

国债期货1月月报

跨年后资金有望重回宽松，关注“开门红”成色



广发期货APP



微信公众号

作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

投资咨询资格：Z0019608

	主要观点	策略
--	------	----

国债

基本面来看，12月PMI指标来看，制造业整体超预期回升，供需两端均同步反弹，且业务活动预期也明显回升，同时价格指数回升指向供求关系继续改善，另一方面建筑业PMI大幅回升，基建开工或有加快。高频数据来看，12月边际变化不大，亮点在石油沥青开工同比回升，对应建筑业PMI也有所回升，指向建筑施工资金到位或有所加快，前期发放的政策性金融工具对基建投资的支撑开始显现，2026年一季度开工可能有明显回升。其次价格高频数据显示 展望2026年1月债市行情，食品价格同比有所回升，价格指标可能继续改善。短板在于地产销售低位震荡，以及高基数下汽车等耐用品销售同比有所下滑。总体而言，从基本面数据 一方面预计资金利率跨年后来看基建投资有回升迹象，在反内卷推进下，价格指标好转，两新两重政策红利节奏或也有提前，为2026年一季度开门红奠定了一定基础。 会重回宽松，短端品种支撑性较强，另一方面宏观高频应今年以来贷款利率未明显变动的状态，措辞调整或意味着从监管视角来看，当前贷款利率或已处于合意低位，后续降息的迫切性有所回撤；**两新政策方**和PMI数据或强化一季度开面，2025年12月30日，国家发展改革委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，节奏上来看相对提前，内容上开门红预期，支撑股市情绪，来看两新政策补贴标准进一步优化，且仍有一定力度，为明年消费提供支撑，同时中央经济工作会议强调消费刺激，后续不排除有增量政策出台。 年初或继续对长债形成压制，**资金面**。12月隔夜资金利率破位下行，均值突破1.3%，7天期资金利率持稳，临近跨年资金利率季节性上行，隔夜资金利率仅上行10BP左右，7天期资金整体或延续宽幅震荡格局，利率上行50BP左右至1.95%附近，但是上行幅度未超季节性，与去年年底相当，整体尚属平稳，凸显了央行对资金面的呵护。预计跨年后资金利率会季要打破这一格局或需要风险偏好、供需偏紧预期不及预期等明确利多信号出现，仍需等待。单边策略上建议投资者以观望为主。期现策略上可以关注TS、TF品种的正套策略机会。曲线策略上，仍建议关注做陡。

债市展望：回顾12月的债市，基本面数据整体回落，但是债市对利多钝化对利空敏感，权益市场走势偏强压制下半月债市表现。年末市场一致性预期 期等明确利多信号出现，仍需等待。单边策略上建议投资者以观望为主。期现策略上可以关注TS、TF品种的正套策略机会。曲线策略上，仍建议关注做陡。

2026年初政策经济有开门红诉求，叠加股市可能有春季躁动行情，因此中期对债市行情偏悲观，谨慎情绪影响了年末的机构行为，交易性机构倾向于波段操作及时止盈离场，配置盘进场动力不足，因此交易性行为或导致12月期债呈现震荡格局、年末债市调整的主要原因。且分品种来看30债调整幅度大，而短债平稳略走强，曲线整体走陡。从国债期货持仓来看，TL合约成交上行而持仓下行，TF、TS品种成交量下行但持仓量明显上升，或指向或指向投资者在TL品种上以短期交易快进快出为主，与此同时博弈资金利率下行短债走强的诉求上升。

展望2026年1月债市行情，一方面预计资金利率跨年后会重回宽松，短端品种支撑性较强，另一方面宏观高频和PMI数据或强化一季度开门红预期，支撑 仍建议关注做陡。

股市情绪，年初或继续对长债形成压制，整体或延续宽幅震荡格局，要打破这一格局或需要风险偏好、供需偏紧预期不及预期等明确利多信号出现，仍需等待。单边策略上建议投资者以观望为主。期现策略上可以关注TS、TF品种的正套策略机会。曲线策略上，仍建议关注做陡。



目录

01 行情回顾

02 国债期货市场

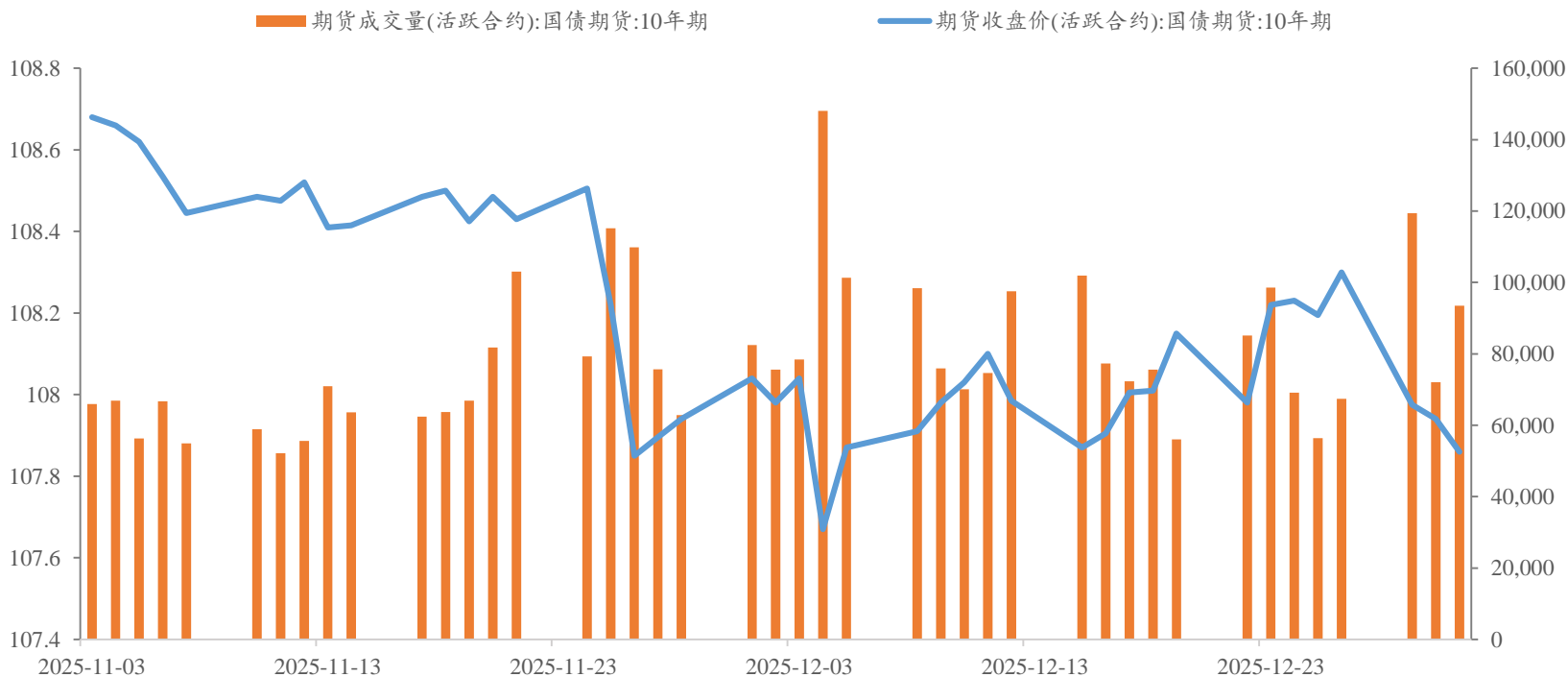
03 宏观基本面展望与政策面跟踪

04 供需面与资金面

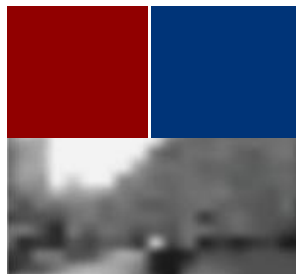


一、行情回顾

国债期货行情（10年期国债期货主力合约）



- **总结：**12月国债期货现震荡回升，年末最后一周快速下行回吐前期涨幅，T2603合约价格回到月初位置，整体呈现震荡走势。回顾12月的债市，基本面数据整体回落，但是债市对利多钝化对利空敏感，权益市场走势偏强压制下半月债市表现。年末市场一致性预期2026年初政策经济有开门红诉求，叠加股市可能有春季躁动行情，因此中期对债市行情偏悲观，谨慎情绪影响了年末的机构行为，交易性机构倾向于波段操作及时止盈离场，配置盘进场动力不足，因此交易性行为或为导致12月期债呈现震荡格局、年末债市调整的主要原因。且分品种来看30债调整幅度大，而短债平稳略走强，曲线整体走陡。

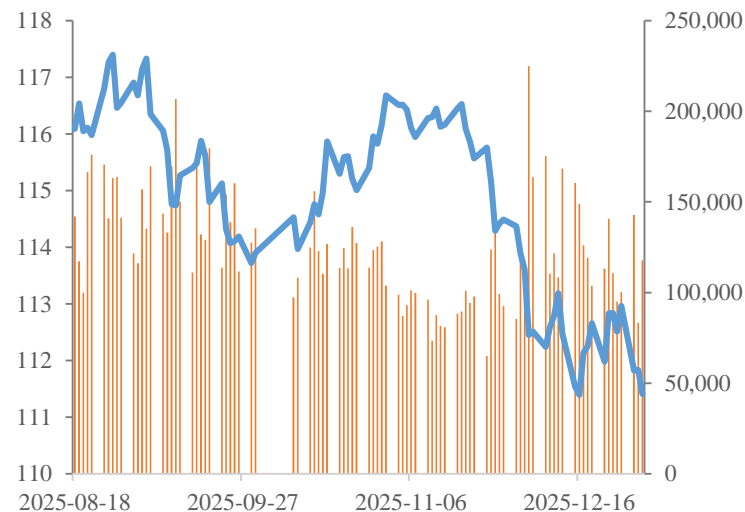


二、国债期货市场

国债期货主力合约走势

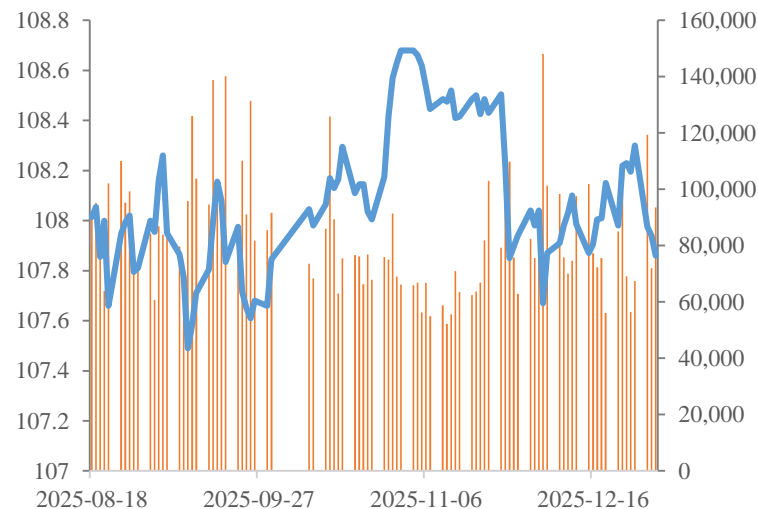
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



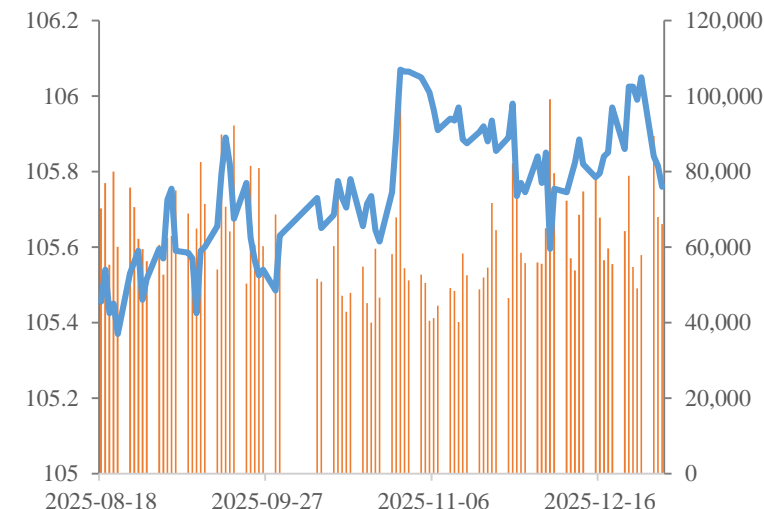
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



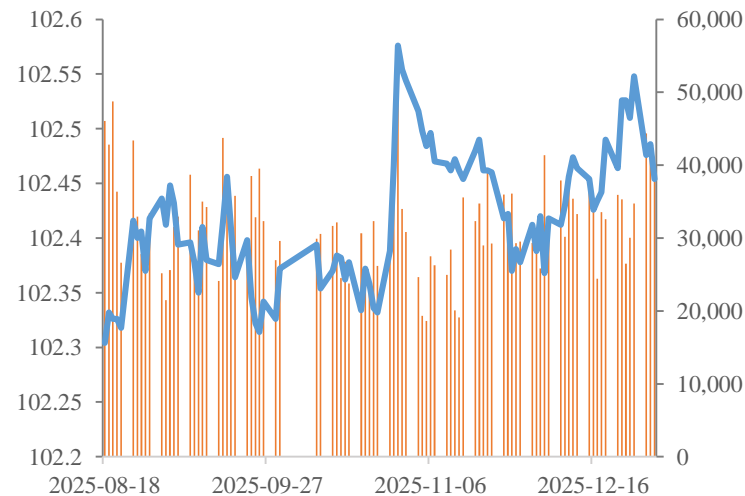
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



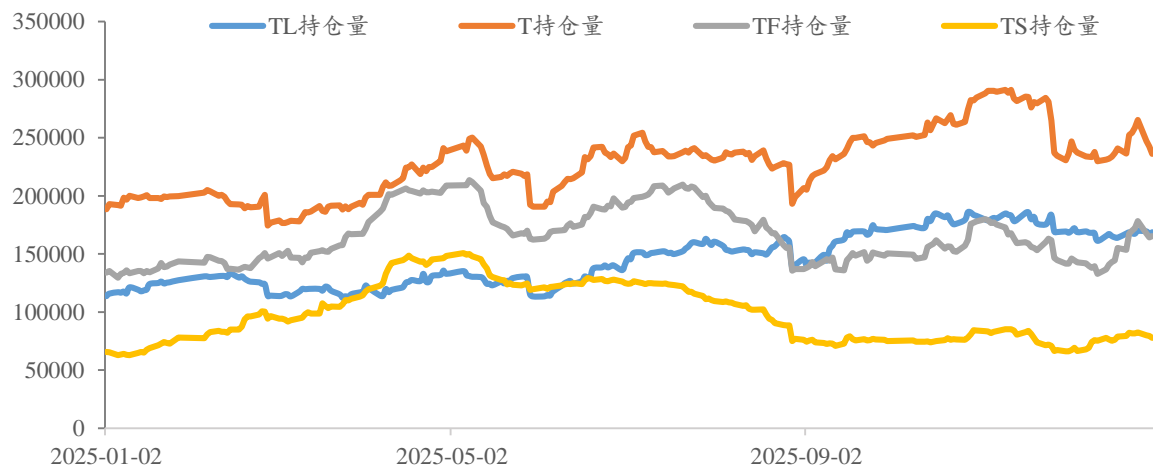
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

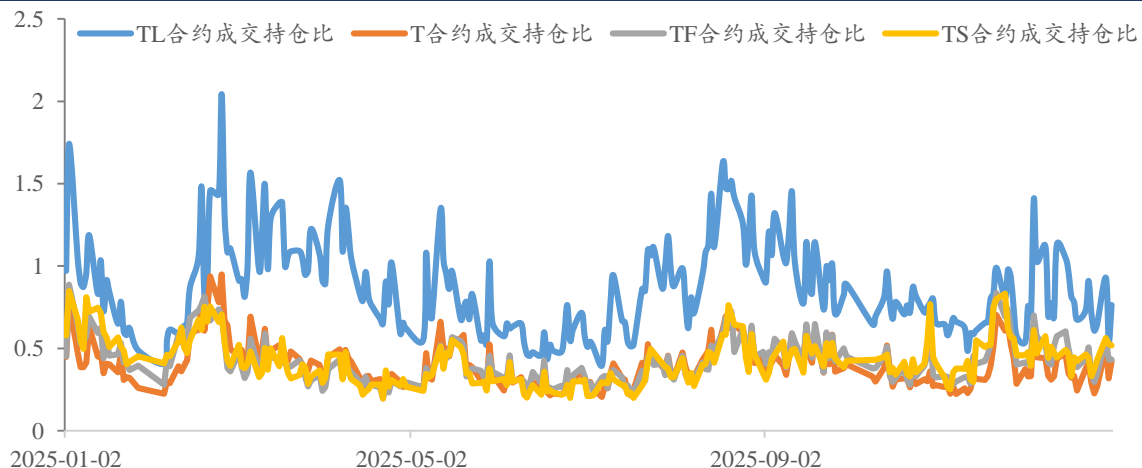


- 12月，30年期国债期货主力合约2603合约变化-2.66%至111.41，10年期国债期货主力合约2603变化-0.05%至107.86，5年期国债期货2603变化0.02%至105.76，2年期国债期货2603价格变化0.07%至102.454。

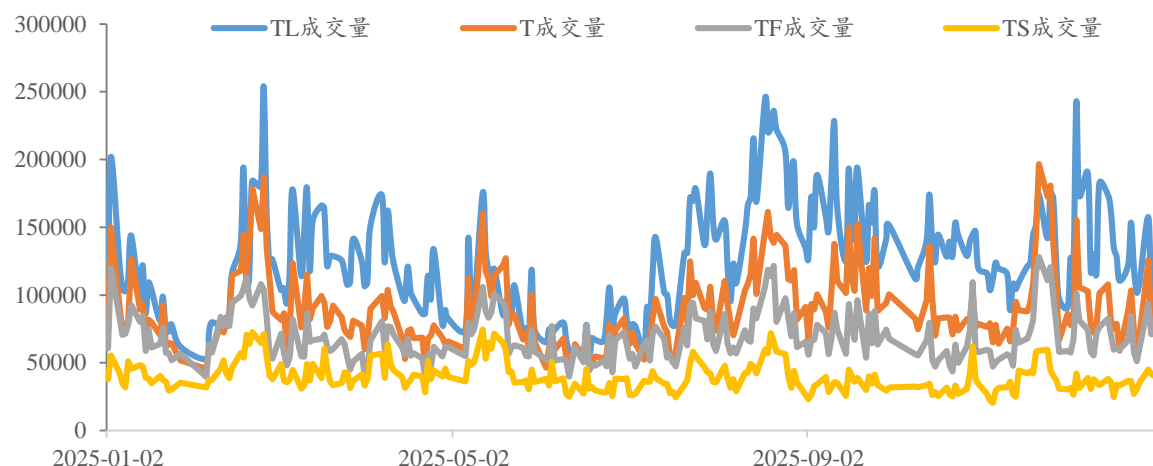
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交持仓比



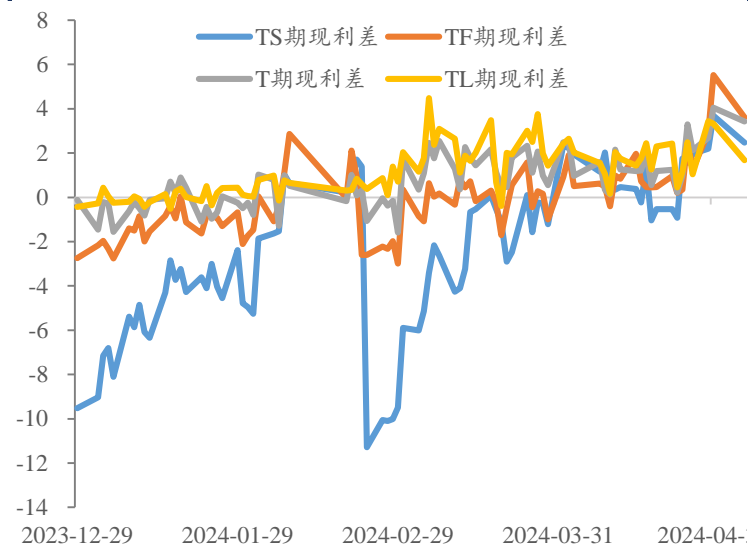
国债期货各品种成交量



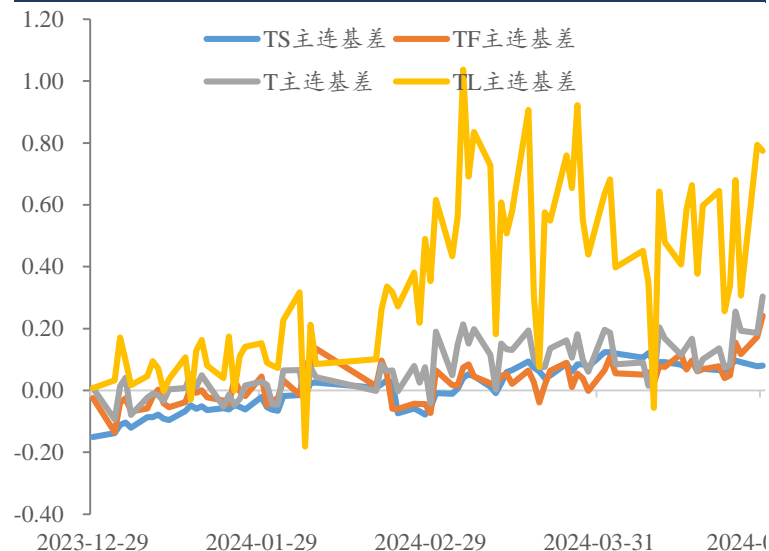
- 12月，成交量方面，30年期国债期货日均成交138,200手，较上月变化11945手，10年期国债期货日均成交88,630手，较上月变化-14188手，5年期国债期货日均成交手69,244手，较上月变化-5816手，2年期国债期货日均成交34,667手，较上月变化-2915手。除了TL合约成交上行，其他品种成交量均有下滑，投资者集中在30年上做波段交易。
- 持仓量方面，30年国债期货持仓量168,765手持仓，较上月变化-169手。10年期国债期货共有236,119手持仓，较上月变化1639手。5年期国债期货共有持165,360手，较上周变化20794手。2年期国债期货共有持77,627手，较上周变化10361手。12月短端品种持仓明显上升，超长端持仓略有下行，或指向投资者在30年上以短期交易快进快出为主，但是博弈资金利率下行短债走强的诉求上升。

国债期货期现指标

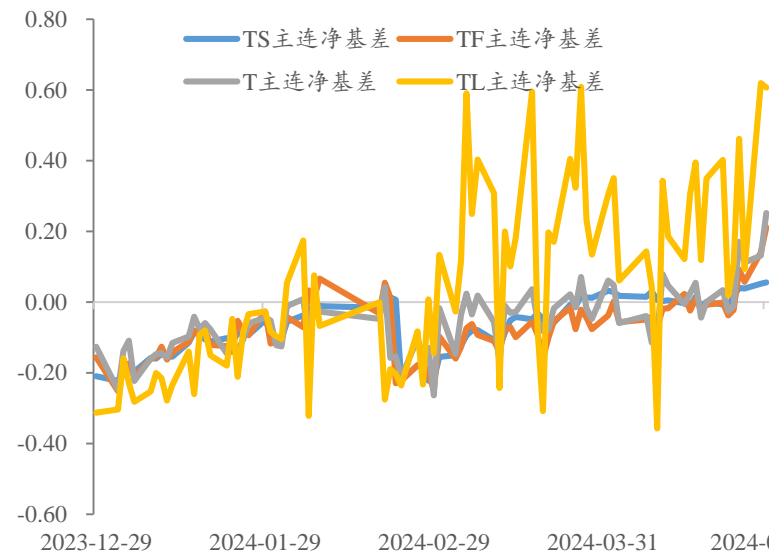
国债期货各品种期现利差



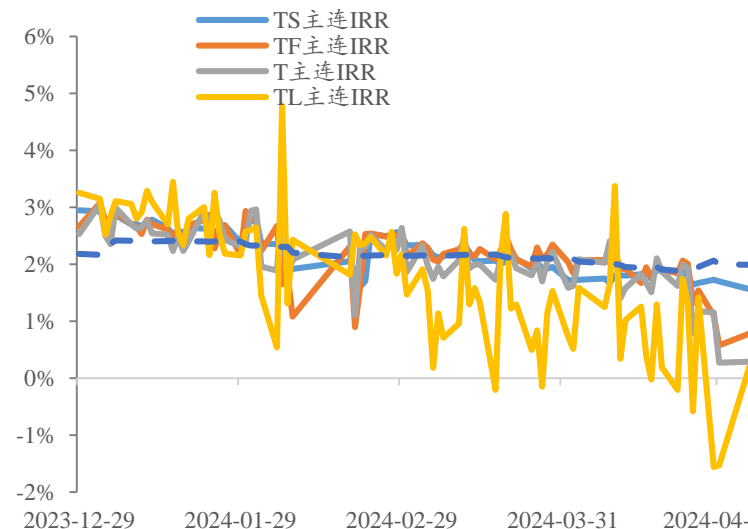
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



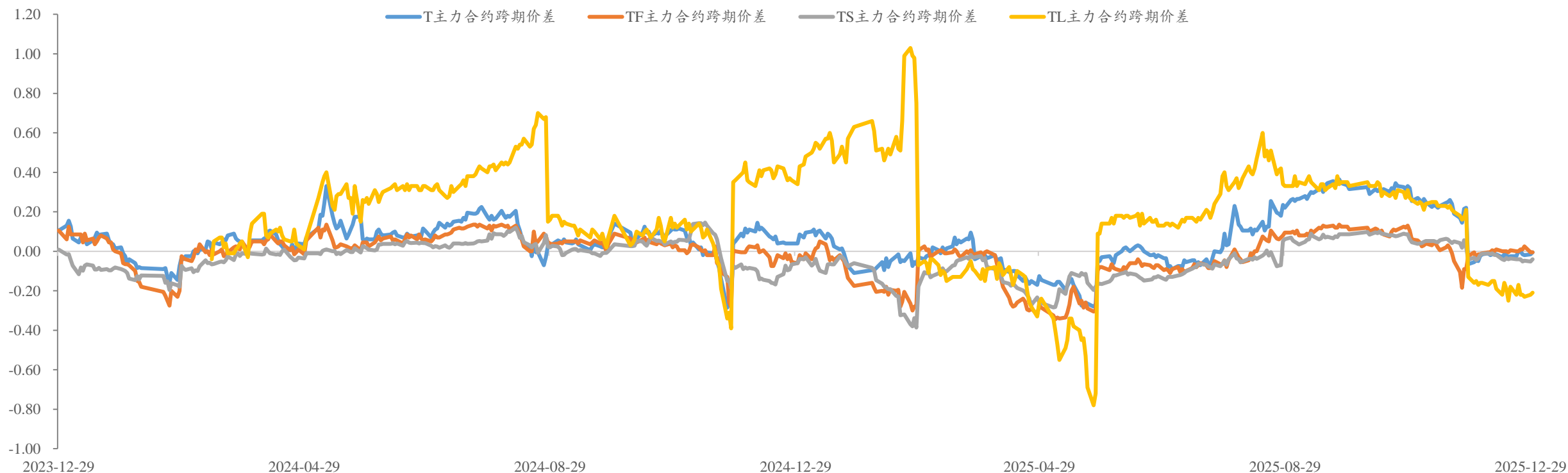
国债期货各品种主连IRR



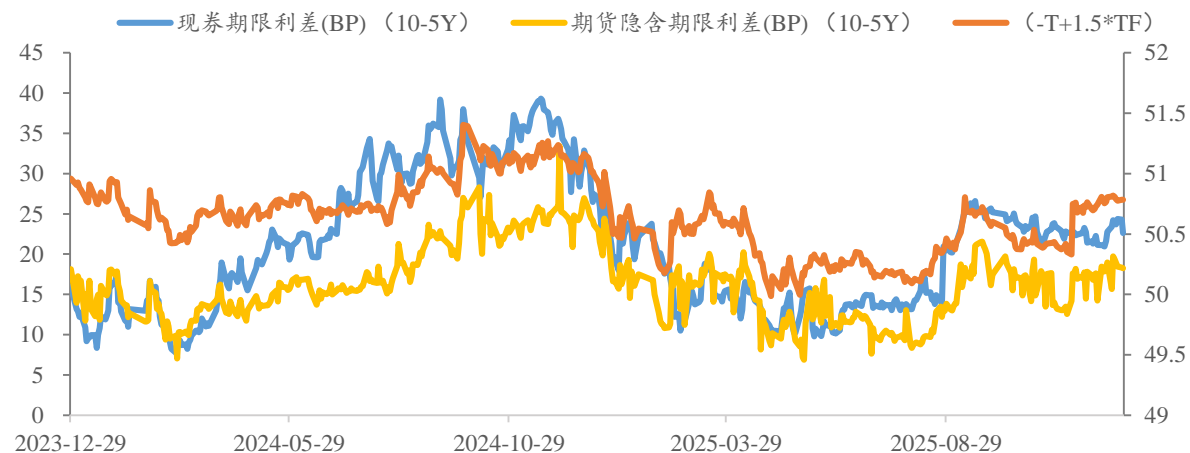
- 最新值，TL2603、T2603、TF2603、TS2603基差分别为0.3、0.07、-0.07、-0.03；隐含利差分别为0.64BP、0.76BP、-1.23BP、-3.28BP。
- 各品种IRR分别为1.81%、1.43%、1.79%、1.58%。目前各品种基差、净基差和隐含利差均处于历史偏低位，其中尤其TS、TF合约基差水平偏低，指向投资者博弈资金宽松的短债走强的情绪较强，可以考虑参与短端的正套策略。

- 12月跨期价差2603-2606，上月TL、T、TF、TS合约跨期价差分别变化-0.08、0.06、0.02、0，只有TL合约跨期价差下行，其他品种略上行或保持不变。12月并非移仓换月的月份，整体跨期价差的波动比较小。

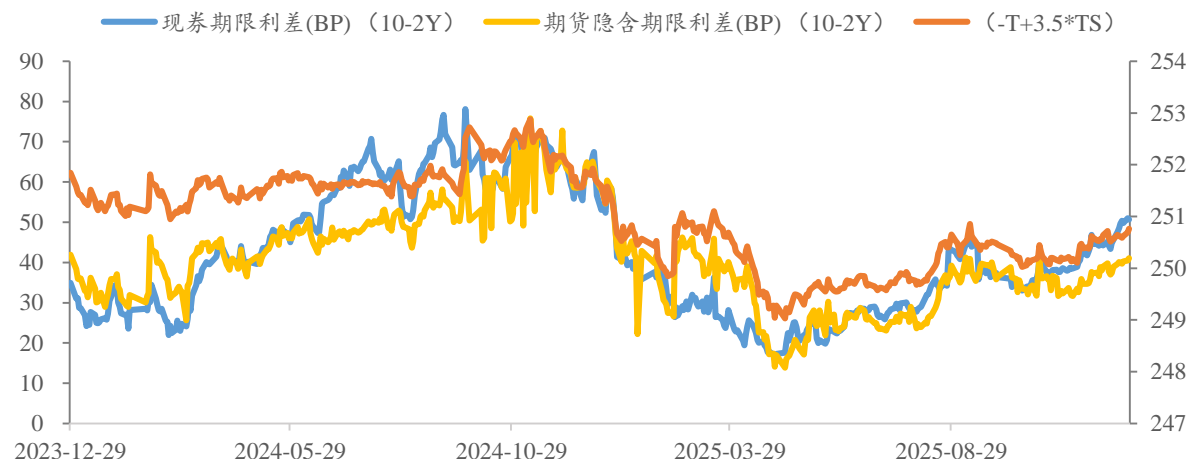
国债期货各品种跨期价差



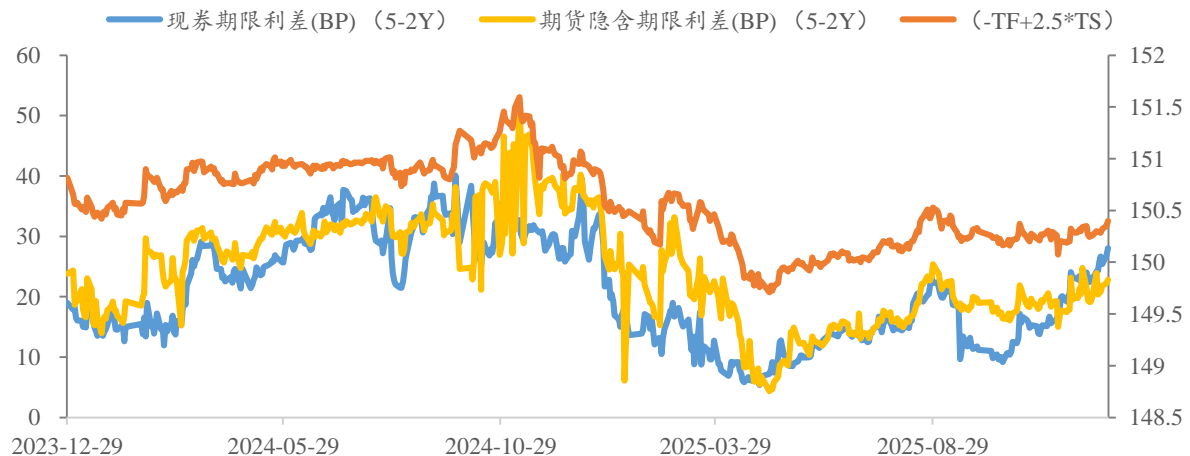
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

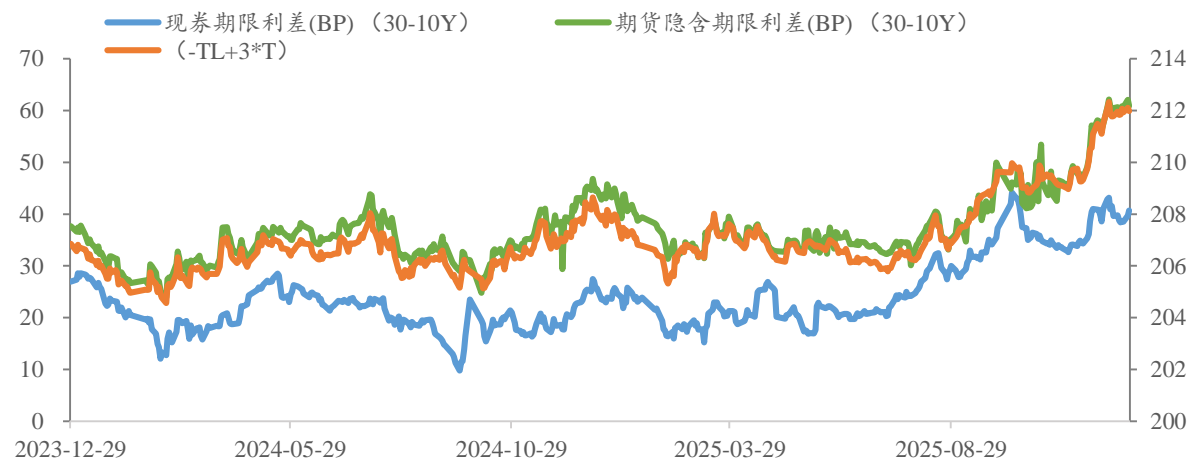


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

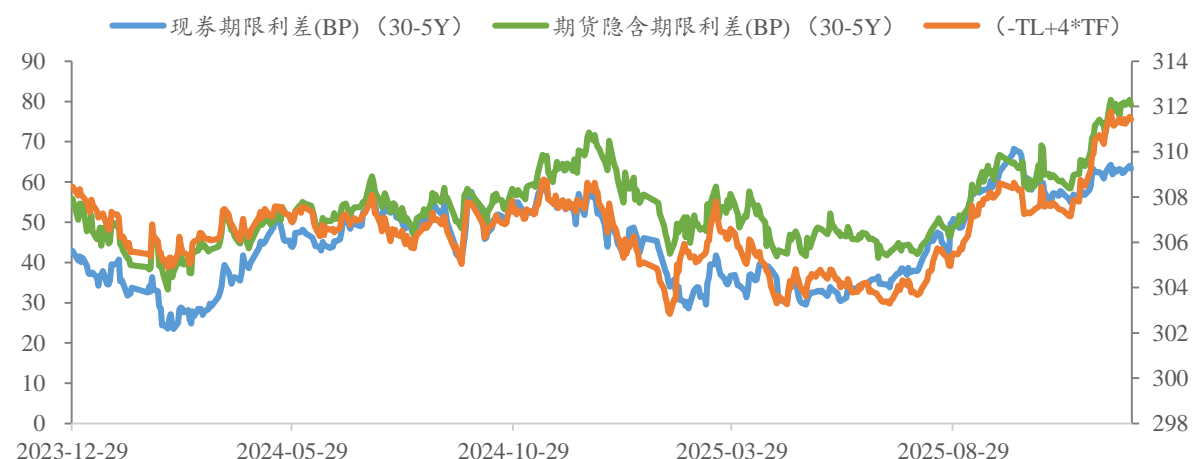


□ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到41.04BP，较上周变化0.97BP，10-5Y利差达到18.24BP，较上周变化-1.47BP，5-2Y利差达到22.8BP，较上周变化2.44BP。

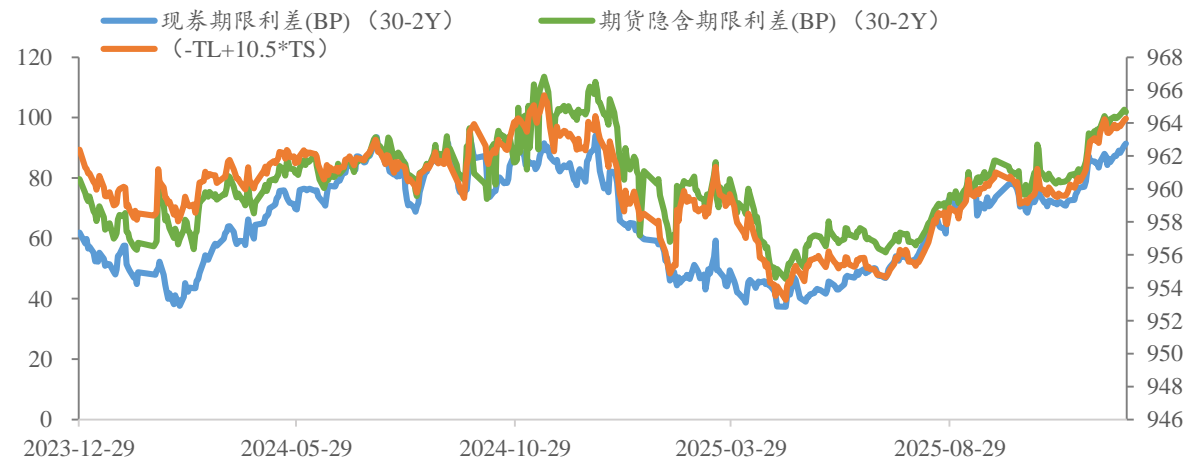
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



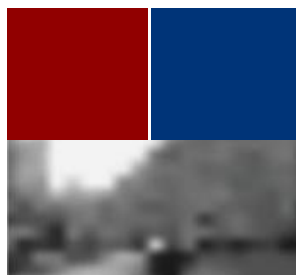
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



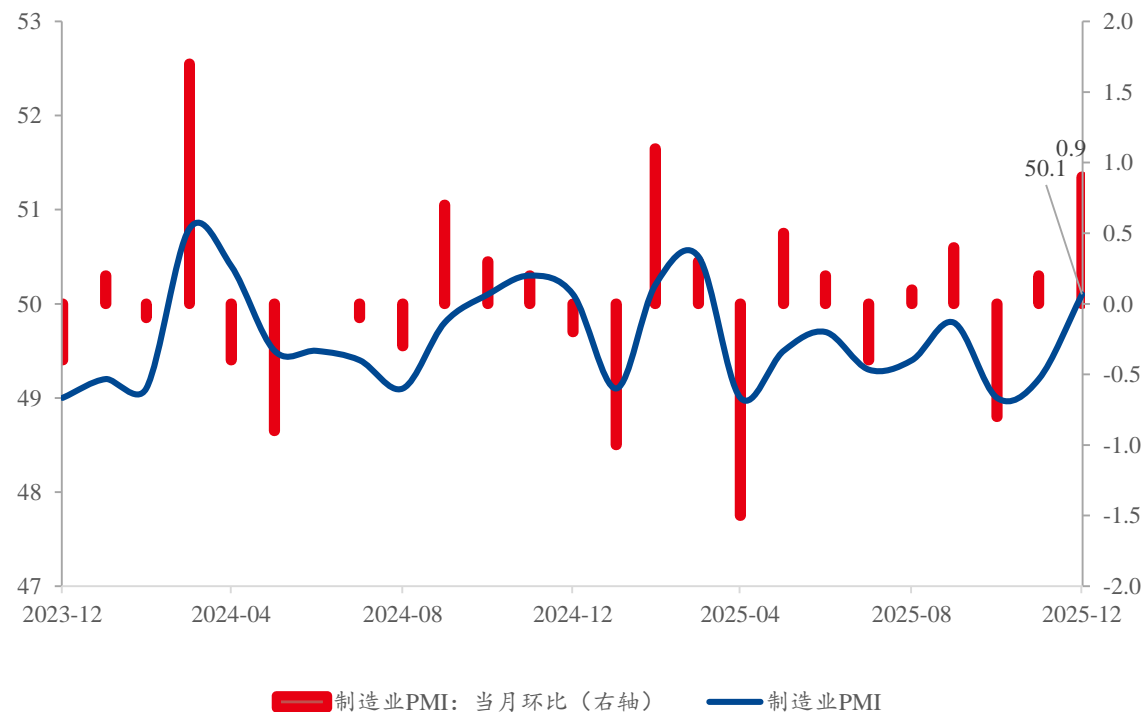
- 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到60.88BP，较上周变化1.21BP，30-5Y利差达到79.12BP，较上周变化-0.26BP，30-2Y利差达到101.92BP，较上周变化2.18BP。
- 全月来看，整体收益率曲线继续走陡，在国债期货上尤其是TL与其他品种隐含利差上行幅度更大，且明显大于30年活跃券与其他品种上行幅度，TL合约上交易性空头力量较强，年末调整幅度更大，TL合约CTD券为30年老券，在回调中跌幅也明显大于同期限活跃券。



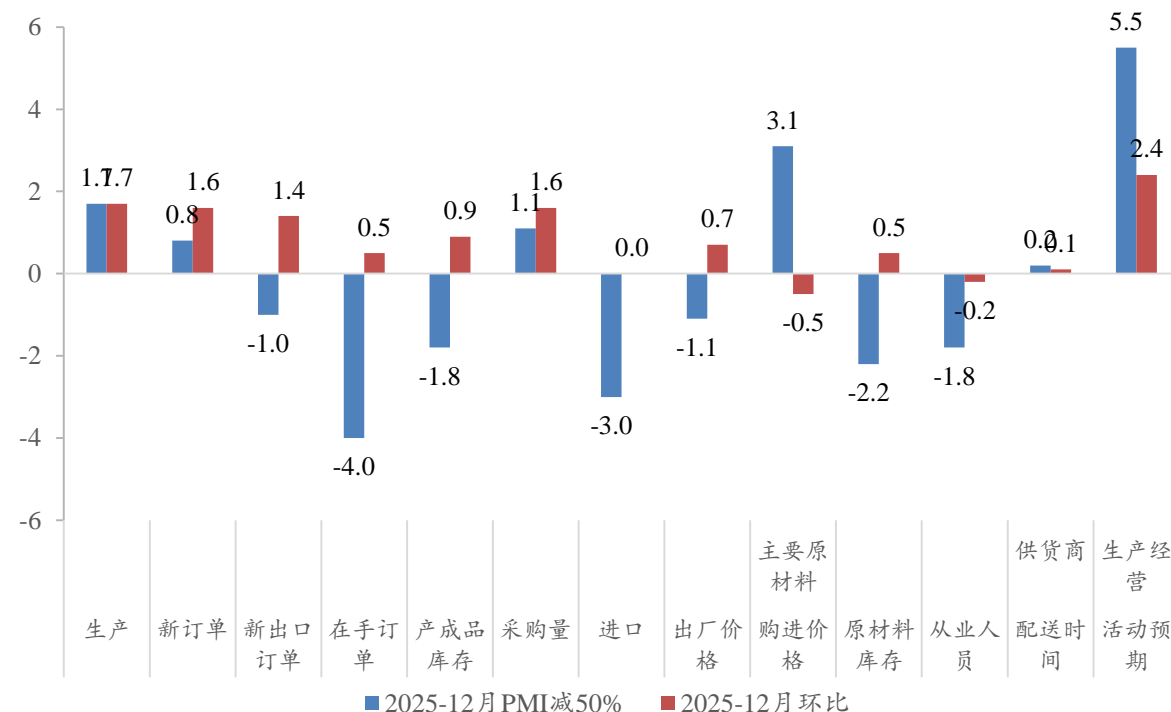
三、宏观经济展望与政策跟踪

12月制造业PMI指数录得50.1%，前值49.2%；非制造业商务活动指数录得50.2%，前值59.5%；综合PMI产出指数录得50.7%，前值49.7%。主要分项来看，生产指数录得51.7%，新订单指数录得50.8%，原材料库存指数录得47.8%，从业人员指数录得48.2%，供货商配送时间指数录得50.2%。其中供需两端均有好转，生产、新订单、新出口订单环比均有1.4%-1.7%的回升，体现供需同步回升，采购量也有所上行回到荣枯线以上。价格指标方面，出厂价格指数环比上升0.7%，原材料购进价格环比下行，但是在荣枯线上方，且产成品库存指数环比上行，或体现了需求端的好转。生产经营活动预期有大幅好转，为开门红奠定基础。

制造业PMI及当月环比变化(%)

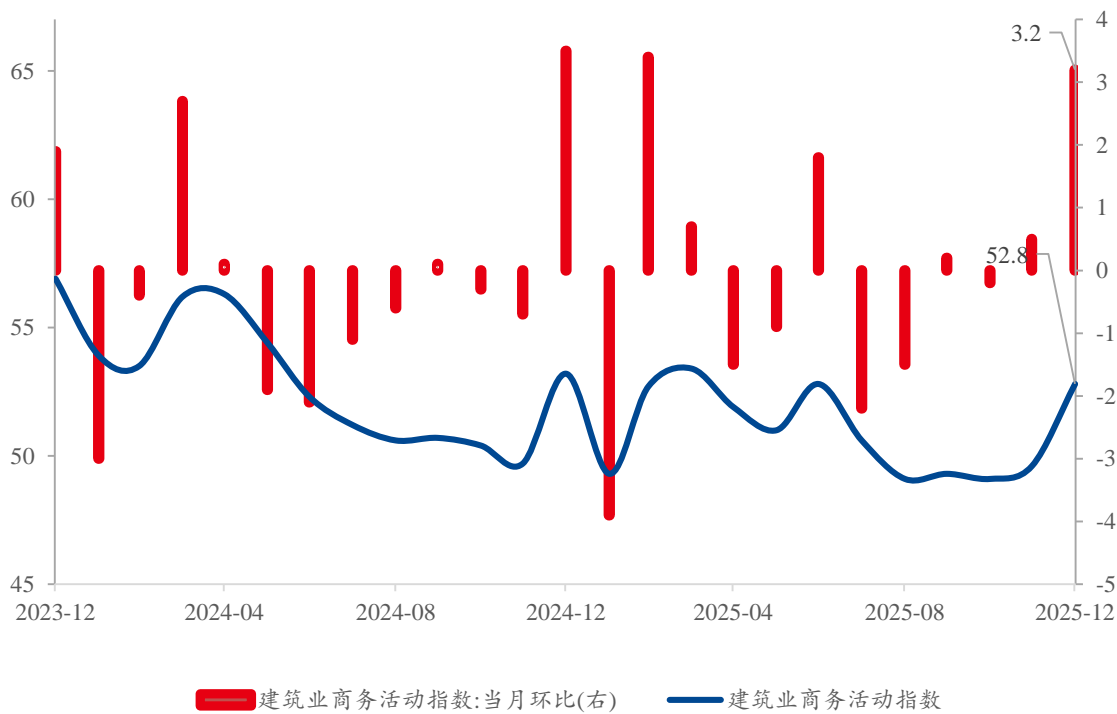


制造业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

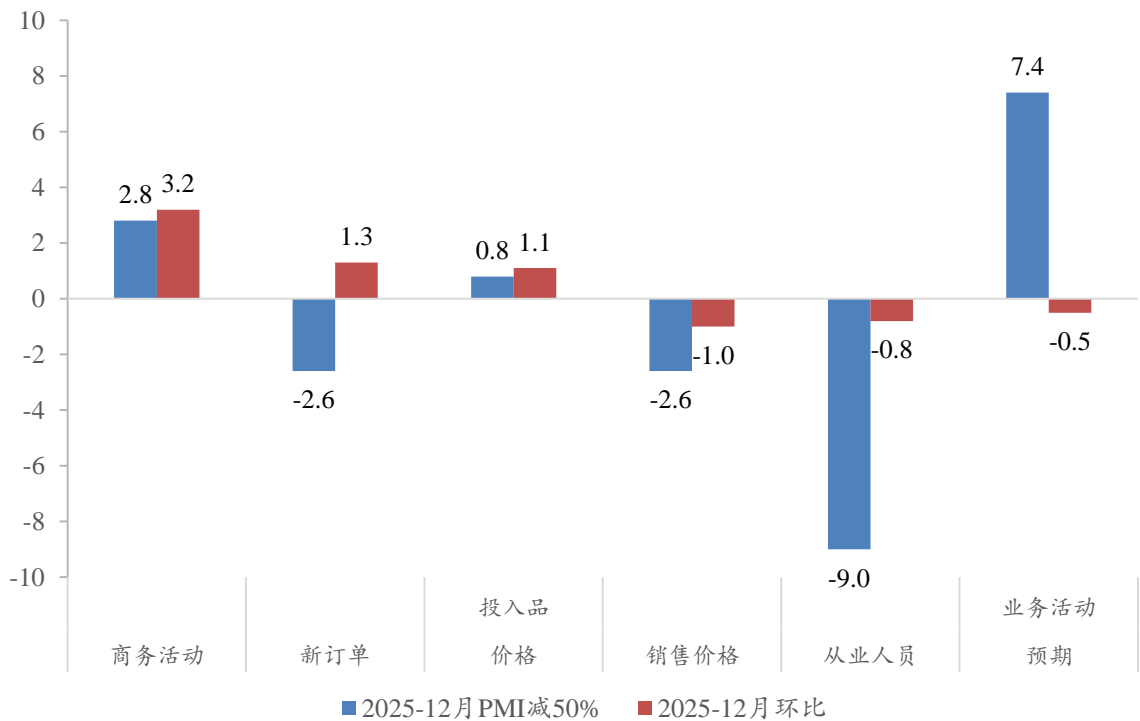


■ 建筑业PMI回升，新订单指数环比回升1.3%至47.4%，商务活动指数和业务活动预期偏高，可能与一季度开门红预期、两重资金提前下达，以及四季度存量的政策性金融工具对12月至明年初的基建开工起到拉动作用有关，预期撬动相关投资。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

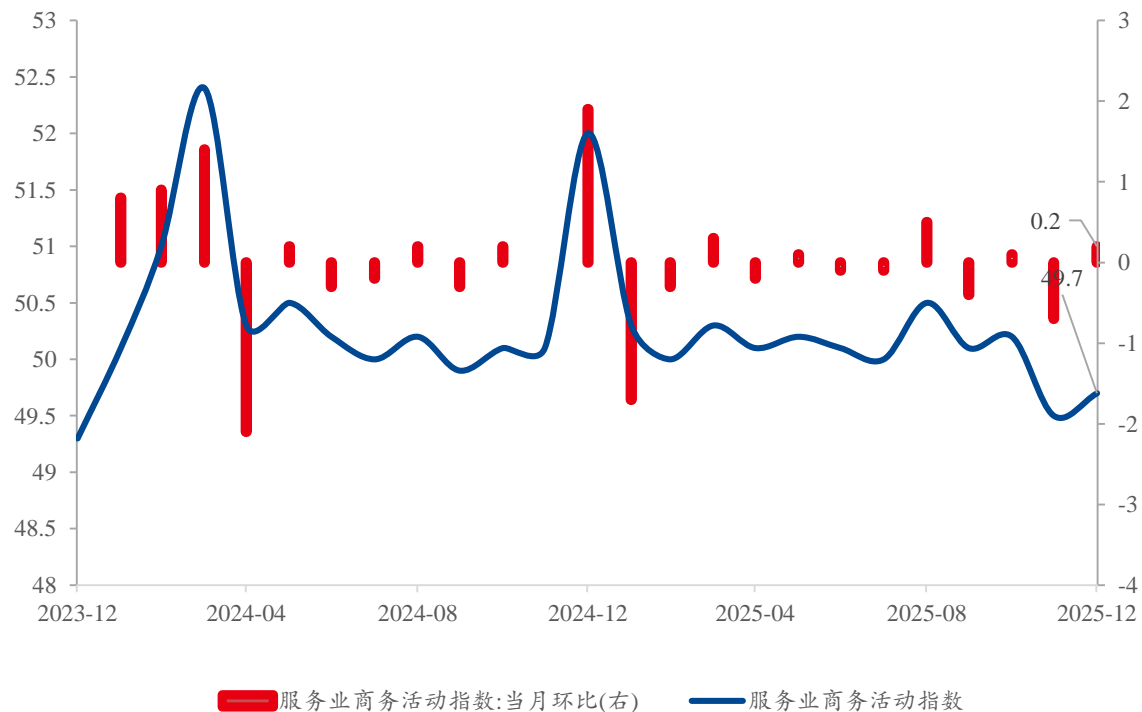


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)

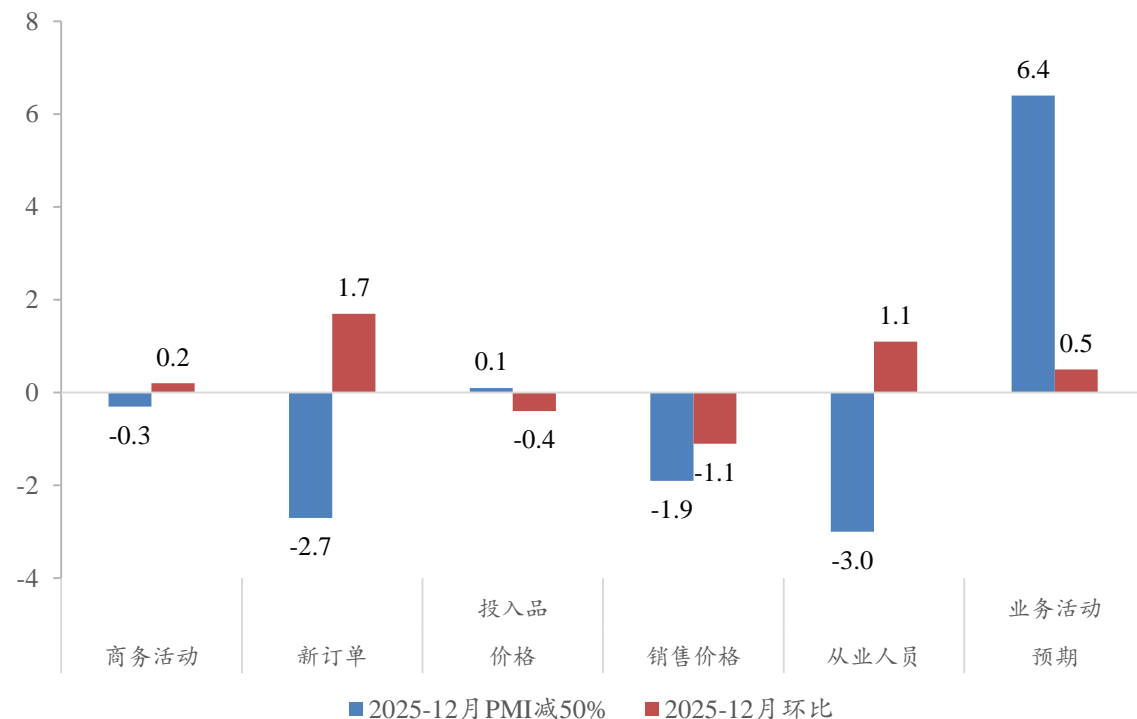


□ 服务业PMI环比回升0.2%至49.7%，仍处于荣枯线下方。

服务业PMI及当月环比变化(%)

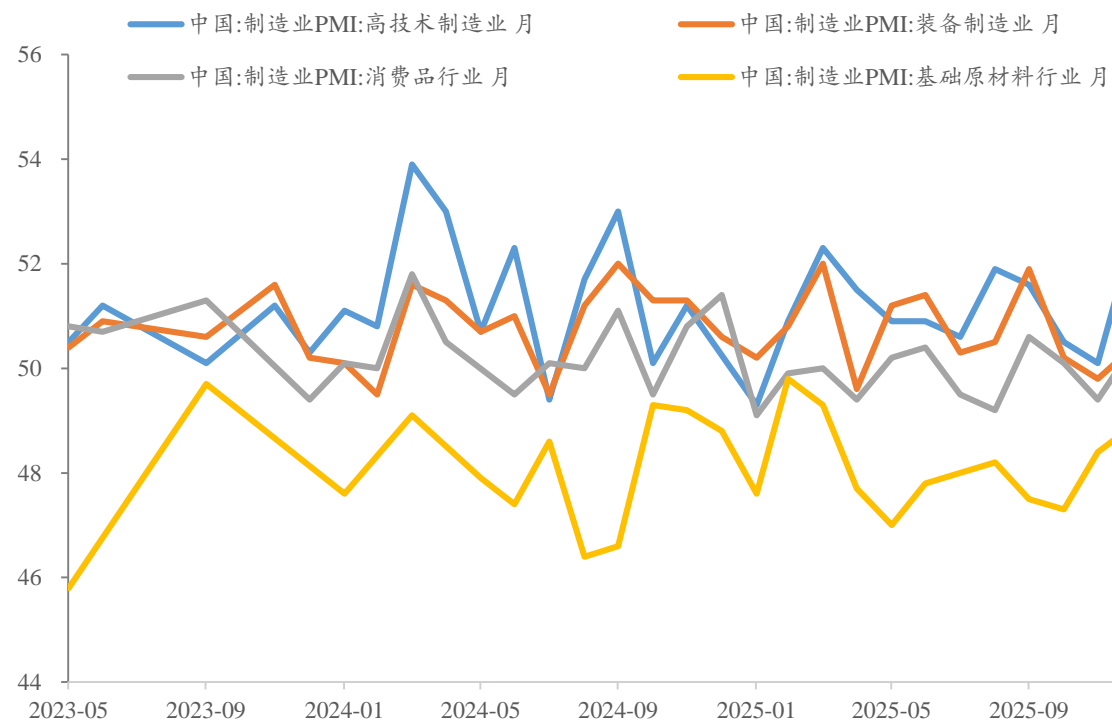


服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

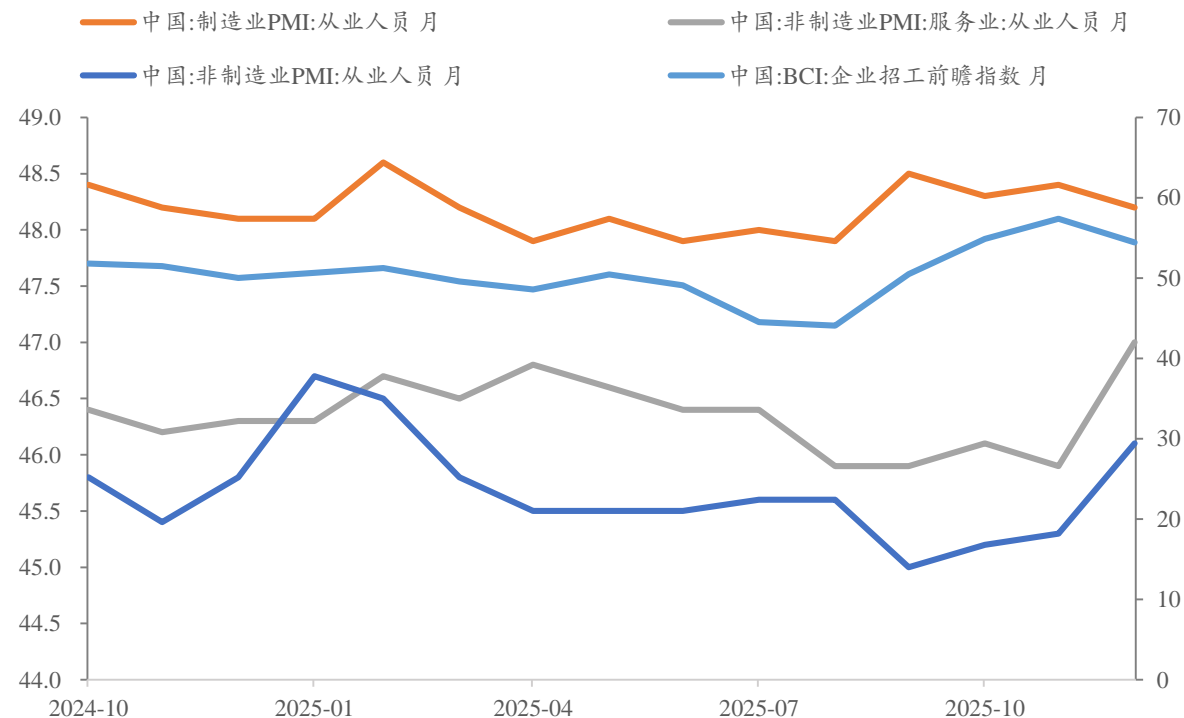


- 高技术制造业PMI在12月回升幅度最大，消费品行业、装备制造和基础原材料行业也有小幅回升。
- 就业指标方面，12月制造业从业人员分项指标下滑，非制造业从业人员分项回升。

分行业PMI

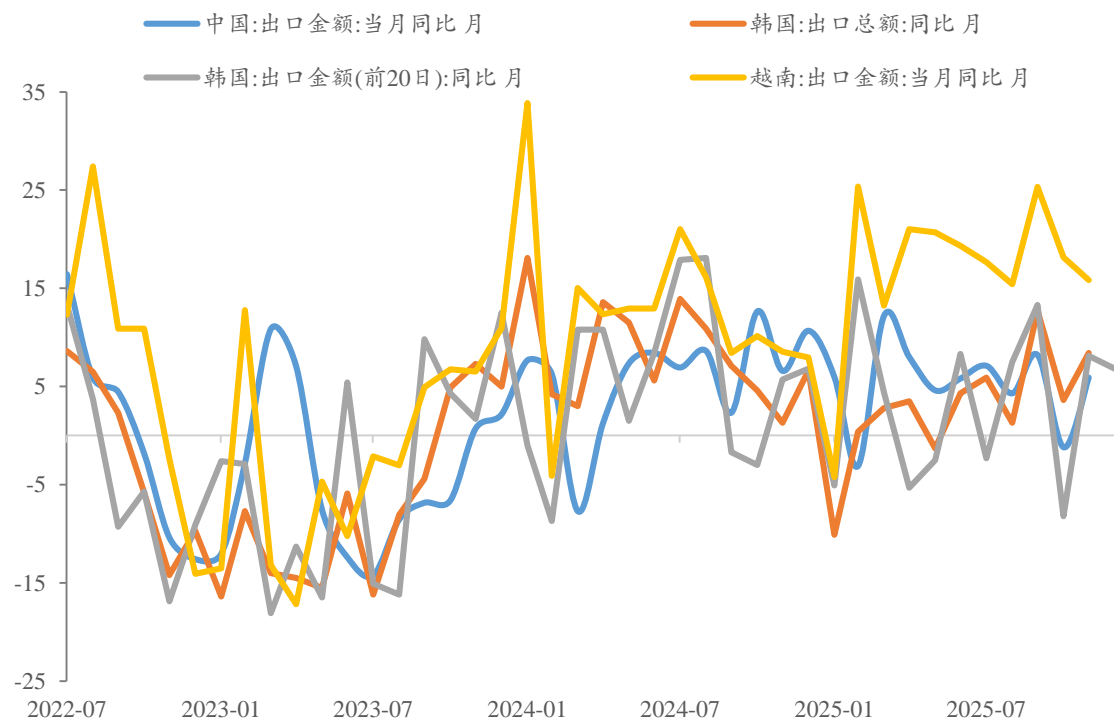


就业指标

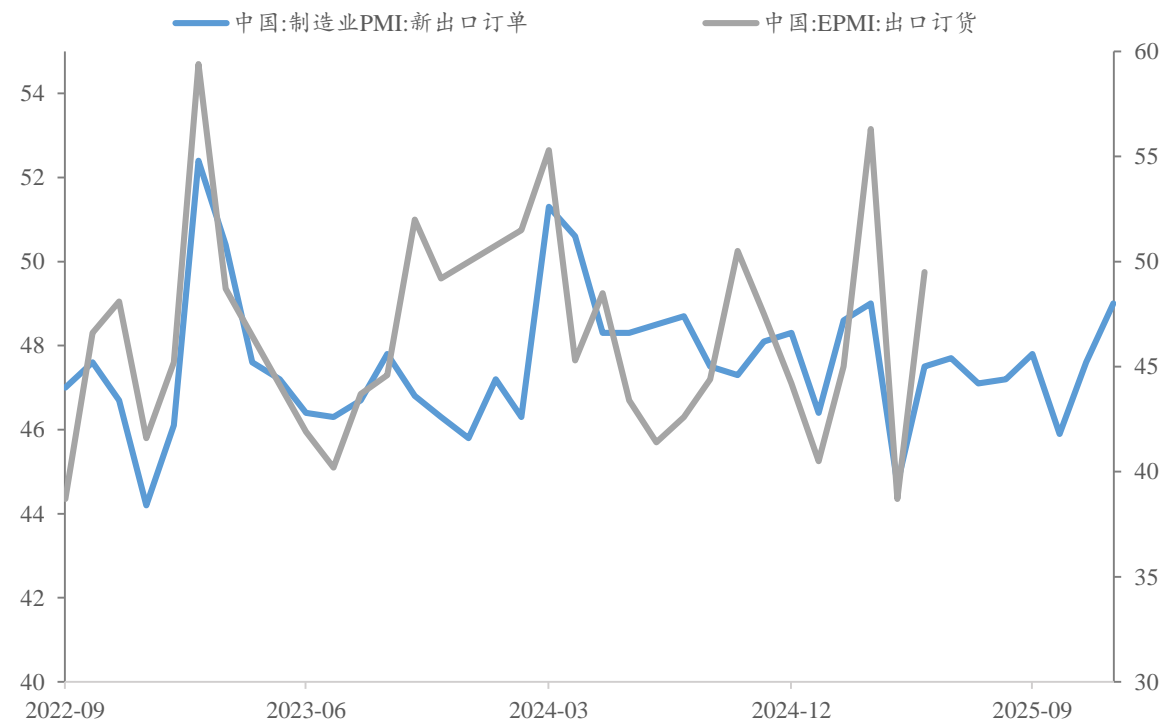


- 11月韩国前20日出口同比8.2%，较上月-8.2%回升。
- 11月韩国出口同比8.4%，较上月3.6%回升。
- 11月越南出口同比15.83%，较上个月的18.16%回落。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

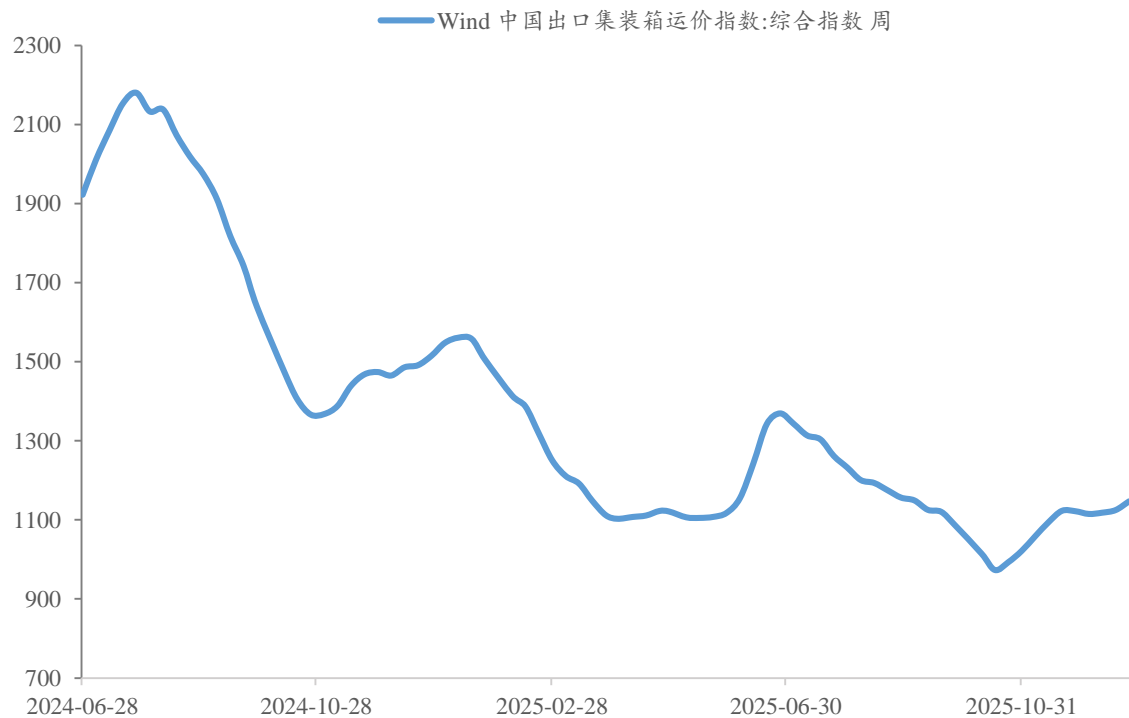


PMI、EPMI 出口订单指数

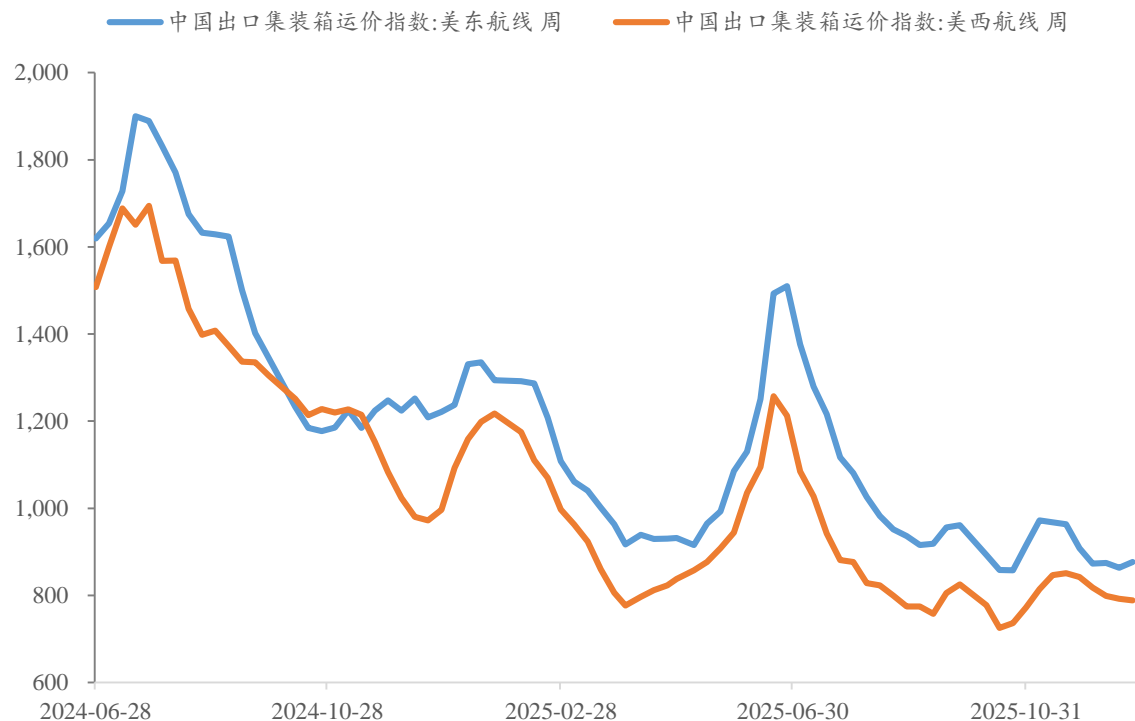


- 12月出口集装箱运价指数环比2.45%，进入12月运价有所回升。
- 12月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-8.5%、-4.67%，整体运价增速转负。

中国出口集装箱运价指数

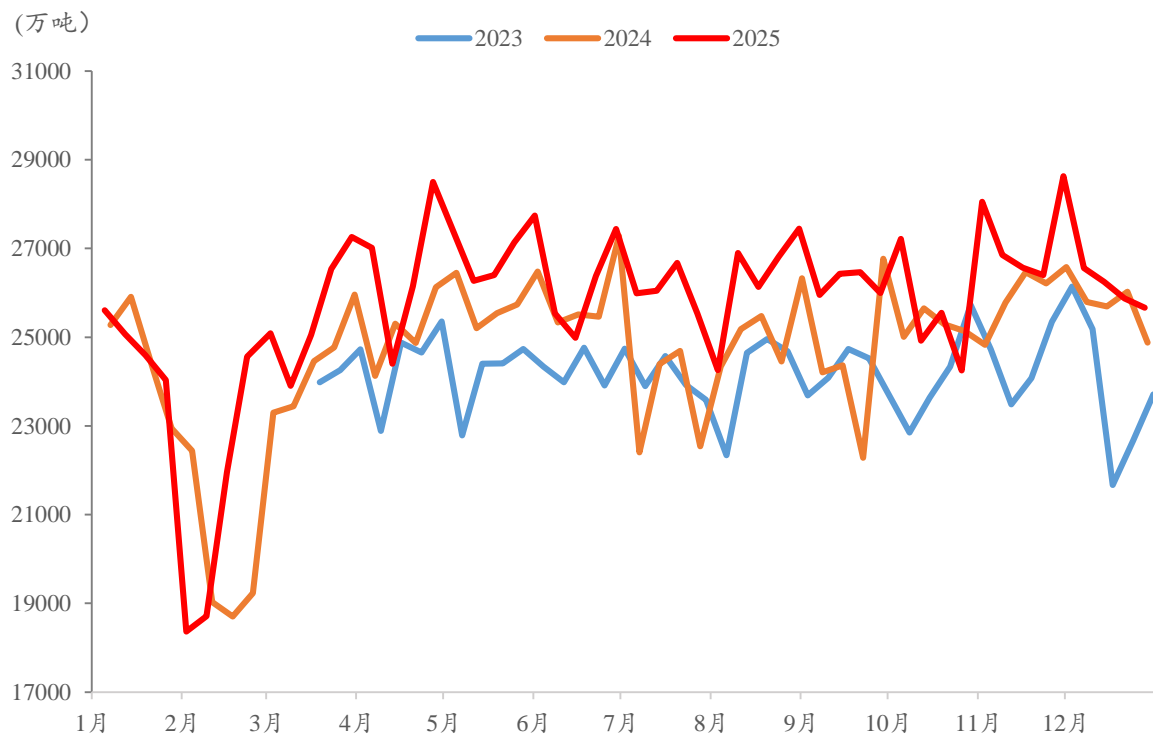


美西航线&美东航线集装箱运价指数

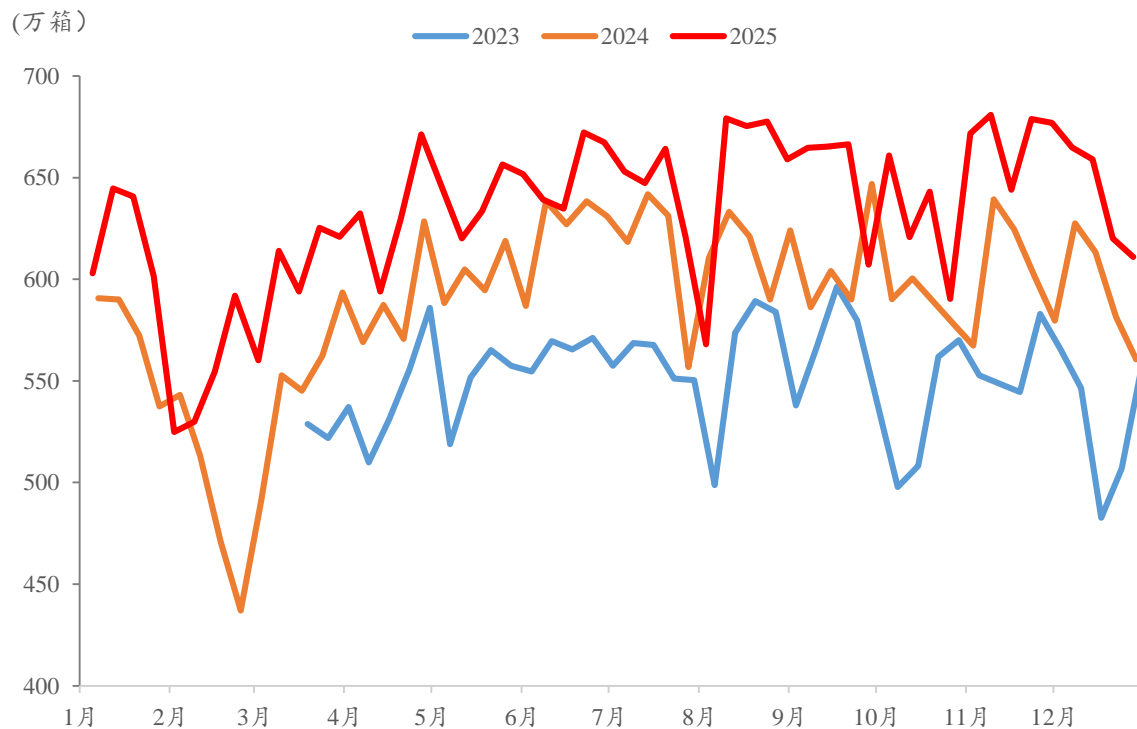


- 从港口吞吐量来看，12月同比维持正值。
- 12月货物吞吐量周度均值为26083万吨，同比增长1.13%，较上月增速5.72%回落。
- 12月集装箱吞吐量周度均值638万箱，同比增长7.79%，较上月增速10.24%回落。

中国港口货物吞吐量（万吨）

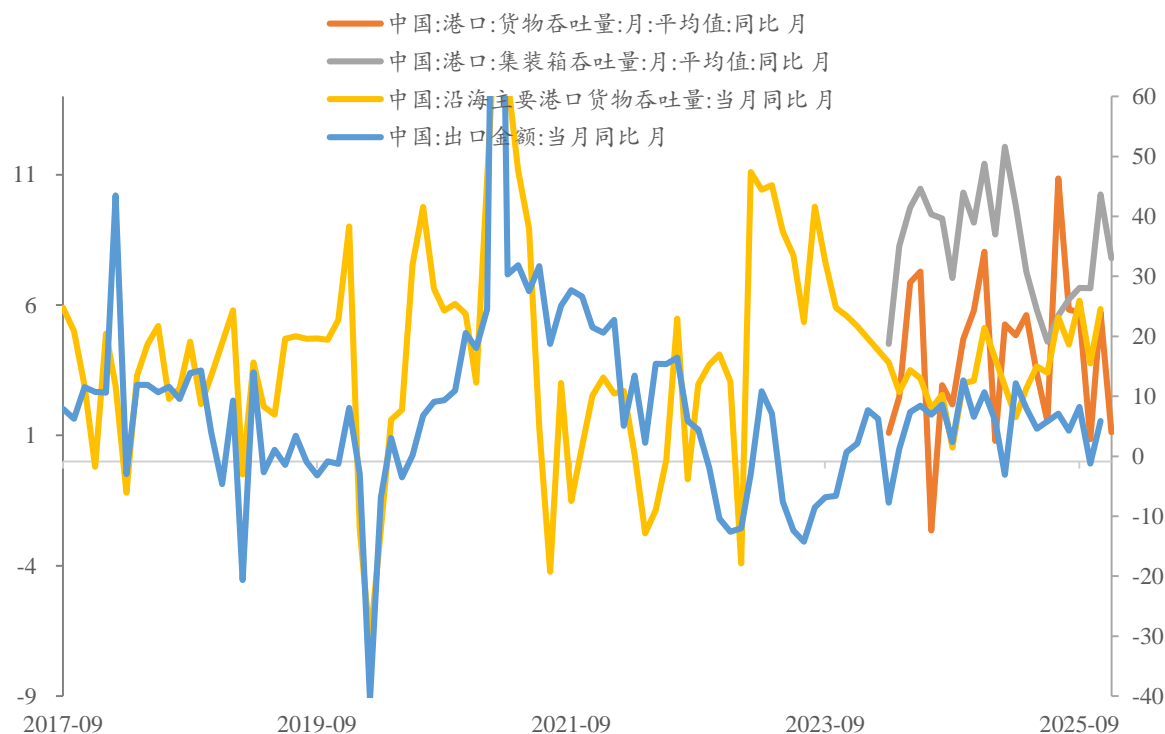


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

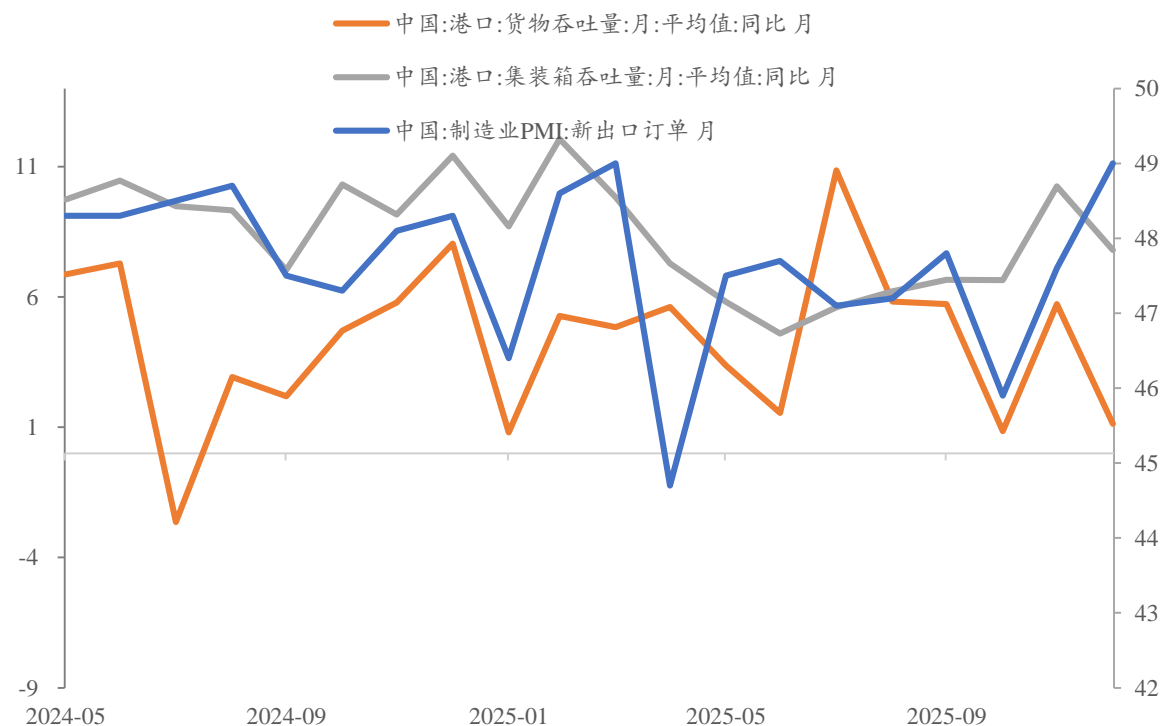


- 长周期来看，沿海主要港口货1.13%、 7.79%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期，美国对华关税下调10%，贸易不确定性降低。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性

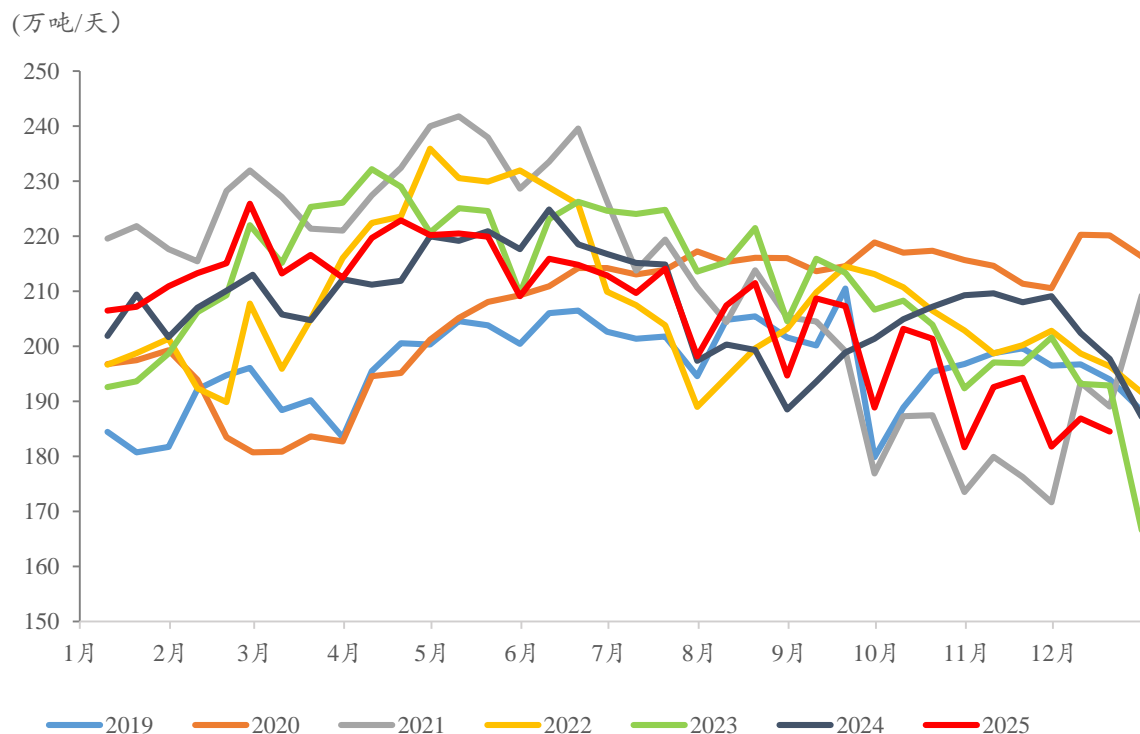


港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比

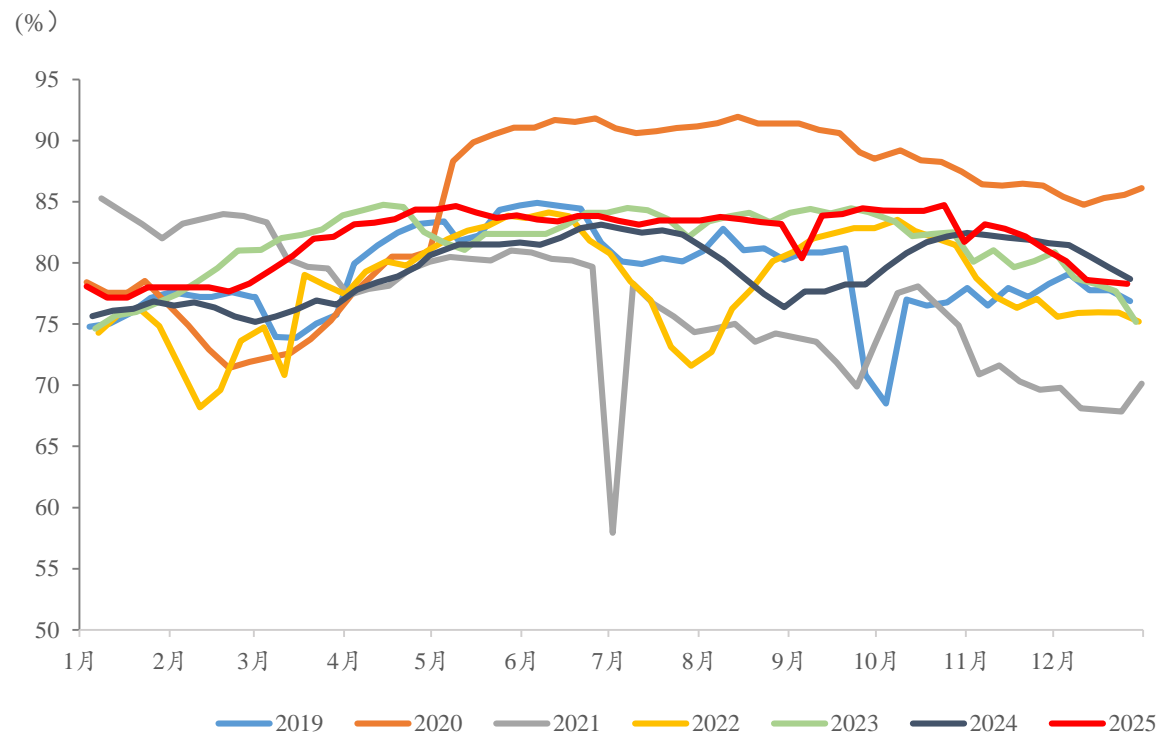


- 12月粗钢产量均值185.7万吨/天，同比增速-5.14%，环比增速-2.04%，整体处于历史同期中性偏低位置，同环比降幅收窄。
- 12月高炉开工率均值78.8%，同比增速-1.49%，环比增速-4.16%，高炉开工率处于历史偏高位，同环比增速回落。

粗钢：日均产量：万吨/天

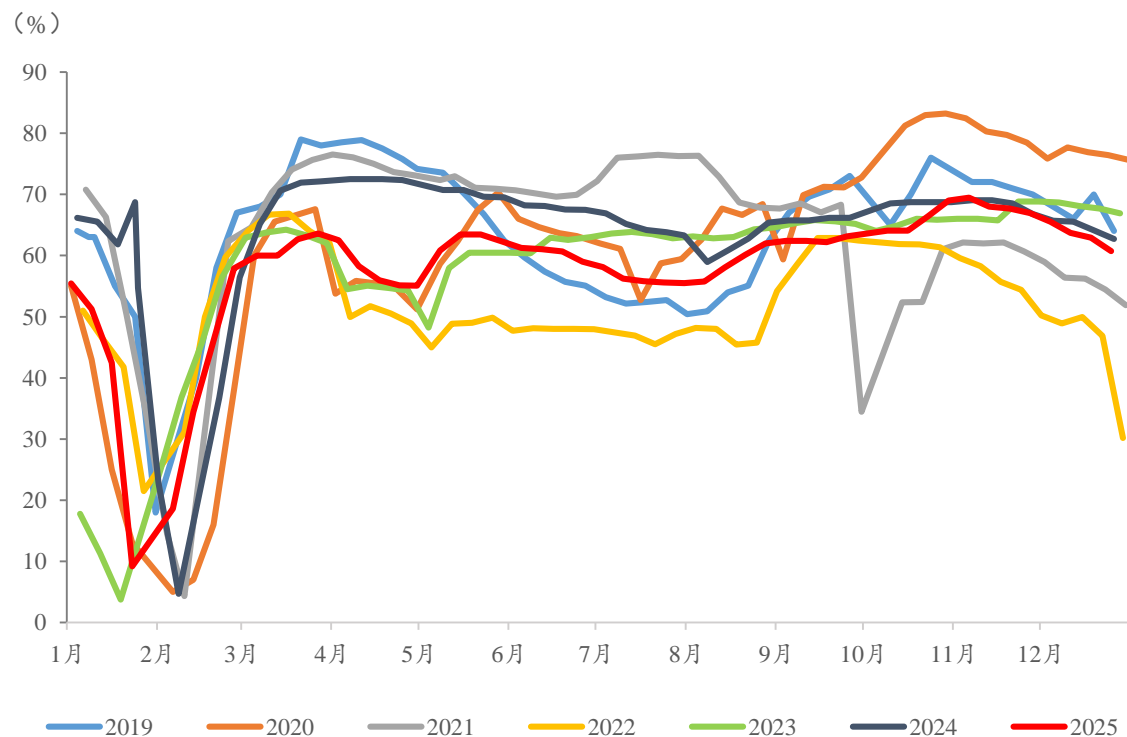


高炉开工率：全国：当周值 (%)

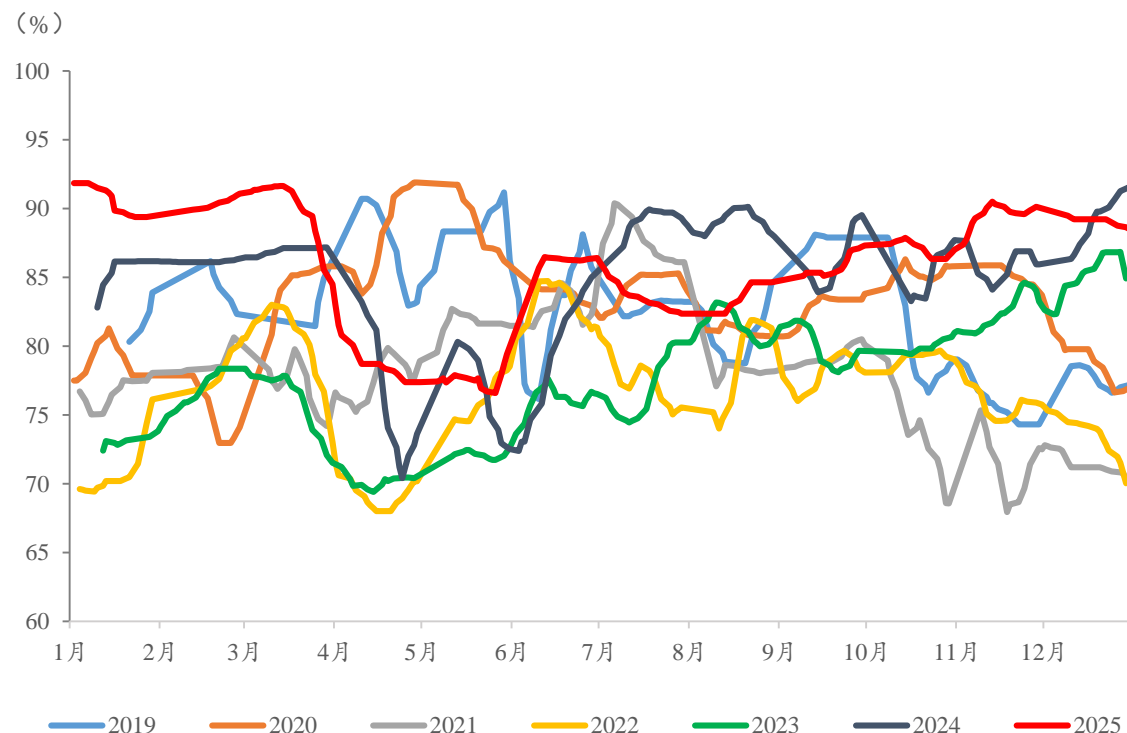


- 12月织机开工率均值63.2%，环比增速-7.08%，同比增速-2.05%，同环比增速均有回落，织机开工率目前处于季节性中性位置。
- 12月PX开工率均值89.07%，环比增速-0.97%，同比增速-0.3%，同环比增速均有回落，当前开工率处于季节性高位位置。

织机开工率：江浙地区（%）

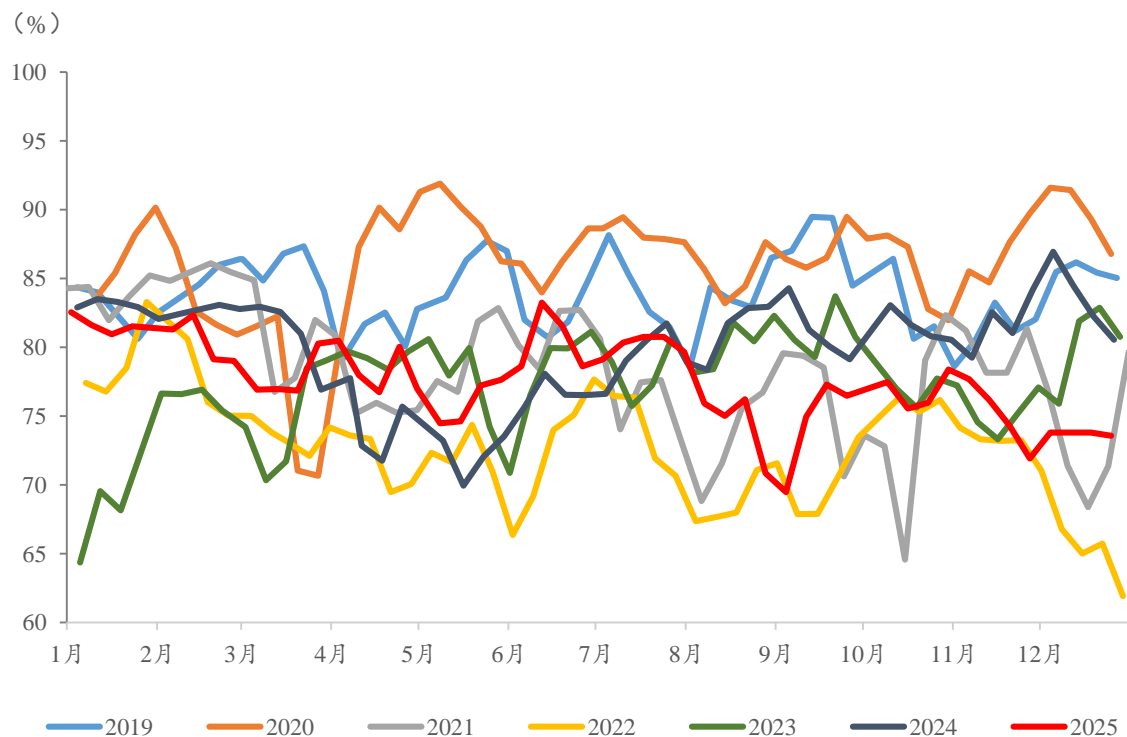


PX开工率：全国（7DMA, %）

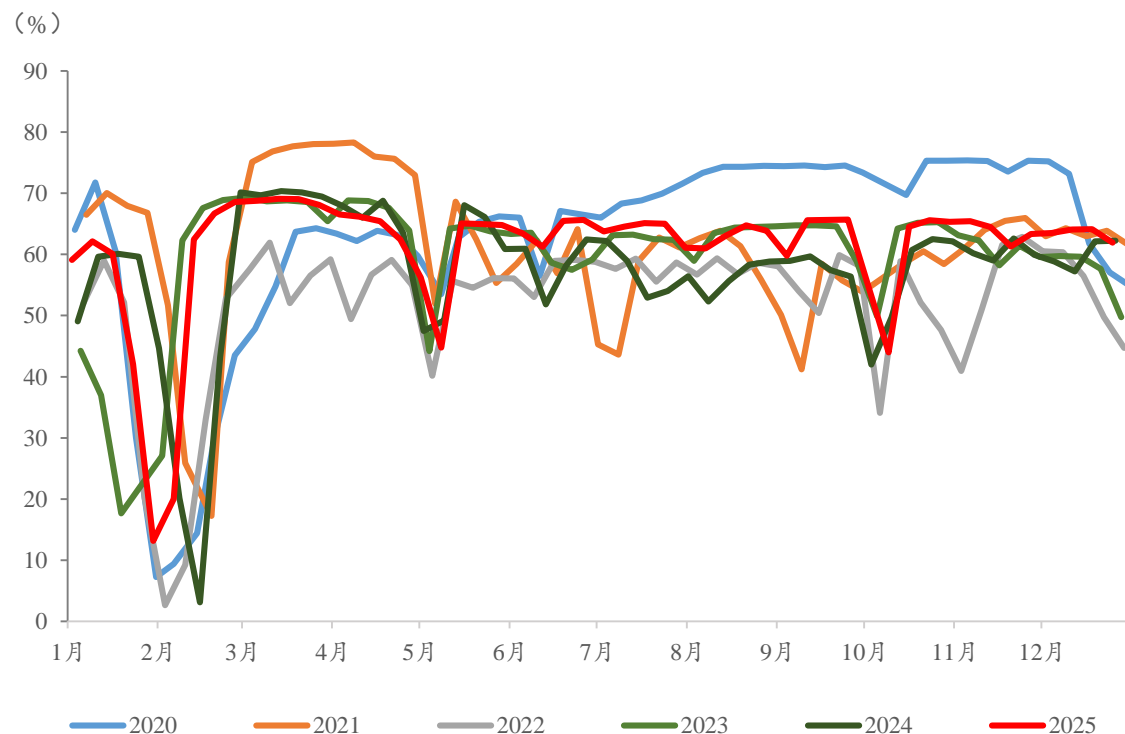


- 12月PTA开工率均值73.75%，环比增速-1.69%，同比增速-11.72%，较上期环比降幅收窄、同比降幅阔大，开工率绝对值处于历史中性偏低位置。
- 12月全钢胎开工率均值63.42%，环比增速-0.37%，同比历史同期增速5.49%，较上月环比转负增，同比增速回升，当前开工率绝对值处在历史中性偏高区间。

PTA开工率：全国（%）

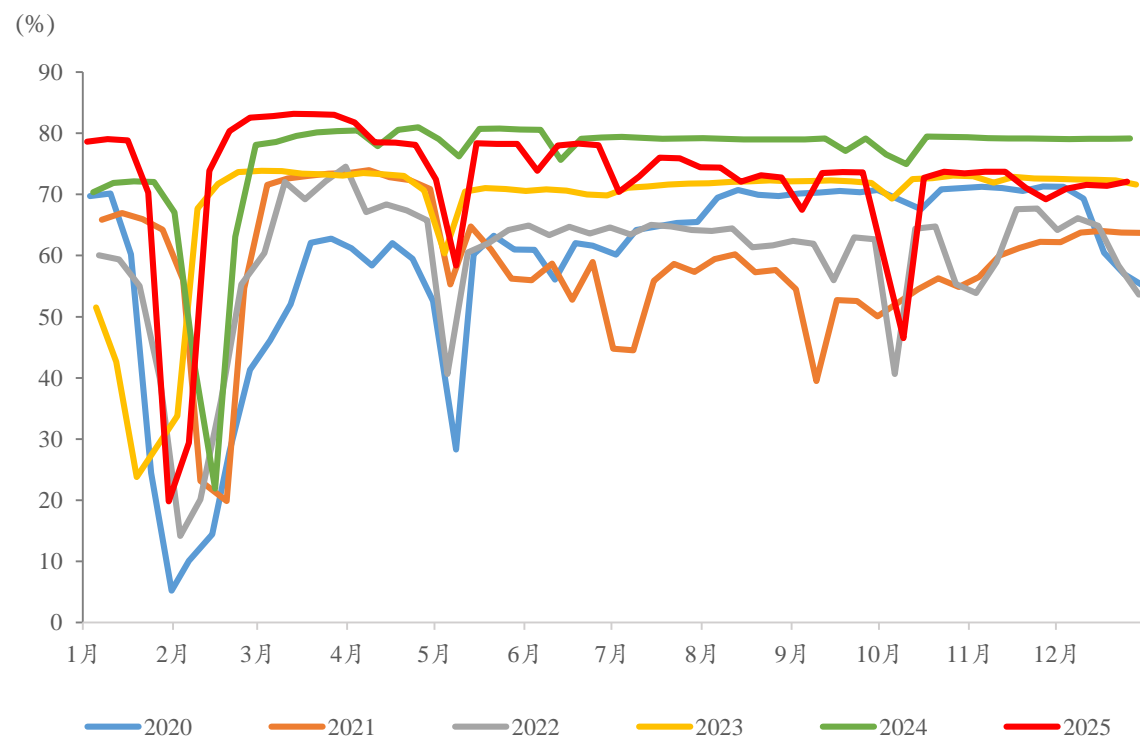


全钢胎开工率：全国（%）



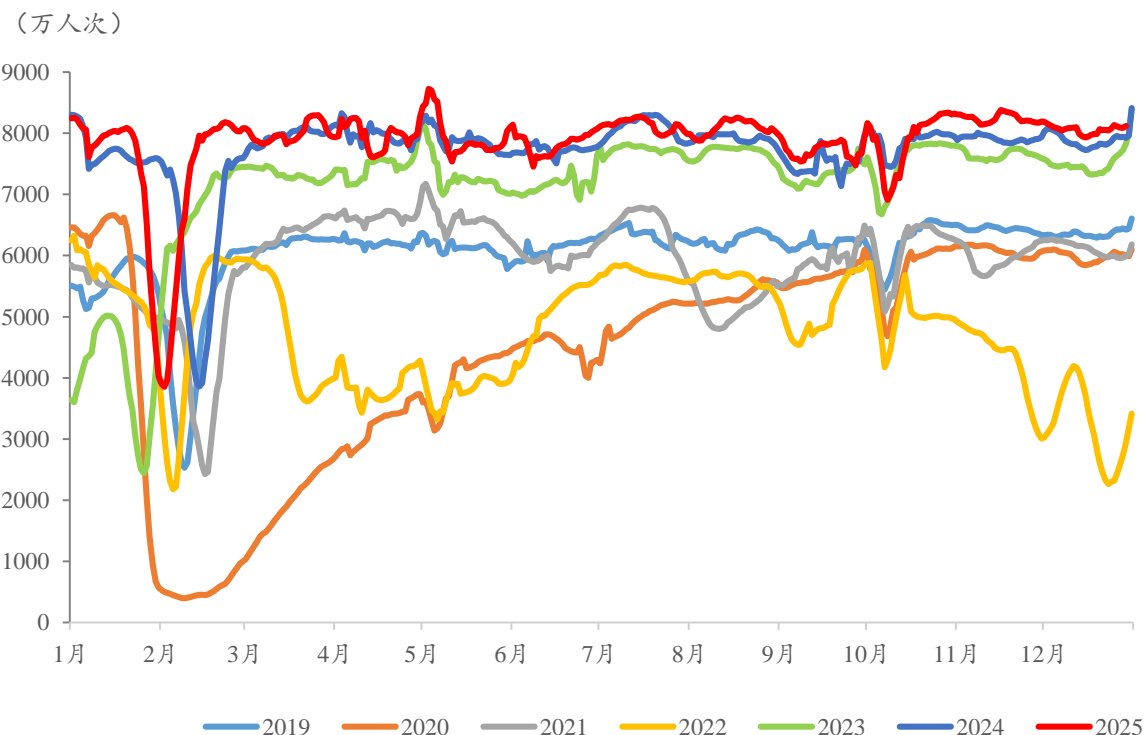
- 11月半钢胎开工率均值71.48%，环比增速-0.58%，同比增速-9.61%，较上月同环比增速回落至负值，同比增速降幅略微有所扩大，当前开工率绝对值仍处在历史中性略偏高位。

半钢胎开工率：全国（%）

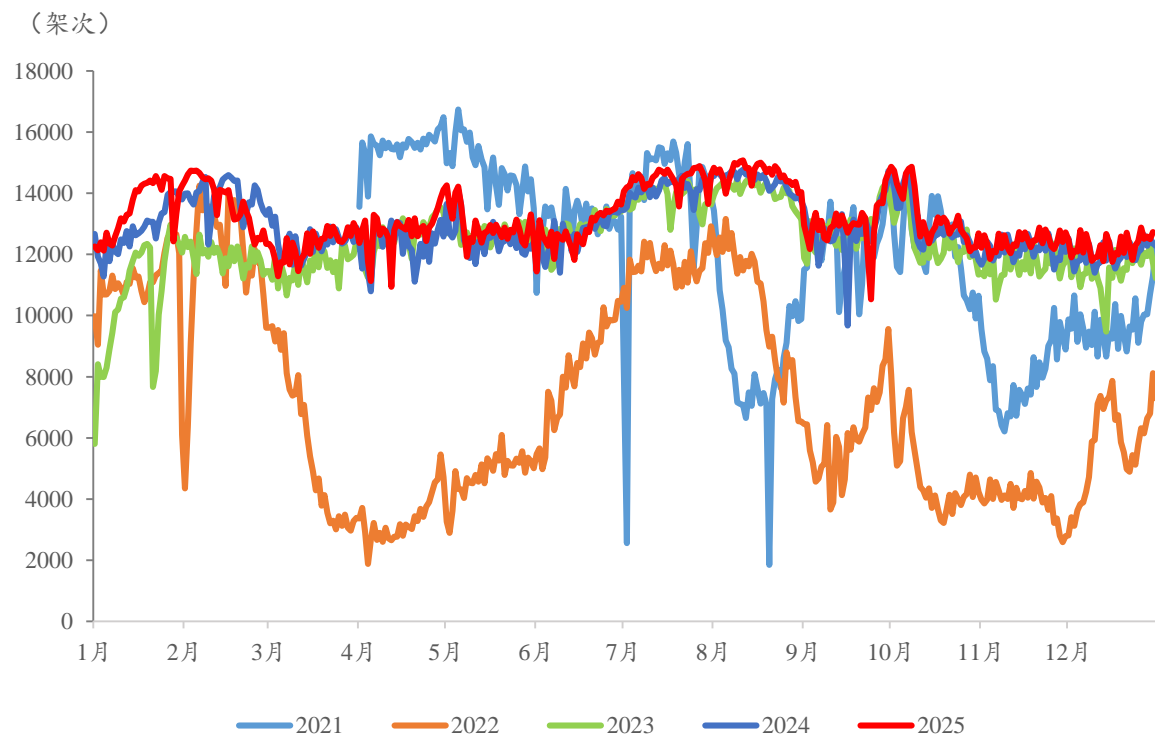


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运同比增速维持正增长，航班数环比回落，反映出行需求季节性退坡，不过同比仍保持正增长。
- 截至目前，12月主要城市地铁客运量日均环比增速-1.65%，同比增速2.99%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，12月国内执行航班数日均12278架次，环比增速-1.14%，同比增速1.87%，较上月环比降幅收窄，基数影响下同比目前回落，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）

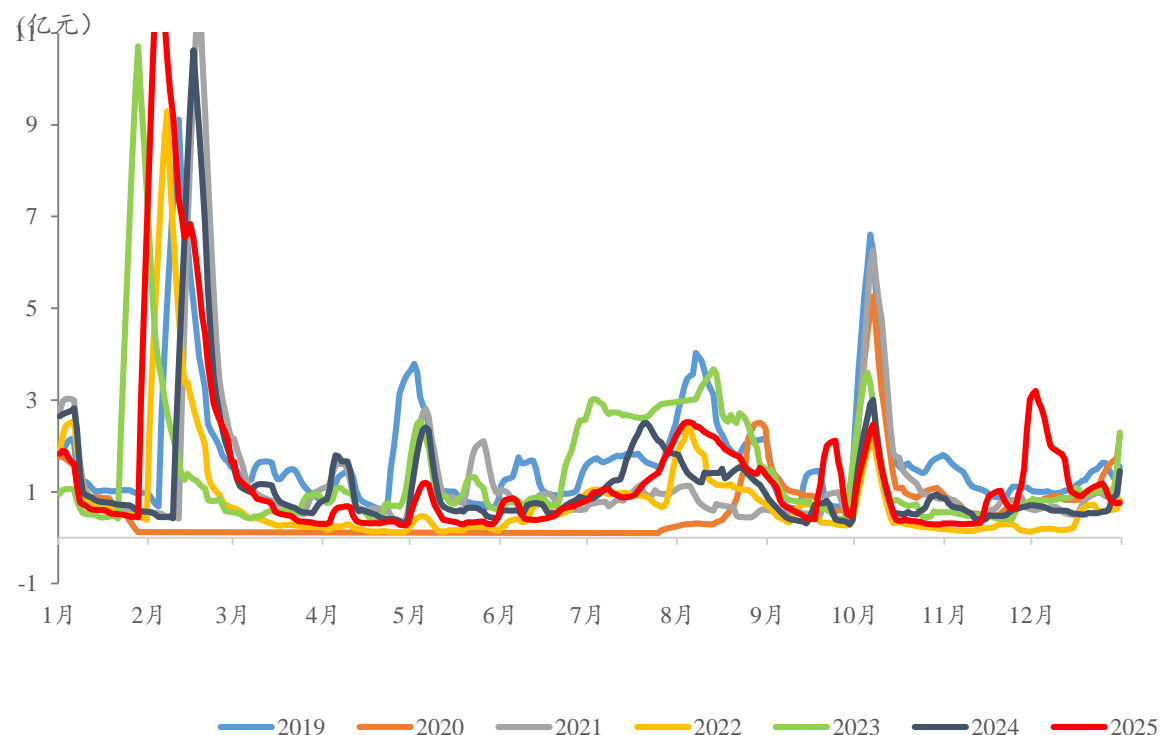


国内执行航班数

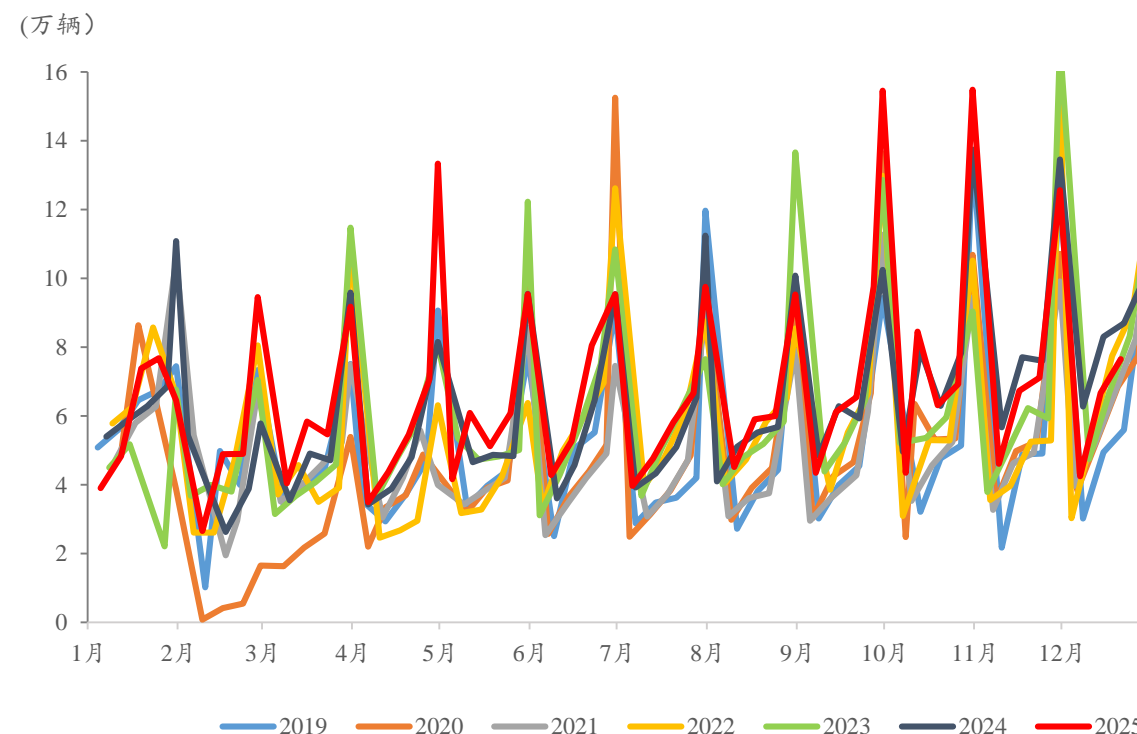


- 截至目前，12月电影票房均值11506万元，在新电影带动下票房回升，环比增速-2.45%，同比去年同期增速51.76%。
- 截至目前，12月乘用车销量均值6.188万辆，环比增速-20.18%，同比去年同期增速-20.22%，同环比增速较上月大幅回落。

全国电影票房（7日移动平均）

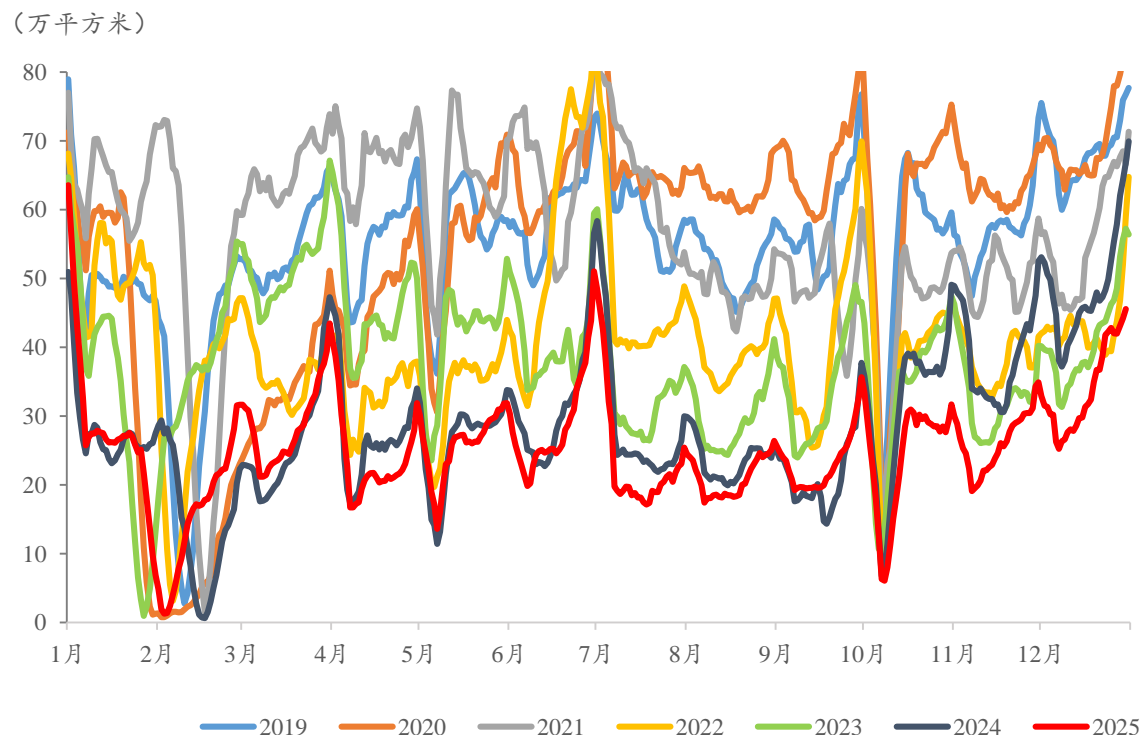


乘用车销量：厂家零售

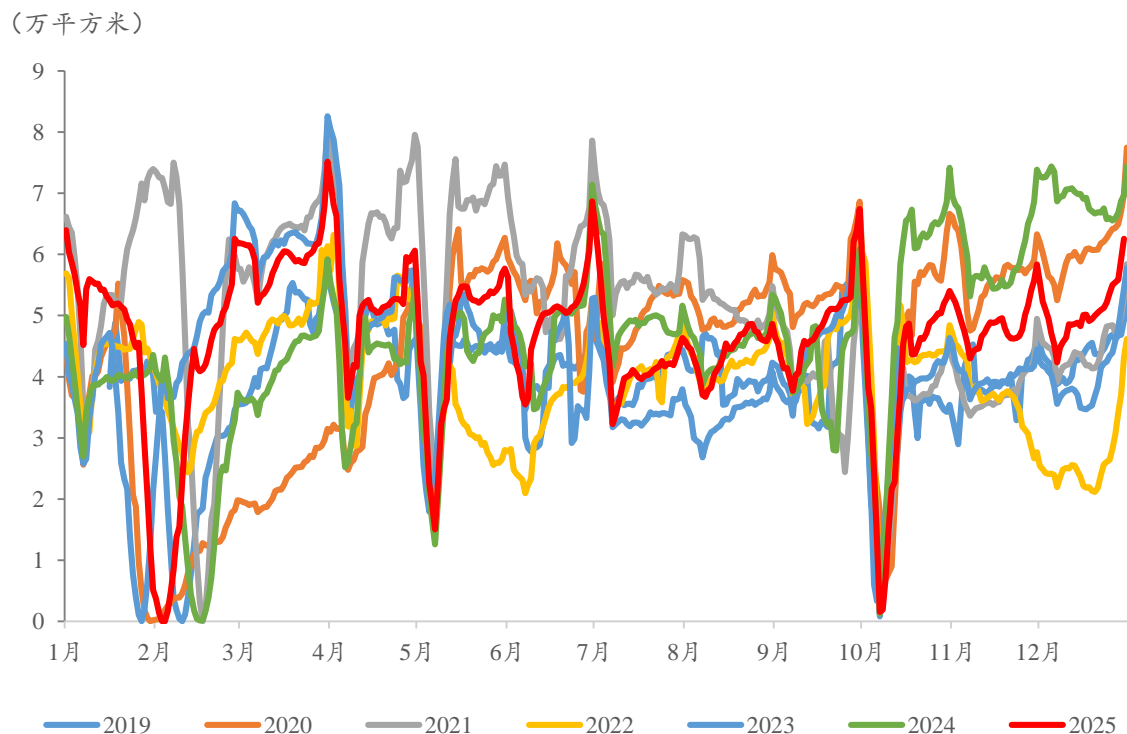


- 目前来看12月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回升。
- 12月30大中商品房成交面积日均值35.38万平方米，环比增速35.34%，同比去年同期增速-29.02%，环比增速回升，同比降幅略有收窄，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 12月北京二手房销售面积日均5.19万平方，环比增速10.81%，同比去年同期增速-24.62%，环比增速略回落但仍为正值，同比增速降幅有所走扩。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

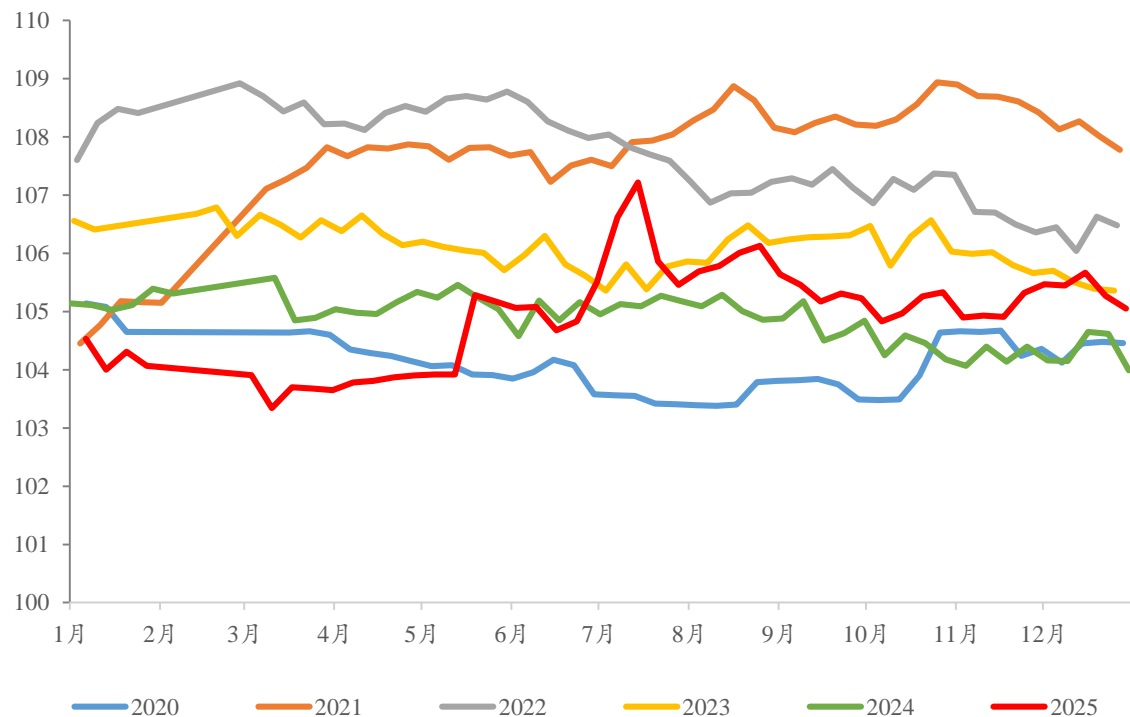


北京二手房成交面积（7日移动平均）

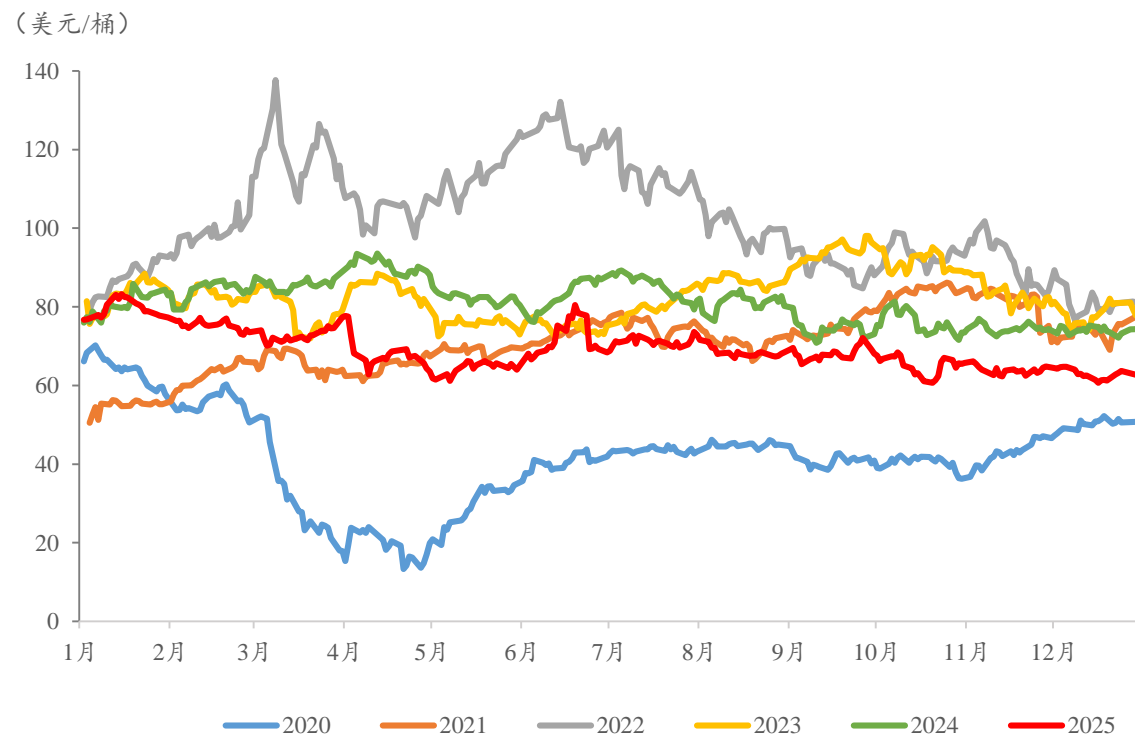


- 12月柯桥纺织价格指数均值105.38%，环比增速0.35%，同比增速1.02%，同环比增速回升。
- 12月布伦特原油价格均值62.95美元/桶，环比增速-1.45%，同比增速-15%，环比降幅收窄，同比降幅略扩大，总体来看变化幅度均不大。

柯桥纺织价格指数

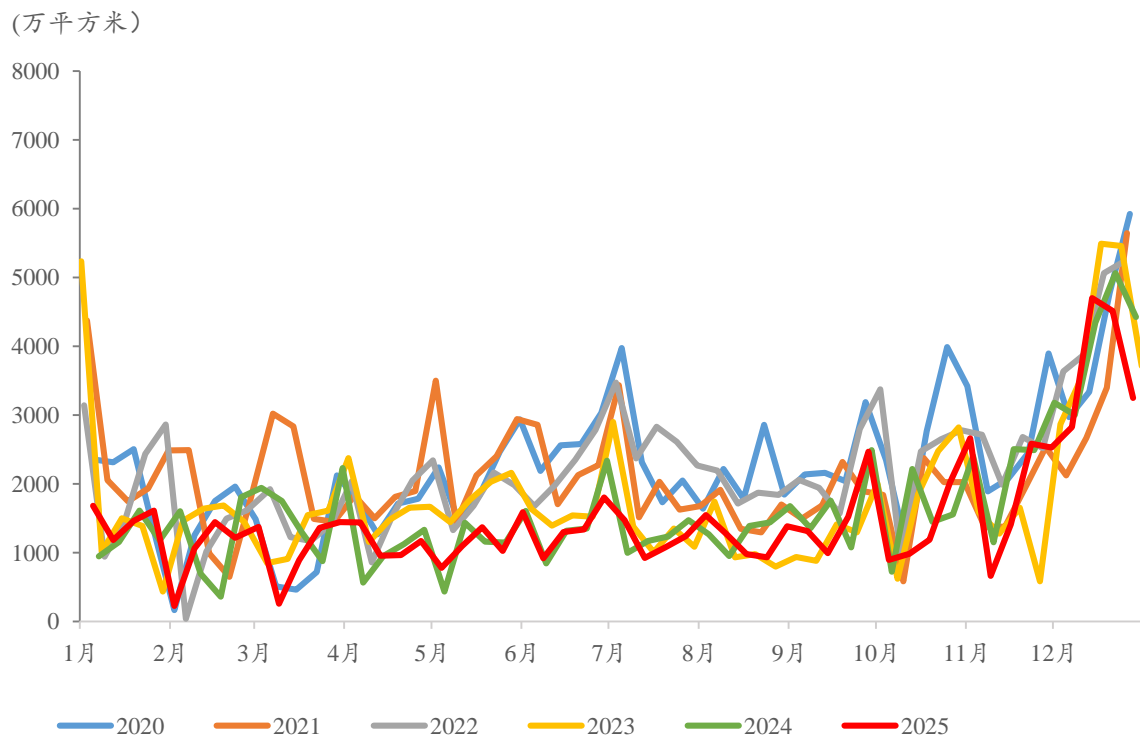


布伦特DTD原油价格（7DMA, 美元/桶）

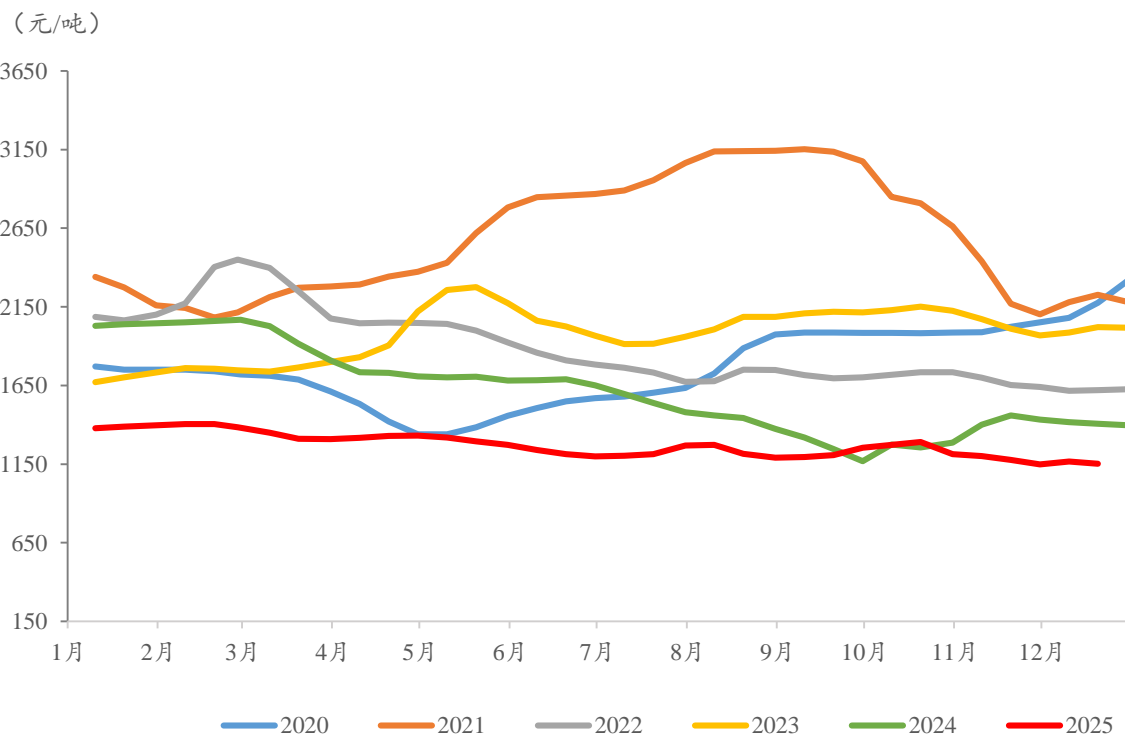


- 12月100大中城市土地成交面积均值3822.93万平方米，环比增速93.96%，同比增速-4.5%，环比增速大幅上行，同比降幅也有所收窄。
- 12月浮法平板玻璃价格均值1159.45元/吨，环比增速-1.33%，同比增速-17.54%，同环比降幅收窄，目前玻璃现货价格还处历史低位。

100大中城市土地成交面积（万平方米）

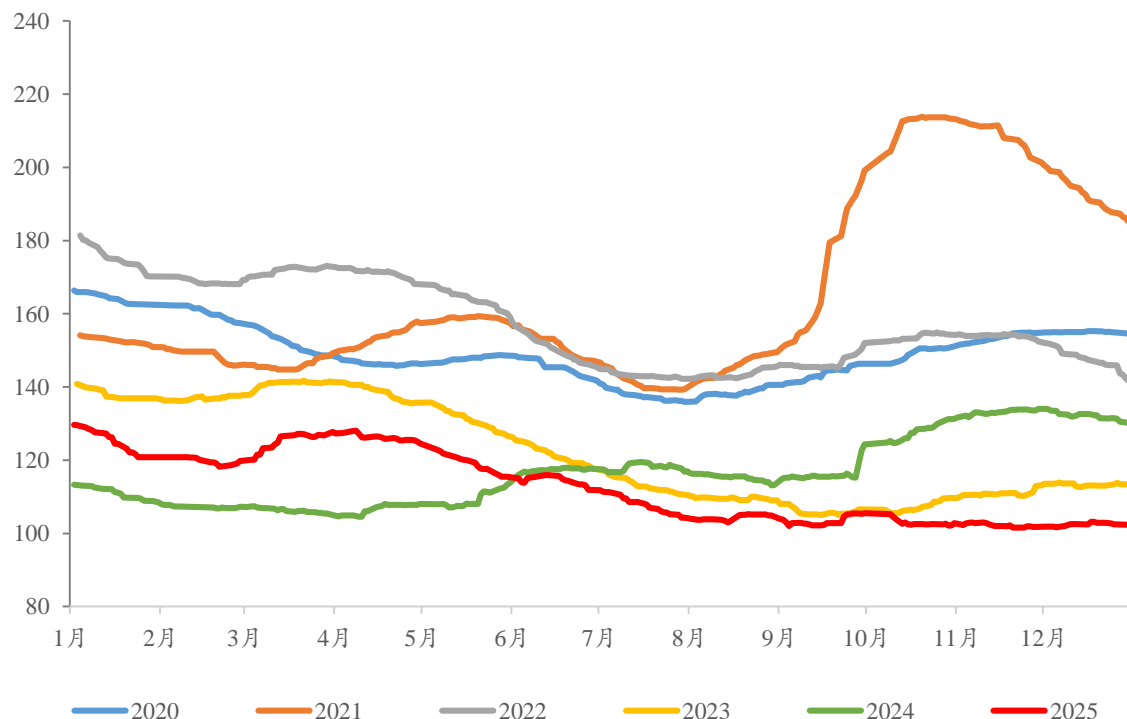


浮法平板玻璃价格（元/吨）

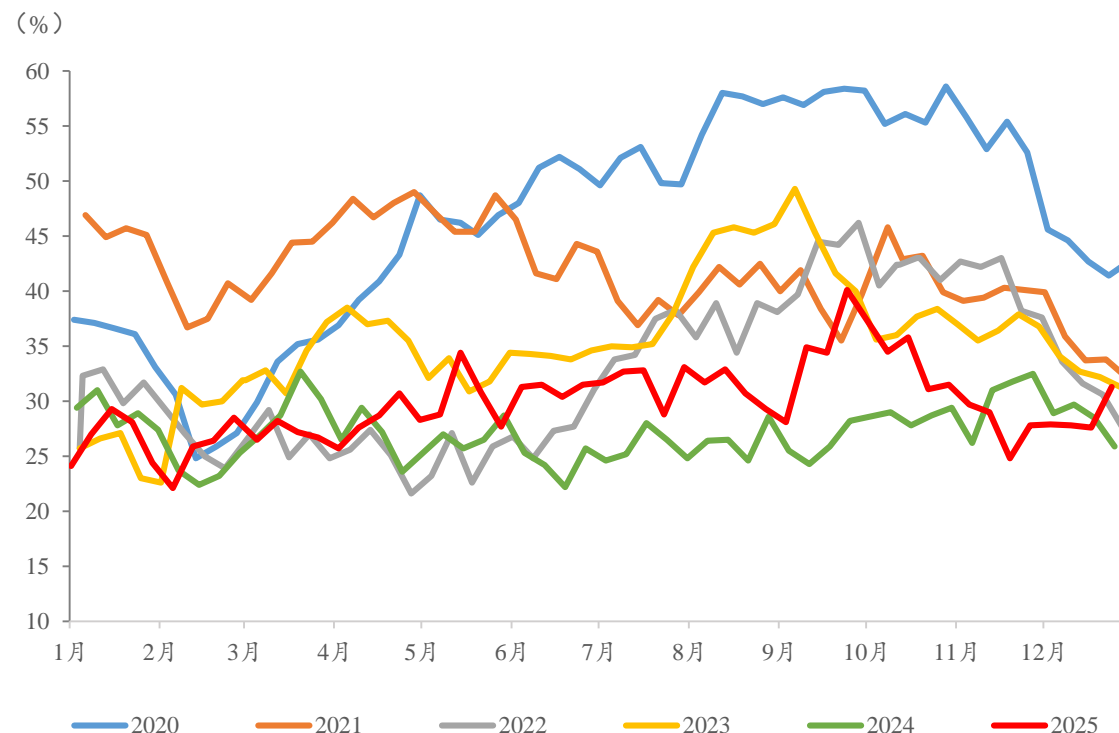


- 12月水泥价格指数均值102.3，环比增速-0.54%，同比增速-23.15%，较上月环比降幅收窄，同比降幅扩大，水泥价格边际企稳。
- 12月石油沥青开工率均值28.65%，环比增速2.96%，同比增速1.42%，较上月同环比增速均有明显回升，且均转正，指向年末政策性金融工具和政府债结存限额对12月基建或起到了带动作用。

水泥价格指数

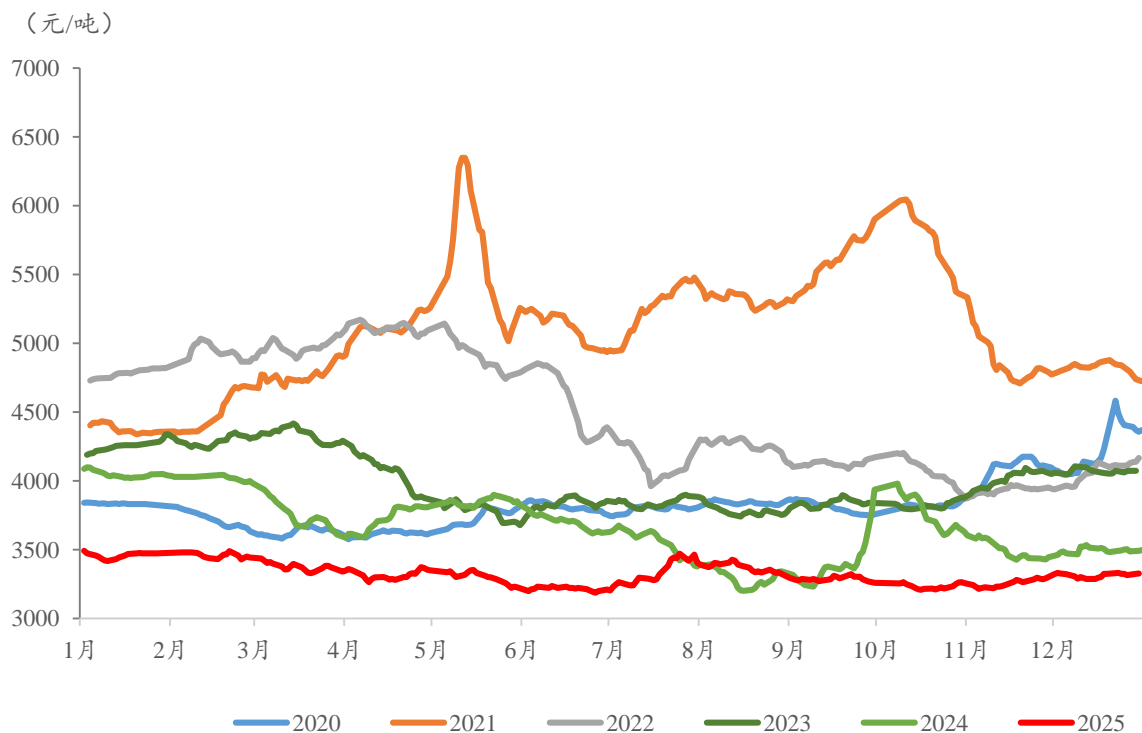


石油沥青开工率 (%)

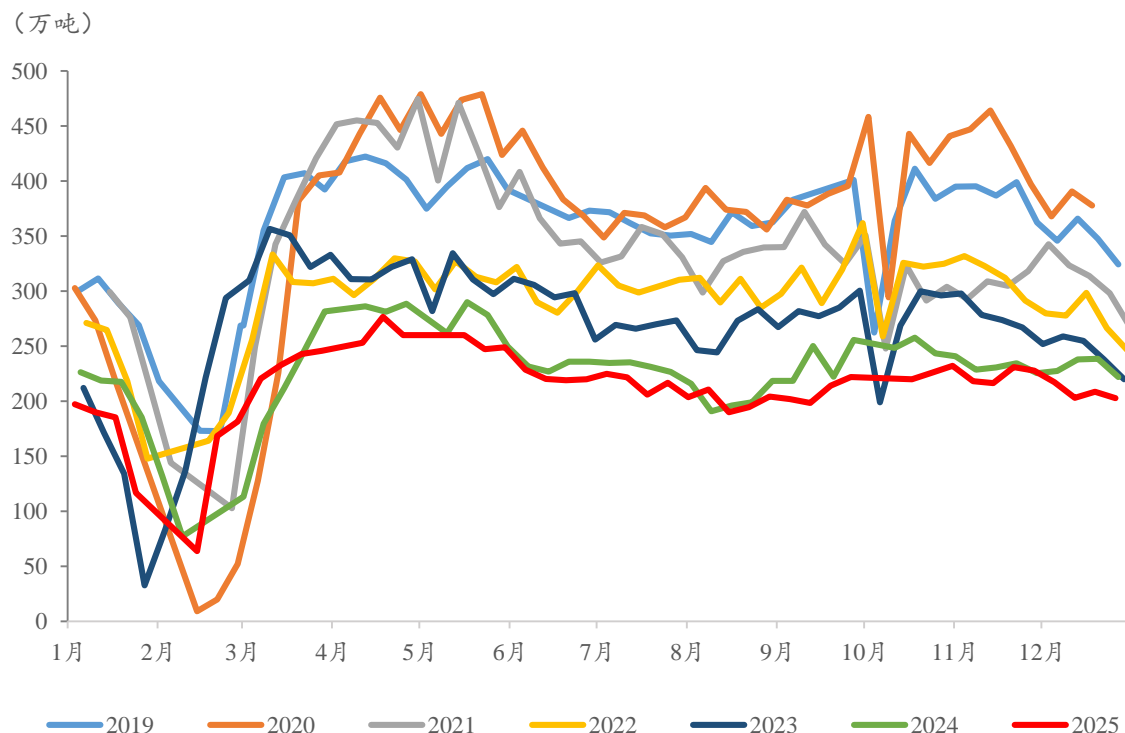


- 12月螺纹钢价格指数均值3315.14元/吨，环比增速1.82%，同比增速-5.17%，较上月环比增速回升，同比降幅收窄。
- 12月螺纹钢表需均值207.9万吨，环比增速-6.9%，同比增速-10.17%，同环比降幅扩大，目前处在季节性低位。

螺纹钢价格（元/吨）

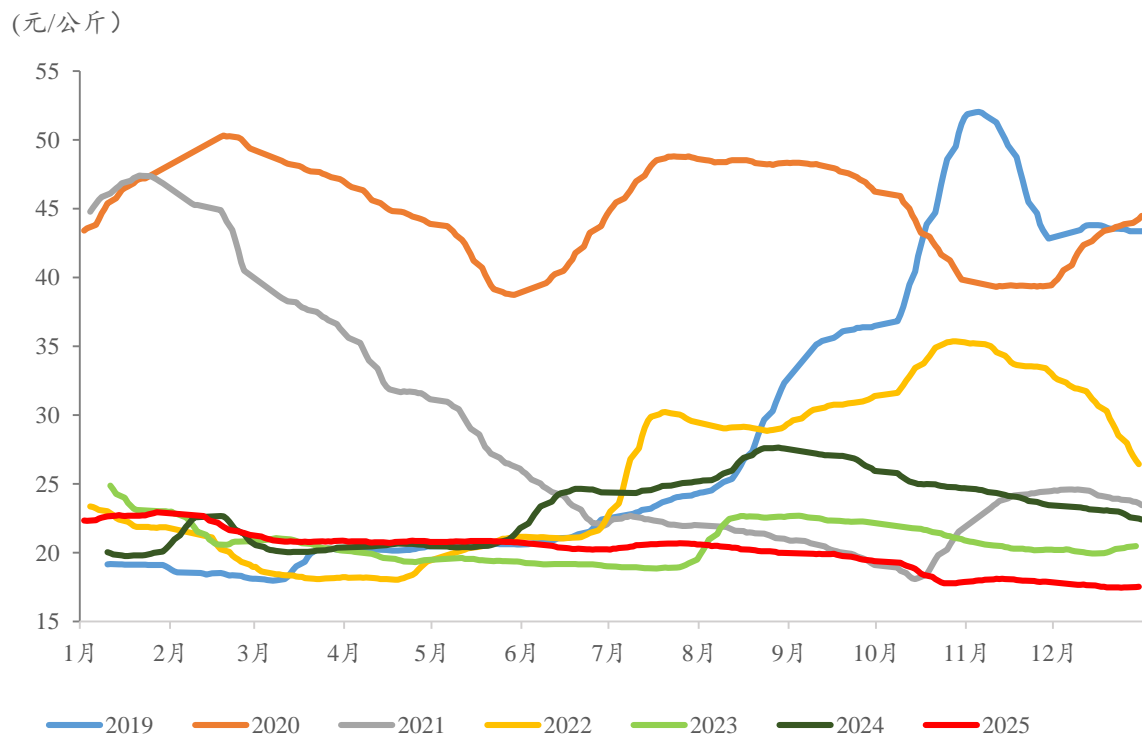


螺纹钢表观需求

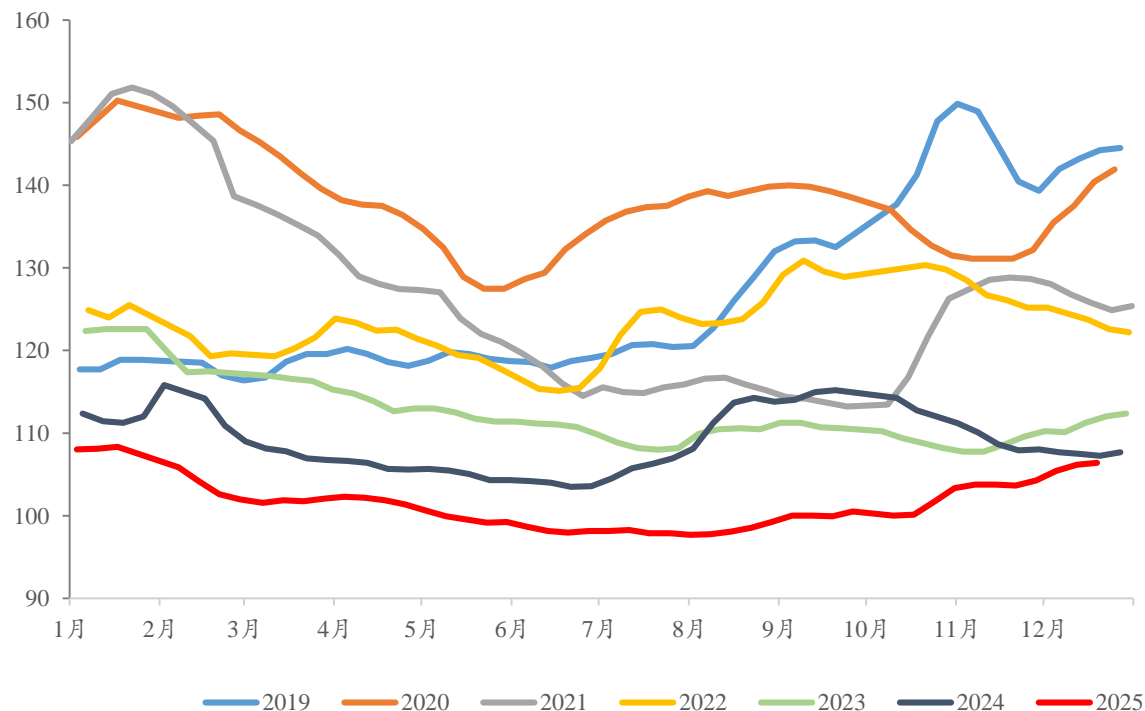


- 12月猪肉平均批发价格均值17.56元/公斤，环比增速-2.31%，同比增速-23.33%，较上月环比降幅扩大，基数效应下同步降幅略有缩窄，绝对值处于相对低位，但是边际上有企稳迹象。
- 12月食用农产品价格指数均值106，环比增速2.05%，同比增速-1.42%，环比增速回落，基数效应下同比降幅继续收窄。绝对值目前处于季节性低位。

猪肉平均批发价：元/公斤

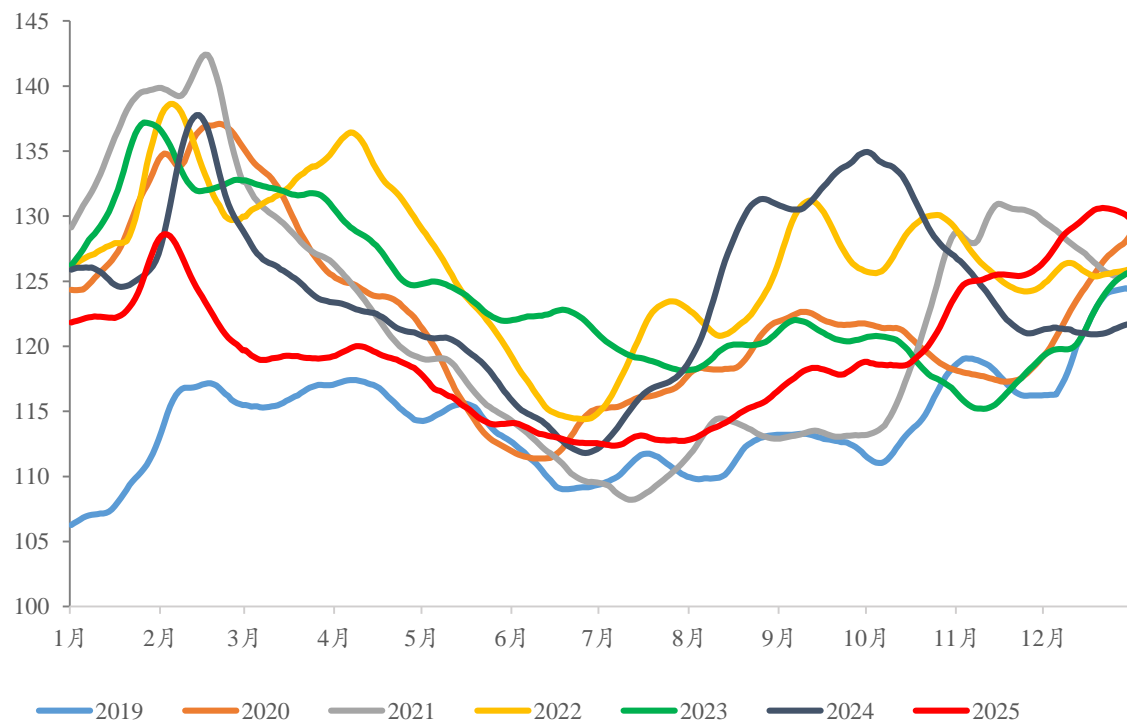


食用农产品价格指数

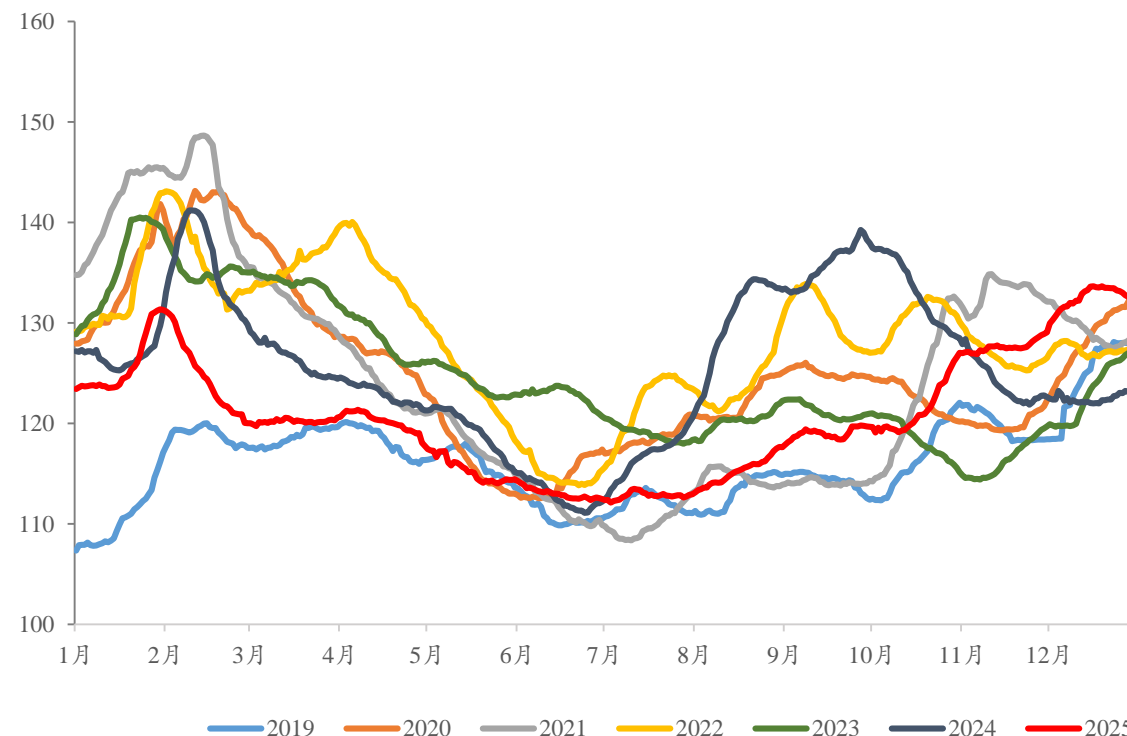


- 12月农产品批发价格指数均值129.71，环比增速3.32%，同比增速6.94%，环比增速回落，同比增速回升。
- 12月菜篮子批发价格指数均值132.51，环比增速3.81%，同比增速8.15%，环比增速回落，同比增速回升。
- 食品价格环比增速略回落，在基数效应影响下同比增速回升。

农产品批发价格200指数

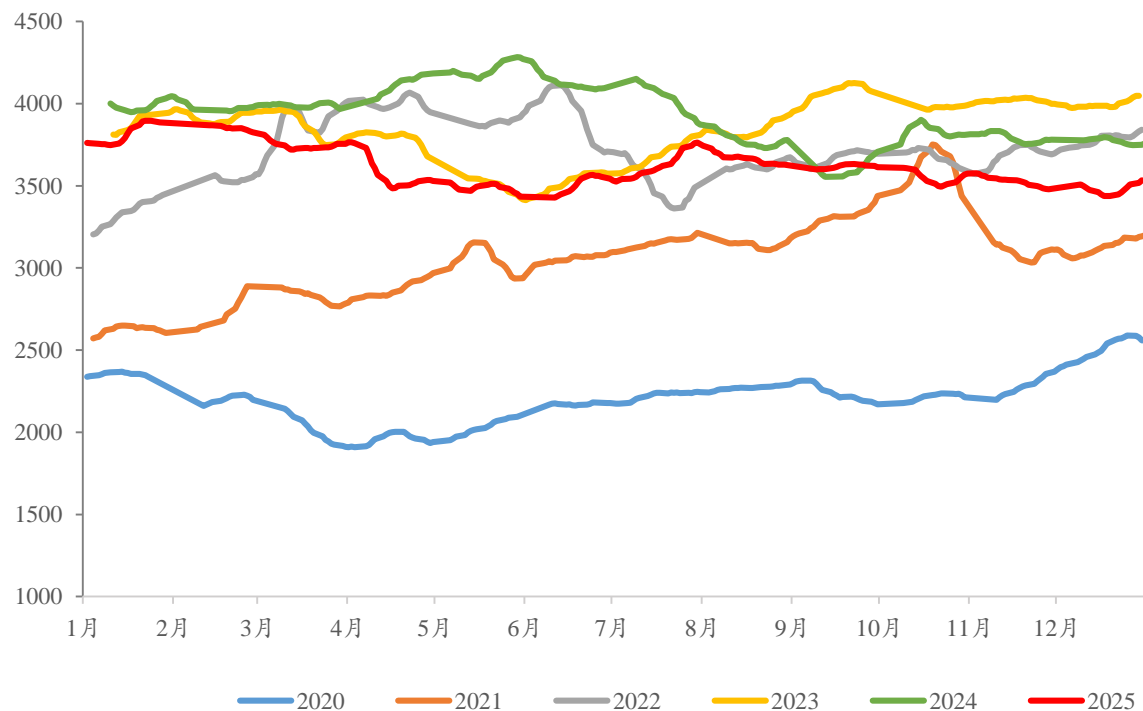


菜篮子产品批发价格200指数

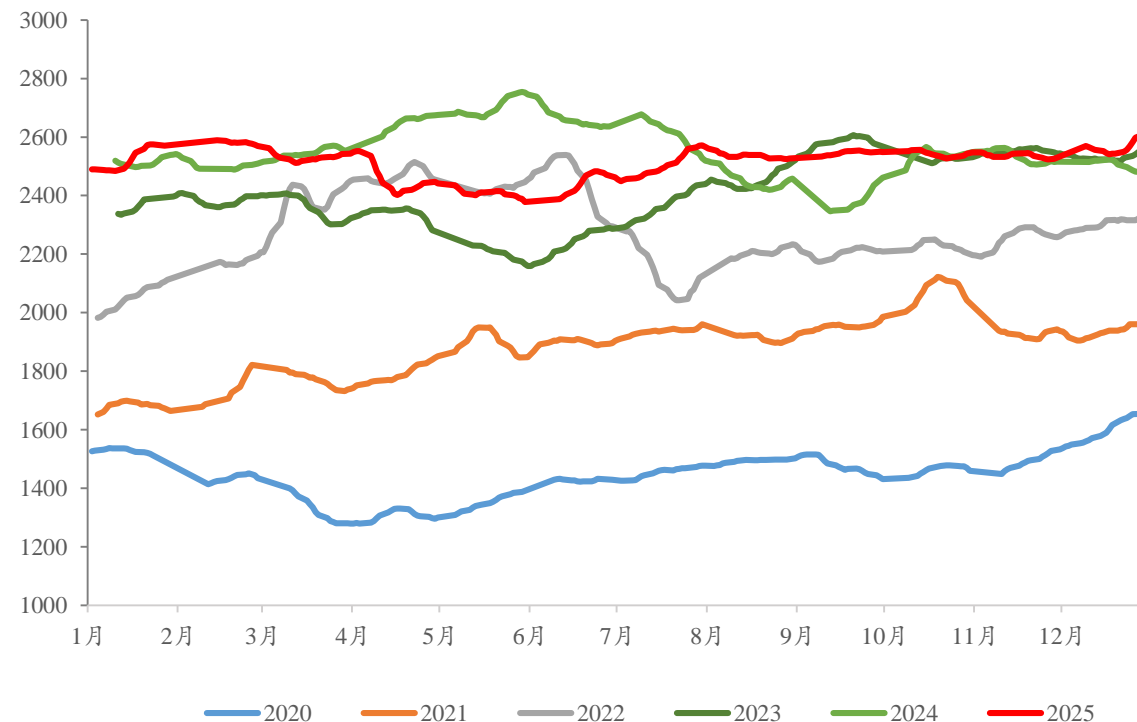


- 12月南华商品指数均值2577.46，环比增速1.71%，同比增速2.92%，较上同环比增速均有明显回升，商品指数高位盘整。
- 12月南华工业品指数均值3491.95，环比增速-0.63%，同比增速-7.43%，环比降幅略有收窄，同比降幅扩大。

南华工业品指数



南华商品指数



召开时间	2025年12月18日
主要内容	四季度货币政策委员会例会
经济形势	当前外部环境变化影响加深，世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临 供强需弱矛盾突出 等问题和挑战。
工作基调	要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合， <u>促进经济稳定增长和物价合理回升。</u>
货币政策定调	发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，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。
存贷款利率	促进社会综合融资成本低位运行。 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。
流动性	保持流动性充裕，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……从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制， 提高资金使用效率。
结构性工具	有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。
支持实体	引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力，共同维护金融市场的稳定发展。
外汇	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
房地产	-

召开时间 主要内容	2025年12月11日 中央经济工作会议
当前经济形势	我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多。这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。要坚定信心、用好优势、应对挑战，不断巩固拓展经济稳中向好势头。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调，更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。
宏观政策思路	明年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。要增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济政策和非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理机制，提振社会信心。
财政政策	要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。重视解决地方财政困难，兜牢基层“三保”底线。严肃财经纪律，坚持党政机关过紧日子。
货币政策	要继续实施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，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
扩内需	坚持内需主导，建设强大国内市场。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措施，释放服务消费潜力。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，继续发挥政策性金融工具作用，有效激发民间投资活力。高质量推进城市更新。
房地产&资本市场	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。加快构建房地产发展新模式。深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革。
民生	坚持民生为大，努力为群众多办实事。实施稳岗扩容提质行动，稳定高校毕业生、农民工等重点群体就业，鼓励支持灵活就业人员、新就业形态人员参加职工保险。推进教育资源布局结构调整，增加普通高中学位供给和优质高校本科招生。优化药品集中采购，深化医保支付方式改革。实施康复护理扩容提升工程，推行长期护理保险制度，加强对困难群体的关爱帮扶。倡导积极婚育观，努力稳定新出生人口规模。扎实做好安全生产、防灾减灾救灾、食品药品安全等工作。
防风险	积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。
改革开放	制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。制定和实施进一步深化国资国企改革方案，完善民营经济促进法配套法规政策。加紧清理拖欠企业账款。推动平台企业和平台内经营者、劳动者共赢发展。拓展要素市场化改革试点。健全地方税体系。深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革。
产业链	实施新一轮重点产业链高质量发展行动。深化拓展“人工智能+”，完善人工智能治理。创新科技金融服务……坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型。深入推进重点行业节能降碳改造。制定能源强国建设规划纲要，加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。加强全国碳排放权交易市场建设。实施固体废物综合治理行动，深入打好蓝天、碧水、净土保卫战，强化新污染物治理。扎实推进“三北”工程攻坚战，实施自然保护地整合优化。加强气象监测预报预警体系建设，加紧补齐北方地区防洪排涝抗灾基础设施短板，提高应对极端天气能力。

版块	十五五规划建议	十四五规划建议	
发展环境	<p>“十五五”时期我国发展环境面临深刻复杂变化。大国关系牵动国际形势，国际形势演变深刻影响国内发展，我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。从国际看，世界百年变局加速演进，国际力量对比深刻调整，新一轮科技革命和产业变革加速突破，我国具备主动运筹国际空间、塑造外部环境的诸多有利因素。同时，世界变乱交织、动荡加剧，地缘冲突易发多发；单边主义、保护主义抬头，霸权主义和强权政治威胁上升，国际经济贸易秩序遇到严峻挑战，世界经济增长动能不足；大国博弈更加复杂激烈。从国内看，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。同时，发展不平衡不充分问题仍然突出，有效需求不足，国内大循环存在卡点堵点；新旧动能转换任务艰巨，农业农村现代化相对滞后；就业和居民收入增长压力较大，民生保障存在短板弱项；人口结构变化给经济发展、社会治理等提出新课题；重点领域还有风险隐患</p>	<p>我国发展环境面临深刻复杂变化。当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，新冠肺炎疫情影响广泛深远，经济全球化遭遇逆流，世界进入动荡变革期，单边主义、保护主义、霸权主义对世界和平与发展构成威胁。我国已转向高质量发展阶段，制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰富，市场空间广阔，发展韧性强劲，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件，同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。</p>	<p>“十五五”期间将更为重视总需求问题</p>
发展目标	<p>“十五五”时期经济社会发展的主要目标</p> <ol style="list-style-type: none">1、高质量发展取得显著成效。2、科技自立自强水平大幅提高3、进一步全面深化改革取得新突破4、社会文明程度明显提升5、人民生活品质不断提高6、美丽中国建设取得新的重大进展7、国家安全屏障更加巩固 <p>在此基础上再奋斗五年，到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。</p>	<p>“十四五”时期经济社会发展主要目标</p> <ol style="list-style-type: none">1、经济发展取得新成效。2、改革开放迈出新步伐。3、社会文明程度得到新提高。4、生态文明建设实现新进步。5、民生福祉达到新水平。6、国家治理效能得到新提升。	<p>第一条“高质量发展取得显著成效”更为明确和具体，包括经济增长保持在合理区间、全要素生产率稳步提升、居民消费率明显提高、内需拉动经济增长主动力作用持续增强，未来在促消费目标上可能会更为具体和定量。新增“科技自立自强水平大幅提高”，展现出对科技创新的重视。人均国内生产总值达到中等发达国家水平，静态考量2035年人均GDP或需要达到2.2万美元以上，简单推算，隐含未来十年的年均名义GDP可能需要达到4.4-4.7%。那么在十五五前期阶段可能仍一定必要继续维持5%左右的增长目标。</p>

版块	十五五规划建议	十四五规划建议	
产业发展	<p>“十五五”规划建议稿指出：</p> <p>1、优化提升传统产业； 推动重点产业提质升级，巩固提升<u>矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业</u>在全球产业分工中的地位和竞争力。</p> <p>2、培育壮大新兴产业和未来产业； 加快<u>新能源、新材料、航空航天、低空经济</u>等战略性新兴产业集群发展。 推动<u>量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信</u>等成为新的经济增长点</p> <p>3、促进服务业优质高效发展；</p> <p>4、构建现代化基础设施体系。</p>	<p>“十四五”规划建议稿指出：</p> <p>1、提升产业链供应链现代化水平；</p> <p>2、发展战略性新兴产业； 加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。推动互联网、大数据、人工智能等同各产业深度融合</p> <p>3、加快发展现代服务业；</p> <p>4、统筹推进基础设施建设；</p> <p>5、加快数字化发展。</p>	<p>第一条“优化提升传统产业”和第四条“构建现代化基础设施体系”体现出政策对传统经济部门的重视。为了达成总量目标，经济结构中不能存在明显短板；</p> <p>第二条是“培育壮大新兴产业和未来产业”，显示对在全球科技创新中培育优势的重视。“新兴产业”新增低空经济，“未来产业”包括量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信。</p>
	<p>科技创新</p> <p>加强原始创新和关键核心技术攻关。完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。突出国家战略需求，部署实施一批国家重大科技任务。加强基础研究战略性、前瞻性、体系化布局，提高基础研究投入比重，加大长期稳定支持。强化科学研究、技术开发原始创新导向，优化有利于原创性、颠覆性创新的环境，产出更多标志性原创成果。</p>	<p>强化国家战略科技力量。制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能。加强基础研究、注重原始创新，优化学科布局 and 研发布局，推进学科交叉融合，完善共性基础技术供给体系。瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。制定实施战略性科学计划和科学工程，推进科研院所、高校、企业科研力量优化配置和资源共享。推进国家实验室建设，重组国家重点实验室体系。布局建设综合性国家科学中心和区域性创新高地，支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心。构建国家科研论文和科技信息高端交流平台。</p>	<p>相对于“十四五”，“十五五”建议稿在表述上进一步呈现出突破性：“超常规措施”、“决定性突破”，指向要在各条产业链上的“卡脖子”领域全面推进攻关，“十四五”是打基础，“十五五”则要求在核心领域的自主可控上进一步见到拐点。</p> <p>此外，“十五五”建议稿还明确提及研发领域政策红利：提高企业研发费用加计扣除比例、加大政府采购自主创新产品力度。对于研发投入较高的产业将形成明确利好。</p>

十五五规划建议VS十四五规划建议

版块	十五五规划建议	十四五规划建议	
扩大内需	强大国内市场是中国式现代化的战略依托。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合， 以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。 大力提振消费。扩大有效投资。坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。	坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来， 以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。畅通国内大循环。促进国内国际双循环。全面促进消费。拓展投资空间。	<p>“十四五”建议稿的思路是“以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”，“十五五”则为“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”，展现出对需求动能的重视。分项表述也变为大力提振消费、扩大有效投资、全国统一大市场建设等三条。消费和投资的重要性进一步提升。</p> <p>其中消费部分包括“完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”、“落实带薪错峰休假”、“加大直达消费者的普惠政策力度”。</p> <p>投资部分包括“统筹用好各类政府投资，在工作基础较好的地方探索编制全口径政府投资计划”、“加强谋划论证，实施一批重大标志性工程项目”“完善民营企业参与重大项目建设长效机制，发挥政府投资基金引导带动作用”，后续值得继续跟踪；</p> <p>统一大市场就是未来五年关于畅通循环的新框架，在统一大市场部分包括“综合整治内卷式竞争”、“形成优质优价、良性竞争的市场秩序”等表述。</p>
	高水平社会主义市场经济体制是中国式现代化的重要保障。坚持和完善社会主义基本经济制度，更好发挥经济体制改革牵引作用，完善宏观经济治理体系，确保高质量发展行稳致远。充分激发各类经营主体活力。加快完善要素市场化配置体制机制。提升宏观经济治理效能。	坚持和完善社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。激发各类市场主体活力。完善宏观经济治理。建立现代财税金融体制。建设高标准市场体系。加快转变政府职能。	财政部分，“十五五”强调“保持合理的宏观税负水平”、“适当加强中央事权、提高中央财政支出比重”、“加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制”。
体制改革			金融部分，“十五五”建议稿明确“加快建设金融强国”；“完善中央银行制度”；资本市场的部分为“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”；此外有“稳步发展数字人民币”

十五五规划建议VS十四五规划建议

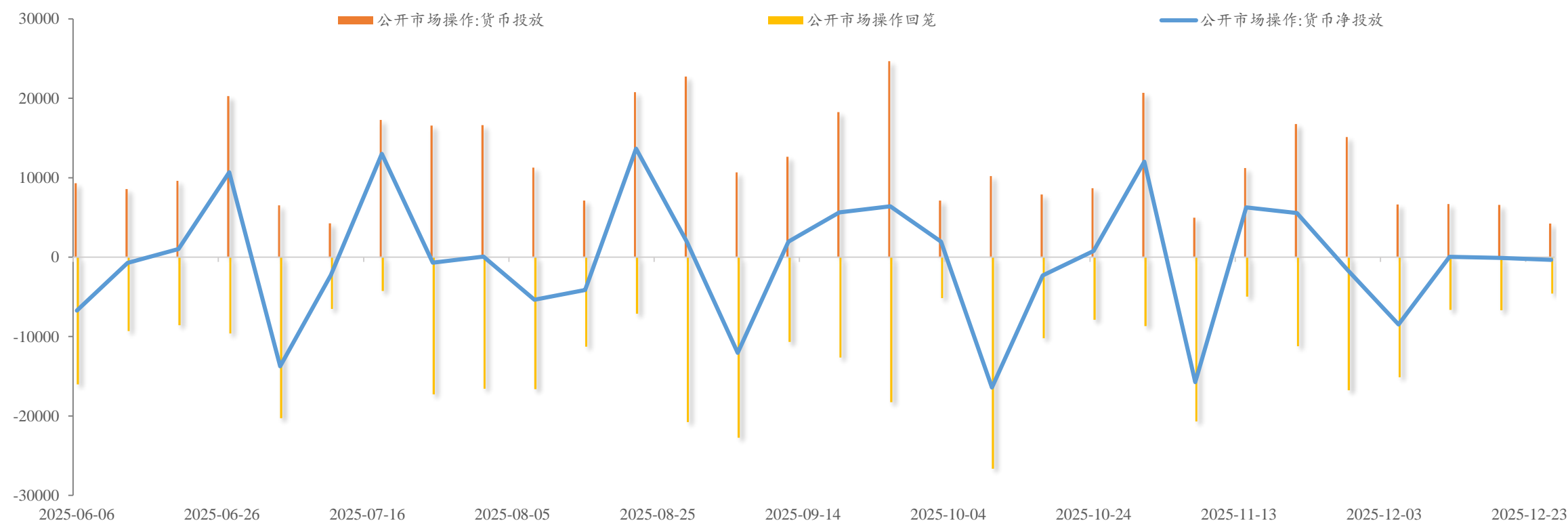
版块	十五五规划建议	十四五规划建议	
扩大开放	坚持开放合作、互利共赢是中国式现代化的必然要求。 稳步扩大制度型开放 ，维护多边贸易体制，拓展国际循环，以开放促改革促发展，与世界各国共享机遇、共同发展。积极扩大自主开放。推动贸易创新发展。拓展双向投资合作空间。高质量共建“一带一路”。	坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，依托我国大市场优势，促进国际合作，实现互利共赢。建设更高水平开放型经济新体制。推动共建“一带一路”高质量发展。积极参与全球经济治理体系改革。	“十五五”的一个重要思路是“稳步扩大制度型开放”，具体包括“积极扩大自主开放”、“对接国际高标准经贸规则”、“实施自由贸易试验区提升战略，高标准建设海南自由贸易港”等。 人民币，“十四五”建议稿表述为“稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择”，“十五五”则为“ 推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系 ”。在美元信用出现弱化特征的环境下，人民币国际化的战略更为积极。
绿色发展	绿色发展是中国式现代化的鲜明底色。牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增绿，筑牢生态安全屏障，增强绿色发展动能。持续深入推进污染防治攻坚和生态系统优化。加快建设新型能源体系。积极稳妥推进和实现碳达峰。加快形成绿色生产生活方式。	坚持绿水青山就是金山银山理念，坚持尊重自然、顺应自然、保护自然，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主，守住自然生态安全边界。深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。加快推动绿色低碳发展。持续改善环境质量。提升生态系统质量和稳定性。全面提高资源利用效率。	“十五五”的“加快建设新型能源体系”包括具体环节： 持续提高新能源供给比重、着力构建新型电力系统、统筹就地消纳和外送、推进煤电升级改造和散煤替代、大力发展新型储能、提高终端用能电气化水平、加快健全适应新型能源体系的市场和价格机制等。 碳排放方面，“十五五”更为明确“ 积极稳妥推进和实现碳达峰。实施碳排放总量和强度双控制度 ”。区别于“十四五”时期的能耗双控，“十五五”期间，我国将实施以强度控制为主、总量控制为辅的碳排放双控制度，碳排放强度降低将作为国民经济和社会发展约束性指标，不再将能耗强度作为约束性指标。 碳排放市场方面， 扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围，加快温室气体自愿减排交易市场建设。
民生和保障	实现人民对美好生活的向往是中国式现代化的出发点和落脚点。坚持尽力而为、量力而行，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，解决好人民群众急难愁盼问题，畅通社会流动渠道，提高人民生活品质。 促进高质量充分就业。完善收入分配制度。办好人民满意的教育。健全社会保障体系。推动房地产高质量发展。加快建设健康中国。促进人口高质量发展。稳步推进基本公共服务均等化	坚持把实现好、维护好、发展好最广大人民根本利益作为发展的出发点和落脚点，尽力而为、量力而行，健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度，扎实推动共同富裕，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感，促进人的全面发展和社会全面进步。 提高人民收入水平。强化就业优先政策。建设高质量教育体系。健全多层次社会保障体系。全面推进健康中国建设。实施积极应对人口老龄化国家战略。加强和创新社会治理。	房地产从“十四五”放在城镇化部分调整至“十五五”的民生部分，显示了在新的发展阶段，房子主要是居住属性，属民生问题。新增“ 因城施策增加改善性住房供给 ” 人口政策“ 优化生育支持政策和激励措施，发挥育儿补贴和个人所得税抵扣政策作用，有效降低家庭生育养育教育成本 ”，“ 健全与人口变化相适应的教育资源配置机制 ”“ 稳步扩大免费教育范围，探索延长义务教育年限 ”



四、供需面与资金面

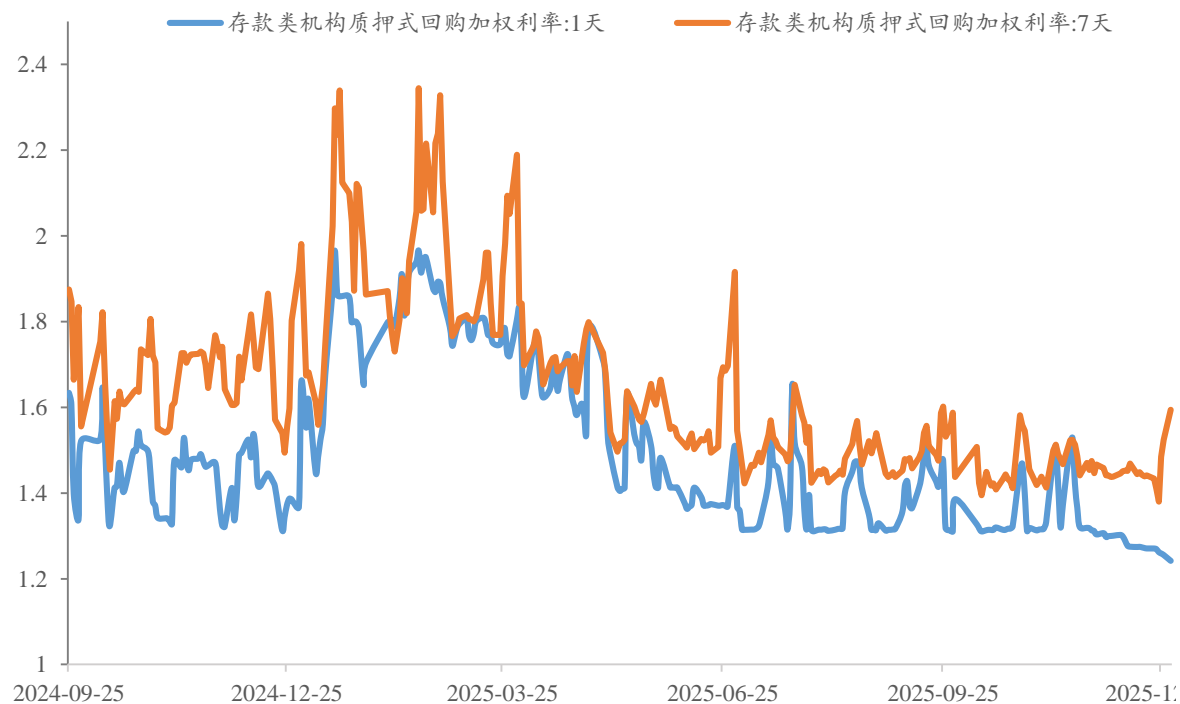
- 本周央行公开市场有34542亿元逆回购到期，进行了37361亿元逆回购投放；有14000亿元买断式逆回购到期，进行了16000亿元买断式逆回购投放；有3000亿元MLF到期，进行了4000亿元MLF投放；有2000亿元国库现金定存到期，进行了2100亿元国库现金定存投放。
- 共计净投放5919亿元，包括7天逆回购、3/6个月买断式逆回购以及1年期MLF各个期限的流动性，维护银行间市场流动性保持合理充裕，资金利率低位平稳运行。

公开市场操作（亿元）

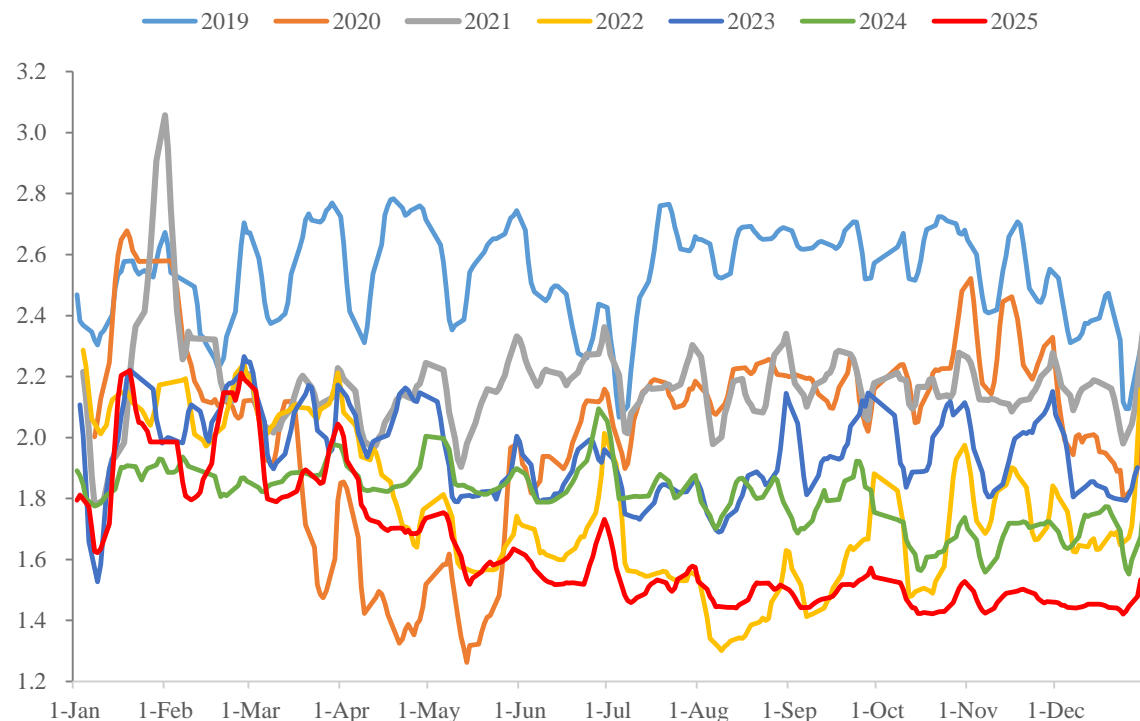


- 12月，存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.2775%，较上月均值变化-9.30BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.46%，较上月收盘变化-0.408BP。本月隔夜资金利率破位下行，均值突破1.3%，7天期资金利率持稳，临近跨年资金利率季节性上行，隔夜资金利率仅上行10BP左右，7天期资金利率上行50BP左右至1.95%附近，但是上行幅度未超季节性，与去年年底相当，整体尚属平稳，凸显了央行对资金面的呵护。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

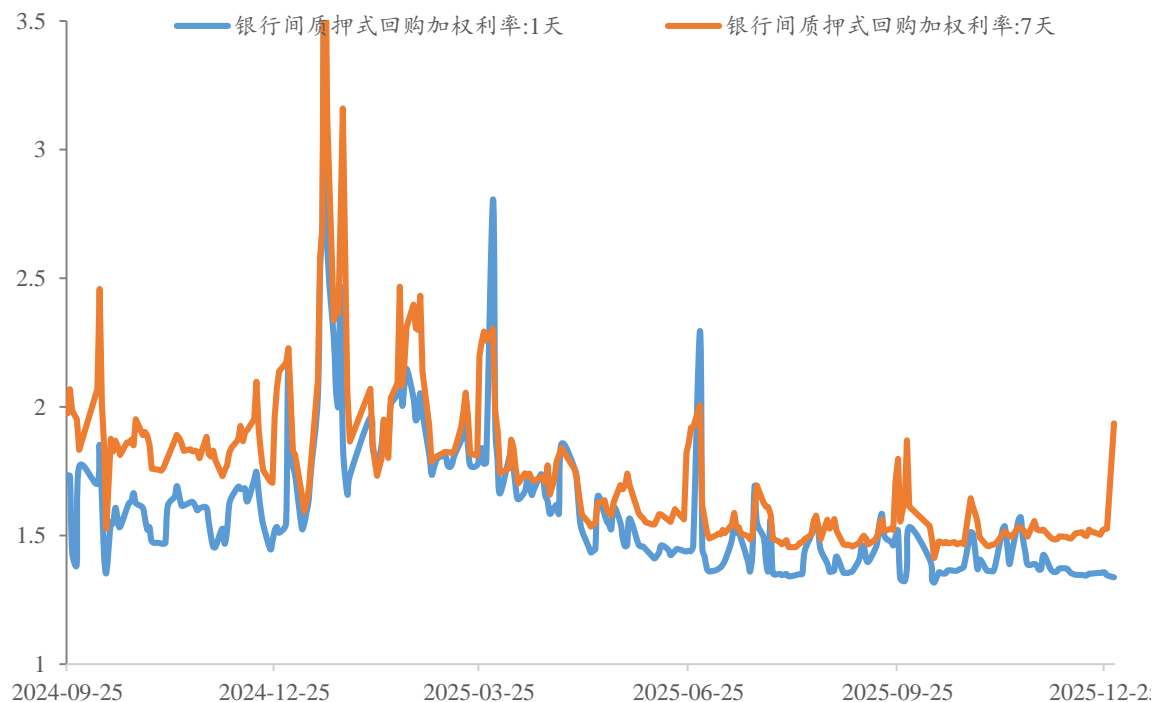


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

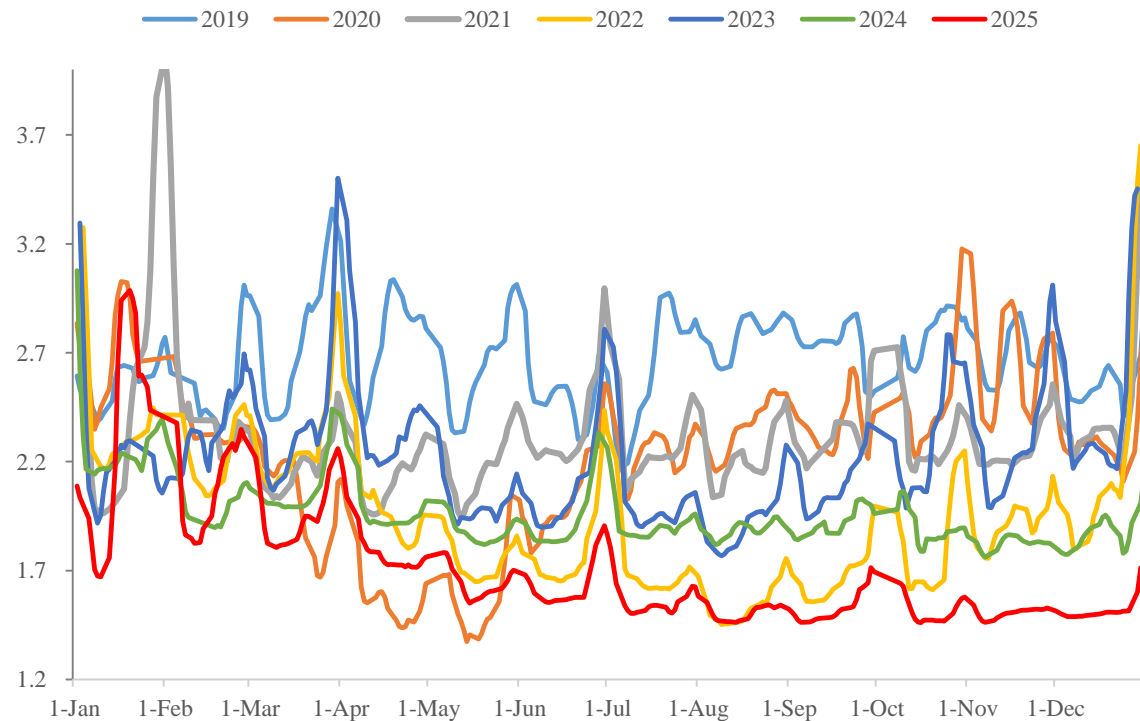


- 本月，银行间质押式回购利率1天期均值为1.3561%，较上月均值变化-7.19BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.547%，较上月均值变化4.43BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

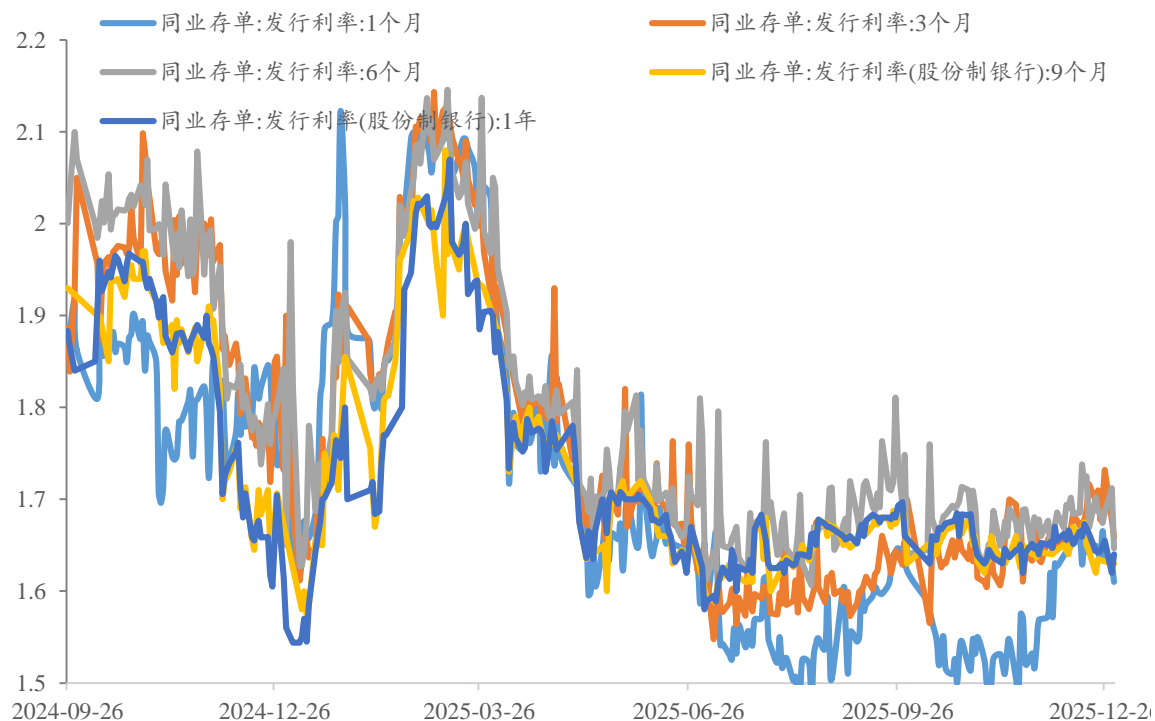


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)

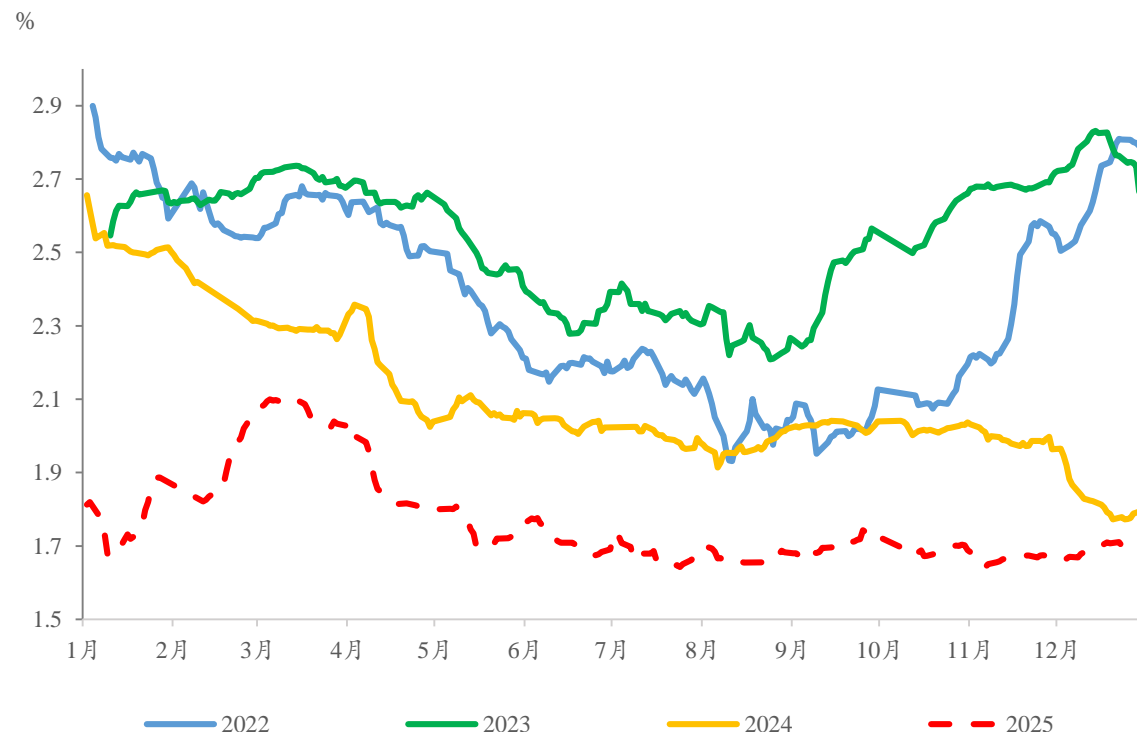


- 本月，同业存单发行利率多数中枢抬升，1M同业存单均值及至1.6534%，较上月变化10.78BP，3M同业存单发行利率均值及至1.675%，较上月变化3.14BP。6M同业存单利率均值1.68%，较上月均值变化2.27BP。同业存单利率普遍有所回升，年末银行存在负债压力，不过整体走势尚属平稳。

同业存单利率 (%)

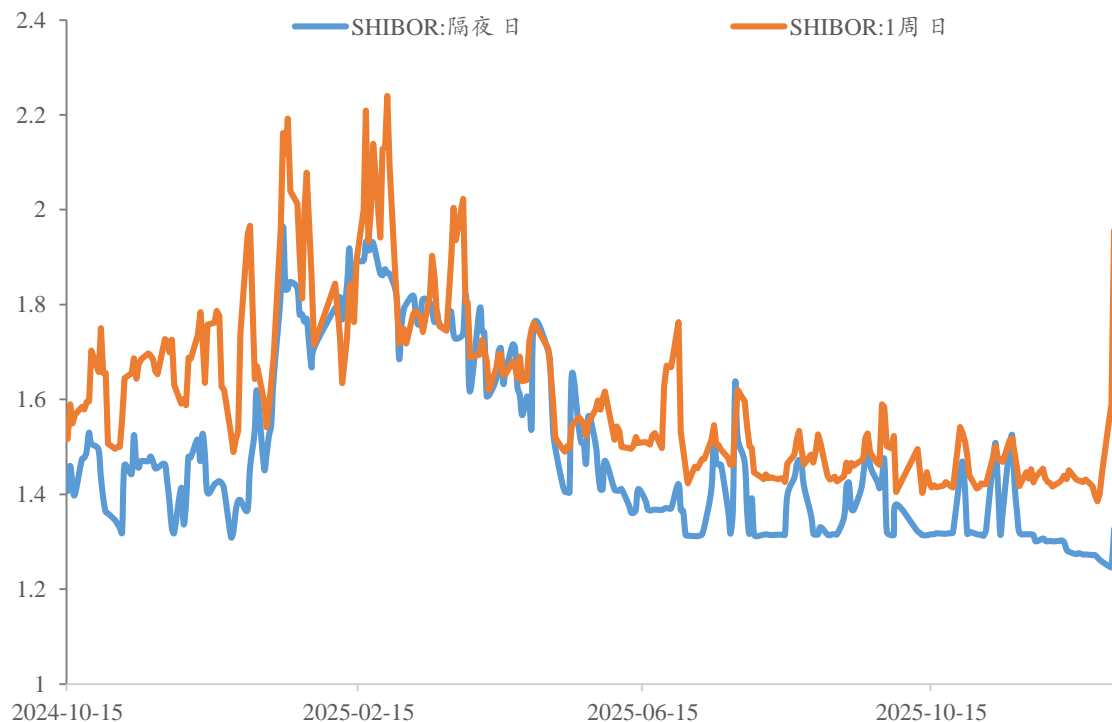


6M同业存单季节性 (5DMA)

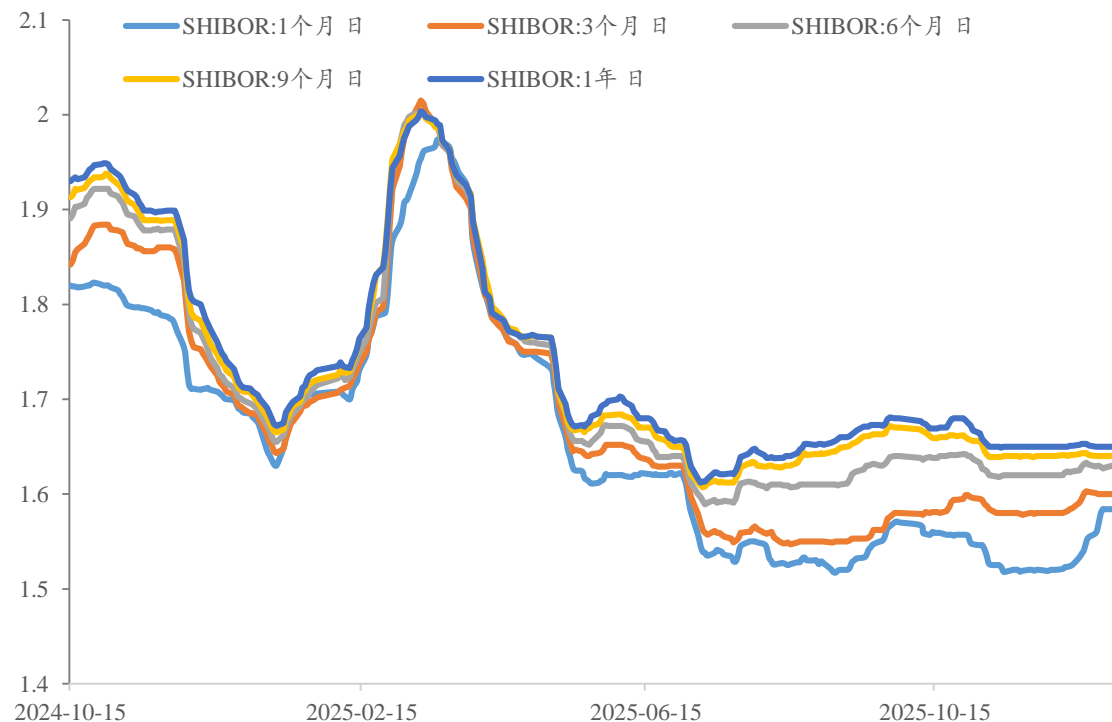


- 本月，shibor利率，隔夜和7天期利率均值分别变化-8.55BP和0.82BP至1.28%和1.46%。3M利率均值及至1.59%，较上周变化0.92BP，6M利率均值及至1.63%，较上周变化0.46BP。临近跨年，可跨年资金利率大幅上行，7天期利率上行至1.95%，与2024年底水平持平。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

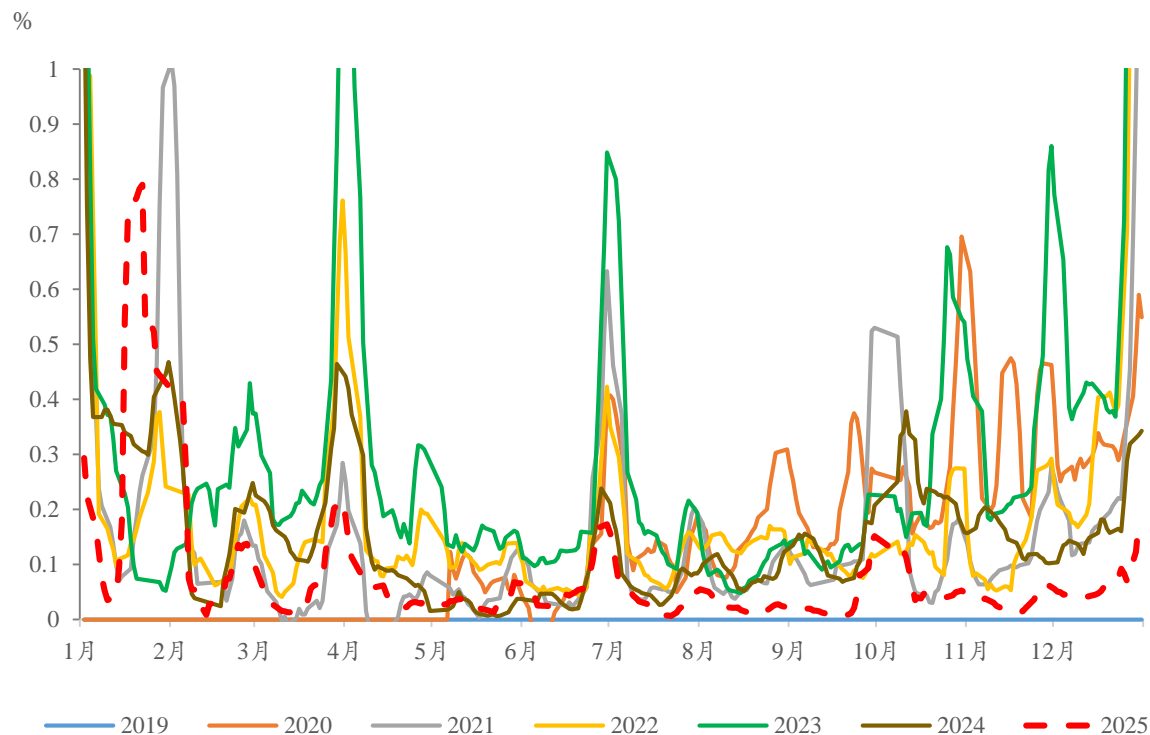


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)

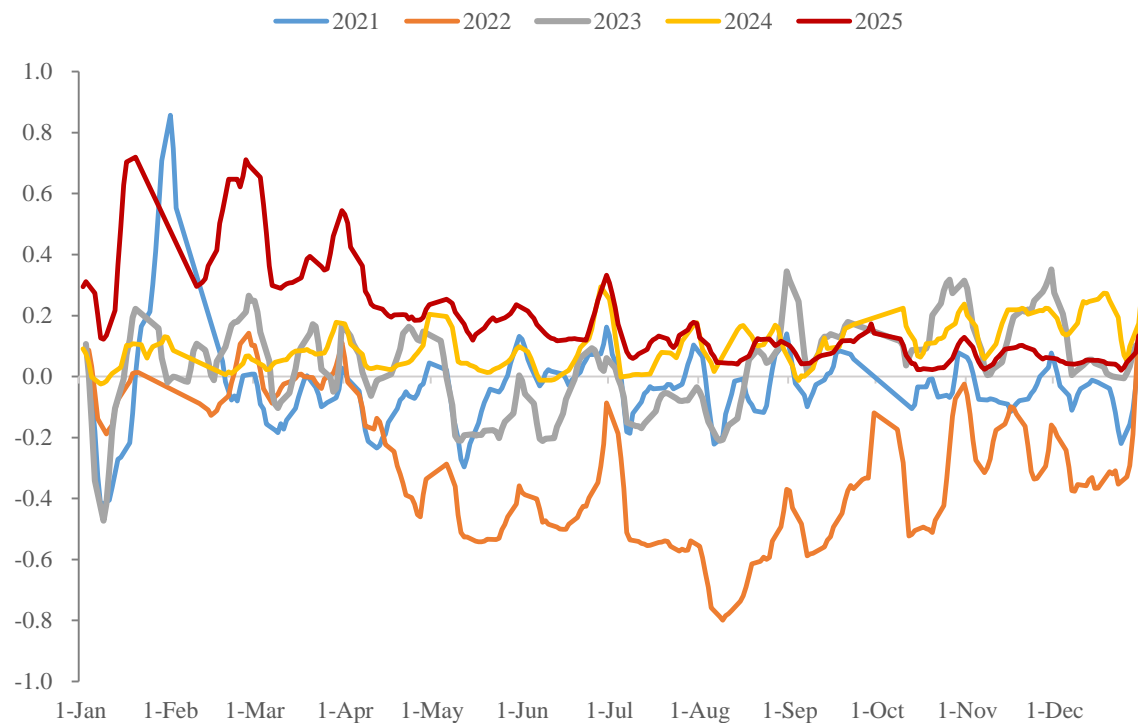


- 12月DR007-OMO利差维持在(0BP, 15BP)区间，R007-DR007利差也处于季节性相对低位。临近年末利差出现明显抬升，不过尚处在近年季节性范围内，整体资金面属平稳。

R007-DR007利差季节性 (%)



DR007-OMO利差 (%)



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

熊睿健 投资咨询编号：Z0019608

数据来源：wind、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢倾听
Thanks