

金融市场分析周报

(2025.01.06-2025.01.10)

报告摘要

- **CPI/PPI:** 需求整体疲软下,猪肉、鲜菜等食品价格同比降幅扩大,拖累 CPI 同比增速放缓,同时部分行业进入传统淡季以及大宗商品价格波动,导致 PPI 环比转降,但同比降幅收窄。12 月, CPI 同比上涨 0.1%, 回落 0.1 个百分点; PPI 同比降幅收窄 0.2 个百分点至 2.3%。猪肉、鲜菜等食品价格同比涨幅大幅下滑,是导致 CPI 涨幅回落的主要原因。PPI 降幅收窄主要是因为比重较大的生产资料价格的收窄。一系列政策效果提振不明显,消费和民间投资需求疲软,整体信心不足,预计未来半年 CPI 将维持在一个较低水平。
- **资金面分析:** 央行公开市场持续净回笼,资金价格上行;下周税期叠加 MLF 到期,资金面面临较大压力,关注央行投放情况。本周央行开展了 309 亿元逆回购操作,因有 2909 亿元逆回购到期,全周净回笼 2600 亿元。央行公开市场持续净回笼,资金价格上行。下周税期临近,1 月份为传统缴税大月,预计缴税走款对于资金面存在一定潜在冲击。下周政府债融资额环比回升,结合税期,仍可能对于资金面造成扰动。近几周央行连续公开市场操作净回笼,下周逆回购到期额不足 1000 亿元,但下周三 9950 亿元 MLF 到期,结合短期内央行对于资金面态度,存在借此机会回笼资金的可能。整体来看,下周税期叠加 MLF 到期,资金面面临较大压力,关注央行投放情况。
- **利率债:** 本周 CPI/PPI 继续弱恢复的情况下,对债市影响不大,央行强监管加大债市波动,利率再次处于低位,如同去年 4-8 月期间,央行喊话叠加利率债操作,多次引发调整,但震荡下行趋势未改变。本周央行约谈更多机构后,公告暂停买债,引发大幅调整。目前债市仍旧面临供需不平衡,央行公告也同样表述了目前的情况,但央行此举目的与去

主要数据

上证指数	3240.94
沪深 300	3820.5395
深证成指	10165.1692

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

核心 CPI 回升明显,稳增长政策初见成效 — 2025-01-12
金融市场分析周报 —2025-01-09
制造业景气度仍在恢复通道 —2025-01-06

年一样，均是防止下行速度过快而引发风险，同时稳汇率也为央行主要任务。接下来债市进入高波动时间，预计低位震荡，短期内虽下行空间有限，但在调整时仍有交易性机会。

- **权益市场：本周市场表现较弱，稳定风格表现较弱。**上证指数（-1.34%）、深证成指（-1.02%）、沪深 300（-1.13%）、创业板指（-2.02%）、中证 500（-1.08%）、中证 1000（-1.43%）表现较弱，科创 50（0.93%）表现较强。行业风格上，稳定风格表现较弱，下跌 2.76%。分行业来看，申万一级行业中综合、家用电器、有色金属表现较强，分别上涨 2.09%、2.09%、2.00%。商贸零售、煤炭、食品饮料表现较弱，分别下跌 6.57%、5.17%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11420.88 亿元，较上周减少 1926.11 元。展望未来，政策层明确稳住股市。结构上，重提适度宽松的货币政策，短期红利板块有望跑赢市场。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：美国非农就业数据大幅超预期，FOMC 纪要显示美联储对于未来降息趋于谨慎，美元指数本周上行。**本周美国 12 月份就业数据公布，其中美国非农就业数据增加 25.6 万人，远超市场预期，同时失业率有所下行。数据公布后，市场对于美联储降息的预期进一步延后。本周美联储 12 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示美联储已经接近适合放慢宽松节奏的时点，很多官员认为未来几个季度需要谨慎行事。其他主要经济体方面，日本央行行长本周发言称如果今年经济和通胀状况继续改善，将会继续加息。整体来看，美国非农就业数据大幅超预期，FOMC 纪要显示美联储对于未来降息趋于谨慎，美元指数本周上行。

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

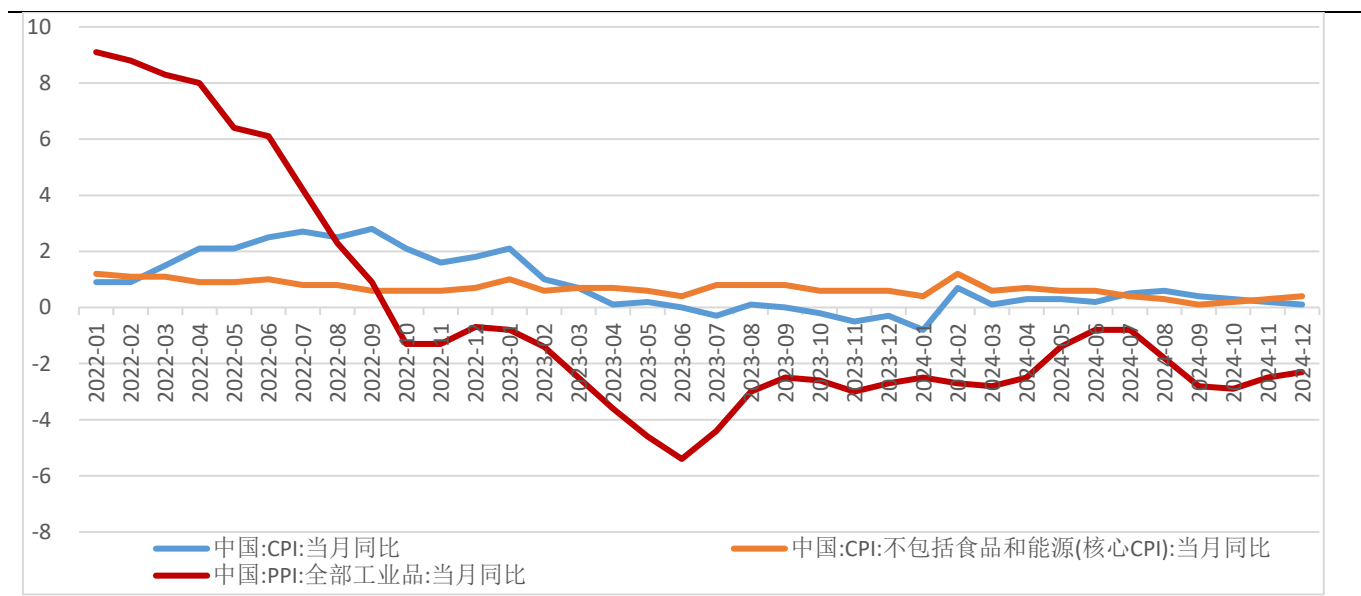
一、 本周重点经济	4
1.1 需求持续疲软导致 CPI 同比涨幅低迷，低基数推动 PPI 降幅收窄.	4
1.2 一周要闻	5
二、 固定收益市场分析	6
2.1 资金面分析：央行公开市场持续净回笼，资金价格上行；下周税期 叠加 MLF 到期，资金面面临较大压力，关注央行投放情况.....	6
2.2 利率债走势分析：本周资金偏紧，央行继续强监管，CPI/PPI 继续 弱修复，利率债本周震荡小幅上行	8
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升； 信用债收益率多数上行	10
三、 主要资产价格分析	11
3.1 权益市场分析：今年有望再次演绎春节行情	11
3.2 美元指数分析：美国非农就业数据大幅超预期，FOMC 纪要显示美 联储对于未来降息趋于谨慎，美元指数本周上行	12

一、 本周重点经济

1.1 需求持续疲软导致 CPI 同比涨幅低迷，低基数推动 PPI 降幅收窄

需求整体疲软下，猪肉、鲜菜等食品价格同比降幅扩大，拖累 CPI 同比增速放缓，同时部分行业进入传统淡季以及大宗商品价格波动，导致 PPI 环比转降，但同比降幅收窄。12 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.1%，涨幅较 11 月回落 0.1 个百分点，基本符合市场预期，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速加快 0.1 个百分点至 0.4%；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅收窄 0.2 个百分点至 2.3%，好于市场预期。

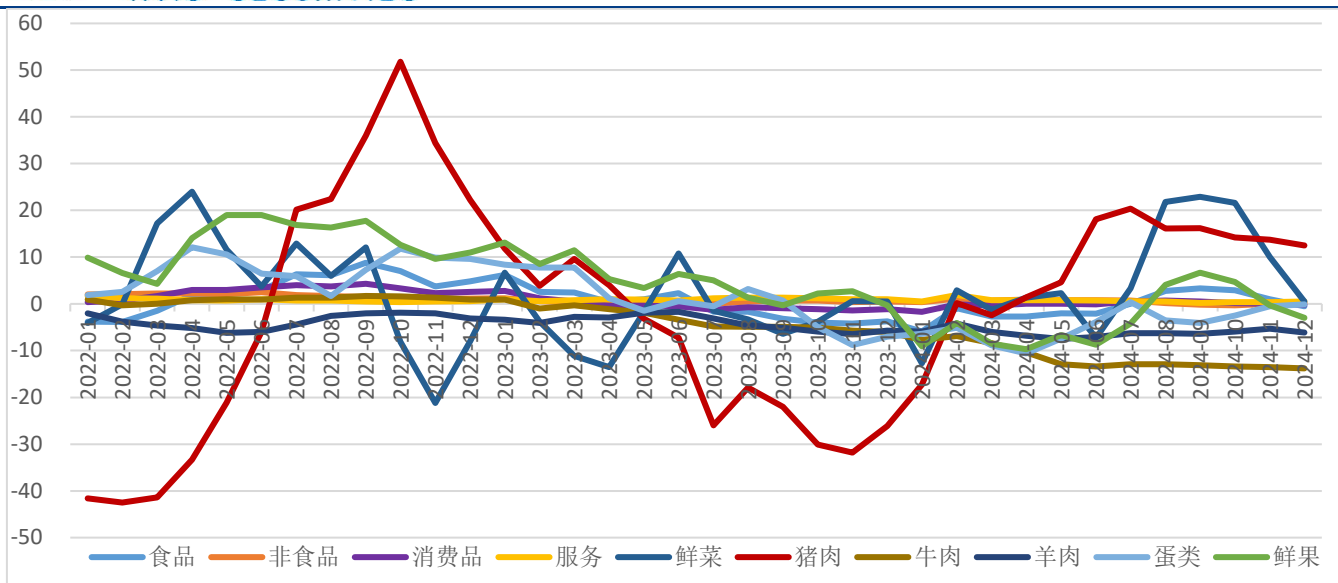
图 1：12 月 CPI 同比涨幅小幅回落，PPI 同比降幅进一步收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

猪肉等食品价格同比下降幅度明显大于非食品价格涨幅。12 月，食品价格由上涨 1% 转为下降 0.5%，其中猪肉、鲜菜价格涨幅明显回落，尤其是鲜菜大幅下降 9.5 个百分点，另外鲜果、牛肉、羊肉、食用油和粮食价格涨幅也出现回落；非食品价格由持平转为上涨 0.2%，其中能源价格降幅收窄 2.1 个百分点至 1.7%，工业消费品价格继续持平，燃油汽车和新能源汽车价格分别下降 4.7% 和 6%。环比看，12 月 CPI 环比持平，其中食品价格降幅收窄 2.1 个百分点至 0.6%，非食品价格由下降 0.1% 转为上涨 0.1%，主因是临近假期，出行、娱乐和家庭服务需求增加，飞机票价格转为上涨 4.6%。

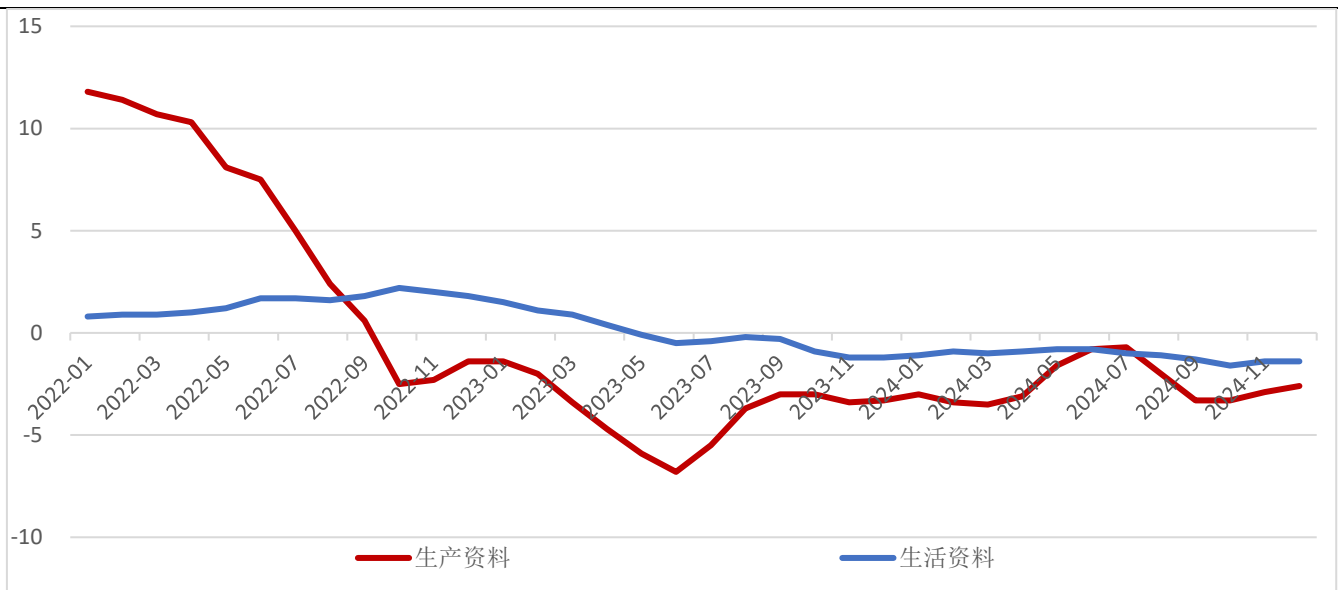
图 2：食品价格同比涨幅回落较多，非食品价格涨幅有所扩大（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

生产资料同比降幅收窄，生活资料降幅持平于上月。12月，生产资料价格同比下降2.6%，降幅较11月收窄0.3个百分点，其中石油煤炭及其他燃料加工业等八个行业降幅均收窄，但黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、汽车制造业价格降幅扩大；生活资料价格同比下降1.4%，与上月持平。环比看，PPI由上涨0.1%转为下降0.1%，其中生产资料价格上涨0.1%转为持平，生活资料价格由持平转为下降0.1%。

图3：生产资料同比降幅收窄，生活资料降幅持平于上月（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 美国非农数据远超预期，支持美联储放慢降息步伐。美国劳工统计局报告显示，美国去年12月非农就业人数增加25.6万人，远超预期的16万人，此前两个月合计下修0.8万人。失业率下降0.1个百分点至4.1%，平均时薪环比上涨0.3%。数据发布后，市场将美联储下次降息的预期时间进一步推迟。

2) 本周国家统计局发布上月通胀数据数据，其中 2024 年 12 月份，全国 CPI 环比持平，同比上涨 0.1%，核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。当月 PPI 环比下降 0.1%，同比下降 2.3%，同比降幅比上月收窄 0.2 个百分点。

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，资金价格上行；下周税期叠加 MLF 到期，资金面面临较大压力，关注央行投放情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 2600 亿元

本周央行开展了 309 亿元逆回购操作，因有 2909 亿元逆回购到期，全周净回笼 2600 亿元。下周央行公开市场将有 309 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 141 亿元、71 亿元、11 亿元、41 亿元、45 亿元。此外，下周三还有 9950 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	891	1577	0	248	193
7 天	141	71	11	41	45
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	0
净投放	-750	-1506	11	-207	-148

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，资金价格上行。本周为月初，资金面收到的季节性压力减小。但央行本周逆回购投放量持续降低，周二以来单日投放量降至 100 亿元以下，资金价自上半周小幅下行以来，下半周持续上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.7573%，R007 加权平均降至 1.7897%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.7060%，GC007 加权平均降至 1.7400%。

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	1.5260	1.5447	1.5908	1.6396	1.7573
	R007	1.6583	1.5934	1.6286	1.6829	1.7897
	R014	1.7076	1.6381	1.6604	1.7148	1.8078
	R021	1.8459	1.8272	1.8292	1.7875	1.8042
	R1M	1.8157	1.7833	1.7598	1.7984	1.8394
上交所协议回购	206001	2.2890	2.1240	2.1480	2.0100	
	206007	2.2300	2.1780	2.1920	2.1100	2.1680
	206014	2.5360	2.4740	2.5240	2.4290	2.5190
	206021	5.3210	4.4600	3.4220	3.4200	3.4000
	206030	5.7900	2.8340	3.9150	2.9800	3.5080
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.4567	1.4696	1.4831	1.5055	1.5389

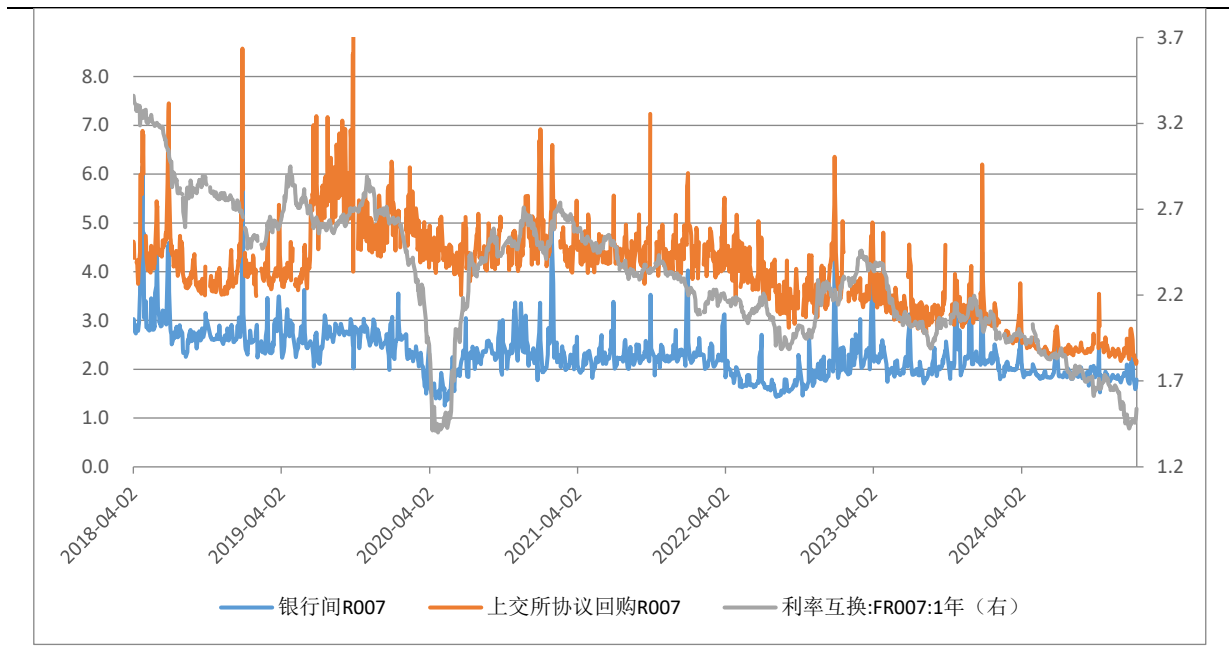
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周税期叠加 MLF 到期, 资金面面临较大压力, 关注央行投放情况

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。

下周税期临近, 1 月份为传统缴税大月, 预计缴税走款对于资金面存在一定潜在冲击。下周政府债融资额环比回升, 结合税期, 仍可能对于资金面造成扰动。近几周央行连续公开市场操作净回笼, 下周逆回购到期额不足 1000 亿元, 但下周三 9950 亿元 MLF 到期, 结合短期内央行对于资金面态度, 存在借此机会回笼资金的可能。整体来看, 下周税期叠加 MLF 到期, 资金面面临较大压力, 关注央行投放情况。

图 4：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，央行继续强监管，CPI/PPI 继续弱修复，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，央行继续强监管，CPI/PPI 继续弱修复，利率债本周震荡小幅上行

周一，央行开展了 141 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 891 亿元逆回购到期。由于短债替代准备金文章删除，中短端上行，稳汇率背景下债市整体谨慎，日终长端小幅下行 1bp p；

周二，央行开展了 71 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 1577 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1506 亿元，为连续四日净回笼。央行继续净回笼，央行监管继续，利率今天整体表现较弱，中短上行幅度较大，日终长端上行 1.75bp；

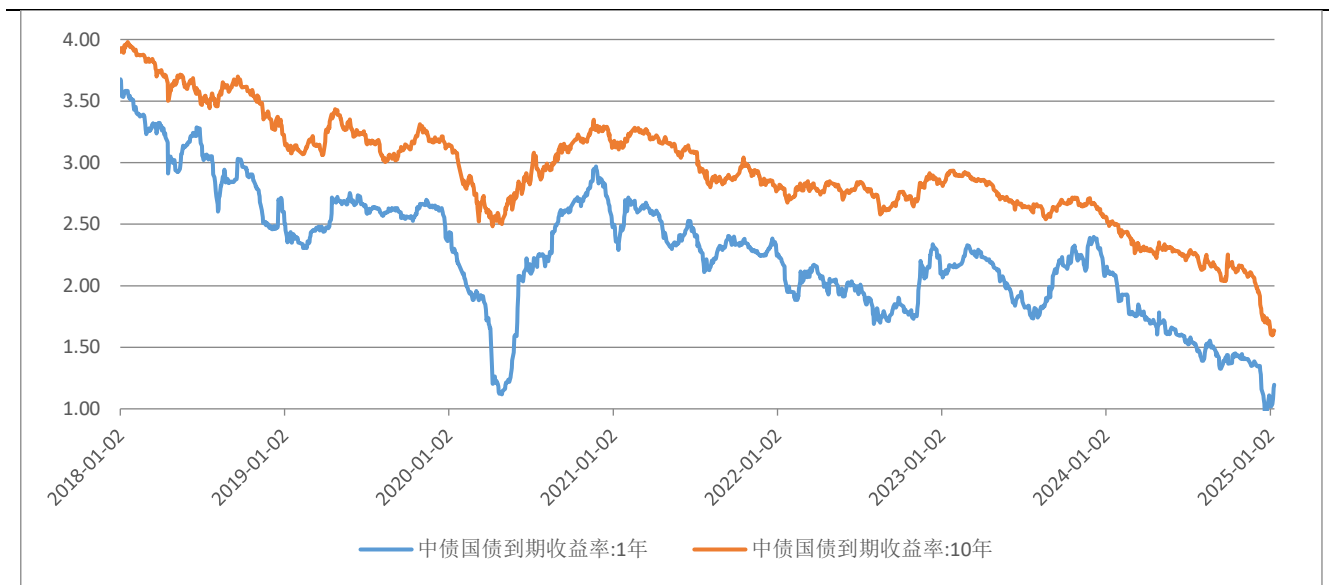
周三，央行开展了 11 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日无逆回购到期。央行限制部分机构买卖利率，逐步升级，逐步恐慌，整日偏震荡，日终长端小幅下行 0.75bp。

周四，央行开展了 41 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 248 亿元逆回购到期。金融时报发文解读适度宽松，利率持续调整，日终长端上行 2.5bp；

周五，央行开展了 45 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 193 亿元逆回购到期。央行公告停止买债，早盘大幅上行，超长触及 1.95%，后逐步买盘力量加强，下行直至翻红，日终长端下行 0.75bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.6000%上行 1.75bp 至 1.6175%，10 年国开活跃券 240215 由 1.6525%上行 0.35bp 至 1.6570%。

图 5：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：本周 CPI/PPI 继续弱恢复的情况下，对债市影响不大，央行强监管加大债市波动，利率再次处于低位，如同去年 4-8 月期间，央行喊话叠加利率债操作，多次引发调整，但震荡下行趋势未改变。本周央行约谈更多机构后，公告暂停买债，引发大幅调整。目前债市仍旧面临供需不平衡，央行公告也同样表述了目前的情况，但央行此举目的与去年一样，均是防止下行速度过快而引发风险，同时稳汇率也为央行主要任务。接下来债市进入高波动时间，预计低位震荡，短期内虽下行空间有限，但在调整时仍有交易性机会。

CPI/PPI：12 月 CPI 同比 0.1%，预期 0.1%，前值 0.20%。12 月 PPI 同比下降 2.3%，预期降 2.3%，前值降 2.5%。12 月份，CPI 环比持平：食品价格下降 0.6%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.1%，服务价格上涨 0.1%。12 月份，食品烟酒类价格环比下降 0.3%。食品中，鲜菜价格下降 2.4%；畜肉类价格下降 1.3%，其中猪肉价格下降 2.1%；鲜果价格下降 1.0%。其他七大类价格环比四涨两平一降。其中，生活用品及服务、交通通信价格均上涨 0.3%，衣着、居住价格分别上涨 0.2% 和 0.1%；教育文化娱乐、其他用品及服务价格均持平；医疗保健价格下降 0.1%。PPI：工业生产者出厂价格中，生产资料价格持平。其中，采掘工业价格下降 0.8%，原材料工业价格上涨 0.3%，加工工业价格下降 0.1%。生活资料价格下降 0.1%。其中食品价格下降 0.1%，衣着价格持平，一般日用品价格上涨 0.2%，耐用消费品价格下降 0.3%。工业生产者购进价格中，农副产品类价格下降 1.0%，化工原料类价格下降 0.4%，黑色金属材料类价格下降 0.2%，纺织原料类价格下降 0.1%；建筑材料及非金属类价格上涨 0.7%，有色金属材料及电线类价格上涨 0.3%，燃料动力类价格上涨 0.2%。

整体看，本周 CPI/PPI 继续弱恢复的情况下，对债市影响不大，央行强监管加大债市波动，利率再次处于低位，如同去年 4-8 月期间，央行喊话叠加利率债操作，多次引发调整，但震荡下行趋势未改变。本周央行约谈更多机构后，公告暂停买债，引发大幅调整。目前债市仍旧面临供需不平衡，央行公告也同样表述了目前的情况，但央行此举目的与去年一样，均是防止下行速度过快而引发风险，同时稳汇率也为央行主要任务。接下来债市进入高波动时间，预计低位震荡，短期内虽下行空间有限，但在调整时仍有交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率多数上行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为 655.40 亿元，发行总额达 4,493.30 亿元，平均发行利率为 1.6013%，到期量为 3,837.90 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 2.76bp 报 1.6509%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 4.12bp 报 1.6270%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 8.24bp 报 1.6049%，9M 存单平均发行利率较上周下行 8.67bp 报 1.6209%。

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 3,527.08 亿元，环比增加 2,283.08 亿元，偿还量约 2,096.85 亿元，净融资额约 1,430.23 亿元，环比增加 1,079.55 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数上行，1 年期各评级信用债收益率上行 2.99bp~上行 3.99bp，3 年期各评级信用债收益率上行 2.96bp~上行 8.46bp，5 年期各评级信用债收益率下行 7.86bp~上行 8.03bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

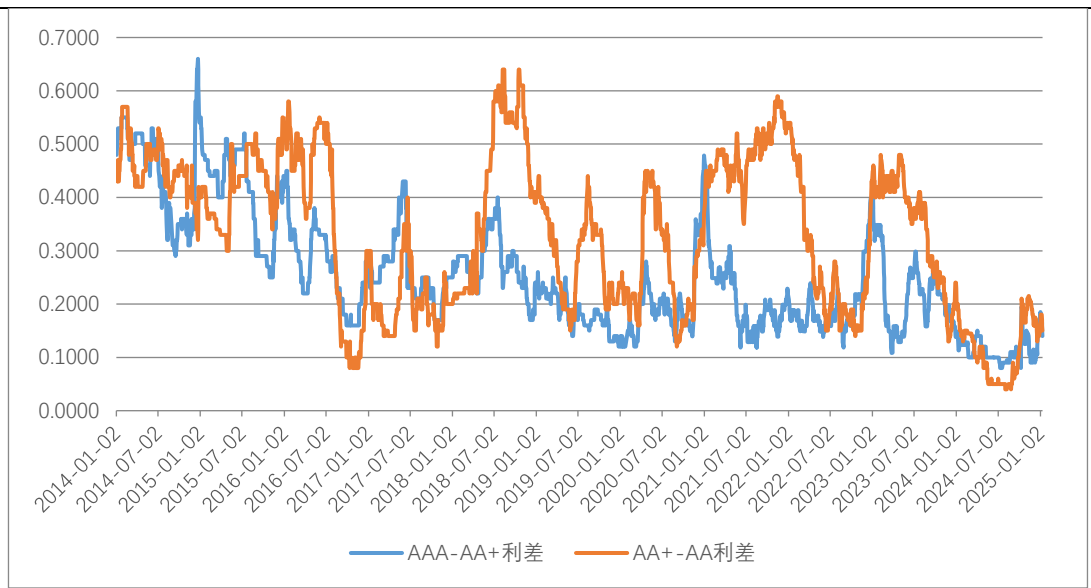
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.6694	0.10%	3.99
信用债(AAA):3 年	1.7693	0.20%	8.46
信用债(AAA):5 年	1.8777	0.20%	8.03
信用债(AA+):1 年	1.7644	0.10%	3.49
信用债(AA+):3 年	1.9093	0.10%	5.96
信用债(AA+):5 年	2.0276	0.10%	5.03
信用债(AA):1 年	1.8494	0.10%	2.99
信用债(AA):3 年	2.0593	0.10%	2.96
信用债(AA):5 年	2.2076	0.10%	-7.86

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 利差整体扩大 4.47bp、扩大 2.47bp、缩小 0.03bp，5Y-3Y 利差分别缩小 0.43bp、缩小 0.93bp、缩小 10.82bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp，较上周缩小 3bp，AA 与 AA+之间的利差为 15bp，较上周缩小 3bp。

图 6：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：今年有望再次演绎春节行情

1) 权益市场走势复盘：本周市场表现较弱，稳定风格表现较弱

上证指数 (-1.34%)、深证成指 (-1.02%)、沪深 300 (-1.13%)、创业板指 (-2.02%)、中证 500 (-1.08%)、中证 1000 (-1.43%) 表现较弱，科创 50 (0.93%) 表现较强。行业风格上，稳定风格表现较弱，下跌 2.76%。分行业来看，申万一级行业中综合、家用电器、有色金属表现较强，分别上涨 2.09%、2.09%、2.00%。商贸零售、煤炭、食品饮料表现较弱，分别下跌 6.57%、5.17%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11420.88 亿元，较上周减少 1926.11 元。

2) 权益市场展望：

如果将春节前后拆分成每 7 个自然日一组的固定时间区间，观察 2010 年至 2024 年每年各个区间内 A 股整体及风格涨跌幅的平均值和中位数情况。春节前 A 股平均表现为下跌，节前 28 个自然日万得全 A 累计涨跌幅平均数和中位数分别为-0.95%和-0.02%。风格上大盘显著跑赢小盘，价值和成长风格较为均衡。春节后 A 股平均表现为上涨，节后 28 个自然日万得全 A 累计涨跌幅平均数和中位数分别为+4.28%和+2.79%。风格上小盘显著跑赢大盘，价值和成长风格较为均衡。

拆分后来，A 股于春节前一周已提前开始见底反弹，风格上已经开始呈现小盘跑赢大盘的迹象。春节后 A 股持续上涨，小盘持续跑赢大盘。往后看，本次春节前后，市场或将再次演绎历史上的春节行情。

当前为国内政策真空期，特朗普即将于 1 月 20 日正式任命为美国总统，市场短期或将聚焦于中美关系的不确定上。结合上述春节前后 A 股表现及节奏，预计 A 股短期内或将维持震荡态势。春节前夕，特朗普上台后其对华政策有望将更加清晰，另一方面，节后临近两会，市场视野有望重回国内稳增长政策，因此 A 股有望于春节

前夕开启新一轮上涨。

历史数据显示,融资余额的变化往往略滞后于成交额的变化。此外,融资余额变化与小盘风格强弱较为一致,或因融资盘多为游资和个人投资者,而此类资金一般更倾向于小盘风格。11月中旬以来A股成交额趋势性回落,融资余额随后于12月底开始逐渐下降。后续成交量或将随市场情绪回落而缩量至春节前,之后或将再次放量,融资盘或也将先继续降温,直到节后再次恢复增长。因此,今年春节前后大小盘风格也有望按照往年节奏演绎,即目前至春节前仍以大盘风格为主,之后春节前后至两会小盘风格有望重新跑赢市场。

2025年“两新”政策加力扩围,明确财政支持规模大幅增加,并预下达810亿元支持消费品以旧换新衔接工作,消费品以旧换新政策支持范围在汽车、家电、数码产品等领域明显扩容,大规模设备更新政策在加力和扩围两方面同样都有增量的财政支持政策。结合内外部环境变化,预计两会公布的具体金额值得期待,后续随资金支持和配套措施逐步落地有拉动国内需求,促进国内经济稳步回升。

对于军工的整体节奏来说,“进二退一”或成为中长期常态,内部也将呈现出轮动与分化,短期急涨的子领域和个股或有波动风险,军工行业融资余额处于历史高位,也是造成波动的潜在因素。军工行业重回市场主舞台后,增量资金配置或将倾向于白马。

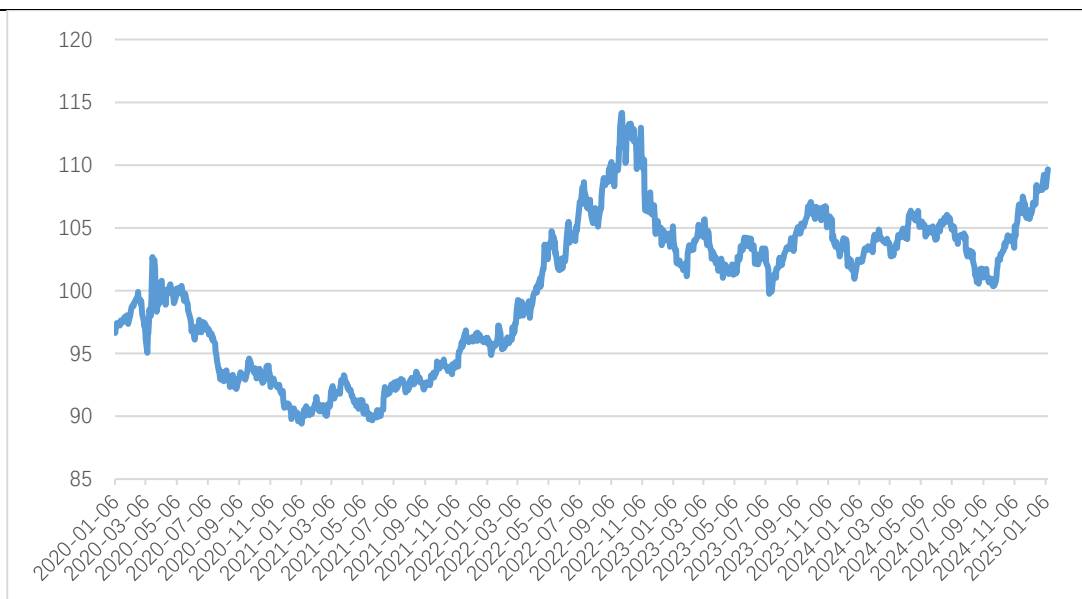
展望未来,政策层明确稳住股市。结构上,重提适度宽松的货币政策,短期红利板块有望跑赢市场。中期看,提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为2025年前两大工作任务,内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

3.2 美元指数分析:美国非农就业数据大幅超预期,FOMC纪要显示美联储对于未来降息趋于谨慎,美元指数本周上行

本周美元指数报109.6567,较上周上行0.7355。本周美国12月份就业数据公布,其中美国非农就业数据增加25.6万人,远超市场预期,同时失业率有所下行。数据公布后,市场对于美联储降息的预期进一步延后。本周美联储12月份FOMC会议纪要公布,纪要显示美联储已经接近适合放慢宽松节奏的时点,很多官员认为未来几个季度需要谨慎行事。其他主要经济体方面,日本央行行长本周发言称如果今年经济和通胀状况继续改善,将会继续加息。整体来看,美国非农就业数据大幅超预期,FOMC纪要显示美联储对于未来降息趋于谨慎,美元指数本周上行。

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 7：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