

宏观和大类资产配置周报

节后第一周，A 股市场表现较好

一季度“政策组合拳”有望持续发力，我们维持此前的大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**美国 1 月非农就业人数增加 14.3 万人，为三个月最低水平，去年 12 月和 11 月合计上修 10.0 万人。1 月失业率为 4.0%。（万得）
- **要闻：**国家税务总局最新增值税发票数据显示：春节假期，全国消费相关行业日均销售收入同比增长 10.8%。其中，家电、音像器材同比增长 166.4%，手机等通讯器材同比增长 181.9%，旅游相关服务同比增长 37.5%，文化艺术服务同比增长 66.3%。（万得）

资产表现回顾

- **A 股指数整体上涨。**节后第一周（2 月 5 日至 2 月 7 日，下同），沪深 300 指数上涨 1.98%，沪深 300 股指期货下跌 2.85%；焦煤期货下跌 0.52%，铁矿石主力合约上涨 5.13%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.52%；十年国债收益率下行 11BP 至 1.60%，活跃十年国债期货上涨 0.88%。

资产配置建议

- **一季度“政策组合拳”有望持续发力，我们维持此前的大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**

2025 年 1 月，制造业 PMI 指数为 49.1%，环比（2024 年 12 月，下同）回落 1.0 个百分点，在春节假期的影响下，制造业景气度回落至收缩区间。1 月部分高耗能行业出厂价格指数实现荣枯线以上水平，或对同期工业品出厂价格表现有所支撑。具体行业方面，1 月石油加工炼焦业新订单和出厂价格指数环比均有回升，涨幅均超过 7.0 个百分点，考虑到春节前后为地产、基建开工淡季，行业需求、价格表现或主要受到关税因素影响。2025 年以来，国际关税不确定因素增多，国内、外企业加快提前备货或造成部分产品需求、价格短期波动。2 月 4 日国务院关税税则委员会发布公告表示，自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对煤炭、液化天然气加征 15% 的关税，后续石油加工炼焦业出厂价格指数表现或延续扩张。

- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《基于公募重仓的“黑白马股”因子专题（优化版 2.0）》20250207

《公募基金市场月度跟踪》20250205

《提振内需仍是关键，风险偏好扰动市场》20250205

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（2025.02.09）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注政府工作报告“稳增长”政策相关表述	不变
三个月内	=	关注二十届三中全会改革政策逐步出台	不变
一年内	-	地缘关系、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

节后第一周市场行情概览.....	4
A 股指数整体上涨.....	4
春节期间及节后第一周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：市场指数表现较好.....	9
债券：期限利差、信用利差走势趋异.....	10
大宗商品：商品期货指数上涨 1.70%	11
货币类：货币基金收益率涨跌不一.....	12
外汇：人民币兑美元中间价下行.....	12
港股：资讯科技行业涨幅居前.....	13
下周大类资产配置建议.....	16
风险提示：	16

图表目录

图表 1. 节后第一周代表性资产表现和配置建议.....	4
图表 2. 春节期间及节后第一周（1 月 27 日至 2 月 7 日，下同）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. 权益类资产节后第一周涨跌幅.....	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. 大宗商品节后第一周表现.....	11
图表 18. 节后第一周大宗商品涨跌幅（%）	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. 节后第一周港股行业涨跌幅.....	13
图表 26. 港股估值变化.....	13
图表 27. 本期观点（2025.02.09）	16

节后第一周市场行情概览

A 股指数整体上涨

A 股指数整体上涨。节后第一周（2 月 5 日至 2 月 7 日，下同），沪深 300 指数上涨 1.98%，沪深 300 股指期货下跌 2.85%；焦煤期货下跌 0.52%，铁矿石主力合约上涨 5.13%；余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.52%；十年国债收益率下行 11BP 至 1.60%，活跃十年国债期货上涨 0.88%。

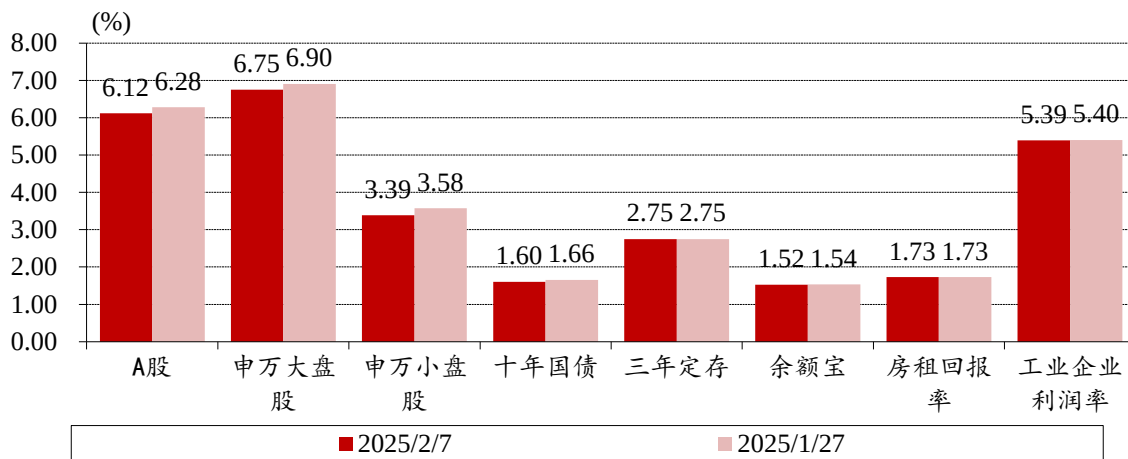
图表 1. 节后第一周代表性资产表现和配置建议

股票		债券	
	沪深 300 +1.98%		10 年国债到期收益率 1.6%/变动 -11BP
	沪深 300 期货 -2.85%		活跃 10 年国债期货+0.88%
本期评论:	关注“稳增长”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:	标配
大宗		保守	
	铁矿石期货 +5.13%		余额宝 1.52%/变动 -2BP
	焦煤期货 -0.52%		股份制理财 3M 1.9%/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

2025 年 1 月，制造业 PMI 指数为 49.1%，环比（2024 年 12 月，下同）回落 1.0 个百分点，在春节假期的影响下，制造业景气度回落至收缩区间。1 月生产指数环比延续回落，并下降至荣枯线以下水平；从细分指标看，月内在手订单和采购指数环比分别下滑 0.3 和 2.3 个百分点，春节假期对当月制造企业生产活跃度有所影响。但需要注意的是，1 月生产经营活动预期指数实现 55.3%，为 2024 年 5 月以来最高值，制造企业生产经营预期明显修复。着眼需求端，1 月新订单、产成品库存指数环比分别回落 1.8 和 1.4 个百分点，主要受到春节因素影响。值得一提的是，1 月原材料购进价格指数和出厂价格指数环比分别回升 1.3 和 0.7 个百分点，或主要得益于部分上游行业价格表现改善。

图表 2. 春节期间及节后第一周（1 月 27 日至 2 月 7 日，下同）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。

节后第一周，A 股指数表现较好，领涨的指数包括创业板指（5.36%）、中证 1000（4.93%）、中小板指（4.74%），仅上证红利出现下跌，跌幅实现 1.64%；港股方面，恒生指数上涨 1.65%，恒生国企指数上涨 1.84%，AH 溢价指数下行 2.22%收于 137.24。美股方面，标普 500 指数下跌 0.20%，纳斯达克下跌 0.66%。

债市方面，节后第一周，国内债市温和上涨，中债总财富指数上涨 0.25%，中债国债指数上涨 0.37%，金融债指数上涨 0.23%，信用债指数上涨 0.16%；十年美债利率下行 4 BP，周五收于 4.49%。同期，万得货币基金指数上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率下行 2 BP，周五收于 1.52%；期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 2.26%，收于 71.06 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.36%，收于 2886.10 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 0.56%，LME 铜上涨 3.16%，LME 铝下跌 0.36%；CBOT 大豆下跌 2.47%。美元指数上涨 0.09%收于 108.10。VIX 指数下行至 16.54。

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	2025/2/5 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/2/7 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,303.67	1.63	0.27	1.63	(1.43)
	399001.SZ	深证成指	10,576.00	4.13	(0.05)	4.13	1.55
	399005.SZ	中小板指	6,590.87	4.74	0.86	4.74	3.27
	399006.SZ	创业板指	2,174.35	5.36	(0.17)	5.36	1.53
	881001.WI	万得全 A	5,080.44	3.57	(0.01)	3.57	1.17
	000300.SH	沪深 300	3,892.70	1.98	0.12	1.98	(1.07)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.89	0.25	0.14	0.25	0.61
	CBA00603.C	中债国债	247.89	0.37	0.22	0.37	0.80
	CBA01203.C	中债金融债	246.81	0.23	0.09	0.23	0.37
	CBA02703.C	中债信用债	221.58	0.16	0.08	0.16	0.26
	885009.WI	货币基金指数	1,713.88	0.04	0.04	0.04	0.15
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	71.06	(2.26)	(5.54)	(2.03)	(0.92)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,886.10	0.36	(0.20)	1.80	9.28
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,352.00	(0.56)	1.08	(0.56)	1.21
	CA.LME	LME 铜	9,440.00	3.16	(1.13)	4.33	7.66
	AH.LME	LME 铝	2,628.00	(0.36)	(2.83)	1.31	3.00
	S.CBT	CBOT 大豆	1,048.50	(2.47)	1.11	0.62	3.76
货币	-	余额宝	1.52	-2 BP	25 BP	-2 BP	26 BP
	-	银行理财 3M	1.90	0 BP	12 BP	0 BP	8 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	108.10	0.09	(1.87)	(0.38)	(0.35)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.29	(0.33)	0.87	(0.33)	0.14
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.58	0.47	(1.10)	0.47	0.40
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.83	(2.82)	0.07	(2.82)	(3.36)
港股	HSL.HI	恒生指数	21,133.54	1.65	3.13	4.49	5.35
	HSCEI.HI	恒生国企	7,784.07	1.84	3.85	5.44	6.78
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	137.24	(2.22)	(2.96)	(4.07)	(5.76)
美国	SPX.GI	标普 500	6,025.99	(0.20)	0.26	(0.24)	2.45
	IXIC.GI	NASDAQ	19,523.40	(0.66)	(1.47)	(0.53)	1.10
	UST10Y.GBM	十年美债	4.49	-4 BP	-8 BP	-9 BP	-9 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.54	(3.89)	12.09	0.67	(4.67)
	CRB.RB	CRB 商品指数	307.51	(0.58)	(1.85)	0.84	3.64

资料来源：万得，中银证券；

注：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。

春节期间及节后第一周要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国务院总理李强主持召开国务院第七次全体会议指出，要锚定发展目标因时因势加大逆周期调节力度，聚焦突出问题整合资源集中发力，敢于打破常规推出可感可及的政策举措，及时回应关切加强政策与市场的互动。

国家税务总局最新增值税发票数据显示：春节假期，全国消费相关行业日均销售收入同比增长 10.8%。其中，家电、音像器材同比增长 166.4%，手机等通讯器材同比增长 181.9%，旅游相关服务同比增长 37.5%，文化艺术服务同比增长 66.3%。

据文化和旅游部数据中心测算，春节假期 8 天，全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.90%；国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.00%。全国出游人次和总花费再创新高。

据商务部商务大数据监测，春节假期，全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 4.1%，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10.0% 以上。

市场监管总局出台两个清单优化消费环境，在充分考虑违法行为危害后果、当事人主观过错和获利情况的基础上，市场监管总局对 12 种首次违法和轻微违法行为不予处罚。

美方宣布对中国输美产品加征 10% 关税，商务部新闻发言人就此发表谈话表示，中方对此强烈不满，坚决反对。对于美方的错误做法，中方将向世贸组织提起诉讼，并将采取相应反制措施坚定维护自身权益。中方敦促美方纠正错误做法，与中方相向而行，在平等互利、相互尊重基础上，直面问题，坦诚对话，加强合作，管控分歧。公安部新闻发言人就美方宣布以芬太尼等问题为由对中国输美产品加征 10% 关税表示强烈不满和坚决反对。

国务院关税税则委员会公告称，自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。其中，对煤炭、液化天然气加征 15% 关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税。

商务部、海关总署公告称，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，对钨、锑、铋、钼相关物项实施出口管制。

国家发改委有关负责人表示，将会同有关部门、地方深化铁路货运市场改革，创新多式联运服务产品，加快实施铁路货运网络工程和内河水运体系联通工程，支持有条件的地区建设国际物流枢纽中心和大宗商品资源配置枢纽，推动有效降低全社会物流成本行动取得新的更大成效。

国家发改委主任郑栅洁在《学习与研究》撰文指出，要打好政策“组合拳”，加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合。要大力提振消费，扩大有效益的投资，加快构建全国一体化算力网。

国家发改委最新统计核算结果显示，2024 年，我国社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.1%，比 2023 年下降 0.3 个百分点，为 2006 年正式建立统计以来的最低水平。

国家统计局发布数据显示，受春节假日临近、企业员工集中返乡等因素影响，1 月份制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 1.0 个百分点。非制造业 PMI 为 50.2%，比上月下降 2.0 个百分点。综合 PMI 为 50.1%，比上月下降 2.1 个百分点。

国家统计局公布，2024 年 12 月份，全国规模以上工业企业利润由 11 月份同比下降 7.3% 转为增长 11.0%；营业收入同比增长 4.2%，较 11 月份加快 3.7 个百分点。

商务部介绍，2024 年，我国服务进出口总额 75238.0 亿元，同比增长 14.4%，规模再创历史新高。旅行服务继续保持高速增长，全年进出口达 20511.5 亿元，增长 38.1%；其中，出口增长 156.8%，进口增长 29.3%。

央行上海总部数据显示，2024 年，上海人民币贷款增加 1.1 万亿元，同比多增 2692.0 亿元。12 月份人民币贷款增加 1455.0 亿元，同比多增 398.0 亿元。

证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出八方面共 18 条政策措施，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。

《实施意见》提出，支持优质未盈利科技型企业上市，完善科技型企业信息披露规则，适时扩大发行承销制度试点适用范围，优化并购重组估值、支付工具等机制安排，发展多元股权融资和多层次债券市场。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，春节期间及节后第一周，各品种钢材开工率表现趋异，螺纹钢、线材主要钢厂开工率分别较前一周变动 2.00 和-2.33 个百分点；建材社会库存明显回升，较 1 月 24 日当周变动 198.97 万吨。2 月 5 日当周，各地区石油沥青装置开工率表现不一，仅东北地区开工率均较前一周有所上行。

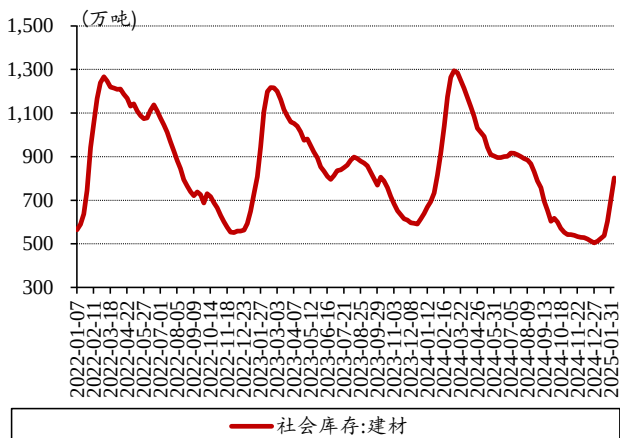
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	34.12	2.00	(7.87)
	线材：主要钢厂开工率（%）	39.51	(2.33)	(8.74)
	开工率:华北地区	26.10	(2.60)	(12.10)
石油沥青装置	开工率:华南地区	25.70	(6.30)	1.50
	开工率:东北地区	13.00	1.50	(5.90)
	开工率:西北地区	24.80	(1.70)	3.90

资料来源：万得，中银证券；因涉及跨年因素，较年初数据仍为“较 2024 年年初”

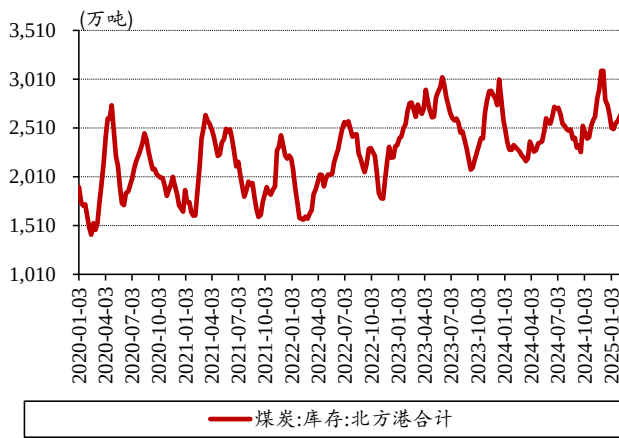
海外机构持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 2.66%。原油库存方面，1 月 31 日当周，美国 API 原油库存延续回升，周环比变动 502.50 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



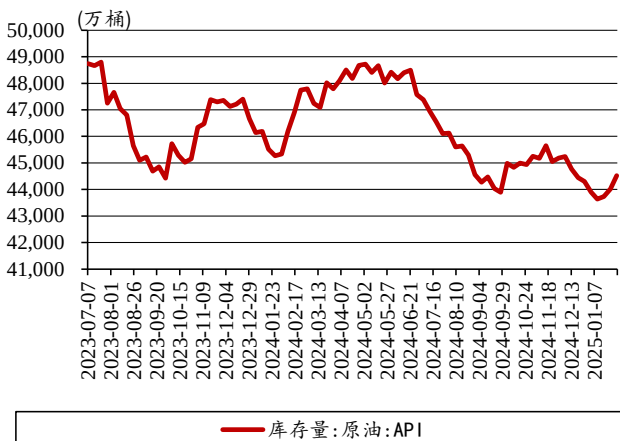
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



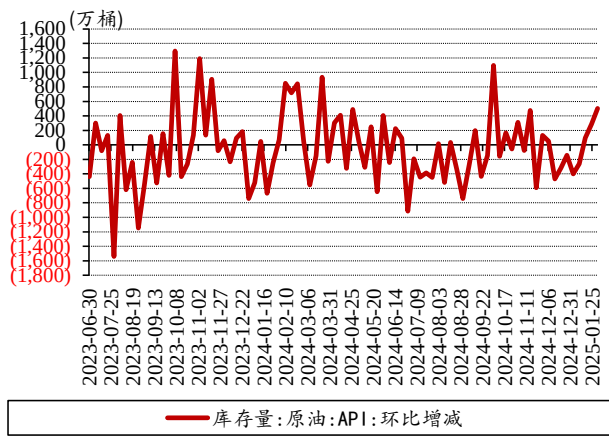
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



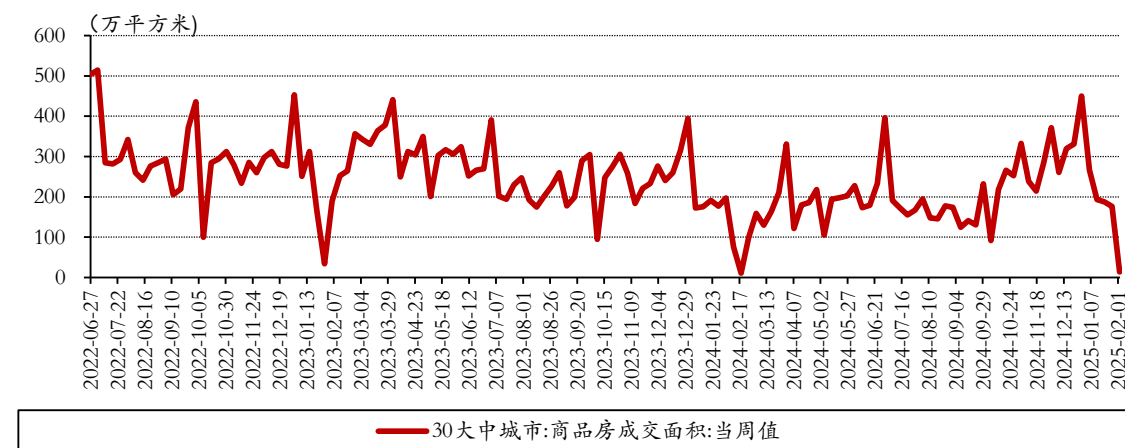
资料来源：万得，中银证券

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

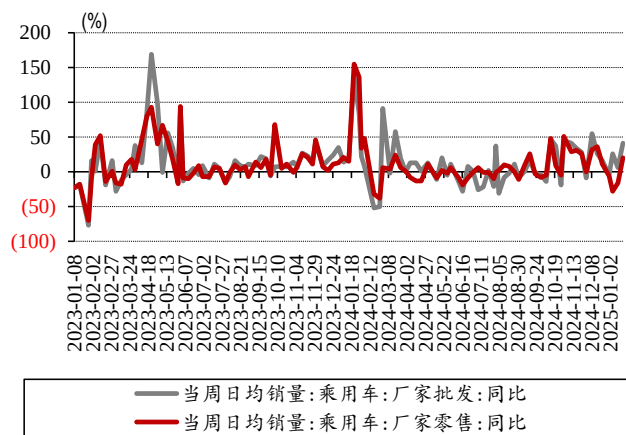


资料来源：万得，中银证券

受春节因素影响，商品房销售面积明显回落。2月2日当周，30大城市商品房成交面积明显下滑，单周成交面积较1月26日当周变动-162.52万平方米，主要受到春节假期影响。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。

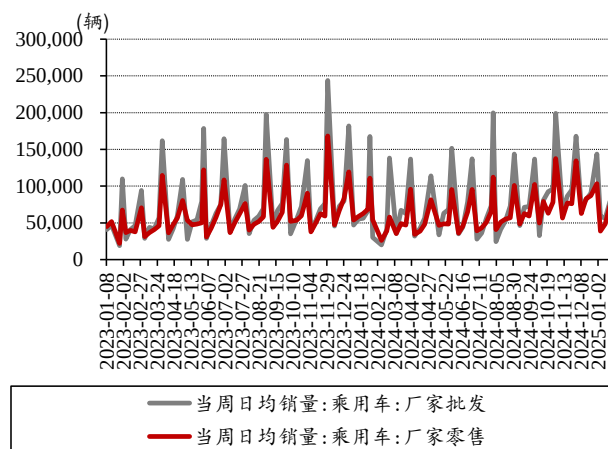
汽车方面，1月19日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别实现41%和20%。作为“两新”的重要组成部分，“消费品以旧换新”仍有望成为“促消费”的重要抓手，我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

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：市场指数表现较好

节后第一周，市场指数表现较好，领涨的指数包括创业板指（5.36%）、中证 1000（4.93%）、中小板指（4.74%），仅上证红利出现下跌，跌幅实现 1.64%；行业方面，领涨的行业有计算机（12.63%）、传媒（7.94%）、汽车（7.38%），领跌的行业有银行（-1.90%）、煤炭（-0.63%）、交通运输（-0.11%）。

图表 12. 权益类资产节后第一周涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	5.36	计算机	12.63	云计算指数	16.90
中证 1000	4.93	传媒	7.94	网络安全指数	13.69
中小板指	4.74	汽车	7.38	大数据指数	13.36
上证综指	1.63	交通运输	(0.11)		
上证 50	0.95	煤炭	(0.63)	煤电重组指数	(0.15)
上证红利	(1.64)	银行	(1.90)	天津自贸区指数	(3.25)

资料来源：万得，中银证券

春节期间及节后第一周 A 股要闻（新闻来源：万得）

证监会主席吴清《求是》发文，明确资本市场六大重点任务，分别是：坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头；加快改革开放，深化资本市场投融资综合改革；聚焦主责主业，着力提升监管执法效能和投资者保护水平；强化功能发挥，有力支持经济回升向好；注重固本强基，培育更多体现高质量发展要求的上市公司；突出刀刃向内，纵深推进证监会系统全面从严治党。吴清表示，要整治非法荐股等乱象；集中力量查办财务造假、“掏空”上市公司、严重操纵市场等恶性违法行为；“追首恶”“惩帮凶”，加大对涉案责任人的追责力度；巩固深化常态化退市机制。

《证券市场交易结算资金监控系统管理办法》印发，将预警信息分为重大预警、一般预警和提示关注三个层级。对于客户交易结算资金被恶意挪用出现缺口等情形的，投保基金将向证监局推送重大预警。

上交所下发新一期审核动态，进一步细化 IPO 企业研发人员认定标准，对涉产学研合作技术成果提出四方面核查要求，并明确再融资项目中中介机构违法违规的三点核查要求。

比亚迪将于 2 月 10 日召开智能化战略发布会。今年起比亚迪将在全系车上搭载智驾方案，包括海鸥、海豚等低价车型；解决方案至少有入门级、中阶和高阶三套；智驾芯片则来自英伟达和地平线。

DeepSeek 发布声明宣布，因当前服务器资源紧张，已暂停 API 服务充值，存量充值金额可继续调用。另外，DeepSeek 还就仿冒账号和不实信息发布声明澄清，与 DeepSeek 有关的一切信息以官方账号发布为准。目前除官方用户交流微信群外，DeepSeek 从未在国内其他平台设立任何群组，一切声称与 DeepSeek 官方群组有关的收费行为均系假冒。

债券：期限利差、信用利差走势趋异

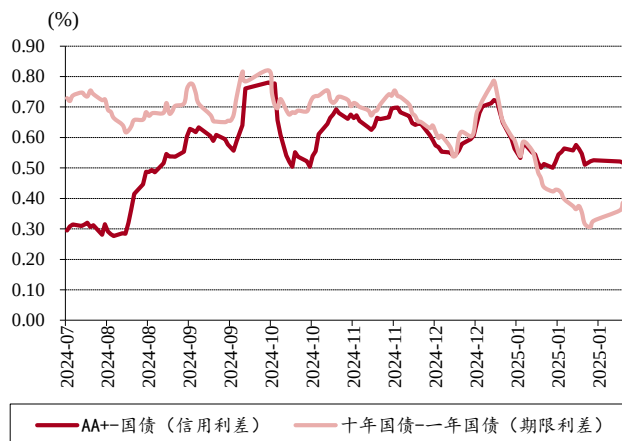
期限利差、信用利差走势趋异。周五十年期国债收益率收于 1.6%，较 1 月 27 日下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.6%，较 1 月 27 日下行 5BP。相比于 1 月 27 日，周五期限利差上行 5BP 至 0.38%，信用利差下行 2BP 至 0.51%。

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

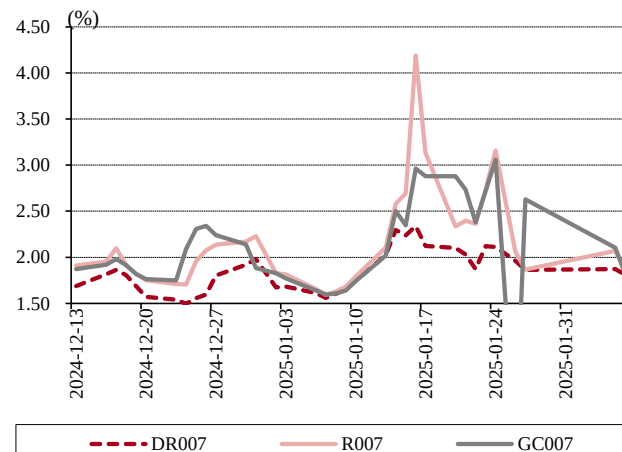
节后第一周，央行在公开市场累计净回笼资金 10213 亿元。相较于 1 月 27 日，DR007 利率变动-10 BP，收于 1.7629%；R007 利率变动-8 BP，收于 1.7883%；交易所资金 GC007 利率变动-86BP，收于 1.7720 %。

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

春节期间及节后第一周债券要闻（新闻来源：万得）

财政部发布通知，将于 2 月 19 日在香港特别行政区发行 2025 年第一期人民币国债，发行规模为 125 亿元。

陕西省、重庆市公告将发行再融资专项债券置换存量隐性债务，发行金额分别为 564 亿元、409.49 亿元。

大宗商品：商品期货指数上涨 1.70%

节后第一周，商品期货指数上涨 1.70%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料（5.24%）、有色金属（4.77%）、贵金属（3.36%）、谷物（0.19%）和化工（0.05%），以下商品期货指数下跌：煤焦钢矿（-0.17%）、能源（-1.25%）、非金属建材（-2.09%）。

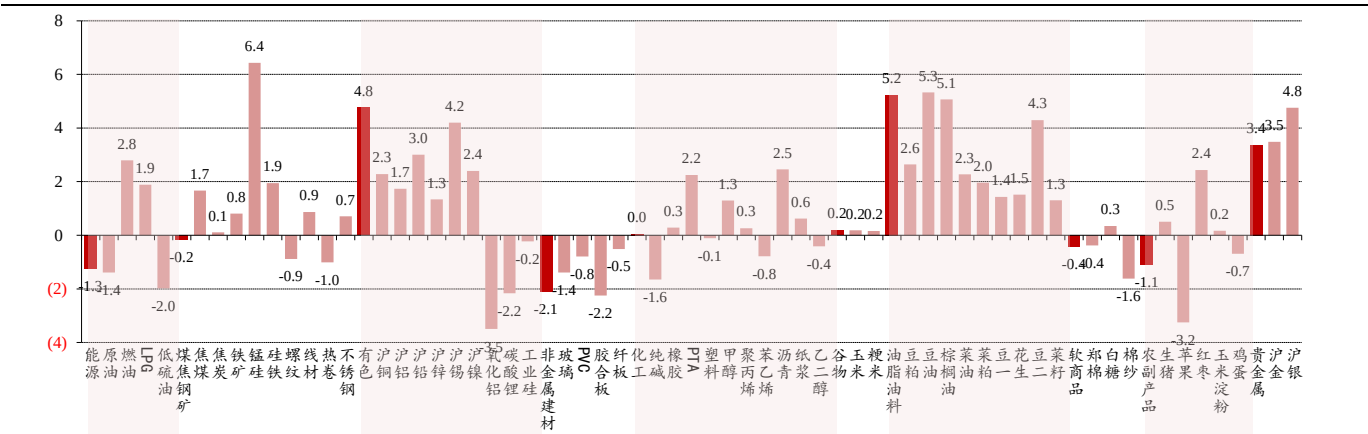
各期货品种中，涨幅较大的大宗商品有锰硅（6.43%）、豆油（5.33%）、棕榈油（5.07%），跌幅靠前的则有氧化铝（-3.49%）、苹果（-3.24%）、胶合板（-2.24%）。

图表 17. 大宗商品节后第一周表现

商品 +1.7%	能源 -1.25%	煤焦钢矿 -0.17%
有色金属 +4.77%	非金属建材 -2.09%	化工 +0.05%
谷物 +0.19%	油脂油料 +5.24%	贵金属 +3.36%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 节后第一周大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

春节期间及节后第一周大宗商品要闻（新闻来源：万得）

国务院办公厅印发《关于推动成品油流通高质量发展的意见》，提出 5 方面 21 条具体举措。《意见》提出，推进成品油经营企业信用分级分类管理，电商平台不得为平台内经营者提供成品油销售信息发布服务。

世界黄金协会最新报告显示，2024 年，黄金投资需求同比增长 25% 至 1180 吨，创四年新高。由于高金价抑制金饰需求，消费量下降 11% 至 1877 吨。

1 月份欧洲平均天然气价格上涨 6%，达到每 1000 立方米 517 美元左右，主要原因是天气寒冷用气量增加，而俄罗斯过境乌克兰向欧洲输气被中断也进一步推高了天然气价格。

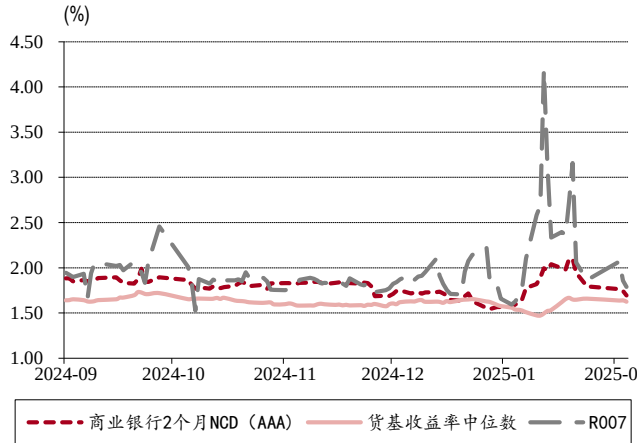
俄罗斯副总理诺瓦克称，2024 年俄罗斯的石油加工量为 2.67 亿吨；石油产量达到 5.16 亿吨；石油出口为 2.40 亿吨；高品质汽油产量为 4110.00 万吨，柴油产量为 8160.00 万吨；天然气产量上升 7.60%，达到 6850.00 亿立方米；管道天然气出口增长 15.60%，超过 1190.00 亿立方米。

欧佩克代表表示，欧佩克+委员会目前不会改变产量政策，专注于减产遵守和补偿。

货币类：货币基金收益率涨跌不一

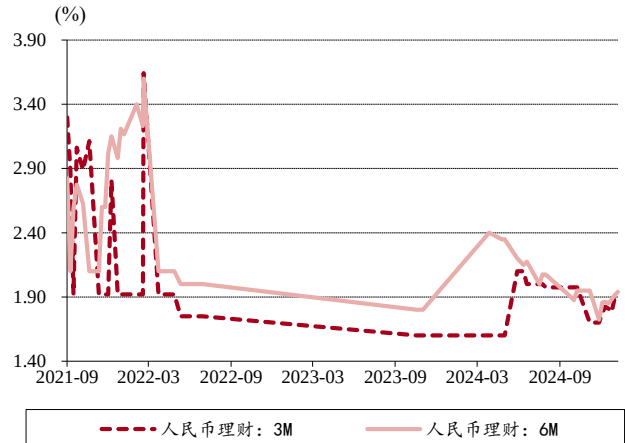
货币基金收益率涨跌不一。余额宝 7 天年化收益率下行 2BP，周五收于 1.52%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率上行 2BP 收于 1.94%。万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.63%。

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

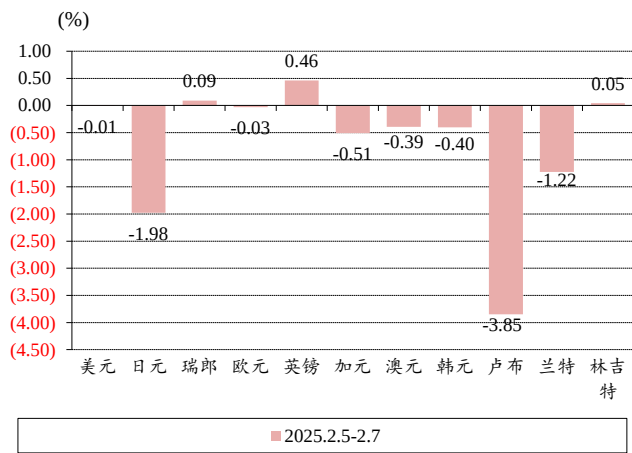


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价下行

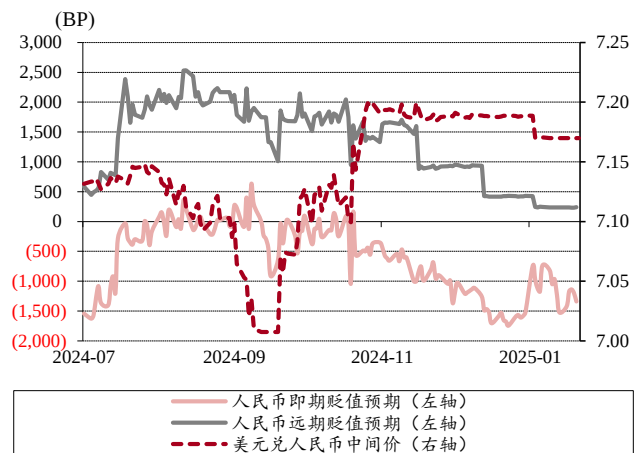
节后第一周，人民币兑美元中间价下行 6BP，至 7.1699。同期，人民币对以下货币升值：英镑(0.46%)、瑞郎(0.09%) 和林吉特(0.05%)；对以下货币贬值：美元(-0.01%)、欧元(-0.03%)、澳元(-0.39%)、韩元(-0.4%)、加元(-0.51%)、兰特(-1.22%)、日元(-1.98%)及卢布(-3.85%)。

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

春节期间及节后第一周外汇市场要闻（新闻来源：万得）

印尼央行称，由于美联储决定维持利率不变以及美国股市走强，导致印尼卢比贬值；将继续确保外汇市场的供需平衡，目前外汇供给仍然充足。

高盛表示，鉴于英国经济数据喜忧参半，英国央行即将做出的决策给英镑带来了复杂的背景。虽然市场已充分消化 25 个基点的降息预期，但焦点将落在英国央行的表态基调和预测上。高盛还预计英镑将逐步走弱，而非立即大幅抛售，但仍存在英国央行意外采取更鸽派立场的风险。

港股：资讯科技行业涨幅居前

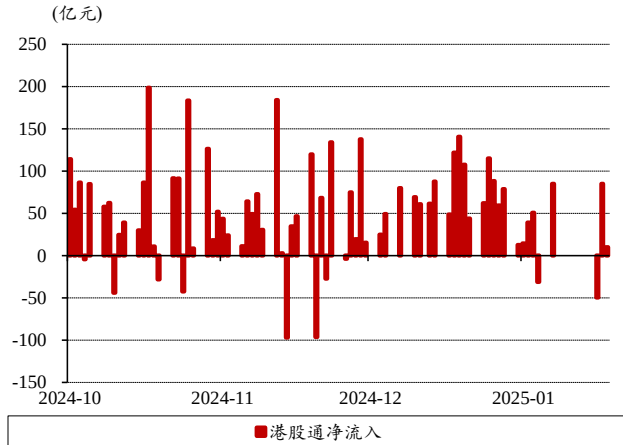
节后第一周，资讯科技行业涨幅居前。行业方面领涨的有资讯科技业（3.78%）、工业（3.16%）、医疗保健业（2.93%），跌幅靠前的有必需性消费（-1.04%）、能源业（-0.76%）、综合企业（-0.41%）。南下资金总量 98.99 亿元。

图表 23. 恒指走势



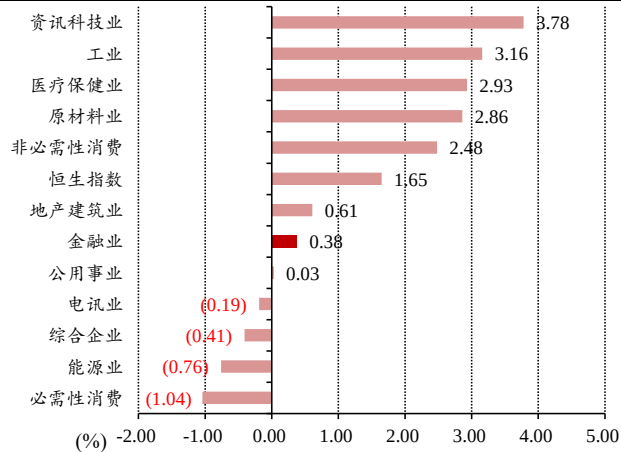
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



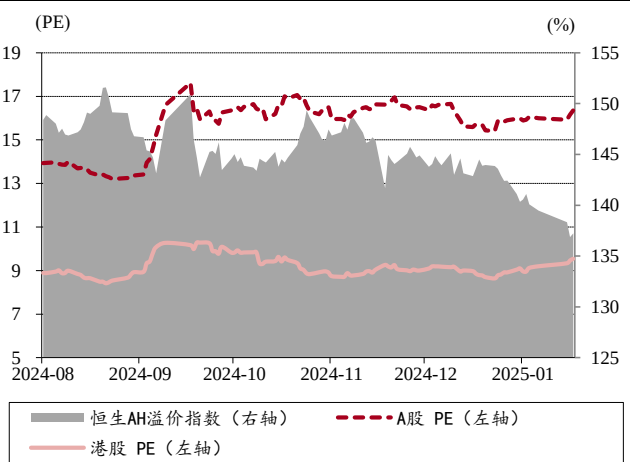
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 节后第一周港股行业涨跌幅



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

春节期间及节后第一周港股及海外要闻（新闻来源：万得）

美国总统特朗普 1 日签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税。美国的这一最新贸易保护措施在国际社会和美国国内遭到广泛反对。白宫当天表示，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征 10% 的关税。特朗普说，这与他支持的“保护主义措施”相吻合。中国外交部发言人此前表示，中方多次表明了立场，始终认为贸易战、关税战没有赢家。中方始终坚定维护国家利益。中国商务部发言人此前也表示，中方在关税问题上的立场是一贯的。关税措施不利于中美双方，也不利于整个世界。

日本政府宣布拟对十余种半导体相关物项实施出口管制，并将多家中国企业列入“最终用户清单”等。商务部对此表示，希望日方听取业界理性声音，从维护国际经贸规则及中日经贸合作大局出发，及时纠正相关做法，避免有关措施阻碍中日两国经贸关系健康发展，共同维护全球产业链供应链稳定畅通。

美联储按兵不动，将联邦基金利率的目标区间保持在 4.25% 至 4.5% 不变。这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息。政策声明删除“通胀朝着目标取得进展”的表述，市场的降息预期有所回撤。美联储决议公布后，美股、黄金走低，美元和美债收益率上扬。美联储主席鲍威尔表示，无需匆忙调整货币政策立场，通胀仍然在一定程度上偏高，与特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”的演讲唱起了反调。他还表示，美国经济仍然总体强劲；2024 年 GDP 预计将超过 2%。美联储在缩减资产负债表规模方面仍有运行空间。

美国 2024 年第四季度实际 GDP 年化初值环比升 2.3%，预期升 2.6%，2024 年第三季度终值升 3.1%。美国 2024 年第四季度核心 PCE 物价指数年化初值环比升 2.5%，预期升 2.5%，2024 年第三季度终值升 2.2%。美国 2024 年第四季度个人消费者支出年化初值环比升 4.2%，预期升 3.2%，2024 年第三季度终值升 3.7%。

世界贸易组织发布报告指出，2024 年第三季度全球服务贸易同比强劲增长 10%。2024 年前三季度全球服务贸易同比增长 9%。报告显示，第三季度亚洲服务出口增长 16%，欧洲增长 8%。同时，各地区进口也出现显著增长，反映出对多样化服务的需求旺盛。

美联储柯林斯表示，政策的发展存在很大的不确定性；广泛征收关税应会对价格产生影响；普遍性的关税将提升各生产层次的价格，同时大规模关税还会产生第二轮影响；还需采取更多措施以降低通胀；目前暂无再次降息的紧迫性，美联储对政策应保持耐心和谨慎，没有急于调整利率的必要；在未来某个时候，预计会看到利率进一步正常化。

美联储博斯蒂克表示，美联储对关税的回应将取决于通胀预期；再次降息的前提是希望看到住房通胀开始放缓，预计不会在 3 月 FOMC 货币政策会议之前掌握与关税问题相关的通胀信息；希望了解去年 100 个基点的降息对经济产生了怎样的影响；当前不确定性正在加剧，希望保持谨慎，避免政策朝某个方向倾斜后再不得不调整；达到中性利率所需的时间取决于经济发展状况；准备在一段时间内保持等待，然后再进行降息；预计 FOMC 名义中性利率在 3.0%-3.5%。

欧洲央行将央行存款机制利率下调 25 个基点至 2.75%，将主要再融资利率下调 25 个基点至 2.90%，将边际贷款利率下调 25 个基点至 3.15%，均符合市场预期。

英国央行如期降息 25 个基点至 4.5%，并暗示只需再降息两次即可将通胀拉回 2.0% 的目标。货币政策委员会成员中，有 2 人投票赞成降息 50 个基点，7 人赞成降息 25 个基点。英国央行同时下调了今年的经济增长预期，但警告通胀可能会在今年晚些时候大幅反弹至 3.7%。

美联储发布 2025 年压力测试情景，涉及商业和住宅房地产以及企业债务市场的压力加大。美联储表示，2025 年将有 22 家银行接受压力测试。

美国财长贝森特表示，美国总统特朗普的目标是让减税永久化；特朗普并未呼吁美联储降低利率。美国可以创造 3% 的非通胀型经济增长。

美联储古尔斯比表示，如果通胀上升或经济进展停滞，美联储需要弄清楚这是由于过热还是关税导致的；识别任何通胀的原因对于决定美联储何时以及是否应采取行动至关重要；美国经济强劲，可合理认为实现了充分就业；关税可能对通胀构成威胁。

巴拿马运河管理局发布声明，否认美国国务院关于“美国政府船只可免费通过巴拿马运河”的相关内容，表示相关资费没有任何调整。

印度央行宣布降息 25 个基点至 6.25%，为 2020 年 5 月以来首次下调基准利率，并暗示未来政策将采取更宽松的立场，以刺激经济增长。印度央行预计，2026 财年经济增长率将达到 6.7%，平均通胀预计为 4.2%。

欧洲央行首席经济学家连恩提醒称不要太关注中性利率，在决定降息幅度时将仔细研究经济数据。欧洲央行管委 Vujcic 称，市场预期欧洲央行今年再有三次降息目前来看是合理的。

欧元区 2024 年第四季度 GDP 初值同比升 0.9%，预期升 1.0%，2024 年第三季度终值升 0.9%；环比持平，预期升 0.1%，2024 年第三季度终值升 0.4%。

美国 2024 年 12 月贸易逆差为 984 亿美元，环比激增近 25%，创 2022 年 3 月以来最大。当月进口额增长 3.5%，出口下降 2.6%。2024 年全年，美国贸易逆差 9184 亿美元，同比增 1335 亿美元。

美国 2024 年 12 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，前值升 2.8%；环比升 0.2%，前值升 0.1%。美国 2024 年 12 月个人支出环比升 0.7%，前值升 0.4%。

美国 1 月 ADP 就业人数增 18.3 万人，创去年 10 月来新高，前值自增 12.2 万人修正至增 17.6 万人。

德国 1 月 CPI 初值环比降 0.2%，前值升 0.50%。德国 1 月季调后失业率录得 6.2%，前值 6.1%。

美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 50.9%，自 2022 年 10 月以来首次进入扩张区间，前值 49.3%。美国 1 月标普全球制造业 PMI 终值为 51.2%，为 7 个月以来首次回升至 50.0% 以上，前值 50.1%。

美国 1 月非农就业人数增加 14.3 万人，为三个月最低水平，去年 12 月和 11 月合计上修 10.0 万人。1 月失业率为 4.0%。1 月平均时薪环比增长 0.5%，同比增长 4.1%，均高于前值。另外，截止 2024 年 3 月的 12 个月数据大幅下修 58.9 万人，为 2009 年以来最大下调幅度。

欧元区 1 月 CPI 初值同比升 2.5%，前值升 2.4%；环比降 0.3%，前值升 0.4%。

欧元区 1 月制造业 PMI 终值为 46.6%，初值 46.1%，前值 45.1%。

德国 1 月制造业 PMI 终值为 45.0%，创 8 个月新高，初值 44.1%，前值 42.5%。

下周大类资产配置建议

2025 年 1 月，制造业 PMI 指数为 49.1%，环比（2024 年 12 月，下同）回落 1.0 个百分点，在春节假期的影响下，制造业景气度回落至收缩区间。1 月生产指数环比延续回落，并下降至荣枯线以下水平；从细分指标看，月内在手订单和采购指数环比分别下滑 0.3 和 2.3 个百分点，春节假期对当月制造企业生产活跃度有所影响。但需要注意的是，1 月生产经营活动预期指数实现 55.3%，为 2024 年 5 月以来最高值，制造企业生产经营预期明显修复。着眼需求端，1 月新订单、产成品库存指数环比分别回落 1.8 和 1.4 个百分点，主要受到春节因素影响。值得一提的是，1 月原材料购进价格指数和出厂价格指数环比分别回升 1.3 和 0.7 个百分点，或主要得益于部分上游行业价格表现改善。

高耗能制造业方面，1 月部分高耗能行业出厂价格指数实现荣枯线以上水平，或对同期工业品出厂价格表现有所支撑。具体行业方面，1 月石油加工炼焦业新订单和出厂价格指数环比均有回升，涨幅均超过 7.0 个百分点，考虑到春节前后为地产、基建开工淡季，行业需求、价格表现或主要受到关税因素影响。2025 年以来，国际关税不确定因素增多，国内、外企业加快提前备货或造成部分产品需求、价格短期波动。2 月 4 日国务院关税税则委员会发布公告表示，自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对煤炭、液化天然气加征 15% 的关税，后续石油加工炼焦业出厂价格指数表现或延续扩张。

2025 年一季度“政策组合拳”有望持续发力，我们维持此前的大类资产配置顺序：**股票>大宗>债券>货币**。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.02.09）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注政府工作报告“稳增长”政策相关表述	不变
三个月内	=	关注二十届三中全会改革政策逐步出台	不变
一年内	-	地缘关系、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