

宏观

美联储降息预期继续收缩

2025 年 01 月 13 日

宏观周报（1 月第 2 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量下跌。**①基本面方面，12 月通胀数据持平预期，核心 CPI 同比连续三个月小幅上行，显示出边际上积极信号，但食品端的拖累持续，PPI 同比降幅小幅收窄，整体回升趋势尚未形成。②政策方面，财政上，2025 年“两新”落地，部分内容低于市场预期，如对于手机等数码产品补贴限制了单件价格不超过 6000 元，单件补贴不超过 500 元。也有部分超预期的点，如对空调产品表示最多可补贴三件。整体而言未超市场预期。货币上，央行宣布暂停买入国债，叠加近期人民币贬值制约，市场预期适度宽松货币政策节奏延后。③海外方面，12 月美国非农就业数据大幅超预期，预计继续收缩今年美联储降息预期。
- 2) **固收：上周债市收益率上行。**①当周催化方面，人民币边际贬值压力推迟货币宽松节奏，央行宣布 1 月暂停购债，以及债市监管担忧均压制债市情绪，短端调整较为明显。但周五市场情绪有所改善，金监总局宣布建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，广谱利率下行的逻辑仍在。②在阶段性汇率压力较大，稳股市和稳经济压力相对较小时，宽松节奏延缓，同时监管对长债调控加码，边际上或减缓利率下行速度，但不改变中期方向。不过短期也需关注监管风险，不宜过于激进。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率上行、美元指数上涨、人民币贬值。**12 月议息会议纪要已经反映美联储对未来降息态度谨慎，美国经济、就业数据近期继续呈现出边际韧性。美国 2024 年 12 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.1，预期 53.3，前值 52.1。12 月美国非农就业数据大幅超预期，且失业率回落 0.1 个百分点，叠加薪资增速依旧保持粘性，环比持平于前值，整体反映美国雇佣需求边际走强，市场进一步定价通胀风险上行，降息预期收缩，市场对于今年降息时点推迟到 6 月以后，全年降息次数收缩至两次以内。
- 4) **上周事件：**12 月通胀数据持平预期、12 月美国非农数据大幅超预期。
- 5) **本周关注：**中国 12 月金融数据、中国 12 月进出口数据、美国 12 月 CPI、中国四季度 GDP 及 12 月经济数据。
- 6) **风险提示：**基本面恢复不及预期、稳增长政策不及预期、美联储超预期鹰派。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 12 月通胀数据持平预期，回升趋势尚未形成 4

 2.2 12 月美国非农数据大幅超预期 5

三、 当周关注 6

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 CPI 环比边际变化 4

Figure 3 PPI 环比边际变化 4

Figure 4 CPI 分项同比趋势 5

Figure 5 PPI 分项同比趋势 5

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量下跌，周均成交额 11421 亿元，环比缩量 1926 亿元。上证指数 -1.34%，深证成指 -1.02%，创业板指 -2.02%，万得全 A -0.97%；沪深 300 -1.13%，小市值指数 -0.54%；恒生指数 -3.52%，恒生科技指数 -3.23%。板块上，家用电器、有色金属、电子表现靠前，商贸零售、煤炭、食品饮料表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 基本面方面，12 月通胀数据持平预期，核心 CPI 同比连续三个月小幅上行，显示出边际上积极信号，但食品端的拖累持续，PPI 同比降幅小幅收窄，整体回升趋势尚未形成。2) 政策方面，财政上，2025 年“两新”落地，部分内容低于市场预期，如对于手机等数码产品补贴限制了单件价格不超过 6000 元，单件补贴不超过 500 元。也有部分超预期的点，如对空调产品表示最多可补贴三件。整体而言未超市场预期。货币上，央行宣布暂停买入国债，叠加近期人民币贬值制约，市场预期适度宽松货币政策节奏延后。3) 海外方面，12 月美国非农就业数据大幅超预期，预计继续收缩今年美联储降息预期。
固收	上周债市收益率整体上行，短端上行幅度较大。全周 T2503 下跌 0.21%，TL2503 下跌 0.17%，TF2503 下跌 0.43%。现券来看，10 年国债活跃券上行 1.9BP，30 年国债活跃券上行 1.5BP，10 年国开活跃券上行 0.5BP，5 年国开上行 9.25BP，3 年国开上行 12.25BP，1 年国开上行 5BP。 上周央行公开市场净回笼 2600 亿元，为连续四周净回笼。本周将有 309 亿元逆回购到期，周三还有 9950 亿元 MLF 到期。	1) 当周催化方面，人民币边际贬值压力推迟货币宽松节奏，央行宣布 1 月暂停购债，以及债市监管担忧均压制债市情绪，短端调整较为明显。但周五市场情绪有所改善，金监总局宣布建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，广谱利率下行的逻辑仍在。2) 在阶段性汇率压力较大，稳股市和稳经济压力相对较小时，宽松节奏延缓，同时监管对长债调控加码，边际上或减缓利率下行速度，但不改变中期方向。不过短期也需关注监管风险，不宜过于激进。
海外及其他	上周道纳指累计下跌 2.34%，标普 500 跌 1.94%，道指跌 1.86%，均连跌两周。美债方面，2 年期美债收益率上行 10bp 至 4.39%，10 年美债收益率上行 14bp 至 4.76%。汇率方面，美元指数周涨 0.68%报 109.6567，离岸人民币兑美元跌 53 个基点报 7.3635。大宗方面，美油期货涨 3.53%，COMEX 黄金期货涨 2.36%，LME 期铜涨 2.22%。	12 月议息会议纪要已经反映美联储对未来降息态度谨慎，美国经济、就业数据近期继续呈现出边际韧性。美国 2024 年 12 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.1，预期 53.3，前值 52.1。12 月美国非农就业数据大幅超预期，且失业率回落 0.1 个百分点，叠加薪资增速依旧保持粘性，环比持平于前值，整体反映美国雇佣需求边际走强，市场进一步定价通胀风险上行，降息预期收缩，市场对于今年降息时点推迟到 6 月以后，全年降息次数收缩至两次以内。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 12 月通胀数据持平预期，回升趋势尚未形成

事件：

中国 2024 年 12 月 CPI 同比上涨 0.1%，预期 0.1%，前值 0.2%。

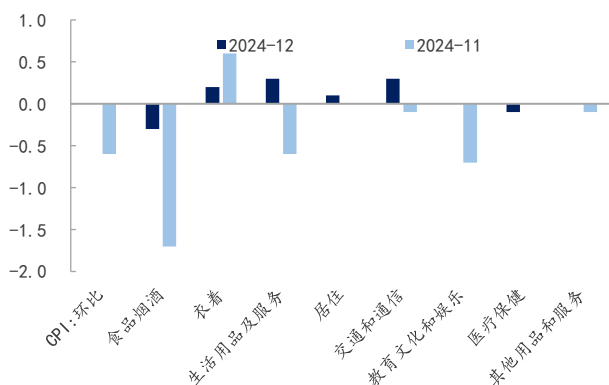
中国 2024 年 12 月 PPI 同比下降 2.3%，预期降 2.3%，前值降 2.5%。

点评：

CPI 全年同比 0.2%，与 23 年一致，全年 CPI 回升乏力，核心 CPI 从去年 0.7% 回落至 0.5%，对 CPI 拖累较为明显。核心 CPI 的拖累一是耐用品价格在供需错配、汽车家电等核心商品降价明显的情况下，整体较为低迷，二是在房地产市场持续低迷弹性有限、居民财富和收入预期偏弱的环境下，房租增速有限，其他核心消费需求也受到限制。CPI 一至四季度同比分布为 0%、0.3%、0.5%、0.2%，四季度 CPI 增速同比回落，但核心 CPI 同比连续三个月小幅上行，显示出边际上积极信号，四季度 CPI 拖累主要来自食品，鲜菜、肉类连续 3 个月环比下行。

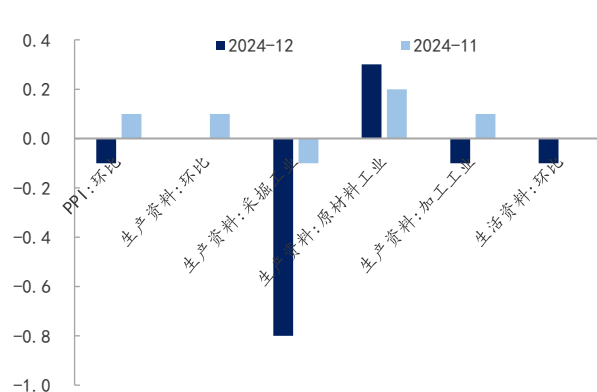
PPI 全年同比-2.2%，较 23 年-3.0% 降幅有所收窄，但弹性较为有限，主要一是地产投资持续低位运行、化债限制下地方主导基建持续偏弱，压制建筑系工业价格，二是新兴制造业供过于求，也持续拖累 PPI，三是国际大宗商品价格对 PPI 也时有拖累，另外生活资料方面耐用品价格偏弱对 PPI 也有拖累。PPI 一至四季度同比分布为-2.7%、-1.6%、-1.8%、-2.6%，在上述因素影响持续下，四季度降幅再度扩大，回升趋势尚未形成。

Figure 2 CPI 环比边际变化



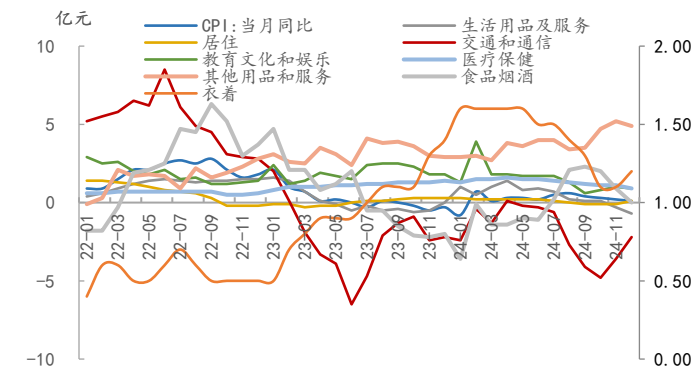
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PPI 环比边际变化



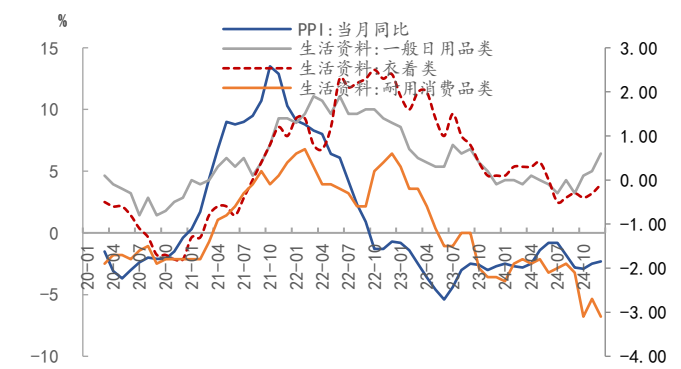
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 CPI 分项同比趋势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 PPI 分项同比趋势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 12 月美国非农数据大幅超预期

事件：

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%。

点评：

非农就业数据公布前，12 月议息会议纪要已经反映美联储对未来降息态度谨慎，且美国经济、就业数据近期都呈现出边际韧性，市场对今年降息预期已经明显收缩。而 12 月美国非农就业数据大幅超预期，且失业率回落 0.1 个百分点且主要由永久失业的回落贡献，叠加薪资增速依旧保持粘性，环比持平于前值，整体反映美国雇佣需求边际走强，市场进一步定价通胀风险上行，降息预期收缩，市场对于今年降息时点推迟到 6 月以后，全年降息次数收缩至两次以内。数据公布后，美股三大股指走跌，美债利率、美元指数上行。

三、当周关注

日期	事件
1 月 13 日（周一）	中国 12 月 M2:同比(%): 前值 7.10, 预期 7.30 中国 12 月新增人民币贷款(亿元): 前值 5,800.00, 预期 8,750.00 中国 12 月 M1:同比(%): 前值-3.70, 预期-3.33 中国 12 月社会融资规模:当月值(亿元): 前值 23,262.00, 预期 22,033.86 中国 12 月社会融资规模存量:同比(%): 前值 7.80, 预期 7.97 中国 12 月出口金额:当月同比(%): 前值 6.70, 预期 7.14 中国 12 月进口金额:当月同比(%): 前值-3.90, 预期-1.02
1 月 15 日（周四）	21:30 美国 12 月 CPI:未季调:同比(%): 前值 2.70 21:30 美国 12 月 CPI:季调:环比(%): 前值 0.30
1 月 17 日（周五）	10:00 中国 12 月固定资产投资:累计同比(%): 前值 3.30, 预期 3.38 10:00 中国 12 月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 3.00, 预期 3.49 10:00 中国 12 月工业增加值:当月同比(%): 前值 5.40, 预期 5.50 10:00 中国第四季度 GDP:当季同比(%): 前值 4.60, 预期 5.07

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。