



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

市场锚点与多空潮汐

——2026年利率年度策略

西南证券研究院
固定收益团队
2026年1月

核心观点

- **一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代。** 2025年财政政策继续加码，发力方向聚焦“化债+发展”，赤字率突破传统的3%红线跃升至4%；货币政策贯彻“稳而精”的总量操作思路，在仅实施一次降准降息并在1-9月暂停国债买卖操作的情况下，仍有效维持了充裕的流动性环境。2025年债市告别单边牛市，宏观基本面“前高后低”虽提供一定支撑，但在四季度缺乏强有力做多主线与监管政策扰动的双重压制下，市场情绪转冷、多空博弈加剧，利率整体呈现出波动提升、重心上移的调整格局。同时，2024年赚取资本利得替代票息收益方式的固收投资新范式在2025年也得到修正，久期资产胜率降低导致固收投资不得不逐渐回归“票息与杠杆”的稳健范式。
- **二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间。**

1) 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内需扩张。 10月23日，二十届四中全会审议通过了关于“十五五”规划（2026-2030年）的建议，会议明确了在产业布局上坚持智能化、绿色化和融合化方向，旨在实现从要素驱动向创新驱动的跨越。同时，2035年基本实现社会主义现代化、人均GDP达到中等发达国家水平是实现民族复兴的重要里程碑。按国际标准来看，这意味着我国2035年人均GDP需达到2-3万美元。截至2024年，我国人均GDP约为1.35万美元，若要如期实现该远景目标，则2026-2035年期间需保证美元计价的CAGR为3.6%-7.5%。在保证币值稳定的前提下，国内GDP名义增速均值需长期保持在5.5%左右的水平，这意味着政策端需要进一步激发经济内生增长动力，推动物价水平合理回升。美联储为实现经济软着陆，大概率会将政策利率向3%-3.5%的中性区间进一步引导，但受制于关税政策引发的输入性通胀风险，降息步频或有放缓的可能性；日本作为全球经济体的利率洼地，在“薪资-物价”的良性循环驱动下，其货币政策正常化进程将更具确定性。在海外货币政策周期分化态势下，人民币对美元压力可能从前期的贬值压力逐渐转为升值压力，但对非美货币的升值压力或仍可控。

2) 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年。 财政供给高峰锚定2026年三季度，特别国债发行节奏或延续“前置化”趋势。参考2025年经验，特别国债发行较2024年明显前移，主要集中于二、三季度。尽管市场对2026年进一步前置有所期待，但受制于全国两会审批流程，最早发行时点预计在3月下旬。因此，我们判断2026年特别国债大概率将维持与2025年相似的发行节奏，二、三季度仍是主要供给窗口。经测算，2026年国债和地方债净融资规模分别为7.10万亿元（含5.10万亿元中央赤字及2万亿元特别国债）和5.7万亿元（含0.8万亿元地方赤字及4.9万亿元新增专项债）。经测算，一至四季度净融资额占全年比重预计分别为20.4%、24.4%、30.4%和24.8%，三季度高达三成的供给占比将是资金面与债市情绪面临的主要考验期。货币政策随着总量空间趋窄，降准大概率仍有窗口，但降息或保持克制。降准方面，预计2026年或有1-2次降准落地，核心目的是配合财政发力，缓解银行负债端压力。时点上，可能主要对冲二、三季度的国债集中供给高峰。单纯的地方隐债置换高峰未必触发降准（参考2024年末及2025年初的发行经验）；而在非供给高峰期遇到的阶段性流动性冲击，或可期待央行灵活运用国债买卖等工具投放长期流动性。降息方面：将视经济实际运行情况相机抉择。若中美经贸关系不发生极端恶化情况导致出口失速，2026年实现经济既定增长目标的难度整体不大。此时降息的必要性可能将进一步降低，我们预计央行在操作上或将保持一定的政策定力。

3) 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现。 银行方面，大行负债端波动或加剧，引致配债需求边际改变；中小行信贷投放乏力，“资产荒”驱动继续被动配债；在2026年“强财政+稳货币”的政策组合下，债市收益率或难以大幅下行，信贷需求不振背景下，银行通过兑现OCI账户浮盈来平滑调节整体利润的需求仍存。理财方面，负债端“低波”诉求强化，资产配置被迫“短久期、高评级”。保险方面，保费收入持续增长背后是新单压力提升；政策和股债性价比或推动配置比例出现调整。基金方面，监管趋向和业绩压力可能推动债券基金规模增速下降，含权类产品增速有望提升。随着基金销售新规的落地，新规中关于赎回费的要求可能导致理财等将基金用作流动性管理工具的机构偏好降低，短期内短债基金的负债端可能面临较大冲击，短久期信用债的信用利差可能出现阶段性扰动。券商方面，权益投资与信用业务“双轮驱动”，固收投资或面临“挤出效应”。
- **三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益。** 展望2026年，在预期利率中枢大概率维持窄幅震荡的基准情景下，市场缺乏明确的趋势性主线。此时，单纯机械地拉长久期以博取资本利得的策略，其潜在赔率与胜率可能都将显著下降，并且容易暴露在市场短期情绪反转引发的估值回撤风险中，资金使用效率较低。因此，我们建议2026年的投资运作回归组合的主动管理：战略上，以“中性偏稳健”的久期水平作为组合的安全边际和基准锚，保持组合弹性与流动性。战术上，策略重心应从“赚β的钱”转向“赚α的钱”：一是提升交易敏锐度，紧扣政策微调、流动性收紧和市场情绪变化产生的钟摆效应，灵活把握修复行情带来的波段机会，提高择时操作赚取收益；二是深耕品种挖掘，利用不同券种在特定时点的利差错位进行结构性配置或替代互换，特别是债券ETF跟踪指数的底层债券发行主体，可能出现跨市场、结构性的利差投资机会。
- **风险提示：**政策存在不确定性；经济运行超预期；数据统计误差。

一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代

二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间

2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内部扩张

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

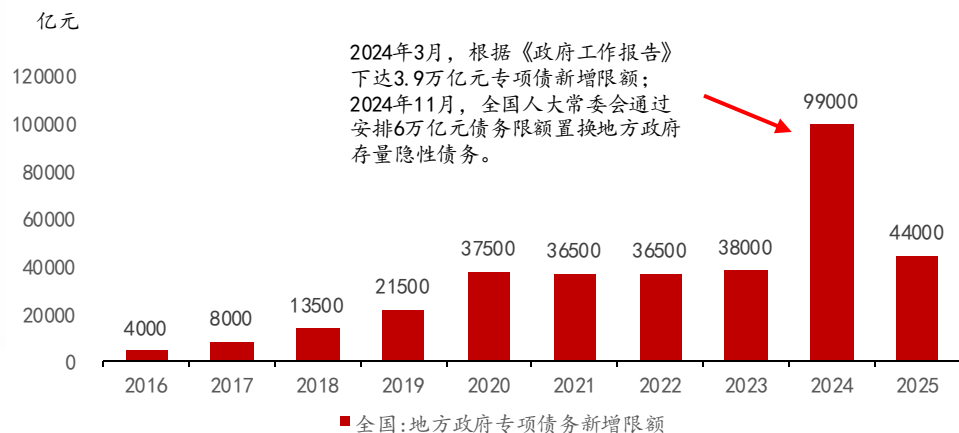
三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

1.1 财政扩张打破常规，供给放量确立“双轮驱动”新格局

□ 2025年财政政策继续加码，发力方向聚焦“化债+发展”

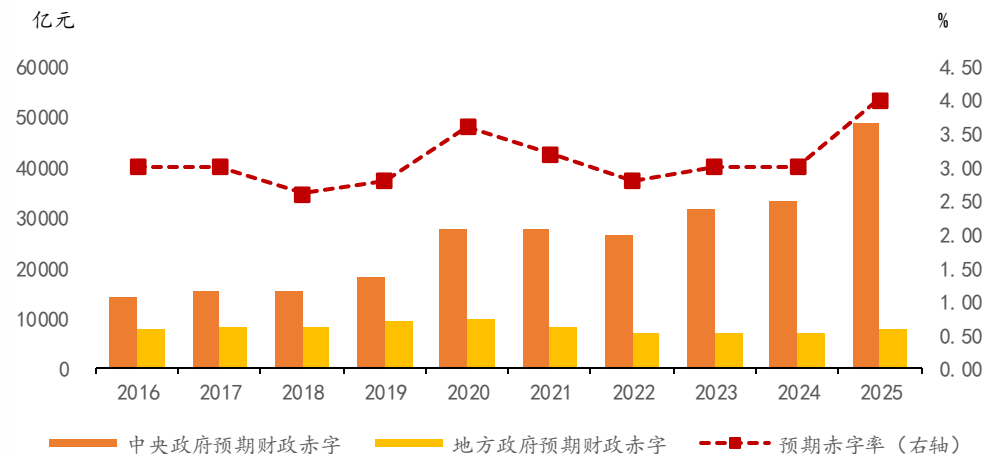
- ◆ **中央财政突破红线主动加杠杆，多重工具强化宏观调控。**2025年中央财政进一步确立了加杠杆的主导地位，赤字率突破传统的3%红线跃升至4%。除了高达4.86万亿元的中央赤字规模外，1.3万亿元超长期特别国债以及5000亿元注资特别国债也充分发挥宏观调控与风险托底的重要作用。
- ◆ **专项债新增规模上“台阶”，化债+发展成为地方政府“双重心”。**2024年地方专项债新增限额规模因6万亿元隐债置换额度而创下9.9万亿元的峰值（两会宣布规模实为3.9万亿元），非常态化的巨额置换暂告段落，2025年新增专项债限额上“台阶”达到4.4万亿元新水平。在中央财政指引下，地方政府同样形成双重心：一方面是化债资金为地方经济注入活水，另一方面则是增量资金助力地方政府提升当地有效需求。

地方财政新增专项债规模变化



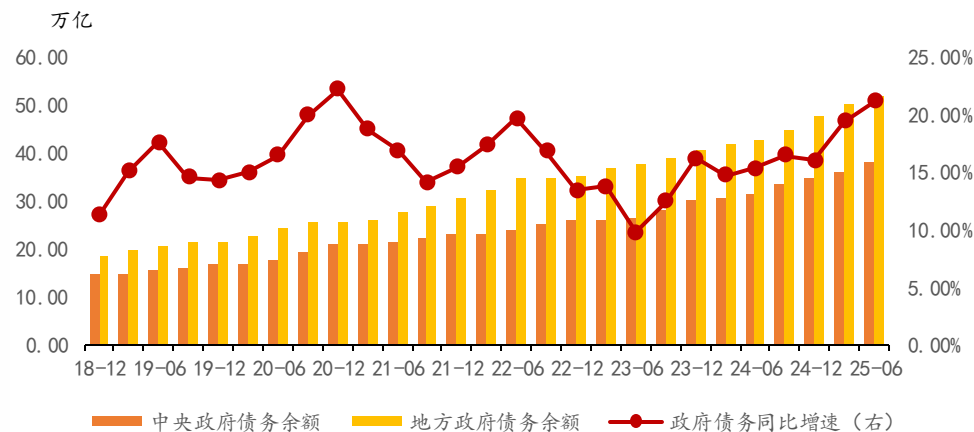
数据来源：Wind，西南证券整理

中央地方财政赤字规模及赤字率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

政府债务余额变化情况



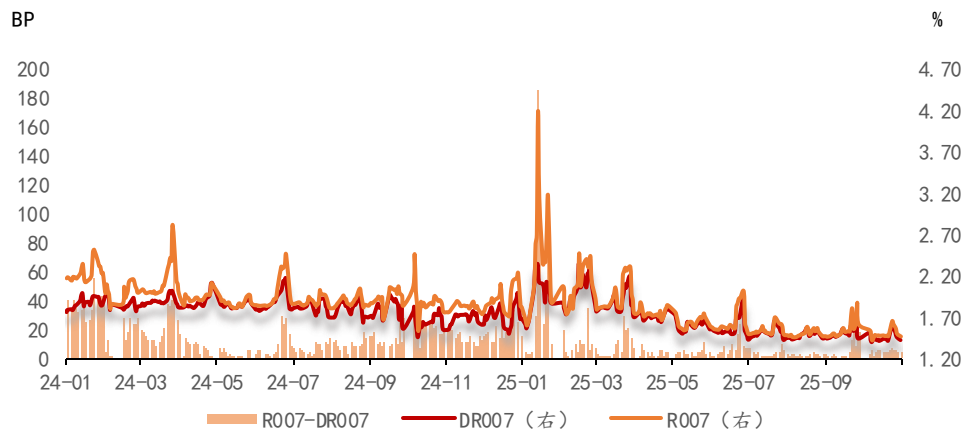
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 货币政策保持总量谨慎，精细化调节维持充裕流动性

□ 2025年货币政策贯彻“稳而精”的总量操作思路

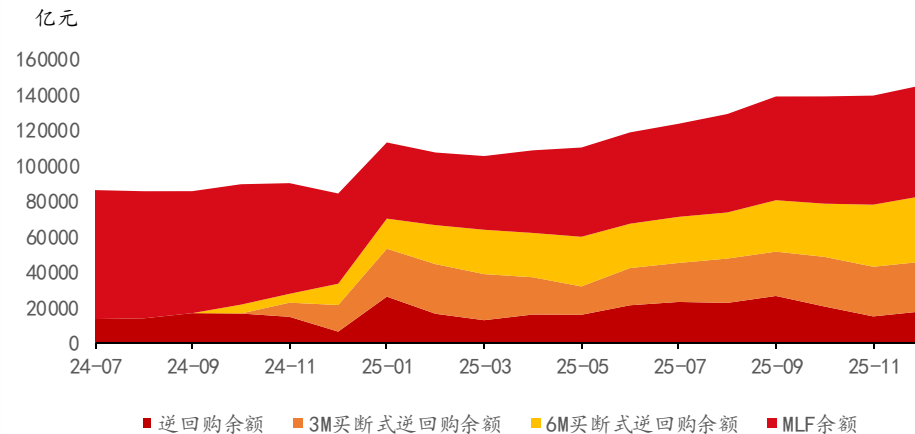
◆ 2025年货币政策在总量操作上保持定力，在仅实施一次降准降息并在1-9月暂停国债买卖操作的情况下，仍有效维持了充裕的流动性环境。一方面，2025年资金分层现象显著改善。除一季度受特殊因素扰动导致资金分层利差一度走阔至185BP外，二、三季度市场流动性极为宽松平稳，R007与DR007的平均利差大幅收窄至约4.31BP，较2024年15.06BP的均值显著下降。另一方面，央行灵活运用工具箱修复了短端利率期限结构。针对年初CD收益率曲线过度平坦化的问题，央行通过买断式逆回购、MLF等工具投放不同期限流动性进行精准校正。最后，利率传导机制也进一步疏通，实体融资成本持续下降。在仅有一次LPR调降的背景下，新发贷款利率仍持续下行，一定程度上说明降息与降低实体经济融资成本并非完全线性相关。

资金市场资金利率走势



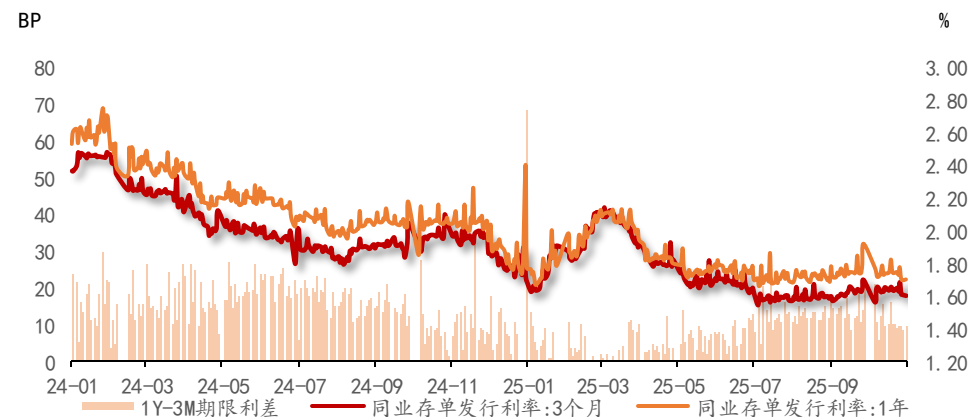
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2025年12月31日

2025年中央银行流动性投放情况



数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2025年12月31日

同业存单市场发行利率走势



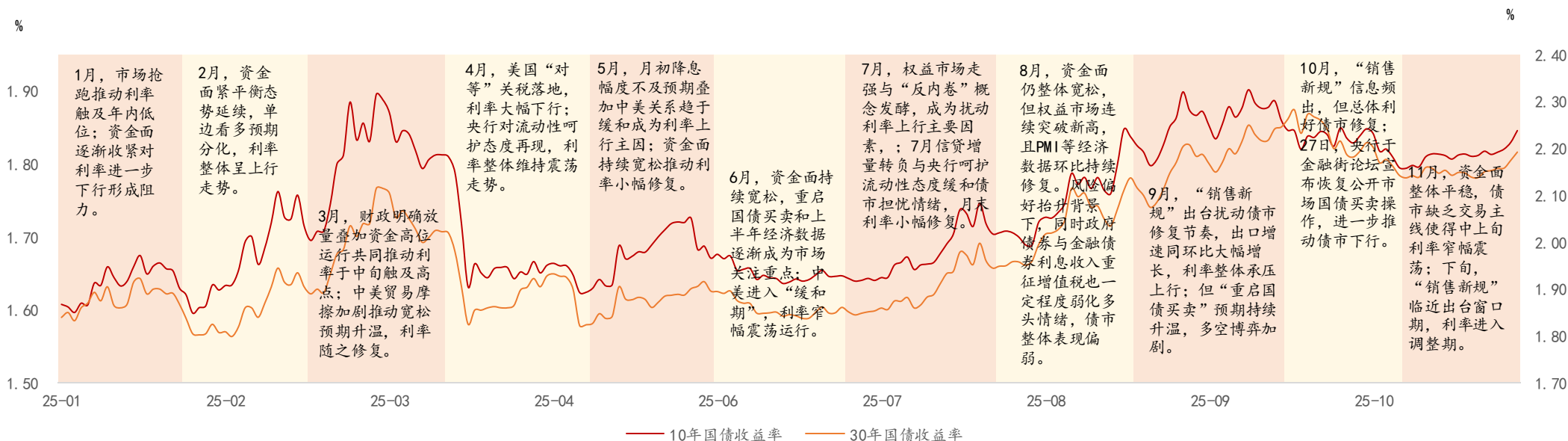
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2025年12月31日

1.3 利率单边交易热情降温明显，年初抢跑行为纠偏后重回起跑线

□ 2025年债市告别单边牛市，宏观基本面“前高后低”虽提供一定支撑，但在四季度缺乏强有力做多主线与监管政策扰动的双重压制下，市场情绪转冷、多空博弈加剧，利率整体呈现出波动提升、重心上移的调整格局

◆ 一季度，在“抢出口”效应与信贷“开门红”的双重驱动下，GDP实际增速达5.4%；资金面紧平衡纠偏单边多头情绪，但中美经贸摩擦预期升温推动利率在紧资金与避险情绪中博弈，长债利率上行触顶后逐渐修复。二季度，随着美国“对等关税”和中方反制措施落地，市场避险情绪陡然升温，出口数据回落叠加资金面明显好转推动利率重回下行通道，交易重心回归“弱复苏”逻辑。三季度，受反内卷政策和海外权益市场催化，国内权益市场大幅走强，债市受风偏提升影响进入“逆风期”；与此同时，财政部和税务总局宣布恢复征收政府债券和金融债券利息收入的增值税，进一步弱化债市做多情绪。四季度，随着重启国债买卖落地，债市进入利多“空窗期”；在“销售新规”临近的强监管预期下，由于市场缺乏明确的做多主线，利率总体呈现为“跌多涨少”的疲弱态势，长久期资产赚钱效应退潮，短久期策略在流动性支撑下成为相对收益更高的方案，债市再次进入调整期。

2025年1-11月利率市场行情走势复盘



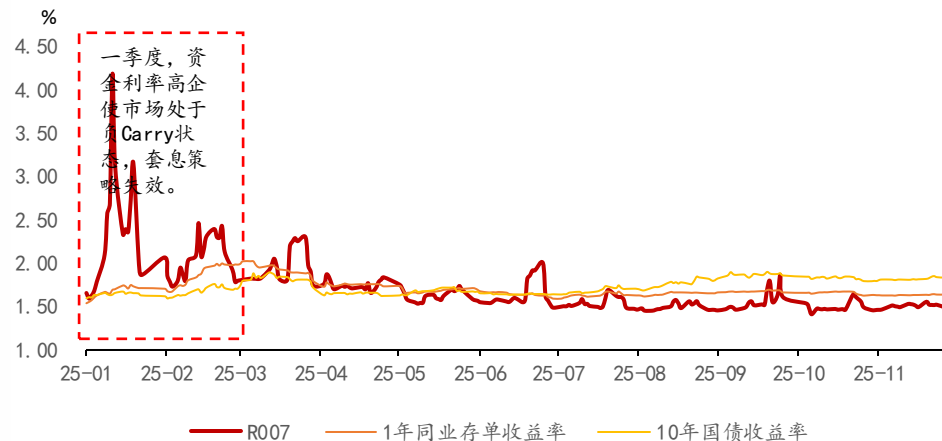
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 利率单边交易热情降温明显，年初抢跑行为纠偏后重回起跑线

□ 期限利差压缩的“力竭”与Carry策略的“回归”

◆ 2024年赚取资本利得替代票息的收益方式成为固收投资的新范式；2025年初，市场受惯性思维影响仍沉浸在对长久期资产的惜售情绪中，但资金面紧平衡导致短端利率中枢抬升，造成利率和信用资产陷入“负Carry”的倒挂窘境，10-1年国债期限利差最低不足20BP，曲线扁平化程度加深。但随着单边牛市思维的退潮，市场开始正视赔率与胜率平衡，收益率曲线从“极度平坦”向“合理陡峭”进行修复，30-10年国债期限利差来到2023年以来50%分位数上方。在资金利率回落的边际改善下，Carry策略重回主流视野，资本利得的收益范式弱化，仅成为波段操作成功者的超额补充。低利率时代下，久期资产胜率降低导致固收投资不得不逐渐回归“票息与杠杆”的稳健范式。

一季度资金利率与1年存单、10年国债收益率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

1年期国债与10年期国债期限利差走势



数据来源：Wind，西南证券整理

10年期国债与30年期国债期限利差走势



数据来源：Wind，西南证券整理

一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代

二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间

2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内部扩张

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

□ “十四五”时期改革发展取得重大成就，“十五五”蓝图承前启后肩负复兴使命

- ◆ 10月23日，二十届四中全会审议通过了关于“十五五”规划（2026-2030年）的建议，标志着我国正式迈入迈向2035年远景目标的关键冲刺期。会议明确了稳基础、破壁垒、博创新、抢高地的总体建设思路，在产业布局上坚持智能化、绿色化和融合化方向，旨在实现从要素驱动向创新驱动的跨越，对标海外科技高地，生物医药、芯片制造、人工智能及其产业链或将是未来五年科技领域的资本开支焦点。不过，在新旧动能切换期间，我们将面临“换挡”造成的阵痛期：房地产及传统基建对经济的拉动作用明显减弱，而科技创新产业虽然增速迅猛，但体量尚处于爬坡阶段，短期内难以有效弥补旧动能衰减导致的经济增长缺口。因此，现阶段迫切需要通过深层次的制度改革以释放红利，规划特别强调建设“全国统一大市场”，其核心意义便在于打破地方保护主义和市场分割，实现物流、资金、数据等要素的无障碍流动，通过规模效应降低全社会的运行成本，并通过优胜劣汰提升行业集中度，挖掘被体制机制压抑的消费与投资潜力。
- ◆ 经济增长层面，2035年基本实现社会主义现代化、人均GDP达到中等发达国家水平是实现民族复兴的重要里程碑。按国际标准来看，这意味着我国2035年人均GDP需达到2-3万美元。截至2024年，我国人均GDP约为1.35万美元，若要如期实现该远景目标，则2026-2035年期间需保证美元计价的CAGR为3.6%-7.5%。在保证币值稳定的前提下，国内GDP名义增速均值需长期保持在5.5%左右的水平，这意味着政策端需要进一步激发经济内生增长动力，推动物价水平脱离低位运行区间，实现物价水平的合理回升。

“十四五”与“十五五”规划内容对比

	“十四五”规划	“十五五”规划
会议时间	2020年10月29日	2025年10月23日
历史定位	乘势而上、奠定基础：开启全面建设社会主义现代化国家新征程的首个五年，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。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。	承前启后、关键冲刺：基本实现社会主义现代化进程中承前启后的关键五年，冲刺2035年目标的助跑期。变局蕴含机遇，挑战激发斗志。勇于面对风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验，奋力开创中国式现代化建设新局面。
经济发展战略侧重	坚持新发展理念、构建新格局：以高质量发展为主题，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。	坚持高质量发展，实现战略突破：以新发展理念引领发展因地制宜发展新质生产力，做强国内大循环，畅通国内国际双循环，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，加快培育新动能，促进经济结构优化升级。
科技创新领域	坚持创新驱动发展：把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，面向世界科技前沿、经济主战场、国家重大需求、人民生命健康，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。	加快高水平科技自立自强：抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇，提升国家创新体系整体效能，抢占科技发展制高点。强化企业科技创新主体地位，推动创新资源向企业集聚，支持企业牵头组建创新联合体、更多承担国家科技攻关任务，鼓励企业加大基础研究投入。
产业布局领域	加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级：加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基。坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争。	建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基：现代化产业体系是中国式现代化的物质技术基础。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，坚持智能化、绿色化、融合化方向，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。
国内市场领域	形成强大国内市场：坚持扩大内需这个战略基点，促进国内国际双循环。立足国内大循环，发挥比较优势，协同推进强大国内市场和贸易强国建设。全面促进消费。增强消费对经济发展的基础性作用。	建设强大国内市场：坚持扩大内需这个战略基点，深入实施提振消费专项行动。建设全国统一大市场，坚决破除卡点堵点，整治“内卷式”竞争。促进形成更多由内需主导消费拉动、内生增长的经济发展模式。
民生发展领域	改善民生、共同富裕：提高人民生活品质，扎实推动共同富裕。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。	继续推进共同富裕、重视人口问题：强调“全体人民共同富裕迈出坚实步伐”是总体性要求。着力扩大中等收入群体，增加居民收入，提升消费能力。更加积极应对少子化老龄化，完善生育支持政策体系和养老服务体系。
绿色发展领域	绿色转型、碳达峰碳中和：推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。制定2030年前碳排放达峰行动方案，锚定碳中和目标，推动经济社会发展全面绿色转型。	全面绿色转型、循环经济：深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。加快重点领域节能降碳改造，大力发展循环经济和绿色金融，推动经济社会发展实现全面绿色转型。
安全防务领域	统筹发展和安全：坚持总体国家安全观，把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，筑牢国家安全屏障。重点保障粮食、能源、金融安全。	新安全格局保障新发展格局：将统筹发展和安全作为发展的底线和前提。以新安全格局保障新发展格局。加强重点领域（粮食、能源、产业链供应链、金融、数据等）安全能力建设，提高防范化解重大风险能力。

资料来源：政府官网，西南证券整理

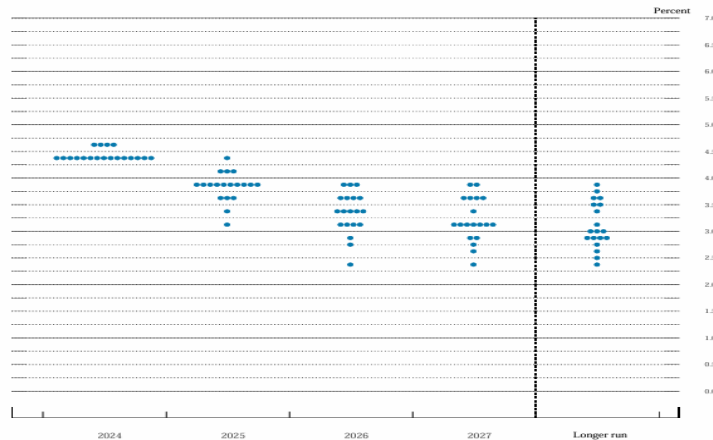
2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内需扩张

□ 全球货币政策2026年或将由“同步宽松”转向“逐渐分化”的复合格局

- ◆ 一方面，欧美经济体在通胀中枢下移与劳动力市场走弱的双重约束下，降息周期预计将进入“下半场”：美联储为实现软着陆，大概率会将政策利率向3%-3.5%的中性区间进一步引导，但受制于关税政策引发的输入性通胀风险，降息步频或有放缓的可能性；欧元区则因经济基本面修复乏力与贸易摩擦隐忧，可能在2.0%的关税防御水位维持观望，甚至出现鹰派预期的阶段性回归。另一方面，日本作为全球经济体的利率洼地，在“薪资-物价”的良性循环驱动下，其货币政策正常化进程将更具确定性。随着12月加息操作的再度实施，2026年日本央行或延续渐进式加息路径，政策利率或推升至1.0%以上的历史新高，以遏制潜在的通胀压力。在海外货币政策周期分化态势下，人民币对美元压力可能从前期的贬值压力逐渐转为升值压力，但对非美货币的升值压力或仍可控。

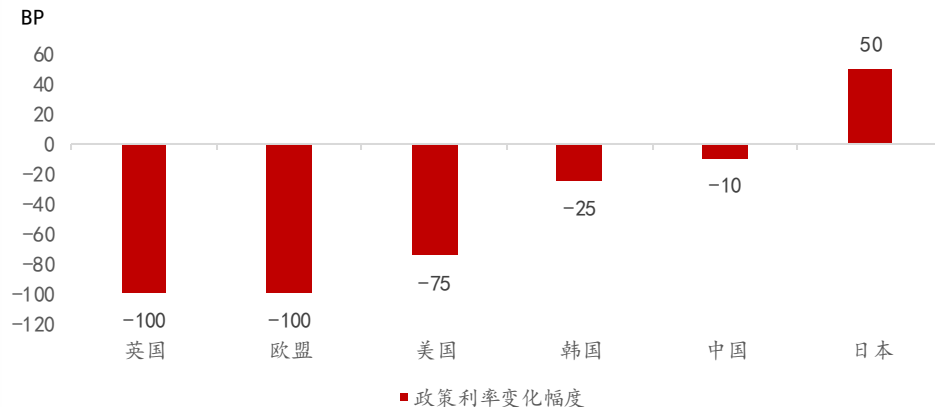
美联储议息会议12月点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：Fed，西南证券整理

2025年主要经济体中央银行政策利率调整情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2026-2027年美联储政策利率预期情况

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.9%	80.1%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	45.9%	45.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	18.6%	45.8%	33.3%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.6%	32.5%	39.4%	16.3%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	17.2%	34.6%	32.5%	11.4%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	8.5%	23.1%	33.8%	25.3%	7.5%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.8%	11.1%	25.0%	32.3%	22.1%	6.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.8%	4.2%	13.4%	26.2%	30.7%	19.5%	5.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.8%	4.1%	13.3%	26.1%	30.6%	19.7%	5.3%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.9%	4.4%	13.7%	26.2%	30.3%	19.2%	5.2%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.1%	0.8%	4.2%	13.1%	25.4%	30.0%	19.9%	6.1%	0.4%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.8%	4.1%	12.7%	24.9%	29.8%	20.4%	6.7%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.5%	2.7%	9.0%	19.7%	27.7%	24.4%	12.5%	3.2%	0.3%	0.0%
2027/9/15	0.3%	1.5%	5.5%	13.7%	23.2%	26.2%	19.1%	8.4%	1.9%	0.2%
2027/10/27	0.2%	1.4%	5.1%	13.0%	22.4%	25.9%	19.8%	9.4%	2.5%	0.3%
2027/12/8	0.4%	1.8%	6.1%	14.1%	22.8%	25.2%	18.5%	8.5%	2.2%	0.3%

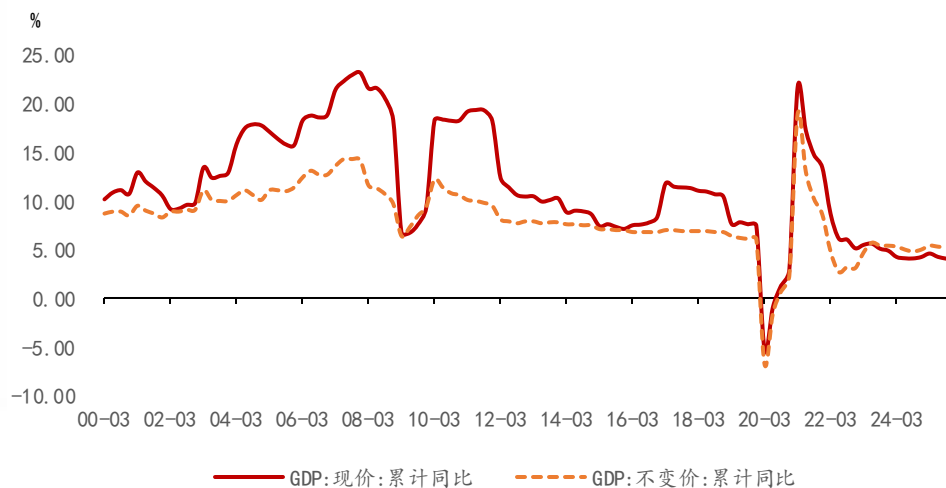
数据来源：CME，西南证券整理，数据截止2025年12月22日

2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

□ 宏观政策主要目标或在聚焦经济增长的同时，更加关注价格水平的合理回升

- ◆ 自2023Q2，我国GDP名义增速以5.61%首次低于实际增速5.70%以来，截至2025Q3，我国GDP名义增速已连续10个季度低于实际增速，虽然实际增速位于5.20%的良好水平，反应出我国宏观经济潜力深厚，但名义增速回落至4.07%，两者缺口进一步拉大，微观收入感受、企业利润空间以及财政预算增长可能均受到价格因素的影响。在名义价格和不变价格差距加深的宏观背景下，**2026年以货币政策为首的各类经济政策对于推动物价水平温和回升、修复价格传导机制的诉求或已明显提升。**
- ◆ **从产业增长结构可以发现，2024年以来GDP增长具有明显的结构性特征。**从各产业对GDP的拉动效果来看，农林牧渔业、建筑业、交通运输业、批发零售业、住宿餐饮业、金融业及房地产业的增速均出现了不同程度的下滑，但产生原因各有不同：**建筑业和房地产业**的增速下滑主要仍受制于行业景气度较低等周期性原因，尽管政策层面持续发力，但受制于地产行业较长的库存消化周期，对经济的边际拉动作用依然受限，导致相关产业扩张动能不足；相比之下，**消费领域**的增速回落则更多源于“基数效应”与“需求提前释放”的叠加影响，在超长期特别国债支持下的“以旧换新”和“设备更新”政策带动下，大宗消费与耐用品领域经历了一轮集中的需求置换，短期内显著抬高了相关需求，但同时也对后续的消费潜力产生了一定的透支效应，使得消费数据在视觉上增速有所回落，实则是内需经历政策脉冲式刺激后回归自然增速的客观结果。

2000年以来GDP实际增速与名义增速走势



数据来源：Wind，西南证券整理

生产法下各产业GDP不变价增速走势 (%)

年份	第二产业			第三产业				
	农林牧渔业 (%)	工业: 同比 (%)	建筑业: 同比 (%)	交通运输、仓储及邮政业: 同比 (%)	批发和零售业: 同比 (%)	住宿和餐饮业: 同比 (%)	金融业: 同比 (%)	房地产业: 同比 (%)
2020年	3.30	2.00	2.70	0.80	0.20	-15.40	4.30	1.90
2021年	7.10	9.80	1.10	15.30	12.10	17.60	2.40	4.10
2022年	4.40	2.30	2.90	0.80	3.50	-1.10	1.60	-3.00
2023年	4.20	3.80	7.10	8.00	7.20	16.30	5.20	-0.70
2024年	3.70	5.70	3.80	7.00	5.50	6.40	5.60	-1.80
2025年1-9月	4.00	6.10	-0.50	5.80	5.60	4.60	4.90	0.60

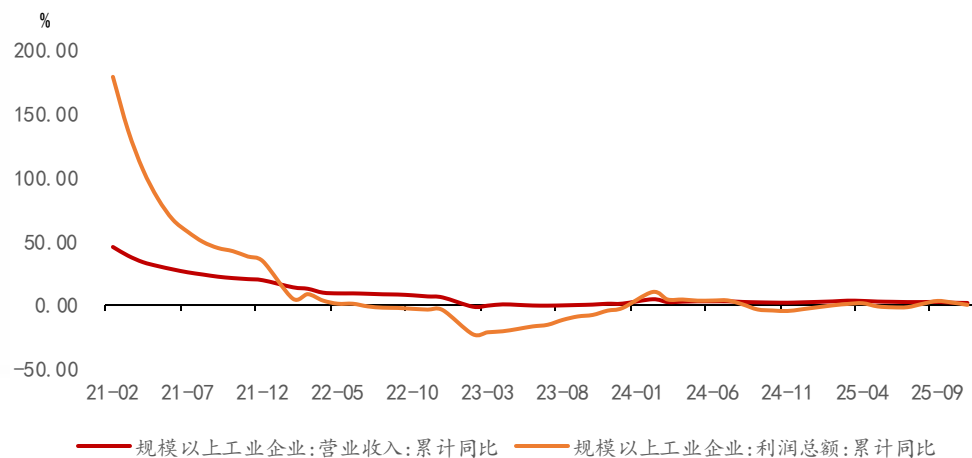
数据来源：Wind，西南证券整理

2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

□ 工业企业利润增速低位运行，固投同比增速上半年企稳后回落

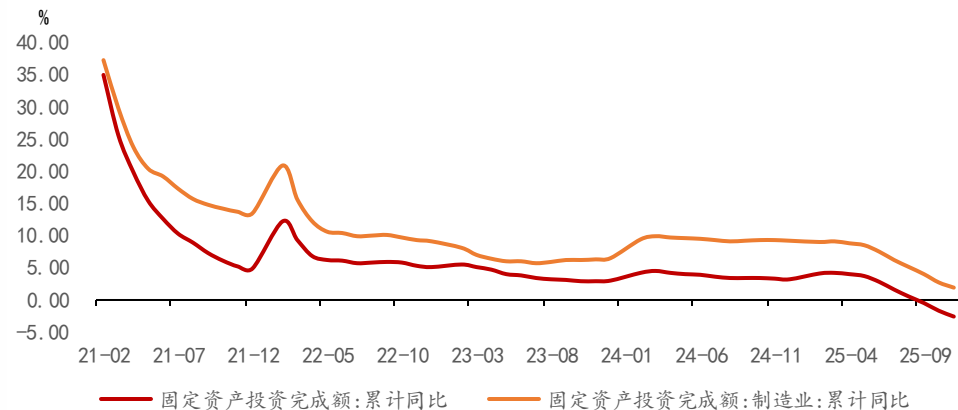
◆ **固定资产投资在2025年上半年显现企稳迹象后，同比增速再度回落。**主要系两方面因素拖累：一是房地产投资增长乏力态势未见改观，持续对总体投资形成压制；二是制造业投资增长后劲不足，增速逐步放缓，二者共同导致下半年固投同比增速进一步走弱。**与此同时，工业企业盈利状况亦仍有进一步修复回暖空间。**2025年全年规模以上工业企业营业收入及利润总额累计增速均呈现震荡回落态势。截至2025年11月，营业收入累计同比增速约1.6%，利润总额累计同比增速则仅维持在0.1%左右，显示出企业端增收不增利的压力依然突出。从行业结构观察，利润走势分化明显。汽车制造业在产业升级与出口拉动下，利润增长表现相对稳健，成为工业板块中重要的稳定力量。然而，部分行业盈利收缩较为显著，其中煤炭开采业受价格回调与需求趋缓影响，利润增速较2024年继续回落；服装服饰业亦面临内外需走弱等多重压力，利润同比增速下滑。

规模以上工业企业营业收入和利润总额同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

固定资产投资完成额同比增速走势



数据来源：Wind，西南证券整理

工业细分产业利润总额同比增速（累计，%）

时间	制造业	食品制造业	汽车制造业	纺织业	医药制造业	服装服饰业	煤炭开采和洗选业
2020年	7.60	6.40	4.00	7.90	12.80	-21.30	-21.10
2021年	31.60	-0.10	1.90	4.10	77.90	14.40	212.70
2022年	-13.40	7.60	0.60	-17.80	-31.80	-6.30	44.30
2023年	-2.00	4.20	5.90	5.90	-15.10	-3.40	-25.30
2024年	-3.90	6.30	-8.00	3.40	-1.10	1.50	-22.20
2025年1-11月	5.00	0.20	7.50	-8.20	-1.30	-27.10	-47.30

数据来源：Wind，西南证券整理

2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

出口可能仍有支持空间，美国市场对出口干扰或边际减弱

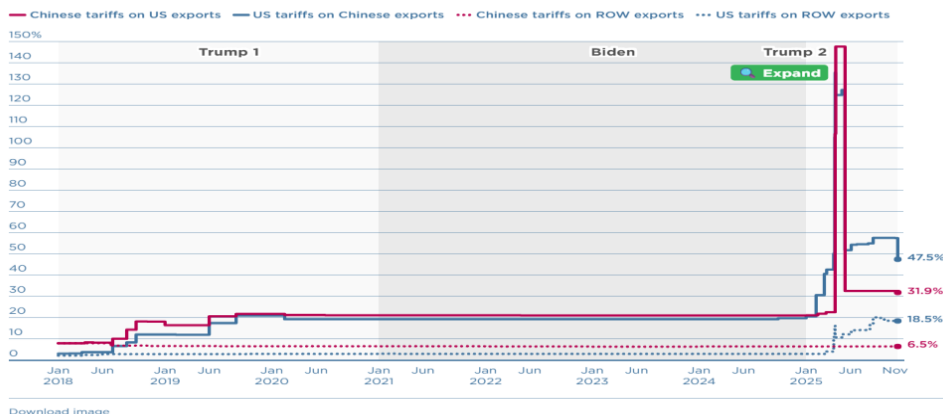
◆ 2025年，我国出口在全球贸易环境复杂多变的背景下展现出超预期韧性，对宏观经济增长形成了关键支撑。尽管面临高关税等政策挑战，全年出口仍实现了可观增长，结构上逐渐呈现出多元化趋势。据PIIE统计，美国对华商品施加的综合关税税率已高达约47.5%，直接导致我国对美国出口的依赖度持续下降。从贸易伙伴结构看，以10月单月及1-10月累计数据计，东盟与欧盟已分别跃升为我国第一和第二大贸易伙伴，美国则退居第三位。**展望2026年，出口作为经济增长的“三驾马车”之一，预计仍具备一定的支持空间。**一方面，随着我国对美出口占比降低，中美经贸关系波动对我国整体出口的边际冲击将趋于减弱，出口增长的稳定性和抗干扰能力有望相应提升；另一方面，与东盟、欧盟、“一带一路”共建国家等新兴与传统市场的贸易联系不断深化，将有助于部分对冲我国对于个别市场出口增速的下行风险，从而为2026年经济平稳运行提供有效支撑。

美国对中国综合关税走势

US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

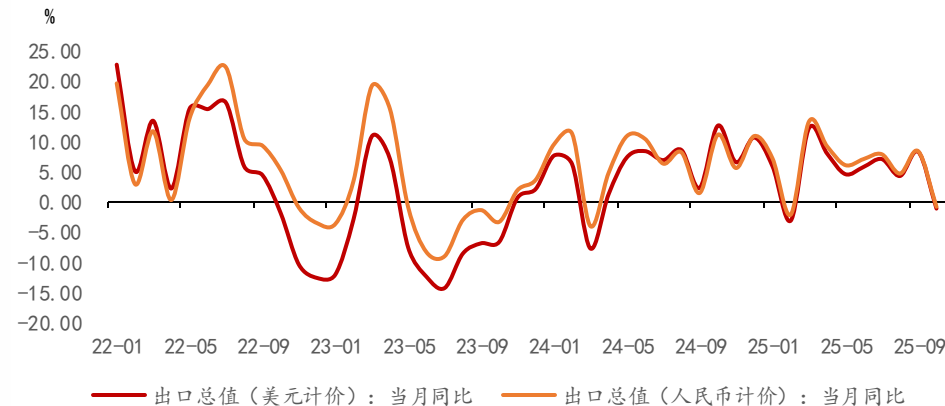
Last updated November 10, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



数据来源：PIIE，西南证券整理

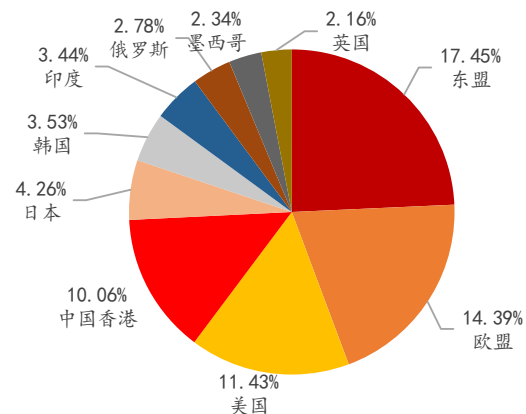
出口同比增速变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

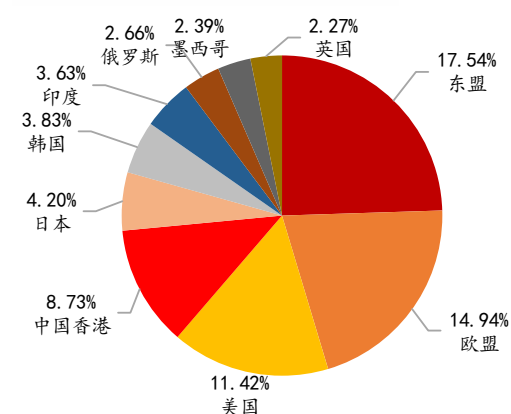
东盟和欧盟已成为我国前两大贸易伙伴

2025年10月前十大出口地区



数据来源：Wind，西南证券整理

2025年1-10月前十大出口地区

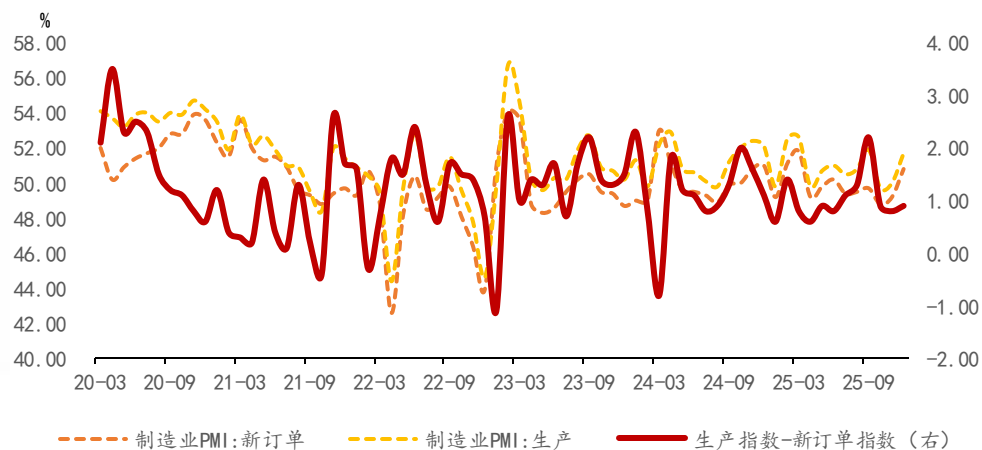


2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

□ 社零数据在政策脉冲式刺激后回归自然增速

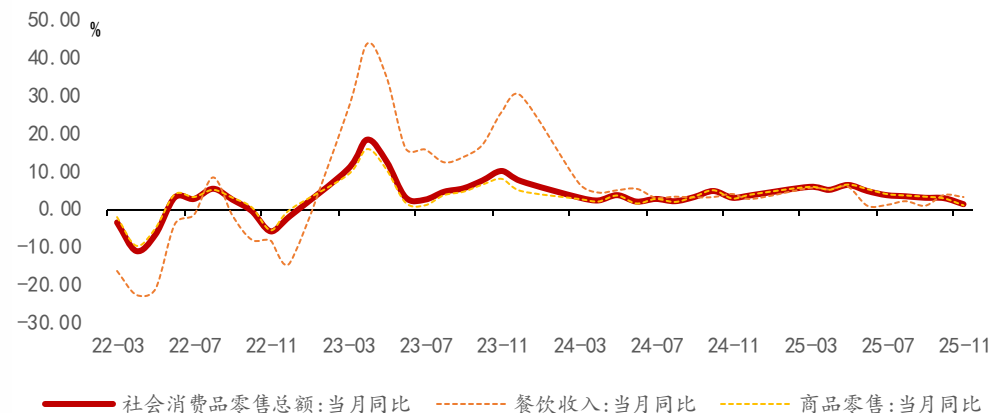
◆ 2025年，社零数据在经历前期政策脉冲式刺激后，增速逐步向自然增长水平回归。2024年“两新”政策对实体部门消费的拉动效应显著，但随后也因基数效应导致增速回落。从更具环比指示意义的制造业PMI观察，当前需求侧呈现边际改善态势：生产指数与新订单指数双双回升至扩张区间，且产需缺口有所收窄，经济活动在短期内的环比动能正在温和修复。根据中国人民银行发布的城镇储户问卷调查报告，居民部门的储蓄意愿维持高位，而消费与投资意愿则持续偏弱，主要原因在于居民可支配收入增长乏力以及对未来收入稳定性预期不足。因此，**尽管短期数据显现环比回暖迹象，但消费内生动能的巩固仍需政策持续呵护与加力**。若需推动消费从阶段性修复转向可持续增长，2026年或可期待更具系统性、精准性的政策支持，通过加大转移支付力度、针对性发放消费补贴等方式，提振居民特别是中低收入群体的即期购买力；同时，在稳就业、促增收等方面形成长效保障机制，以改善居民收入预期。

PMI生产指数与新订单指数变化情况



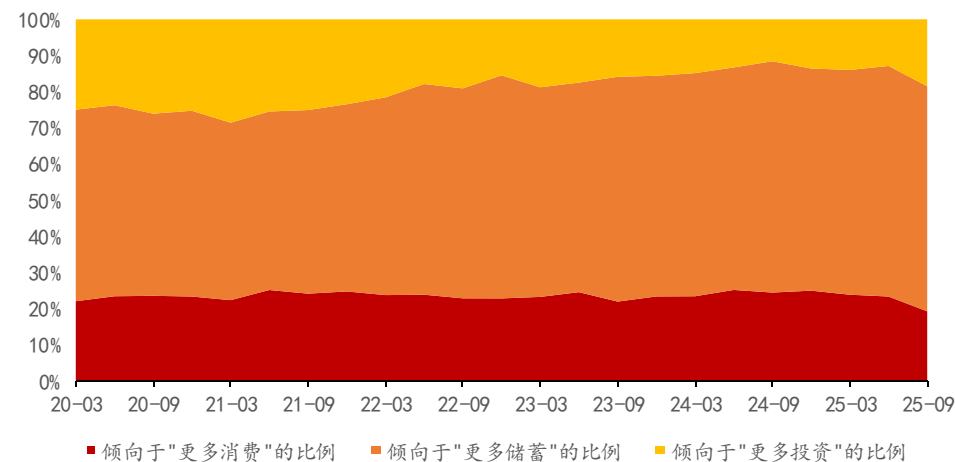
数据来源：Wind，西南证券整理

中国社零同比增速变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

居民储蓄、消费和投资意愿的调查统计情况



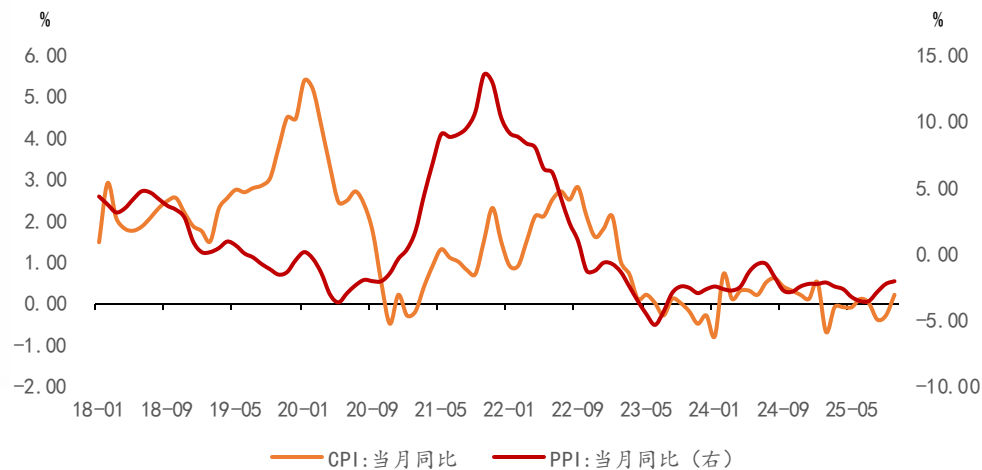
数据来源：Wind，西南证券整理

2.1 主要经济体启动降息周期，国内增长需更重内需扩张

□ 产需两端共振，PPI指数或先于CPI指数企稳回升

◆ 从生产端看，推动PPI率先回升的动力较为明确。一方面，旨在优化产业竞争生态的“反内卷”政策持续发力，叠加汽车制造、储能设备等部分行业景气度提升，有助于改善工业品价格环境，提升企业定价能力与盈利空间。另一方面，2025年PPI持续处于低位的基数效应，将为2026年同比增速转正提供显著的统计支撑。因此，PPI同比增速在2026年回正并企稳回升的可能性大幅增加。从需求端看，尽管消费刺激政策仍可能对CPI产生短期脉冲式拉动，但价格实现全面、可持续的传导仍面临时滞与条件约束。生产端的回暖向终端消费需求的传导本身需要时间，其最终效力取决于居民收入预期改善与消费意愿能否形成趋势性回升。因此，CPI的稳健修复可能需要更长的观察期。相比之下，PPI的波动更多由直接的产业政策、库存周期与基数效应驱动，其企稳信号有望更早出现。预计2026年价格形势可能会呈现“PPI率先筑底回升，CPI温和跟进”的格局。

CPI指数与PPI指数同比走势



数据来源：Wind，西南证券整理

2025年部分商品期货价格、批发价格同比变化情况

指标名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
螺纹钢	-13.49%	-15.12%	-6.91%	-13.62%	-16.88%	-10.05%	7.84%	-1.89%	-9.80%	-9.15%	-9.88%
线材	-14.06%	-16.76%	-21.23%	-9.13%	-11.71%	-9.32%	-13.42%	6.10%	-15.15%	-10.12%	-12.49%
环渤海动力煤	-4.11%	-4.93%	-5.12%	-4.92%	-6.56%	-7.53%	-6.99%	-5.89%	-5.18%	-4.20%	-1.97%
阴极铜	9.05%	11.80%	11.07%	-4.80%	-4.72%	2.75%	6.58%	7.13%	5.42%	14.05%	18.20%
水泥价格指数	5.02%	2.86%	6.09%	4.22%	-4.03%	-8.03%	-13.43%	-9.52%	-11.46%	-14.92%	-16.94%
南华玻璃指数	-35.19%	-33.54%	-29.67%	-40.70%	-51.29%	-45.82%	-31.75%	-27.62%	-27.40%	-38.23%	-36.86%
猪肉平均批发价	10.14%	2.46%	1.91%	1.58%	-8.83%	-16.23%	-18.72%	-27.57%	-24.13%	-27.73%	-24.16%
蔬菜平均批发价	5.15%	-10.89%	-4.55%	-8.92%	-2.04%	-2.68%	-13.02%	-18.48%	-21.72%	5.37%	15.11%
布伦特原油	-6.06%	-12.49%	-14.56%	-28.16%	-21.71%	-21.76%	-10.15%	-13.55%	-6.62%	-11.06%	-13.35%
WTI原油	-4.38%	-10.86%	-14.06%	-28.95%	-21.04%	-20.15%	-11.10%	-12.97%	-8.51%	-11.95%	-13.90%
氧化铝	15.34%	4.24%	-8.97%	-26.27%	-20.63%	-18.07%	-9.98%	-23.76%	-32.96%	-45.97%	-52.01%
白银	29.51%	34.23%	31.51%	16.32%	-0.19%	13.23%	23.36%	25.44%	39.77%	39.84%	65.55%
镍	-2.45%	-7.05%	0.27%	-13.69%	-19.36%	-10.55%	-7.46%	-7.82%	-7.03%	-2.56%	-7.90%
锡	13.97%	17.03%	27.26%	0.52%	-7.36%	-0.69%	9.16%	4.54%	5.89%	11.60%	26.85%

数据来源：Wind，西南证券整理

一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代

二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间

2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内部扩张

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 考虑到严肃财政纪律的中央要求，我们预计2026年预算赤字率或将维持在4%；特别国债和新增专项债或将是财政发力重点

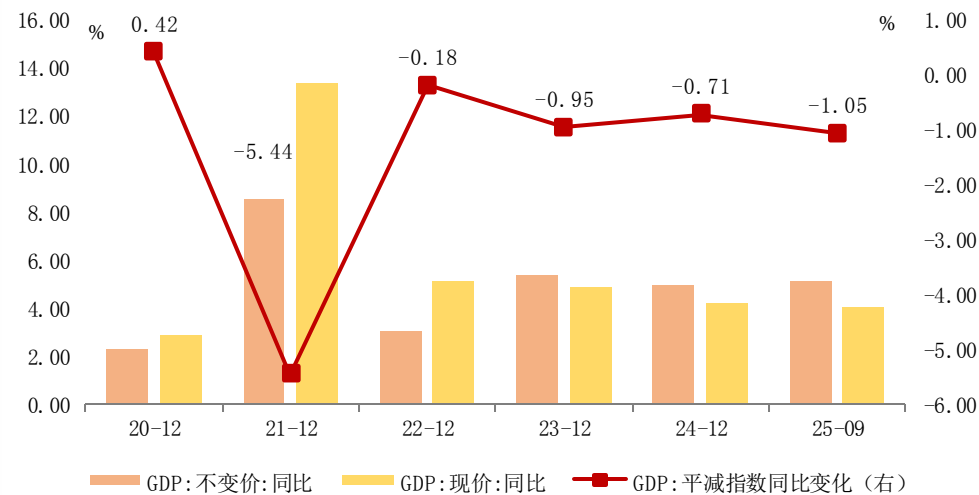
- ◆ **第一，预算赤字率或维持在4%左右，兼顾发展诉求与纪律约束。** 尽管稳增长仍需财政发力，但过高赤字率可能释放财政纪律松弛的负面信号，与中央“厉行节约”的精神相悖。另外，防范“赤字货币化”风险，维护货币政策独立性也是控制赤字率的关键因素。在财政支出强度提升的过程中，需警惕财政过度依赖货币政策的流动性支持（即“财政绑架央行”），避免货币政策丧失独立性对于兼顾经济发展、金融稳定等多重目标至关重要。基于此，我们预计2026年预算赤字率将维持在4%。根据测算，若2026年继续制定5%的实际增速目标，在名义GDP规模达到约147.58万亿元的假设下（基于2025年前三季度平减指数推算的2025年名义增速为4.19%），我们预计2026年财政赤字规模约为5.90万亿元，较2025年增长约2400亿元。
- ◆ **第二，特别国债与专项债或是2026年财政发力重点。** 为弥补预算内赤字的约束，不纳入一般公共预算管理的“账外”工具将继续承担重任。考虑到中央事权的趋势性提升，我们预计2026年超长期特别国债发行或有望达到2万亿元。同理，新增专项债规模也有望进一步攀升，我们预计2026年地方新增专项限额可能达到4.9万亿元（延续2025年的增幅节奏）。两者“专款专用”的特性某种程度上类似于结构性货币政策工具，既能定向支持重大项目实施，又能做到“应发尽发、随时退出”，避免形成长期的刚性支出负担。

重点会议对财政政策的相关表述

会议名称	时间	相关表述
中央经济工作会议	2024年12月	要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。
政府工作报告	2025年3月	实施更加积极的财政政策。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。持续优化支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲，切实提高资金使用效益。严格落实分级保障责任，筑牢兜实基层“三保”底线。坚持政府过紧日子，推进财政科学管理，严肃财政纪律，严禁铺张浪费，腾出更多资金用于发展所需、民生所盼。
中央政治局会议	2025年7月	要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。
中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议	2025年10月	发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性。加强财政科学管理，加强财政资源和预算统筹，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障。深化零基预算改革，统一预算分配权，优化财政支出结构，加强预算绩效管理。适当加强中央事权、提高中央财政支出比重。增加地方自主财力，加强财会监督。

数据来源：政府官网，西南证券整理

GDP增速与平减指数变化



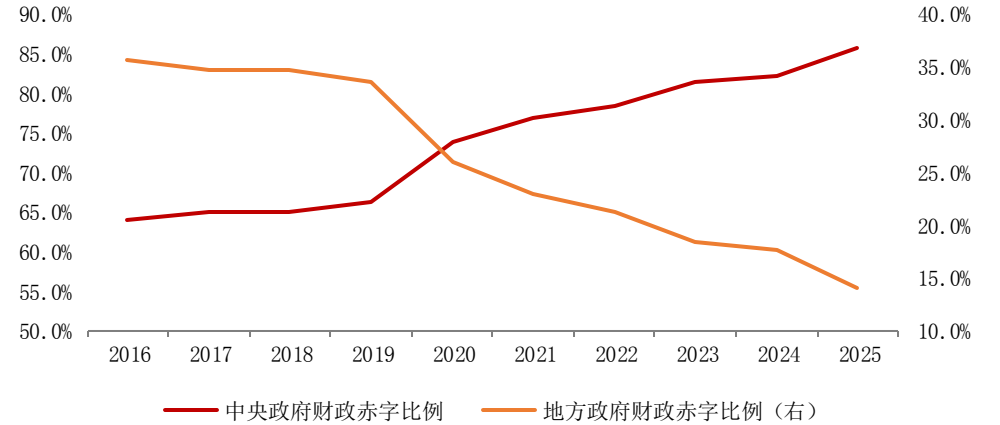
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 2026年中央财政事权有望进一步上收，央地财政将呈现“中央主导增量、地方稳中求变”的新格局

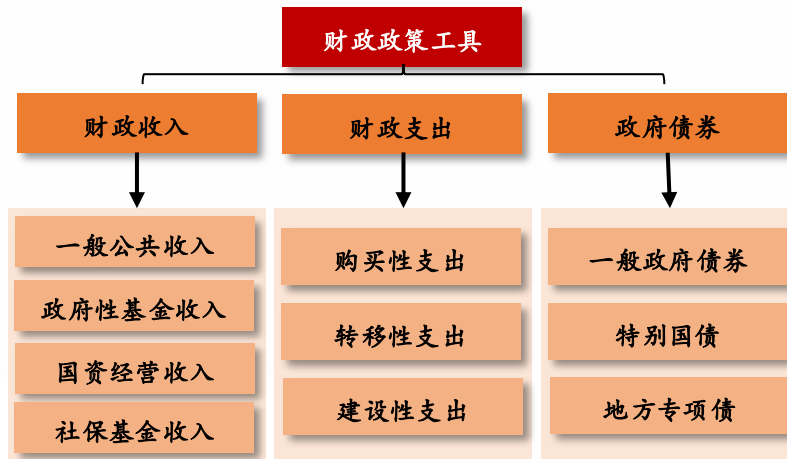
- ◆ **中央财政：事权上移，支出结构向“民生+建设”倾斜。** 预计2026年中央将承担更多跨区域、外溢性强的支出责任。增量资金主要聚焦转移性支出和建设性支出，加大对地方均衡性转移支付力度的同时，在人口高质量发展、促进居民消费等领域通过贴息、补贴等方式直接发力；同时聚焦国家重大战略和重点项目建设，发挥中央资金的撬动和引领作用。
- ◆ **地方财政：土地财政退潮，专项债挑大梁。** 一般债预计将维持原有预算规模以保基本运转，而新增专项债的资金用途拓展和优化将有助于地方政府在化债（资金用于化债）、地产（允许专项债用于土地储备和存量房收储）和投资（用于政府投资基金投作项目资本金，缓解地方项目资金不足难题）等领域的资金需求。

中央政府和地方政府2016-2025年赤字规模比例



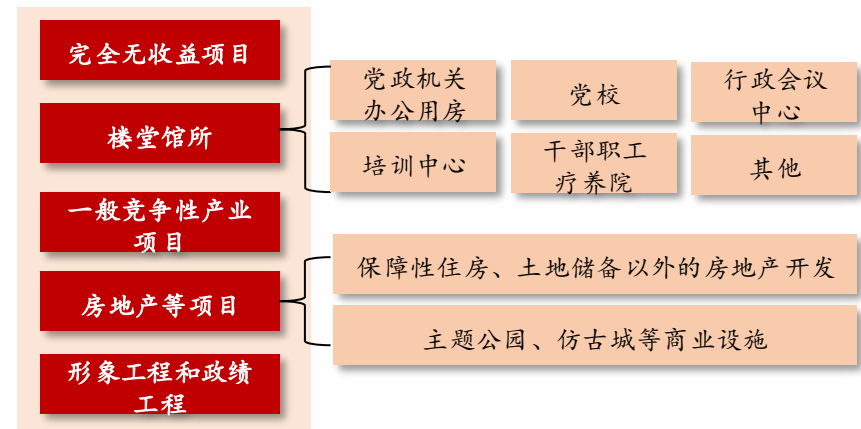
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2025年11月4日

财政政策工具分类（按资金流向）



资料来源：西南证券整理

地方政府专项债券禁止类项目清单



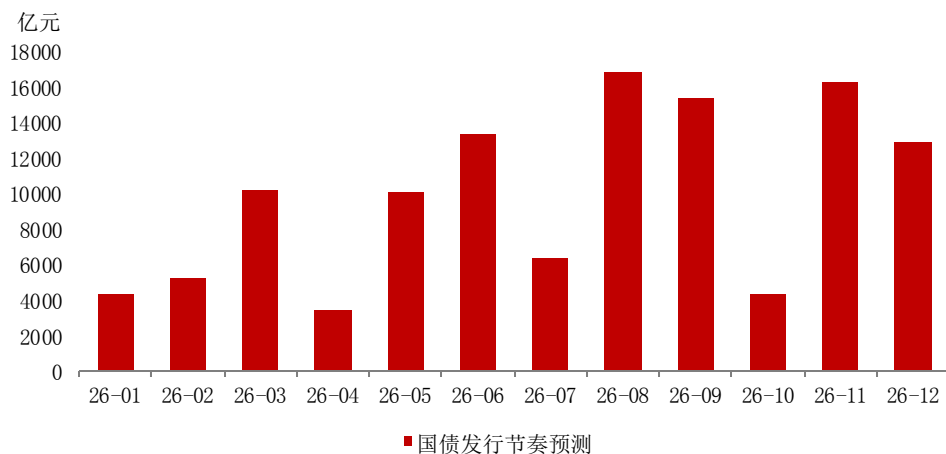
资料来源：《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 高峰锚定2026年三季度，供给节奏维持“前置化”特征

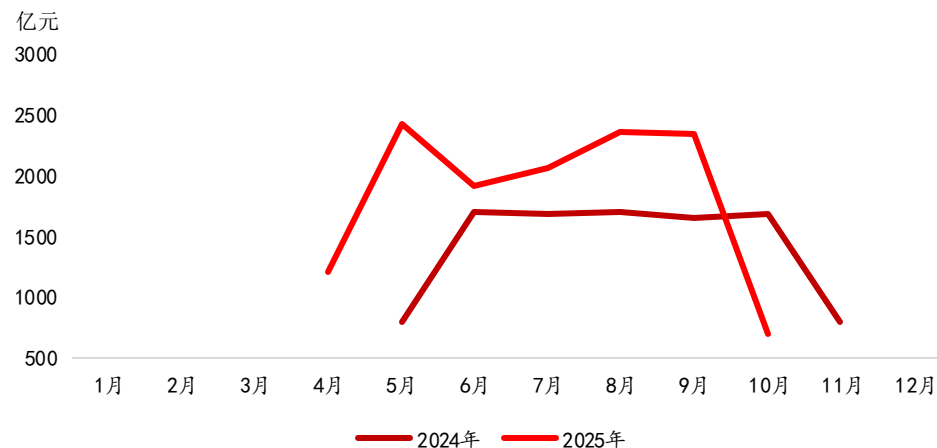
- ◆ **特别国债发行节奏或延续“前置化”趋势。** 参考2025年经验，特别国债发行较2024年明显前移，主要集中于二、三季度。尽管市场对2026年进一步前置有所期待，但受制于全国两会审批流程，最早发行时点预计在3月下旬。因此，我们判断2026年特别国债大概率将维持与2025年相似的发行节奏，二、三季度仍是主要供给窗口。
- ◆ **测算显示三季度为全年供给顶峰。** 2026年，国债和地方债净融资规模分别为7.10万亿元（含5.10万亿元中央赤字及2万亿元特别国债）和5.7万亿元（含0.8万亿元地方赤字及4.9万亿元新增专项债）。经测算，一至四季度净融资额占全年比重预计分别为20.4%、24.4%、30.4%和24.8%，三季度高达三成的供给占比将是资金面与债市情绪面临的主要考验期。

2026年国债供给节奏测算



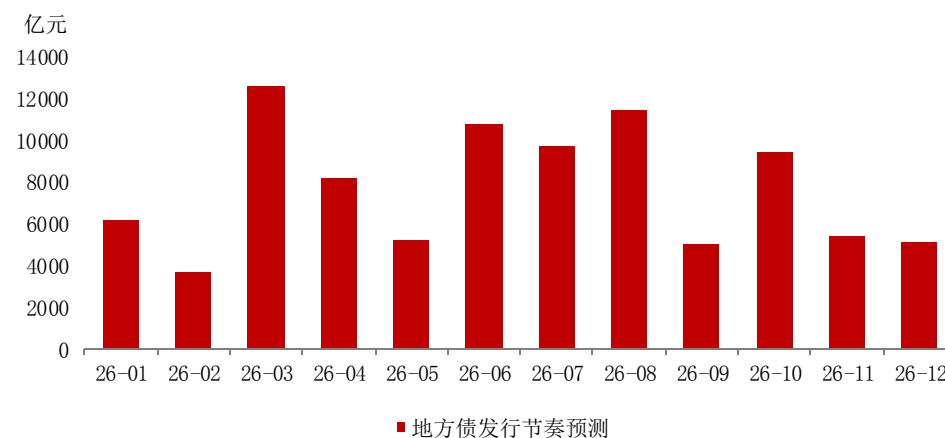
数据来源：Wind，西南证券整理

2024-2025年超长期特别国债供给节奏



数据来源：Wind，西南证券整理

2026年地方债供给节奏测算



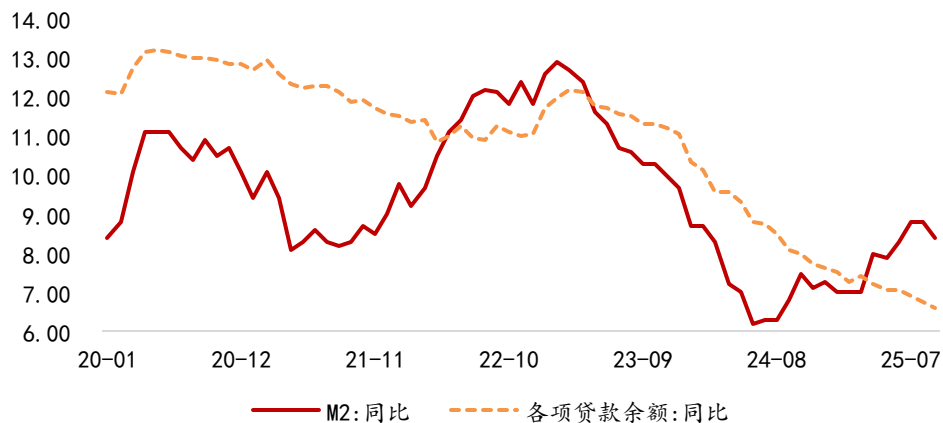
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 2026年货币政策核心诉求仍需促进社会综合融资成本下降

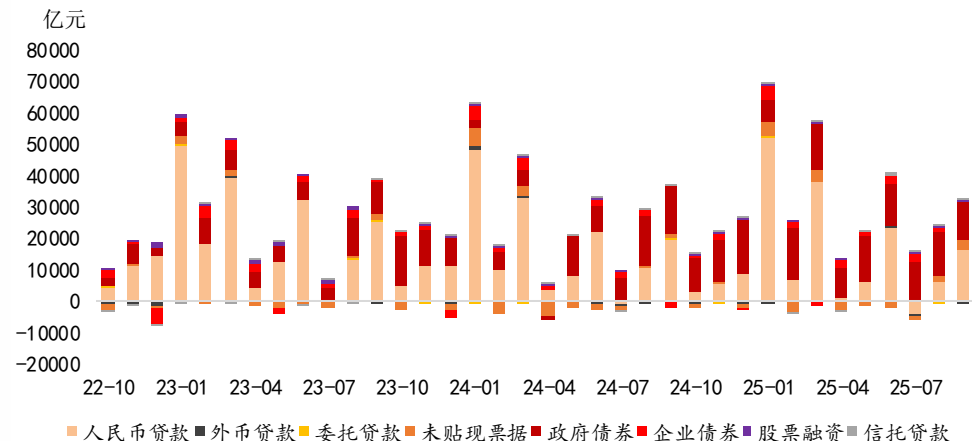
- ◆ **当前货币传导面临“堵点”，资金活性不足。**2025年以来，尽管社融总量稳中有升，但结构性矛盾突出：增长动能高度依赖政府债券融资拉动，而实体信贷投放依然疲弱。自2025年4月起，M2增速开始反超信贷余额增速，直观反映出宽裕的货币供应未能有效转化为实体经济的信贷需求，资金存在淤积于金融体系的风险。
- ◆ **2026年工作重心或仍倾向激发信贷需求以畅通货币传导。**从信贷投放结构来看，信贷需求不足的症结主要在于居民部门，特别是受房地产市场修复滞后的拖累，居民中长期贷款需求持续偏弱；企业部门信贷需求在化债背景下反而有所好转。因此，若不激发居民信贷需求，M2增速高于信贷增速的局面或仍难有所改善，我们预计2026年货币政策或继续加码消费信贷等实体刺激措施。

M2余额与各项贷款余额增速对比



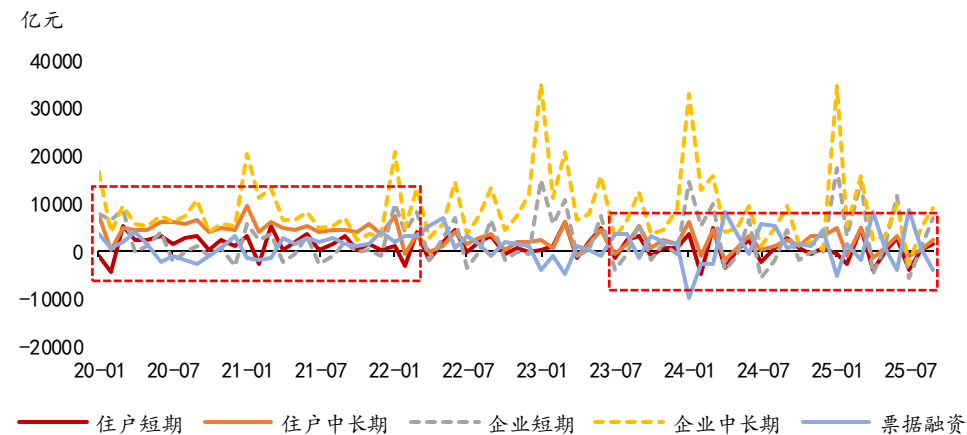
数据来源：Wind，西南证券整理

政府债券是社融增长的重要推力



数据来源：Wind，西南证券整理

信贷结构来看居民需求仍然较弱



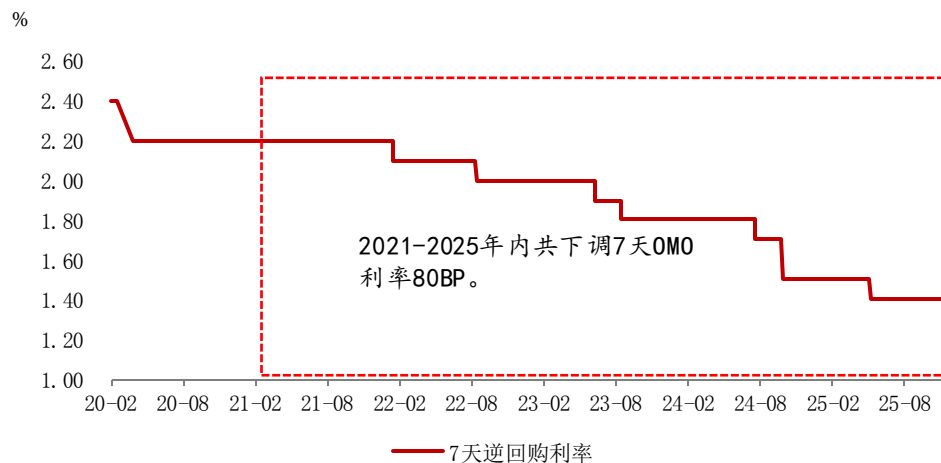
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 具体到政策工具的使用：我们认为随着总量空间趋窄，降准大概率仍有窗口，但降息或保持克制

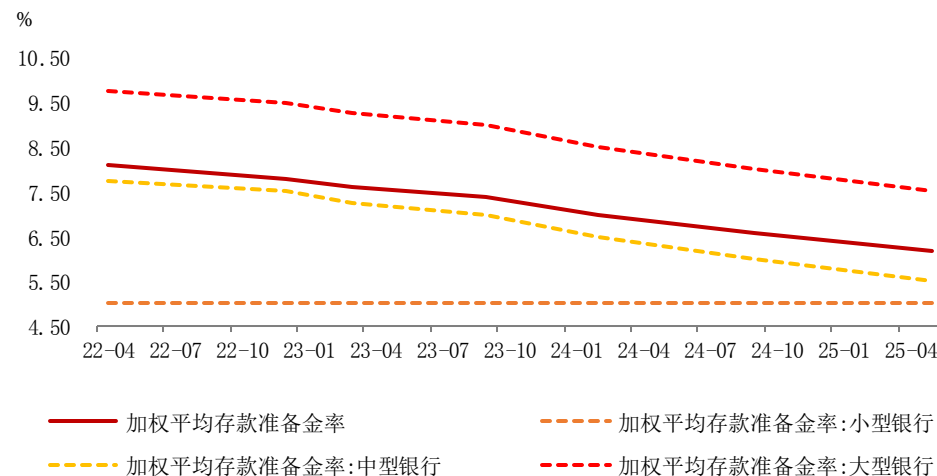
- ◆ **总量空间趋窄，央行对总量工具的使用或更趋审慎。** 截至2025年10月末，我国政策利率水平已降至1.4%，加权平均法定存款准备金率为6.2%。回顾“十四五”时期（2021-2025年），政策利率累计降幅80BP，年均不足20BP。面向承前启后的“十五五”开局之年，为预留充足的政策弹药，降息的使用或将更为审慎；同时，尽管存款准备金制度改革有望拓宽空间，但并不意味着能简单延续此前“一年两次、每次50BP”的宽松节奏。总量工具的使用整体来看将更加节制。
- ◆ **具体节奏上，降准或聚焦供给高峰，降息或相机抉择。** 降准方面，在现行准备金制度下仍有约2次操作空间。预计2026年或有1-2次降准落地，核心目的是配合财政发力，缓解银行负债端压力。时点上，可能主要对冲二、季度的国债集中供给高峰。单纯的地方隐债置换高峰未必触发降准（参考2024年末及2025年初的发行经验），央行更倾向于使用买断式逆回购等工具进行精准对冲。而在非供给高峰期遇到的阶段性流动性冲击，或可期待央行灵活运用国债买卖等工具投放长期流动性。降息方面：将视经济实际运行情况相机抉择。随着新质生产力（先进制造、生物制造、集成电路和AI等产业）的产业利润释放顺利，叠加“扩内需”方针下对促居民消费等方向的重视，若中美经贸关系不发生极端恶化情况导致出口失速，2026年实现经济既定增长目标的难度整体不大。此时降息的必要性可能将进一步降低，我们预计央行在操作上或将保持一定的政策定力。

政策利率调整情况



数据来源：Wind，西南证券整理

法定存款准备金率调整情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 结构性工具或继续受央行青睐，2026年可关注储备工具的进一步出台

- ◆ 展望2026年，在总量工具空间受限的背景下，具有定向支持、灵活退出优势的结构性货币政策工具或将继续受央行青睐，成为货币政策发力重点。
- ◆ 结构性工具：继续聚焦转型痛点，或可期待新设工具。当前正处于新旧动能转换及外部环境不确定性并存的关键窗口期，结构性工具的特点有助于持续发力，精准滴灌地产修复、科技创新、消费服务等亟待支持的重点领域和薄弱环节。此外，结合央行近期关于支持非银流动性机制的表态，虽然长期来看解决流动性分层问题最有效的方法应该为扩容一级交易商，但扩容对象的信用风险和交易能力是仍待考察的重点，因此短期内市场或可期待相关结构性工具的创设。不同于进行资产置换的互换便利（SFISF），若新工具涉及基础货币投放，其形式或许会更接近于某种定制化的再贷款。
- ◆ 准财政工具：PSL逐步退坡，新型政策性金融工具接棒。随着“保交楼”、“三大工程”等阶段性稳定地产的任务告一段落，传统的PSL规模在2025年呈现为明显的收缩态势，2026年在地产不发生重大暴雷事件的前提下，PSL规模或将延续收缩趋势；而2025年新设立的新型政策性金融工具与PSL类似，具有“准财政”工具特征但定位更“新”，其主要支持范围包括“重大战略基础设施及特定产业发展”。预计准财政工具的发力点将有望从支持稳定地产转向提升地方在科技创新等新动能领域的投资能力。

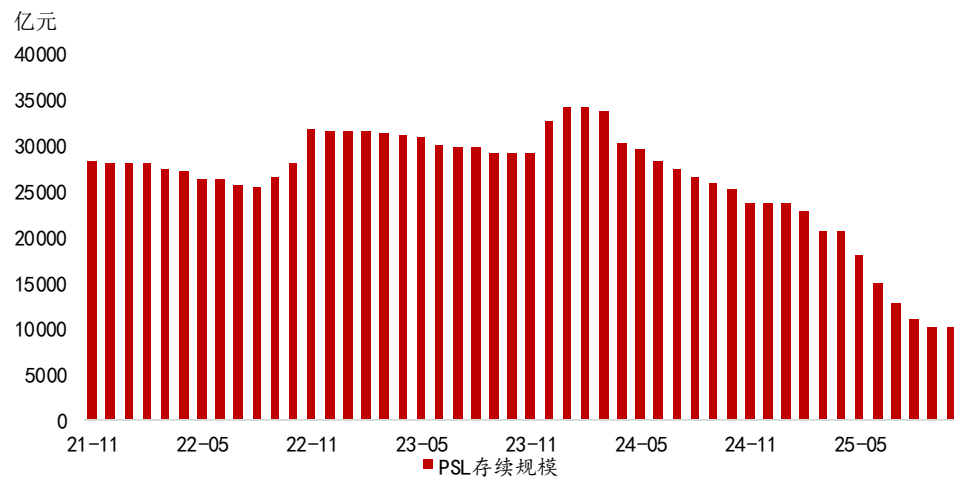
近年来新推出结构性工具用途及额度

工具名称	推出时间	支持领域	额度
科技创新再贷款	2022年4月	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业。	2000亿元
普惠养老专项再贷款	2022年4月	符合条件的普惠养老机构项目，主要用于扩大普惠养老供给，如新建、扩建、改造养老床位，以及提供运营支持。	400亿元
交通物流专项再贷款	2022年5月	持道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业。	1000亿元
“保交楼”贷款支持计划	2022年11月	已售、逾期、难以交付的住宅项目。	2000亿元
租赁住房贷款支持计划	2023年1月	支持在重庆、济南、天津、广州等8个试点城市，由专业化、规模化的住房租赁企业新建或收购存量房产，用作保障性租赁住房。	1000亿元
证券、基金、保险公司互换便利	2024年9月	为证券公司、基金公司、保险公司等非银行金融机构提供短期流动性支持，帮助其应对市场波动期间的流动性需求	5000亿元
股票回购增持再贷款	2024年9月	支持资本市场稳定，引导“国九条”中关于鼓励上市公司回购、大股东增持的政策落地	3000亿元
服务消费与养老再贷款	2025年5月	扩大国内需求，大力提振消费，其中服务消费是消费升级扩容的重要着力点	5000亿元

数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

PSL存量规模变化情况



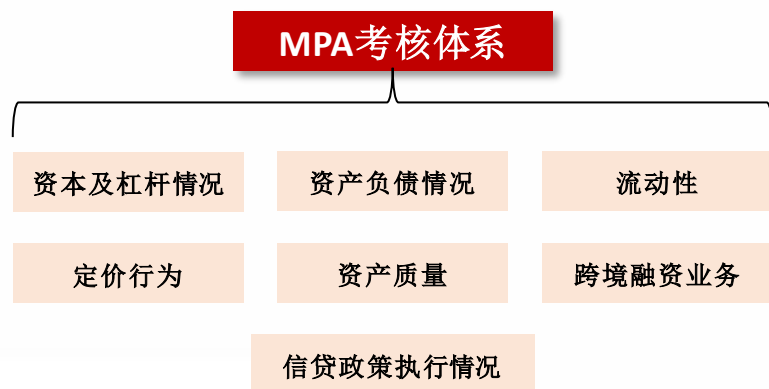
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

□ 持续完善中央银行制度，2026年货币政策与宏观审慎或将“共促互进”

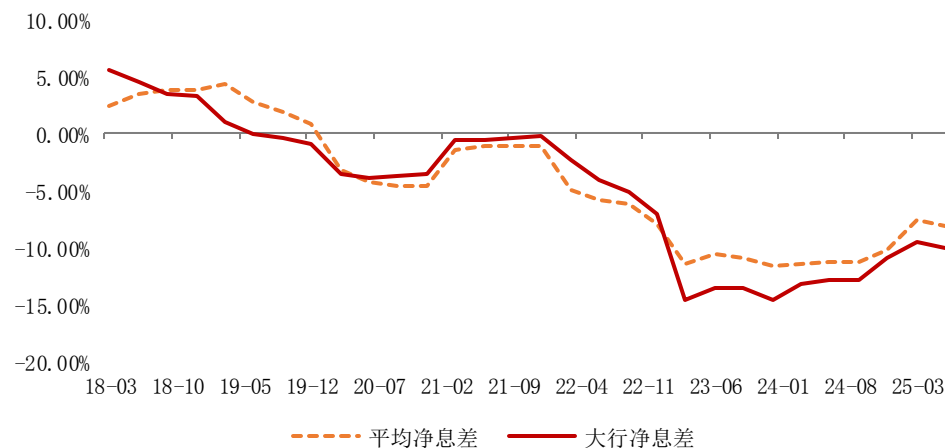
- ◆ 展望2026年，建设现代中央银行制度的核心在于货币政策与宏观审慎政策“双支柱”的同步完善与相辅相成。
- ◆ 货币政策：向价格型调控转型是确定方向，工具创新将持续推进。2026年，货币政策框架将继续处于快速完善期。一方面，从数量型向价格型调控的转型将更加坚定，旨在进一步疏通利率传导机制；另一方面，工具箱的“推陈出新”将是常态。继国债买卖启用后，未来更多适应新形势的创新型货币工具出台是大概率事件，以更精准地引导市场预期和利率走势。
- ◆ 宏观审慎：制度需进一步完善，为货币政策创新“兜底”。货币政策模式的切换和新工具的引入（如国债买卖对债市定价的影响）可能带来新的市场波动。因此，宏观审慎政策自身也亟需升级完善，以有效识别并化解政策转轨期可能衍生的新型系统性风险。例如，在推动利率市场化的同时，需通过宏观审慎手段防止中小银行因过度交易债券而引致经营风险，确保货币政策的革新不会危及金融体系的稳健性。
- ◆ “双支柱”合力：最大化“央财配合”效能。完善的“双支柱”框架是深化央行与财政部合作的关键基础。特别是在地方化债等重大任务中，货币政策可提供必要的流动性支持（如引导贷款置换），而宏观审慎则负责厘清风险边界、防止化债过程中的道德风险积聚。二者结合，方能有效支撑财政金融的良性循环。

现阶段MPA考核关注的主要指标



数据来源：Wind，西南证券整理

国有大行净息差与行业平均净息差走势对比



数据来源：Wind，西南证券整理

一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代

二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间

2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内部扩张

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

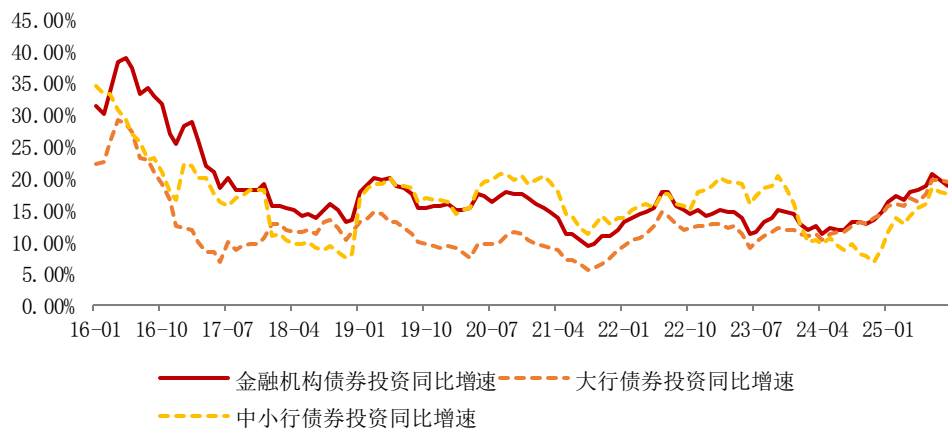
三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

□ 银行：大行受制于“负债”，中小行困于“资产”

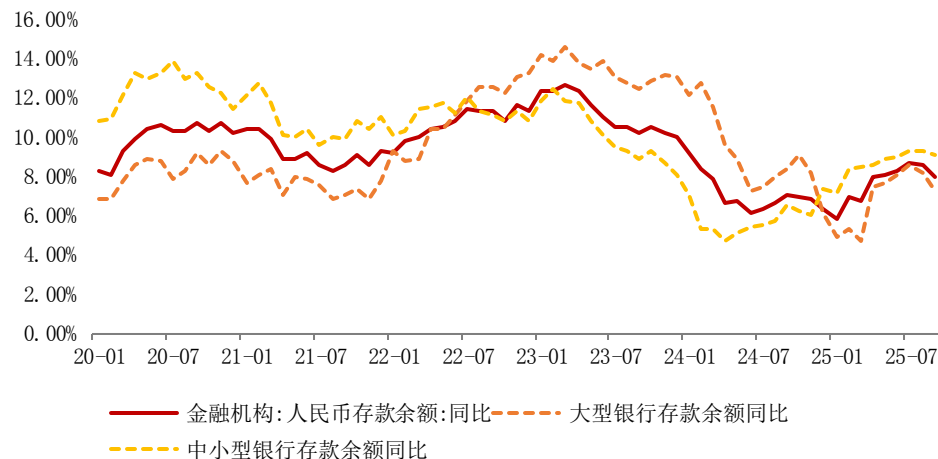
- ◆ **大行负债端波动或加剧，引致配债需求边际改变。**2025年三季度以来，金融机构存款同比增速边际转负，主要系大行负债稳定性的降低。大行负债稳定性的减弱可能成为债券投资行为出现波动的关键变量，其配债需求的边际不确定性或将增加。
- ◆ **中小行信贷投放乏力，“资产荒”驱动继续被动配债。**中小银行负债增速尚能维持，但面临更为严峻的信贷需求不足问题，债券仍是重要资金去向。不过，虽然中小行配置动力依然强劲，但在宏观审慎监管趋严的背景下，中小行过往激进的交易行为预计将受到抑制。
- ◆ **OCI账户调节利润需求仍存。**在2026年“强财政+稳货币”的政策组合下，债市收益率或难以大幅下行，甚至可能因供给冲击出现阶段性震荡上行，导致TPL出现浮亏。信贷需求不振背景下，银行通过兑现OCI账户浮盈来平滑调节整体利润的需求仍存。

金融机构、大型银行和中小型债券投资同比增速



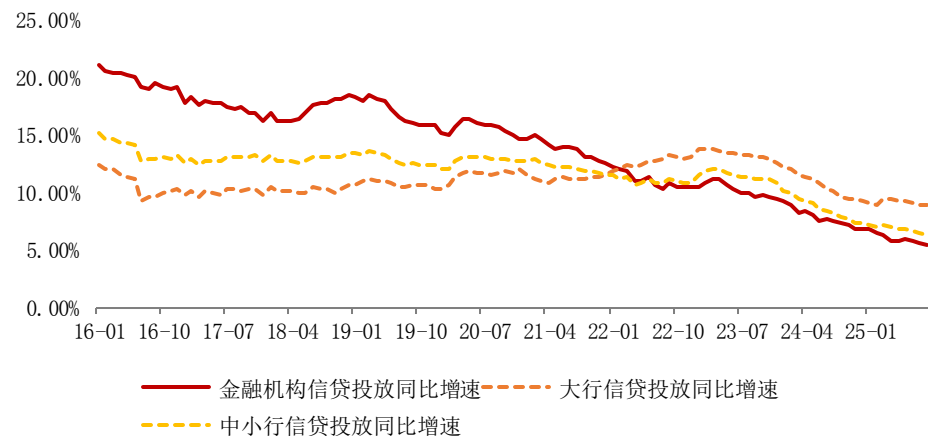
数据来源：Wind，西南证券整理

金融机构、大型银行和中小型银行存款同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

金融机构、大型银行和中小型贷款投放同比增速



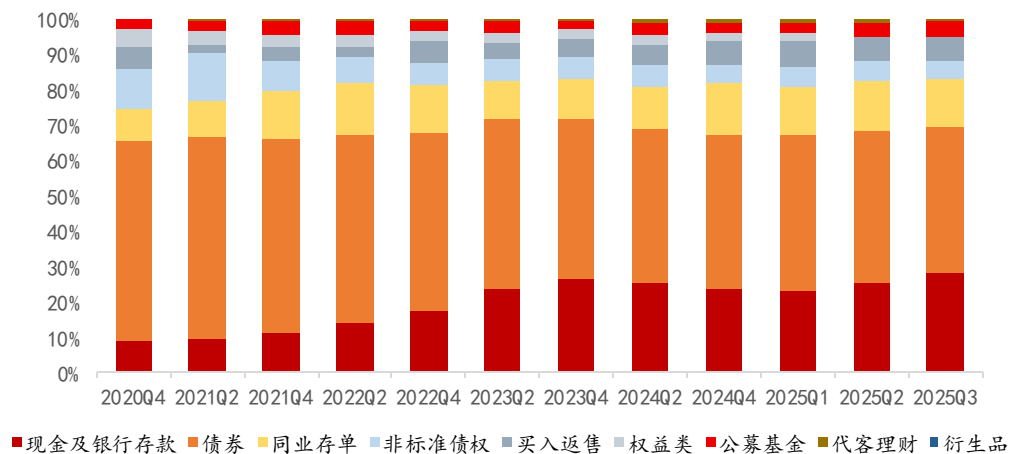
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

□ 理财：净值低波诉求与监管长期规范下的“资产收益困局”与“分级产品”破局

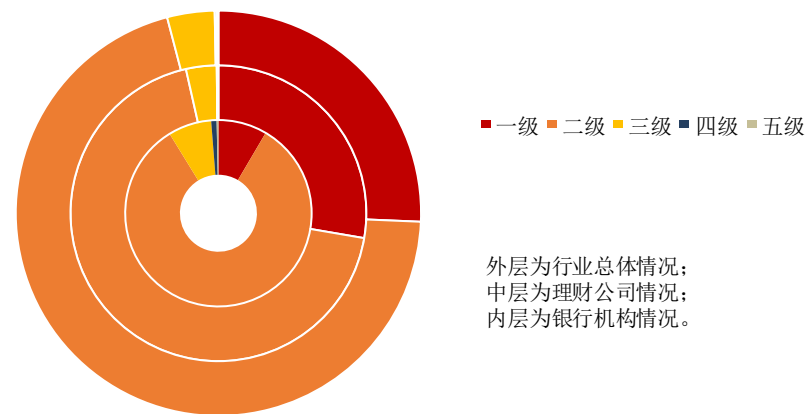
- ◆ **负债端“低波”诉求强化，资产配置被迫“短久期、高评级”。** 经历过净值化转型的阵痛后，理财客户对净值波动的容忍度依旧极低。而随着理财估值整改的年末落地，理财产品借道信托利用资金池通过期限错配来调节收益的“灰色路径”退出历史舞台。理财传统意义上的“安全垫”或不复存在，理财产品净值将更真实、更直接地反映底层资产的市场波动。负债端的极强刚性叠加资产端的波动增大导致理财目前只能加大对估值更加稳定的短久期、高评级信用债及CD等资产的投资。2025Q3，理财投资存单和买入返售资产的占比合计达20%，债券投资比例则环比进一步压缩，从Q2的41.8%降至40.4%。理财当前防御性的配置策略虽然提升了组合的安全性，但也显著压缩了收益空间。随着权益市场回报率的提升，纯固收理财产品的负债端可能也将面临稳定性问题。
- ◆ **供需矛盾催生变革，产品分级或成理财下阶段破局良方。** 面对“客户要稳、资产难找、手段受限”的三重困境，理财行业目前单一的产品形态已难以同时满足市场对“低波动”与“高收益”的矛盾要求。现阶段理财产品突破规模瓶颈的方向可能还是通过丰富分级产品数量、提高投资者认可度等形式，吸引部分存在风险偏好的客户提升对含权类理财产品（即“固收+”）的投资。根据2025年上半年理财登记中心的报告，目前理财行业产品风险等级在3级及以上的产品比例大约为4.08%，理财产品风险等级在3级及以上的产品比例仅为3.53%，仍有一定提升空间。

理财资产配置结构变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

理财分级产品分布情况



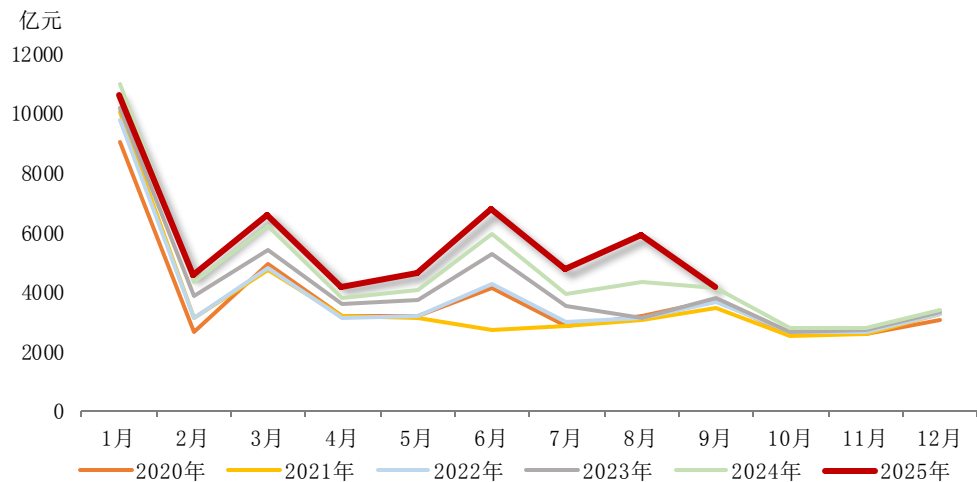
数据来源：wind，西南证券整理，数据为2025年半年报数据

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

□ 保险：保费收入持续增长背后是新单压力提升；政策和股债性价比或推动配置比例出现调整

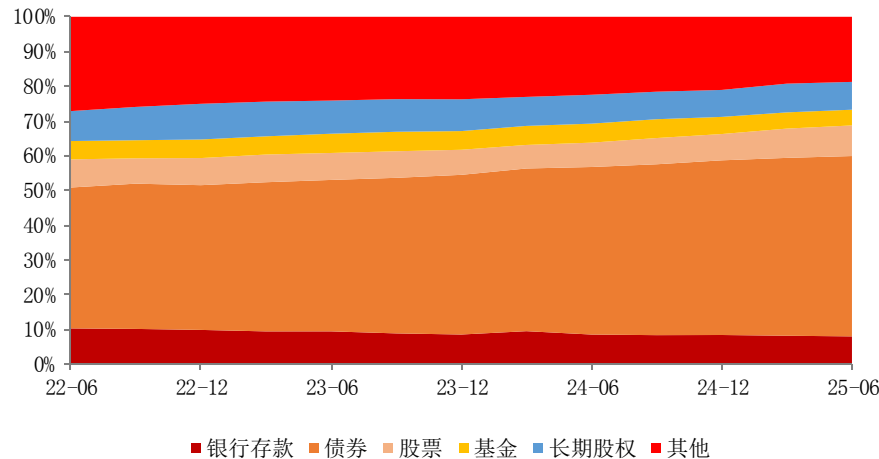
- ◆ **负债端新单压力或损耗保费增长的长期潜力。** 2025年，保险业“开门红”保费收入同比基本持平，但背后主要系续期保单拉动了总保费收入，新增保单数量则因储蓄型保险绝对收益率有限、“报行合一”减弱代理人积极性等原因而面临增长乏力的难题。随着三季度保险产品预定利率的再度下调，2026年保险或仍将面临新单业务的增长压力。
- ◆ **政策方向引导与会计准则切换的投资行为变化。** “偿二代”二期规则的全面实施对不同资产的风险因子进行了更精细化的计量，迫使保险公司必须在资本消耗和投资收益之间进行精算。不过，《保险公司资产负债管理办法》对保险公司久期缺口和成本收益覆盖考核口径的调整可能有助于增强保险公司对诸如次级债等高息资产的配置需求。另外，证监会引导保险做资本市场“长期资金”，拉长权益投资的考核期限等措施也有助于保险公司的权益投资边际倾向提升。
- ◆ **股债性价比成为资产配置的核心“锚点”。** 在利率绝对水平较低、优质非标资产供给萎缩的宏观环境下，传统固收类资产的收益率中枢持续下移。若权益市场的回报率和稳健程度明显提升，股债性价比可能进一步向权益倾斜。我们预计2026年初期险资对权益资产的偏好或仍为红利类资产，投资比例整体维持1-2个百分点的提升。

保险公司保费收入季节性变化



数据来源：wind，西南证券整理

人身险公司资产配置结构



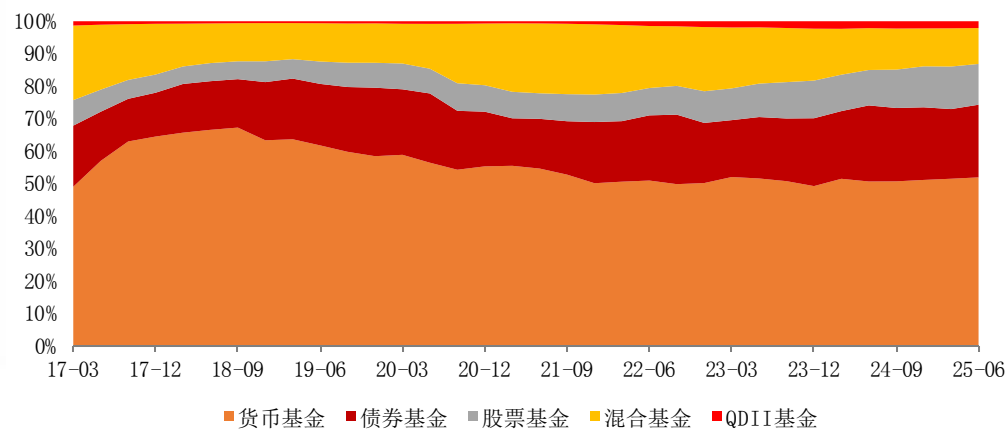
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

□ 基金：监管趋向和业绩压力可能推动债券基金规模增速下降，含权类产品增速有望提升

- ◆ “销售新规”落地，债基负债端可能面临较大冲击。监管层对公募行业“高质量发展”的要求已从理念转向实质性操作层面，公募基金过往冲规模的手段逐渐规范化。2025年上半年，根据证券投资基金业协会数据，封闭式和开放式公募基金的份额合计达30.89万亿份。其中，货币基金、债券基金、股票基金和混合基金的占比分别为46.1%、19.9%、19.9%和11.2%。随着基金销售新规的落地，新规中关于赎回费的要求可能导致理财等将基金用作流动性管理工具的机构偏好降低，短期内短债基金的负债端可能面临较大冲击，短久期信用债的信用利差可能出现阶段性扰动。
- ◆ 监管或仍有进一步治理债基的举动，ETF布局将成为公募基金2026年主战场。监管对于债券基金的治理可能将进一步深化，核心抓手可能直指资本利得的增值税税收政策。当前公募基金在债券投资上享有的资本利得免税优势，长期以来是其相较于银行理财等其他资管产品的核心竞争力之一。一旦“税盾”被取消，各类资管产品的税收成本拉平后将显著降低公募基金的交易意愿，从而削弱债基对机构资金的吸引力。另外，被动投资大势所趋，无论是债券型ETF还是多资产ETF的发展，有望成为承接居民财富配置和机构资金入市的核心载体。预计2026年，头部公募将倾注更多资源于多资产ETF的开发与布局，ETF业务将从“配角”走向舞台中央，成为决定各家公募行业地位的决胜高地。

公募基金各类型产品占比



数据来源：wind，西南证券整理

债券基金规模同比增速



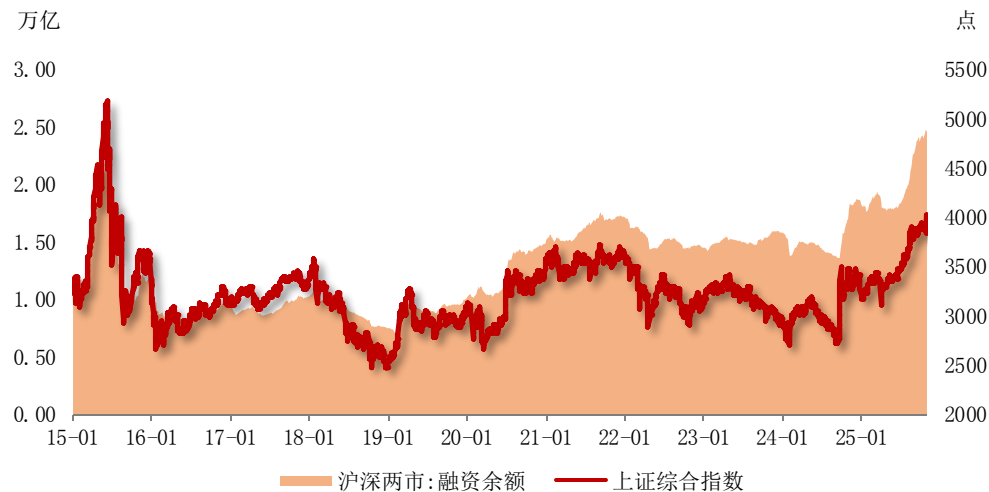
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

□ 券商：权益投资与信用业务“双轮驱动”，固收投资或面临“挤出效应”

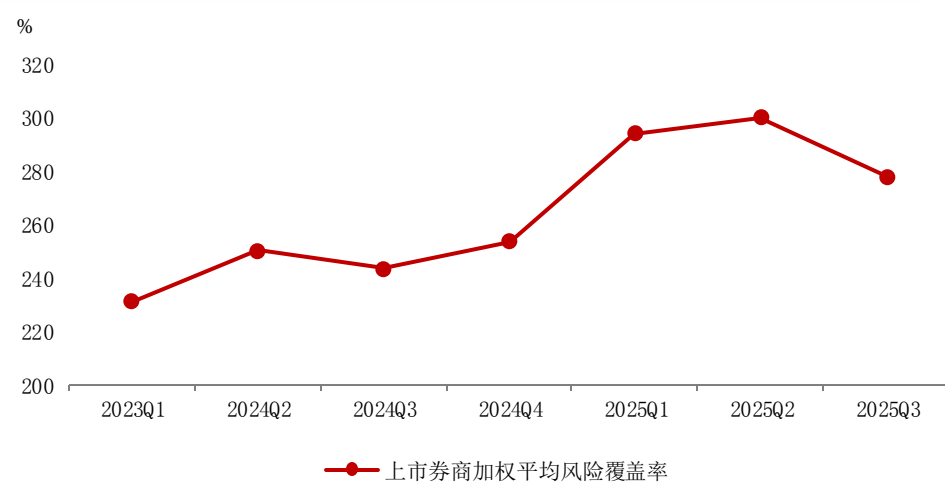
- ◆ **风险偏好提升，权益与信用业务抢占资金。** 随着权益市场信心修复及活跃资本市场政策的持续发力，券商自营部门的整体风险偏好有望提升。一方面，权益类资产的投资比例或将显著增加，以博取更高的弹性收益；另一方面，融资融券等信用业务随着市场交投活跃度的提升也将迎来扩张期，对自有资金的需求相应增加。2025年7月以来，随着权益市场的大幅走强，沪深两市融资余额也出现跨越式提升，从1.8万亿元快速提升至2.47万亿元。
- ◆ **第二，固收策略被迫“内卷”，交易模式趋于多元灵活。** 在配置盘资金被挤压、纯债收益率日益稀薄的背景下，券商固收自营若要维持过往的收益水平，单纯依靠持票收息或简单的杠杆套息策略已难以为继。从具体投资策略来看，由于券商自营相对银行和保险可以在衍生工具上有更多选择，同时配置盘属性明显更弱，因此固收团队可能通过丰富交易方向（灵活选择多空方向），更加灵活地运用国债期货、利率互换等衍生品工具进行波段交易和对冲，甚至可能增加“固收+”、转债等含权资产的博弈，以策略的多元化和交易的精细化来应对收益获取的艰难局面。

两融余额变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

上市证券公司加权平均风险覆盖率走势



数据来源：wind，西南证券整理

一、供给放量与货币纠偏共振，2025年债市步入“博弈”时代

二、“十五五”蓝图绘就，开局之年利率中枢或仍有下行空间

2.1 主要经济体货政逐渐分化，国内增长需更重内部扩张

2.2 刺激性财政预计仍将维持，支持性货币可期贯彻全年

2.3 大类资产性价比层次改变，机构需求或存在分化表现

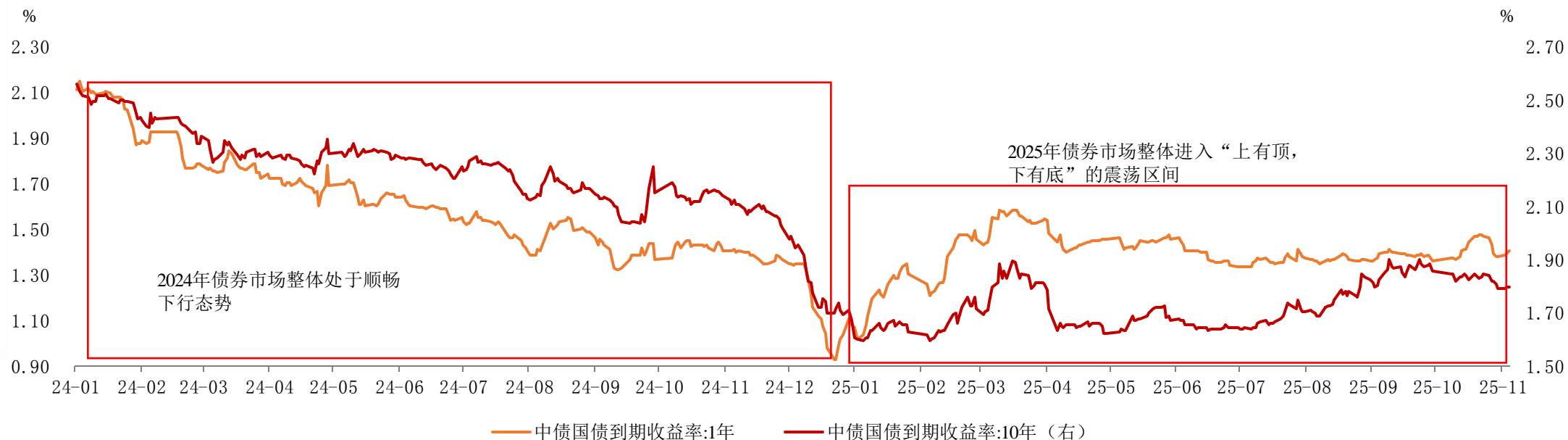
三、2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

3 2026年久期控制优先，把握波段和品种机会增强收益

□ 2026年预计利率整体呈现震荡走势。若无“黑天鹅”事件，利率难以呈单边下行或上行态势

- ◆ 展望2026年，在预期利率中枢大概率维持窄幅震荡的基准情景下，市场缺乏明确的趋势性主线。此时，单纯机械地拉长久期以博取资本利得的策略，其潜在赔率与胜率可能都将显著下降，并且容易暴露在市场短期情绪反转引发的估值回撤风险中，资金使用效率较低。
- ◆ 因此，我们建议2026年的投资运作回归组合的主动管理：战略上，以“中性偏稳健”的久期水平作为组合的安全边际和基准锚，保持组合弹性与流动性。战术上，策略重心应从“赚β的钱”转向“赚α的钱”：一是提升交易敏锐度，紧扣政策微调、流动性收紧和市场情绪变化产生的钟摆效应，灵活把握修复行情带来的波段机会，提高择时操作赚取收益；二是深耕品种挖掘，利用不同券种在特定时点的利差错位进行结构性配置或替代互换，特别是债券ETF跟踪指数的底层债券发行主体，可能出现跨市场、结构性的利差投资机会。

2024-2025年债券市场走势



数据来源：Wind，西南证券整理



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

分析师：杨杰峰
执业证号：S1250523060001
电话：18190773632
邮箱：yangjf@swsc.com.cn

分析师：叶昱宏
执业证号：S1250525070010
电话：18223492691
邮箱：yeyuh@swsc.com.cn

联系人：李茂怡
电话：15528164673
邮箱：limaoyi@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn