

宏观和大类资产配置周报

以改革推动金融服务实体经济

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 CPI 同比增长 0.5%，PPI 同比下降 2.3%；1 月 M2 同比增长 7.0%，M1 同比增长 0.4%，人民币贷款增加 5.13 万亿元；社会融资规模增量为 7.06 万亿元。
- **要闻：**国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作；央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告；国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》明确，推动新能源上网电量参与市场交易。

资产表现回顾

- **A 股上涨和债券下跌。**本周沪深 300 指数上涨 1.19%，沪深 300 股指期货上涨 1.56%；焦煤期货本周下跌 4.98%，铁矿石主力合约本周下跌 0.73%；股份制银行理财预期收益率下跌 1BP 至 1.93%，余额宝 7 天年化收益率下跌 23BP 至 1.29%；十年国债收益率上行 5BP 至 1.65%，活跃十年国债期货本周下跌 0.52%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**央行发布了四季度货币政策执行报告，与三季度报告相比，四季度报告开始使用“适度宽松的货币政策”和“流动性充裕”等 2024 年底政治局会议和经济工作会议对货币政策的定调，除此之外，我们还重点关注，货币政策执行报告中涉及的，可能与接下来金融改革相关的内容：一是货币政策工具有改革的可能，2024 年 12 月 2 日，央行公告自 2025 年 1 月开始启用新修订的 M1 统计口径，原因是金融数据统计需要适应市场发展，考虑到四季度货币政策执行报告专栏梳理了公开市场操作、存款准备金、再贷款等工具的发展进程，不排除传统货币政策工具也有改革空间，二是在金融监管和金融稳定中，特别是在政策利率传导的过程中，央行和银行的重要性可能进一步提升，三是关注如何盘活存量金融资源，我们认为不排除 2025 年 SFISF 和股票增持回购贷款两项资本市场支持工具规模继续扩大。总的来看，在国内通胀整体平稳偏低和人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定背景下，2025 年流动性充裕、货币政策宽松的状况将延续，利好人民币风险资产价格表现。
- **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

《关注 2025 年金融改革》20250214
《BOCIASI 情绪周期择时》20250212
《DeepSeek, DOGE, 贸易摩擦》20250210

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：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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（2025.2.16）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	=	关注四季度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
风险资产价格上行.....	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：AI 主题领涨市场	9
债券：十年国债收益率保持在较低水平.....	10
大宗商品：美元指数回落，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：美元指数回落，人民币汇率平稳.....	12
港股：特朗普的关税 2.0 版本开启	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（2025.2.16）	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. 权益类资产节前涨跌幅	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（2025.2.16）	15

一周概览

风险资产价格上行

A 股上涨和债券下跌。本周沪深 300 指数上涨 1.19%，沪深 300 股指期货上涨 1.56%；焦煤期货本周下跌 4.98%，铁矿石主力合约本周下跌 0.73%；股份制银行理财预期收益率下跌 1BP 至 1.93%，余额宝 7 天年化收益率下跌 23BP 至 1.29%；十年国债收益率上行 5BP 至 1.65%，活跃十年国债期货本周下跌 0.52%。

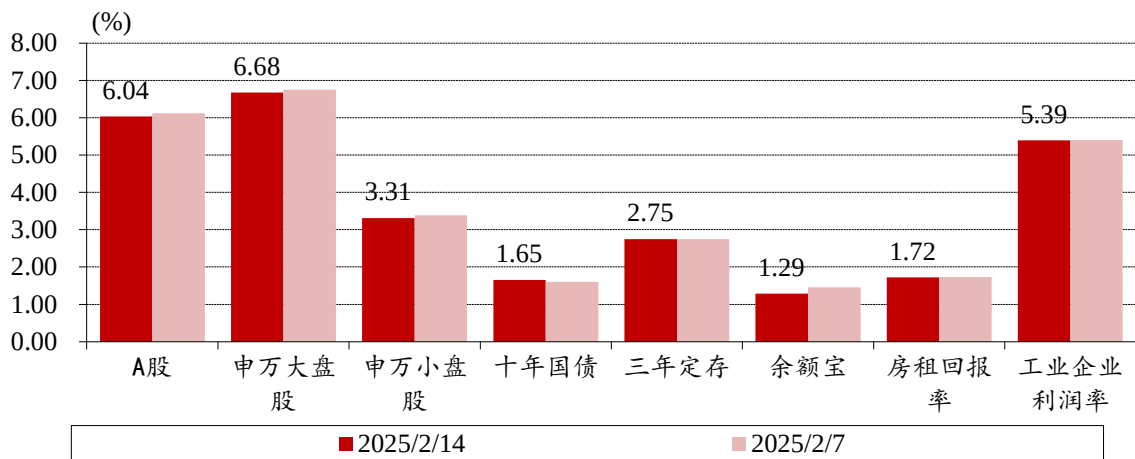
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +1.19% 沪深 300 期货 +1.56% 本期评论：关注增量政策落实情况 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 1.65%/本周变动 +5BP 活跃 10 年国债期货 -0.52% 本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 -0.73% 焦煤期货 -4.98% 本期评论：关注财政增量政策落实进度 配置建议：标配	余额宝 1.29%/本周变动 -23BP 股份制理财 3M 1.93%/本周变动 -1BP 本期评论：收益率将在 2% 上下波动 配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

1 月通胀和金融数据整体表现较好。本周 A 股指数普涨，小盘股估值上行幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净回笼 4709 亿元，资金面相对宽松，但拆借资金利率较节后第一周小幅上行，周五 R007 利率收于 2.03%，GC007 利率收于 1.97%。本周十年国债收益率收于 1.65%，较上周六上行 5BP。1 月通胀和金融数据均已发布，通胀方面，受春节假期错位影响，CPI 同比增速上行，PPI 同比增速偏弱，金融数据受宽松的货币政策和流动性充裕影响，新增信贷和新增社融增速均好于万得一致预期。

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。

美元指数行回调，权益资产价格上行。股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是创业板指（1.88%），涨幅较小的指数是沪深 300（1.19%）；港股方面恒生指数上涨 7.04%，恒生国企指数上涨 7.03%，AH 溢价指数下行 1.98%收于 135.26；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.47%，纳斯达克上涨 2.58%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.17%，中债国债指数下跌 0.27% 金融债指数下跌 0.23% 信用债指数下跌 0.02% 十年美债利率下行 2 BP, 周五收于 4.47%。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 23 BP，周五收于 1.29%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 0.61%，收于 70.57 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.21%，收于 2893.7 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.95%，LME 铜上涨 0.61%，LME 铝上涨 0.27%；CBOT 大豆下跌 1.21%。美元指数下跌 1.20%收于 106.8。VIX 指数下行至 14.77。本周受美国关税政策逐渐明朗以及美联储主席鲍威尔表态影响，美元指数出现回调。

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	2025/2/10 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/2/14 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,346.72	1.30	1.63	2.96	(0.15)
	399001.SZ	深证成指	10,749.46	1.64	4.13	5.84	3.22
	399005.SZ	中小板指	6,686.15	1.45	4.74	6.25	4.76
	399006.SZ	创业板指	2,215.30	1.88	5.36	7.34	3.44
	881001.WI	万得全 A	5,165.17	1.67	3.57	5.30	2.85
	000300.SH	沪深 300	3,939.01	1.19	1.98	3.19	0.10
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.46	(0.17)	0.25	0.07	0.43
	CBA00603.C	中债国债	247.17	(0.27)	0.37	0.08	0.51
	CBA01203.C	中债金融债	246.21	(0.23)	0.23	(0.01)	0.12
	CBA02703.C	中债信用债	221.55	(0.02)	0.16	0.15	0.25
	885009.WI	货币基金指数	1,714.34	0.02	0.05	0.07	0.18
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	70.57	(0.61)	(2.03)	(2.70)	(1.60)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,893.70	0.21	1.80	2.07	9.57
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,262.00	(2.95)	(0.56)	(3.23)	(1.51)
	CA.LME	LME 铜	9,465.00	0.61	4.33	4.61	7.95
	AH.LME	LME 铝	2,635.00	0.27	1.31	1.58	3.27
	S.CBT	CBOT 大豆	1,036.75	(1.21)	0.62	(0.50)	2.60
货币	-	余额宝	1.29	-23 BP	-2 BP	-25 BP	3 BP
	-	银行理财 3M	1.85	-5 BP	0 BP	-5 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	106.80	(1.20)	(0.38)	(1.58)	(1.55)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.27	0.32	(0.33)	(0.01)	0.46
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.62	(0.55)	0.47	(0.07)	(0.14)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.76	1.44	(2.82)	(1.34)	(1.88)
港股	HSL.HI	恒生指数	22,620.33	7.04	4.49	11.84	12.76
	HSCEL.HI	恒生国企	8,331.40	7.03	5.44	12.86	14.29
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	135.26	(1.98)	(4.07)	(6.05)	(7.74)
美国	SPX.GI	标普 500	6,114.63	1.47	(0.24)	1.23	3.96
	IXIC.GI	NASDAQ	20,026.77	2.58	(0.53)	2.03	3.71
	UST10Y.GBM	十年美债	4.47	-2 BP	-9 BP	-11 BP	-11 BP
	VIX.GI	VIX 指数	14.77	(10.70)	0.67	(10.10)	(14.87)
	CRB.RB	CRB 商品指数	312.08	1.49	0.84	2.34	5.18

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）

国家统计局：1 月份，受春节因素影响，全国 CPI 涨幅扩大，环比由上月持平转为上涨 0.7%，服务和食品价格上涨是影响 CPI 环比由平转涨的主要因素；同比涨幅由上月的 0.1% 扩大至 0.5%；受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，全国 PPI 环比下降 0.2%，同比下降 2.3%。1 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点，其中，畜肉类价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点，其中猪肉价格上涨 13.8%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。

据央行统计，1 月末，M2 同比增长 7%，M1 同比增长 0.4%；1 月份，人民币贷款增加 5.13 万亿元；社会融资规模增量为 7.06 万亿元，比上年同期多 5833 亿元；1 月末，社会融资规模存量为 415.2 万亿元，同比增长 8%。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。会议还审议通过《2025 年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施；讨论并原则通过《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。

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。

国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》明确，推动新能源上网电量参与市场交易，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格；鼓励新能源发电企业与电力用户签订多年期购电协议，提前管理市场风险，形成稳定供求关系。两部门就深化新能源上网电价市场化改革答记者问指出，这项改革对居民、农业用户电价水平没有影响，这些用户用电仍执行现行目录销售电价政策；对于工商业用户，静态估算，预计改革实施首年全国工商业用户平均电价与上年相比基本持平，电力供需宽松、新能源市场价格较低的地区可能略有下降，后续工商业用户电价将随电力供需、新能源发展等情况波动。

国家数据局局长刘烈宏发文称，2025 年将推进统计核算试点，完善数字经济监测评估指标体系；出台促进数据交易机构高质量发展政策文件，探索数据要素价值实现模式和路径；会同财政部完善数据资产入表政策体系，以推进数据资产入表带动企业数据开发利用；稳妥推进数据资本化，稳步推进数据资产融资增信，规范公司股东以数据作价出资行为。

运用地方政府专项债券资金收储存量闲置土地的工作加速推进。2 月份以来，珠海市、惠州市、潮州市、江门市等多地密集发布关于运用专项债券资金收回收购存量闲置土地的公示。截至 2 月 11 日，各地拟运用专项债收储地块总计 100 余宗，拟收回收购价格合计超 260 亿元。

31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团已全部完成辖区内融资信用服务平台整合。整合后，各省份只保留一个省级平台，各市县不超过一个平台。截至 2024 年末，银行机构通过全国一体化平台网络累计发放贷款 35.1 万亿元，其中信用贷款 8.7 万亿元。

中国信达、东方资产、长城资产、中证金融公司同日发布公告称，股东拟将其持有的部分股份划转至中央汇金公司。划转完成之后，中央汇金将控股这四家重要金融机构。其中，中国信达、长城资产、东方资产均是财政部控股的 AMC 公司。业内人士称，此次财政部所持股权划转是整个中国金融监管改革的一部分，经营性金融机构不再由监管机构和财政部直接管理。此次交易仅仅是股权关系划转，对于公司业务和经营思路不会造成太大影响。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，2月7日当周各品种钢材开工率环比上周有所分化，螺纹钢、线材开工率分别变动2.00个百分点和-2.33个百分点；建材社会库存连续六周上升，本周升幅较前一周有所收窄但仍在较高水平，变动117.29万吨。2月12日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周分化较为明显，华东、华南和西北地区开工率较前一周上升，华北和东北地区开工率较前一周下降。

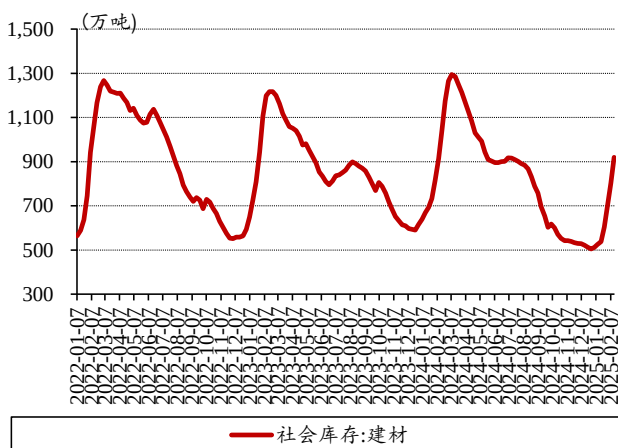
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	34.12	2.00	(5.21)
	线材：主要钢厂开工率（%）	39.51	(2.33)	(7.59)
石油沥青装置	开工率:华东地区	30.00	3.00	(2.80)
	开工率:华北地区	25.10	(1.00)	(13.10)
	开工率:华南地区	28.30	2.60	4.10
	开工率:东北地区	9.50	(3.50)	(9.40)
	开工率:西北地区	28.60	3.80	7.70

资料来源：万得，中银证券

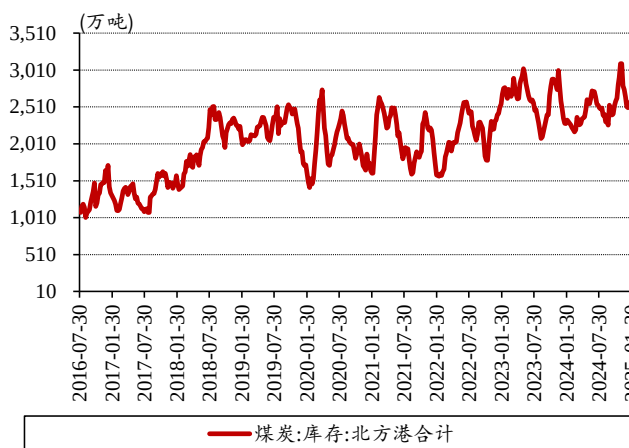
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 1.01%。原油库存方面，2月7日当周，美国 API 原油库存连续四周上升，本周环比上升 904.3 万桶。

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



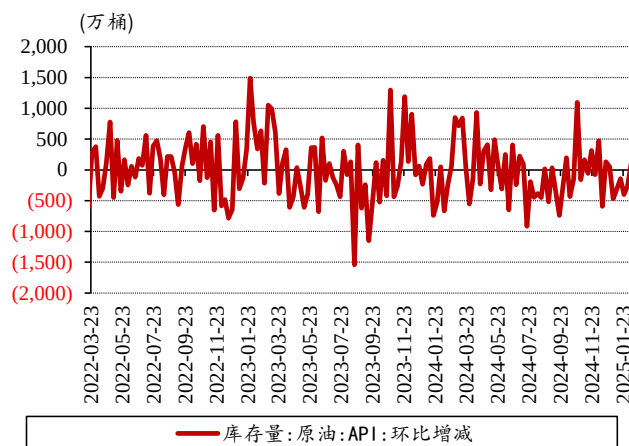
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



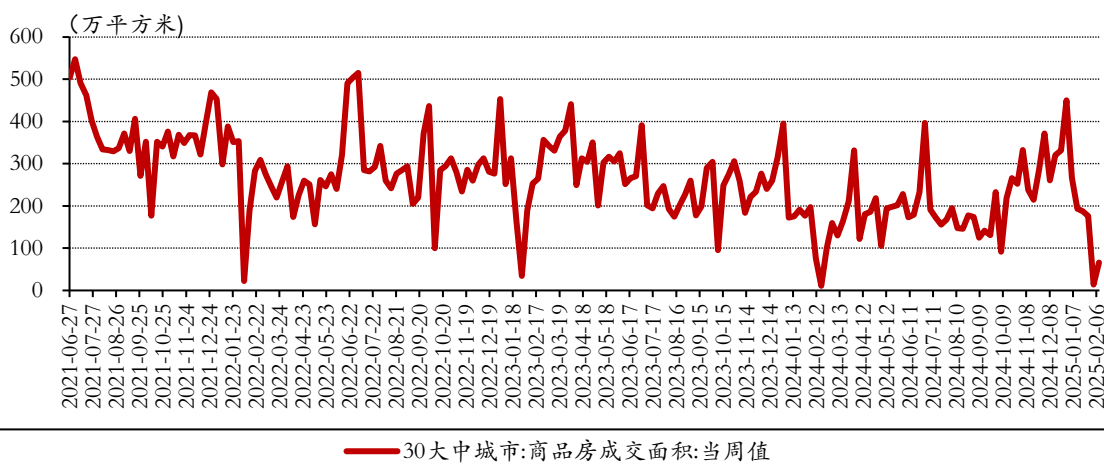
资料来源：万得，中银证券

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

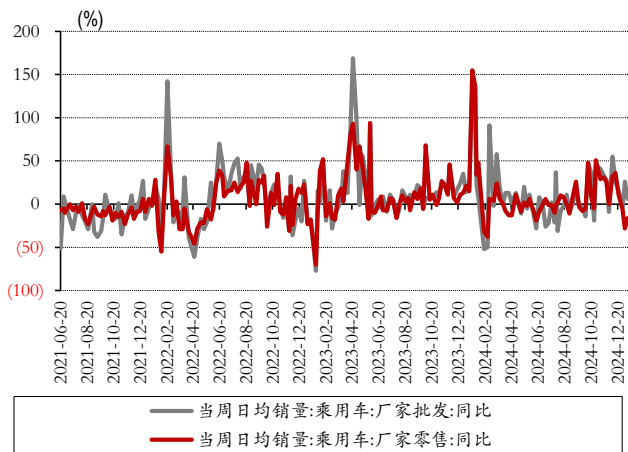


资料来源：万得，中银证券

春节假期后商品房成交环比回升。2月9日当周，30大城市商品房成交面积环比上升，单周成交面积环比变动52.03万平方米。30大中城市商品房成交面积自2025年年初至春节期间，连续五周环比下降，春节之后成交面积环比回升，我们预计随着房地产市场止跌企稳，商品房成交面积有望持续修复。

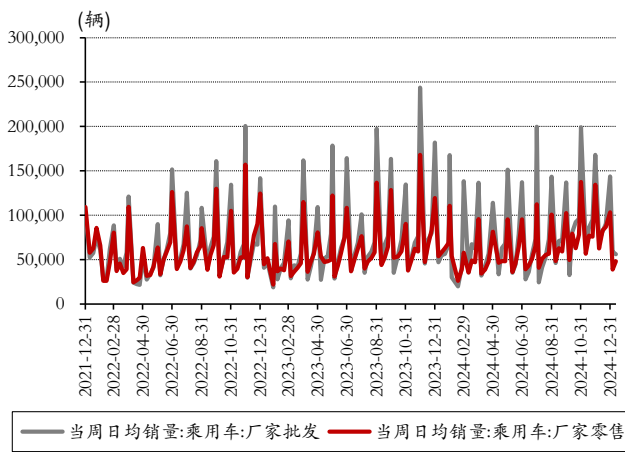
汽车方面，2025年2月9日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为0.00%和-31.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：AI 主题领涨市场

市场主要指数普涨，AI 相关主题涨幅较高。本周市场指数普涨，领涨的指数包括上证 50 (2.02%)、中证 500 (1.95%)、创业板指 (1.88%)，涨幅靠后的指数包括上证红利 (0.52%)、上证 380 (0.67%)、沪深 300 (1.19%)。行业方面涨多跌少，领涨的行业有传媒 (9.87%)、计算机 (7.81%)、商贸零售 (3.77%)，领跌的行业有煤炭 (-1.36%)、国防军工 (-0.76%)、有色金属 (-0.2%)。本周 AI 相关的云计算、大数据、网络安全指数涨幅较高。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证 50	2.02	传媒	9.87	云计算指数	16.52
中证 500	1.95	计算机	7.81	大数据指数	12.50
创业板指	1.88	商贸零售	3.77	网络安全指数	12.07
沪深 300	1.19	有色金属	(0.20)	新能源指数	(1.23)
上证 380	0.67	国防军工	(0.76)	天津自贸区指数	(1.98)
上证红利	0.52	煤炭	(1.36)	稀土永磁指数	(2.04)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

新能源 | 国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》明确，推动新能源上网电量参与市场交易，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格。

消费 | 据国家发改委，今年春节期间 (1 月 28 日-2 月 4 日)，全国汽车、家电家居、手机等数码产品等以旧换新销售量达到 860 万台 (套)、销售额超过 310 亿元。其中，家电、手机销售收入同比大幅增长约 166%、182%。

仓储物流 | 中国物流与采购联合会公布，1 月份中国仓储指数为 52.5%，较上月回升 1.9 个百分点，达到近 10 个月内的新高。

消费电子 | IDC 数据显示，2024 年中国平板电脑市场出货量同比增长 4.3%，市场迎来回暖。

国产软件 | 知情人士称，苹果与阿里巴巴合作，为中国的 iPhone 用户开发人工智能功能。此举是苹果应对在中国销售下滑的策略之一，旨在提供更具吸引力的软件功能。

AI 产业 | 国家超算互联网平台宣布推出“AI 生态伙伴加速计划”，提供 3 个月 DeepSeek API 接口免费使用、千万卡时算力资源池等激励。

地产 | 深圳市房地产中介协会数据显示，随着春节假期结束，深圳二手房市场也呈现快速回暖中，二手房周录得 824 套 (含自助)，环比增长 3069.2%。

苹果产业链 | 苹果宣布 2 月 19 日举行产品发布会，或推出新款 iPhone SE。新版本将与 iPhone 14 类似，配备有更大的屏幕和 Face ID。

汽车 | 上海延续实施免费申领新能源汽车牌照额度政策到 2025 年底，大力促进汽车更新消费。

债券：十年国债收益率保持在较低水平

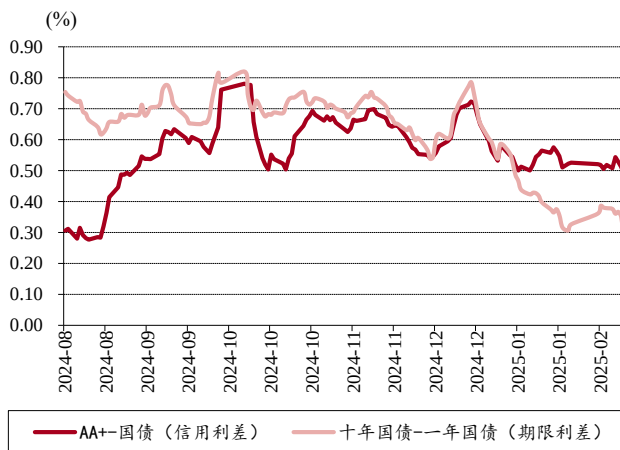
本周债市利率较节后首周有所上行，短久期利率债收益率上行幅度较明显。十年期国债收益率周五收于 1.65%，本周上行 5BP，十年国开债收益率周五收于 1.65%，较上周五上行 5BP。本周期限利差下行-10BP 至 0.28%，信用利差下行-3BP 至 0.49%。

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

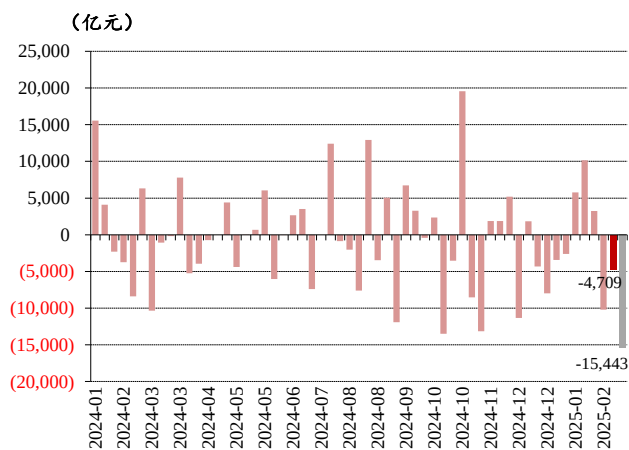
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

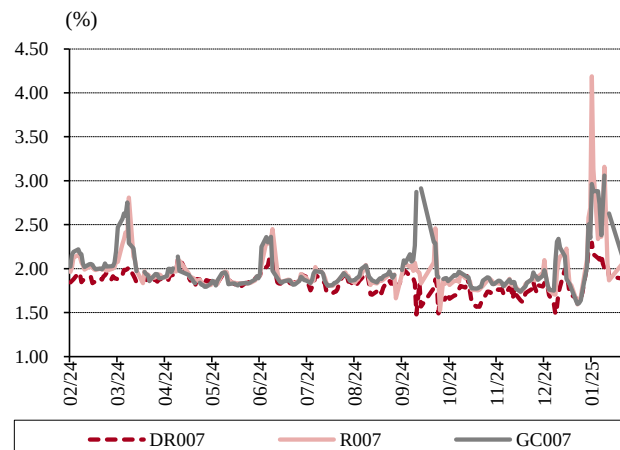
央行发布四季度货币政策执行报告。从利率水平看，周五 R007 收于 2.03%，周五 GC007 收于 1.97%。本周央行在公开市场净回笼 4709 亿元，货币市场收益率较节后首周有所上行。央行发布 2024 年四季度货币政策执行报告，值得关注的是，2025 年金融改革可能超出市场预期，包括传统货币政策工具调整、创新工具扩容、货币政策传导渠道等方面，都有改革的可能，此外，预计 2025 年内仍有降准降息。

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）

2025 年以来，全国已有 15 地公告发行再融资专项债置换存量隐性债务，合计发行 4848.48 亿元。自 2024 年 11 月 6 万亿债务限额下达以来，已累计有 33 地公告发行再融资专项债置换存量隐性债务，合计发行 24848.48 亿元。

财政部、央行 2 月 14 日以利率招标方式进行了 1 个月期 2025 年中央国库现金管理商业银行定期存款（二期）招投标，中标总量 900 亿元，中标利率 2%。

大宗商品：美元指数回落，大宗商品价格分化

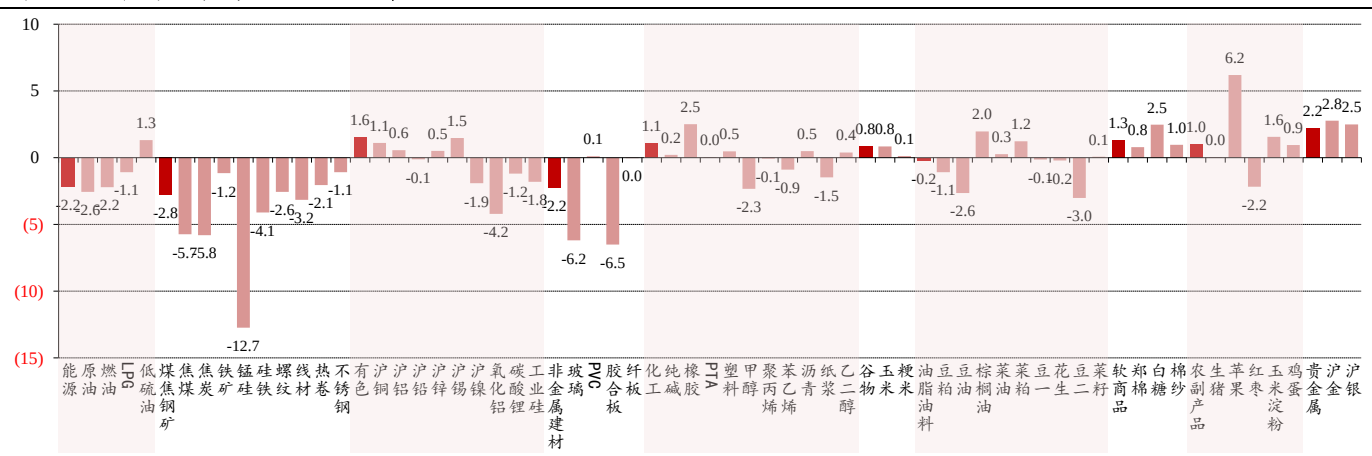
大宗商品本周分化较大。本周商品期货指数上涨 1.56%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（2.20%）、有色金属（1.56%）、化工（1.10%）、谷物（0.83%），下跌的有油脂油料（-0.21%）、能源（-2.16%）、非金属建材（-2.23%）、煤焦钢矿（-2.79%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有苹果（6.19%）、沪金（2.76%）、橡胶（2.51%），跌幅靠前的则有锰硅（-12.72%）、胶合板（-6.51%）、玻璃（-6.18%）。大宗商品分化较大，建议关注春节后生产端复工的情况。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.56%	能源 -2.16%	煤焦钢矿 -2.79%
有色金属 +1.56%	非金属建材 -2.23%	化工 +1.10%
谷物 +0.83%	油脂油料 -0.21%	贵金属 +2.20%

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）

IEA 在月报中表示，将 2025 年全球石油需求增长预测上调至 115 万桶/日，此前预测为 105 万桶/日；预计 2025 年全球石油总供应量为 1.045 亿桶/日，此前为 1.047 亿桶/日。

欧佩克月报：2025 年全球原油需求增速预期维持在 145 万桶/日不变，2026 年全球原油需求增速预期维持在 143 万桶/日不变。

国际能源署（IEA）表示，印度的天然气消费量将在 2023 年至 2030 年间增长 60%，使该国对液化天然气进口的需求增加一倍，因为国内产量的增长预计将远低于需求的增长。

EIA 短期能源展望报告显示，预计 2025 年 WTI 原油价格为 70.62 美元/桶，此前预期为 70.31 美元/桶；预计 2025 年布伦特原油价格为 74.50 美元/桶，此前预期为 74.31 美元/桶。

我国新一轮找矿突破战略行动成效显著。新发现 10 个亿吨级油田、19 个千亿方级气田；探获 10 个大型以上铀矿床，铀矿资源量大幅增加；铜、金、镓、锗、铟等 12 种矿产资源量显著增加；锂、锆、钨、氦气、稀土等战略性新兴产业相关矿产取得重大突破。

针对美国对进口钢铝征收 25% 关税，商务部回应称，敦促美方回到贸易体制正确轨道；中国钢铁工业协会表示，当前我国钢材对美国出口量较少，短期看，对我国钢铁出口影响有限，但长期看，美国此举或将带动其他国家效仿，从而降低我国钢材出口竞争力。

工信部等十一部门印发《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》提到，到 2027 年，力争国内铜矿资源量增长 5%-10%。

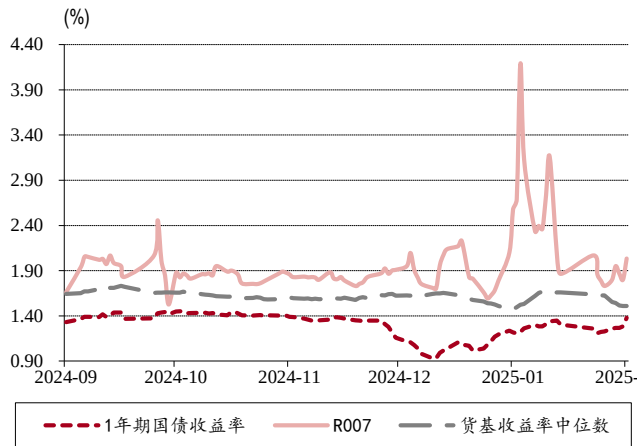
日本政府将释放 21 万吨库存大米。

世界黄金协会数据显示，全球实物黄金 ETF 在 2025 年的第一个月实现资金净流入，增加了 30 亿美元。截至 1 月底，全球黄金 ETF 总资产管理规模升至 2940 亿美元，再创纪录水平。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

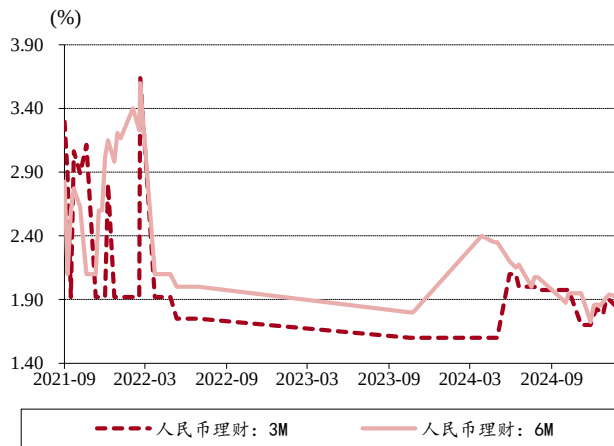
货币基金收益率在春节假期后波动下行。本周余额宝 7 天年化收益率下行 23BP，周五收于 1.29%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 1BP 收于 1.93%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.51%。

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

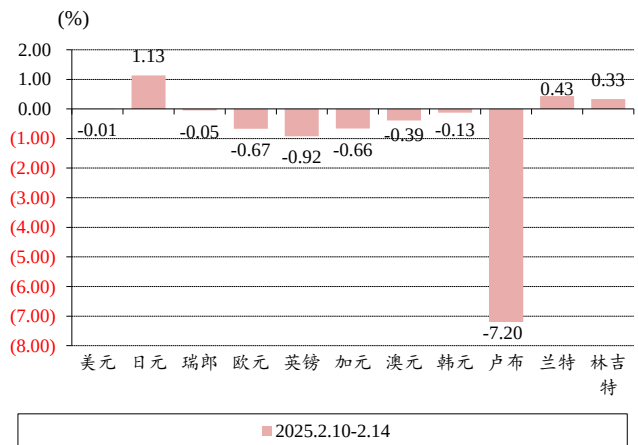


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数回落，人民币汇率平稳

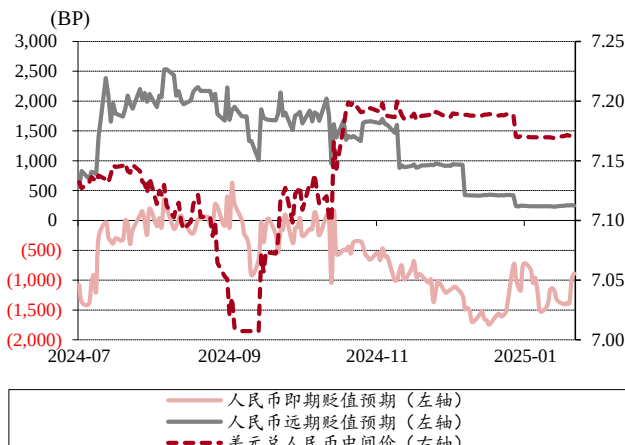
人民币兑美元中间价本周上行 7BP，至 7.1706。本周人民币对日元(1.13%)、兰特(0.43%)、林吉特(0.33%) 升值，对美元(-0.01%)、瑞郎(-0.05%)、韩元(-0.13%)、澳元(-0.39%)、加元(-0.66%)、欧元(-0.67%)、英镑(-0.92%)、卢布(-7.20%) 贬值。美国 1 月通胀出现抬头倾向，我们认为上半年美联储难以继续降息。

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）

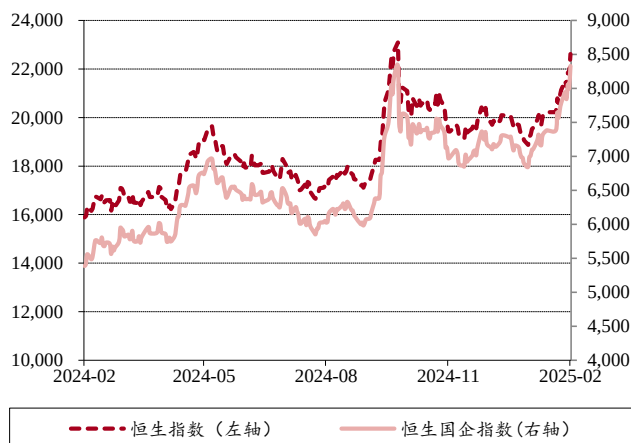
据外汇局，2024 年，我国经常账户顺差 4220 亿美元，与同期国内生产总值（GDP）之比为 2.2%，处于合理均衡区间。其中，货物贸易顺差规模创历史新高，达 7679 亿美元，同比增长 29%，货物贸易顺差扩大并推动经常账户顺差增长；服务贸易逆差 2288 亿美元，同比增长 10%。

外汇局表示，2024 年，在来华股权性质直接投资中，新增资本金流入 908 亿美元，其中四季度流入规模较前三个季度明显增长。考虑到境外融资成本相对较高、境内融资便利度上升等因素，部分外商投资企业倾向于增加本地融资、减少或偿还境外贷款，来华债务性质直接投资呈现阶段性净流出。

港股：特朗普的关税 2.0 版本开启

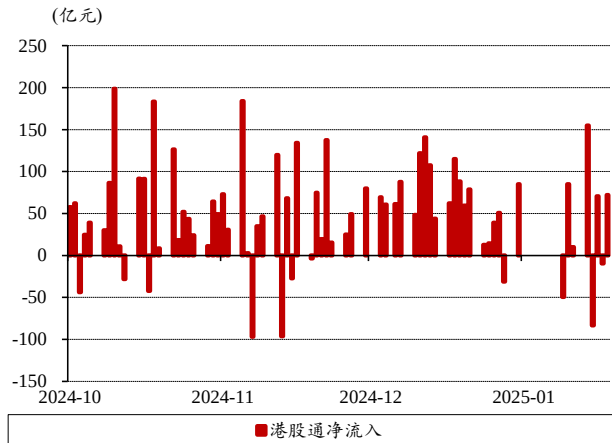
美国总统的对等关税，以及对钢铁和铝征收 25% 的关税，将影响 2025 年全球贸易和经济复苏。行业方面本周领涨的有非必需性消费（11.35%）、资讯科技业（8.03%）、电讯业（6.51%），下跌的行业仅有能源业（-0.30%）。本周南下资金总量 204.33 亿元。

图表 23. 恒指走势



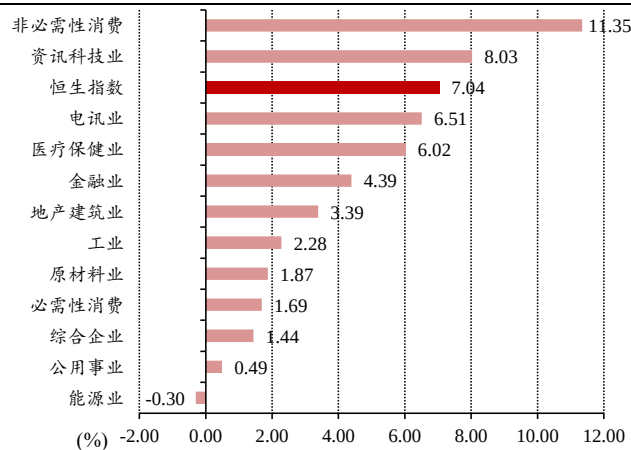
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆股通资金流动情况



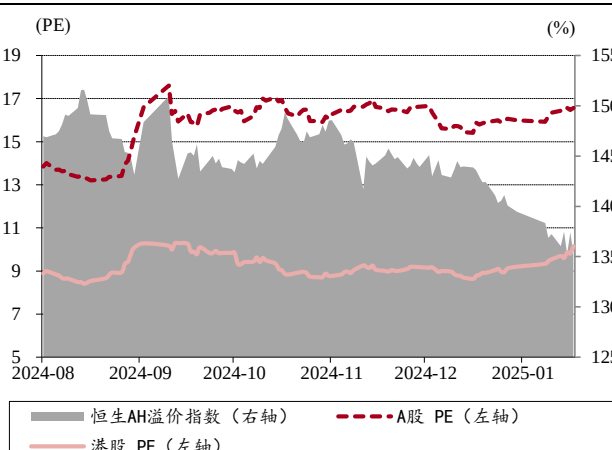
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利率。最新的消费者价格数据显示虽然央行在抑制通胀上取得了实质性进展，但依然有更多工作要做。美联储将继续履行监管和监督职责；计划重新提出巴塞尔协议 III 的最终方案；将对美联储的框架进行适当和谨慎的调整。

美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词，重申无需急于调整利率。如果经济持续强劲且通胀未向 2% 靠拢，则可以在更长时间内维持政策的谨慎。长期通胀预期似乎稳固。通胀率接近 2% 的目标，但仍然略显偏高。失业率保持在低位且稳定。美联储无法控制长期利率，长期利率高企的原因与美联储政策无关。绝不可能推出中央银行数字货币。

加拿大央行会议纪要显示，25 个基点的降息将有助于支持经济增长，并更好地平衡通胀风险；加拿大及其他国家的报复措施将给通胀带来上涨压力；如果这导致通胀预期上升，可能会引发通胀持续处于更高水平。

美国 1 月政府预算赤字为 1286.4 亿美元，预期赤字 948 亿美元，前值赤字 867 亿美元。美国 2025 财年前四个月的预算赤字达到创纪录的 8400 亿美元，而 2024 财政年度的可比赤字为 5320 亿美元。

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%；末季调核心 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。

美国上周初请失业金人数为 21.3 万人，预期 21.5 万人，前值自 21.9 万人修正至 22 万人。

美国 1 月 PPI 同比升 3.5%，预期升 3.2%，前值从升 3.3%修正为升 3.5%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值从升 0.2%修正为升 0.5%。

美国 1 月零售销售环比降 0.9%，预期降 0.1%，前值从升 0.4%修正为升 0.7%。

美国 2024 年 12 月商业库存环比下降 0.2%，为 2023 年 11 月以来最大降幅，预期 0%，前值 0.10%。

欧元区 2024 年第四季度季调后 GDP 修正值同比升 0.9%，预期升 0.9%，初值升 0.9%，第三季度终值升 0.9%；环比升 0.1%，预期持平，初值持平，第三季度终值升 0.4%。

英国 2024 年第四季度 GDP 初值同比升 1.4%，预期升 1.1%，2024 年第三季度终值从升 0.9%修正为升 1.0%；环比升 0.1%，预期降 0.1%，2024 年第三季度终值持平。

日本 2024 年 12 月贸易帐顺差 623 亿日元，预期顺差 2277 亿日元，前值顺差 979 亿日元。日本 2024 年国际收支经常项目顺差为 292615 亿日元，是自 1985 年有统计数据以来的最大值。主要原因是日元贬值下贸易赤字缩小，投资收益增加和赴日游客消费增多。

美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避免关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税；短期价格有可能上升。相关措施的生效日期并未公布，一位白宫高级官员称，这一庞大过程可能需要数周甚至数月才能完成。

美国总统特朗普表示，将于周一宣布对钢铁和铝征收 25% 的关税，钢铝关税将适用于所有国家。日本制铁不能获得美国钢铁公司的多数股权。日美经贸合作，无疑是石破茂与特朗普首脑会谈的重点之一。此前，特朗普已向多国挥舞关税大棒，作为美国在亚太地区最密切的盟友，日本政商界也一直担心成为被美国加征关税的对象。在会晤中，特朗普强调了减少美国对日本贸易逆差的重要性。他表示，美国目前对日本存在约 1000 亿美元的贸易逆差，并希望将这一逆差缩减至零。石破茂乐观地表示，日本或可规避美国加征关税。美国总统特朗普已“认识到”日本对美国的巨额投资及其创造的就业机会。

美国总统特朗普与印度总理莫迪在白宫会面。特朗普表示，印度和美国已就能源问题达成协议，美国希望销售石油和天然气来弥补赤字，印度将会购买美国的石油和天然气。特朗普希望美国能够成为印度的第一大供应国。印度总理莫迪表示，印度已宣布对美国削减关税。

欧盟委员会发布公告，对原产于中国的生物柴油作出反倾销肯定性终裁，决定对涉案产品征收 10.0%-35.6% 的反倾销税。

欧佩克月报维持 2025 年经济增长预期在 3.1% 不变，将 2026 年全球经济增长预测维持在 3.2%。将 2025 年美国经济增长预测维持在 2.4%，将 2026 年美国经济增长预测维持在 2.3%。将 2025 年欧元区经济增长预测下调至 0.9%，此前为 1%，将 2026 年欧元区经济增长预测维持在 1.1%。

人工智能行动峰会闭幕，包括法国、中国、印度、欧盟在内的多个国家和国际组织共同签署了《关于发展包容、可持续的人工智能造福人类与地球的声明》。美国和英国未签署这一声明。

下周大类资产配置建议

1月CPI同比增速上行，PPI同比增速表现偏弱，均受春节因素影响，金融数据表现好于万得一致预期。1月份，受春节因素影响，全国CPI涨幅扩大，环比由上月持平转为上涨0.7%，服务和食品价格上涨是影响CPI环比由平转涨的主要因素；同比涨幅由上月的0.1%扩大至0.5%；受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，全国PPI环比下降0.2%，同比下降2.3%。1月份，食品烟酒类价格同比上涨0.6%，影响CPI上涨约0.16个百分点，其中，畜肉类价格上涨2.5%，影响CPI上涨约0.08个百分点，其中猪肉价格上涨13.8%，影响CPI上涨约0.17个百分点。1月CPI同比增速表现较好，主要是服务价格和食品价格受春节因素的影响带动，PPI同比增速偏弱，其中也有春节假期错位和生产端集中停工的影响。2月CPI同比增速可能较1月下行，但PPI同比增速或延续上行趋势，我们预计2025年通胀整体仍是温和上升的趋势。据央行统计，1月末，M2同比增长7%，M1同比增长0.4%；1月份，人民币贷款增加5.13万亿元；社会融资规模增量为7.06万亿元，比上年同期多5833亿元；1月末，社会融资规模存量为415.2万亿元，同比增长8%。1月新增社融和新增信贷表现较强，实体经济融资需求或出现回暖。

美联储选择延续紧缩的货币政策。美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利率。最新的消费者价格数据显示虽然央行在抑制通胀上取得了实质性进展，但依然有更多工作要做。美联储将继续履行监管和监督职责；计划重新提出巴塞尔协议III的最终方案；将对美联储的框架进行适当和谨慎的调整。美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词，重申无需急于调整利率。如果经济持续强劲且通胀未向2%靠拢，则可以在更长时间内维持政策的谨慎。长期通胀预期似乎稳固。通胀率接近2%的目标，但仍然略显偏高。失业率保持在低位且稳定。美联储无法控制长期利率，长期利率高企的原因与美联储政策无关。绝不可能推出中央银行数字货币。美联储主席鲍威尔这一表态直接影响了市场关于美联储降息的预期，考虑到1月美国CPI同比增长3.0%，高于市场预期的2.9%，海外市场认为，美联储下一次降息的时间或进一步后移。

以改革推动金融服务实体经济。央行发布了四季度货币政策执行报告，与三季度报告相比，四季度报告开始使用“适度宽松的货币政策”和“流动性充裕”等2024年底政治局会议和经济工作会议对货币政策的定调，除此之外，我们还重点关注，货币政策执行报告中涉及的，可能与接下来金融改革相关的内容：一是货币政策工具有改革的可能，2024年12月2日，央行公告自2025年1月开始启用新修订的M1统计口径，原因是金融数据统计需要适应市场发展，考虑到四季度货币政策执行报告专栏梳理了公开市场操作、存款准备金、再贷款等工具的发展进程，不排除传统货币政策工具也有改革空间，二是在金融监管和金融稳定中，特别是在政策利率传导的过程中，央行和银行的重要性可能进一步提升，三是关注如何盘活存量金融资源，我们认为不排除2025年SFISF和股票增持回购贷款两项资本市场支持工具规模继续扩大。总的来看，在国内通胀整体平稳偏低和人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定背景下，2025年流动性充裕、货币政策宽松的状况将延续，利好人民币风险资产价格表现。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 (2025.2.16)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	=	关注四季度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任何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