

2025年12月22日

第49期·总第948期

## 经济延续回落趋势

## 跨年资金面波动将加大

### 市场行概览

#### 资金市场

12月19日	利率	周变动基点
SHIBOR 隔夜	1.27	-0.07
SHIBOR 7天	1.43	-0.09

#### 债券市场

12月19日	利率	周变动基点
10Y 国债	1.83	-2.06
10Y 国开债	1.97	-5.00

#### 外汇市场

12月19日	点位	周涨跌幅%
在岸人民币	7.0410	0.13%
美元指数	98.71	0.44%

#### 国内宏观数据

指标同比	最新	较前值
工业增加值	4.80%	-0.10%
固定资产投资	-2.60%	-0.90%
社会消费品零售	1.30%	-1.60%

编写：李晨曦

sfclcx@sinopec.com

5996-6487

审定：李勇

alexlee@sinopec.com

5996-6430

### 市场综述

**票据与信贷市场：**标杆大行的报价变化成为市场情绪转换的关键信号，前半周主要大行释放配置需求，抬价进场，票价上行；后半周，大行报价策略转向，票价震荡回落。后市来看，部分银行信贷前置，以票冲贷需求不足，买票意愿较低，供给有望保持稳定，预计本周票据利率将整体上行。

**外汇市场：**数据显示美国未来通胀增速有所放缓、劳动力市场可能进一步降温，但日本央行加息间接支持了美元，美元指数整体小升。11月经济运行总体平稳，实现全年预期目标有较好条件，支持人民币兑美元汇率保持升势，预计本周在岸人民币波动区间为 7.01-7.11。

**资金市场：**央行净投放 2000 亿元 6M 买断式逆回购，税期资金利率依旧维持低位运行，全周 DR001 稳定在 1.27% 附近。后市来看，自本周三起，拆借 7 天利率可跨年，资金面扰动因素增加，不过央行连续两日额外投放 1000 亿元 14 天逆回购，呵护跨年资金面，预计资金面波动将加大，但总体可控。

**债券市场：**前半周债券延续跌势，央行降息态度仍然不明确，经济数据对债市影响不大；后半周，受到市场传闻及机构行为转向影响，债市小幅上行。后市来看，货币政策定调已经明朗，银行账簿调整行为或接近尾声，交易盘跨年或回补仓位，市场将迎来一波修复行情。预计债券市场整体仍为震荡行情，10 年国债利率主要运行区间为 1.75%-1.90%。

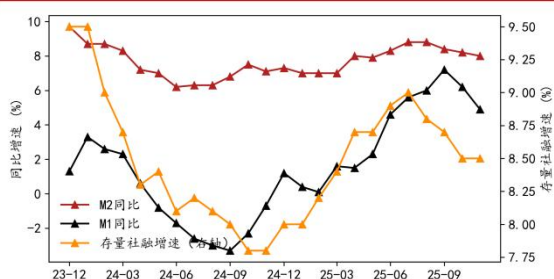
### 宏观数据

11 月经济数据在供需两端总体有所回落。从生产侧来看，工业生产延续较低水平，服务业生产指数也在高基数和消费放缓的影响下有所回落。从需求侧来看，扩内需政策效果有所分化，固定资产投资单月增速小幅回升，增量财政政策效果初步显现，但居民消费表现略差，社零增速低于预期。

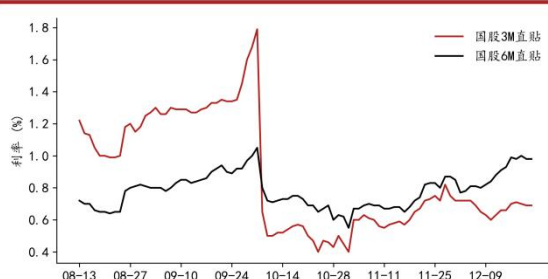
## ➤ 信贷与票据市场回顾展望

**回顾上周**，标杆大行的报价变化成为市场情绪转换的关键信号，前半周，主要大行释放配置需求，抬价进场，市场情绪快速升温，票价上行；后半周，大行报价策略转为“稳价或小幅下调”，卖盘压力缓解，票价震荡回落。**后市来看**，部分银行信贷前置，在一定程度上增加一般贷款供给，且近日大行转贴净买入为负，说明银行以票冲贷需求不足，与此同时，因计提拨备、利润核算规则等影响，银行买票意愿较低，按已累计日均贴现量看，本月超额补到期较多，供给或将保持稳定，预计本周票据利率将整体上行。

图：社会融资规模、M1及M2增速



图：票据直贴利率价格走势



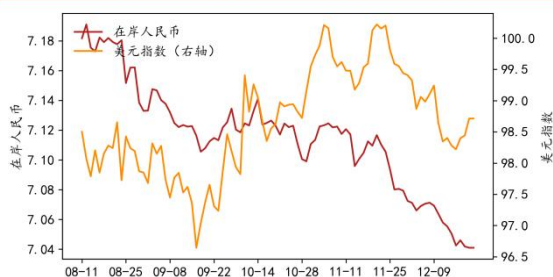
## ➤ 外汇市场回顾展望

**回顾上周**，海外方面，就业等重点数据显示美国未来通胀增速有所放缓、劳动力市场可能进一步降温，同时美国总统特朗普再次表示“下一任美联储主很可能倾向于推动降息”，不过日本央行加息间接支持了美元，美元指数先贬后升，整体小升。**国内方面**，11月经济运行总体平稳、稳中有进；且我国经济韧性强，宏观政策支持有力，新动能稳步成长，实现全年预期目标有较好条件，支持人民币兑美元汇率保持升势，周五在岸人民币报收7.0410。**后市来看**，预计本周在岸人民币波动区间为7.01-7.11。

表：美元指数及人民币汇率

日期	在岸人民币	离岸人民币	Wind人民币 汇率预估指数	美元指数
2025-12-16	7.0425	7.0361	96.78	98.22
2025-12-17	7.0460	7.0400	96.83	98.40
2025-12-18	7.0419	7.0335	97.01	98.44
2025-12-19	7.0410	7.0336	97.02	98.71
2025-12-22	7.0410	7.0336	97.02	98.71

图：在岸人民币及美元指数走势



## ➤ 资金市场及央行公开市场操作回顾展望

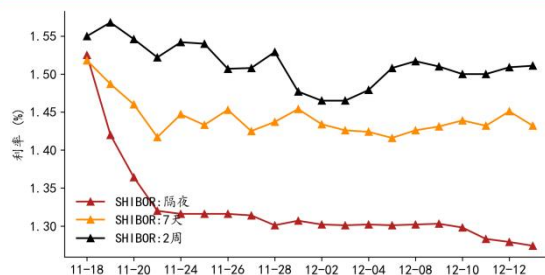
**回顾上周**，税期资金面依旧维持低位运行，税期首日，央行净投放2000亿元6M买断式逆回购，同时为了保持资金利率稳定，央行在短期资金投放上维持常规续作安排，日均净投放在百亿左右，全周DR001稳定在1.27%附近。**后市来看**，自本周三起，拆借7天利率可跨年，7天资金波动预计增加，同时政府债缴款将显著提升，因此预计跨年资金面仍有波动，不过央行连续两日额外投放1000亿元14天逆回购，呵护跨年资金面，

数据来源：Wind、全国银行间同业拆借中心、上海票交所

进一步推动了资金宽松预期，预计资金波动将加大，但总体可控。

央行公开市场操作统计				
本周期	总到期量：8775 亿			
逆回购	4575 亿			
国库现金定存	1200 亿			
MLF	3000 亿			
上周操作	到期量	投放量	利率	利率变动
逆回购 <sup>1</sup>	6685 亿	6575 亿	1.40%	-
MLF	-	-	-	-
<b>净投放量</b>	<b>1890 亿</b>			

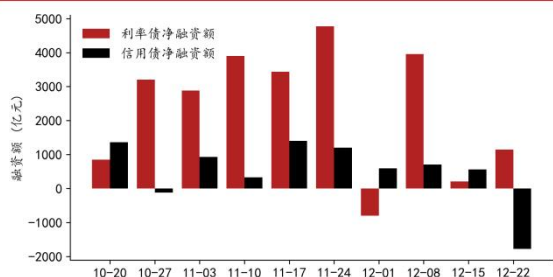
图：近1个月主要期限SHIBOR走势



### ➤ 债券市场回顾展望

**回顾上周**，前半周，央行降息态度仍不明确，经济数据对债市影响不大，债券延续上周跌势，超长债领跌；后半周，受到 LPR 下调及央行买债 2000 亿等市场传闻影响，同时机构行为转向，债市迎来**超跌修复行情**，小幅上行，**周五 10 年期国债收益率报收于 1.83%**（中证估值）。**后市来看**，货币政策定调已经明朗，短时间内央行虽然降低名义利率的意愿不足，但对资金面始终呵护，银行账簿调整行为或接近尾声，基金赎回强度减弱，交易盘跨年或回补仓位，市场将迎来一波修复行情。预计债券市场整体仍为**震荡行情**，**10 年期国债利率主要运行区间为 1.75%-1.90%**。

图：近两个月债券发行与到期情况



图：10年国债收益率走势



### ➤ 宏观经济运行冷暖图

<sup>1</sup>包含逆回购操作及国库现金定存

国内宏观	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月
工业增加值同比	4.80%	4.90%	6.50%	5.20%	5.70%	6.80%	5.80%	6.10%	7.70%	5.90%
固定资产投资累计同比	-2.60%	-1.70%	-0.50%	0.50%	1.60%	2.80%	3.70%	4.00%	4.20%	4.10%
房地产投资累计同比	-15.90%	-14.70%	-13.90%	-12.90%	-12.00%	-11.20%	-10.70%	-10.30%	-9.90%	-9.80%
基建投资累计同比	0.13%	1.51%	3.34%	5.42%	7.29%	8.90%	10.42%	10.85%	11.50%	9.95%
制造业投资累计同比	1.90%	2.70%	4.00%	5.10%	6.20%	7.50%	8.50%	8.80%	9.10%	9.00%
社会消费品零售同比	1.30%	2.90%	3.00%	3.40%	3.70%	4.80%	6.40%	5.10%	5.90%	4.00%
海外宏观	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月
美国:CPI:季调:同比	2.70%	3.00%	2.90%	2.70%	2.70%	2.40%	2.30%	2.40%	2.80%	0.00%
美国:核心CPI:季调:同比	2.60%	3.00%	3.10%	3.00%	2.90%	2.80%	2.80%	2.80%	3.10%	0.00%

## 国内宏观数据简评：11月宏观经济运行数据

11月经济数据在供需两端总体有所回落。从生产侧来看，工业生产延续较低水平，服务业生产指数也在高基数和消费放缓的影响下有所回落。从需求侧来看，扩内需政策效果有所分化，固定资产投资单月增速小幅回升，增量财政政策效果初步显现，但居民消费表现略差，社零增速低于预期。

具体看，11月工业增加值同比增长4.8%，较前值小幅下行，主要是需求不足拖累企业生产意愿，出口不确定性仍在，或影响后续制造业生产。但高频数据显示近期工业开工率同比降幅有所收窄，叠加12月工作日较多，12月工业增加值增速或止跌回稳。11月固定资产投资当月同比下降11.1%，前值为下降11.2%，小幅回升，基建投资当月增速小幅回升，前期部署的增量财政政策生效或为核心驱动因素，制造业投资单月增速小幅回升，新型政策性金融工具效果开始显现。考虑到从资本金到位到撬动配套实物工作量有一定时滞，预计明年一季度固投增速有望实现温和回升。社会零售销售同比增长1.3%，有所下降，主要由于部分区域和品类的消费补贴使用进度较快以及前期补贴的透支效应愈发显现。

## 金融监管及行业信息

- ◇ 12月15日，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《扩大内需是战略之举》。文章指出，扩大内需既关系经济稳定，也关系经济安全，不是权宜之计，而是战略之举。实施扩大内需战略，是保持我国经济长期持续健康发展的需要，也是满足人民日益增长的美好生活的需要。要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。
- ◇ 美国油服公司贝克休斯公布数据显示，12月19日当周，美国石油活跃钻井数减少8台至406台，天然气活跃钻井数持平，为127台，总钻井数减少6台至542台。