言，12月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速11.15%，对非美地区出口增速维持韧性。

图21: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

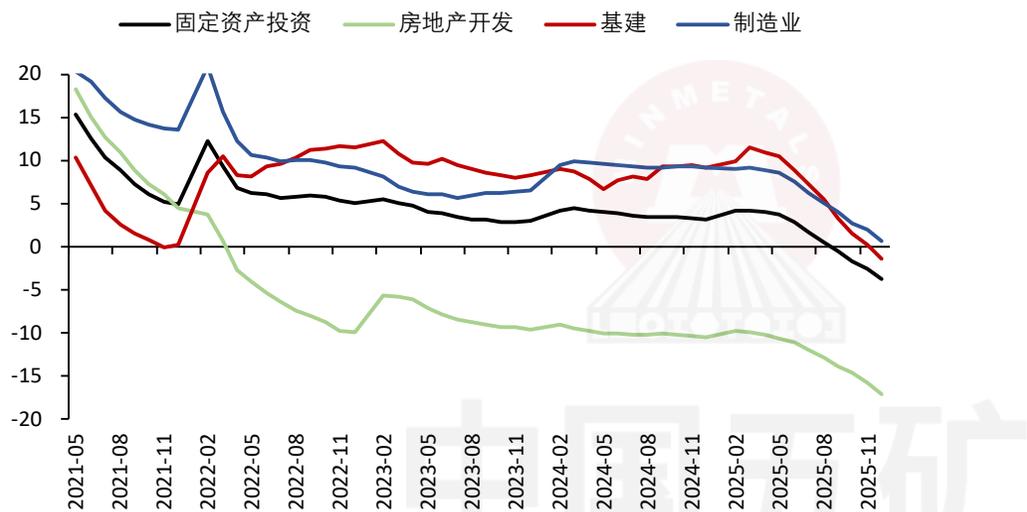
图22: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

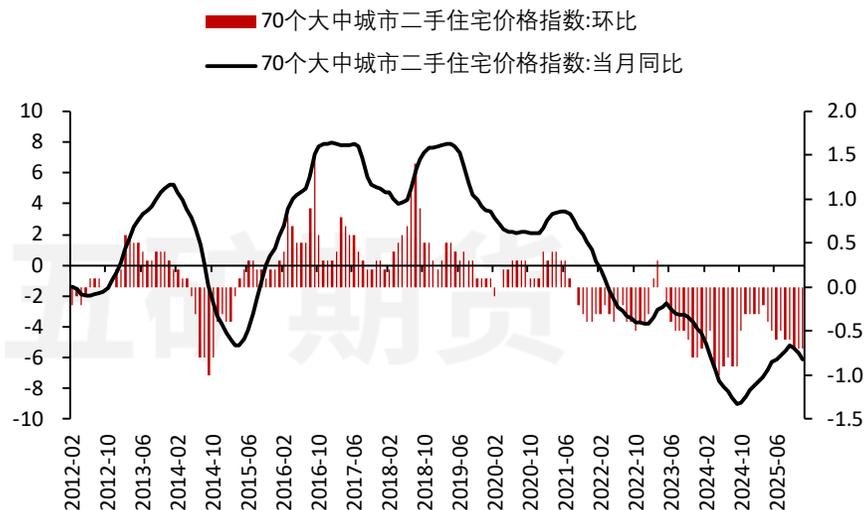
- 1、12月份工业增加同比增速为5.2%，前值4.8%，工业生产增速有所回升。
- 2、12月份社会消费品零售总额当月同比增速0.9%，较前值1.3%下降0.4个点；社零增速因汽车与家电等耐用品高基数和边际效用递减而走低。

图23: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

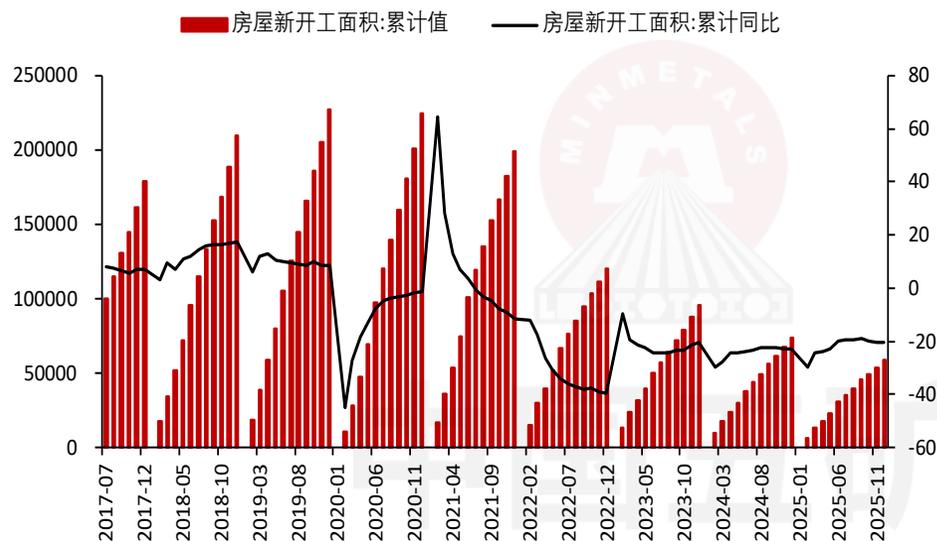
图24: 二手房价格同比及环比 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

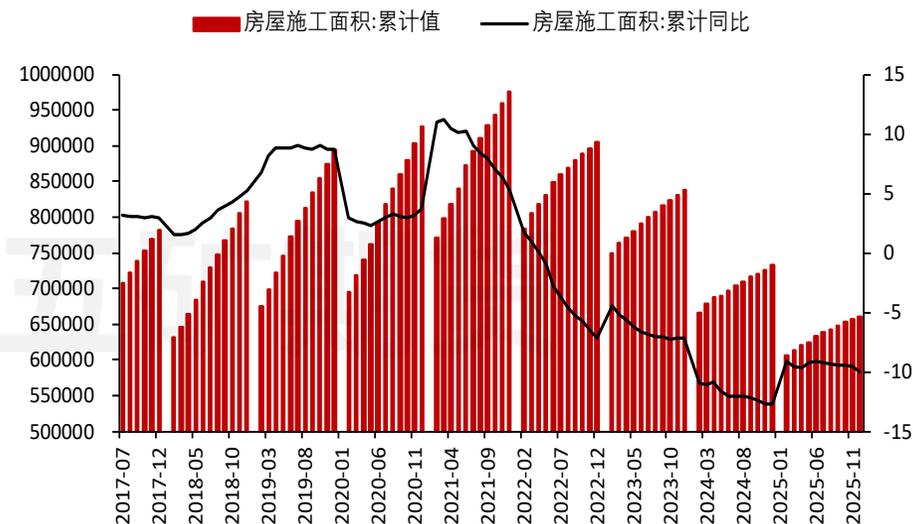
- 1、1-12月固定资产投资累计同比增速为-3.8%，前值-2.6%；房地产投资增速累计同比为-17.2%，前值-15.9%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比-2.2%，前值-1.1%；制造业投资累计同比为0.6%，前值为1.9%，增速有所放缓；
- 2、12月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.7%，前值-0.7%；同比-6.1%，前值-5.7%。

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

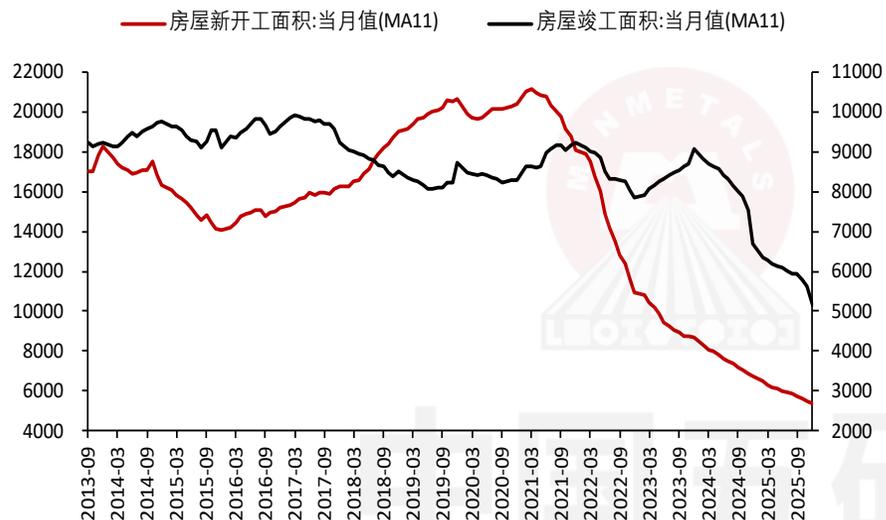
图26: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

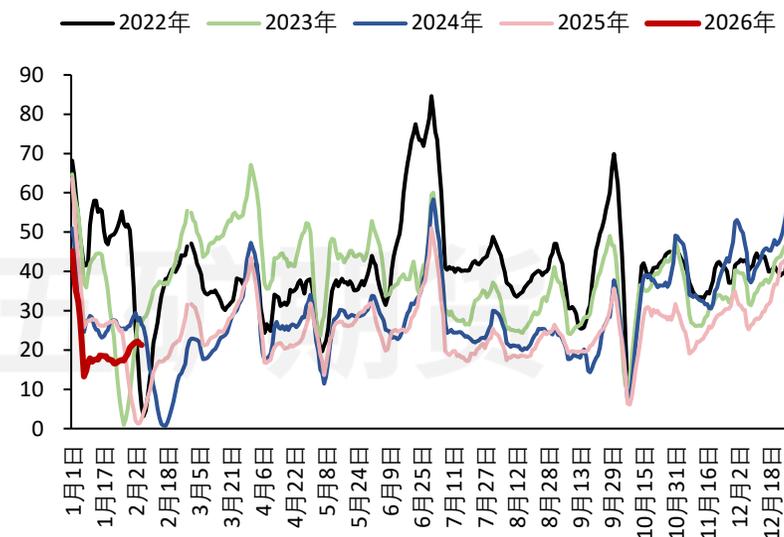
- 1、12月房屋新开工面积累计值58770万平, 累计同比-20.4%, 前值-20.5%;
- 2、12月房屋新施工面积累计值659890万平, 累计同比-10.0%, 前值-9.6%。

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

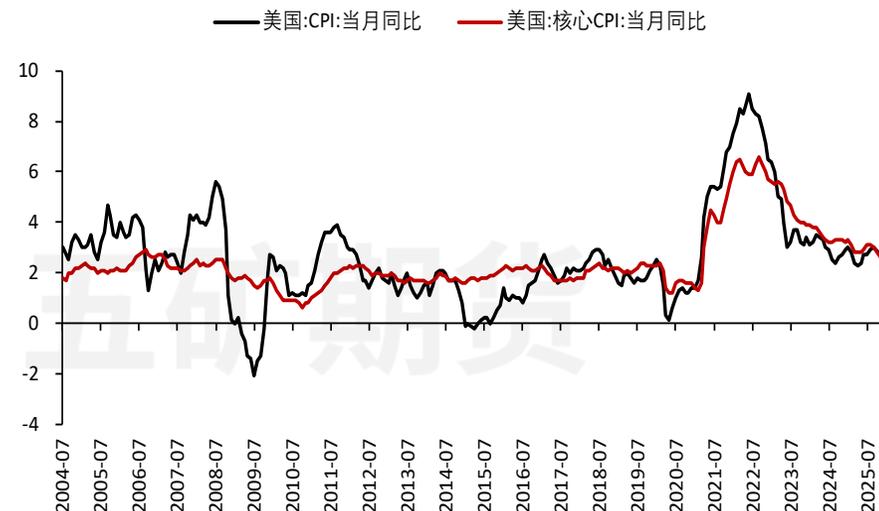
- 1、12月份竣工端数据累计同比回落18.16%，前值-18.06%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期偏弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

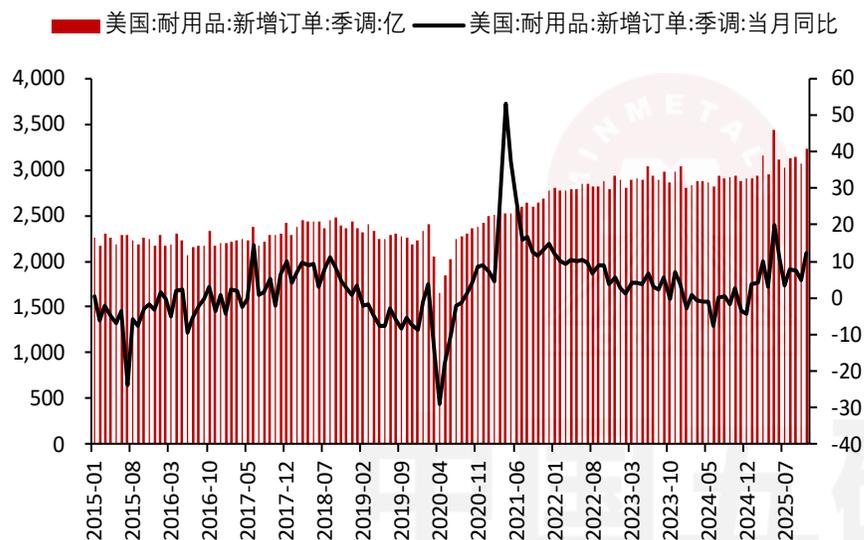
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

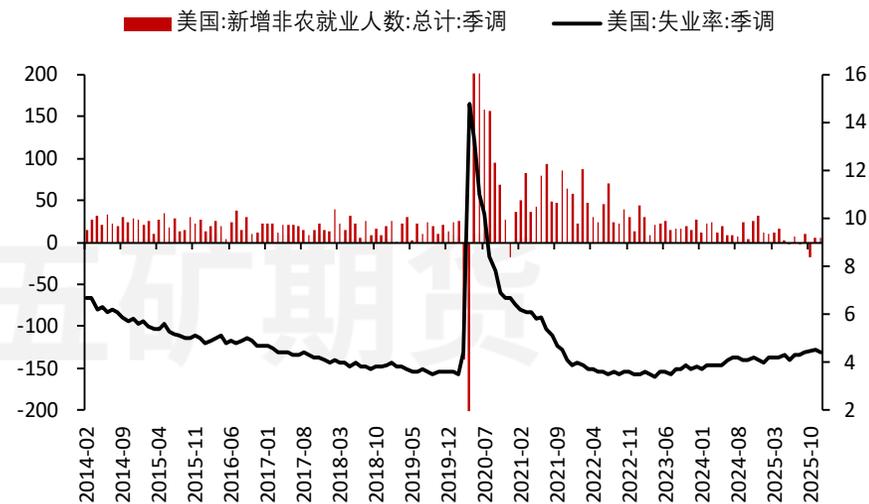
- 1、三季度单季美国GDP现价折年数31095亿美元，实际同比增速2.33%，环比增长4.30%；
- 2、美国12月CPI同比升2.7%，预估为2.7%，前值为2.7%。美国12月核心CPI同比升2.6%，前值升2.6%；环比升0.0%，前值升0.3%。

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

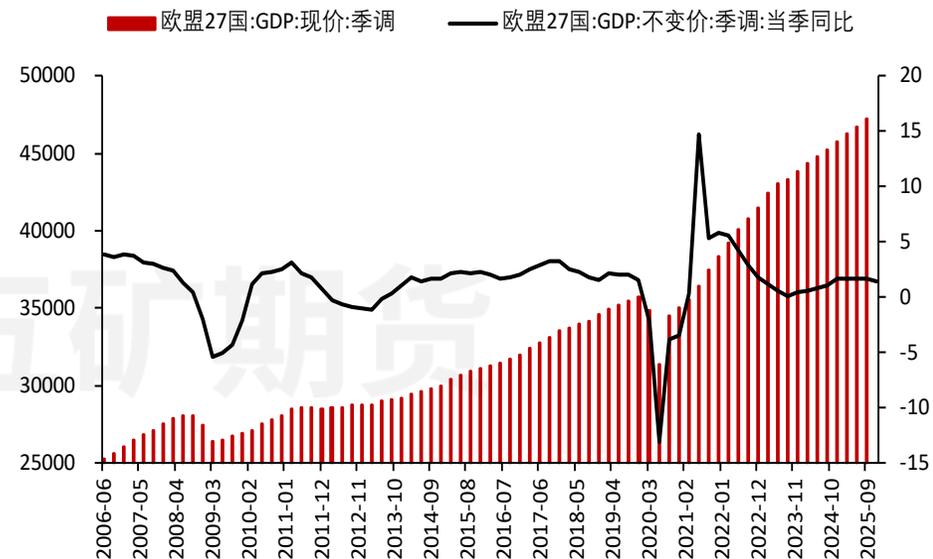
- 1、美国11月耐用品订单金额3237亿美元，同比增长12.29%，前值4.88%；
- 2、美国2025年12月季调后非农就业人口增5万人，预期增6万人；失业率4.4%，预期4.5%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

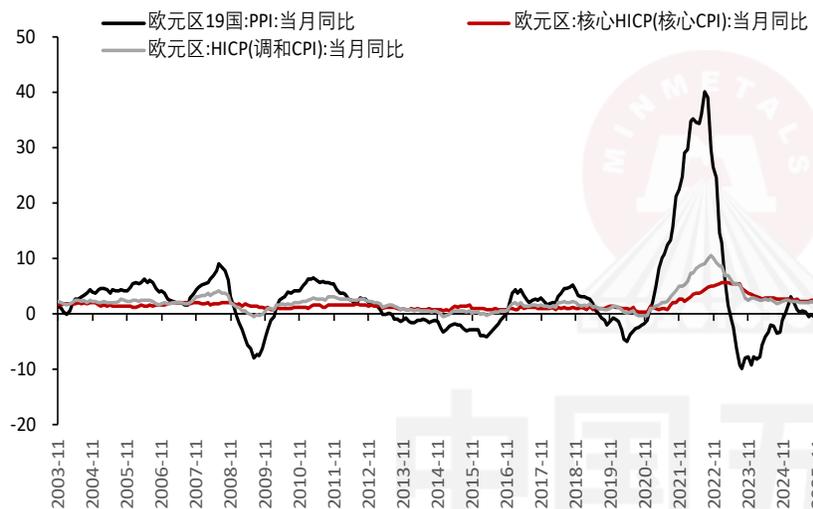
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国1月ISM制造业PMI为52.6，预期48.5，前值47.9；美国1月ISM非制造业PMI为53.8，预期53.5，前值54.4；
- 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

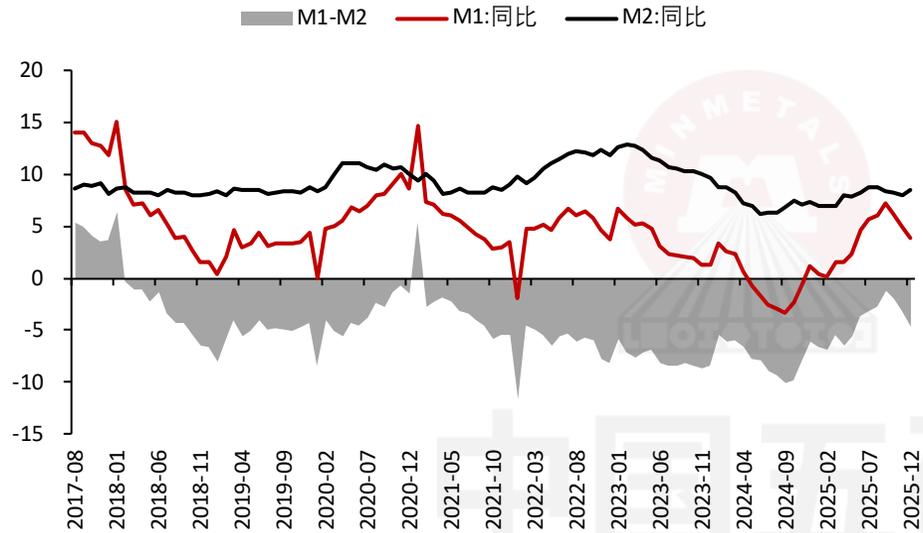
- 1、欧元区12月CPI同比增长2%，预期增长2%，前值增长2.1%；环比增长0.2%，预期增长0.2%，前值下降0.3%。
- 2、欧元区1月制造业PMI初值为49.4，预期49.1，前值48.8；服务业PMI初值为51.9，预期52.6，前值52.4。

04

流动性

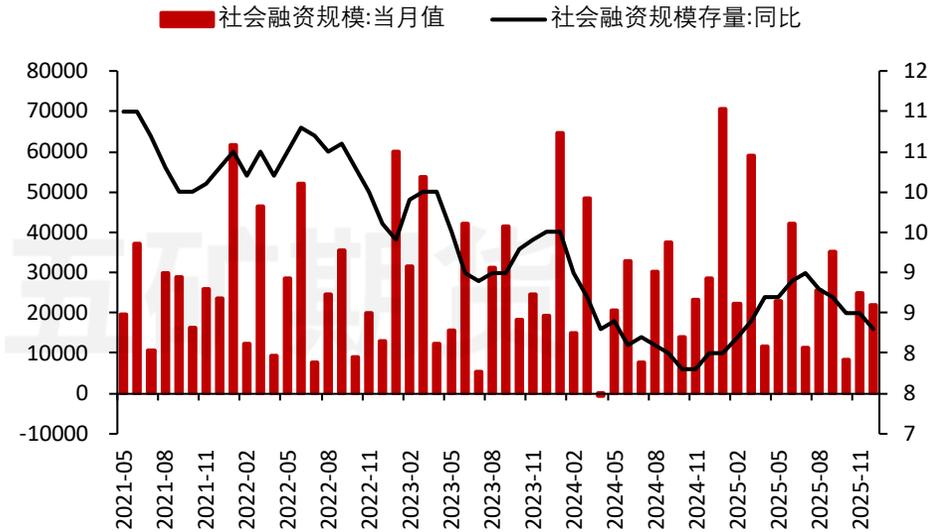
The bottom half of the slide features a decorative background of numerous thin, parallel, wavy lines in a light beige color, creating a sense of movement and depth.

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

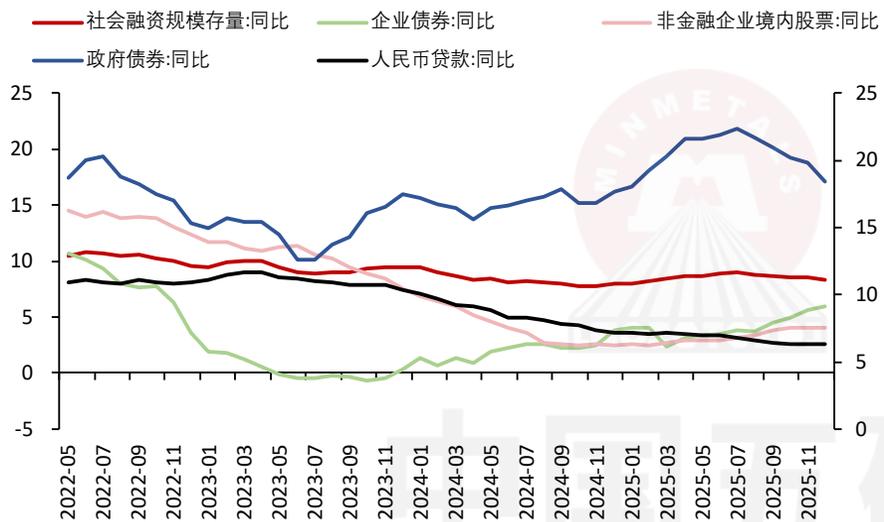
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

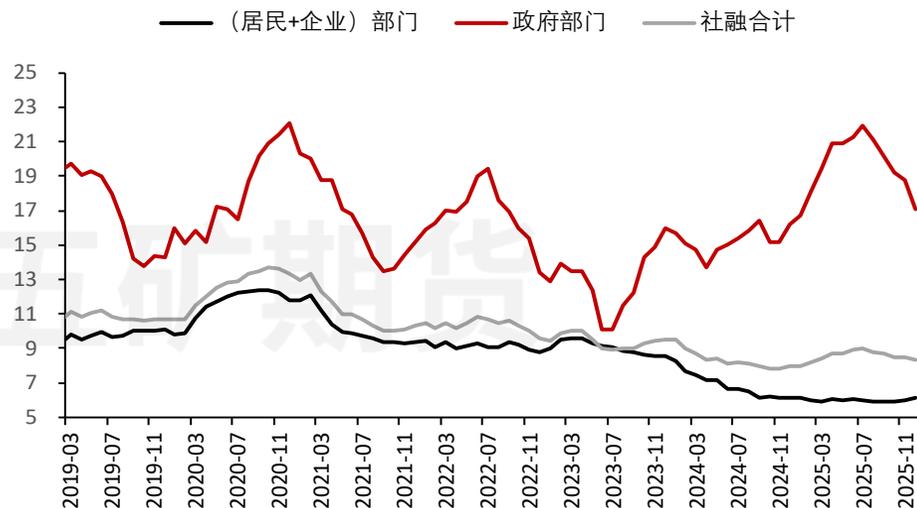
- 1、12月M1增速3.8%，前值4.9%；M2增速8.5%，前值8.0%；12月M1增速有所回落，主要受基数效应影响；
- 2、12月社融增量2.21万亿元，同比少增6457亿元；新增人民币贷款9700万亿元，同比少增800亿元。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

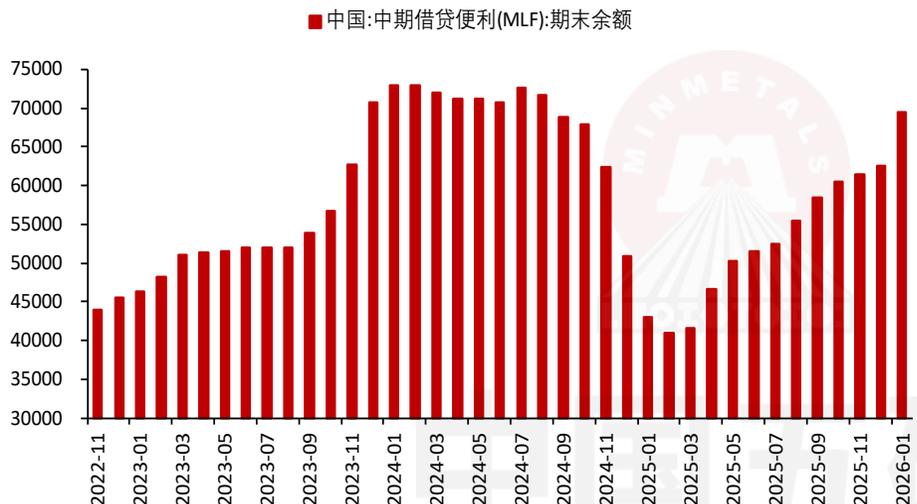
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

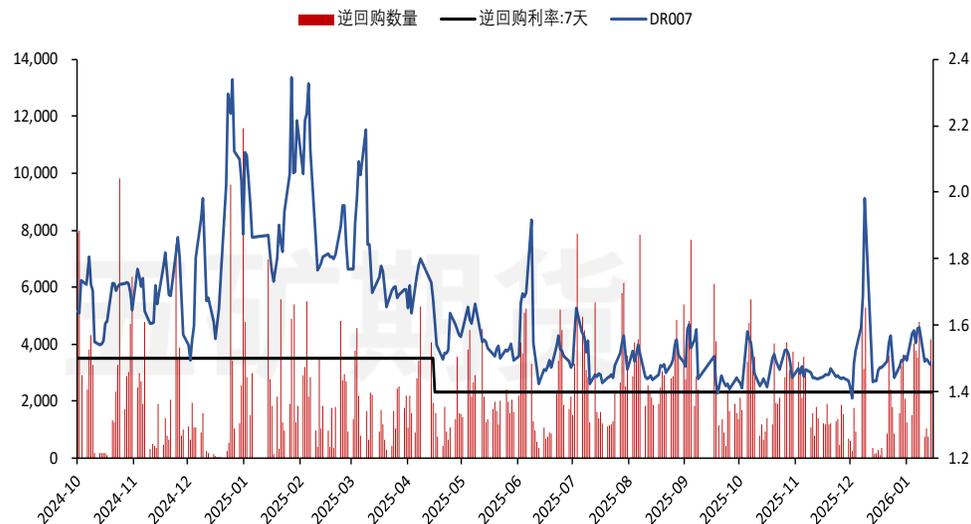
- 1、12月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资平稳；
- 2、12月居民及企业部门的社融增速6.1%，前值6.0%，政府债增速17.1%，前值18.8%。

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、1月份MLF余额69500亿, MLF净投放7000亿元;
- 2、本周央行进行10055亿元逆回购和8000亿元买断式逆回购操作, 有17615亿元逆回购和7000亿元买断式逆回购到期, 本周净回笼6560亿元, DR007利率收于1.48%。

05

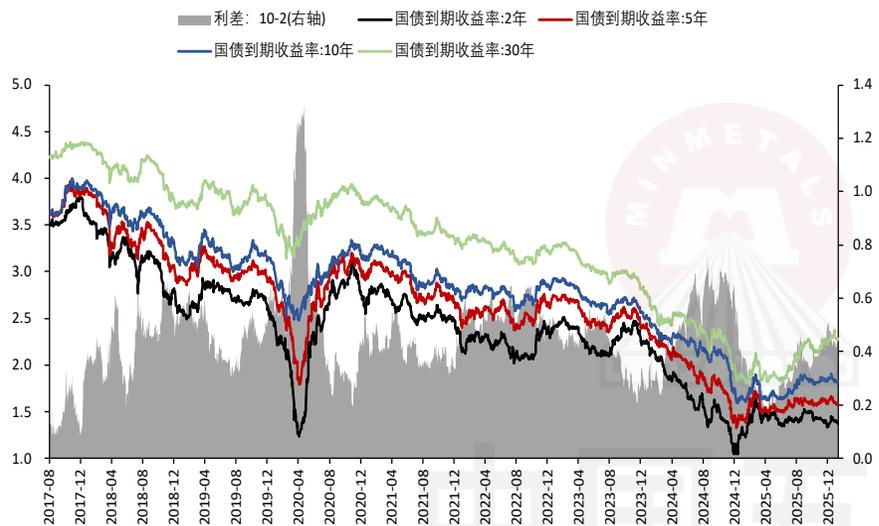
利率及汇率

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	1.39	-0.36	-11.60	-11.60
回购	R007	1.55	-0.32	-8.79	-8.79
回购	DR001	1.32	-0.06	-0.86	-0.86
回购	DR007	1.48	-0.95	-11.05	-11.05
国债到期收益率	2年	1.36	-1.25	-1.91	-1.91
国债到期收益率	5年	1.57	-0.98	-0.89	-0.89
国债到期收益率	10年	1.82	-0.39	0.59	0.59
国债到期收益率	30年	2.27	-1.35	-1.25	-1.25
美国国债收益率	10年	4.21	-8.00	-5.00	-5.00

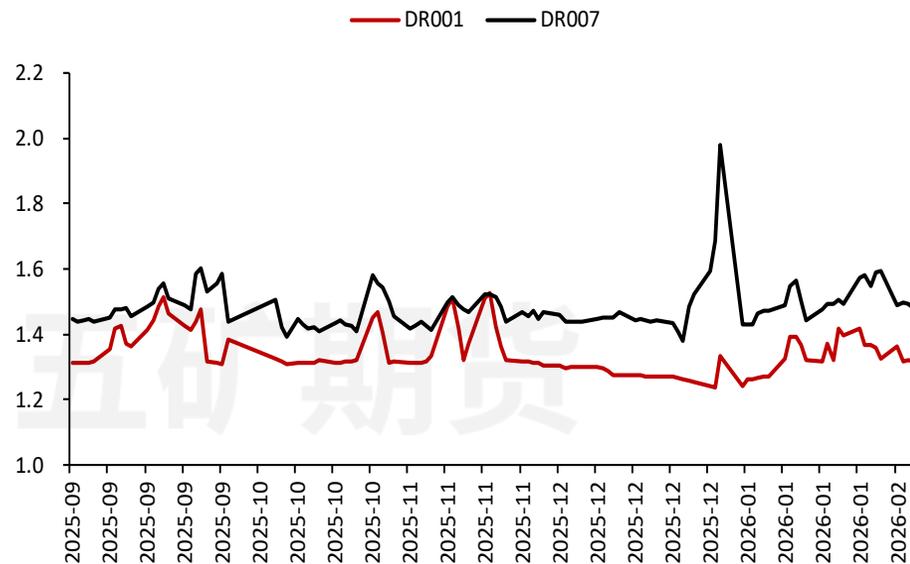
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



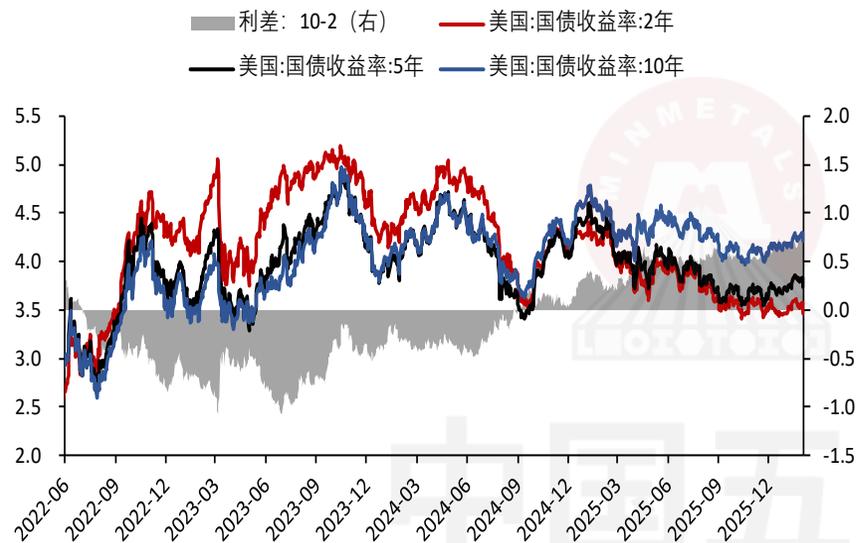
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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