

节前资金面宽松 十债利率站稳 1.8%下方

宏观利率周报（20260209-20260213）

研报摘要

● **核心观点：**本周资金面平稳，A 股震荡、海外权益调整，不构成债市压制，市场震荡偏强。1 月 PPI 同比稳步回升，但债市对“反内卷”计价已相对充分，降息降准靴子落地前实际影响仍偏边际。社融数据同比多增幅度不大，开门后力度弱于去年同期，债市多头思维或阶段延续。政策方面，四季度货币政策执行报告中有关货币财政协同、“存款搬家”、国债买卖操作等阐述，均有利于利率筑顶。年初以来，债市呈现的“小阳春”行情，主要由配置型资金主导推动，叠加交易盘对降准降息政策的乐观预期形成接力效应，节后持续性仍有待观察。2 月份属于政策、经济数据空窗期，时处生产淡季，且年初配置力量偏强、资金面宽松，整体对债市有利。在“降准降息”靴子落地前，配置盘主导的行情或仍将延续，但空间或受限，提示 10 年国债活跃券收益率（1.78%）向下赔率不高，建议适当把握节奏。

● **行情回顾：**（1）资金面：本周临近春节长假，央行操作“呵护”意图较强，公开市场操作净投放过万亿。银行间市场资金价格先上后下，波动下行，资金面维持宽松。（2）现券：本周现券市场利率继续下行，5-10 年国债受配置需求带动明显下行，对权益波动有所免疫。短券受制于跨节资金原因，变动不大，超长端则是由于担心节后的供给，也呈现窄幅波动。（3）国债期货：本周国债期货全线收涨，期限结构呈现长端领涨的分化特征。

● **市场要闻：**（1）财经政策。2 月 16 日出版的第 4 期《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《当前经济工作的重点任务》。中方将与 53 个非洲建交国全面实施零关税。美国总统特朗普再次表达了 4 月访华的愿望。央行发布 2025 年第四季度中国货币政策执行报告。（2）产业政策。我国今年继续推进大规模设备更新，多个领域设备更新项目加快落地。花样年控股境外债务重组计划获债权人约 99.67%通过。国务院印发《关于完善全国统一电力市场体系的实施意见》，明确 2035 年全面建成全国统一电力市场体系。（3）经济数据。1 月社融同比小幅多增 1662 亿元。1 月房价环比降幅收窄，同比降幅扩大。1 月份 CPI 和 PPI 均环比上涨。（4）海外环境。美国对华关税或从 20%（芬太尼关税+对等关税）下调至 15%。美国贸易代表办公室表示将加快推进“301 调查”进度。美国总统特朗普考虑对伊朗打击。美国 2025 年 12 月核心 PCE 物价指数同比升 3.0%。全球存储芯片进入卖方市场。人工智能激发电力需求，燃气轮机开启高盈利周期。全球投资者以十年来最快的速度涌入拉丁美洲股市，推动该地区市场创下多年高点。美联储官员戴利认为还需降息 75 个基点。

● **风险提示：**资金面超预期收敛；货币政策超预期变化；机构和个人投资行为不确定性。

证券分析师

陈巧巧

S0670525010001

chenqiaoqiao@jrjzq.com.cn

目录

一、本周回顾和下周展望	4
(一) 本周利率行情回顾	4
(二) 下周展望	4
二、国内和海外市场要闻	5
(一) 国内市场要闻	5
(二) 海外重点数据和事件	6
三、风险提示	7

图表目录

图 1: 国债收益率走势 (%)	8
图 2: 中债国债收益率曲线 (%)	8
图 3: 国债收益率期限利差 (%)	8
图 4: 本周利率涨跌幅 (BP)	8
图 5: 国债期货与股指期货 (2024/12/31=1)	8
图 6: 国开债隐含税率 (%; 1-国债利率/国开债利率)	8
图 7: 本周新发政府债券 (亿元)	9
图 8: 本月新发政府债券 (亿元)	9
图 9: 7 天逆回购及银行间质押利率	9
图 10: 存单与 DR007 收益率 (%)	9
图 11: Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)	9
图 12: Hibor 与 USDBKD (%; 汇率次轴)	9
图 13: 主要国家汇率涨跌幅	10
图 14: 全球主要股票市场及国际定价大宗涨跌 (%)	10
图 15: 美国国债利率期限结构 (%)	10
图 16: VIX	10
图 17: 中美利差 (%)	10
图 18: 人民币相对美元汇率逆周期力度	10
图 19: 猪肉平均批发价 (元/公斤)	11
图 20: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)	11
图 21: 布伦特原油 (美元/桶)	11
图 22: 焦煤 (元/吨)	11
图 23: 螺纹钢 (元/吨)	11
图 24: 阴极铜 (元/吨)	11
图 25: 粗钢产量 (万吨/天)	12
图 26: 高炉开工率 (%)	12
图 27: 进出口运价指数	12
图 28: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)	12
图 29: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	12
图 30: 百城土地成交面积 (万平方米)	12

一、本周回顾和下周展望

（一）本周利率行情回顾

（1）资金面：本周临近春节长假，央行操作“呵护”意图较强，公开市场操作净投放过万亿。其中，7D 逆回购投放 8,144 亿元，7D 逆回购到期 4055 亿元；央行重启 14D 逆回购，投放 8,000 亿元；182D 买断式逆回购投放 10,000 亿元，182D 买断式逆回购到期 5000 亿元；此外，还包括国库现金定存 1500 亿元。银行间市场资金价格先上后下，波动下行，资金面维持宽松。DR001 从周一的 1.27% 波动下行至周五的 1.26% 附近，R001 从 1.37% 下行至 1.28%；7 天资金利率继续低位波动，DR007 从周一的 1.54% 下行至 1.43% 附近，R007 从 1.57% 线下行至 1.54%。

（2）现券：本周现券市场利率继续下行，5-10 年国债受配置需求带动明显下行，对权益波动有所免疫。周一在 A 股反弹同时，10 年期国债活跃券收益率盘中下探突破 1.8%，周五收于 1.78%，正式站稳 1.80% 关口下方。此外，短券受制于跨节资金原因，变动不大，超长端则是由于担心节后的供给，也呈现窄幅波动。1 年期相比上周收盘下行 0.5BP，周五收至 1.305%；30 年期下行 0.45BP，收至 2.221% 左右。

（3）国债期货：本周国债期货全线收涨，配置盘入场带动乐观预期，期限结构呈现长端领涨的分化特征。30 年期合约相比上周末收盘累计上涨 0.24%，TL 正基差显著收窄。10 年期合约上涨 0.08%，周五止盈情绪推动 T 合约小幅回落。

（二）下周展望

节前资金面平稳，A 股震荡、海外权益调整，不构成债市压制，市场震荡偏强。

基本面方面，1 月 CPI 同比低位波动，PPI 同比稳步回升，市场对 PPI 回正时点预期稍有提前，但债市对“反内卷”计价已相对充分，降息降准靴子落地前实际影响仍偏边际。周五下午五点央行发布社融数据，开门红力度弱于去年同期，债市多头思维或阶段延续。

政策方面，四季度货币政策执行报告中有关货币财政协同、“存款搬家”、国债买卖操作等阐述，均有利于利率筑顶。一是明确“中国人民银行通过公开市场操作等方式保持市场流动性充裕，支持政府债券顺利高效发行”是货币财政协同的重要方式，预计资金面和债券发行均将相对稳定；二是专栏解析 2025 年居民存款增速放缓、非银存款高增的“存款搬家”现象，指出变化本质上是银行负债端的结构性调整，而非流动性总量的收缩；居民及企业存款向资管产品分流后，仍可通过同业存款、同业存单等渠道有序回流至银行体系，广义流动性平稳增长，实际资金供给未减弱。三是明示了 10 月国债买卖重启的目的在于“促进国债收益率曲线运行在合理区间”，利率上行有顶，10 债利率 1.9% 或成上限；四是披露四季度个人住房贷款加权平均利率 3.06%，超长端负债成本低位企稳。

总体来看，央行表述对总量型货币操作则态度相对谨慎，节前市场止盈意愿比较明显，年初以来，债市呈现的“小阳春”行情，主要由配置型资金主导推动，叠加交易盘对降准降息，政策的乐观预期形成接力效应，节后持续性仍有待观察。2 月份属于政策、经济数据空窗期，时处生产淡季，且年初配置力量偏强、资金面宽松，整体对债市有利。在“降准降息”靴子落地前，配置盘主导的行情或仍将延续，但空间或受限，提示 10 年国债活跃

券收益率（1.78%）向下赔率不高，适当把握节奏。

二、国内和海外市场要闻

（一）国内市场要闻

（1）2月16日出版的第4期《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《当前经济工作的重点任务》。文章强调，2026年经济工作头绪多，要抓住关键、纲举目张。坚持内需主导，建设强大国内市场。统筹促消费和扩投资，用好我国超大规模市场优势。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划，扩大优质商品和服务供给，优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制，释放文旅等服务消费潜力。着眼惠民生增后劲，推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施“两重”项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，高质量推进城市更新，有效激发民间投资活力。

（2）中方将与53个非洲建交国全面实施零关税。中方将于2026年5月1日起对53个非洲建交国全面实施零关税举措，同时继续推动商签共同发展经济伙伴关系协定，并通过升级“绿色通道”等进一步扩大非洲输华产品准入。

（3）美国总统特朗普再次表达了4月访华的愿望。外交部：元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用。不久前的两国元首通话中，特朗普总统再次表达了4月访华的愿望，习近平主席重申了对特朗普总统访华的邀请，双方就此保持着沟通。中美经贸关系的本质是互利共赢，双方应共同落实好两国元首达成的重要共识，为中美经贸合作与世界经济注入更多确定性和稳定性。

（4）央行发布2025年第四季度中国货币政策执行报告。报告提出，继续实施好适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松，引导金融总量合理增长、信贷均衡投放，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

（5）我国今年继续推进大规模设备更新，多个领域设备更新项目加快落地。目前，2026年新一轮设备更新已在31个省（区、市）和新疆生产建设兵团陆续启动，涉及工业、电子信息、节能降碳环保等约20个领域。

（6）花样年控股境外债务重组计划获债权人约99.67%通过。花样年控股发布公告，已于计划会议上获得金额占比约99.67%的计划债权人支持，批准（并无任何修改）香港计划及开曼计划，达成香港法院及开曼法院批准各计划的核心要求。计划会议已于2026年2月20日下午七时正（香港时间）于香港年利达律师事务所办公室召开，并进行投票表决。此次获得债权人会议通过后，花样年将分别向香港法院及开曼群岛法院提出申请，寻求对香港计划及开曼计划的批准和认许。

（7）国务院印发《关于完善全国统一电力市场体系的实施意见》，明确2035年全面建成全国统一电力市场体系。国务院办公厅印发《关于完善全国统一电力市场体系的实施意见》

提出,明确到 2030 年基本建成全国统一电力市场体系,到 2035 年全面建成全国统一电力市场体系。

(8) 1 月社融同比小幅多增 1662 亿元。据央行初步统计,1 月份社会融资规模增量为 7.22 万亿元,比上年同期多 1662 亿元;人民币贷款增加 4.71 万亿元,月末余额 276.62 万亿元,同比增 6.1%。1 月末, M2 同比增长 9%, M1 同比增长 4.9%。

(9) 1 月房价环比降幅收窄,同比降幅扩大。国家统计局发布的最新数据显示。一、二、三线城市二手房价环比降幅全面收窄,分别比上月收窄 0.4 个、0.2 个和 0.1 个百分点。一线城市中,北京降幅收窄最为明显,收窄了 1.1 个百分点,上海、广州分别收窄 0.2 个和 0.3 个百分点。扬州和湛江二手房价环比分别上涨 0.4%和 0.3%。同比来看,70 大中城市新房和二手房价格继续下降,且降幅进一步扩大。

(10) 1 月份 CPI 和 PPI 均环比上涨。1 月份,居民消费需求持续恢复,居民消费价格指数(CPI)环比上涨 0.2%,同比上涨 0.2%,扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%。受全国统一大市场建设持续推进、部分行业需求增加及国际大宗商品价格传导等因素影响,工业生产者出厂价格指数(PPI)环比上涨 0.4%,同比下降 1.4%。

(二) 海外重点数据和事件

(1) 美国对华关税或从 20% (芬太尼关税+对等关税) 下调至 15%。美国政府依据先前行政令、援引《国际紧急经济权力法》推动的相关关税将不再有效。不过,特朗普后续又在其社交平台“真实社交”上发文称,将把对全球商品加征 10%进口关税的税率水平提高至 15%,且接下来的几个月将确定并公布新的、在法律上允许的关税措施。新关税豁免的商品包括某些关键矿产、用于货币和金条的金属、能源及能源产品、某些农产品、药品及药品原料、某些电子产品、乘用车、部分轻型卡车、部分航空航天产品,还包括美国无法种植、开采或以其他方式生产,或虽能生产但产量不足以满足国内需求的自然资源和化肥产品。针对美国最新加征的所谓 15%“临时关税”,玉渊谭天发文称,新关税援引的是《1974 年贸易法》第 122 条,理由是“从根本上解决美国国际收支失衡”,尤其是解决美国存在巨额贸易逆差的问题。但第 122 条的适用前提是,美国国际收支出现根本性的问题。法律上对此的判断依据并不是单一的货物贸易逆差,而是包括资本流动、商品和服务贸易在内的整体国际收支状况。从这个角度看,美国这项关税生效之后,很可能像此前一样面临被起诉的风险。

(2) 美国贸易代表办公室表示将加快推进“301 调查”进度。新的 301 条款调查可能覆盖大多数主要贸易伙伴。调查可能会针对产业产能过剩、强迫劳动、药品定价行为、对美国科技公司及数字产品的歧视等问题展开。将继续推进对巴西等国正在进行的 301 条款调查。

(3) 美国总统特朗普考虑对伊朗打击。有消息称美国总统特朗普已告诉其顾问,他“倾向于在未来数日(对伊朗)进行初步打击”,然后在未来数月发动一场更大规模的军事打击,迫使伊朗“屈服”并按美方要求达成协议。特朗普正在考虑的打击目标范围广泛,包括伊朗伊斯兰革命卫队总部、伊朗核设施和弹道导弹等。消息称,如果“针对性的”初步打击未能迫使伊朗满足美方要求,特朗普“保留今年晚些时候进行(更大规模)军事打击的可能性”,以推翻伊朗最高领袖哈梅内伊。

(4) 美国 2025 年 12 月核心 PCE 物价指数同比升 3.0%。预期升 2.9%，前值升 2.8%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。

(5) 全球存储芯片进入卖方市场。存储芯片巨头 SK 海力士称，受人工智能客户强劲需求和供应增长有限推动，全球存储器产业已彻底转向卖方市场，预计 2026 年价格涨势将贯穿全年。公司透露目前 DRAM 及 NAND 库存仅剩约 4 周，且没有任何客户能完全满足需求。

(6) 人工智能激发电力需求，燃气轮机开启高盈利周期。人工智能热潮驱动数据中心繁荣，激发出空前电力需求，全球燃气轮机巨头集体开启史无前例的超长高盈利周期。西门子能源 2026 年第一财季净利润升至 7.46 亿欧元，订单额大增 34% 至 176.09 亿欧元，积压订单达 1460 亿欧元；燃气轮机交付时间排到 2029 年和 2030 年。GE Vernova 同样面临前所未有的产能紧张，该公司 2029 年和 2030 年的产能基本售罄。

(7) 全球投资者以十年来最快的速度涌入拉丁美洲股市，推动该地区市场创下多年高点。巴西、哥伦比亚和墨西哥股市的外资流入激增，推动 MSCI 新兴市场拉丁美洲指数达到十一年来的最高点，并在 2026 年涨超过 20%。

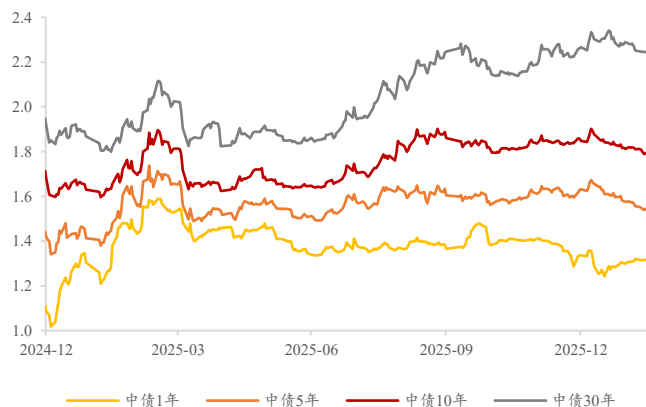
(8) 美联储官员戴利认为还需降息 75 个基点。美联储戴利认为在达到中性利率之前，我们大约还需降息 75 个基点；需要降低通胀水平；人工智能是帮助我们应对通胀的一种手段，但限制性政策也同样重要；人工智能投资可提振需求，加剧通胀压力；但生产力具有通胀放缓作用；不能将所有生产率增长都归因于人工智能，但生产率确实正在发生变化。

三、风险提示

资金面超预期收敛；货币政策超预期变化；机构和个人投资行为不确定性。

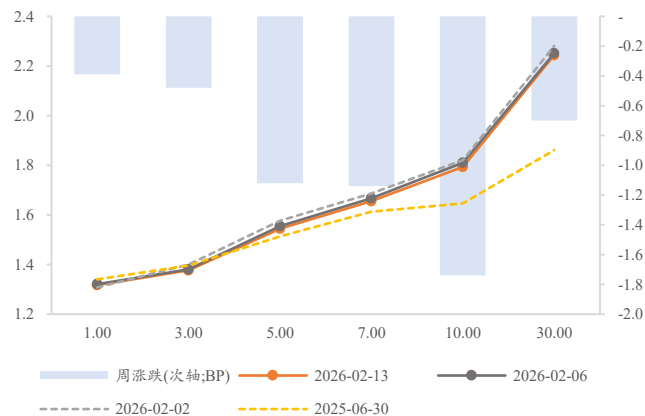
附表一、利率行情

图 1：国债收益率走势（%）



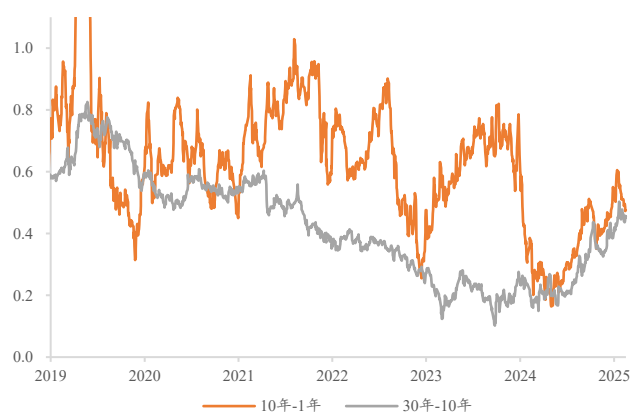
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 2：中债国债收益率曲线（%）



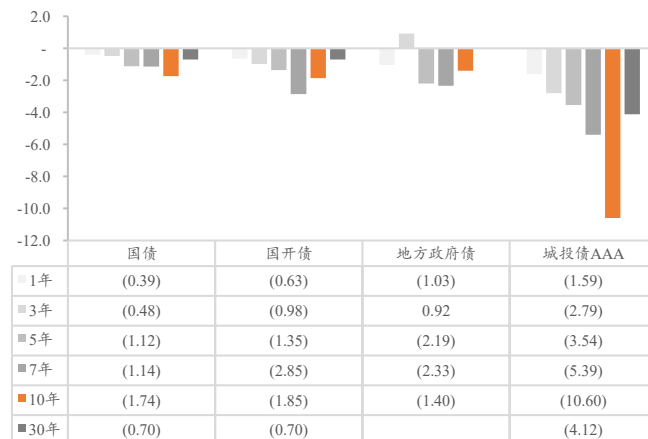
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 3：国债收益率期限利差（%）



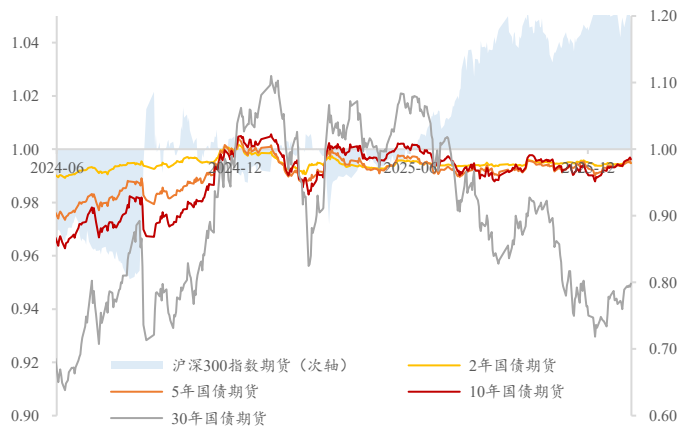
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 4：本周利率涨跌幅（BP）



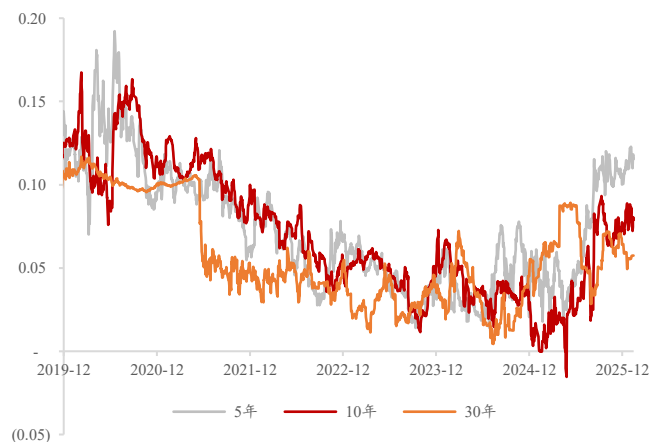
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 5：国债期货与股指期货（2024/12/31=1）



资料来源：wind，金融街证券研究所

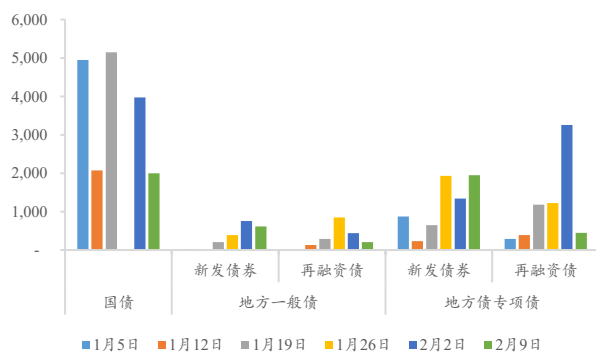
图 6：国开债隐含税率（%；1-国债利率/国开债利率）



资料来源：wind，金融街证券研究所

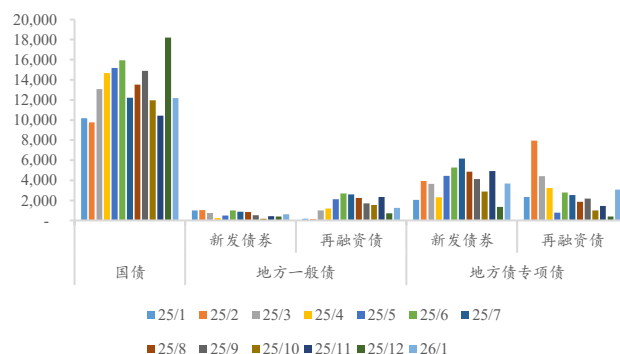
附表二、政府债券发行与流动性

图 7：本周新发政府债券（亿元）



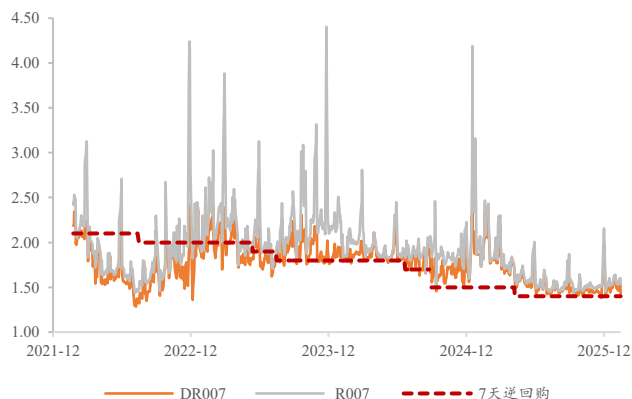
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 8：本月新发政府债券（亿元）



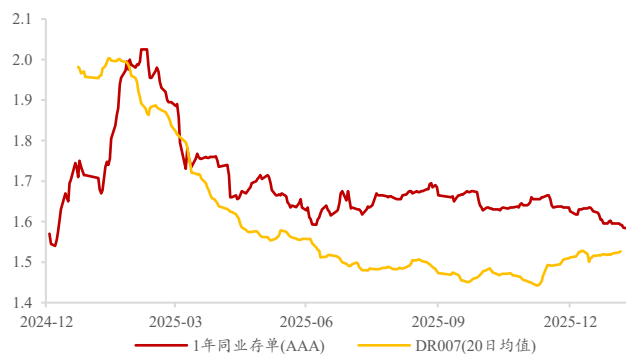
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 9：7 天逆回购及银行间质押利率



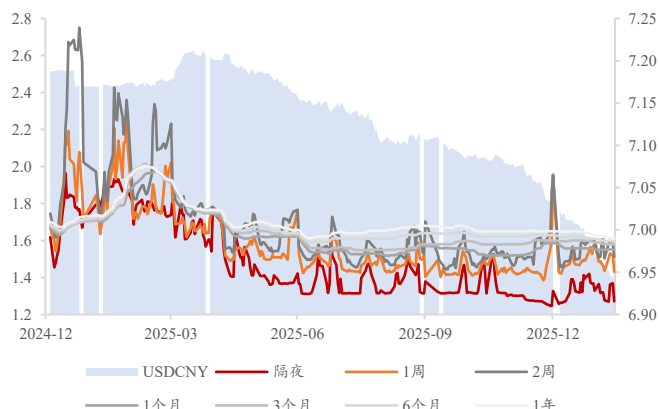
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 10：存单与 DR007 收益率（%）



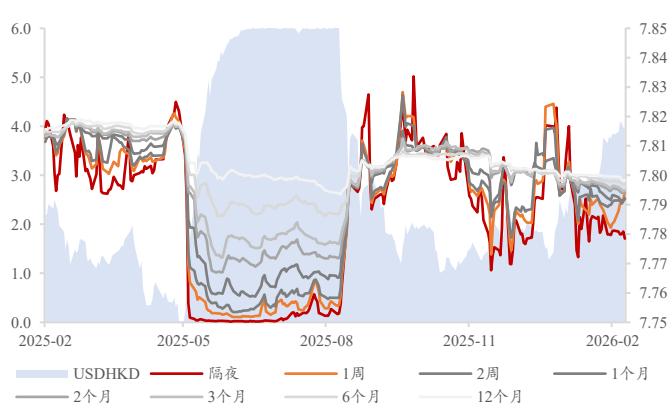
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 11：Shibor 与人民币中间价（%；汇率次轴）



资料来源：wind，金融街证券研究所

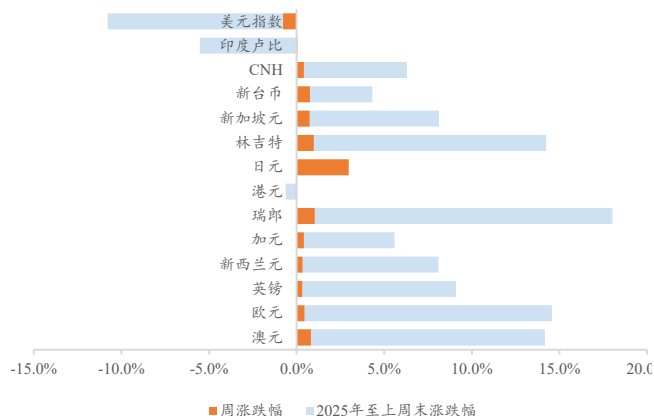
图 12：Hibor 与 USDKHKD（%；汇率次轴）



资料来源：wind，金融街证券研究所

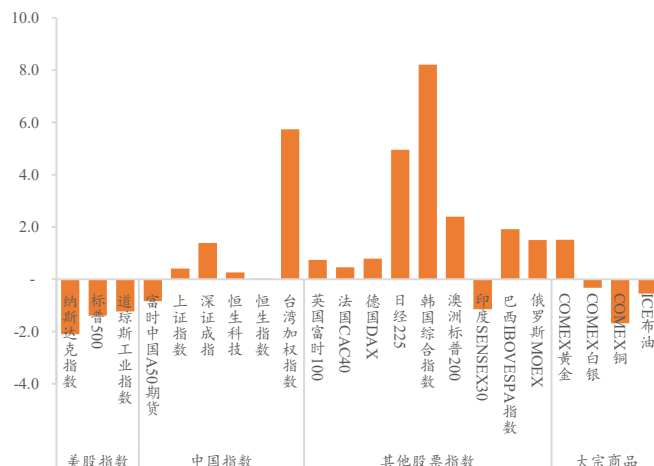
附表三、海外环境

图 13：主要国家汇率涨跌幅



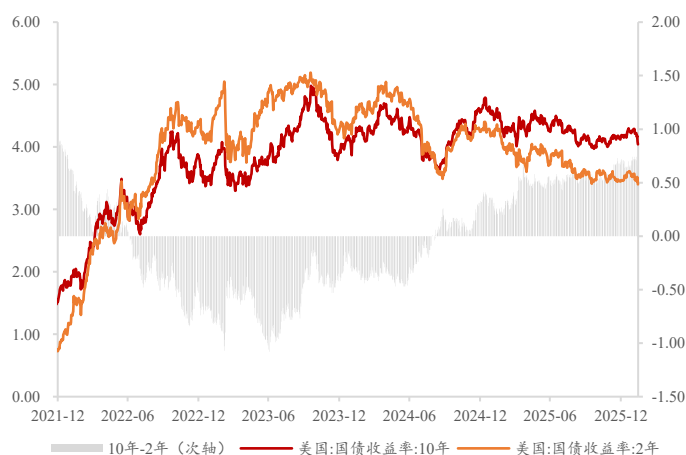
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 14：全球主要股票市场及国际定价大宗涨跌 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

图 15：美国国债利率期限结构 (%)



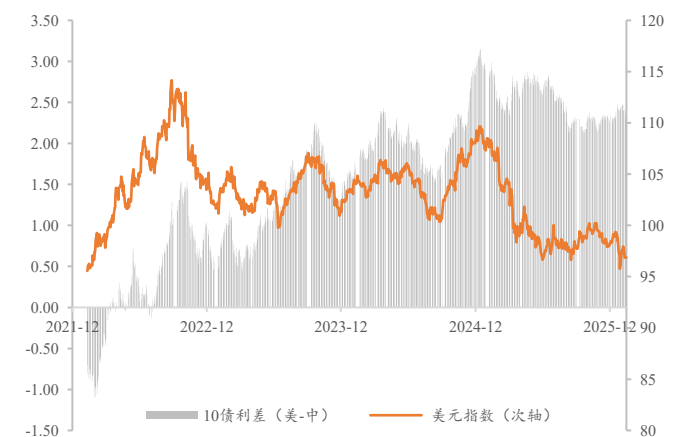
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 16：VIX



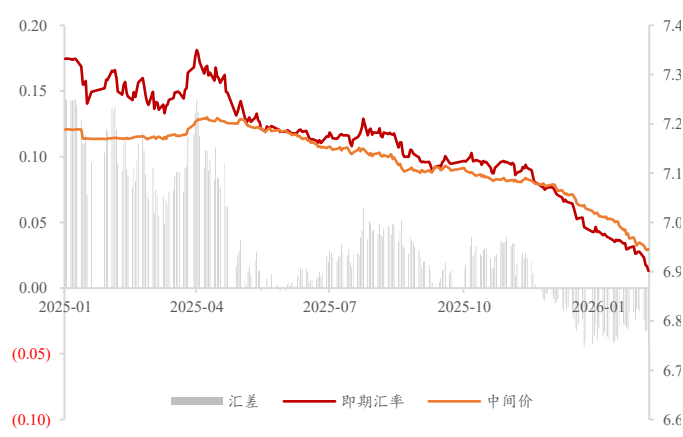
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 17：中美利差 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

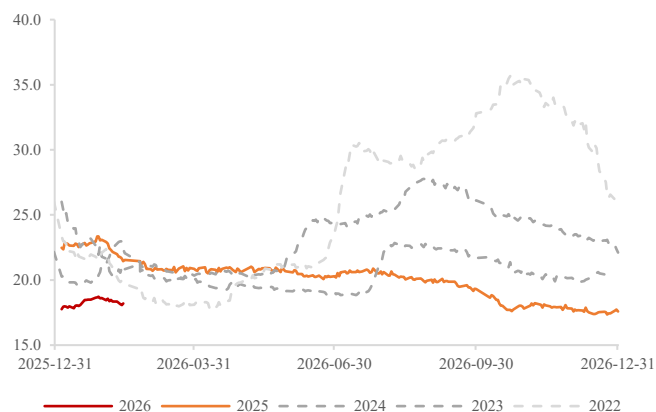
图 18：人民币相对美元汇率逆周期力度



资料来源：wind，金融街证券研究所

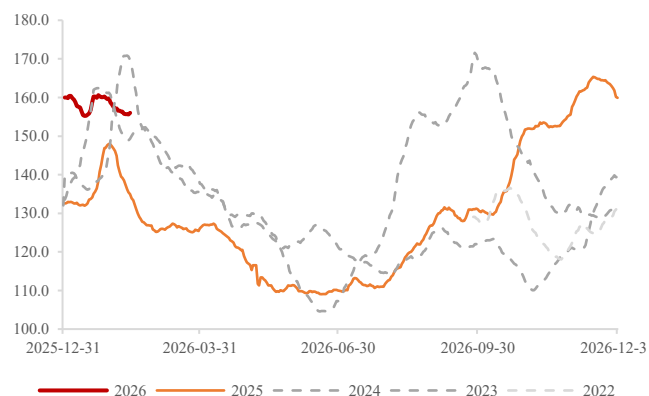
附表四、通胀变化

图 19：猪肉平均批发价（元/公斤）



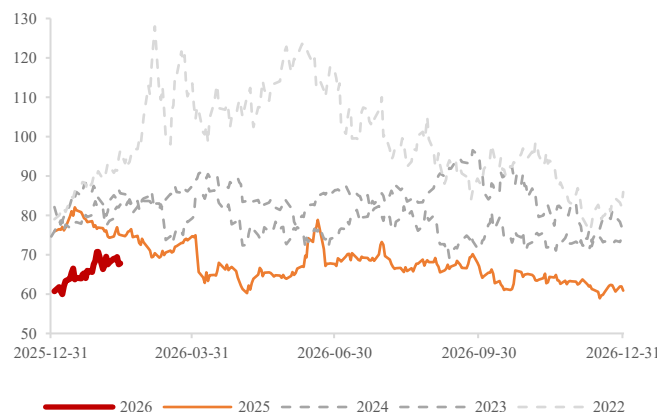
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 20：蔬菜批发价格指数（2015=100）



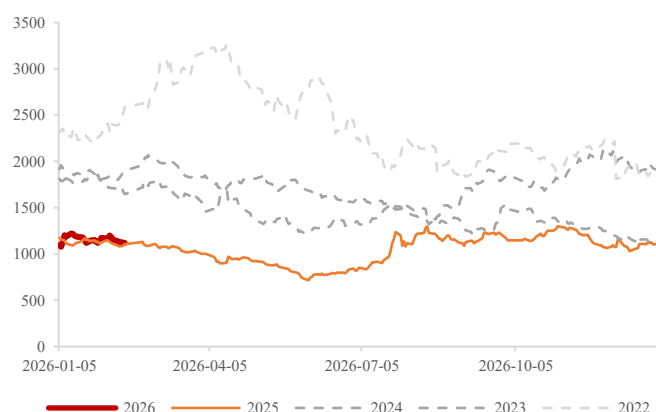
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 21：布伦特原油（美元/桶）



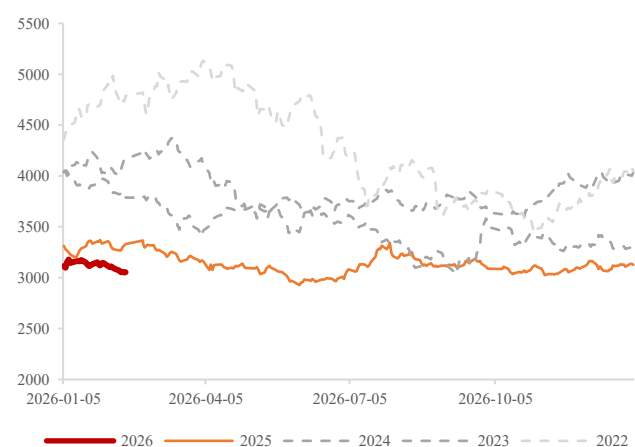
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 22：焦煤（元/吨）



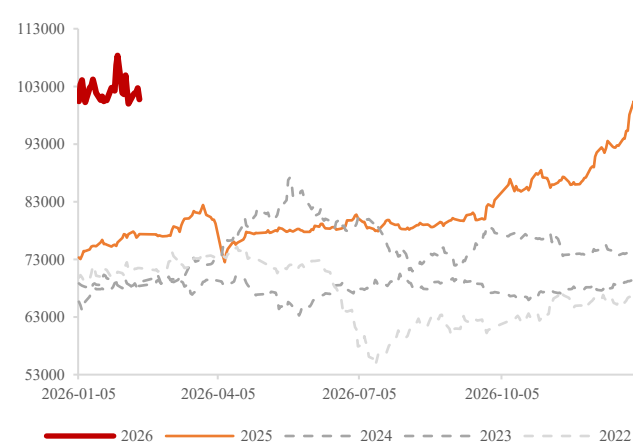
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 23：螺纹钢（元/吨）



资料来源：wind，金融街证券研究所

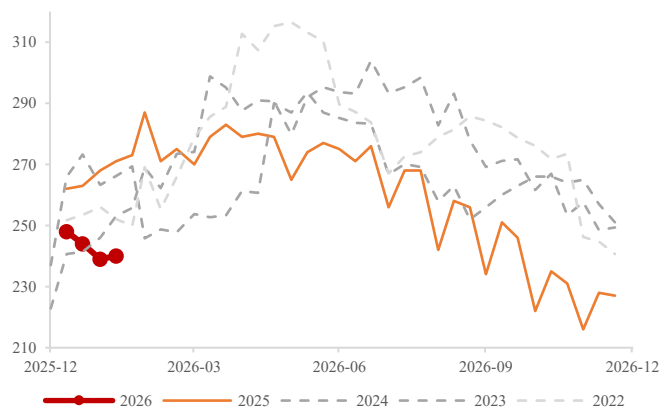
图 24：阴极铜（元/吨）



资料来源：wind，金融街证券研究所

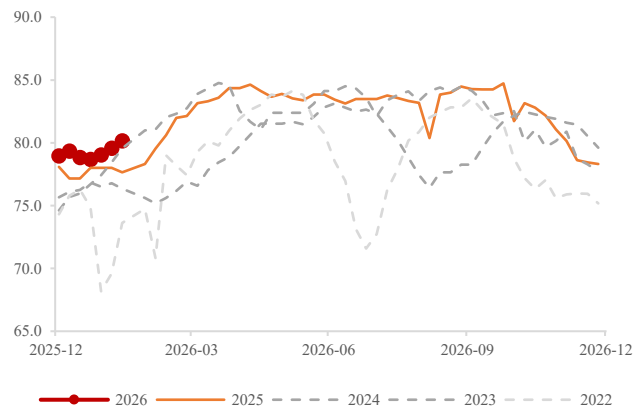
附表五、实体需求

图 25：粗钢产量（万吨/天）



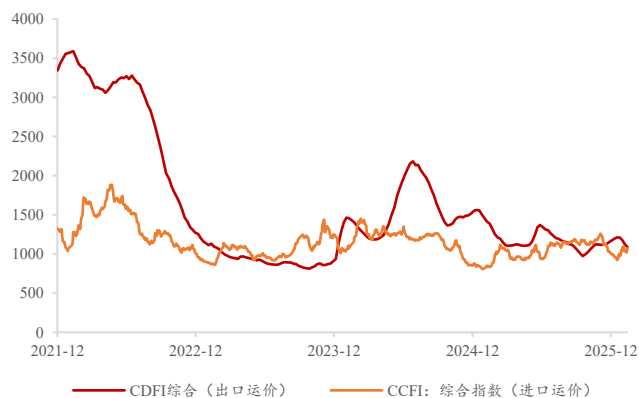
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 26：高炉开工率（%）



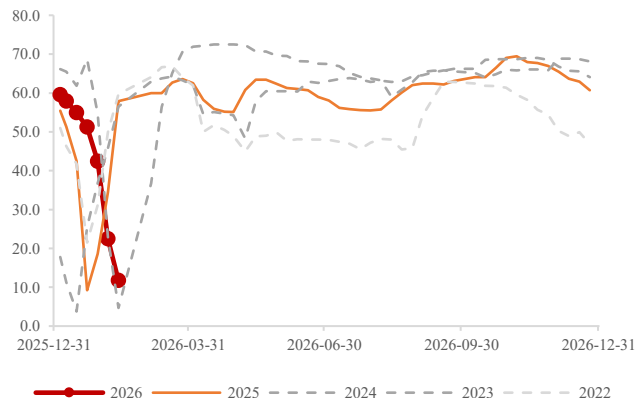
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 27：进出口运价指数



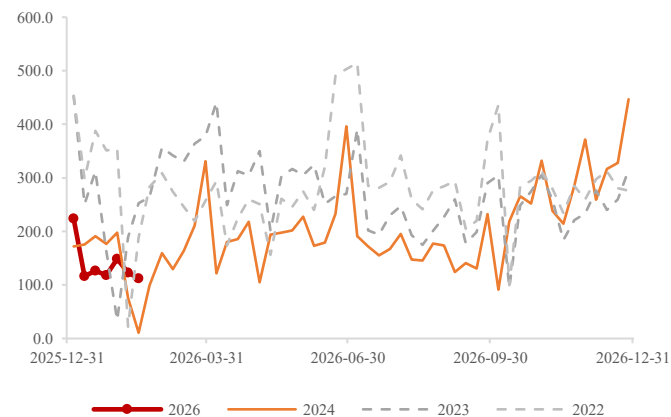
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 28：江浙涤纶长丝下游织机开工率（%）



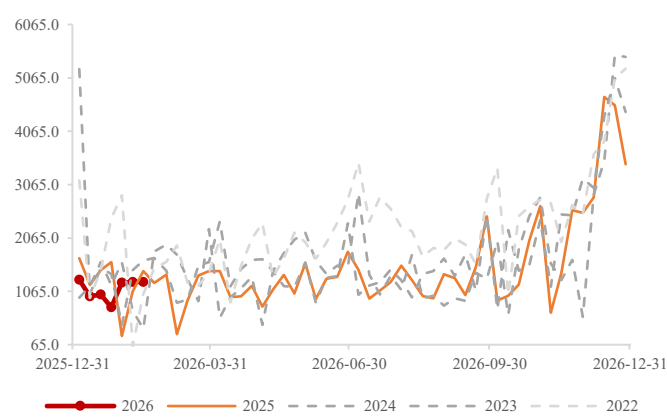
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 29：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，金融街证券研究所

图 30：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：wind，金融街证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数——沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。