

结构性降息落地， 10年期国债阶段性高点或在1.9%左右

——1月利率运行分析与展望

本期要点

- **1月热点回顾：央行推出8项结构性货币政策组合工具，延续“精准滴灌”和“结构优化”调控思路**
- 1月15日，央行在国务院新闻办公室发布会上宣布并推出八项结构性货币金融政策措施。一是全面下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点，有助于进一步推动银行向重点领域和薄弱环节加强信贷投放，但此次调整对降低银行资金成本影响较为有限。二是结构性货币政策工具扩容增量，从过往实践来看，2020年以来央行创造性地推出了一系列结构性货币政策工具，或由于使用要求较为严格、实体融资需求不足等因素，政策效果传导存在一定约束。三是合并优化，将支农支小再贷款与再贴现额度打通使用，合并科技创新与民营企业债券风险分担工具。四是拓宽结构性货币政策工具支持范围，契合科技发展、绿色低碳、积极应对人口老龄化等国家战略，助力经济结构转型升级。
- **利率展望：10年期国债延续低利率、窄幅高波动状态，阶段性高点或在1.9%左右**
- **年初宏观经济继续弱修复，收益率中枢难以大幅上行：**受春节提前放假、寒潮天气、透支效应等因素影响，1月制造业PMI再度回到荣枯线以下，产需两端表现有所分化；春节错位影响CPI同比边际回落，终端需求持续修复但仍偏弱，PPI环比连续四个月正增长但上下游持续分化的特征仍存，年初宏观经济继续弱修复，信贷“开门红”成色或不足，对债市预期扰动可控。春节假期可能会带动部分高频数据边际好转，同时伴随重要会议召开时间逐步临近，部分时点或存在阶段性上行的可能性。
- **货币政策延续适度宽松基调，短期内降准降息落地概率较低：**2025年四季度央行货币政策报告提到“灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松”，与中央经济工作会议基调一致，近期资金面和债市总体运行在央行认为的合意区间，后续可能会更加专注于通过结构性货币政策工具，采取全面降息降准或较为谨慎，货币政策短期内对收益率影响或较为有限。
- **流动性或延续均衡偏松，对收益率扰动影响可控：**春节前居民取现需求增加，同时由于工作日较少政府债面临集中缴款，此外2月税期申报延后与跨月周重合，加大月末资金压力。参考历年春节前夕央行公开市场操作和资金利率来看，流动性呵护力度较大，确保资金平稳跨节，短期内流动性或继续维持均衡偏松的局面，资金利率整体或仍围绕政策利率运行。
- **风险偏好降低，对债市压制有所减弱：**央行2025年四季度城镇储户问卷调查显示倾向于“更多储蓄”的居民占比维持高位，居民存款向股市分流的力量较为温和，短期内难以出现大规模存款搬家现象。从绝对收益角度看债券相较于股票的投资性价比并不突出，但随着权益市场震荡加剧，股债收益差距出现一定程度收敛，对债市压制有所减弱。
- **债市策略：**随着经济活动恢复正常和重要会议召开时间临近，春节之后市场或开始博弈宏观政策预期、经济基本面和风险偏好，将放大市场波动，10年期国债收益率大概率延续低利率、窄幅高波动状态，阶段性高点或在1.9%左右，更加考验机构对于短期波动方向的判断。
- **利率回顾：公开市场资金投放力度加大，10年期国债收益率先上后下**
- **资金与流动性监测：央行流动性投放力度继续加大，资金利率中枢小幅上行。**为助力经济开门红、配合政府债发行以及缓解税期走款等，1月央行公开市场净投放资金规模达10678亿元，较上月有所增加。本月央行公开市场国债净买入1000亿元，货币财政政策协同发力程度进一步加大。DR001和R001基本在1.4%和1.5%以内平稳运行，DR007、R007利差中枢较上月收窄4BP且处于历史较低水平，非银资金压力不大。
- **利率债收益率回顾：10年期国债收益率先上后下，期限利差先走阔后收窄。**月初因权益市场走强，10年期国债收益率上行至1.9%；在触及阶段性高位之后，市场配置意愿增强，叠加权益市场有所降温，债市收益率随后进入下行阶段，月末收在1.81%，较上月末下行3.61BP。期限利差方面，随着长债情绪修复，10年期与1年期国债期限利差月内先走阔后收窄，1月30日为51.13BP，与上月末基本持平。从交易规模看，1月利率债交易规模较上月增加3.34%至22.71万亿元。



作者：
中诚信国际 研究院
王肖梦 xmwang01@ccxi.com.cn
汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn
王临远（实习生）

中诚信国际 研究院院长
袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



货币政策将延续支持性立场，收益率核心区间或为1.7%-1.9%，2026年1月

关注二季度货币政策报告释放的四大信号，2025年8月

恢复征收国债等利息收入增值税的三点意义——7月利率运行分析与展望，2025年8月

大而美法案通过外部环境仍复杂，降准降息可期利率难改下行趋势，2025年7月

买断式逆回购首次月初预告，流动性改善关注短端利率机会，2025年6月

中美关税博弈阶段性缓和，短期内收益率或阶段性上行，2025年5月

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部
赵耿 010-66428731；
gzhaoh@ccxi.com.cn

一、1 月热点回顾：央行推出 8 项结构性货币政策组合工具，延续“精准滴灌”和“结构优化”调控思路

1 月 15 日，央行在国务院新闻办公室发布会上宣布并推出八项结构性货币金融政策措施，其中我们主要关注以下几点：一是全面下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，1 年期再贷款利率降至 1.25%，其他期限同步调整，与去年 5 月降幅一致。结构性降息之后，主要工具利率已低于政策利率，有助于进一步推动银行向重点领域和薄弱环节加强信贷投放，但此次调整对降低银行资金成本影响较为有限，截至 2025 年一季度末，央行结构性货币政策工具余额为 5.9 万亿元，考虑全部降息 25BP 预计可为银行每年降低资金成本约 150 亿元，与 2025 年末境内商业银行 375 万亿元的总负债规模相比成本影响仅为 0.4 个基点左右。二是结构性货币政策工具扩容增量，增加支农支小再贷款额度 5000 亿元、科技创新和技术改造再贷款额度 4000 亿元，并新设 1 万亿元民营企业再贷款。从过往实践来看，2020 年以来央行创造性地推出了一系列结构性货币政策工具，或由于使用要求较为严格、实体融资需求不足等因素，部分结构性工具使用额度并不高，政策效果传导存在一定约束，实际效能仍有待进一步释放。三是合并优化，将支农支小再贷款与再贴现额度打通使用，并合并科技创新与民营企业债券风险分担工具。四是拓宽结构性货币政策工具支持范围，将研发投入水平较高的民营中小企业等纳入科技创新和技术改造再贷款支持领域，并进一步延伸碳减排、服务消费与养老再贷款覆盖领域，契合科技发展、绿色低碳、积极应对人口老龄化等国家战略，助力经济结构转型升级。

表 1：8 项结构性货币政策组合工具

表 1：8 项结构性货币政策组合工具	
结构性工具利率调整	下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，各类再贷款一年期利率从目前的 1.5% 下调到 1.25%，其他期限档次利率同步调整
重点领域金融支持	合并使用支农支小再贷款与再贴现额度，增加支农支小再贷款额度 5000 亿元；总额度中单设一项民营企业再贷款，额度 1 万亿元，重点支持中小民营企业
	增加科技创新和技术改造再贷款额度并扩大支持范围，将科技创新和技术改造再贷款额度从 8000 亿元增加至 1.2 万亿元，并将研发投入水平较高的民营中小企业等纳入支持领域
	合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具，将此前已经设立的民营企业债券融资支持工具、科技创新债券风险分担工具合并管理，合计提供再贷款额度 2000 亿元
	拓展碳减排支持工具的支持领域，纳入节能改造、绿色升级、能源绿色低碳转型等更多具有碳减排效应的项目，引导银行支持全面绿色转型
	拓展服务消费与养老再贷款的支持领域，结合健康产业认定标准，适时在服务消费与养老再贷款的支持领域中纳入健康产业
房地产	会同金融监管总局将商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%
汇率	鼓励金融机构提升汇率避险服务水平，丰富汇率避险产品，为企业提供成本合理、灵活有效的汇率风险管理工具

表 2：结构性货币政策工具利率

再贴现	1.50%
支农、支小再贷款（3个月）	0.95%
支农、支小再贷款（6个月）	1.15%
支农、支小再贷款（1年）	1.25%
抵押补充贷款利率	1.75%
专项结构性货币政策工具利率	1.25%

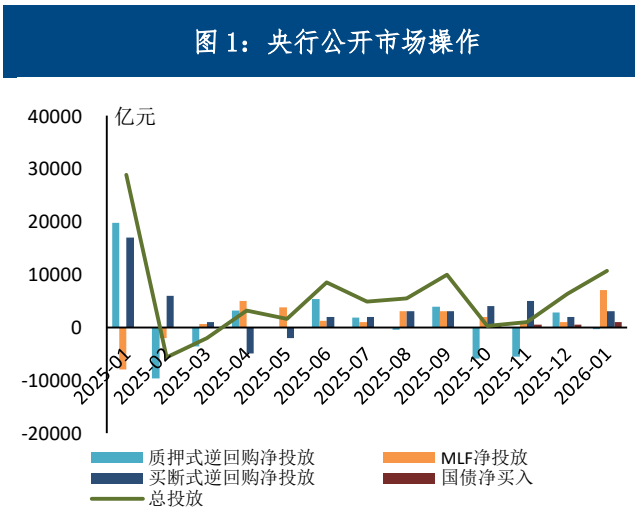
二、1月利率运行回顾：公开市场资金投放力度加大，10年期国债收益率先上后下

（一）资金与流动性监测：央行流动性投放力度继续加大，资金利率中枢小幅上行

从公开市场操作看，1月央行公开市场净投放资金规模达10678亿元，较上月有所增加，主要以中长期资金投放为主，对流动性呵护意愿较强。其中，本月央行实现质押式逆回购净回笼322亿元，年初以来银行负债相对平稳，对短期资金依赖性有所下降；为助力经济开门红、配合政府债发行以及缓解税期走款等，央行中长期流动性投放较为宽裕，通过买断式逆回购净投放3000亿元、MLF净投放7000亿元；央行公开市场国债净买入1000亿元，为上年10月恢复国债买卖以来的最高值，占本月国债净融资的23%，明显高于上年四季度的10%，货币财政政策协同发力程度进一步加大。

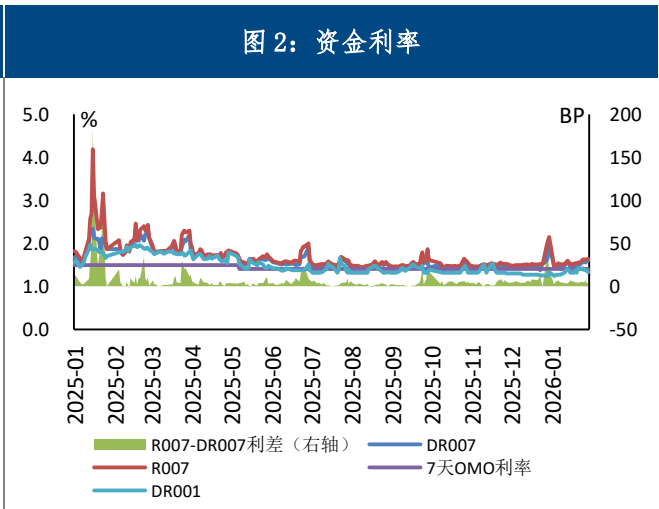
从资金利率看，得益于央行大规模投放资金，资金利率较为稳定、中枢小幅上行。1月，DR001和R001基本在1.4%和1.5%以内平稳运行，利率中枢分别为1.34%、1.41%，较上月分别上行5.54BP、4.68BP，主要系季节性扰动因素影响；DR007、R007利率中枢分别为1.51%、1.55%、较上月分别上行1.83BP、下行2.17BP，二者利差中枢较上月收窄4BP，处于历史较低水平，非银资金压力不大。

图 1：央行公开市场操作



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

图 2：资金利率

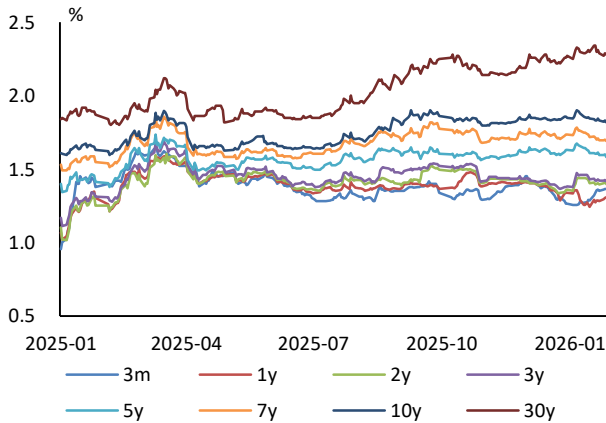


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

(二) 利率债收益率回顾：10年期国债收益率先上后下，期限利差先走阔后收窄

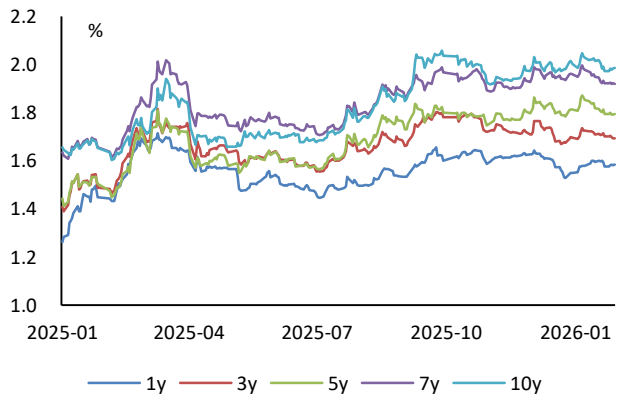
1月，利率债收益率长短端分化，5Y以上普遍下行。以10年期国债为例，股市走势、资金面变化与利率债供给仍是核心扰动因素。月初，《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》正式稿温和落地，但因权益市场走强，对债市利好作用有限，1月7日10年期国债收益率上行至1.9%；在触及阶段性高位之后，市场配置意愿增强，叠加监管引导A股“慢牛”走势，权益市场有所降温，债市收益率随后进入下行阶段，1月15日央行结构性降息且释放年内仍有宽松空间信号，推动10年期国债收益率继续下行，月末收在1.81%，较上月末下行3.61BP，但中枢较上月小幅上行0.28BP至1.85%。期限利差方面，随着长债情绪修复，10年期与1年期国债期限利差月内先走阔后收窄，1月30日为51.13BP，与上月末基本持平。从交易规模看，1月利率债交易规模较上月增加3.34%至22.71万亿元，其中国债、地方债较上月分别减少0.97%、25.64%至9.46万亿元、1.47万亿元，政金债则增加12.79%至11.77万亿元。

图3：主要期限国债收益率走势



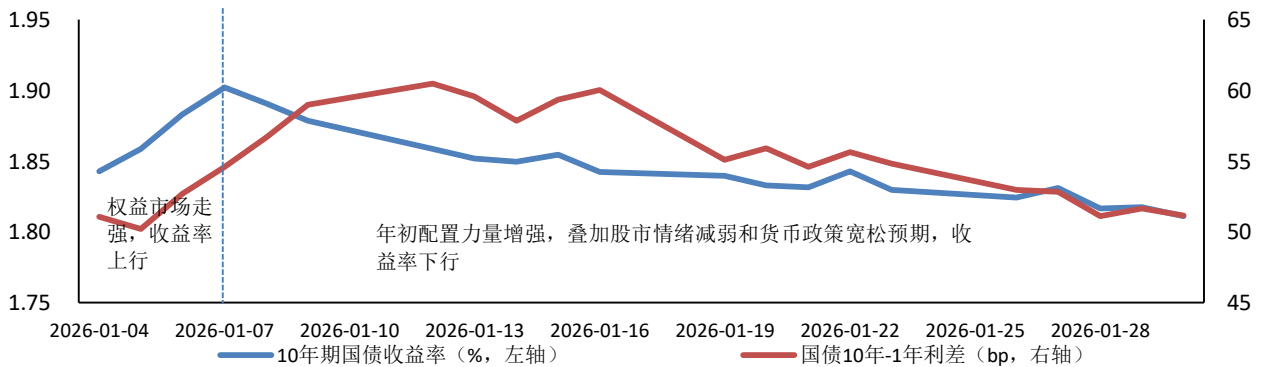
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

图4：主要期限国债收益率走势



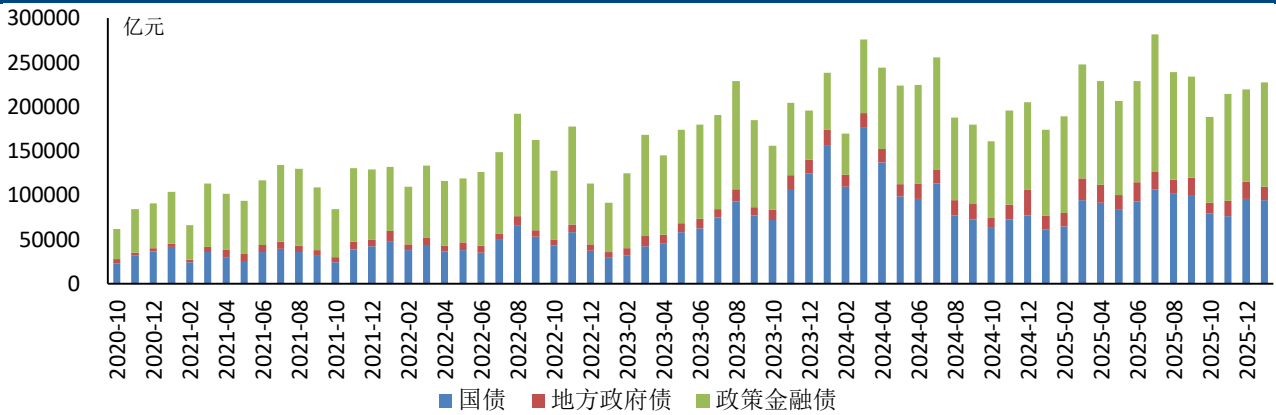
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

图5：1月10年期国债收益率和期限利差运行



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

图6：利率债交易情况



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

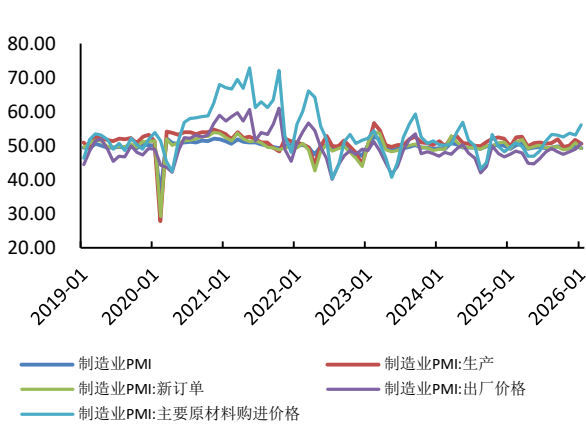
三、展望：10年期国债延续低利率、窄幅高波动状态，阶段性高点或在1.9%左右

(一) 年初宏观经济继续弱修复，收益率中枢难以大幅上行

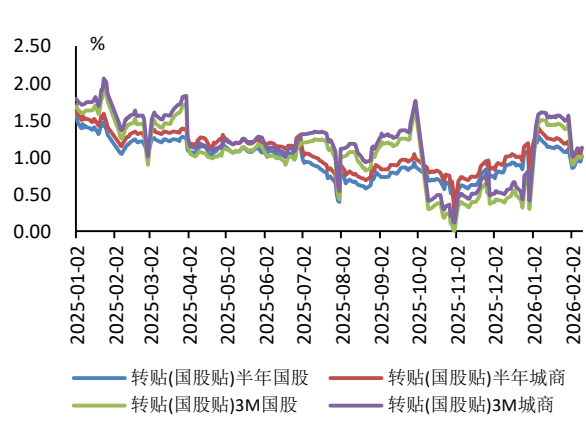
受春节提前放假、寒潮天气、透支效应等因素影响，1月制造业PMI再度回到荣枯线以下，供需两端表现有所分化，其中生产指数为50.6%，比上月下降1.1个百分点，仍处于扩张区间；新订单指数为49.2%，比上月下降1.6个百分点。春节错位影响1月CPI同比边际回落，剔除春节错位因素影响后环比弱于季节性，核心CPI同比回落但环比升至近6个月高点，显示终端需求持续修复但仍偏弱，部分行业供需结构改善叠加有色等大宗商品价格上行，PPI环比连续四个月正增长，但上下游持续分化的特征仍存。年初宏观经济继续弱修复，短期来看基本面仍面临较大压力，消费品以旧换新、设备更新改造等需求逐渐饱和，“反内卷”治理对投资的掣肘延续，有效需求不足的核心症结仍存。在此背景下，收益率整体中枢上行动力依然不足。央行近日发布的2025年四季度货币政策执行报告（以下简称“四季度报告”）中提到“引导金融总量合理增长、信贷均衡投放”，释放淡化信贷投放规模导向、平稳投放节奏的政策信号，结合1月银行票据利率下行，信贷“开门红”成色或不足，对债市预期扰动可控。春节假期可能会带动部分高频数据边际好转，同时伴随全国“两会”等重要会议召开时间逐步临近，市场或博弈宏观政策预期，部分时点或存在阶段性上行的可能性。

图7：制造业PMI

图8：银行票据利率



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

（二）货币政策延续适度宽松基调，短期内降准降息落地概率较低

1月15日召开的发布会上，央行副行长邹澜表示2026年仍有一定的降准降息空间，重点提到汇率和银行净息差约束有所减弱，给市场留了一定的期待空间。央行货币政策四季度报告提到“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。灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松”，与中央经济工作会议基调一致，而且与三季度¹相比，四季度报告在关注物价合理回升的同时，新增“促进经济稳定增长”作为货币政策的重要考量，指向经济基本面仍是触发央行货币政策调整的关键因素，或意味着货币政策根据形势变化相机抉择。近期资金面和债市总体运行在央行认为的合意区间，四季度报告在社会融资成本方面从第三季度的“推动社会综合融资成本下降”变为“促进社会综合融资成本低位运行”，短期继续推动成本下行的紧迫性不强。此外，海外方面，若凯文·沃什当选下一任美联储主席，其相对鹰派的政策倾向将加大货币政策的不确定性。后续央行可能会更加专注于通过结构性政策工具，采取全面降息降准或将较为谨慎，货币政策短期内对收益率影响或较为有限。

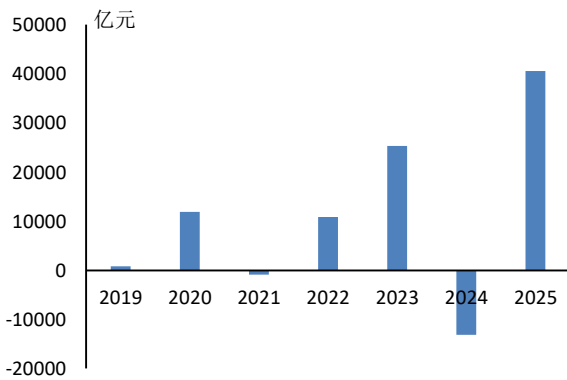
（三）流动性或延续均衡偏松，对收益率扰动影响可控

受春节取现、税期走款与政府债集中发行等因素共同影响，2月资金缺口压力较大，预计央行在特殊时点继续加大资金投放，保持流动性合理充裕。春节前居民取现需求增加，同时由于工作日较少政府债面临集中缴款，此外2月税期申报延后与跨月周重合，加大月末资金压力。参考历年春节前夕央行公开市场操作来看，除了2021年、2024年央行有意引导市场预期、防止资金空转和金融风险净回笼资金外，其余年份流动性呵护力度较大，确保资金平稳跨节，多数年份资金利率在节前一周至节后波动下行。后续来看，央行四季度货币政策报告提到“加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工

¹ 把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平

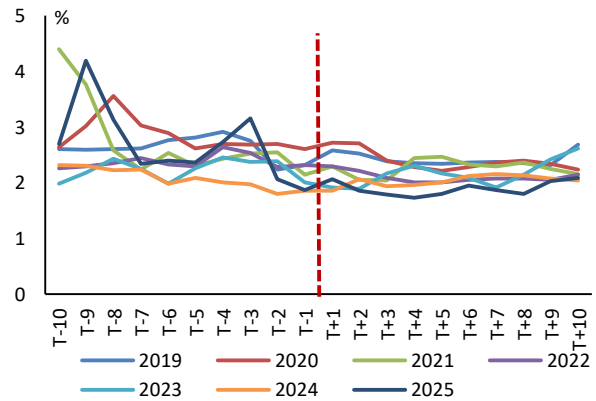
具，保持流动性充裕”，并新增“引导短期货币市场利率更好围绕央行政策利率平稳运行”，短期内流动性或继续维持均衡偏松的局面，资金利率整体或仍围绕政策利率运行。此外，四季度报告强调“未来将常态化开展国债买卖操作，关注长期收益率的变化，灵活把握操作规模”，央行在维护流动性和债券市场平稳运行的目标之下，一定程度上可避免收益率曲线大幅上行。

图 9：历年春节前 30 个工作日央行公开市场净投放



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

图 10：历年春节前后 10 天 R007 走势



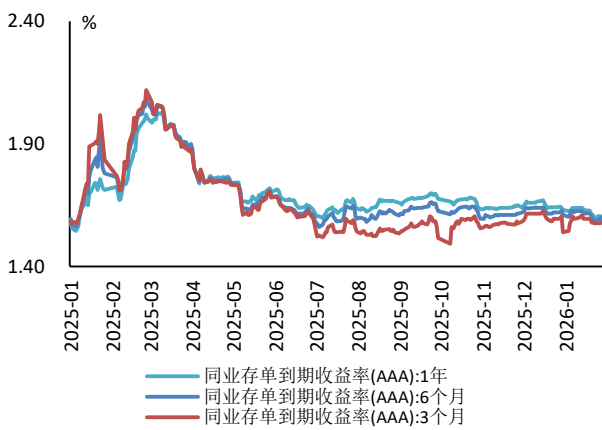
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

（四）风险偏好降低，对债市压制有所减弱

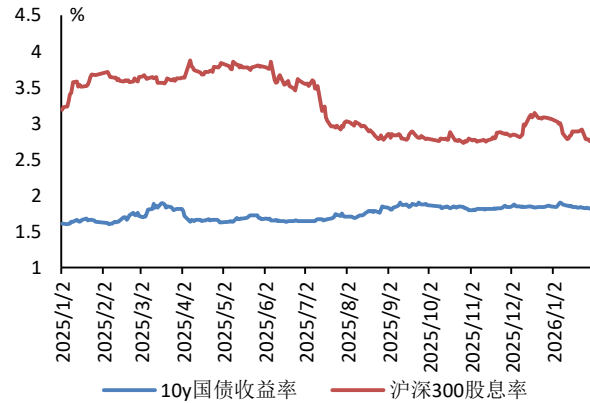
根据央行 2025 年四季度城镇储户问卷调查结果，倾向于“更多储蓄”的居民占比达 62.9%，较上季度提升 0.6 个百分点，维持高位；而倾向于“更多投资”的居民占比仅 14.6%，较上季度回落 3.9 个百分点。整体来看，居民存款向股市分流的力度较为温和，从同业存单到期收益率走势观察，短端利率下行，银行主动负债成本平稳，资金大幅流出银行体系的动力不足，短期内难以出现大规模存款搬家现象。当前 10 年期国债收益率在 1.81% 附近，回到 2025 年 11 月水平，从绝对收益角度看债券相较于股票的投资性价比并不突出，但随着权益市场震荡加剧，股债收益差距出现一定程度收敛，对债市压制有所减弱。后续来看，短期内权益市场对债市影响仍然较大，风险偏好变化与资金再配置行为会直接扰动债市交投情绪，导致债市跟随股市波动加大。

图 11：同业存单到期收益率

图 12：沪深 300 股息率及 10 年期国债收益率



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院整理



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院整理

整体而言，在经济依然面临需求不足、外部环境趋于复杂等多重挑战之下，基本面修复整体偏弱，信贷投放节奏趋缓带来机构配债增量，整体环境或仍利好国债走势，不过考虑到春节之后债市定价逻辑可能转变至经济活动恢复正常和重要会议召开，市场或开始博弈宏观政策预期、经济基本面和风险偏好，将放大市场波动，10年期国债收益率大概率延续低利率、窄幅高波动状态，阶段性高点或在1.9%左右，更加考验机构对于短期波动方向的判断。此外，由于国债收益率为债市定价基准，国债收益率波动或影响信用债一级发行成本，考虑到短期内降息概率下降、国债收益率波动较大，若企业有融资需求，可考虑待收益率调整后发行。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>