



# 国内内需定调明确，海外央行密集决策

——宏观周报（12月15日-12月19日）

2025年12月21日

- 本周关注：国内方面**，政策层面密集释放信号，扩大内需成为核心主线，《求是》杂志发文明确其战略定位，中央财办详解相关工作部署，商务部等三部门联合推出11项举措，通过数字人民币红包、消费贷款支持等方式提振消费；资本市场改革与监管同步推进，证监会明确“十五五”改革方向，涵盖公司治理、权益基金发展、板块改革等重点。经济数据方面，11月工业、服务业保持增长，消费温和回升，但房地产投资仍处下滑区间，70城房价环比总体下降；海南自贸港全岛封关正式启动，首日免税消费数据亮眼，政策红利加速释放。**海外方面**，日本央行加息至30年高位，英国央行年内第四次降息，欧洲央行维持利率不变，美联储官员释放暂停降息但仍有宽松空间的信号，美国11月通胀数据低于预期但失业率攀升；特朗普政府推出太空战略、起诉BBC并封锁委内瑞拉相关油轮，俄乌冲突持续。
- 国内宏观-需求端：（1）消费：居民出行热度延续降温，乘用车零售同比降幅收窄。**截至12月20日，12月地铁客运量增速较去年12月均值同比增2.7%、较11月均值环比降1.6%，国内执行航班数平均值为1.22万架次，同比增长1.1%，国际执行航班数平均1809.8架次，同比增长6.3%。据乘联会，12月前两周全国乘用车市场零售76.4万辆，同比下降24.4%，环比下降1.5%。**（2）外需：高频数据显示外需景气度边际下滑。**截至12月20日，波罗的海干散货指数(BDI)均值为2424.1，环比+10.0%，同比增121.3%；中国出口集装箱运价指数均值为1119.2，较11月均值增长1.8%，同比下降24.9%。12月第二周港口货物吞吐量26248.0万吨，同比增长2.2%，集装箱吞吐量658.9万箱，同比增长7.4%。
- 国内宏观-生产端：生产延淡季下滑趋势。**截止12月21日，生产继续保持淡季下行趋势，本周高炉开工率录得78.45%，环比下降0.16pct；焦炉生产率下降1.42pct至70.48%。**地产基建小幅上行但仍然低迷**，水泥发运率上升1.53pct至31.62%；螺纹钢开工率录得39.04%，虽有上升2.01pct但仍低迷。**消费制造业方面**，汽车半钢胎开工率下滑0.18pct至71.39%，全钢胎开工率回升0.07pct至64.14%，不过半钢胎开工率依然低于去年水平。**化工方面涨跌不一**，ABS开工率下降0.43pct至70.10%；PTA产量连续维持141.11万吨，开工率维持73.81%；纯碱开工率下降1.61pct至82.74%；炼油厂开工率维持55.9%
- 国内宏观；物价表现：（1）CPI：猪肉价格持续下滑，蔬菜价格冲高回落。**截止12月20日，猪肉平均批发价周环比下跌1.09%，生猪期货价格下跌1.59%。目前猪肉价格仍在磨底，整体仍是供强需弱的格局，月底腌腊季的需求拉动或使得猪肉价格出现一定程度反弹。果蔬方面，28种重点监测蔬菜平均批发价格下跌0.30%，6种重点监测水果平均批发价上涨1.71%，苹果期货结算价格下跌3.54%。受到南方产区供应恢复和北方大棚蔬菜批量生产的影响，本周蔬菜供应的紧缺程度有所缓解，价格呈现冲高回落的态势。苹果则受到需求端表现疲软和梨、柑橘等替代水果供应充沛的影响价格承压。此外，鸡蛋价格周环比上涨0.11%。**（2）PPI：原油价格继续承压、黑色价格小幅回升。**截止12月20日，WTI原油下跌1.60%，布伦特原油

## 分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

赵红蕾

☎：010-8092-7606

✉：zhaohonglei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

铁伟奥

☎：136-8324-0373

✉：tieweiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060002

研究助理：薄一程、吴佳文

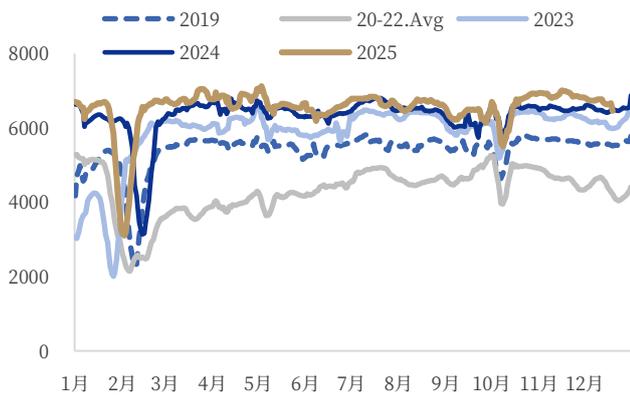
下跌 1.06%。尽管受包括美国在委内瑞拉沿海的强硬行动以及俄乌和平谈判未果和美联储降息等利多因素影响，但市场对供应过剩加剧的担忧使得原油价格继续承压。黑色系商品方面，焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢价格环比分别上涨 0.51%、上涨 2.81%、上涨 1.18%、上涨 3.40%。本周双焦价格有所反弹，主要受到消息面影响。12 月 17 日国家发改委等六部门联合印发《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2025 年版）》，其中燃煤发电供电煤耗均有不同程度的收紧，这可能导致高品质炼焦煤供应边际紧张的预期。本周螺纹钢产量小幅增加，需求小幅增加，库存延续降势，基本面矛盾有所缓和。有色等工业产品方面，本周铜、铝价格环比上涨 0.50%、下跌 0.41%。本周铜铝价格表现较为震荡，考虑到未来宽松基调仍较为稳固，铜铝价格得上行趋势较为确定。水泥价格环比上涨 0.44%，玻璃价格环比下跌 2.71%。

- **国内宏观-财政：明年专项债项目“自审自发”试点范围或扩大。** 本周发行一般国债 2960 亿元，发行进度 99.3%；发行地方新增一般债 59.6 亿元，发行进度 96.3%；发行地方政府新增专项债 292.6 亿，占年初新增额度 104%，其中特殊新增专项债发行 12 亿元，累计发行 1.37 万亿，占年初新增额度 170.9%。本周三（17 日）财政部公布 1-11 月财政数据，与 11 月经济表现匹配，生产端走弱影响下增值税和企业所得税增速放缓，叠加高基数效应企业所得税当月同比转负，导致前两个月税收增速快速改善态势在本月有所放缓。财政一、二本账合计收入增速小幅回落至 -0.2%（前值 0.2%），合计支出增速降至 4.5%（前值 5.2%），收入增速连续两个月小幅下行，支出增速连续四个月放缓。12 月 18 日，国家发展改革委固定资产投资司发表题为《着力扩大有效投资》的文章指出，要研究调整地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围，进一步优化专项债券项目和资金管理机制。当前“自审自发”试点范围包括北京、上海等 10 省市及河北雄安新区，这一表述意味着试点在明年可能扩大或者动态优化，有利于提升发债效率，及时形成实物工作量，在机制上为明年的财政靠前发力创造有利条件。
- **国内宏观-货币和流动性：国债收益率曲线下移。** 本周公开市场逆回购操作合计净回笼 110 亿元。多数货币市场利率回落，其中 SHIBOR007 收于 1.4311%（-2BP），DR007 收于 1.4413%（-3BP），GC007 收于 1.5700%（+3BP）。银行间质押式回购日均成交量上行至 8.5 万亿元（前值 8.1 万亿元）。国债收益率曲线下移。30 年期国债收益率收于 2.2251%（-1BP），10 年期收于 1.8308%（-1BP），1 年期收于 1.3547%（-3BP）。1 年期国有银行同业存单发行利率收于 1.66%，环比持平。
- **海外宏观-政策：海外央行密集落地利率决议。** 1) 日本央行一致同意加息 25 个基点，将政策利率上调至 0.75%，达到 30 年来高位，并在声明中明确，若经济和物价运行符合预期，将继续上调政策利率并调整货币宽松力度。2) 英国央行在货币政策委员会内部存在分歧的情况下实施年内第四次降息，将基准利率从 4% 下调至 3.75%，为近三年来最低水平。3) 欧洲央行则维持存款利率在 2% 不变，同时上调未来两年通胀和经济增长预期，行长表示本次会议未讨论加息或降息，并指出在当前不确定环境下难以提供前瞻性指引。4) 瑞典和挪威央行维持政策利率不变，俄罗斯央行连续第五次降息，将基准利率下调 50 个基点至 16%。5) 美联储方面，多位官员表示当前货币政策立场已接近中性，短期内再次降息的紧迫性有限，但在就业走弱、通胀受控的背景下，未来仍存在一定调整空间。
- **海外宏观-经济：美国公布就业与通胀数据。** 1) 美国 11 月新增非农就业 6.4 万人，高于市场预期，但前期数据出现明显下修，其中 10 月新增就业被修正为减少 10.5 万人，8 月和 9 月合计下修 3.3 万人；同期失业率升至

4.6%，创 2021 年 9 月以来新高。平均时薪同比增速回落至 3.5%，环比仅增长 0.1%。2) 美国 11 月 CPI 同比为 2.7%，核心 CPI 同比为 2.6%，均低于市场预期，受此前政府停摆影响，11 月 CPI 环比数据未能公布，一定程度上影响了短期判断。3) 欧央行最新预测显示，未来几年通胀将逐步回落至 2% 左右，经济增长预期较此前有所上调，季度增长数据好于市场预期。

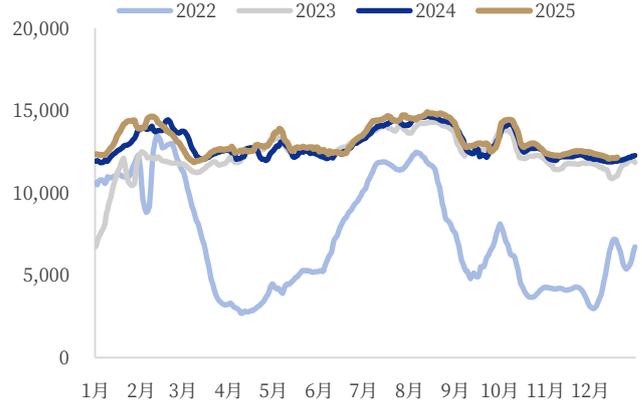
- **风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

图1: 地铁客流量 (万人次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 国内航班执行航班数 (架次)



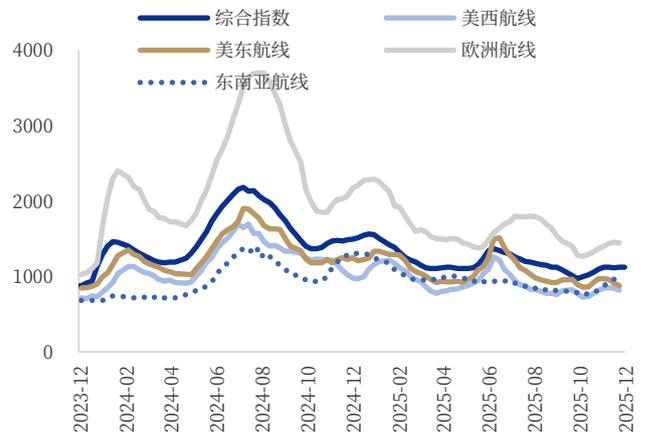
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 波罗的海干散货指数(BDI)及原油运输指数 (BDTI)



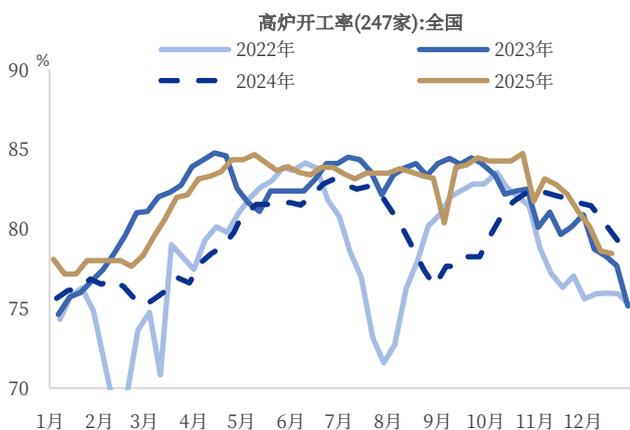
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)1998年1月1日=1000



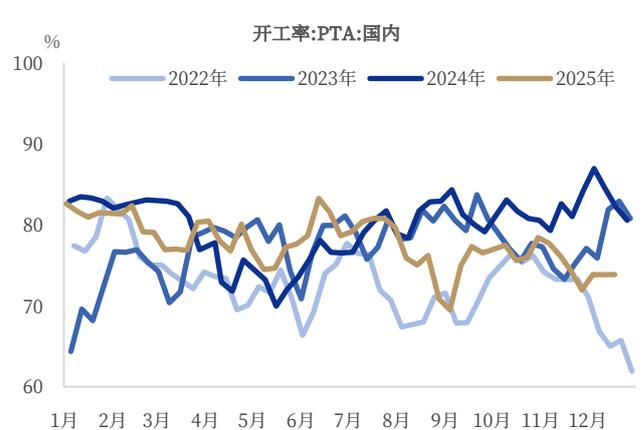
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 高炉开工率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: PTA 开工率



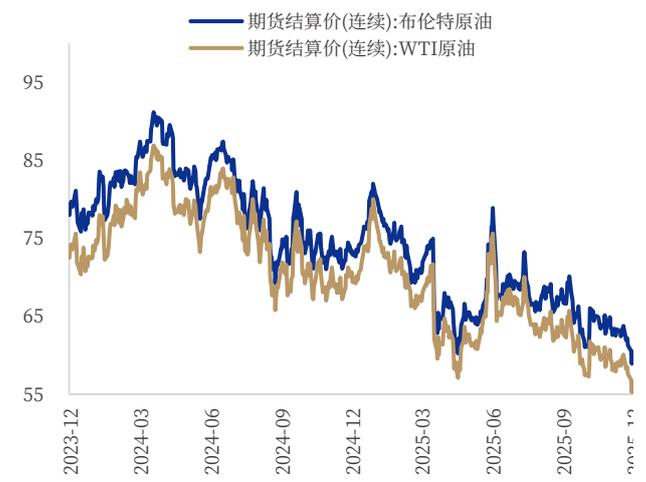
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 苹果期货价(元/吨)及果蔬现价(元/公斤)走势



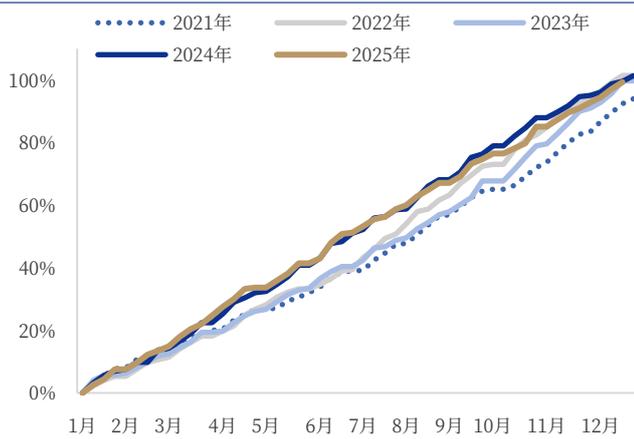
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 布伦特和 WTI 原油期货结算价(美元/桶)



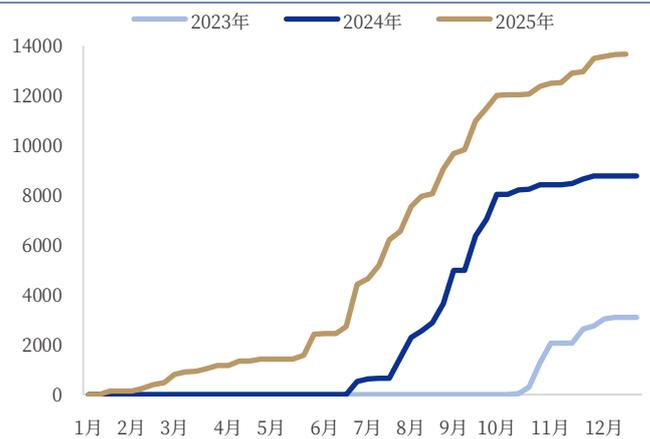
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 一般国债发行进度接近尾声



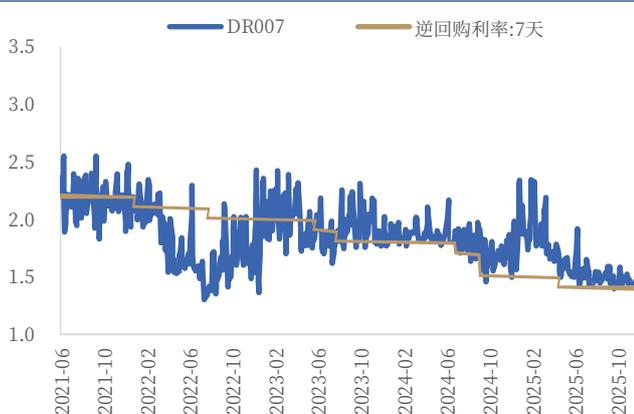
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 特殊新增专项债累计发行近 1.37 万亿元



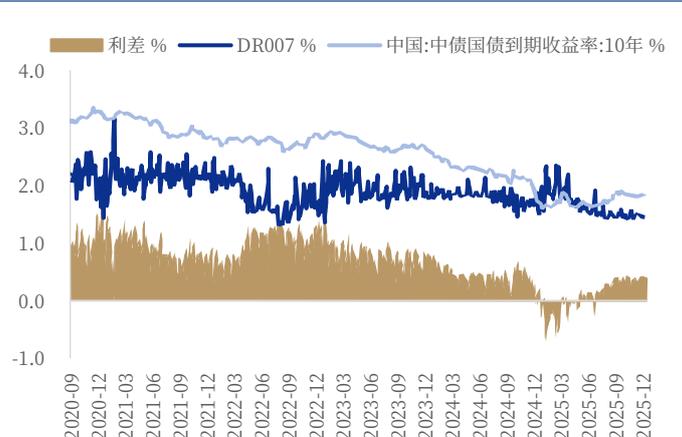
资料来源: 企业预警通, 中国银河证券研究院

图11: DR007 与 7 天逆回购利率 (%)



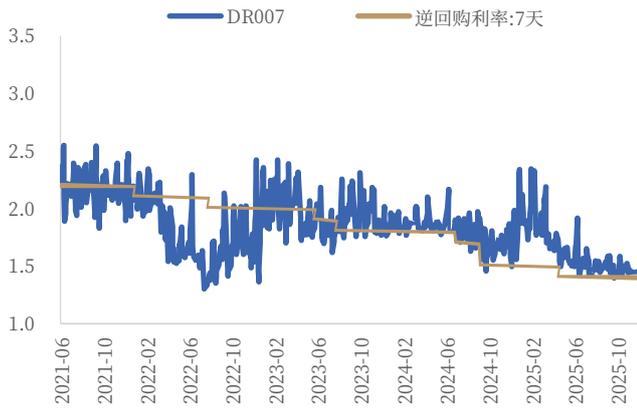
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 10 年期国债收益率与 DR007



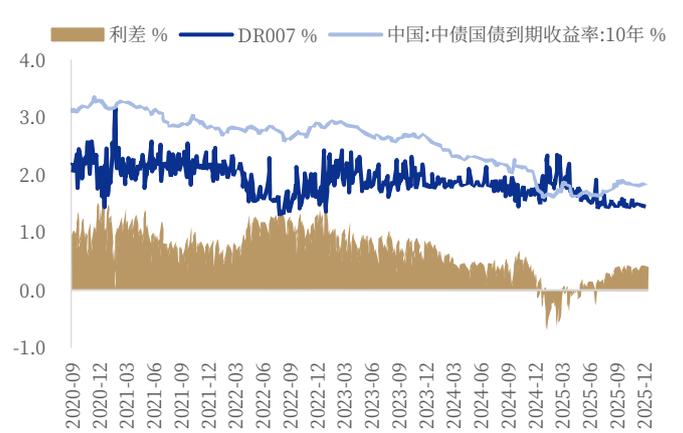
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: DR007 与 7天逆回购利率 (%)



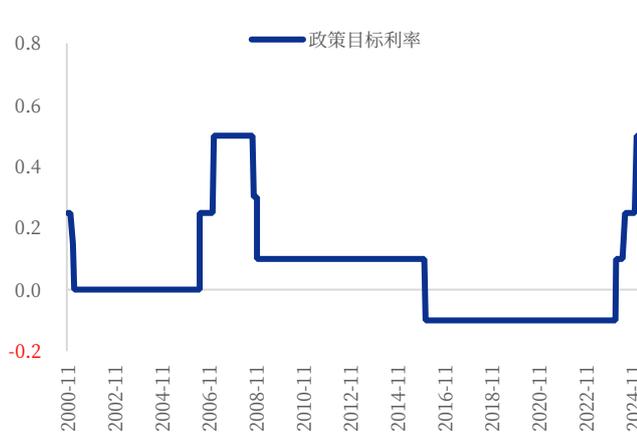
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 10年期国债收益率与 DR007



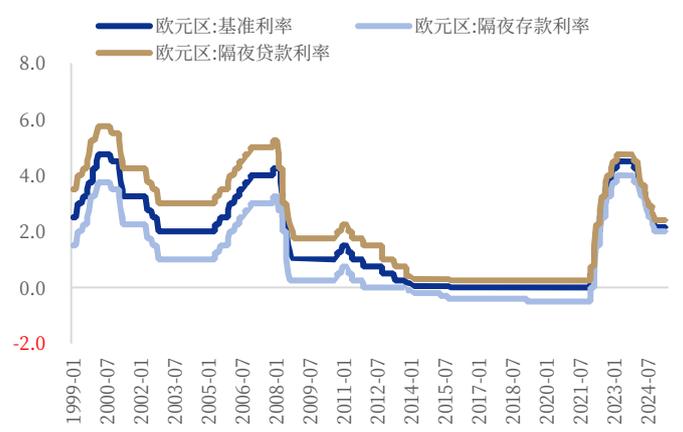
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 日本政策利率目标 (%)



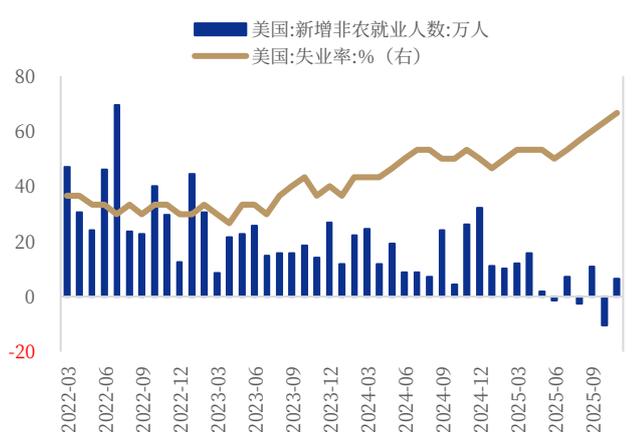
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 欧洲央行利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 美国新增非农就业人数与失业率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 风险提示

---

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。詹璐：宏观经济分析师。吕雷：宏观经济分析师。赵红蕾：宏观经济分析师。铁伟奥：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn