

金融市场月报

12月债券、货币市场回顾与展望

目录

一、	宏观经济分析:	2
1、	国内市场	2
2、	海外市场	2
二、	近期重要内容跟踪:	4
1、	通胀数据	4
2、	金融数据	5
3、	政策利率	7
4、	经济数据:	8
三、	货币市场、债券市场回顾及展望:	11
1、	12月资金面回顾:	11
2、	2025年资金面回顾	12
3、	12月债市回顾	13
4、	2025年债券市场回顾:	14

一、 宏观经济分析：

1、 国内市场

12 月内需增长偏弱、内外需温差仍在延续，国内原材料价格整体回暖。高频数据方面，居民出行维持高景气度，以旧换新补贴对汽车销售的支撑有所退坡，12 月港口高频指标显示出口同比较 11 月有所改善，工业生产进入淡季，地产成交同比偏低。

政策面：12 月中央经济工作会议明确温和扩张的总基调，要求明年“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”、“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”。政治局会议指出明年经济工作要稳中求进、提质增效。央行四季度货币政策委员会例会表示要继续实施适度宽松的货币政策、促进经济稳定增长和物价合理回升。12 月末，财政部、税务总局宣布购房不满 2 年个人住房增值税率从 5% 下调至 3%、2 年以上（含 2 年）的免征增值税。发改委宣布优化“两新”政策支持范围、补贴标准和实施机制。

通胀方面：国际油价继续回落、金价震荡上行，有色金属大幅上涨，“反内卷”政策市场化推进下国内原材料价格整体走高。农产品价格月环比累计上行。

金融市场反面：人民币兑美元汇率升值、月内突破 7 的象征点位；12 月 LPR 继续持平，月末银行间流动性偏紧，国债及地方债在高基数背景下发行同比少增。

2、 海外市场

海外市场方面，2025 年 12 月，美国国债收益率整体呈现区

间震荡走势。月初，受制造业 PMI 不及预期、小非农数据爆冷等影响，降息预期回升，美债收益率小幅下行。随后，12 月 10 日议息会议前，市场降息高预期不变，但焦点从“是否降息”转为“预防式鹰派降息”，认为未来降息的幅度和次数将大幅减少，美债收益率转为全线上行。月中，议息会议降息 25bp 落地、非农失业率超预期（4.6%，为 4 年新高）、加之日本央行加息落地利空出尽，收益率整体小幅震荡下行。月下旬，因逢圣诞假期和元旦假期，全球市场整体交投清淡，圣诞节前受两年期美债标售、三季度 GDP 终值超预期的影响，美债收益率小幅上行两天，随后下行，月尾两天，特朗普计划 26 年初公布鲍威尔继任者的消息叠加美联储会议纪要刺激美债收益率再度小幅走高。

进入 2026 年，市场机构对美联储降息或美债走势的预测不一。部分机构认为 2026 年美国 GDP 增速将保持在 2% 左右，通胀率向 2% 目标区间靠拢，劳动力市场持续疲软，2026 美联储有望降 75 个基点，使利率降至 2.75%-3.0% 区间。另一部分机构认为，美国通胀粘性较高，就业市场趋于稳定或改善，且市场已经过多消化美联储降息的预期，因此美联储降息力度会比市场预期要小，2026 仅会进行小幅降息。无论哪种声音，未来美债走势都将依赖劳动力市场表现，需持续关注美国经济、就业数据情况。2026 年 1 月份，重点关注新美联储主席的任命、12 月经济就业数据、1 月 28 日议息会议表述。

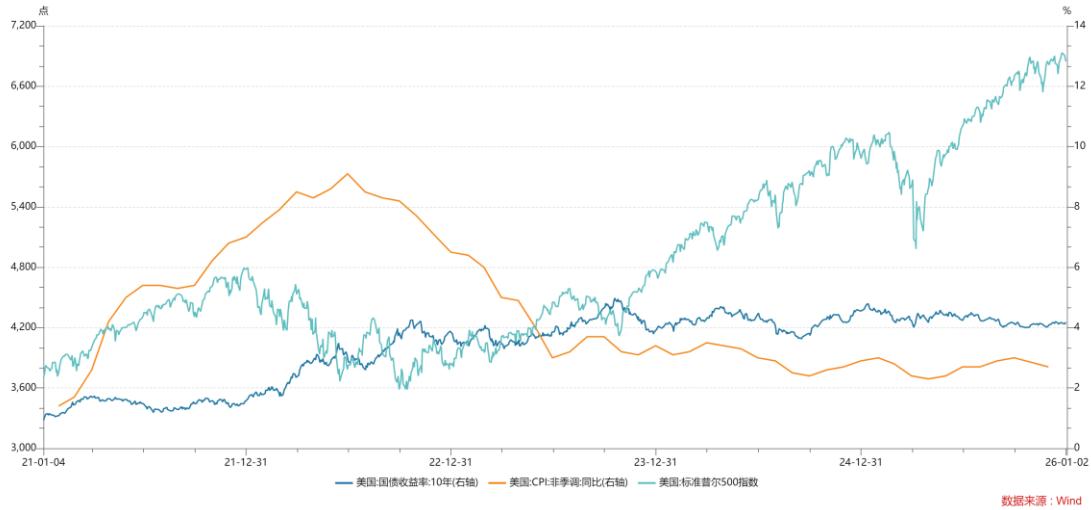


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、近期重要内容跟踪：

1、通胀数据

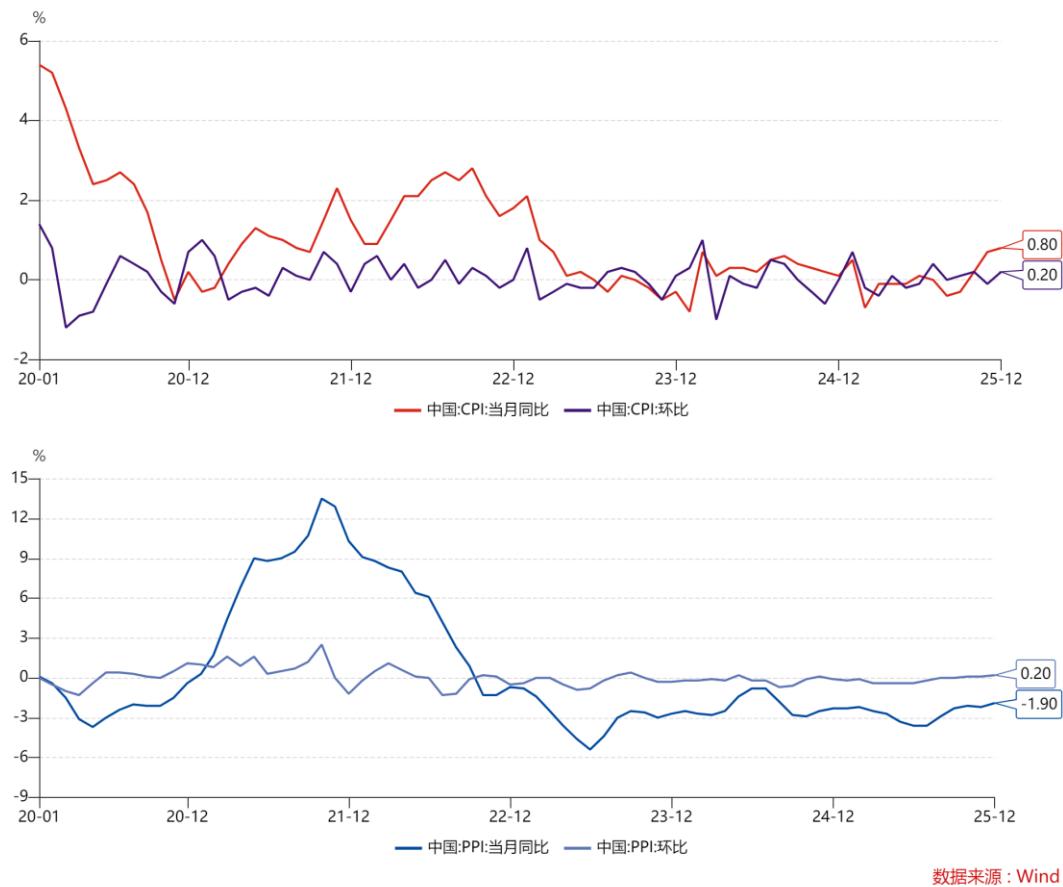
12 月 CPI 同比 0.8%，前值 0.7%，环比 0.1%；PPI 同比 -1.9%，前值 -2.2%，环比 0.3%。

12 月食品价格涨幅扩大带动整体 CPI 继续上行。商品方面，其中食品 CPI 同比 1.1%，涨幅较上月扩大 0.9pct，涨幅扩大至 2023 年 3 月以来最高水平，黄金饰品 12 月涨幅扩大至 68.5%，是支撑 CPI 上涨主要原因，受国际油价持续低迷影响能源价格跌幅继续走阔；服务方面，医疗服务价格持续走高，教育、旅游等服务消费保持韧性，而房价下行叠加失业率处于阶段性高位，房租 CPI 同比再度走弱。

12 月 PPI 同比跌幅收窄，上游行业价格普遍改善，表现强于市场预期，一方面 12 月 PPI 翘尾因素拖累减弱，另一方面“反内卷”的积极效应持续释放，PPI 环比回升动能增强，具体看 12 月上游开采和原材料加工行业价格表现整体好于中下游行业，上

游除石油、非金属制品行业外，其余行业价格普遍有所改善，下游消费领域价格回升主要集中于纺织、木材等低附加值行业，医药和电子行业价格仍待改善。

总体而言，2025 年通胀回升收官，预计今年将延续温和修复。下半年随着食品价格拖累减弱和“反内卷”政策催化，CPI 和 PPI 整体均呈现企稳回升态势，12 月 CPI 和 PPI 同比双双上行，当前价格指数已在微观呈现积极信号，展望 2026 年，随着新供给下供给侧调整深入，通胀内生动能将逐渐增强，叠加全球新一轮货币宽松周期催化，国内通胀将延续温和回升走势，PPI 有望年内接近转正。



2、金融数据

货币供应方面，12月M1增速继续回落，M2增速转为上升。12月M1同比增速继续回落1.1个百分点至3.8%，前值4.9%，其中M0、企业活期、居民活期存款增速均回落，M2增速则回升0.5个百分点至8.5%，前值8.0%。12月M1同比回落，主因基数拖累；M2同比回升，主因企业信贷放量和“政府债抽水”同比改善；从存款视角看，居民仍较为谨慎、企业开支意愿较强，分化态势明显。

社融增量方面，12月社融总量2.21万亿元，同比少增6462亿元；新增规模略高于过去五年同期均值2.02万亿。其中人民币信贷同比多增1402亿元至9804亿、表外融资同比少减505亿至649亿，是本月社融支撑项；政府债同比大幅减少1.07万亿至6833亿，继续拖累当月社融。人民币信贷方面，居民信贷依然偏弱，企业中长期贷款增速回落30个月后终见上行：12月居民短贷连续第三个月负增长，依然为历年同期最低值，自2025年6月国补力度边际转弱后，居民短贷基本均位于历史同期新低位，地产不景气背景下，居民中长期投放依然乏力，12月同比少增2900亿至10亿，新增规模远低于过去几年同期，12月企业部门信贷同比多增5800亿至1.07万亿，新增规模为历史同期次高，，企业中长贷同比多增2900亿至3300亿，对应企业中长贷余额增速较2025年11月上升0.26个百分点至8.06%，为企业中长贷增速自2023年6月由18.09%开始回落之后，首次转为上行，期间已回落30个月。

综上，12月社融规模和历年同期规模均值相差不大，政府债依然是拖累项，表外融资和人民币信贷对社融有所支撑。企业部门信贷表现不差，特别是中长贷余额增速在经历30个月下行后终见回升。往后看，2026年虽然依然面临化债扰动，经济新旧动能切换后传统行业对信贷需求下滑、新兴行业对信贷黏性不高的问题，不过也需关注到积极信号，对后续企业中长期贷款需求可适当走出悲观叙事，跟踪其回升的持续性及幅度。

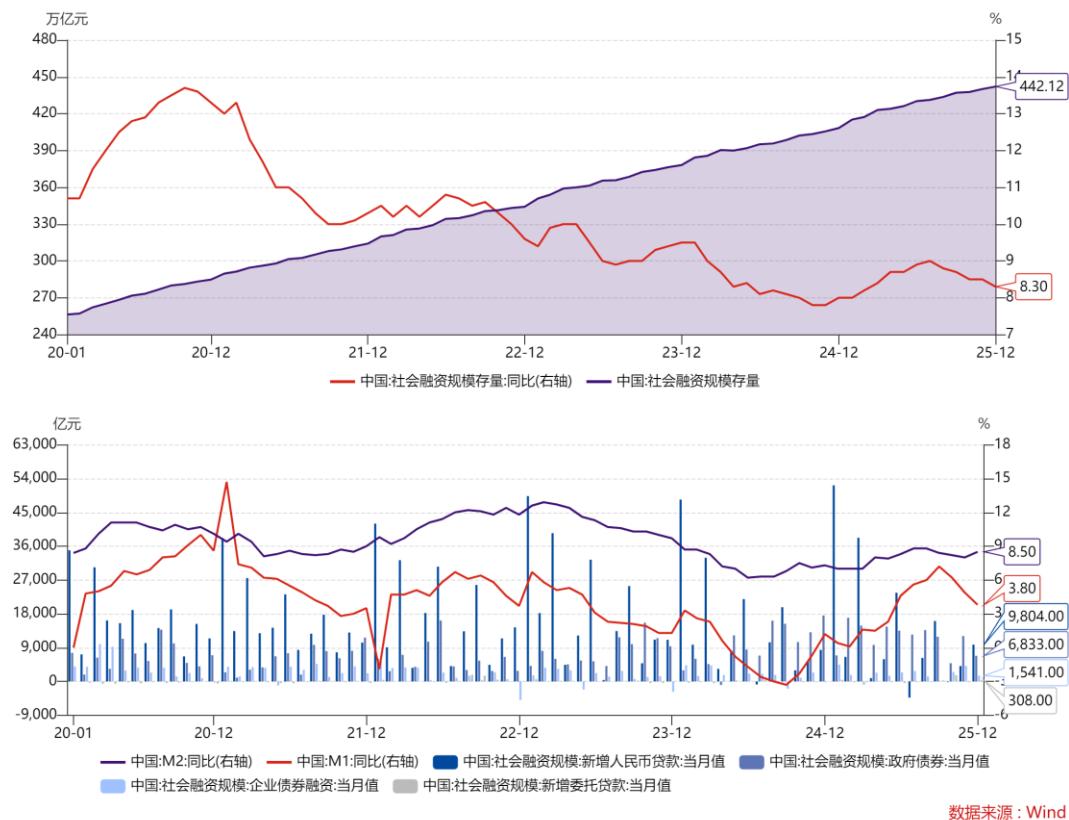
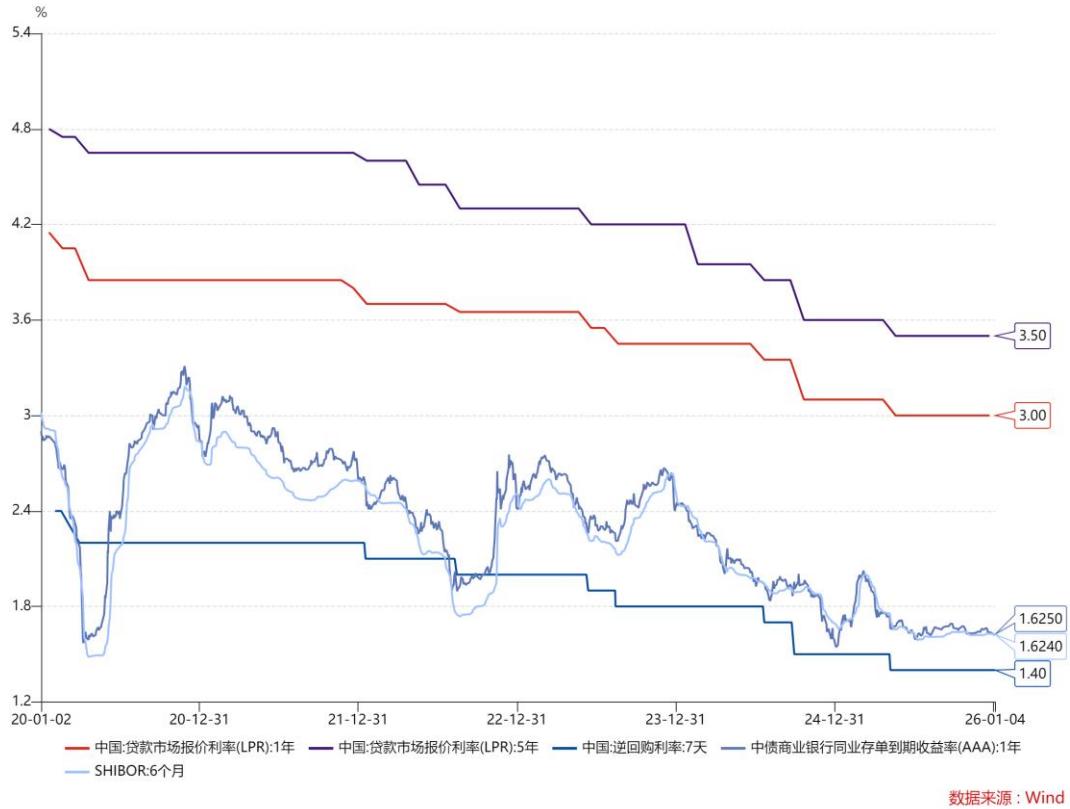


图 3：社会融资数据

3、政策利率

12月公开市场政策利率保持不变。



2026 年 1 月 15 日央行新闻发布会宣布下调各项结构性货币工具（包括再贷款、再贴现、PSL 以及其他专项工具）利率 0.25 个百分点，增加支农支小再贷款 5000 亿、在支农支小再贷款下设立额度 1 万亿的民营企业再贷款（其中新增规模 5000 亿）、增加科创再贷款 4000 亿，合计新增 1.4 万亿。本次结构性工具降息对商业银行负债成本、缓和净息差压力有一定效果。下调结构性工具利率后，短期公开市场降息落地的可能性进一步降低，但央行亦明确表示“降准降息从今年看仍有一定空间”，意味着宽松仍然是确定性方向，但落地窗口可能会后置。

4、 经济数据:

中国 12 月官方制造业 PMI 50.1%，前值 49.2%；非制造业

PMI 50.5%，前值 49.5%。制造业景气度较前月回升 0.9 个百分点至 50.1，时隔 9 个月再次站上荣枯线。

制造业：12 月制造业 PMI 明显回升，主要受新动能、消费品等行业提振，从行业看，黑色压延、化学纤维、化学原料等传统行业 12 月 PMI 均有所回落，与高炉、PTA 开工等回落表现一致，但缺乏开工指标跟踪的电气机械、医药等新兴行业 PMI 有所回升。大类行业中，高技术、装备制造 PMI 均有所改善，分别上行 2.4 个、0.6 个百分点至 52.5%，50.4%。新出口订单指数延续改善态势，12 月上行 1.4 个百分点至 49%，12 月港口外贸货运量同比回升 0.6 个百分点至 12%，保持较高水平；领先指标方面，加工贸易进口领先出口 1 个月，11 月加工贸易进口也明显回升，均指向外需具有韧性。

非制造业：服务业 PMI 改善，新订单、从业人员指数均有所回升，12 月服务业 PMI 回升 0.2 个百分点至 49.7%。12 月汽车高频产销明显走弱，反映国补力度退坡、需求透支影响，但整体消费品行业 PMI 上行 1 个百分点至 50.4%，主要集中于受上述影响较小领域：纺织服装服饰 PMI 回升 4.5 个百分点，与出行改善相对应。12 月建筑行业 PMI 明显回升 3.2 个百分点至 52.8%，特殊再融资债超发问题缓解、增量政策落地等影响下，化债对投资的挤出效应边际弱化；房屋建筑活动、土木工程建筑业活动较前月上行，建筑业业务活动预期指数保持在 57.4% 的高位。

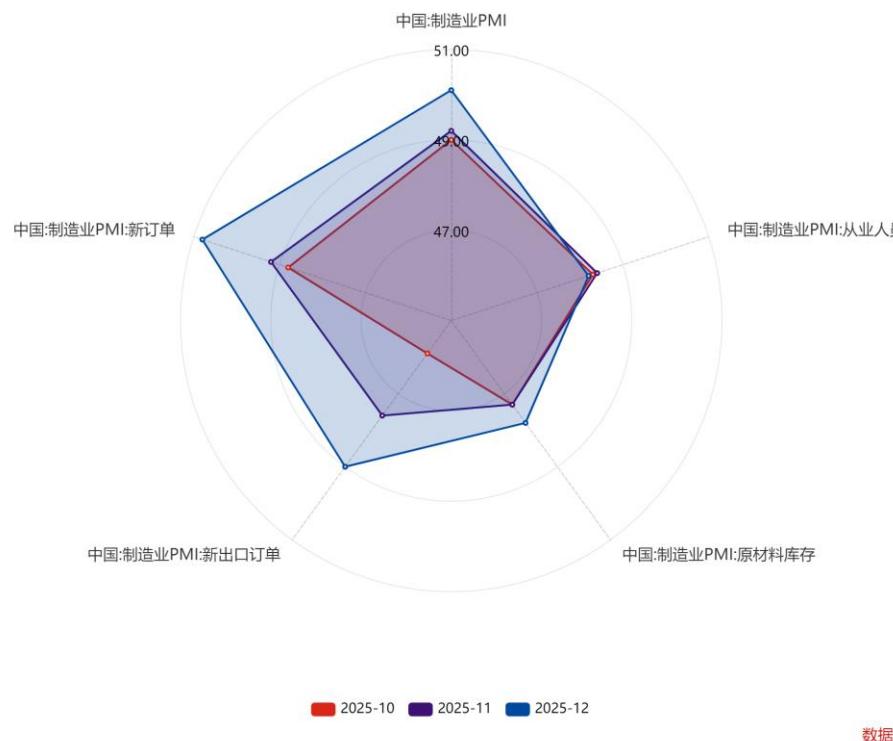


图 5: PMI 指数

根据海关总署公布数据, 以美元计, 12 月出口总值 3577.8 亿美元, 同比增 6.6%, 创单月新高; 进口同比增 5.7%, 涨幅扩

大 3.8 个百分点，均为三个月以来新高。当月贸易顺差录得 1141.4 亿美元，增加 24.6 亿美元。2025 年累计，以美元计出口、进口同比分别增长 5.5% 和 0，较 2024 年放缓 0.3 个、1 个百分点；全年实现贸易顺差首次突破万亿美元大关，达 1.19 万亿美元，创历史新高。近年来，中国出口表现出较强韧性，2025 年 12 月进出口同比表现均高于市场预期上限，分国别看，12 月中国对主要目的地出口分化，发达经济体中，对欧盟出口增速放缓 2.9 个百分点至 11.5%，但高于总体水平，对美国出口降幅扩大 1.8 个百分点至 30.6%，对日本出口同比增速微升至 4.7%，仍低于平均水平。在新兴经济体中，对东盟出口增速加快 2.5 个百分点至 11.1%，对俄罗斯出口结束八连降，增长 3.5%，对非洲、拉丁美洲出口增速分别放缓至 21.6%、10.7%。分商品看，12 月劳动密集型商品出口仍然低迷，均呈下降态势，机电产品、高新技术产品出口继续好转，增速分别加快 2.4 个、8.9 个百分点至 12.2%、16.7%，明显好于出口总体水平，其中手机、集成电路、汽车及地盘出口增速较前值提高均超过 10 个百分点。

三、货币市场、债券市场回顾及展望：

1、12 月资金面回顾：

2025 年 12 月，本月月中货币市场较为稳定，市场主要聚焦于跨年资金配置。全月资金价格随着跨年临近而逐步抬高，但同时，随着央行持续大额的跨年 7 天逆回购投放支持，跨月

资金总量供应充分。具体来看，本月央行净投放 3M 买断式逆回购 1000 亿元，6M 买断式逆回购 6000 亿元，MLF 净投放 1000 亿元，短期与中长期公开投放仍保持稳定的资金投放量。

12 月市场隔夜利率在 1.28% 附近，较上月下降 10BP，7 天利率平均在 1.59%，较上月上升 8BP，主要受跨月资金影响。国股一年期同业存单利率未有太大波动，仍稳定于 1.6%-1.65%。

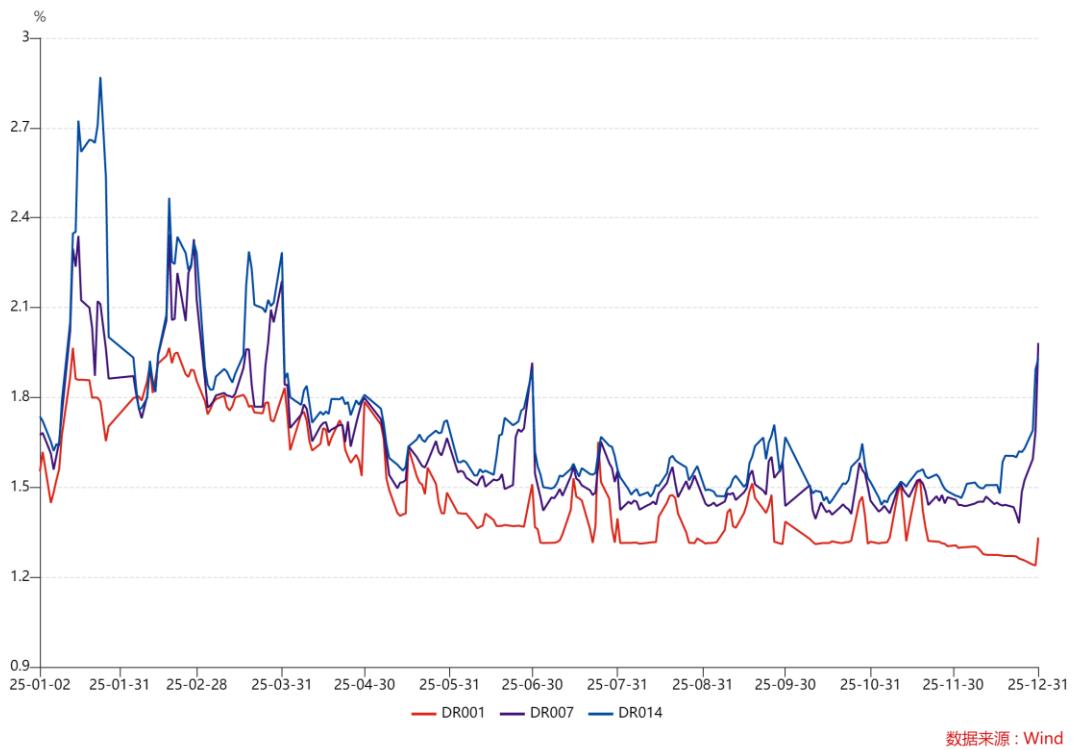


图 6：资金利率走势图

2、2025 年资金面回顾

本年总体来看，资金面始终保持宽松充裕状态，随年中一次降息资金利率曲线逐步下移。央行在 2025 年多次细化公开市场操作，重启如买断式逆回购，国债买卖等工具，改变了过去月内短期使用 7 天逆回购，长期使用 MLF 操作调节市场流动性水平的方法；而转为短期使用 7 天逆回购对货币市场波动削峰填谷，中

长期搭配使用买断式逆回购与 MLF 操作，极大提高了公开市场操作的灵活性，与引导市场流动性管理的实时性。回顾全年，在新货币市场工具体系下，资金面总体宽松，资金利率除月末，春节等特殊时点价格平缓下降，隔夜到一年稳定于 1.25-1.65% 区间内。

3、12 月债市回顾

12 月份人民币债券市场呈震荡偏空走势，政策面上中央政治局会议和中央经济工作会议相继召开，指出 2026 年继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。在宽松资金面背景下，国债收益率短端维持稳定并略有下行，超长端在特别国债和地方债超长债供给加大传闻下收益率上行，收益率曲线期限利差整体走阔，30 年国债触及前期高点，显示当前机构对超长端债券承接力量不足。年末 1 年期国债收益率收于 1.33%、3 年期国债收益率收于 1.38%、5 年期国债收于 1.63%、10 年期国债收于 1.85%、30 年期国债收益率收于 2.27%，30 年-10 年国债全年利差走阔超过 20bp，曲线利差期限走阔。

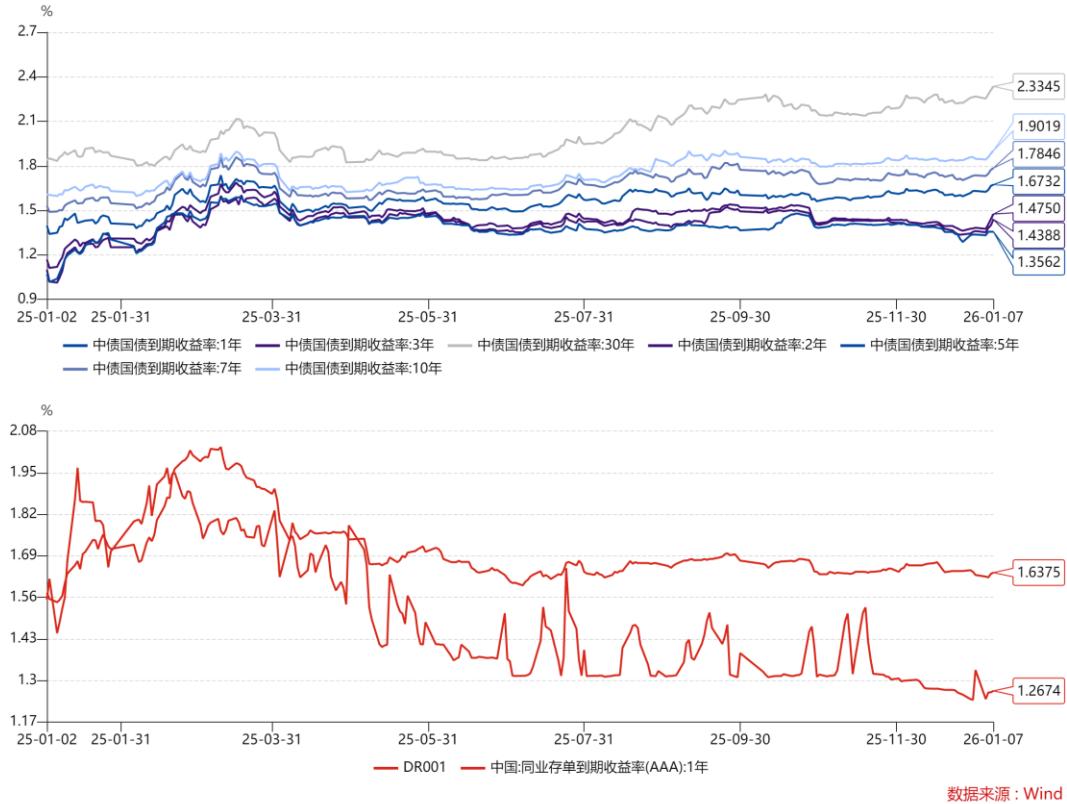


图 7: 人民币债券走势

4、2025 年债券市场回顾:

2025 年全年人民币债券市场体感较差，为近几年极不寻常的震荡市，直观原因主要为：去年年底透支效应、全年货币宽松政策低于预期、监管升温及权益市场风险偏好的提升。背后宏观逻辑主要为：一是“924”政策余温与宽财政支撑经济企稳，实现全年经济目标，二是中美贸易摩擦反复，但出口保持韧性，三是美联储降息预期延续与去美元化，叠加科创叙事、反内卷等政策，推升股市和商品的风险偏好提升，四是低利率环境下，机构投资者行为的深刻变化。具体来看，人民币债券市场全年可分为四个阶段：阶段一：一季度债券市场对延续去年末围绕宽货币预期走势进行修正，资金面持续收紧导致债券收益率上行，10 年国债上

行 22bp 至 1.9%。阶段二：二季度中美贸易摩擦反复叠加资金面转松，10 年国债下行 25bp 至 1.65%，但后续中美贸易摩擦趋于钝化。阶段三：三季度债市监管升温，基金销售新规征求意见及“反内卷”政策影响下，10 年国债上行 21bp 至 1.86%，期间权益市场大涨、严监管对机构投资者形成明显利空，超长端及信用类产品迎来调整；阶段四：四季度中美摩擦及宽松预期反复，利率偏弱震荡，期间央行启动买债但量低于预期，十五五规划出台聚焦中长期规划，加之基金销售新规迟迟不落地，债券多空交织反复震荡缺乏主线。

免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。