

宏观和大类资产配置周报

需求是拉升国际金价的重要因素

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：1 月份，70 个大中城市中，新房价格环比上涨城市较上月有所增加，一线城市新房和二手房价格环比继续上涨，二线城市新房价格自 2023 年 6 月以来首次环比上涨。（万得）
- **要闻**：2 月 17 日上午，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在京出席民营企业座谈会。在听取民营企业负责人代表发言后，习近平发表了重要讲话，党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数上涨 1.00%，沪深 300 股指期货上涨 1.09%；焦煤期货本周上涨 3.86%，铁矿石主力合约本周上涨 3.07%；余额宝 7 天年化收益率下跌 4BP 至 1.25%；十年国债收益率上行 7BP 至 1.72%，活跃十年国债期货本周下跌 0.53%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**需求是拉升国际金价的重要因素。截至 2025 年 2 月 20 日，伦敦金现价实现 2939.0 美元/盎司，较年初（2025 年 1 月 2 日）增长 12.0%，较 2022 年涨幅实现 60.7%，近年国际金价涨幅较为明显。黄金本身具备避险属性，或在一定程度上受到地缘关系影响。截至 2025 年 2 月 18 日，地缘政治威胁指数五日均值为 159.1，明显高于 1 月 1 日水平。2025 年 1 月 1 日至 2 月 18 日，地缘政治威胁指数和伦敦金现价的相关系数为 0.7，两者存在较强的正相关关系，地缘关系因素或是年初至今国际金价上行的主要因素。

此外，国际黄金需求提升也是近年国际金价增长的重要原因。据可比口径计算，2025 年 2 月全球黄金储量同比增长 0.81%，其中 0.77 个百分点来自各国央行等官方机构的购金行为。2022 年至 2025 年 2 月，伦敦金现价与全球黄金储量同比增速的相关系数为 0.4 个百分点，信用对冲因素下的黄金需求走高，同样是国际金价的重要影响因素。

- **风险提示**：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《1 月外汇市场分析报告》20250222
《1 月社融偏强劲、2 月通胀更关键》20250217
《美国的赤字、储蓄率与利率》20250216

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.2.23）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 2025 年政府工作报告表述	变化
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	-	欧美经济前景仍有较大不确定性	不变

大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
本周 A 股、商品指数均有上涨	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：本周 A 股市场表现较好	9
债券：十年国债收益率保持在较低水平.....	10
大宗商品：大宗商品价格分化	11
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方	12
外汇：人民币兑美元中间价本周上行.....	12
港股：资讯科技业领涨.....	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.2.23）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议.....	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较.....	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现.....	7
图表 5. 建材社会库存周度表现.....	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现.....	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现.....	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现.....	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现.....	8
图表 11. 汽车周消费规模表现.....	8
图表 12. 本周权益类资产涨跌幅.....	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势.....	10
图表 14. 信用利差和期限利差.....	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放.....	10
图表 16. 7 天资金拆借利率.....	10
图表 17. 大宗商品本周表现.....	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势.....	12
图表 20. 理财产品收益率曲线.....	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动.....	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....	12
图表 23. 恒指走势.....	13
图表 24. 陆港通资金流动情况.....	13
图表 25. 港股行业涨跌幅.....	13
图表 26. 港股估值变化.....	13
图表 27. 本期观点（2025.2.23）	15

一周概览

本周 A 股、商品指数均有上涨

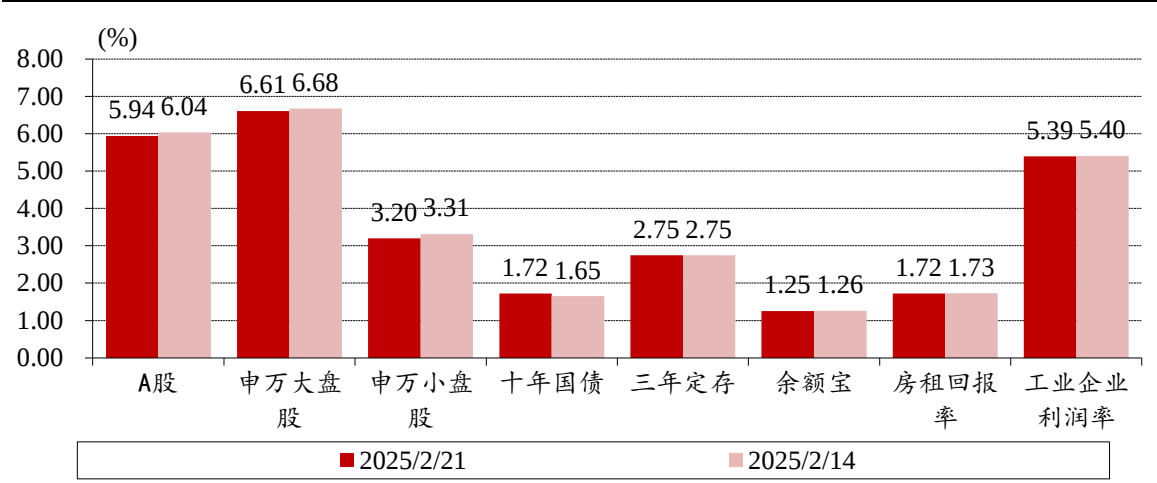
本周沪深 300 指数上涨 1.00%，沪深 300 股指期货上涨 1.09%；焦煤期货本周上涨 3.86%，铁矿石主力合约本周上涨 3.07%；余额宝 7 天年化收益率下跌 4BP 至 1.25%；十年国债收益率上行 7BP 至 1.72%，活跃十年国债期货本周下跌 0.53%。

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 +1.00%	债券	10 年国债到期收益率 1.72%/本周变动 +7BP
	沪深 300 期货 +1.09%		活跃 10 年国债期货 -0.53%
本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗	铁矿石期货 +3.07%	保守	余额宝 1.25%/本周变动 -4BP
	焦煤期货 +3.86%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2% 上下波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

本周 A 股、H 股表现均较好。股市方面，本周 A 股市场表现较好，领涨的指数为中证 1000，涨幅实现 3.21%，仅有上证红利指数周内下滑，跌幅实现 2.18%；港股方面，恒生指数上涨 3.79%，恒生国企指数上涨 4.02%，AH 溢价指数下行 1.54% 收于 133.72；美股方面，标普 500 指数本周下跌 1.66%，纳斯达克下跌 2.51%。债市方面，本周国内债市延续弱势，中债总财富指数本周下跌 0.50%，中债国债指数下跌 0.75%，金融债指数下跌 0.44%，信用债指数下跌 0.19%；十年美债利率下行 5BP，周五收于 4.42%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 4BP，周五收于 1.25%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 0.69%，收于 70.25 美元/桶；COMEX 黄金上涨 1.69%，收于 2949.6 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 2.85%，LME 铜上涨 0.41%，LME 铝上涨 1.44%；CBOT 大豆上涨 2.05%。美元指数下跌 0.14% 收于 106.65。VIX 指数上行至 18.21。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/2/17 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/2/21 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,379.11	0.97	1.30	3.95	0.82
	399001.SZ	深证成指	10,991.37	2.25	1.64	8.22	5.54
	399005.SZ	中小板指	6,858.69	2.58	1.45	8.99	7.47
	399006.SZ	创业板指	2,281.51	2.99	1.88	10.55	6.53
	881001.WI	万得全 A	5,271.42	2.06	1.67	7.46	4.97
	000300.SH	沪深 300	3,978.44	1.00	1.19	4.23	1.11
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	247.20	(0.50)	(0.17)	(0.43)	(0.07)
	CBA00603.C	中债国债	245.32	(0.75)	(0.27)	(0.67)	(0.24)
	CBA01203.C	中债金融债	245.14	(0.44)	(0.23)	(0.45)	(0.31)
	CBA02703.C	中债信用债	221.14	(0.19)	(0.02)	(0.04)	0.06
	885009.WI	货币基金指数	1,714.80	0.02	0.03	0.10	0.21
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	70.25	(0.69)	(0.61)	(3.14)	(2.05)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,949.60	1.69	0.21	4.04	11.68
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,361.00	2.85	(2.95)	(0.30)	1.48
	CA.LME	LME 铜	9,515.50	0.41	0.61	5.17	8.53
	AH.LME	LME 铝	2,675.50	1.44	0.27	3.14	4.86
	S.CBT	CBOT 大豆	1,057.25	2.05	(1.21)	1.46	4.63
货币	-	余额宝	1.25	-4 BP	-23 BP	-29 BP	-1 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	-5 BP	3 BP
外汇	USD.XFX	美元指数	106.65	(0.14)	(1.20)	(1.72)	(1.69)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.26	0.14	0.32	0.13	0.59
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.58	0.45	(0.55)	0.38	0.30
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.83	(1.45)	1.44	(2.81)	(3.35)
港股	HSI.HI	恒生指数	23,477.92	3.79	7.04	16.08	17.04
	HSCEI.HI	恒生国企	8,666.72	4.02	7.03	17.40	18.89
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	133.72	(1.54)	(1.98)	(7.59)	(9.28)
美国	SPX.GI	标普 500	6,013.13	(1.66)	1.47	(0.45)	2.24
	IXIC.GI	NASDAQ	19,524.01	(2.51)	2.58	(0.53)	1.10
	UST10Y.GBM	十年美债	4.42	-5 BP	-2 BP	-16 BP	-16 BP
	VIX.GI	VIX 指数	18.21	23.29	(10.70)	10.83	4.96
	CRB.RB	CRB 商品指数	311.22	(0.28)	1.49	2.06	4.89

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

2月17日上午，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在京出席民营企业座谈会。在听取民营企业负责人代表发言后，习近平发表了重要讲话，党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作。会议指出，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措，实施服务消费提质惠民行动。会议还审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》，听取2024年国务院部门办理全国人大代表建议和全国政协提案工作情况汇报。

民营企业座谈会之后，国家发改委、工信部等重磅发声。国家发改委表示，我国将进一步破除市场准入的障碍，对民营企业反映的困难问题精准施策助企纾困，加力推动解决拖欠民营企业账款问题，加快促进民营经济发展。民营企业中90%以上是中小企业，工信部表示，将从生态赋能、创新赋能、数字赋能、人才赋能和服务赋能五个方面，引导中小企业坚定信心、坚守主业、做强实业、诚信经营，走好高质量发展之路。

国务院办公厅转发商务部、国家发改委《2025年稳外资行动方案》。方案提出，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，落实全面取消制造业领域外资准入限制要求，鼓励跨国公司投资设立投资性公司，便利外国投资者在华实施并购投资，实施自由贸易试验区提升战略。

何立峰与美财长贝森特举行视频通话。双方围绕落实中美元首通话共识，就中美经济领域重要问题深入交换意见。双方均认同中美经贸关系的重要性，双方同意就彼此关心的问题继续保持沟通。中方就近期美对华加征关税等限制措施表达严正关切。

国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍扩大高水平对外开放、做好2025年稳外资工作有关情况。会上，商务部表示，各部门将推动出台若干配套文件，形成“1+N”稳外资政策组合拳，推动外企平等参与政府采购配套细则尽早落地见效；国家发改委表示，拟修订扩大《鼓励外商投资产业目录》，启动鼓励外资企业境内再投资政策制定；工信部表示，将持续提升电信领域对外开放水平；市场监管总局表示，持续推进外商投资便利化。

国家统计局70城房价数据出炉。1月份，70个大中城市中，新房价格环比上涨城市较上月有所增加，一线城市新房和二手房价格环比继续上涨，二线城市新房价格自2023年6月以来首次环比上涨。

十四届全国人大常委会第十四次会议将于2月24日至25日在北京举行，审议民营经济促进法草案、审议国务院关于提请审议民用航空法修订草案的议案等。

央行召开2025年宏观审慎工作会议。会议认为，2024年央行加快完善中央银行制度，健全宏观审慎政策和治理机制，加强金融重点领域宏观审慎管理。会议要求，2025年，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，健全宏观审慎政策体系，创新宏观审慎政策工具。

央行行长潘功胜应邀出席新兴市场经济体研讨会。他指出，新兴市场经济体应进一步提升自身韧性，继续完善货币政策框架，提升汇率弹性，加强公共债务管理，强化宏观审慎管理和金融监管。

国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议要求，国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期，在编制企业“十五五”规划中将发展人工智能作为重点；要加大资金投入，持续壮大发展人工智能的长期资本、战略资本、耐心资本；要优化人才引育，建立更加符合行业特点规律的人才评价体系。

国务院国资委召开地方国资委负责人会议。会议要求，着力深化国有企业改革，高质量完成国有企业改革深化提升行动；着力提升国有企业科技创新能力，推动企业加快关键核心技术攻关；着力防范化解重大风险，采取有力措施防控债务风险。

金融监管总局党委召开会议要求，保持对民营企业稳定有效的增量信贷供给，加大民营小微企业的首贷、续贷、信用贷支持力度；用好“白名单”机制，满足包括民营房企在内的各类房地产企业的合理融资需求；丰富保险产品体系，稳步推进金融资产投资公司股权投资试点工作，加强和完善对民营企业的综合金融服务；在金融业市场准入方面，一视同仁、公平对待各类所有制企业。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周均有上升，螺纹钢、线材开工率分别变动 0.64 和 2.94 个百分点；建材社会库存延续上升，较上周变动 28.76 万吨。2 月 19 日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周延续分化，其中，华南和东北地区开工率较前一周上升，华北和西北地区开工率与前一周持平。

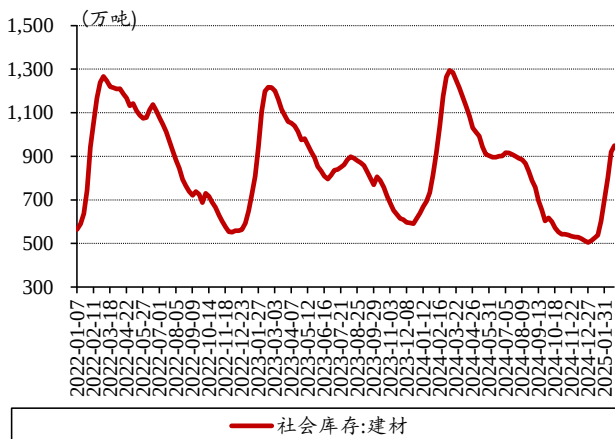
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率 (%)	34.76	0.64	(7.23)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	42.45	2.94	(5.80)
石油沥青装置	开工率:华北地区	25.10	0.00	(13.10)
	开工率:华南地区	29.10	0.80	4.90
	开工率:东北地区	10.40	0.90	(8.50)
	开工率:西北地区	28.60	0.00	7.70

资料来源：万得，中银证券

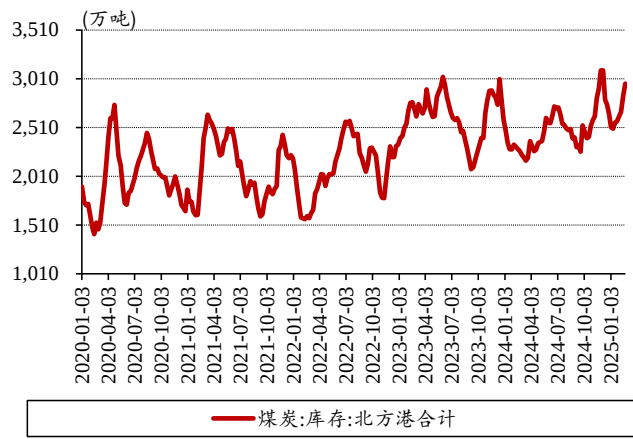
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 5.24%。原油库存方面，2 月 14 日当周，美国 API 原油库存连续五周上升，本周环比上升 333.90 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



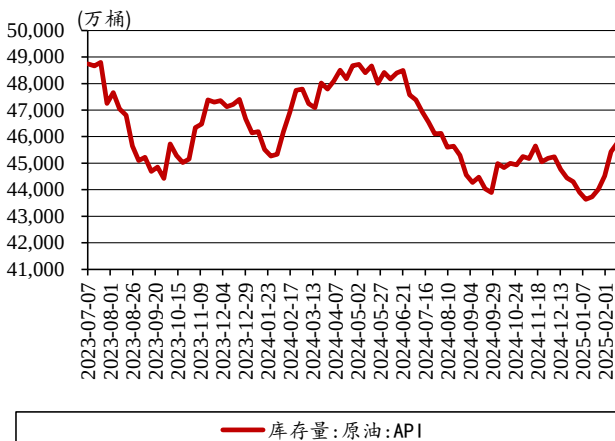
资料来源：万得，中银证券

图表 6.北方港煤炭库存周度表现



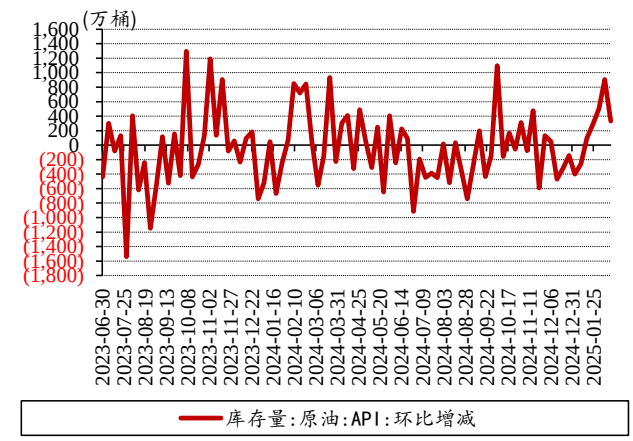
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.美国 API 原油库存周度表现



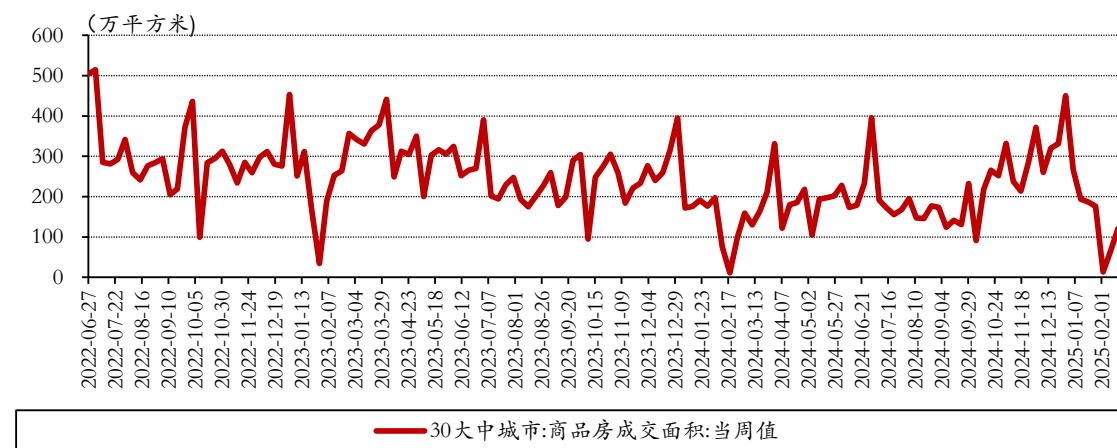
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大城市商品房周成交面积表现

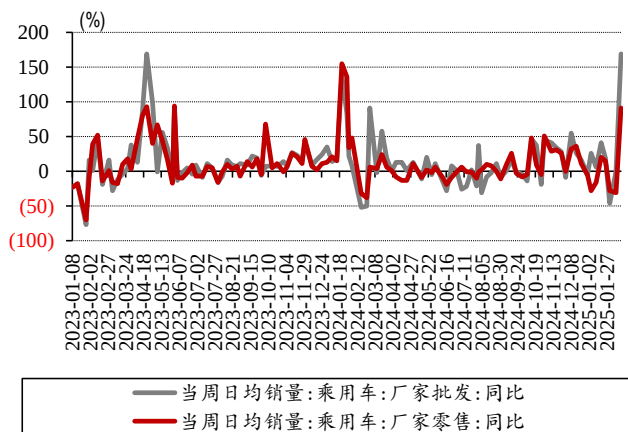


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比延续回升。2月16日当周，30大城市商品房成交面积环比延续上升，单周成交面积环比变动54.31万平方米，当周实现120.02万平方米。2024年四季度以来，政策组合效应持续发挥，商品房销售有望持续出现“止跌回稳”迹象。

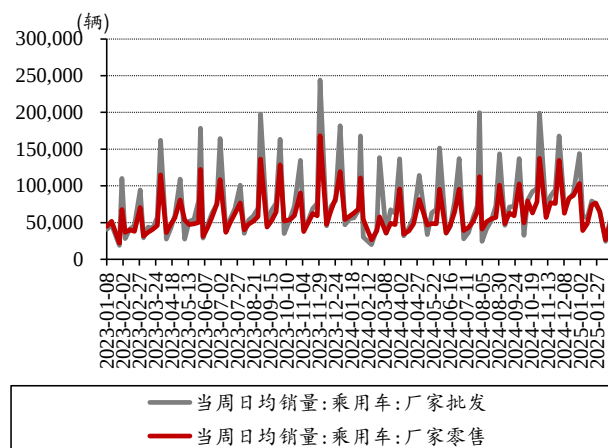
汽车方面，2月16日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为169%和91%。作为“两新”的重要组成部分，“消费品以旧换新”仍有望成为“促消费”的重要抓手，我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周 A 股市场表现较好

本周 A 股市场表现较好。领涨的指数包括中证 1000(3.21%)、创业板指(2.99%)、中小板指(2.58%)，仅有上证红利指数下滑，跌幅实现 2.18%。行业方面，领涨的行业有通信(7.20%)、电子元器件(6.90%)、机械(6.37%)，领跌的行业有煤炭(-4.35%)、房地产(-1.62%)、有色金属(-1.57%)。本周高技术附加值相关板块表现亮眼。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
中证 1000	3.21	通信	7.20	机器人指数	10.54
创业板指	2.99	电子元器件	6.90	工业 4.0 指数	10.06
中小板指	2.58	机械	6.37	虚拟现实指数	6.95
上证 50	0.80	有色金属	(1.57)	电子商务指数	(1.35)
上证 180	0.71	房地产	(1.62)	特色小镇指数	(1.49)
上证红利	(2.18)	煤炭	(4.35)	粤港澳大湾区指数	(1.97)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

最高检与证监会联合召开“依法从严打击证券违法犯罪促进资本市场健康发展”新闻发布会。发布会上，最高检发布了以证券犯罪为主题的第 55 批指导性案例，证监会发布了第一批行政执法指导性案例。上述案例分别涵盖了财务造假、欺诈发行、内幕交易、操纵市场等重点打击领域和主要违法类型，体现严肃整治重点领域违法行为的决心，彰显全力维护资本市场平稳运行的监管态度，推动形成崇法守信的良好资本市场生态。

工信部就《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）》等公开征求意见。意见稿指出，工信部、自然资源部、国家发改委负责稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理工作，制定下达年度稀土开采和稀土冶炼分离总量控制指标。工信部会同有关部门确定稀土开采企业和稀土冶炼分离企业，并向社会公布。

工信部等八部门印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》提到，到 2027 年，我国新型储能制造业全链条国际竞争优势凸显，优势企业梯队进一步壮大，产业创新力和综合竞争力显著提升，实现高端化、智能化、绿色化发展。

中汽协发文称，1 月，汽车产量实现小幅增长，销量较同期只微降，行业迎来平稳开局；其中，乘用车延续良好表现，产销同比双增；新能源汽车产销和汽车出口延续良好表现。

截至 2025 年 1 月底，全国充电基础设施累计数量为 1321.3 万台，同比上升 49.1%。1 月份，充电基础设施增量为 39.5 万台，同比上升 49.5%。

华为发布 DCS AI 解决方案，三大核心价值加速使能医疗智慧化：数据工程工具化，缩短 80% 医疗训练数据准备周期；系统级模型训练与推理加速能力，实现模型训练周期缩短 30%，推理并发提升一倍；极简应用开发平台，支撑非专业开发者快速上手。

华为鸿蒙智行的尊界 S800 黑科技正式发布！华为常务董事、终端 BG 董事长、智能汽车解决方案 BU 董事长余承东透露，尊界 S800 将于 5 月底上市即交付。尊界 S800 搭载六大智能化技术，将实现从被动智能到自主智能的全新跃迁，其中三项系尊界 S800 首发——途灵龙行平台、天使座主动安全防护、华为星河通信；还有三项技术将迎来迭代：鸿蒙 ALPS 座舱 2.0、华为车语系统 2.0、华为巨鲸电池 2.0。

乘联分会表示，初步推算 2 月狭义乘用车零售总市场规模约为 125 万辆左右，同比增长 13.6%，环比下降 30.3%，新能源零售预计可达 60 万，渗透率约 48%。

《2024-2025 年度酱酒产业发展报告》显示，2024 年中国酱酒企业实现销售收入 2400 亿元，同比增长 4.35%；实现利润约 970 亿元，同比增长 3.19%；产量约 65 万千升，同比下降 13.33%。这是相关酱酒报告发布以来酱酒年产量首次出现下滑。

债券：十年国债收益率保持在较低水平

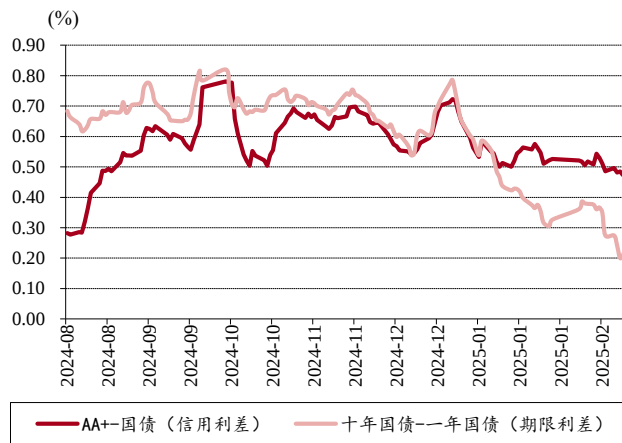
十年期国债收益率周五收于 1.72%，本周上行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.73%，较上周五上行 4BP。本周期限利差下行 3BP 至 0.24%，信用利差上行 1BP 至 0.49%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

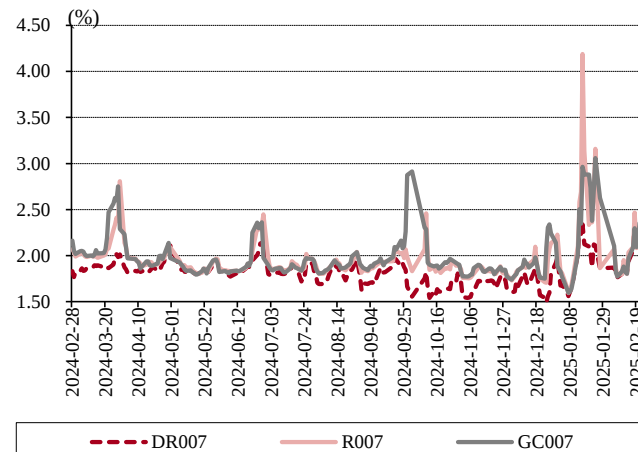
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 2.2156%、2.3100% 和 2.3530%，较上周分别变动 16BP、22BP 和 26BP。本周央行在公开市场净投放 4818 亿元，货币市场流动性边际偏紧。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

央行召开党委会议要求，落实落细金融支持民营经济 25 条各项举措。扩大民营企业债券融资规模，强化民营企业债券风险分担，支持民营企业发行科创债券、绿色债券、资产支持证券等融资工具。健全民营中小企业增信制度，优化产业链供应链金融服务，支持产业链上民营企业便利融资。

美国财政部数据显示，中国 12 月份持有的美国国债为 7590 亿美元，环比减少 100 亿美元。日本 12 月份美国国债持有量为 1.060 万亿美元，环比减少 270 亿美元。

大宗商品：大宗商品价格分化

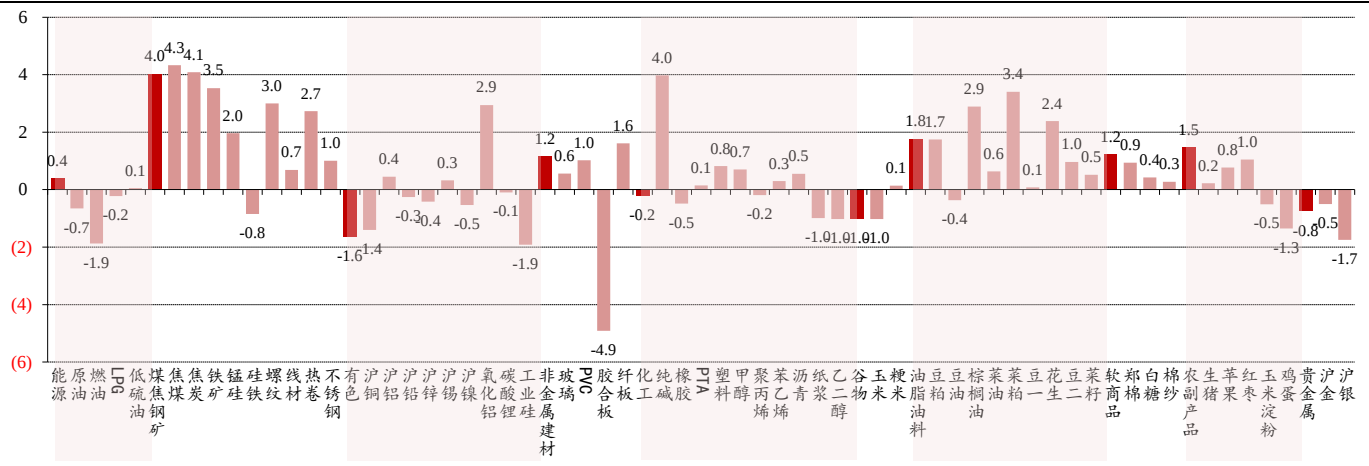
本周商品期货指数下跌0.69%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（4.02%）、油脂油料（1.77%）、非金属建材（1.17%）、能源（0.39%）；下跌的期货指数包括化工（-0.22%）、贵金属（-0.76%）、谷物（-1.02%）、有色金属（-1.63%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（4.33%）、焦炭（4.08%）、纯碱（3.98%），跌幅靠前的则有胶合板（-4.91%）、工业硅（-1.91%）、燃油（-1.87%）。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -0.69%	能源 +0.39%	煤焦钢矿 +4.02%
有色金属 -1.63%	非金属建材 +1.17%	化工 -0.22%
谷物 -1.02%	油脂油料 +1.77%	贵金属 -0.76%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

工信部等八部门印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》提出，要加强锂电池等产能监测预警，防范盲目投资和无序发展风险；加大对国内锂、钴、镍等矿产资源的找矿支持力度，科学有序投放矿业权。

1 月份日本全国各品牌大米平均批发价格为 25927 日元/每 60 公斤糙米（约合人民币 1244 元），较去年同期上涨 10569 日元，涨幅达 69%。

2025 年国内油价首次下调。2 月 19 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别下调 170 元、160 元。

中国石油集团宣布，我国首口超万米科探井-深地塔科 1 井日前在地下 10910 米胜利完钻，成为亚洲第一、世界第二的垂直深度井。

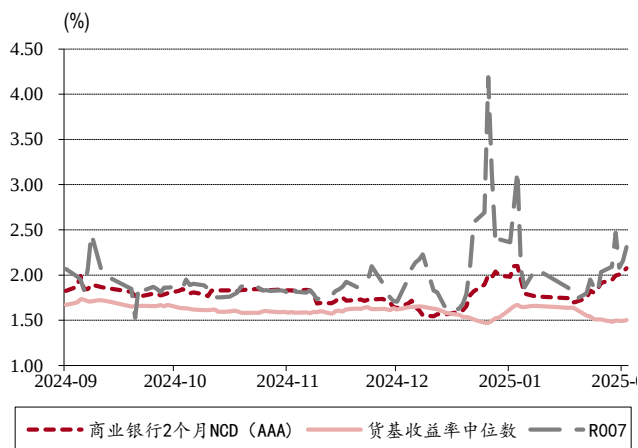
国际铝业协会披露，1 月份全球原铝产量为 565.5 万吨，去年同期为 608.6 万吨，前一个月修正值为 625.4 万吨。

国际谷物理事会称，将 2024/25 年度全球小麦产量预估上调 100 万吨至 7.97 亿吨；将 2024/25 年度全球玉米产量预期下调 300 万吨至 12.16 亿吨。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

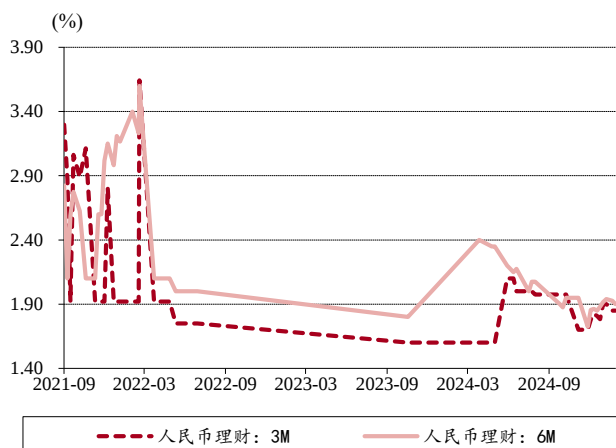
本周余额宝 7 天年化收益率下跌 4BP 至 1.25%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.50%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

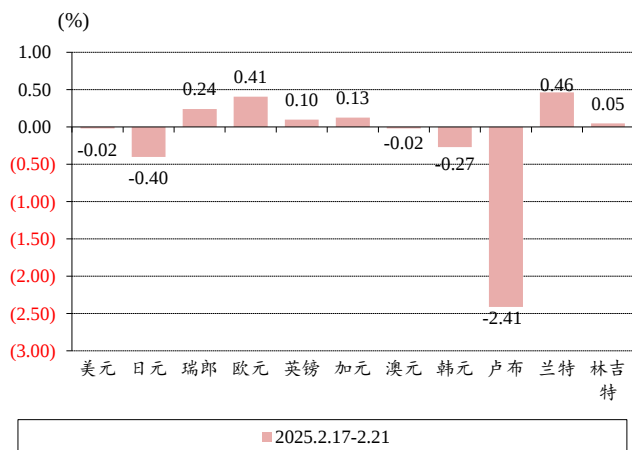


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周上行

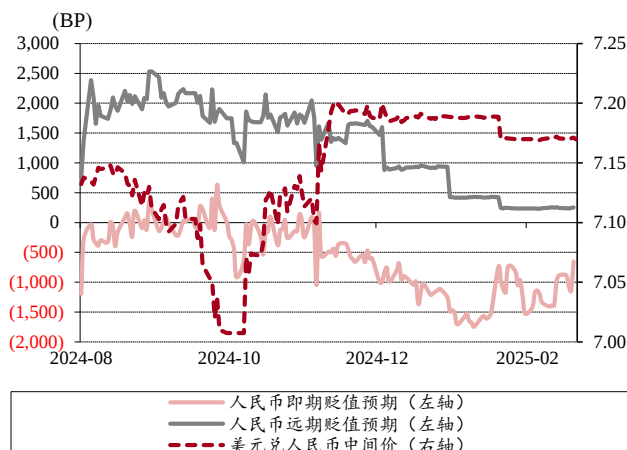
人民币兑美元中间价本周上行 6BP，至 7.1696。本周人民币对以下货币升值：兰特(0.46%)、欧元(0.41%)、瑞郎(0.24%)、加元(0.13%)、英镑(0.10%) 和林吉特(0.05%)；对以下货币贬值：澳元(-0.02%)、美元(-0.02%)、韩元(-0.27%)、日元(-0.40%) 和卢布(-2.41%)。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

国家外汇局数据显示，2025 年 1 月，银行结汇 13040 亿元，售汇 16288 亿元；银行代客涉外收入 43707 亿元，对外付款 45613 亿元。国家外汇局指出，今年以来我国外汇市场保持稳定有序，未来有基础、有条件继续平稳运行。

央行、外汇局召开 2025 年全面从严治党暨纪检监察工作会议。会议指出，建立健全“更加便利、更加开放、更加安全”的外汇管理体制机制，加强外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理，完善外汇储备经营管理。

港股：资讯科技业领涨

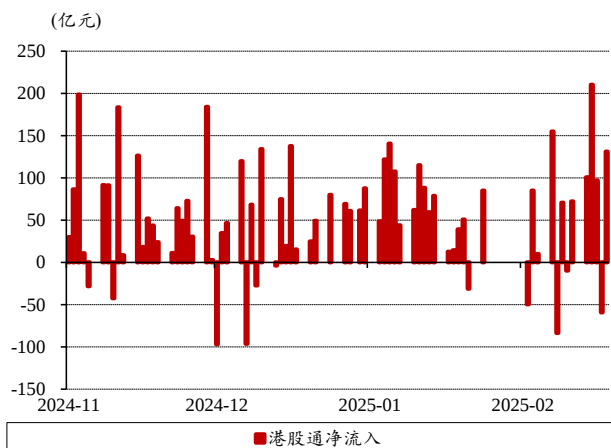
行业方面，本周领涨的有资讯科技业（10.34%）、医疗保健业（8.81%）、电讯业（6.01%），跌幅靠前的有原材料业（-3.07%）、能源业（-2.45%）、地产建筑业（-0.53%）。本周南下资金总量 479.38 亿元。

图表 23. 恒指走势



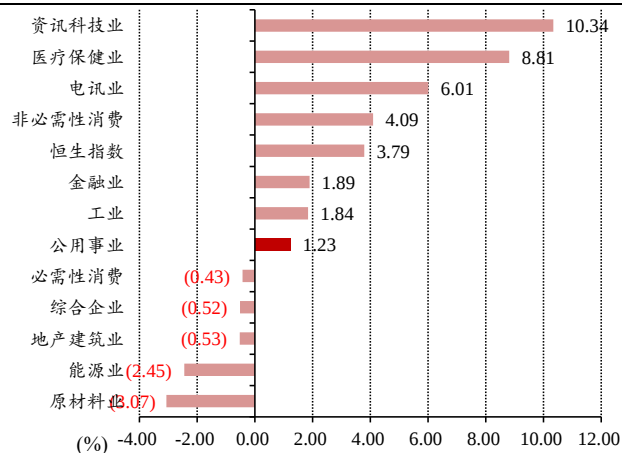
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



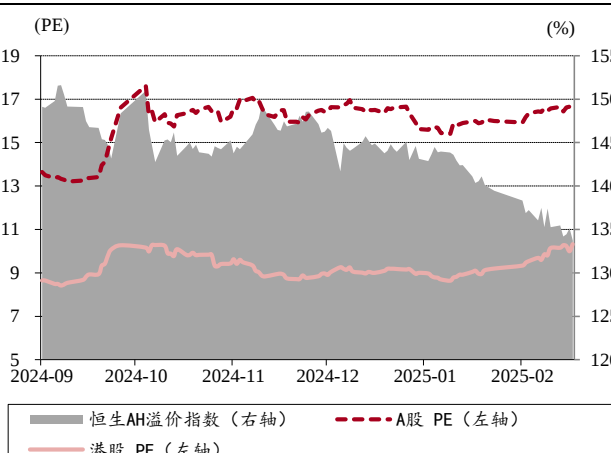
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美国总统特朗普表示，政府效率部 (DOGE) 已经节省下超过 550 亿美元，减少“浪费”将导致通货膨胀降低，进而利率会下降。利率走低将提振股市。特朗普称，考虑将 DOGE 省下的 20% 资金分给美国人，也可能用 DOGE 节省资金的 20% 来偿还债务。

特朗普表示，将在未来一个月内宣布对汽车、半导体、制药以及木材等征收新关税。美国将于 3 月 12 日生效的额外铝关税将涵盖 123 种产品，包括芯片制造设备零部件和飞机零部件，这对依赖向美国出口的日本公司可能是一个打击。

美联储博斯蒂克表示，尽管不确定性普遍存在，并不预计会出现新的通胀潮。仍预计今年将有两次降息，但存在很大的不确定性。未来可能发生很多事情，从而导致降息幅度增多或减少。美联储使命面临的来自通胀；2.0% 是目标，美联储还没有达到目标。目前的基准利率处于适度紧缩状态，相较于 3.0%-3.5% 的中性利率。

美联储公布 1 月货币政策会议纪要显示，特朗普的初步政策建议引发了美联储对通胀上升的担忧。美联储希望在决定再次降息之前看到“通胀方面的进一步进展”。委员会一致认为，最近的指标表明经济活动继续以稳健的速度扩张。目前通胀率仍然略高，经济前景不确定，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。

美联储理事鲍曼表示，预计通胀将下降，但上行风险仍然存在；在再次降息之前，需要对通胀下降有更强的信心；耐心等待降息将有助于更清晰地了解政府政策的影响；资产价格过高可能已减缓通胀的进展。

美国总统特朗普表示，可能会在 4 月 2 日宣布更高的汽车关税，税率约为 25.0%，高于目前的 2.5%。他还提到，对芯片和药品的关税也将达到 25.0% 或更高，并且在一年内会大幅提高。

美联储戴利表示，经济状况良好，劳动市场非常稳健；对通胀进展不必感到灰心；政策需要保持紧缩，直到在通胀方面确实取得了持续进展；在进行下一次调整之前，希望谨慎行事；当前政策处于非常良好的状态；在必要时可以轻松调整。

欧洲央行霍尔茨曼表示，通胀低于 2% 的目标风险不是降息的理由；有可能降息，也有可能不降息；现在以及 3 月之后，支持再次降息的决定越来越困难。

欧洲央行 2024 年录得亏损 79.4 亿欧元，2023 年亏损 12.7 亿欧元，亏损由利率上升和过去的量化宽松政策造成。欧洲央行表示，未来几年可能会继续亏损，但亏损规模应该会减小。

日本政府消息人士透露，日本和英国政府计划于 3 月 7 日举行首次外交与经济部长级“2+2”会议。英国成为继美国之后，第二个与日本开展此类对话的国家。

欧元区 2024 年 12 月季调后贸易帐顺差 146 亿欧元，前值从顺差 129 亿欧元修正为顺差 133 亿欧元；未季调贸易帐顺差 155 亿欧元，前值从顺差 164 亿欧元修正为顺差 160 亿欧元。

日本 2024 年第四季度实际 GDP 同比初值增 2.8%，前值增 1.2%；环比增 0.7%，前值增 0.3%；名义 GDP 环比初值增 1.3%，前值增 0.5%。日本 2024 年第四季度 GDP 平减指数同比初值增 2.8%，前值增 2.4%。

澳洲联储在四年来首次降息，将基准利率下调至 4.1%，以应对通胀逐步回落至 2.0-3.0% 目标区间的趋势。需要注意的是，澳洲央行在政策声明中强调，将保持谨慎态度，避免过快放松政策导致通胀停滞。

美国 2 月纽约联储制造业指数 5.7，前值-12.6。其中，制造业就业指数-3.6，前值 1.2；制造业新订单指数 11.4，前值-8.6；制造业物价获得指数 19.6，前值 9.3。

新西兰央行将基准利率下调 50 个基点至 3.75%，为连续第四次降息。

印尼央行将 7 天逆回购利率维持在 5.75% 不变，将存款工具利率维持在 5.00% 不变，将贷款工具利率维持在 6.50% 不变。

美国 1 月新屋开工总数年化 136.6 万户，前值从 149.9 万户修正为 151.5 万户；环比降 9.8%，前值从升 15.8% 修正为升 16.1%。

德国 1 月 PPI 同比升 0.5%，前值升 0.8%；环比降 0.1%，前值降 0.1%。

瑞士 1 月贸易帐顺差 61.24 亿瑞郎，前值从顺差 34.94 亿瑞郎修正为顺差 34.80 亿瑞郎。

澳大利亚 1 月季调后失业率 4.1%，前值 4.0%。

埃及央行维持基准利率在 27.25% 不变。

下周大类资产配置建议

需求是拉升国际金价的重要因素。截至 2025 年 2 月 20 日，伦敦金现价实现 2939.0 美元/盎司，较年初（2025 年 1 月 2 日）增长 12.0%，较 2022 年涨幅实现 60.7%，近年国际金价涨幅较为明显。考虑到黄金具备抗通胀、避险及金融等多重属性，其价格的影响要素较多，我们从美国实际利率、地缘关系及需求三个方面简要分析当前黄金价格的影响因素。

首先，国际黄金以美元计价，美国实际利率与黄金价格往往呈现反比关系，2008-2021 年，美国实际利率与黄金价格的相关系数实现-0.7，这一期间国际金价与美实际利率的负相关关系相对明显。但需注意的是，2022 年-2025 年 1 月，国际金价与美国实际利率的相关系数实现 0.7，由负转正；在美联储加息的背景下，国际金价与美国实际利率共同走高，两者间负相关性受到干扰，近年金价涨幅受实际利率的影响较小。

其次，黄金本身具备避险属性，或在一定程度上受到地缘关系影响。截至 2025 年 2 月 18 日，地缘政治威胁指数五日均值为 159.1，明显高于 1 月 1 日水平。2025 年 1 月 1 日至 2 月 18 日，地缘政治威胁指数和伦敦金现价的相关系数为 0.7，两者存在较强的正相关关系，地缘关系因素或是年初至今国际金价上行的主要因素。

此外，国际黄金需求提升也是近年国际金价增长的重要原因。据可比口径计算，2025 年 2 月全球黄金储量同比增长 0.81%，其中 0.77 个百分点来自各国央行等官方机构的购金行为。2022 年至 2025 年 2 月，伦敦金现价与全球黄金储量同比增速的相关系数为 0.4 个百分点，信用对冲因素下的黄金需求走高，同样是国际金价的重要影响因素。**大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.2.23）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 2025 年政府工作报告表述	变化
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	-	欧美经济前景仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610) 8326 2000
传真:(8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420) 3651 8888
传真:(4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6692 6829 / 6534 5587
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371