



作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2026年1月19日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

核心观点

- 上周债市回暖，收益率曲线继续陡峭化。上周（1月12日当周），由于10年期国债收益率已接近1.90%左右点位，配置盘加大进场力度，加之证监会批准限制融资杠杆比例背景下，股市明显降温，以及央行宣布结构性降息，债市总体偏强震荡，长债收益率继续下行。短债方面，上周资金面季节性收紧，但在央行“呵护”下，周五资金面恢复宽松，带动短债收益率下行，且幅度大于长端，收益率曲线延续陡峭化。
- 预计本周（1月19日当周）债市将偏弱震荡。尽管受投资、消费动能减弱影响，本周一公布的2025年四季度经济增速延续下行，但当前就业形势稳定、物价出现回暖势头，加之2026年1月“两新”政策优化，央行实施结构性货币政策工具降息，前期出台的“两个5000亿”扩投资政策效果也会逐步显现，以及年初出口还会保持较快增长，预计2026年一季度GDP同比增速将有所回升，短期内宏观政策将处于观察期。由此，在缺乏明确增量驱动因素的背景下，预计债市还将延续震荡运行。从本周看，尽管上周股市降温，但受春季躁动预期影响，回调资金或将继续布局股市，债市或有所承压。另外，从资金面来看，1月为缴税大月而本周适逢税期，资金面将面临压力，但预计央行将加大流动性投放予以呵护，资金有望平稳度过税期，短债利率上行风险可控。总体上看，预计本周债市将偏弱震荡，10年期国债收益率将在1.80%-1.90%区间波动。

一、上周债市回顾

1. 二级市场

上周债市整体回暖，长债收益率明显下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.27%；上周五10年期国债收益率较前一周五下行3.58bp，1年期国债收益率较前一周五下行4.63bp，期限利差继续走阔。

- **1月12日：**周一，随着10年期国债收益率触及1.90%左右点位，配置盘开始进场加力，带动债市走强。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.97bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.06%。
- **1月13日：**周二，银行间主要利率债收益率走势有所分化，短端因资金面收敛而上行，长端则受股市下跌提振延续下行。当日10年期国债收益率下行0.66bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.06%。
- **1月14日：**周三，受证监会批准限制融资杠杆比例影响，股市回调，债市随之走强，但短债因资金面收敛继续走弱。当日银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率下行0.25bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.08%。
- **1月15日：**周四，早盘股市偏弱，带动债市继续修复，午后央行宣布结构性降息，债市先涨后跌。全天看，债市整体偏强震荡。当日银行间主要利率债收益率多数下行，但10年期国债收益率上行0.50bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.11%。
- **1月16日：**周五，受资金面逐渐恢复宽松以及股市下跌提振，债市整体走暖。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.20bp；国债期货各期限主力合约多数上涨，其中，10年期主力合约涨0.01%。

图1 上周10年期国债现券收益率和期货价格走势

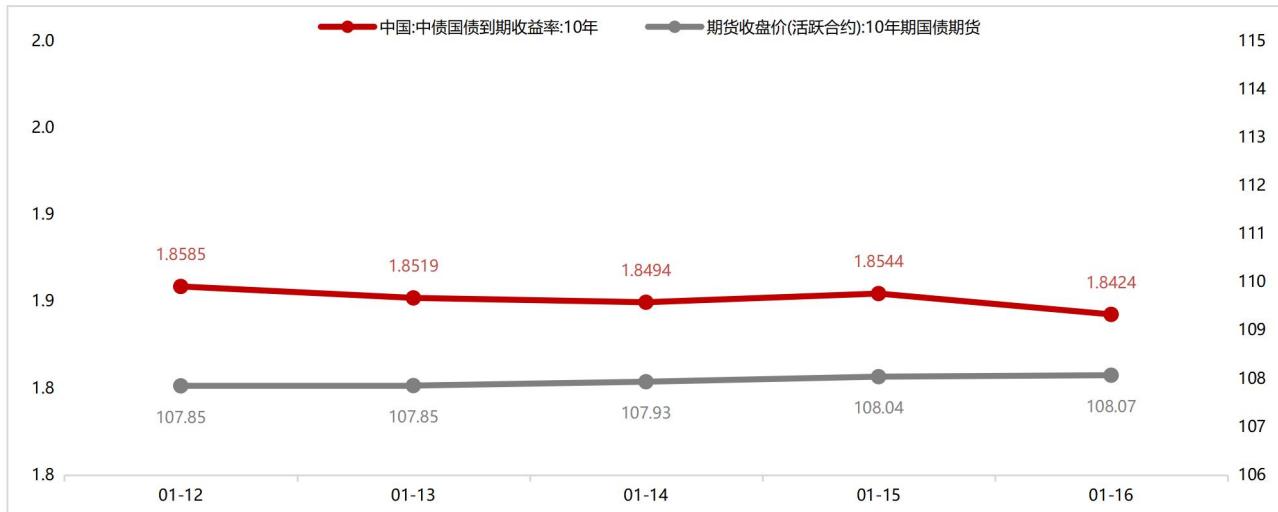


图2 上周各期限国债利率均下行



图3 上周国开债中长端利率均下行



图4 上周各期限国债期货小幅上行

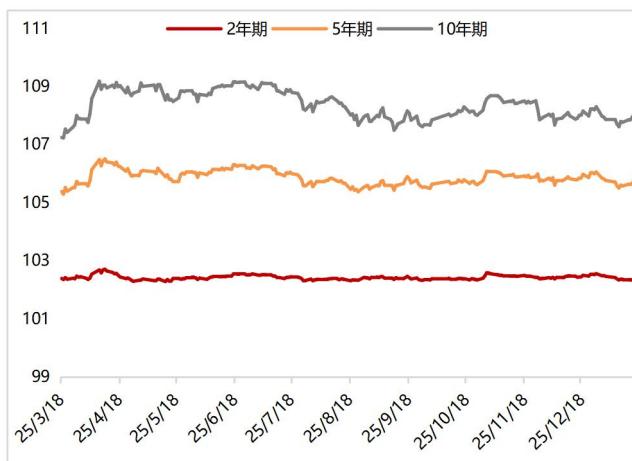


图5 上周各期限国开债隐含税率明显上行(%)

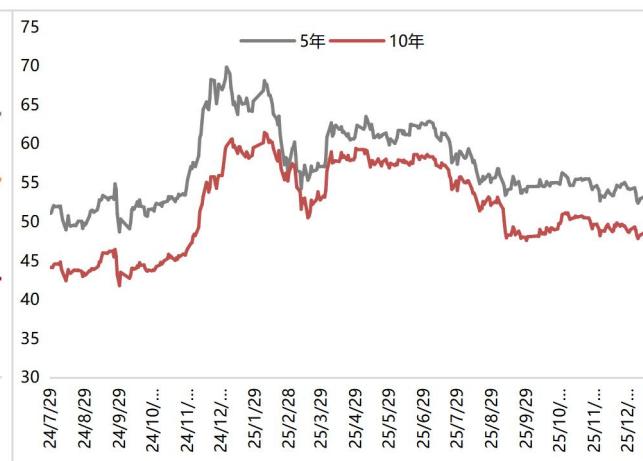


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续走阔

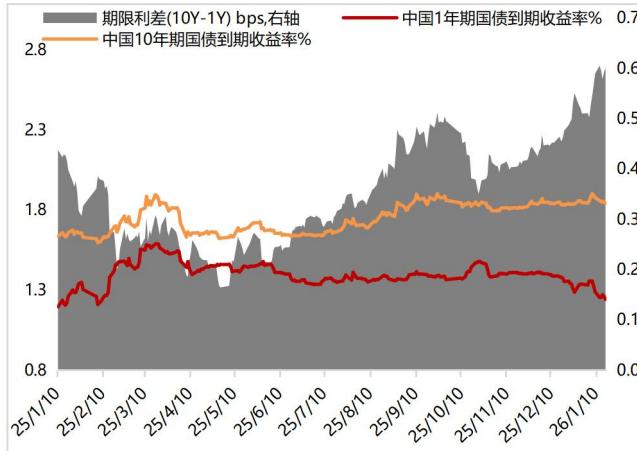


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度有所加深



数据来源：Wind 东方金诚

2. 一级市场

上周共发行利率债 44 只，环比减少 14 只，发行量 4516 亿，环比减少 3116 亿，净融资额 -1925 亿，环比大幅减少 5417 亿。分券种看，上周国债、政金债和地方债发行量环比均减少；国债、地方债净融资额环比减少，而政金债净融资额环比增加。

表 1 利率债发行和到期（亿元）

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	2070	4950	5062.1	0	-2992.1	4950
政金债	1697.5	1505.7	1286.5	4140.5	411	-2634.8
地方政府债	748.41	1176.64	92.71	0	655.7	1176.64
合计	4515.91	7632.34	6441.31	4140.5	-1925.4	3491.84

数据来源：Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可，共发行 3 只国债，平均认购倍数为 3.53 倍。共发行 26 只政金债，平均认购倍数为 3.92 倍。共发行 15 只地方债，平均认购倍数为 19.54 倍。（上周利率债发行情况详见附表 1-3）

二、上周重要事件

- **12月进出口数据大幅超预期。**根据海关总署1月14日公布的数据，以美元计价，2025年12月出口额同比增长6.6%，增速比11月加快0.7个百分点，其中，12月对美出口额同比下降30.0%，降幅比11月扩大1.4个百分点。2025年出口额同比增长5.5%，增速较上年低0.3个百分点，其中，2025年对美出口同比下降20.0%，增速较上年低24.9个百分点。12月进口额同比增长5.7%，增速比11月加快3.8个百分点；2025年进口额同比为0.0%，增速较上年低1.0个百分点。

12月出口额同比增长6.6%，增速大幅高于市场预期，主要源于当前外需仍保持较强韧性、贸易转移效应继续发酵以及在全球AI投资热潮和国内制造业转型升级带动下，当月芯片和汽车出口增速显著加快等。进口方面，12月进口额同比增长5.7%，也超出普遍预期。这一方面源于出口增速进一步加快，对进口增速产生直接带动，另一方面，油价下跌提振国内原油进口需求，对进口拉动作用明显。
- **12月金融数据走势平稳。**央行1月15日公布的数据显示，2025年12月新增人民币贷款9100亿，同比少增800亿；12月新增社会融资规模为22075亿，同比少增6462亿。12月末，广义货币(M2)同比增长8.5%，增速较上月末加快0.5个百分点；狭义货币(M1)同比增长3.8%，增速较上月末下降1.1个百分点。

12月人民币贷款同比继续少增，结构上呈现“企业强、居民弱”的特点，其中企业中长期贷款在前期出台的稳增长增量政策逐步落地见效以及上年同期低基数带动下实现同比多增。12月社融同比少增，主要是因为政府债券融资受高基数影响同比大幅少增。受前期政府债券融资高增转化为企业和居民存款，而新型政策性金融工具投放也在推动存款派生影响，12月末M2增速上行；12月末M1增速降幅连续

第四个月较快收窄，背后是上年同期基数抬升，以及当前房地产市场仍在调整，企业和居民消费、投资活跃度不高。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，高炉开工率、日均铁水产量均回落，而石油沥青装置开工率、半胎钢开工率明显回升。从需求端看，上周BDI指数继续下行，而出口集装箱运价指数CCFI延续上行；上周30大中城市商品房销售面积继续减少。物价方面，上周猪肉价格继续小幅上涨，大宗商品价格也多数上涨，其中，铜、石油和螺纹钢价格均继续上行。

图8 上周高炉开工率小幅回落（%）

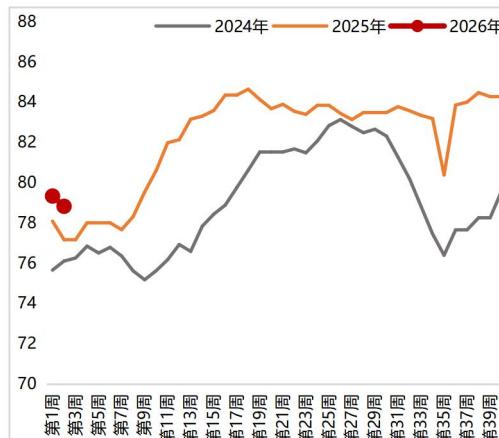


图9 上周石油沥青装置开工率明显回升（%）

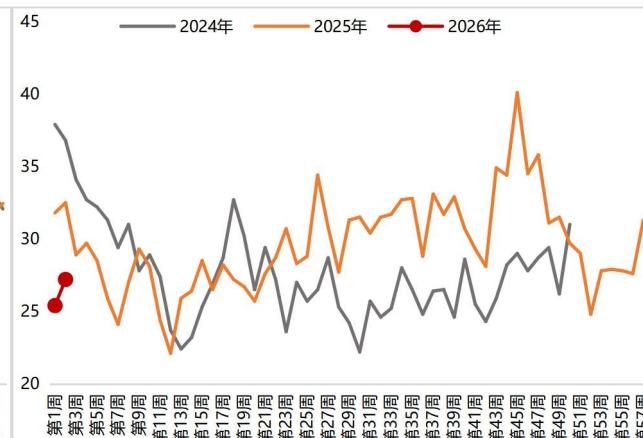


图10 上周半钢胎开工率大幅上行（%）

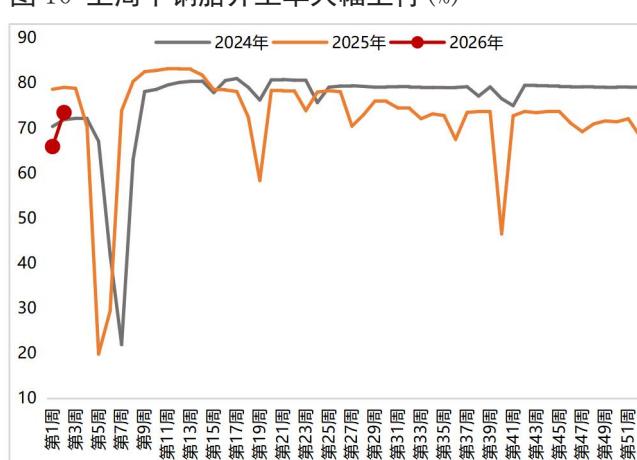


图11 上周日均铁水产量(247家)小幅回落(万吨)

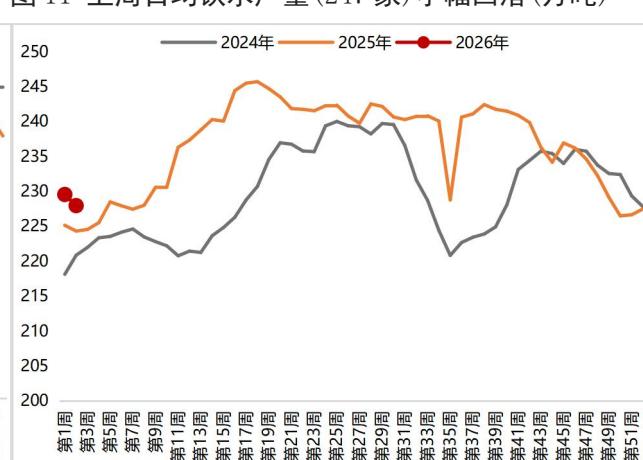


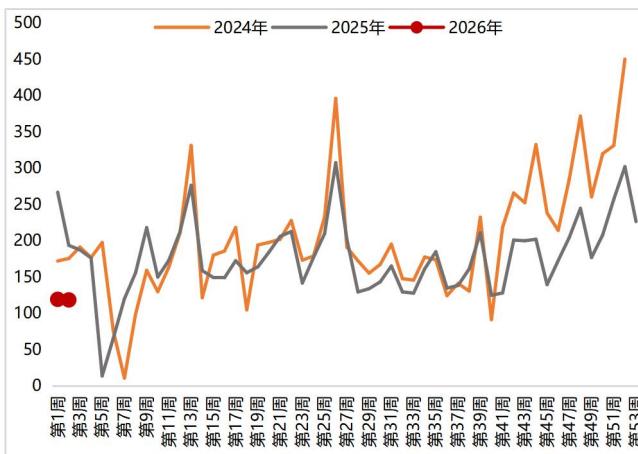
图 12 上周 30 城商品房成交面积继续减少 (万 m²)


图 13 上周 BDI 指数继续下行

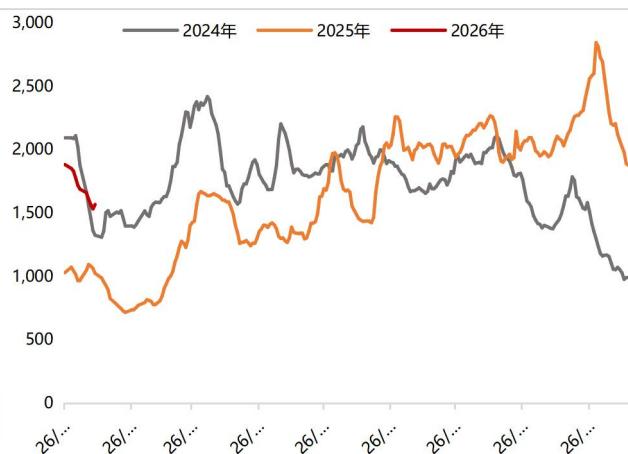


图 14 上周 CDFI 指数继续下行



图 15 前周 CCFI 指数继续上行

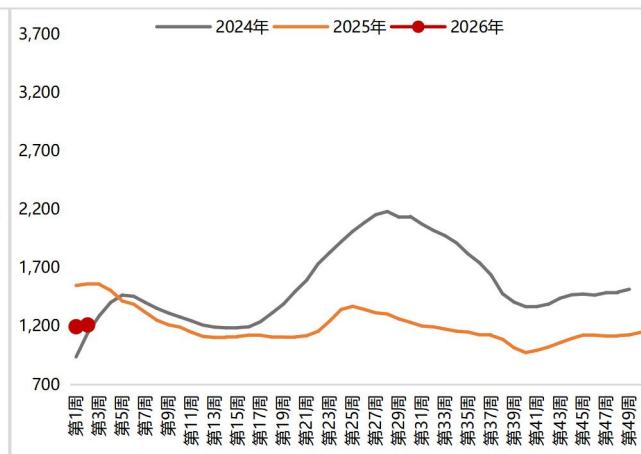


图 16 上周猪肉价格继续上涨

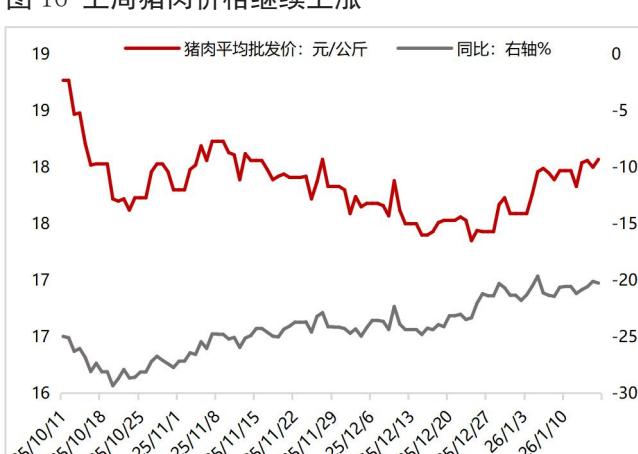


图 17 上周国际油价继续小幅上涨

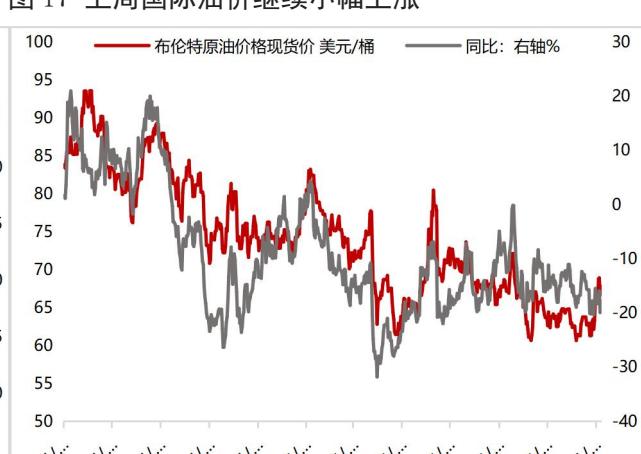


图 18 上周铜期货价格继续上涨

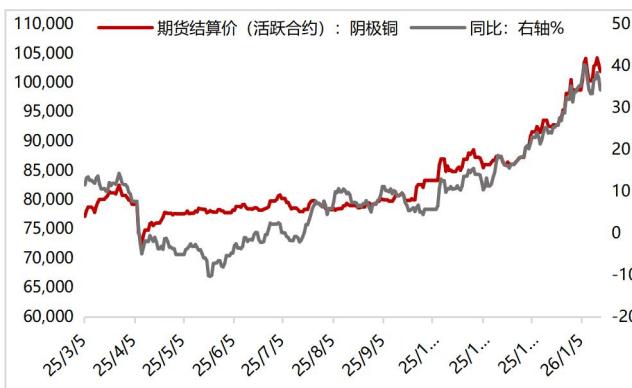


图 19 上周螺纹钢期货价格继续上涨



数据来源：Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放资金 11128 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量（亿元）	利率（%）	名称	发生量（亿元）	利率（%）
2026/1/12	逆回购 7D	861	1.40	逆回购 7D	500	1.40
2026/1/13	逆回购 7D	3586	1.40	逆回购 7D	162	1.40
2026/1/13				买断式逆回购 182D	6000	
2026/1/14	逆回购 7D	2408	1.40	逆回购 7D	286	1.40
2026/1/15	买断式逆回购 181D	9000				
2026/1/15	逆回购 7D	1793	1.40	逆回购 7D	99	1.40
2026/1/16	逆回购 7D	867	1.40	逆回购 7D	340	1.40
发行	18515					
到期	7387					
净投放	11128					

数据来源：Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均下行（%）

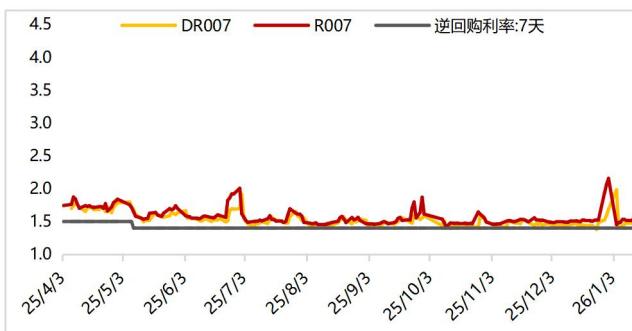


图 21 上周股份行同业存单发行利率波动上行（%）

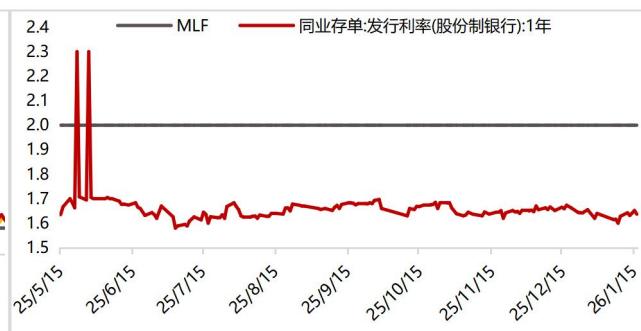


图 22 上周 3M 国股直贴利率继续上行

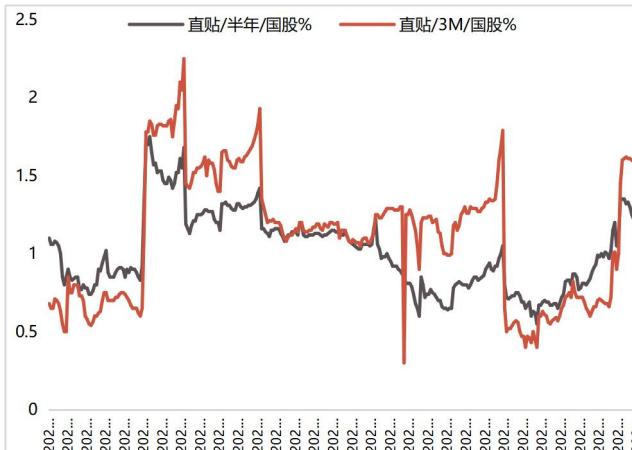


图 23 上周质押式回购成交量小幅减少（亿元）

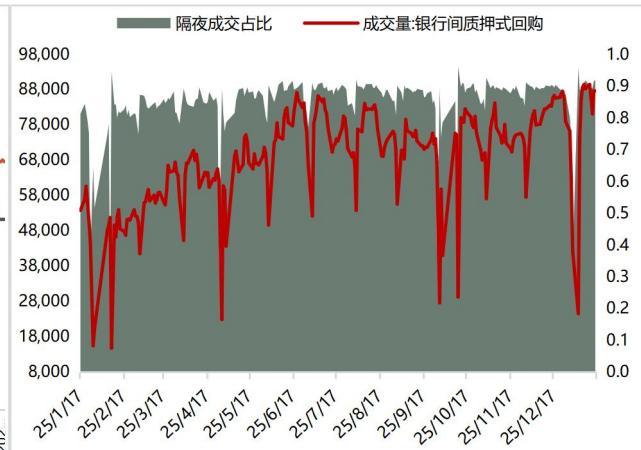
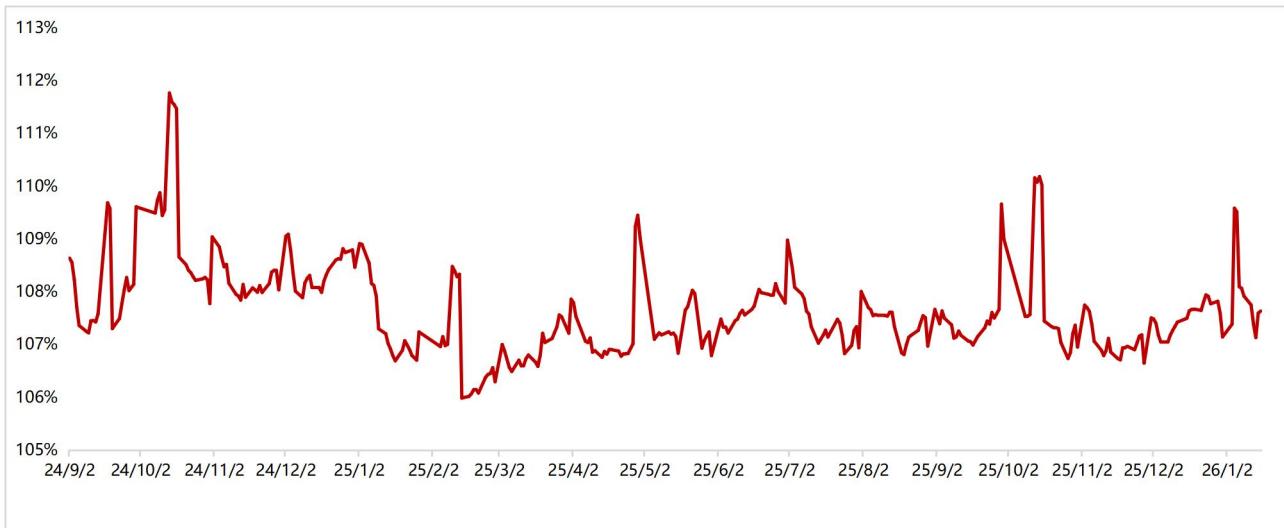


图 24 上周银行间市场杠杆率先下后上，整体下行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计

数据来源：Wind 东方金诚

附录：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
26 贴现国债 05	400	0.2493	1.1726	3.1275
26 附息国债 01	1350	1	1.22	2.2858
26 附息国债 02	320	30	2.38	5.1697

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
25 进出 13(增 7)	60	3	1.6176	4.66
25 国开清发 07(增发 12)	60	3	1.6675	3.03
26 国开清发 04(增发 1)	30	7	1.9086	4.11
25 进出 61(增 6)	132.5	1.2521	1.4387	2.63
25 进出 55(增 2)	30	5.5041	1.7481	6.39
25 国开 11(增 26)	30	1	1.4143	4.48
25 国开 13(增发)	20	3	1.6108	3.56
25 国开 18(增 19)	90	5	1.7677	3.23
25 国开 20(增 29)	150	10	1.9847	2.7
25 进出清发 007(增发 19)	25	3	1.6268	5.87
26 农发 01(增 3)	100	1.0356	1.5063	3.03
25 农发 23(增 18)	80	3	1.653	3.9
25 农发 30(增 9)	90	10	1.9961	5.22
25 国开 02(增 25)	40	2	1.5046	6.43
25 国开 18(增 18)	90	5	1.7832	3.74
25 国开 20(增 28)	150	10	1.9927	2.59
26 农发贴现 01(增发)	20	0.2493	1.4934	3.4
25 农发 25(增 10)	80	5	1.7367	4.23
25 农发清发 09(增发 31)	40	2	1.5823	3.31
25 农发清发 32(增发 4)	30	2	1.6335	3.89
25 农发清发 07(增发 23)	20	7	1.8732	3.93
26 农发 01(增 2)	100	1.0356	1.4982	3.06
25 农发 23(增 17)	80	3	1.6494	3.82
25 农发 30(增 8)	90	10	2.0047	3.65
26 贴现国开 02	20	0.4959	1.4829	3.4
26 国开 14(增发)	40	3	1.6912	3.73

数据来源：Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收	全场倍数
				益率均值上浮幅度 (bps)	
26 辽宁债 01	85.69	10	2.02	15	29.99
26 辽宁债 02	170.00	30	2.51	21	25.85
26 宁波债 10	114.74	15	2.34	17	12.89
26 宁波债 11	72.15	5	1.7	5	15.10

26宁波债12	10.13	7	1.8	5	16.41
26湖南债01	46.41	10	2	13	23.34
26湖北债01	1.37	10(8.00)	2.02	14	16.50
26湖北债02	8.99	15(13.01)	2.37	19	18.99
26湖北债03	72.08	20(15.51)	2.49	20	18.82
26湖北债04	47.44	30(20.51)	2.5	19	18.52
26湖北债05	1.00	5	1.71	5	20.30
26湖北债06	12.40	7	1.85	8	21.15
26湖北债07	2.00	10(8.00)	2.02	14	16.85
26湖北债08	25.98	20	2.47	18	19.60
26湖北债09	78.04	30	2.49	18	18.76

数据来源：Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn