

金融市场分析周报

(2025.01.13-2025.01.17)

报告摘要

- **金融数据：**一揽子增量政策出台后，地产需求边际改善，政府不断加大发债力度，支撑金融数据超预期。12 月，新增人民币贷款 9900 亿元，同比少增 1800 亿元；新增社会融资规模 2.86 万亿元，同比多增 9249 亿元；M1 同比降幅从 3.7%大幅收窄至 1.4%，M2 同比增速从 7.1%加快至 7.3%。信贷结构看，地产需求边际回暖推动居民贷款特别是中长期贷款需求明显改善，但企业融资需求仍偏弱。社融结构看，新增社融的主要支撑项仍为政府债券和企业债券，前者受地方置换债集中发行提振，后者是因为信用债市场调整趋于消退。
- **宏观数据：**一篮子增量政策及抢出口等推动下，去年四季度经济增速明显反弹，确保全年增速目标达成，工业生产、消费、出口增速边际均改善。12 月主要经济指标均呈回升态势，工业增加值、消费、出口分别同比增长 6.2%、3.7%、10.7%，分别较 11 月加快 0.8 个、0.7 个和 4 个百分点，但投资增速放缓至 3.2%。一系列稳增长政策效果不断减弱，后续市场正博弈 3 月召开的两会政策预期，经济企稳有力反弹需要宏观政策继续发力，应加大货币宽松和财政刺激力度。
- **进出口：**外需强韧、抢出口、假期消费季等因素推动出口增速加快，进口增速也在政策支撑下由负转正。12 月，以美元计，出口同比增长 10.7%，较 11 月大幅加快 4 个百分点；进口同比增速也由负转正，同比增长 1%，较 11 月提高 4.9 个百分点。除对日本出口增速下降外，对的美国等其他主要经济体出口增速均加快，且大部分商品出口增速改善。随着特朗普新政府上台及关税的可能提升，出口增速或出现下降，对经济的拉动作用将减弱。

主要数据

上证指数	3244.3776
沪深 300	3829.6764
深证成指	10256.3954

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

美联储降息预期小幅回升，我国去年 Q4 经济动能明显回升 —2025-01-19
财政发力主导社融修复，市场主体融资意愿仍需改善 —2025-01-16
金融市场分析周报 —2025-01-16

- **资金面分析：**税期叠加政府债融资额上行，央行投放增量有限，资金价格上行；下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力，关注央行流动性投放情况。本周央行开展了 14848 亿元逆回购操作，有 309 亿元逆回购到期，此外，周内有 9950 亿元 MLF 到期，并进行 1200 亿元国库现金定存操作，全周净投放 5789 亿元。税期叠加政府债融资额上行，央行投放增量有限，资金价格上行。下周春节临近，21 日起资金面开始跨春节，关注节日因素对于资金面的影响。政府债融资额则环比回落，处于近期偏低水平，预计对于资金面冲击有限。本周 MLF 到期后央行大额续作逆回购投放短期资金，下周逆回购到期额近 15000 亿元，结合春节长假临近，对于资金面存在较大压力，同时 MLF 续作预计延后至 1 月 26 日，对于周内资金面缓解相对有限。整体来看，下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力，关注央行流动性投放情况。
- **利率债：**整体看，本周全年经济数据发布，完成 5% 目标，四季度增速超预期，金融数据继续弱修复，企业中长期贷款少增幅度较大，政府债置换隐债，专项债发行支撑，贷款整体需求较弱。国新办召开发布会，重点为央行副行长表示今年将进一步降低银行整体负债成本 缓解银行净息差压力，央行货币政策司司长对央行暂停买入国债进行答疑，表示暂停买入为避免市场波动，这也与上周解读基本一致，央行此举主要系防止下行速度过快而引发风险，并未一味打压债市。目前经济修复速度缓慢，贷款需求一般，债市供需矛盾仍未解决，故债市仍无反转式利空，但较低点位+强监管，下行幅度有限，整体继续处于震荡下行趋势，故在调整时仍有交易性机会。
- **权益市场：**本周市场整体上涨，成长风格表现较强。上证指数(2.31%)、深证成指(3.73%)、沪深 300(2.14%)、科创 50(1.61%)、创业板指(4.66%)、中证 500(4.06%)、中证 1000(5.35%) 均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.72%。分行业来看，申万一级行业中社会服务、传媒、计算机表现较强，分别上涨 6.39%、6.16%、6.14%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 12008.31 亿元，较上周增加 587.43 亿元。展望未来，海外不确定因素

逐步落地后，本次春节行情或已提前启动。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：美国核心 CPI 数据表现不及预期，日本央行加息临近，美元指数本周下行。**本周部分美国经济数据公布，其中美国 12 月份核心 CPI 同比增 3.2%，表现不及市场预期，一定程度推升了市场对于美联储降息的预期。此外，本周美国 12 月份核心零售环比增速 0.4%，高于前值，整体符合市场预期。本周美联储褐皮书公布，其中显示近两个月期间美国经济活动保持稳定，价格缓和上涨。本周数位美联储官员发言，整体表示通胀正在往既定目标行进，但距达成目标仍需时间，美国经济表现稳定，也有官员称如果数据表现良好，今年仍可能看到三至四次降息。下周日本央行议息会议临近，市场对于日本央行在本次会议上加息的预期愈发增强，日本央行官员近期多次声称，如果经济、物价表现良好，将提高政策利率。整体来看，本周美国核心 CPI 数据表现不及预期，日本央行加息临近，美元指数本周下行。

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

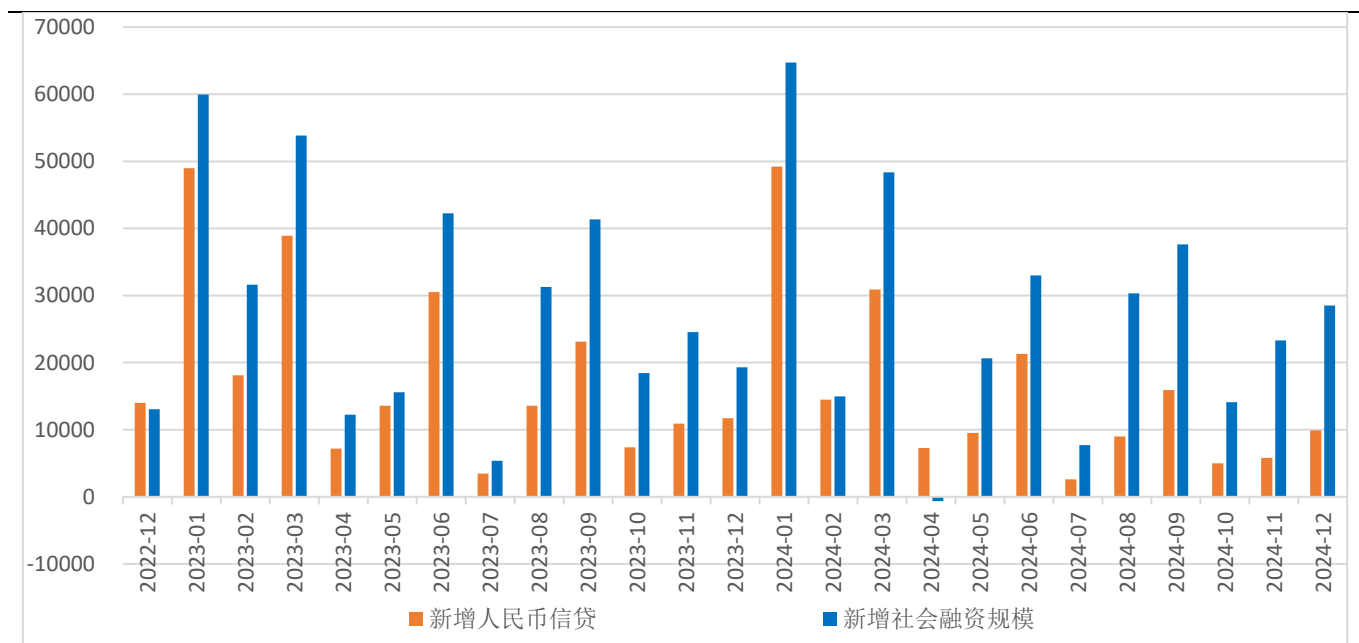
一、 本周重点经济	5
1.1 一揽子增量政策出台后，地产需求边际改善，政府不断加大发债力度，支撑金融数据超预期	5
1.2 一篮子增量政策及抢出口等推动下，去年四季度经济增速明显反弹，确保全年增速目标达成，工业生产、消费、出口增速边际均改善 ..	7
1.3 外需强韧、抢出口、假期消费季等因素推动出口增速加快，进口增速也在政策支撑下由负转正	9
1.4 一周要闻	10
二、 固定收益市场分析	11
2.1 资金面分析：税期叠加政府债融资额上行，央行投放增量有限，资金价格上行；下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力，关注央行流动性投放情况	11
2.2 利率债走势分析：本周资金偏紧，经济数据出炉，金融数据政府债支撑，利率债本周震荡小幅上行	13
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均上行；信用债收益率整体上行	15
三、 主要资产价格分析	16
3.1 权益市场分析：海外不确定因素阶段性落地，春节行情或已提前启动	16
3.2 美元指数分析：美国核心 CPI 数据表现不及预期，日本央行加息临近，美元指数本周下行	17

一、 本周重点经济

1.1 一揽子增量政策出台后，地产需求边际改善，政府不断加大发债力度，支撑金融数据超预期

一揽子增量政策效果逐渐显现下，地产需求边际改善、政府加大发债力度等推动居民中长期贷款和政府债券发行保持高位，为金融数据的主要支撑。12月，新增人民币贷款9900亿元，同比少增1800亿元，超出市场预期；新增社会融资规模2.86万亿元，同比多增9249亿元，也超出市场预期。另外，12月M1同比降幅从11月的3.7%大幅收窄至1.4%，M2同比增速从11月的7.1%上行至7.3%。

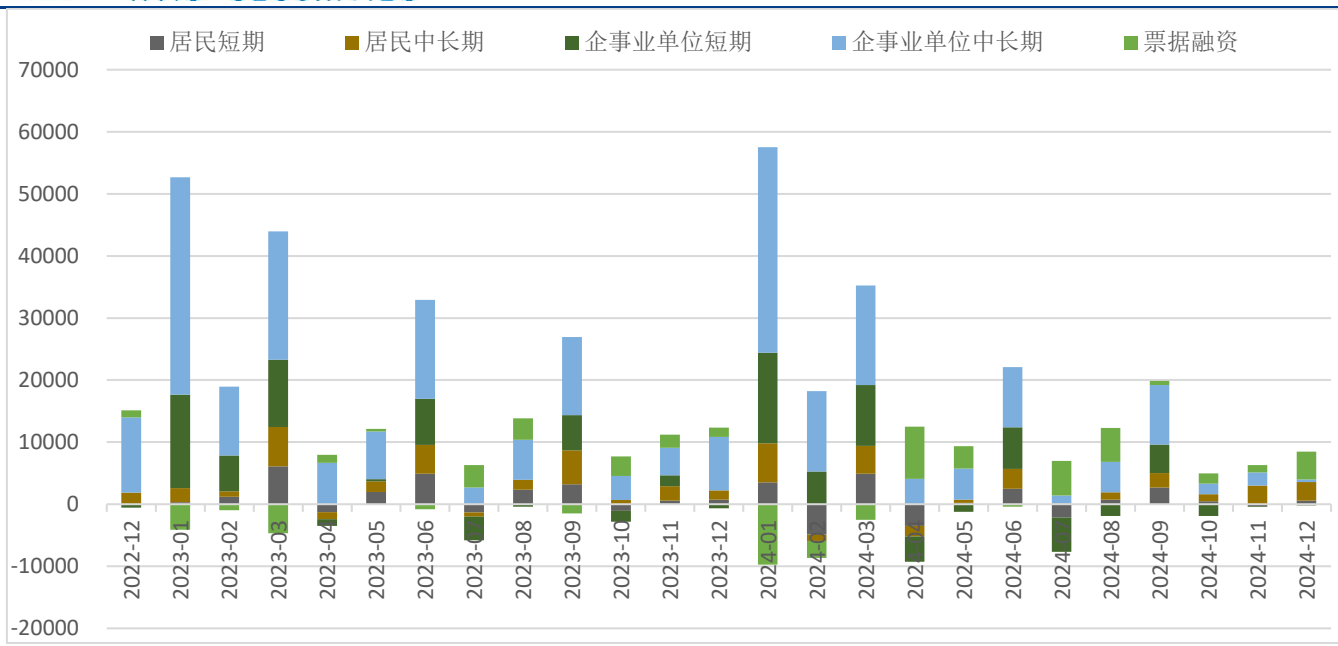
图 1：12 月新增信贷和社融均超出市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从信贷结构看，居民贷款特别是中长期贷款需求明显改善，企业融资需求仍偏弱。12月，居民贷款结构改善明显，新增3500亿元，同比多增1279亿元，其中短期贷款新增588亿元，同比少增171亿元，表明收入预期差之下居民消费需求偏弱；中长期贷款新增3000亿元，同比多增1538亿元，主因一方面是地产需求边际回暖，另一方面存量房贷利率调降后居民提前还贷意愿降温。企（事）业单位贷款新增4900亿元，同比少增4016亿元，其中短期贷款减少200亿元，同比少减435亿元；中长期贷款新增400亿元，同比大幅少增8212亿元；票据融资新增4500亿元，同比少增3003亿元，表明实体经济融资需求偏弱，银行使用票据冲量。

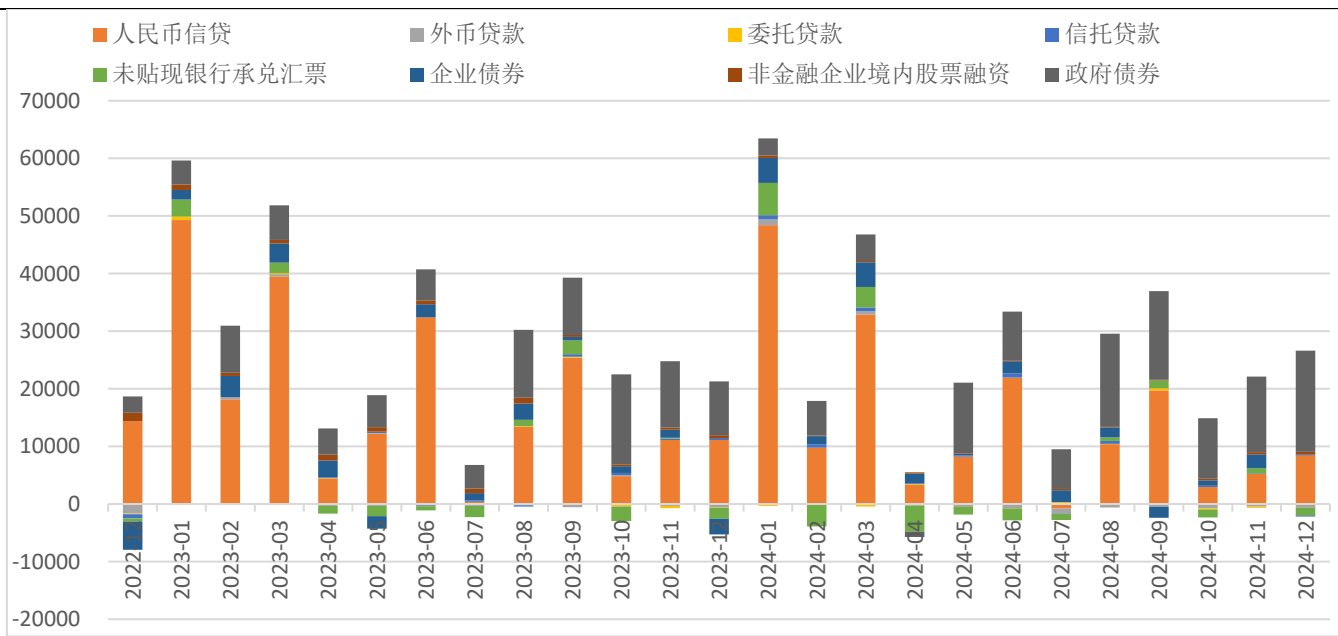
图 2：居民融资需求改善，企业需求仍不足（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

社融结构看，新增社融的主要支撑项为政府债券和企业债净发行。12月，政府债净发行1.76万亿元，同比多增8288亿元，主要受地方置换债集中发行提振；企业债融资余额环比减少153亿元，同比少减2588亿元，表明信用债市场调整趋于消退；包括信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票在内的“非标”资产合计余额环比减少1198亿元，同比少减363亿元，主要受表外票据同比多增534亿元提振。

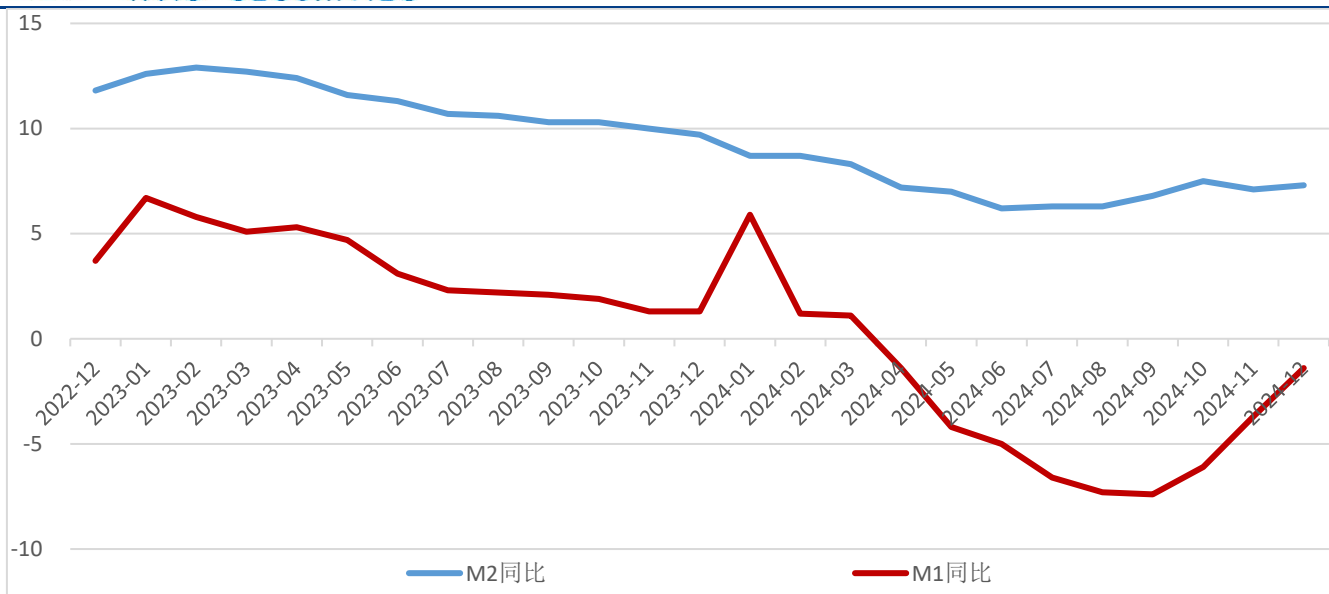
图 3：12月新增社融的主要支撑项为政府债券和企业债净发行（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

M2 增速再度回升，M1 增速降幅进一步收窄。12月末，广义货币（M2）同比增长7.3%，增速较11月上升0.2个百分点，主要受财政存款同比少增提振；狭义货币（M1）同比下降1.4%，较11月大幅收窄2.3个百分点，或与地产需求改善、地方债置换导致企业和政府部门现金流改善有关。

图 4：M2 同比增速回升，M1 同比降幅进一步收窄（%）

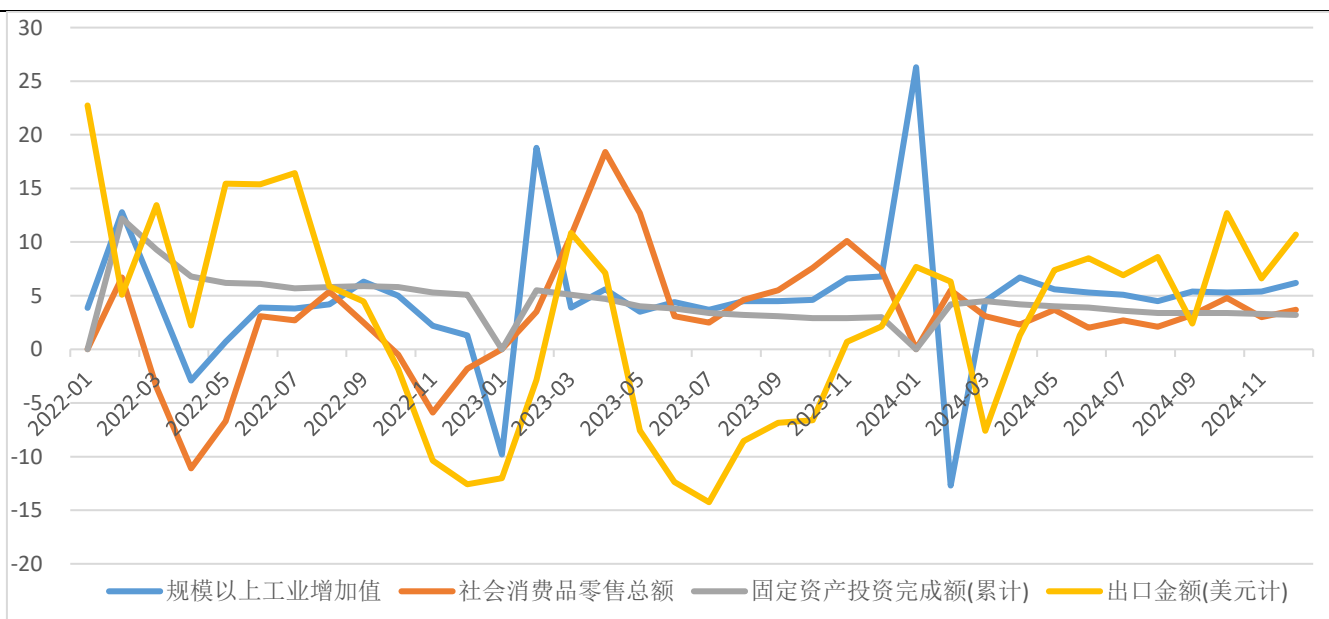


资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一篮子增量政策及抢出口等推动下，去年四季度经济增速明显反弹，确保全年增速目标达成，工业生产、消费、出口增速边际均改善

一篮子增量政策及抢出口等推动下，四季度经济增速明显反弹，带动全年经济增速达成目标，工业生产、消费、出口边际上也均有改善。2024年四季度，国内生产总值（GDP）同比增长5.4%，增速较三季度加快0.8个百分点，带动全年同比增长5%。边际上看，12月主要经济指标均呈回升态势，规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、出口同比分别增长6.2%、3.7%、10.7%，增速分别较11月加快0.8个、0.7个和4个百分点，但全国固定资产投资累计同比增速放缓至3.2%。一系列稳增长政策效果正在减弱，后续市场正博弈3月召开的两会政策预期，经济企稳有力反弹需要宏观政策继续发力，应加大货币宽松和财政刺激力度。

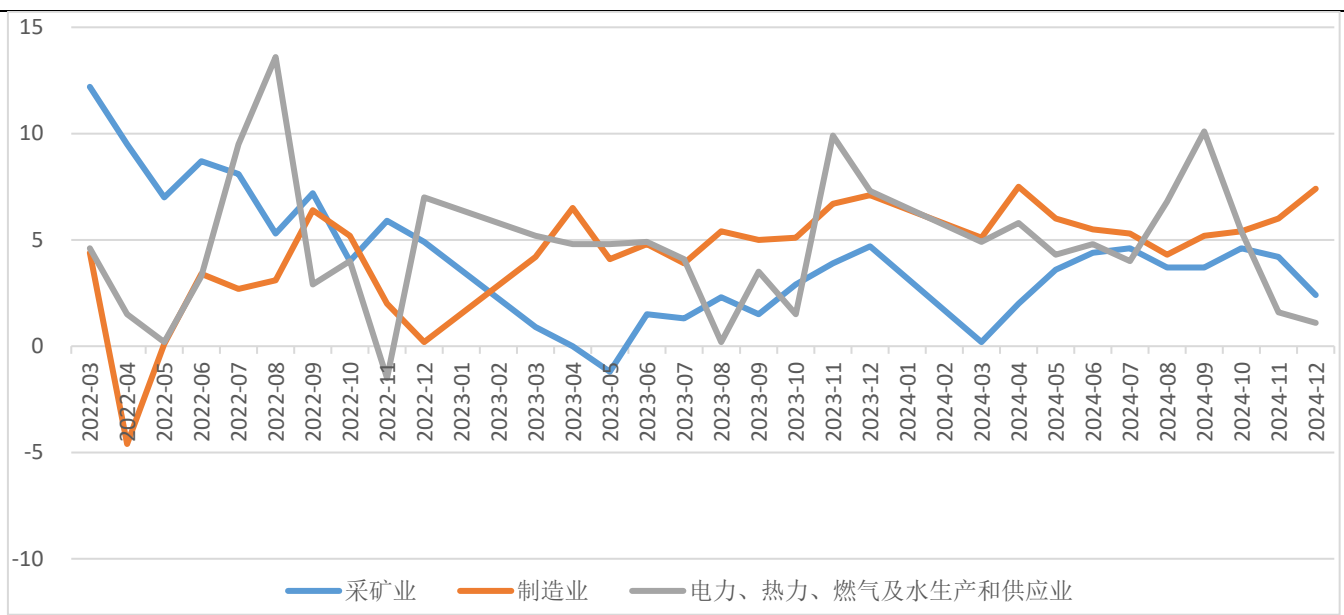
图 5：12 月，除投资增速下滑外，其他主要经济指标同比增速均加快（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

受一揽子增量政策刺激推动，经济复苏明显反弹，工业增加值增速大幅加快。12月，规模以上工业增加值同比实际增长6.2%，较11月大幅提升0.8个百分点；环比看，工业增加值增速也加快0.18个百分点至0.64%，连续三个月加速。从三大工业门类看，拉动工业增长的仍然主要是制造业，12月制造业增加值同比增长7.4%，较11月显著加快1.4个百分点；采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速双双回落，同比分别增长2.4%和1.1%，分别较11月放缓1.8个和0.5个百分点。41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业增速大幅提升至9.7%和8.7%，较11月加快2.3个和2个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业增速回落0.6个百分点，但同比仍增长8.7%；汽车制造业增速大幅加快5.7个百分点至17.7%。

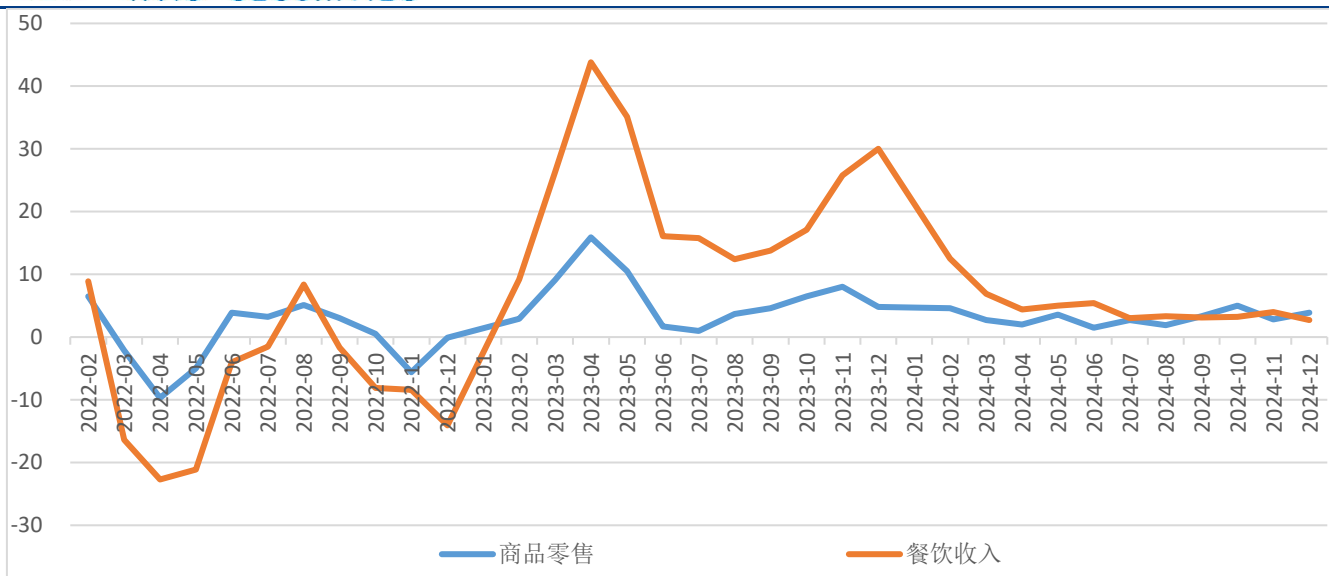
图6：拉动主要依靠制造业，采矿业和电力等行业增速回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

可选消费升温，叠加耐用消费品在以旧换新政策下持续，家电等商品销售向好，推动消费增速高于市场预期。12月，社会消费品零售总额同比增长3.7%，较11月加快0.7个百分点；环比看，社会消费品零售总额上升0.12%，较11月下降0.11个百分点。从消费类型看，12月商品零售同比增速上行0.1个百分点至3.9%；餐饮收入同比增速回落1.3个百分点至2.7%。从主要消费商品看，12月，属于必需品的粮油食品类同比增速放缓0.2个百分点至9.9%；可选消费增速有所升温，化妆品类消费同比增速由负转正，回升27.2个百分点至0.8%，金银珠宝类消费同比降幅收窄4.9个百分点至1%；耐用品消费增势延续，通讯器材类消费同比增速由负转正增长14%，汽车类消费同比增速回落6.1个百分点至0.5%，家用电器和音像器材类消费同比增速上升17.1个百分点至39.3%；房地产相关消费修复放缓，建筑及装潢材料类消费、家具类消费同比增速分别收窄2.1个、1.7个百分点至0.8%和8.8%。

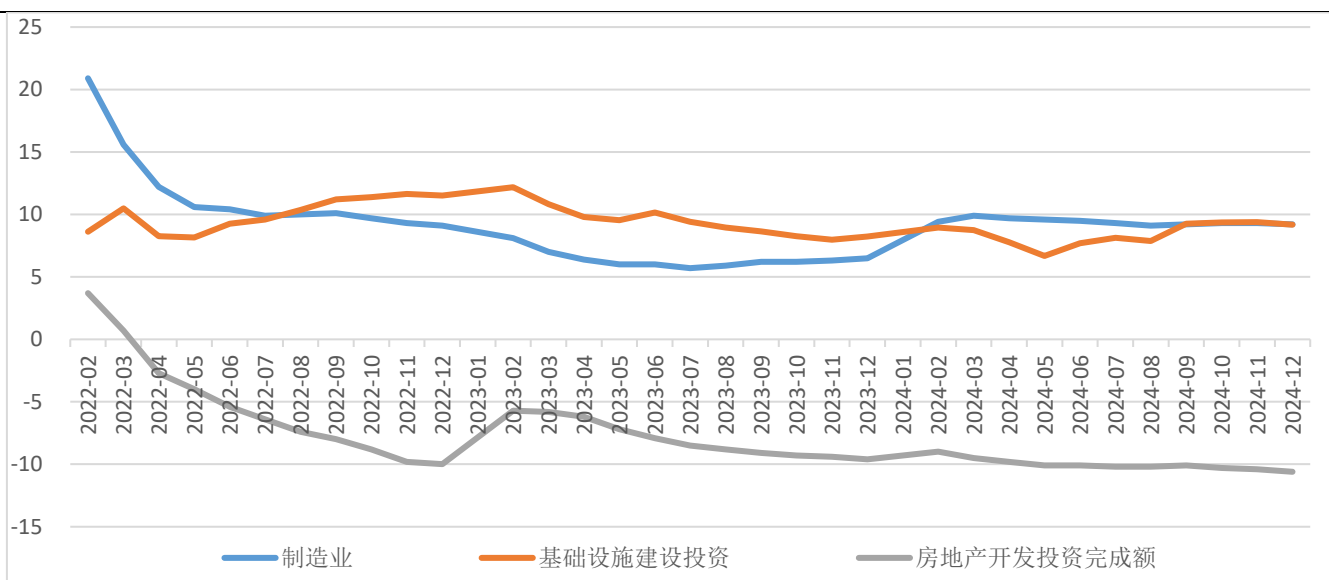
图7：12月商品零售同比增速略有上行，餐饮收入增速回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

基建投资增速发力回升，但受房地产投资降幅扩大、制造业投资增速略降影响，投资增速仍处于相对低位。1-12月累计，全国固定资产投资同比增长3.2%，较1-11个月回落0.1个百分点，低于市场预期。从三大投资领域看，1-12月制造业投资增速略降，累计同比增速放缓0.1个百分点至9.2%，其中高技术制造业投资累计同比增速放缓1.2个百分点至7%；基础设施投资累计同比增长4.4%，较1-11个月回升0.2个百分点；房地产开发投资降幅再次扩大，累计同比下降10.6%，较1-11月下降0.2个百分点，其中房地产先行指标边际分化，新建商品房销售面积同比下降，但销售额连续两个月同比正增长。

图8：1-12月基建投资累计同比增速回升，但房地产投资降幅扩大，制造业投资增速略降（%）



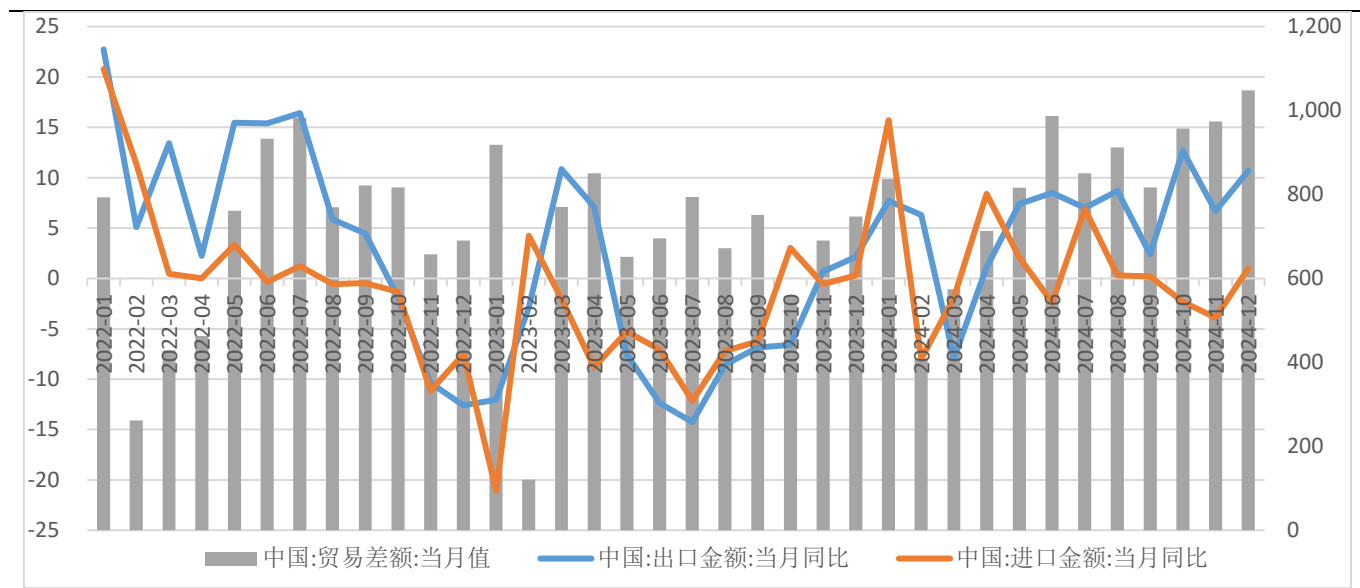
资料来源：Wind、中航证券研究所

1.3 外需强韧、抢出口、假期消费季等因素推动出口增速加快，进口增速也在政策支撑下由负转正

特朗普新政府可能加征关税前“抢出口”及西方假期消费推动出口同比增速超预期加快。12月，以美元计，

出口同比增长 10.7%，较 11 月大幅加快 4 个百分点；进口同比增速也由负转正，同比增长 1%，较 11 月提高 4.9 个百分点；贸易顺差为 1048.4 亿美元，较 11 月增加 74 亿美元，并首次突破 1000 亿美元。2024 年全年累计，以美元计，中国出口同比增长 5.9%，进口同比由下降 5.5% 转为增长 1.1%，贸易顺差 9921.6 亿美元。以美元计的进、出口增速均高于市场预期。

图 9：12 月进口、出口同比增速均超出市场预期（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从主要出口国或地区看，除对日本以外的主要经济体出口增速均加快。12 月，中国对美国、欧盟出口同比分别增长 15.3%、8.7%，分别较 11 月加快 7.1 个和 2 个百分点，其中对美出口继续受新政府可能加征关税前“抢出口”的推动；对日本出口由增长转为下降 4.7%，较 11 月回落 10.9 个百分点；对东盟、非洲、拉丁美洲出口同比增速分别加快 5.2 个、15.5 个、4.7 个百分点至 19.2%、25.5%、15.9%，对俄罗斯出口同比增速转正至 5%。

从主要出口商品看，大部分商品出口增速改善。12 月，劳动密集型产品出口分化，纺织品、服装出口同比增速加快至 17.4%、6.6%，箱包出口降幅扩大 3.9 个百分点至 6.9%；机电产品出口改善，同比增速大幅提高 4.2 个百分点至 12.3%，其中通用机械设备、家用电器出口增长 29.9%、14.1%，汽车及底盘出口同比由降转升，增速大涨近 20 个百分点至 12.1%；手机消费和出口进入淡季，同比降幅扩大至 15.8%。

从主要进口商品看，主要大宗商品进口分化。12 月，原油进口量价齐跌，进口量同比由增长 14.4% 转为下降 1.1%，进口额同比降幅扩大至 13.8%；煤炭进口量同比增速回落至 10.9%，但由于煤炭价格下跌，进口额大幅走弱，同比转为下降 10.9%；铁矿石进口量增速转正至 11.7%，进口额同比依然下降 14.4%

1.4 一周要闻

1) 本周中国 2024 年经济数据公布。国家统计局发布数据显示，初步核算，2024 年我国 GDP 为 134.91 万亿元，同比增长 5%；其中，第四季度同比增长 5.4%。2024 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 5.8%，服务业增加值增长 5%，社会消费品零售总额增长 3.5%，固定资产投资增长 3.2%。全国城镇调查失业率比上年

下降 0.1 个百分点，居民人均可支配收入实际增长 5.1%。

2) 国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话。习近平指出，作为两个国情不同的大国，中美之间难免会有一些分歧，关键是要尊重彼此核心利益和重大关切，找到妥善解决问题的办法。中美经贸关系的本质是互利共赢，对抗冲突不应是我们的选择。特朗普表示很珍视同习主席的伟大关系，希望继续保持对话沟通，期待尽快同习主席见面。两国元首同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期叠加政府债融资额上行，央行投放增量有限，资金价格上行；下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力，关注央行流动性投放情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 5789 亿元

本周央行开展了 14848 亿元逆回购操作，有 309 亿元逆回购到期，此外，周内有 9950 亿元 MLF 到期，并进行 1200 亿元国库现金定存操作，全周净投放 5789 亿元。下周央行公开市场将有 14848 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 248 亿元、550 亿元、9595 亿元、3405 亿元、1050 亿元。

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	141	71	11	41	45
7 天	248	550	9595	3405	1050
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	9950	0	0
国库现金定存	0	1200	0	0	0
净投放	107	1679	-366	3364	1005

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：税期叠加政府债融资额上行，央行投放增量有限，资金价格上行。本周为税期，本周三为缴税截止日，周四、周五缴税走款，一月份为传统缴税大月，资金面存在季节性收紧趋势。除税期外，本周政府债融资额上行，一定程度助推了本周资金面收紧。另一方面，本周 MLF 到期，央行基本等量逆回购续作补充短期流动性，但在税期及其他资金面冲击下未进行明显投放。各方面因素影响下，本周资金面明显收紧，各主要期限资金价格自本周一起明显上行，本周四达到周内高点，本周五则略有回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.6772%，R007 加权平均降至 3.1331%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 3.4950%，GC007 加权平均升至 2.8800%。

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	2.0401	2.5423	2.7299	3.9377	2.6772
	R007	2.1035	2.5816	2.6911	4.1892	3.1331
	R014	2.1033	2.5330	2.5466	3.1382	2.8294
	R021	2.0418	2.3284	2.4561	2.9538	2.8226
	R1M	2.0617	2.2944	2.4518	2.7614	2.6163
上交所协议回购	206001	2.4970	2.8920	3.0520	6.2270	
	206007	2.4820	2.8870	3.0770	4.3450	3.6460
	206014	2.6400	3.0230	3.0900	3.6640	3.0050
	206021			3.3370	4.3170	3.4980
	206030	3.5900	3.6060	3.3880	3.6040	3.5610
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.5861	1.5852	1.5647	1.6018	1.5922

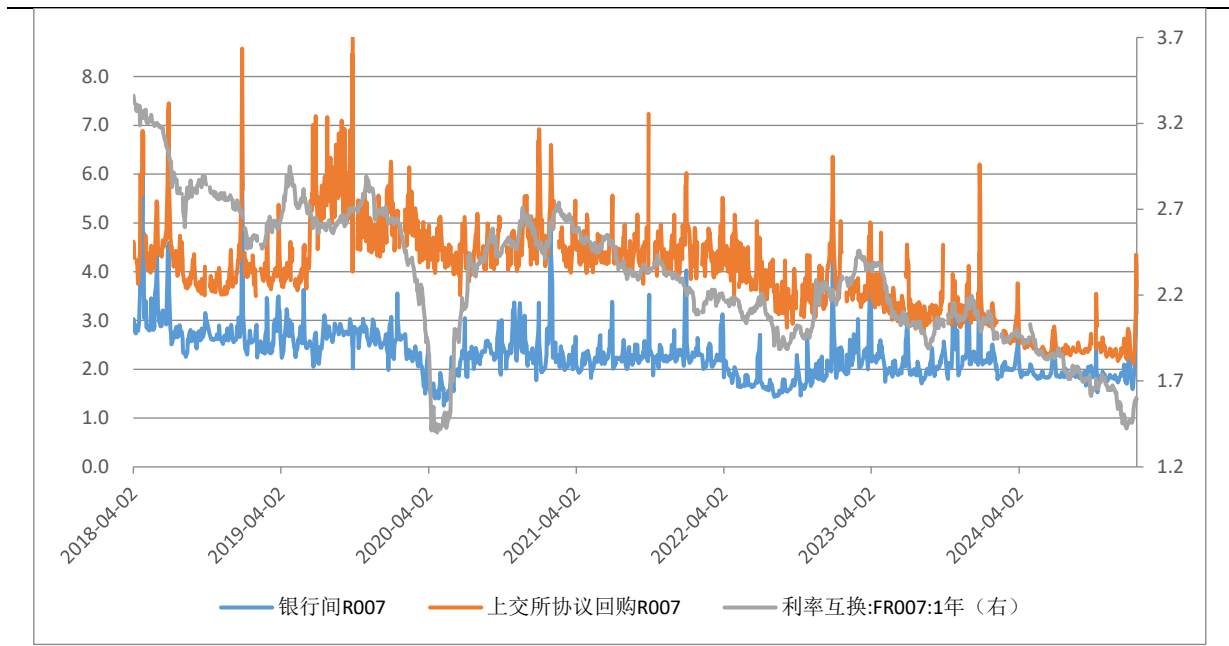
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力, 关注央行流动性投放情况

近期央行货币政策委员会召开 2024 年第四季度例会。会议研究了下一阶段货币政策主要思路, 建议加大货币政策调控强度, 择机降准降息。保持流动性充裕, 引导金融机构加大货币信贷投放力度。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据仍较弱, 实体经济融资需求仍有待增强, 货币政策多年来重提适度宽松, 预计未来中短期内货币政策主要方向仍为宽信用, 资金面大方向快速转向的可能性相对较小。

下周春节临近, 21 日起资金面开始跨春节, 关注节日因素对于资金面的影响。政府债融资额则环比回落, 处于近期偏低水平, 预计对于资金面冲击有限。本周 MLF 到期后央行大额续作逆回购投放短期资金, 下周逆回购到期额近 15000 亿元, 结合春节长假临近, 对于资金面存在较大压力, 同时 MLF 续作预计延后至 1 月 26 日, 对于周内资金面缓解相对有限。整体来看, 下周资金面仍面临跨春节及逆回购大额到期等因素带来的压力, 关注央行流动性投放情况。

图 10: 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: 本周资金偏紧, 经济数据出炉, 金融数据政府债支撑, 利率债本周震荡小幅上行

1) 利率债走势复盘: 本周资金偏紧, 经济数据出炉, 金融数据政府债支撑, 利率债本周震荡小幅上行。央行本周持续回笼资金, 资金面收紧, 明年降息预期以及经济刺激弱预期引导长端继续下行。

周一, 央行开展了 248 亿元 7 天期逆回购操作, 操作利率 1.50%。Wind 数据显示, 当日 141 亿元逆回购到期。资金偏紧下, 整体上行, 日终长端上行 2.75bp;

周二, 央行开展了 550 亿元 7 天期逆回购操作, 操作利率 1.50%。Wind 数据显示, 当日 71 亿元逆回购到期。仅小幅净投放, 资金价格有所缓和, 叠加发布会央行态度偏多, 并非打压债市, 本意为控制风险, 整体加速下行。日终长端下行 3.5bp;

周三, 央行开展了 9595 亿元 7 天期逆回购操作, 操作利率 1.50%。Wind 数据显示, 当日 11 亿元逆回购和 9950 亿元 MLF 到期。资金继续收紧, 明日缴税走款, 隔夜最高达到 16%, 但上行幅度有限, 供需矛盾下仍有配置盘买入。日终长端上行 0.75bp。

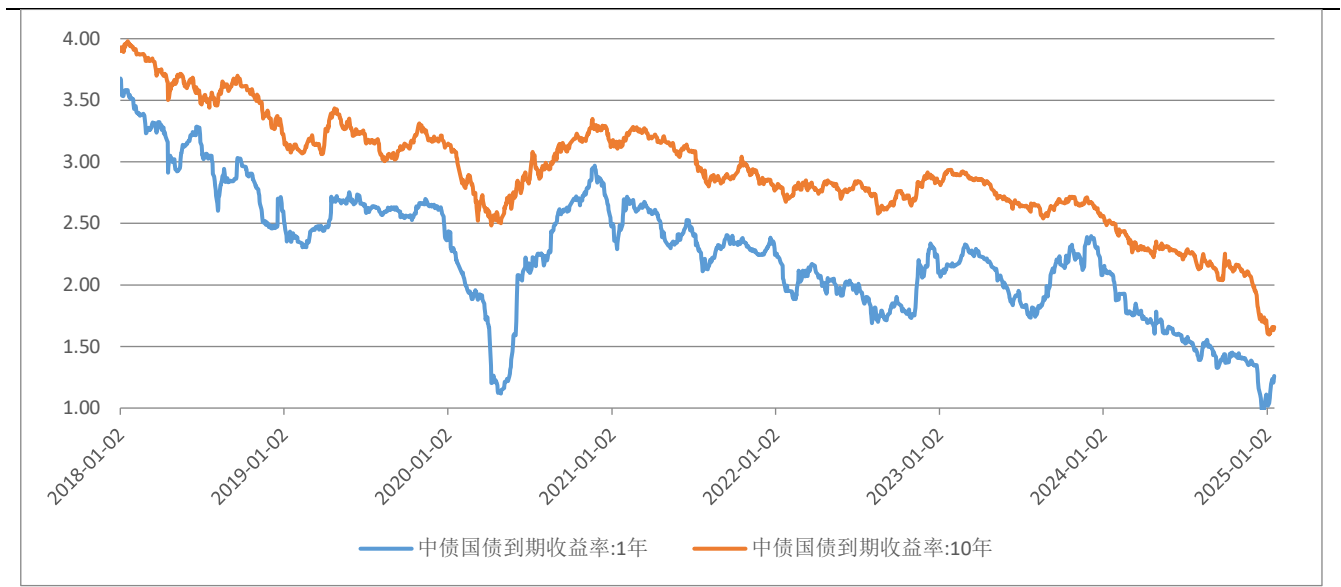
周四, 央行开展了 3405 亿元 7 天期逆回购操作, 操作利率 1.50%。Wind 数据显示, 当日 41 亿元逆回购到期, 据此计算, 单日净投放 3364 亿元。虽然资金净投放, 但仍较紧, 盘中一度出现 20% 隔夜利率, 尾盘转松, 利率今日整体跟随资金面波动, 转松后上行幅度减少, 日终长端上行 0.75bp;

周五, 央行开展了 1050 亿元 7 天期逆回购操作, 操作利率 1.50%。Wind 数据显示, 当日 45 亿元逆回购到期, 据此计算, 单日净投放 1005 亿元。全年经济数据出炉, 完成 5% 目标, 利率小幅上行, 日终长端上行 1.5bp;

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.6175% 上行 2.25bp 至 1.6400%, 10 年国开活跃券 240215 由

1.6570%上行 1.30bp 至 1.6700%。

图 11：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：整体看，本周全年经济数据发布，完成 5% 目标，四季度增速超预期，金融数据继续弱修复，企业中长期贷款少增幅度较大，政府债置换隐债，专项债发行支撑，贷款整体需求较弱。国新办召开发布会，重点为央行副行长表示今年将进一步降低银行整体负债成本 缓解银行净息差压力，央行货币政策司司长对央行暂停买入国债进行答疑，表示暂停买入为避免市场波动，这也与上周解读基本一致，央行此举主要系防止下行速度过快而引发风险，并未一味打压债市。目前经济修复速度缓慢，贷款需求一般，债市供需矛盾仍未解决，故债市仍无反转式利空，但较低点位+强监管，下行幅度有限，整体继续处于震荡下行趋势，故在调整时仍有交易性机会。

经济数据：2024 年，国内生产总值（以不变价计算）较上年增长 5%；四季度 GDP 同比 5.4%，预计 5%，前值 4.6%；12 月规模以上工业增加值同比增 6.2%，预期 5.5%，前值 5.4%；1-12 月固定资产投资同比增 3.2%，预期 3.4%，前值 3.3%。其中，中国 1-12 月房地产开发投资同比-10.6%，预计-10.4%，前值-10.4%；12 月社会消费品零售总额同比增 3.7%，预期 3.5%，前值 3%；12 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，前值 5%。GDP 完成全年指标，四季度超预期增长，社零全年增长 3.5%，其中零售增长 3.2% 餐饮增长 5.3%，基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，全年限额以上单位家用电器和音像器材类、体育娱乐用品类、通讯器材类、粮油食品类商品零售额分别增长 12.3%、11.1%、9.9%、9.9%；固定资产投资全年增长 3.2%，基础设施投资增长 4.4%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.6%，地产方面，新建商品房销售面积下降 12.9%；新建商品房销售额下降 17.1%；制造业投资方面，高技术产业投资增长 8.0%，其中高技术制造业、高技术服务业投资分别增长 7.0%、10.2%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长 39.5%、7.1%；高技术服务业中，专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 30.3%、11.4%。

金融数据: 新增人民币贷款 9900 亿元, 市场预期 8430 亿元, 前值 5800 亿元; 社会融资规模 28575 亿元, 市场预期 21147 亿元, 前值 23262 亿元; M2 同比 7.3%, 市场预期 7.3%, 前值 7.1%; M1 同比-1.4%, 前值-3.7%; M0 同比 13.0%。贷款方面, 非金融企业贷款新增 4900 亿元, 同比少增 4016 亿元(短期贷款少减 435 亿、中长期贷款少增 8212 亿, 企业票据融资多增 3003 亿) 居民贷款新增 3500 亿元, 同比多增 1279 亿元(其中短期贷款少增 171, 中长期贷款多增 1538 亿); 社融方面, 多增 9249 亿元, 主要政府债支撑, 政府债券融资 17612 亿元, 同比多增 8288 亿元。

整体看, 本周全年经济数据发布, 完成 5% 目标, 四季度增速超预期, 金融数据继续弱修复, 企业中长期贷款少增幅度较大, 政府债置换隐债, 专项债发行支撑, 贷款整体需求较弱。国新办召开发布会, 重点为央行副行长表示今年将进一步降低银行整体负债成本 缓解银行净息差压力, 央行货币政策司司长对央行暂停买入国债进行答疑, 表示暂停买入为避免市场波动, 这也与上周解读基本一致, 央行此举主要系防止下行速度过快而引发风险, 并未一味打压债市。目前经济修复速度缓慢, 贷款需求一般, 债市供需矛盾仍未解决, 故债市仍无反转式利空, 但较低点位+强监管, 下行幅度有限, 整体继续处于震荡下行趋势, 故在调整时仍有交易性机会。

2.3 存单信用债分析: 存单、信用债融资额环比均上行; 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上行

本周同业存单净融资规模为 2,426.00 亿元, 发行总额达 5,940.20 亿元, 平均发行利率为 1.6850%, 到期量为 3,514.20 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 9.74bp 报 1.7483%, 3M 期存单平均发行利率较上周上行 5.60bp 报 1.6830%, 6M 期存单平均发行利率较上周上行 8.92bp 报 1.6941%, 9M 存单平均发行利率较上周上行 6.53bp 报 1.6862%。

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 5,341.81 亿元, 环比增加 1,814.73 亿元, 偿还量约 2,865.62 亿元, 净融资额约 2,476.19 亿元, 环比增加 1,045.96 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 10.15bp~ 上行 13.15bp, 3 年期各评级信用债收益率上行 3.43bp~ 上行 7.93bp, 5 年期各评级信用债收益率上行 3.25bp~ 上行 5.97bp。

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	1.7909	1.00%	12.15
信用债(AAA):3 年	1.8486	0.70%	7.93
信用债(AAA):5 年	1.9102	0.30%	3.25



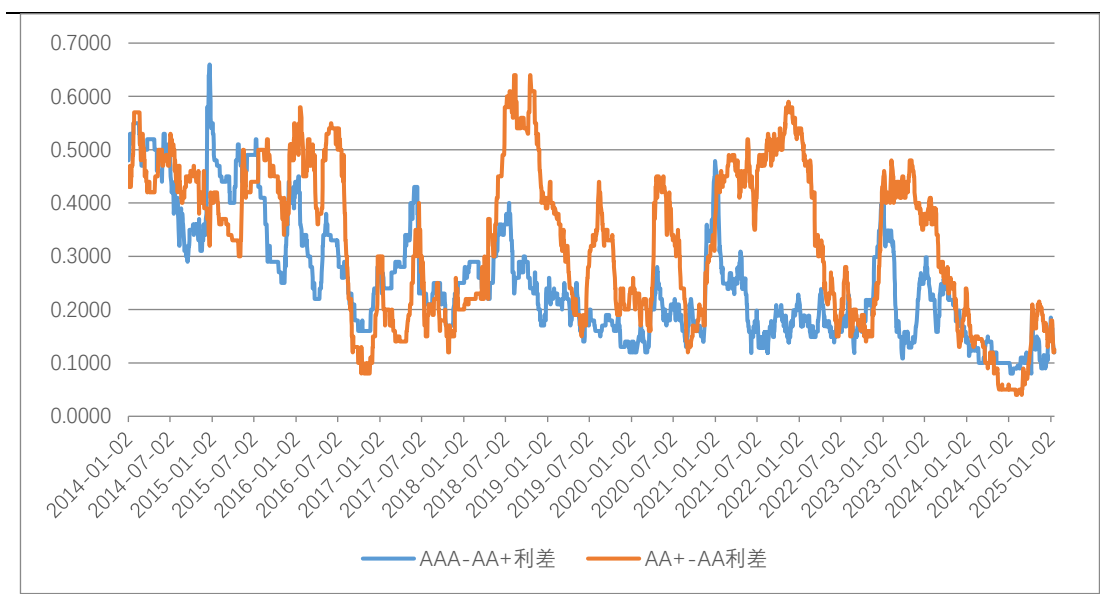
信用债(AA+):1 年	1.8959	0.80%	13.15
信用债(AA+):3 年	1.9686	0.60%	5.93
信用债(AA+):5 年	2.0652	0.40%	3.76
信用债(AA):1 年	1.9509	0.80%	10.15
信用债(AA):3 年	2.0936	0.40%	3.43
信用债(AA):5 年	2.2502	0.60%	5.97

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 4.22bp、缩小 7.22bp、缩小 6.72bp, 5Y-3Y 利差分别缩小 4.68bp、缩小 2.17bp、扩大 2.54bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 12bp, 较上周缩小 2bp, AA 与 AA+之间的利差为 13bp, 较上周缩小 2bp。

图 12: 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: 海外不确定因素阶段性落地, 春节行情或已提前启动

1) 权益市场走势复盘: 本周市场整体上涨, 成长风格表现较强

上证指数 (2.31%)、深证成指 (3.73%)、沪深 300 (2.14%)、科创 50 (1.61%)、创业板指 (4.66%)、中证 500 (4.06%)、中证 1000 (5.35%) 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 4.72%。分行业来看, 申万一级行业中社会服务、传媒、计算机表现较强, 分别上涨 6.39%、6.16%、6.14%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 12008.31 亿元, 较上周增加 587.43 亿元。

2) 权益市场展望:

预计 2025 年上半年 A 股走势将更均衡地反映内外部政策对于国内经济的影响, 中央经济工作会议后, 市场聚焦海外两大不确定因素, 即美联储降息的不确定和中美关系的不确定。美国 12 月核心 CPI 环比增速放缓, 国家副主席韩正将出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼, 两大不确定性因素的负面影响或均进入阶段性的尾声。同时 12 月经济数据亮点较多, 5% 目标顺利完成, 市场焦点有望逐步切换回国内两会刺激政策。结合此前我们对市场复盘, A 股在春节前一周至两会平均表现为较明显的正收益, 或因市场提前交易两会政策。因此 A 股经过此前调整, 当前海外不确定因素逐步落地后, 本次春节行情或已提前启动。

当前, 2024 年经济数据已全部公布, 短期内市场将集中回顾分析 2024 年经济形势并对 2025 年提出展望。同时, 1 月下旬 A 股将进入年报业绩预告密集披露期, 因此短期市场或将重回基本面。截至 1 月 17 日, 2024 年年报共 472 家上市企业披露业绩预告, 预警 285 家, 预喜 172 家, 预喜占比仅 36.44%。但目前披露率仅 8.76%, 远低于 2023 年 51.45% 的最终披露率, 因此后续或还有一定变化。

在 A 股盈利底之前, 哑铃策略或为最优选择。短期市场或将重回基本面, 在哑铃策略的具体行业选择上, 当前建议优选基本面改善幅度大的行业。但由于当前已披露业绩预告的上市企业总数较少, 难以覆盖大部分申万二级行业, 我们以万得一致预测净利润 4 周变化率作为盈利预期改善指标来筛选行业。

科技成长板块方面, 筛选高盈利预期改善且高现金流改善的科技行业, 二者同步增长体现景气水平改善兼备速度和质量, 资金流充裕有助于保持行业未来增长预期的可持续性, 二者结合更加充分衡量行业经营水平。根据得分结果筛选出申万一级行业前三依次为医药生物、通信、电子, 申万二级行业前五依次为化学制药、其他电源设备 II、电子化学品 II、IT 服务 II、通信设备。

高股息板块方面, 筛选高盈利预期改善、高股息率且分红潜力高的行业, 我们建议关注以下行业国有大型银行 II、厨卫电器、照明设备 II。

军工方面, 短期内, 商业航天发射和卫星星座建设将继续作为航天产业的重要驱动因素, 事件刺激的敏感度将保持高位, 卫星产业相关的上市公司仍将持续受到高度关注。

展望未来, 海外不确定因素逐步落地后, 本次春节行情或已提前启动。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。

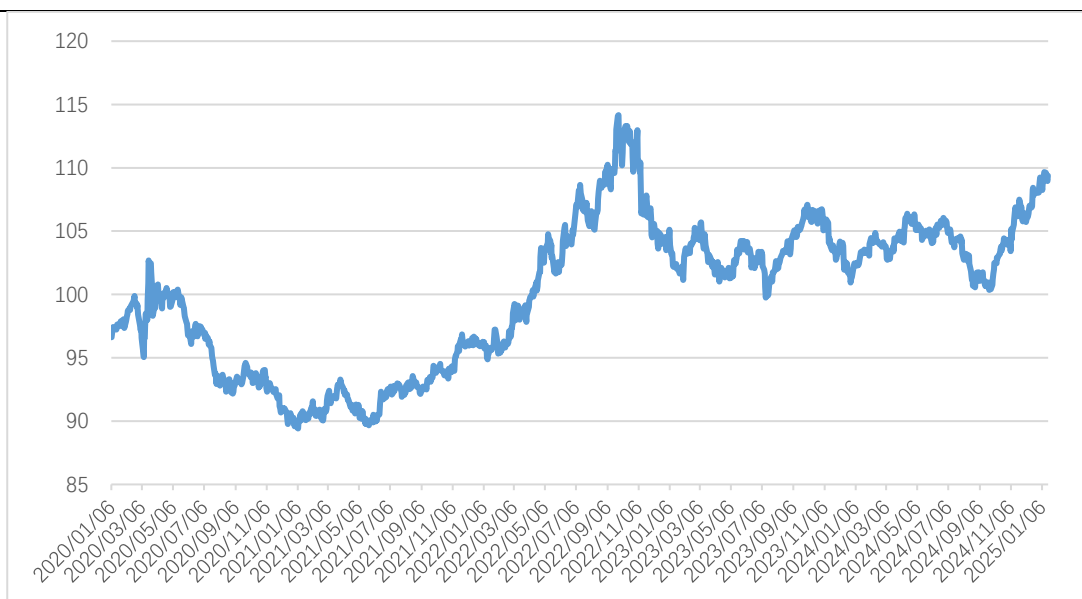
3.2 美元指数分析: 美国核心 CPI 数据表现不及预期, 日本央行加息临近, 美元指数本周下行

本周美元指数报 109.3792, 较上周回落 0.2775。本周部分美国经济数据公布, 其中美国 12 月份核心 CPI 同比增 3.2%, 表现不及市场预期, 一定程度推升了市场对于美联储降息的预期。此外, 本周美国 12 月份核心零售环比增速 0.4%, 高于前值, 整体符合市场预期。本周美联储褐皮书公布, 其中显示近两个月期间美国经济活动保持稳定, 价格缓和和上涨。本周数位美联储官员发言, 整体表示通胀正在往既定目标行进, 但距达成目标仍需时间, 美国经济表现稳定, 也有官员称如果数据表现良好, 今年仍可能看到三至四次降息。下周日本央行议息会议临近, 市场对于日本央行在本次会议上加息的预期愈发增强, 日本央行官员近期多次声称, 如果经济、物价表

现良好，降提高政策利率。整体来看，本周美国核心 CPI 数据表现不及预期，日本央行加息临近，美元指数本周下行。

本次 FOMC 会议上美联储降息 25bp，整体符合市场预期。会后美联储主席鲍威尔表示美国经济表现强劲，尤其是下半年经济表现好于预期，就业市场保持稳健。同时他表示通胀回归目标仍需时间，在此方面存在一定风险和不确定性。本次点阵图显示 2025 年美联储预计有两次降息，低于 9 月份的四次，以及市场预期。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国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 13：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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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