

金融市场分析周报

(2025.02.10-2025.02.14)

报告摘要

- **金融数据：**受春节假期前信贷投放提前、政府债券加速发行等因素推动，新增信贷和社融均创下历史新高，超出市场预期。1 月，人民币贷款增加 5.13 万亿元，同比多增约 2100 亿元；社会融资规模增量为 7.06 万亿元，同比多增 5833 亿元。信贷超预期，主因是在银行息差压力加大背景下，信贷投放节奏前移。信贷结构看，由于项目储备在年初集中释放，企业贷款增长显著，居民部门贷款结构继续呈现“长端强、短端弱”特征。社融结构看，新增主要得益于表内贷款较快增长和政府债券发行提速。
- **资金面分析：**央行公开市场持续净回笼，资金价格维持高位；下周税期临近叠加利率债融资额上行，关注央行支持情况。本周央行开展了 10443 亿元逆回购操作，因有 16052 亿元逆回购到期，此外周内央行进行 900 亿元国库现金定存操作，按全口径计算全周净回笼 4709 亿元。央行公开市场持续净回笼，资金价格维持高位。下周税期临近，因为春季假期缘故，本月税期有所后延，周四为缴税截止日，下周五及下下周一缴税走款，虽然二月非传统缴税大月，但当前资金面面临较大压力，税期仍可能对资金面造成一定冲击。下周政府债融资额环比回升，位于年初以来相对高位，叠加税期影响，对于资金面造成的扰动也将被放大。下周二存在着 5000 亿元 MLF 到期，预计延后至下下周续作，将暂时造成一定程度资金面缺口，此外下周逆回购到期额仍超万亿元，对于资金市场冲击较大，关注央行支持情况。
- **利率债：**近期债市继续受资金面影响，本周短端上行幅度明显大于长端。且货币政策执行新增表述“密切关注海外央行政策变化”，显示稳汇率压力对货币宽松节奏的制约。金融数据由于信贷开门红 1 月通常

主要数据

上证指数	3351.5392
沪深 300	3940.1602
深证成指	10772.6544

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

美联储降息前景不甚明朗，我国 1 月金融数据明显改善 —2025-02-17
金融市场分析周报 —2025-02-13
美联储降息步伐维持稳健，国内 REITs 市场活跃 —2025-02-10

为信贷高峰，监管有意引导金融机构加大货币信贷投放力度，且居民偏弱，消费疲软，故金融数据发布后虽超预期但未引起大幅度上行。短期看，资金面与两会前经济刺激政策仍为债市潜在利空，经济弱复苏与资产荒支撑下，调整空间有限，中长期趋势仍未震荡向下，目前可关注资金面边际变化继续把握交易性机会。

- **权益市场：本周市场整体上涨，消费风格表现较强。**本周市场整体上涨，上证指数（1.30%）、深证成指（1.64%）、沪深 300（1.19%）、科创 50（0.36%）、创业板指（1.88%）、中证 500（1.95%）、中证 1000（1.87%），均表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 2.19%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、商贸零售表现较强，分别上涨 9.54%、7.77%、3.52%；煤炭、国防军工、石油石化表现较弱，分别下跌 1.50%、0.59%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 17496.37 亿元，较上周增加 1339.78 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。
- **美元指数分析：美国 1 月份零售数据意外下行，本周美元指数走弱。**本周多项美国宏观数据公布，美国 1 月份通胀数据超市从预期，其中美国一月末 CPI 同比升 3%，超市场预期 0.1 个百分点，而随后公布的 PPI 数据更是超市场预期 0.3 个百分点。超预期的通胀数据公布后，市场反应相对有限，随后美国一月份零售销售额公布，环比下行 0.9%，降幅超市场预期，美元指数转为回落。本周美联储主席鲍威尔发言称，无需急于调整利率，如果经济强劲且通胀未向目标靠拢，则可能在更长时间维持谨慎的货币政策。整体来看，本周美国通胀数据超预期，未对美元指数造成较大支持，而相应零售数据疲软则进一步带动美元指数走弱。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹,
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超
预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

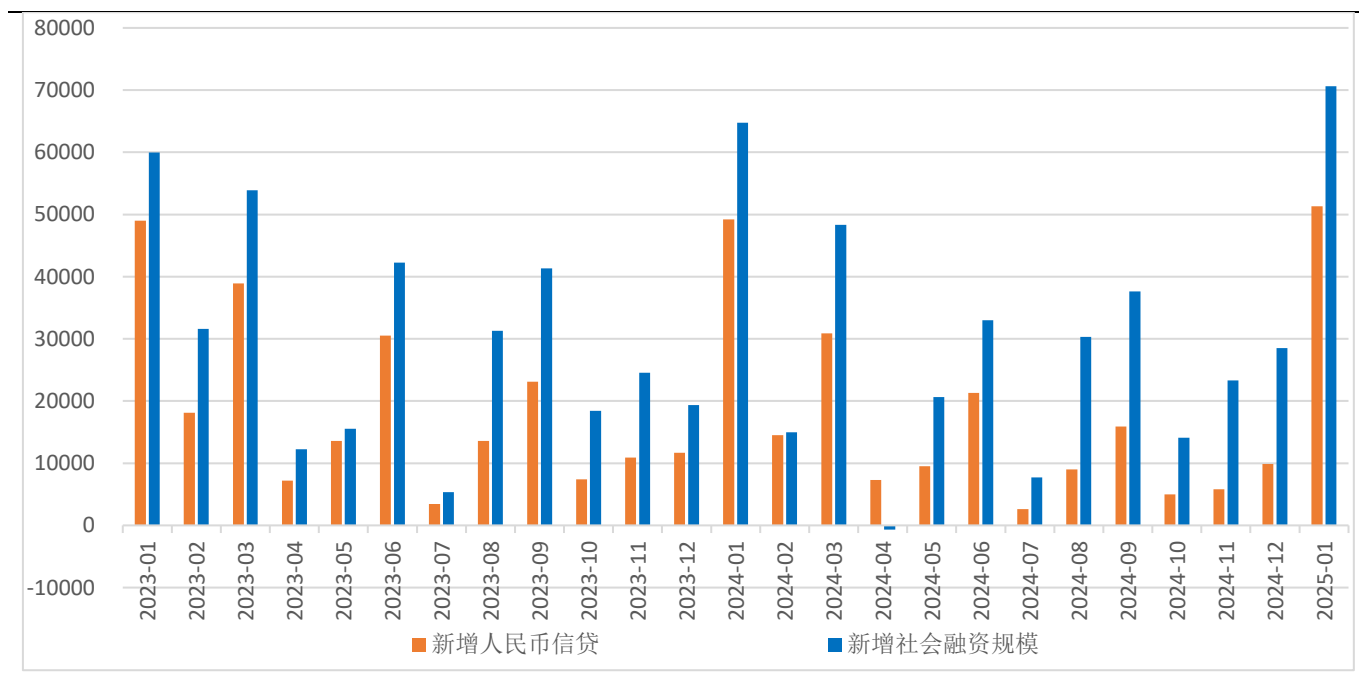
一、 本周重点经济	5
1.1 在信贷提前投放、政府债发行加速等因素拉动下，信贷和社融新增均超预期	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：央行公开市场持续净回笼，资金价格维持高位；下周税期临近叠加利率债融资额上行，关注央行支持情况	7
2.2 利率债走势分析：央行净回笼资金，资金继续偏紧，金融数据发布，利率债本周震荡上行	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体上行	11
三、 主要资产价格分析	12
3.1 权益市场分析：DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，预计本轮科技行情第二阶段虽已提前启动但尚未进入主升浪	12
3.2 美元指数分析：美国 1 月份零售数据意外下行，本周美元指数走弱	13

一、 本周重点经济

1.1 在信贷提前投放、政府债发行加速等因素拉动下，信贷和社融新增均超预期

受春节假期前信贷投放提前、政府债券加速发行等因素推动，新增信贷和社融均创下历史新高，超出市场预期。1月，人民币贷款增加 5.13 万亿元，较上年同期多增约 2100 亿元，新增创下历史新高；社会融资规模增量为 7.06 万亿元，比上年同期多增 5833 亿元。信贷多增超预期的主因是，由于银行息差下行压力加大，信贷投放节奏明显前移，但这也会导致下月需求减少。

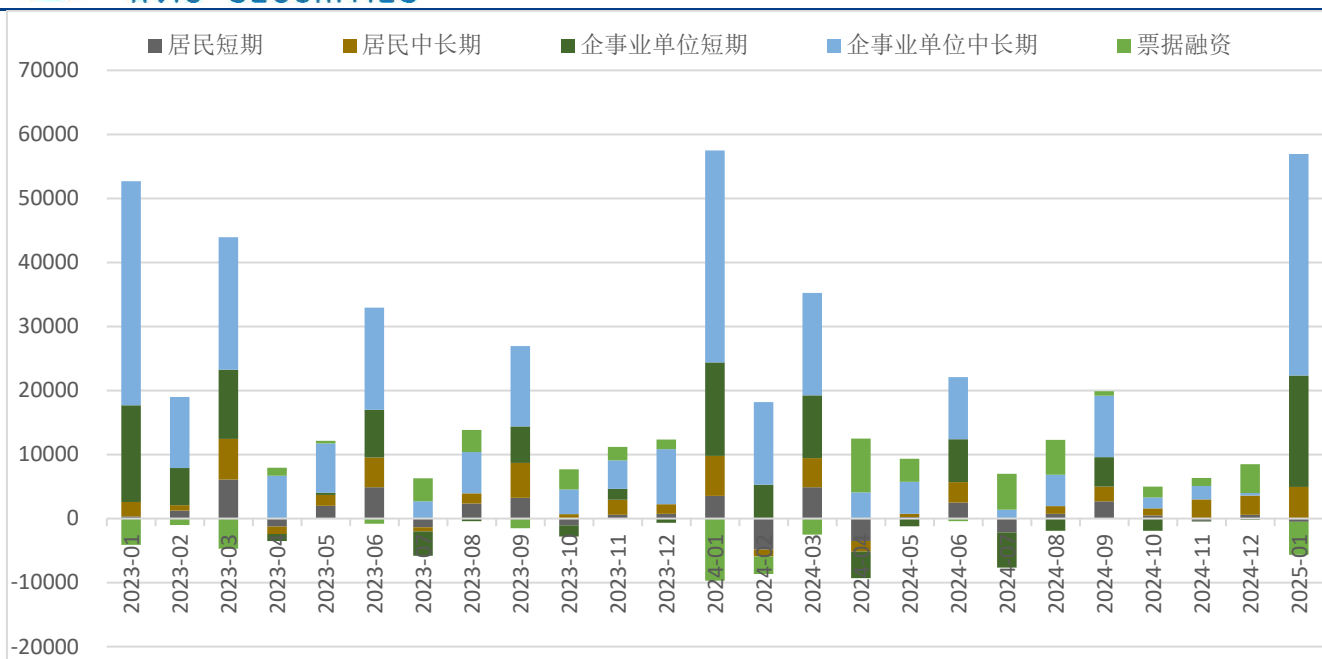
图 1：1 月信贷和社融新增均超预期创历史（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从信贷结构看，由于项目储备在年初集中释放，企业贷款增长显著。1月，企业部门贷款新增 4.78 万亿元，同比多增 9200 亿元，其中短期、中长期贷款分别新增 1.74 万亿元和 3.46 万亿元，同比多增 2800 亿元和 1500 亿元，但票据融资下降 5149 亿元；居民部门贷款结构继续呈现“长端强、短端弱”特点，1月新增 4438 亿元，同比大幅少增 5363 亿元，其中短期贷款下降 497 亿元，较上年同期少增 4000 亿元，中长期贷款增长 4935 亿元，同比少增 1337 亿元，或与年初房地产市场边际回暖有关。

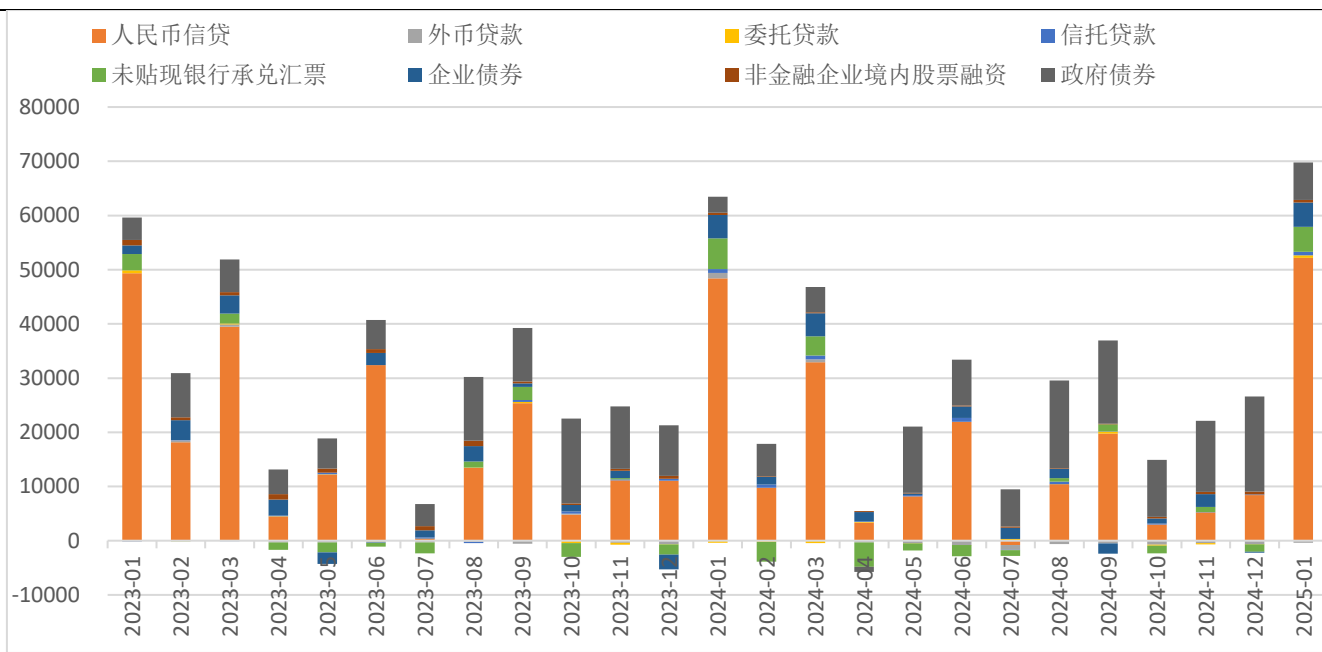
图 2：1 月企业信贷整体增长明显，居民信贷长端强短端弱（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

社融结构看，主要得益于表内贷款较快增长和政府债券发行提速，社融新增超预期。1月，除了人民币贷款，新增社融仍主要由政府债券支撑，政府债券净融资 6933 亿元，同比大幅多增 3986 亿元，2025 年超长期特别国债在 1 月启动发行，地方债券发行也蓄势待发，源于相关部门提前部署项目储备和资金使用工作，加快形成实物工作量，确保对经济增长形成有力拉动。

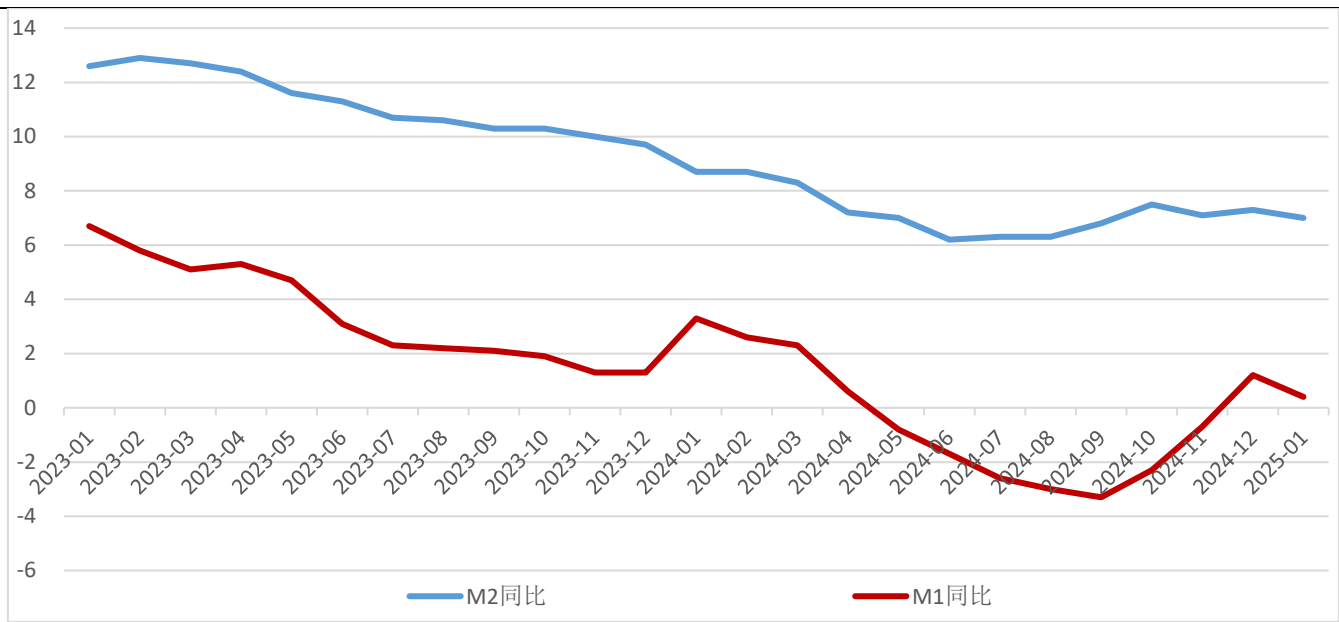
图 3：表内贷款较快增长，政府债券发行提速（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1 月，广义货币供应量（M2）同比增速 7%，同比下行 1.7 个百分点，下滑的主要原因是政府债券加快发行后，财政存款有所增加，但这部分存款不计入 M2，叠加工理财分流、去年同期高基数等，但随着政府债券发行加速，转化为企业存款的部分将计入 M2，未来增速有望加快。另外，1 月修正后新口径的狭义货币供应量（M1）同比增速由 1.2% 小幅下滑至 0.4%。

图 4: 1 月 M2 同比增长 7%, M1 同比增长 0.4% (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 美国 1 月通胀意外上升! 美国 1 月末季调 CPI 同比升 3%, 预期升 2.9%, 前值升 2.9%; 季调后 CPI 环比升 0.5%, 预期升 0.3%, 前值升 0.4%; 未季调核心 CPI 同比升 3.3%, 预期升 3.1%, 前值升 3.2%; 季调后核心 CPI 环比升 0.4%, 预期升 0.3%, 前值升 0.2%。通胀数据公布后, 交易员预计美联储将减少政策宽松力度, 将下次美联储降息时间从 9 月调整至 12 月。

2) 央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示, 下一阶段, 实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具, 保持流动性充裕, 使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。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。畅通货币政策传导机制, 更好把握存量与增量的关系, 注重盘活存量金融资源, 提高资金使用效率。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 央行公开市场持续净回笼, 资金价格维持高位; 下周税期临近叠加利率债融资额上行, 关注央行支持情况

1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场净回笼 4709 亿元

本周央行开展了 10443 亿元逆回购操作, 因有 16052 亿元逆回购到期, 此外周内央行进行 900 亿元国库现金定存操作, 按全口径计算全周净回笼 4709 亿元。下周央行公开市场将有 10443 亿元逆回购到期, 其中周一至周五分别到期 2290 亿元、330 亿元、5580 亿元、1258 亿元、985 亿元。此外, 下周二还有 5000 亿元 MLF 到

期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	4490	0	6970	2755	1837
7 天	2290	330	5580	1258	985
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	900
净投放	-2200	330	-1390	-1497	48

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：央行公开市场持续净回笼，资金价格维持高位。本周央行持续公开市场净回笼，本周一、三、四净回笼均超千亿元，资金面压力逐步显现，资金价格维持上行。本周五央行虽然通过国库现金定存投放资金 900 亿元，但是资金利率为 2%，相较 OMO 利率仍较高，对于资金价格缓解较为有限。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.0065%，R007 加权平均升至 2.0348%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.9720%，GC007 加权平均升至 1.9700%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.8520	1.9461	1.8423	1.8648	2.0065
	R007	1.7986	1.9507	1.8680	1.8012	2.0348
	R014	1.8272	1.9690	1.9160	1.8434	2.0318
	R021	1.8724	2.0463	2.0368	1.9576	2.0097
	R1M	1.9040	1.9959	1.9357	1.9133	1.9845
上交所协议回购	206001	2.2220	2.2650	2.2090	2.2330	
	206007	2.2070	2.2860	2.2800	2.2090	2.2870
	206014	2.5020	2.6720	2.5870	2.6360	2.7040
	206021	4.7820	4.5660	3.0330	3.7560	4.6400
	206030	4.3880	4.2470	3.4360	3.1220	3.8550
利率互换定盘：1Y	FR007	1.6332	1.6560	1.6414	1.6500	1.6940

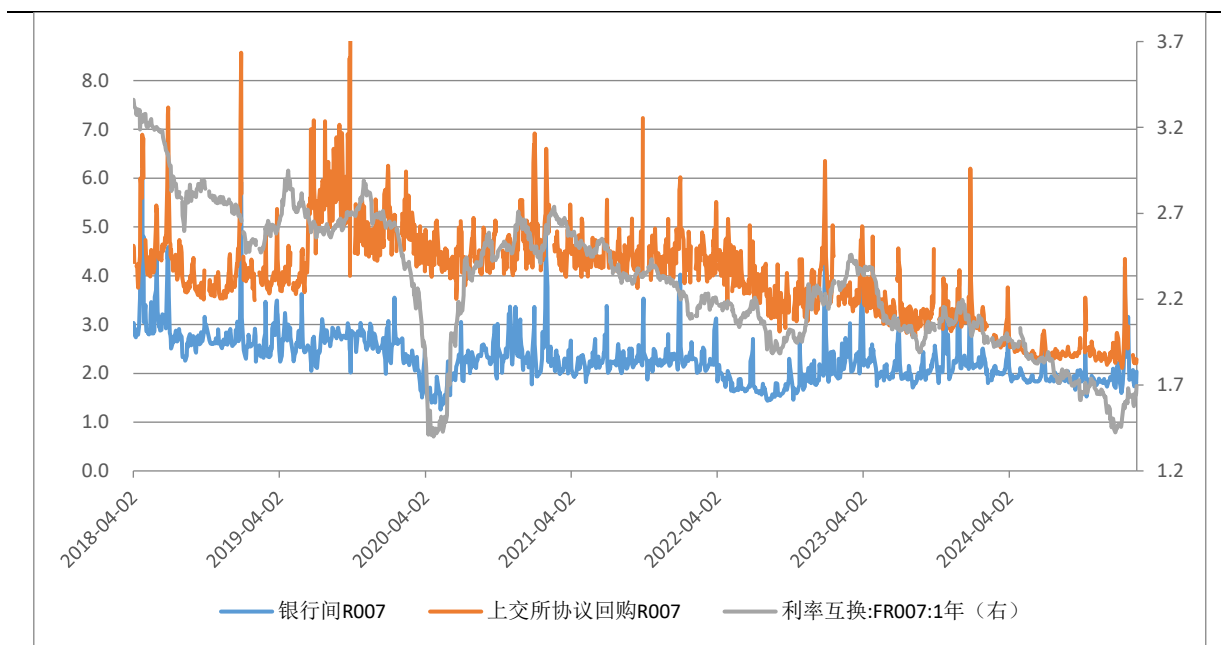
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：税期临近叠加利率债融资额上行，关注央行支持情况

近期央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。但同时央行在货币政策执行报告中对于汇率问题表述改变，稳汇率决心增强。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据仍较弱，实体经济融资需求有待增强，货币政策多年来重提适度宽松，但同时随近期美国大选落地，美国经济通胀韧性超预期，美元指数维持强势，短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率，对货币政策宽松路径存在一定影响。

下周税期临近，因为春季假期缘故，本月税期有所后延，下周四为缴税截止日，下周五及下周一缴税走款，虽然二月非传统缴税大月，但当前资金面面临较大压力，税期仍可能对资金面造成一定冲击。下周政府债融资额环比回升，位于年初以来相对高位，叠加税期影响，对于资金面造成的扰动也将被放大。下周二存在着 5000 亿元 MLF 到期，预计延后至下下周续作，将暂时造成一定程度资金面缺口，此外下周逆回购到期额仍超万亿元，对于资金市场冲击较大，关注央行支持情况。

图 5：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行净回笼资金，资金继续偏紧，金融数据发布，利率债本周震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行净回笼资金，资金继续偏紧，金融数据发布，利率债本周震荡上行

周一，央行开展了 2150 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 4490 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 2340 亿元。资金并未真正转松，利率债继续全面上行，日终长端上行 1.9bp；

周二，央行开展了 330 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日无逆回购到期，据此计算，单日净投放 330 亿元。长短端分化，长端下行短端上行，央行未主动缓解流动性压力。日终长端下行 1.2bp；

周三，央行开展了 5580 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 6970 亿元逆回

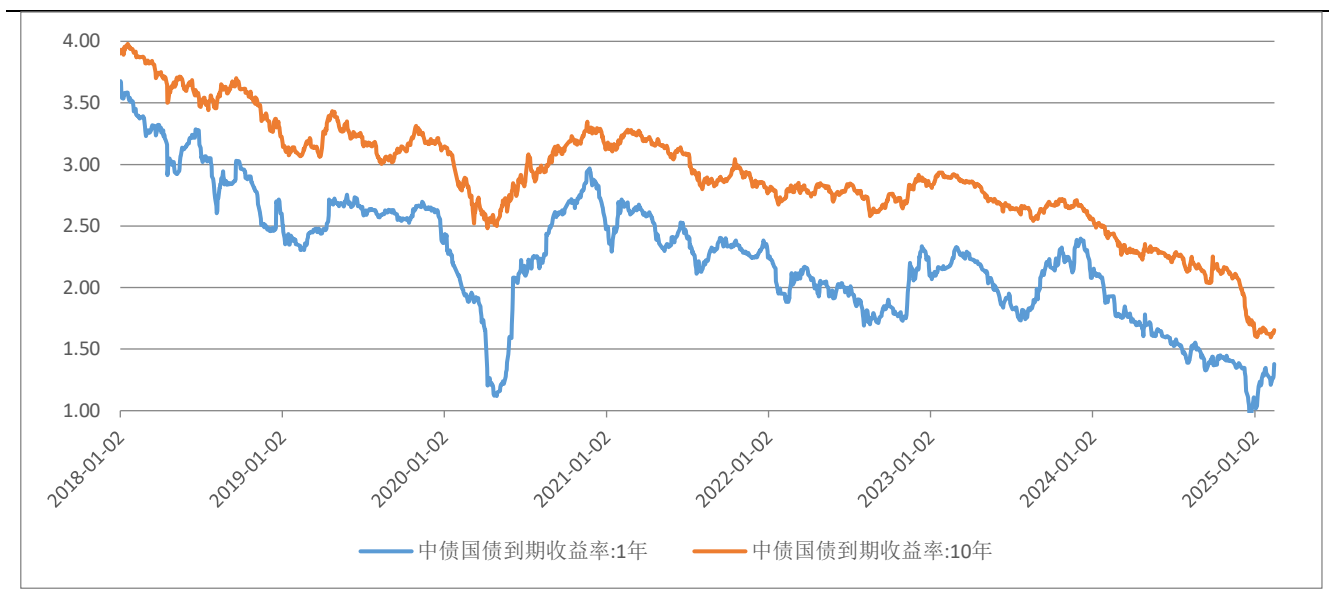
购到期，据此计算，单日净回笼 1390 亿元。短端继续受资金影响，3 年小幅上行。尾盘交易万科消息，长端有所上行，日终长端上行 0.75bp。

周四，央行开展了 1258 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 2755 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1497 亿元。今日偏窄幅震荡，早盘延缓昨日地产消息的情绪，小幅下行。午后逐步小幅上行，日终长端小幅上行 0.05bp，接近平收；

周五，央行开展了 985 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 1837 亿元逆回购到期。资金面继续压制债市，利率债继续上行，尾盘发布金融数据较为超预期，日终长端上行 2.45bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.6050% 上行 3.90bp 至 1.6440%，10 年国开活跃券 240215 由 1.6400% 上行 3.30bp 至 1.6730%。

图 6：本周 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：近期债市继续受资金面影响，本周短端上行幅度明显大于长端。且货币政策执行新增表述“密切关注海外央行政策变化”，显示稳汇率压力对货币宽松节奏的制约。金融数据由于信贷开门红 1 月通常为信贷高峰，监管有意引导金融机构加大货币信贷投放力度，且居民偏弱，消费疲软，故金融数据发布后虽超预期但未引起大幅度上行。短期看，资金面与两会前经济刺激政策仍为债市潜在利空，经济弱复苏与资产荒支撑下，调整空间有限，中长期趋势仍未震荡向下，目前可关注资金面边际变化继续把握交易性机会。

金融数据：1 月金融数据发布，(1) 新增人民币贷款 51300 亿元，市场预期 43167 亿元，前值 9900 亿元。

(2) 社会融资规模 70600 亿元，市场预期 65750 亿元，前值 28507 亿元。(3) M2 同比 7.0%，市场预期 7.4%，前值 7.3%；M1 同比 0.4%，前值 1.2%；M0 同比 17.2%。贷款较为超预期，信贷“开门红”效应+春节错位扰动。政府债券前置发行，1 月政府债净融资 6933 亿元，同比多增 3986 亿元，成为社融主要支撑。企业端信贷发力：企业中长期贷款同比多增 1500 亿元，受益于“两重两新”政策延续。但居民信贷偏弱，同比少增 5363 亿元。票据冲量占比高。实体融资需求未根本改善。

货币政策报告：央行明确实施“适度宽松”货币政策；报告强调“加强利率政策执行”，通过完善 LPR 形成机制和政策利率引导，推动实体融资成本下降。汇率方面，央行将“稳汇率”作为阶段性重点，新增“坚决纠偏顺周期行为”表述，短端利率短期大幅下行可能会有一定难度。央行新增“提升债券市场定价功能、活跃度和稳健性”表述，流动性释放仍需等待。

整体看，近期债市继续受资金面影响，本周短端上行幅度明显大于长端。且货币政策执行新增表述“密切关注海外央行政策变化”，显示稳汇率压力对货币宽松节奏的制约。金融数据由于信贷开门红 1 月通常为信贷高峰，监管有意引导金融机构加大货币信贷投放力度，且居民偏弱，消费疲软，故金融数据发布后虽超预期但未引起大幅度上行。短期看，资金面与两会前经济刺激政策仍为债市潜在利空，经济弱复苏与资产荒支撑下，调整空间有限，中长期趋势仍未震荡向下，目前可关注资金面边际变化继续把握交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比均回升

本周同业存单净融资规模为 5,739.50 亿元，发行总额达 7,914.80 亿元，平均发行利率为 1.8004%，到期量为 2,175.30 亿元。同业存单融资额环比上行。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 1.73bp 报 1.8531%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.05bp 报 1.8182%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 5.86bp 报 1.8269%，9M 存单平均发行利率较上周上行 5.56bp 报 1.8082%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 1,997.22 亿元，环比增加 1,864.65 亿元，偿还量约 800.53 亿元，净融资额约 1,196.69 亿元，环比增加 1,565.46 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 4.87bp~上行 7.37bp，3 年期各评级信用债收益率上行 6.28bp~上行 7.28bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.90bp~上行 5.82bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.8300	1.70%	7.37
信用债(AAA):3 年	1.8721	1.30%	7.28
信用债(AAA):5 年	1.9123	0.80%	5.82
信用债(AA+):1 年	1.9200	1.40%	5.87
信用债(AA+):3 年	1.9671	1.00%	6.28
信用债(AA+):5 年	2.0573	0.70%	3.32

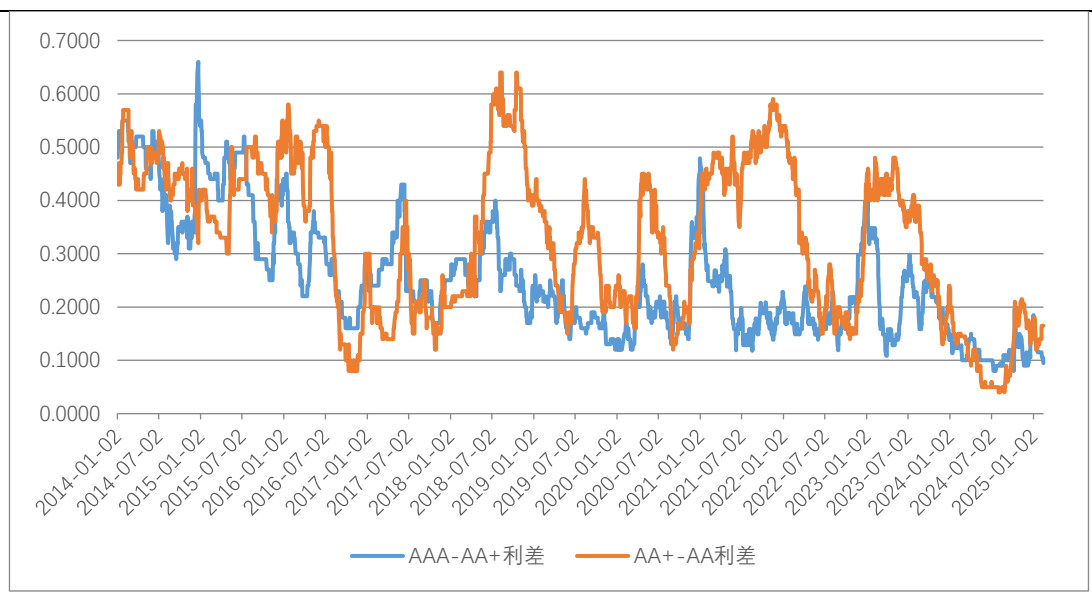
信用债(AA):1 年	1.9700	1.20%	4.87
信用债(AA):3 年	2.1321	1.40%	6.28
信用债(AA):5 年	2.2673	1.00%	0.90

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 0.09bp、扩大 0.41bp、扩大 1.41bp，5Y-3Y 利差分别缩小 1.46bp、缩小 2.96bp、缩小 5.38bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 10bp，较上周缩小 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 17bp，较上周 k 持平。

图 7：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，预计本轮科技行情第二阶段虽已提前启动但尚未进入主升浪

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，消费风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（1.30%）、深证成指（1.64%）、沪深 300（1.19%）、科创 50（0.36%）、创业板指（1.88%）、中证 500（1.95%）、中证 1000（1.87%），均表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 2.19%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、商贸零售表现较强，分别上涨 9.54%、7.77%、3.52%；煤炭、国防军工、石油石化表现较弱，分别下跌 1.50%、0.59%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 17496.37 亿元，较上周增加 1339.78 亿元。

2) 权益市场展望:

复盘历史上 A 股近两轮较大的科技行情——移动互联网行情和新能源车行情，两轮行情发展均可归纳为两个阶段，分别为海外映射的主题投资阶段和国内渗透率提升的景气投资阶段。第一阶段，海外新兴技术应用初步落地，虽然商业模式尚未形成或初步搭建完成但仍有待验证，未来盈利性仍存在较大不确定性，但新兴产业变革下未来理论市场空间巨大。该阶段海外龙头上市公司持续上涨并点燃国内相关产业链的主题投资热潮。第二阶段，产品经历前期打磨后逐渐成熟，同时国产品牌及相关产业链出货量快速提升，国内产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，因此该阶段行情可在一定程度上通过业绩验证，相关行业进入景气度投资阶段，市场挖掘业绩转化线索。

移动互联网行情第一阶段为 2009-2010 年，由苹果 iPhone 手机掀起全球智能手机浪潮而引发的国内主题投资。移动互联网第二阶段为 2013-2015 年，国产品牌智能手机崛起，同时政府对 4G 网络普及推动智能手机出货量持续提升，相关产业链进入景气度投资。

新能源车行情第一阶段为 2019Q4 至 2020Q1，源于特斯拉上海超级工厂顺利投产，国内产业扶持政策同步落地。新能源车行情第二阶段为 2020Q2 至 2021Q4，新能源车性能逐渐完善同时受到政策推动下，国内新能源车销量及渗透率爆发式增长，多家国产品牌公司业绩得到验证，相关行业进入景气度投资阶段。

本轮人工智能行情的第一阶段由 ChatGPT 催化的海外产业趋势映射行情已经结束。当前 DeepSeek 的成功代表国产大模型从追赶迈向创新，国内产业趋势开端或已形成，未来相关应用创新有望迎来爆发式增长并不断完善性能，人工智能产业有望进入景气度投资，DeepSeek 的成功逐渐转变全球资本对中国科技股的认知，或已提前引发市场抢跑人工智能的第二阶段行情。

参考前两轮科技行情，第二阶段与第一阶段相比持续时间更长、斜率更高。因此，我们预计本轮科技行情第二阶段虽已提前启动但尚未进入主升浪。

同时，参考此前移动互联网行情经验，第二阶段产业中下游的计算机、传媒等行业皆呈现出更高的区间收益。在本轮由 DeepSeek 提前引发的人工智能第二阶段行情中，伴随政策对于人工智能的支持、景气度成为权益市场投资线索之一，科技板块热度有望延续，并扩散至有机会被人工智能赋能的下游行业。DeepSeek 发布以来，计算机和传媒指数收益率再次领跑，预计未来中下游行业的 AI 应用端将迎来快速发展的黄金时期并有望贡献更高的超额收益。

展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

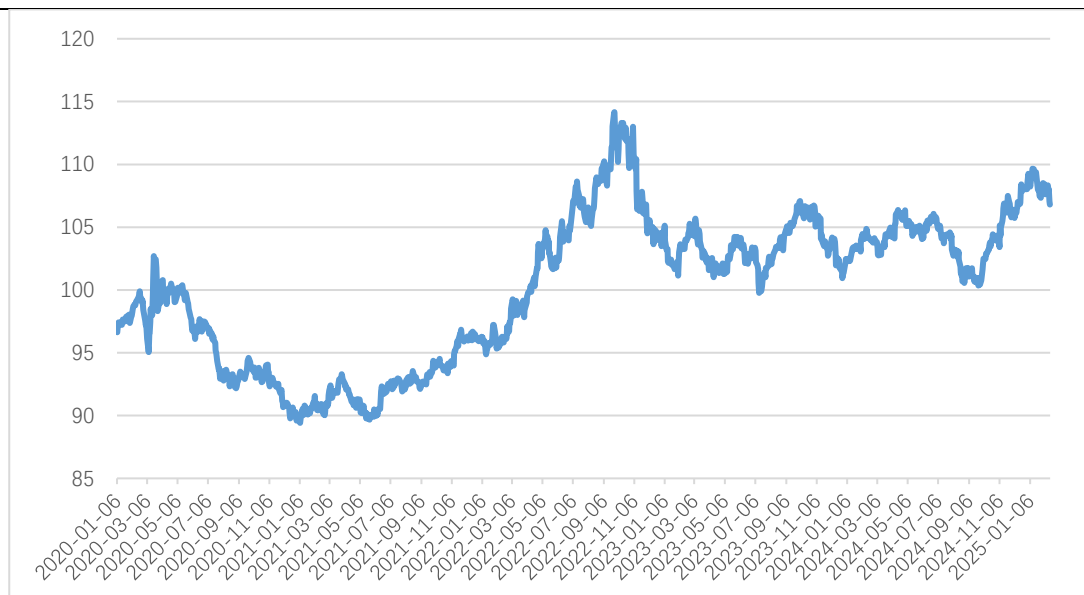
3.2 美元指数分析：美国 1 月份零售数据意外下行，本周美元指数走弱

本周美元指数报 106.8037，较上周回落 1.2964。本周多项美国宏观数据公布，美国 1 月份通胀数据超市从预期，其中美国一月末 CPI 同比升 3%，超市场预期 0.1 个百分点，而随后公布的 PPI 数据更是超市场预期 0.3

个百分点。超预期的通胀数据公布后，市场反应相对有限，随后美国一月份零售销售额公布，环比下行 0.9%，降幅超市场预期，美元指数转为回落。本周美联储主席鲍威尔发言称，无需急于调整利率，如果经济强劲且通胀未向目标靠拢，则可能在更长时间维持谨慎的货币政策。整体来看，本周美国通胀数据超预期，未对美元指数造成较大支持，而相应零售数据疲软则进一步带动美元指数走弱。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后声明表示失业率在低位企稳，劳动力市场状况依然稳固，同时删除了通胀朝着 2% 通胀目标取得进展的措辞，指出“通胀在某种程度上依然高企”。会后美联储主席鲍威尔表示，关于通胀的措辞修改主要为了精简表述，并非对市场发出信号。他也表述目前美联储的利率水平显著高于中性利率，但考虑到近期就业及通胀形式，美联储不急于降息。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 8：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637