

宏观和大类资产配置周报

2025 年的第一个预期：美联储 1 月可能不降息

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：**2024 年 12 月 CPI 同比增长 0.1%，PPI 同比下降 2.3%。
- **要闻：**2025 年加力扩围实施“两新”政策新举措发布；国家发改委发布《全国统一大市场建设指引（试行）》；中共中央、国务院发布《关于深化养老服务改革发展的意见》；2025 年春运将从 1 月 14 日开始，到 2 月 22 日结束，为期 40 天。

资产表现回顾

- **受美元走强影响，人民币资产价格出现普遍调整。**本周沪深 300 指数下跌 1.13%，沪深 300 股指期货下跌 0.99%；焦煤期货本周下跌 5.34%，铁矿石主力合约本周下跌 1.89%；股份制银行理财预期收益率下跌 1BP 至 1.85%，余额宝 7 天年化收益率下跌 5BP 至 1.22%；十年国债收益率上行 3BP 至 1.63%，活跃十年国债期货本周下跌 0.27%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**美国劳工统计局报告显示，美国 2024 年 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，远超预期的 16 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%。就业数据表明，美国经济基本面依然强劲，由此带来海外市场预期调整，认为 2025 年 1 月美联储或大概率不降息，并且受强劲的就业数据影响，2025 年当中，美联储或需要看到更多通胀如期回落的数据，才会继续落地降息。受非农就业数据影响，周五美元指数收于 109.66，本周上涨 0.68%，十年美债收益率周五收于 4.77%，本周上行 17BP。如果 2025 年美联储降息时点和幅度的市场预期开始下降，或意味着美元指数进一步受强劲的基本面支持，延续较强的上行趋势，同时美债收益率维持在较高水平难以有效回落。对全球风险资产来说，一方面强劲的美元和偏高的美债利率，将给全球风险资产价格带来调整压力，另一方面也同时取决于全球经济增长前景带来的国际需求变化，以及本地区经济基本面的韧性和增长潜力。我们维持看好人民币资产的观点。
- **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。

本期观点（2025.1.12）

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

相关研究报告

《基于公募重仓的“黑白马股”因子专题》

20250107

《中银量化大类资产周报》20250105

《低通胀惯性仍是主要矛盾》20250105

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

目录

一周概览	4
人民币资产价格调整	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：机构投资者布局 2025	9
债券：十年国债收益率保持在较低水平	10
大宗商品：受国际大宗商品价格相对强劲提振	11
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方下行	12
外汇：美元指数继续走强	12
港股：1 月美联储或暂停降息	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（2025.1.12）	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（2025.1.12）	15

一周概览

人民币资产价格调整

受美元走强影响，人民币资产价格出现普遍调整。本周沪深 300 指数下跌 1.13%，沪深 300 股指期货下跌 0.99%；焦煤期货本周下跌 5.34%，铁矿石主力合约本周下跌 1.89%；股份制银行理财预期收益率下跌 1BP 至 1.85%，余额宝 7 天年化收益率下跌 5BP 至 1.22%；十年国债收益率上行 3BP 至 1.63%，活跃十年国债期货本周下跌 0.27%。

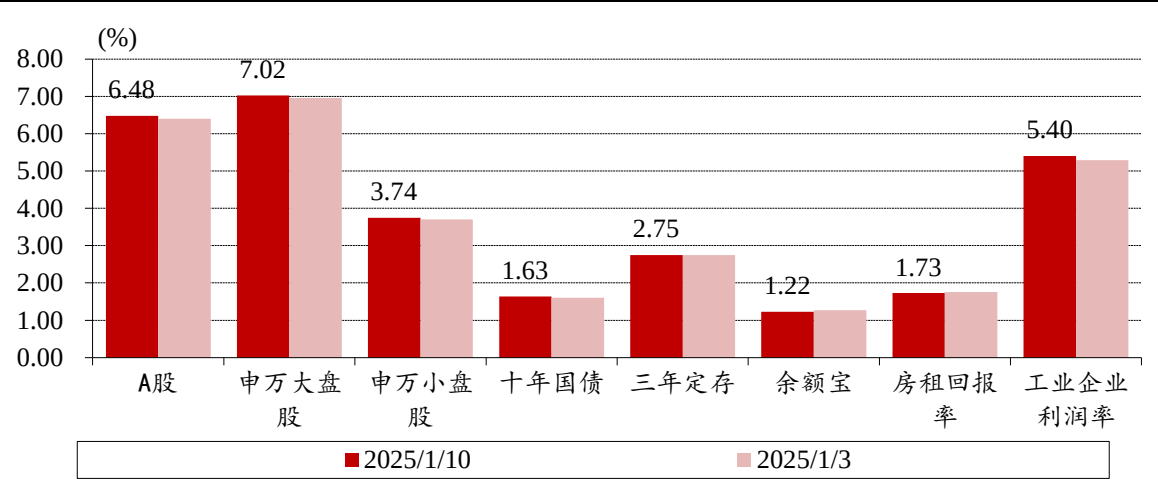
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 -1.13%	债券	10 年国债到期收益率 1.63%/本周变动 +3BP
	沪深 300 期货 -0.99%		活跃 10 年国债期货-0.27%
本期评论：关注增量政策落实情况		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：低配	
大宗	铁矿石期货 -1.89%	保守	余额宝 1.22%/本周变动 -5BP
	焦煤期货 -5.34%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 -1BP
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

2024 年 12 月通胀符合预期但同比增速偏低。本周 A 股指数普跌，大盘股估值下行幅度小于小盘股。本周央行在公开市场净回笼 2600 亿元，资金面整体宽松，拆借资金利率在较低水平上波动，周五 R007 利率收于 1.79%，周五 GC007 利率收于 1.74%。本周十年国债收益率收于 1.63%，较上周五上行 3BP。2024 年 12 月通胀同比增速符合万得一致预期，但增速水平偏低，主要反映出内需依然不足的客观情况，我们维持年度报告中对通胀走势的预期展望，认为 2025 年 CPI 同比和 PPI 同比都将保持上行趋势，但也难明显走强。

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。

美元指数行至 109 上方，带动全球风险资产价格出现调整。股市方面，本周 A 股主要指数普跌，跌幅较小的指数是中小板指（-0.45%），领跌的指数是创业板指（-2.02%）；港股方面恒生指数下跌 3.52%，恒生国企指数下跌 3.65%，AH 溢价指数上行 0.84%收于 143.97；美股方面，标普 500 指数本周下跌 1.94%，纳斯达克下跌 2.34%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.21%，中债国债指数下跌 0.31%，金融债指数下跌 0.23%，信用债指数下跌 0.03%；十年美债利率上行 17 BP，周五收于 4.77%。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 5 BP，周五收于 1.22%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 3.53%，收于 76.57 美元/桶；COMEX 黄金上涨 2.36%，收于 2717.40 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.38%，LME 铜上涨 2.22%，LME 铝上涨 3.01%；CBOT 大豆上涨 3.50%。美元指数上涨 0.68%收于 109.66。VIX 指数上行至 19.54。本周美元指数保持强势，同时美国 2024 年 12 月非农就业数据表现较好，带动十年美债收益率上行，周五收于 4.77%。

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	2025/1/6 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/1/10 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,168.52	(1.34)	(5.55)	(5.47)	(5.47)
	399001.SZ	深证成指	9,795.94	(1.02)	(7.16)	(5.94)	(5.94)
	399005.SZ	中小板指	6,048.00	(0.45)	(6.79)	(5.24)	(5.24)
	399006.SZ	创业板指	1,975.30	(2.02)	(8.57)	(7.76)	(7.76)
	881001.WI	万得全 A	4,735.17	(0.97)	(7.00)	(5.71)	(5.71)
	000300.SH	沪深 300	3,732.48	(1.13)	(5.17)	(5.14)	(5.14)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	247.97	(0.21)	0.59	0.23	0.23
	CBA00603.C	中债国债	246.41	(0.31)	0.69	0.20	0.20
	CBA01203.C	中债金融债	246.03	(0.23)	0.34	0.05	0.05
	CBA02703.C	中债信用债	221.28	(0.03)	0.24	0.12	0.12
	885009.WI	货币基金指数	1,711.85	0.02	0.03	0.04	0.04
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	76.57	3.53	4.92	6.76	6.76
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,717.40	2.36	0.79	2.89	2.89
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,202.00	(2.38)	(0.37)	(3.32)	(3.32)
	CA.LME	LME 铜	9,073.50	2.22	(0.99)	3.48	3.48
	AH.LME	LME 铝	2,568.50	3.01	(2.50)	0.67	0.67
	S.CBT	CBOT 大豆	1,026.50	3.50	0.20	1.58	1.58
货币	-	余额宝	1.22	-5 BP	3 BP	-4 BP	-4 BP
	-	银行理财 3M	1.81	-2 BP	5 BP	-2 BP	-2 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	109.66	0.68	0.84	1.08	1.08
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.33	(0.32)	(0.14)	(0.46)	(0.46)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.55	(0.24)	1.05	0.69	0.69
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.65	0.14	(0.56)	0.58	0.58
港股	HSL.HI	恒生指数	19,064.29	(3.52)	(1.64)	(4.96)	(4.96)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,898.15	(3.65)	(2.00)	(5.37)	(5.37)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	143.97	0.84	(0.80)	0.97	0.97
美国	SPX.GI	标普 500	5,827.04	(1.94)	(0.48)	(0.93)	(0.93)
	IXIC.GI	NASDAQ	19,161.63	(2.34)	(0.51)	(0.77)	(0.77)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.77	17 BP	-2 BP	19 BP	19 BP
	VIX.GI	VIX 指数	19.54	21.14	1.13	12.62	12.62
	CRB.RB	CRB 商品指数	305.97	3.10	1.80	3.12	3.12

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/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

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。

中共中央、国务院发布《关于深化养老服务改革发展的意见》，目标是到 2029 年，养老服务网络基本建成；到 2035 年，全体老年人享有基本养老服务。《意见》首次提出加快健全覆盖城乡的三级养老服务网络，首次提出养老机构分类改革。

2025 年加力扩围实施“两新”政策新举措发布。设备更新支持范围新增电子信息、安全生产、设施农业等领域，并进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新等补贴标准；新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲以旧换新及手机、平板、智能手表手环购新补贴，将符合条件的国四排放标准燃油车纳入报废更新补贴范围。

国家发改委发布《全国统一大市场建设指引（试行）》，多措并举加快建设全国统一大市场。《指引》明确，不得违法开展异地执法或实行异地管辖，依法防止和纠正逐利性执法司法活动；加快制定出台金融基础设施监督管理办法；全面取消在就业地参保户籍限制。

国务院办公厅印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，从 7 方面提出 25 条具体措施，促进政府投资基金高质量发展，这是国家层面首次出台促进政府投资基金发展的文件。《指导意见》明确建立健全容错机制，从顶层制度层面为基金及管理机构“松绑”；要发展壮大长期资本、耐心资本，合理确定政府投资基金存续期，发挥基金作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用，积极引导全国社会保障基金、保险资金等长期资本出资；在需要长期布局的领域，可采取接续投资方式，确保投资延续性。

中央财政近日已经预下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元。发改委表示，今年超长期特别国债用于支持“两新”政策总规模比去年有大幅增加，具体数额将在全国两会期间对外公布。

财政部有关负责人介绍，2024 年全年财政收入可以完成预算目标，全年可实现收支平衡。2025 年财政政策方向是清晰明确的，非常积极，将支持全方面扩大国内需求，赤字规模将有较大幅度增加，并将加大财政政策与货币政策的协调力度。另外，2025 年 2 万亿元隐性债务置换债券已启动发行。在 2025 年新增发行专项债额度内，地方可按需安排收储土地和存量商品房。

三部门印发《国家数据基础设施建设指引》，目标是到 2029 年，基本建成国家数据基础设施主体结构。国家数据局副局长沈竹林表示，据业界初步估算，数据基础设施未来五年将带动两万亿元投资。

两部门印发《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025-2027 年）》提出，支撑 2025-2027 年年均新增 2 亿千瓦以上新能源的合理消纳利用，全国新能源利用率不低于 90%。

2025 年春运将从 1 月 14 日开始，到 2 月 22 日结束，为期 40 天。交通运输等部门预计，全社会跨区域人员流动将达到 90 亿人次。其中，自驾出行预计达到 72 亿人次，高速公路车流量单日峰值或创历史新高。

中国人民银行最新数据显示，截至目前，再贷款支持科技创新和设备更新签约规模近 1 万亿元。下一步，央行将进一步优化再贷款流程，扩大设备更新贷款规模。

四部门联合开展产品碳足迹标识认证试点工作，选取锂电池、光伏、钢铁、电解铝、纺织品、电子电器、轮胎、水泥、磷铵、木制品 10 类重点产品开展试点。

商务部认定，欧盟依据《外国补贴条例》及其实施细则对中国企业调查中采取的相关做法构成贸易投资壁垒。商务部将视情况通过双边磋商等措施，要求欧方调整或改变相关做法。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周有不同程度的下降，螺纹钢、线材开工率分别变动-0.66个百分点和-6.42个百分点；建材社会库存连续两周上升，本周升幅较前一周有所放大，变动12.77万吨。1月8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、华北和西北地区开工率较前一周上升，华南和东北地区开工率较前一周均出现较明显下降。

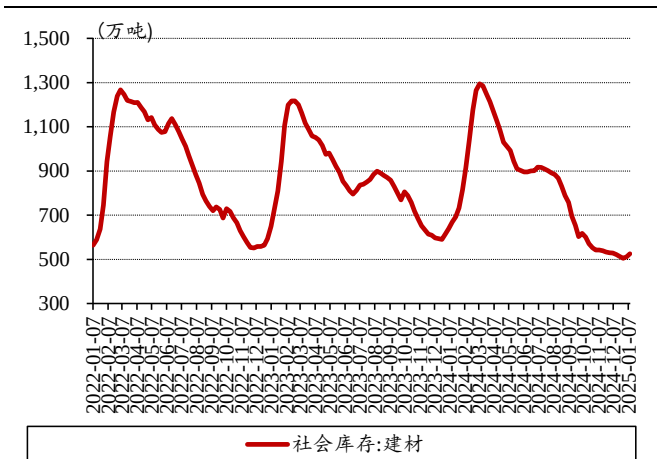
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	38.67	(0.66)	(3.32)
	线材：主要钢厂开工率（%）	40.68	(6.42)	(7.57)
石油沥青装置	开工率:华东地区	24.50	6.20	(8.30)
	开工率:华北地区	28.70	8.20	(9.50)
	开工率:华南地区	27.90	(8.40)	3.70
	开工率:东北地区	14.40	(2.10)	(4.50)
	开工率:西北地区	26.50	5.80	5.60

资料来源：万得，中银证券

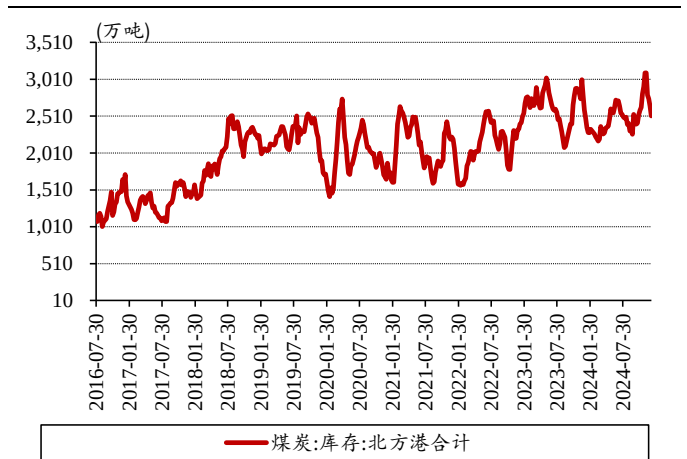
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 2.20%。原油库存方面，1月3日当周，美国 API 原油库存连续四周下降，本周环比下降 402.2 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



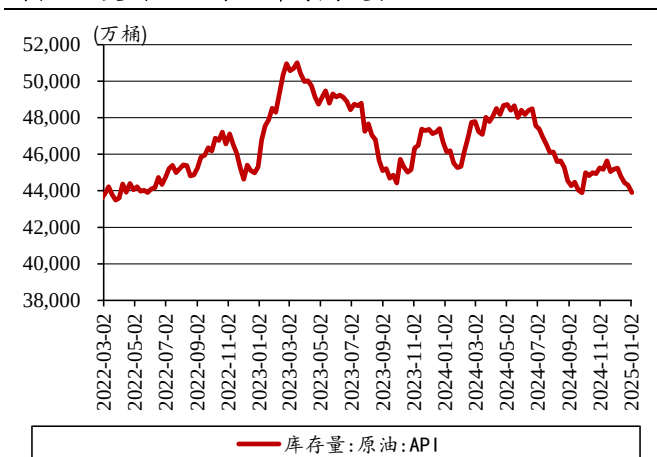
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



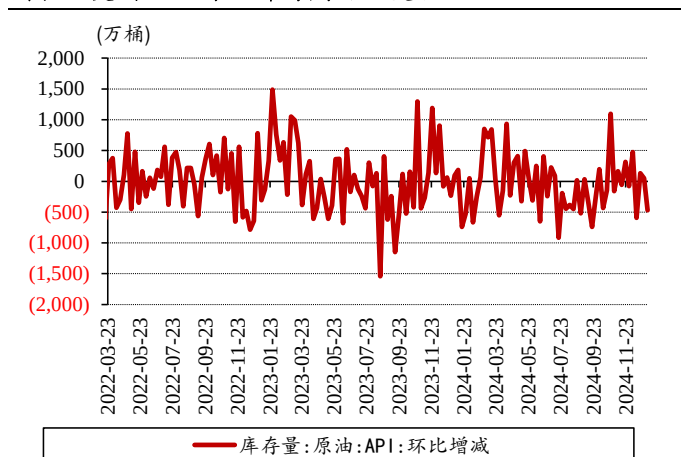
资料来源：同花顺，中银证券

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

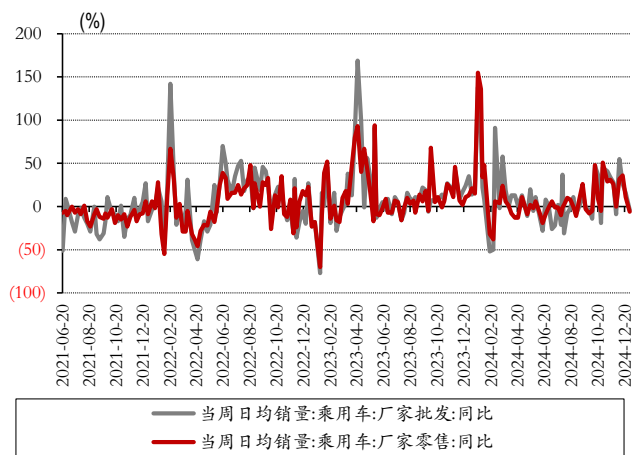


资料来源：万得，中银证券

商品房成交月初环比下降。1月5日当周，30大城市商品房成交面积环比下降，单周成交面积环比变动-183.29万平方米。30大中城市商品房成交面积在月初出现环比下滑，或存在元旦假期的影响，从趋势来看，30大中城市商品房当周成交面积自2024年10月以来整体仍在上行趋势当中。

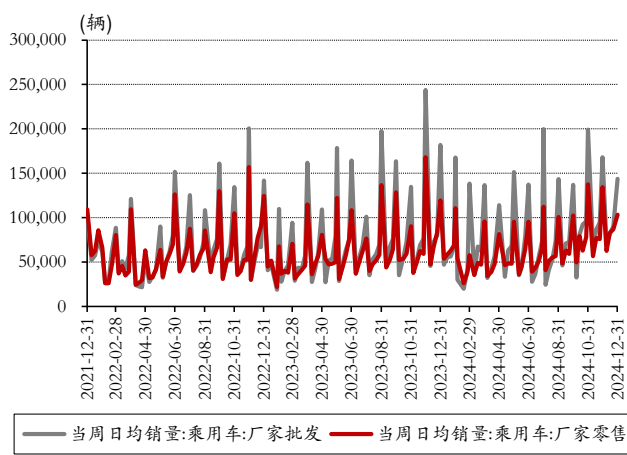
汽车方面，2024年12月31日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-4.00%和-6.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：机构投资者布局 2025

财政补贴消费或是市场短期关注点。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括中小板指（-0.45%）、上证 180（-0.89%）、万得全 A（-0.97%），领跌的指数包括上证红利（-3.29%）、创业板指（-2.02%）、中证 1000（-1.43%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有家电（2.33%）、有色金属（1.99%）、电子元器件（1.67%），领跌的行业有商贸零售（-6.63%）、煤炭（-5.15%）、餐饮旅游（-3.99%）。本周在美元走强影响下，人民币资产价格整体处于调整当中。

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（%）	
中小板指	(0.45)	家电	2.33	机器人指数	4.30
上证 180	(0.89)	有色金属	1.99	稀土永磁指数	3.99
万得全 A	(0.97)	电子元器件	1.67	工业 4.0 指数	3.91
中证 1000	(1.43)	餐饮旅游	(3.99)	煤电重组指数	(4.10)
创业板指	(2.02)	煤炭	(5.15)	丝绸之路指数	(4.38)
上证红利	(3.29)	商贸零售	(6.63)	新零售指数	(4.45)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

车联网 | 车联网安全新国标《车联网网络安全异常行为检测机制》（标准号 GB/T 45181-2024）已正式发布，并将从 4 月 1 日起正式实施。

储能 | 上海发文推动新型储能创新发展，提出到 2030 年，引育结合形成千亿级规模领军企业，力争应用规模超过 200 万千瓦，实现尖峰负荷全削减。

快递 | 国家邮政局透露，2024 年我国快递业务量达到 1745 亿件、快递业务收入 1.4 万亿元，同比分别增长 21%、13%。预计 2025 年快递业务量、业务收入分别完成 1900 亿件、1.5 万亿元，增速 8% 左右。

人工智能 | 国务院国资委副主任谭作钧指出，要大力发展人工智能，推动中央企业高质量发展。深入实施“AI+”行动，强化人工智能赋能千行百业、驱动科技创新。

养老产业 | 中共中央、国务院发布《关于深化养老服务改革发展的意见》，目标是到 2029 年，养老服务网络基本建成；到 2035 年，全体老年人享有基本养老服务。

通信 | 工信部发布通知提出到 2025 年底，在有条件、有基础的城市和地区，聚焦小区、工厂、园区等重点场景，开展万兆光网试点。

新能源 | 两部门印发《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025-2027 年）》提出，支撑 2025-2027 年年均新增 2 亿千瓦以上新能源的合理消纳利用，全国新能源利用率不低于 90%。

电子 | 有“科技界春晚”之称的全球消费电子展 2025 将于北京时间 1 月 7 日-10 日在美国拉斯维加斯举行，人工智能无疑将是本次展会的重头戏。

医疗器械 | 国办印发《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》提出，加大对药品医疗器械研发创新的支持力度；提高药品医疗器械审评审批质效，加快临床急需药品医疗器械审批上市；支持医药产业扩大对外开放合作，优化药品医疗器械进口审批，支持药品医疗器械出口贸易。

冰雪旅游 | 2025 中国冰雪旅游海外推广季在哈尔滨启动。中外与会嘉宾在致辞中表示，中国冰雪旅游的资源得天独厚，未来发展前景可观，应在游客互推、冰雪研发、项目开发等方面加强国际合作，共享冰雪旅游的发展机遇。

债券：十年国债收益率保持在较低水平

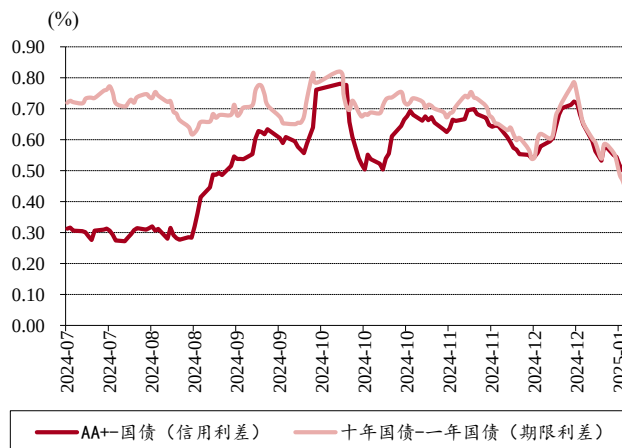
宽松的货币政策虽然没有落地，但预期已经影响债市收益率维持在较低水平。十年期国债收益率周五收于 1.63%，本周上行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.65%，较上周五持平。本周期限利差下行 15BP 至 0.44%，信用利差下行 7BP 至 0.51%。

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

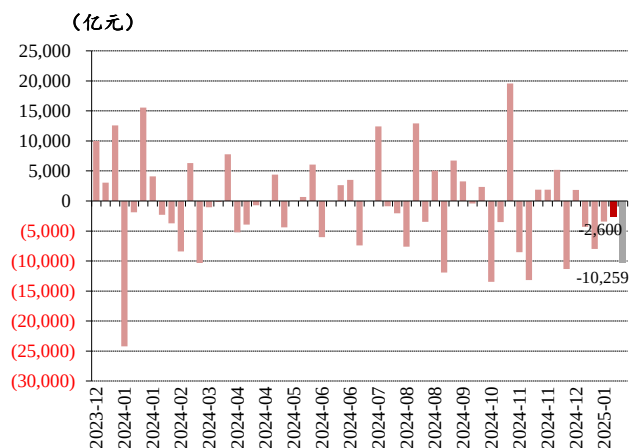
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

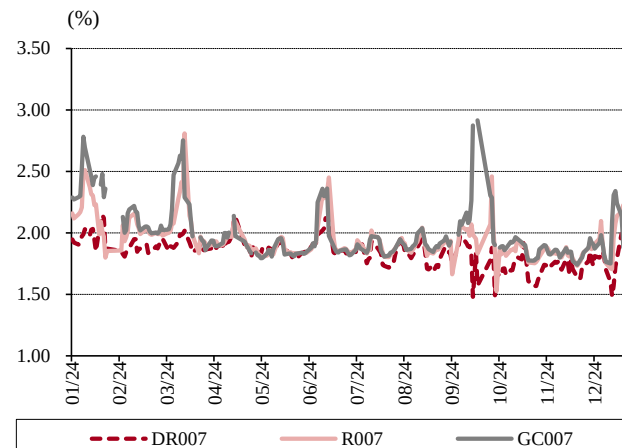
拆借利率整体仍在偏低水平。从利率水平看，周五 R007 收于 1.79%，周五 GC007 收于 1.74%。本周央行在公开市场净回笼 2600 亿元，拆借利率保持在偏低水平。央行 2025 年工作会议上提及“择机降准降息”，引起市场关注，考虑到 2025 年 1 月 15 日将有 9950 亿元 MLF 资金到期，如果春节假期前有望落地降准降息，则对冲 MLF 到期或是一个重要的时间窗口。

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）

截至本周二，今年以来全球政府和企业发债融资规模已达到约 1845 亿美元，企业债利差也降至近 30 年来最低水平。市场预计，1 月后续发债热潮还将延续，企业债会比政府债更受欢迎。

央行公告称，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，决定 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。

金融监管总局向业内下发通知，提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。中国保险行业协会发布当前预定利率研究值为 2.34%，多家险企公告维持预定利率最高值不变。

大宗商品：受国际大宗商品价格相对强劲提振

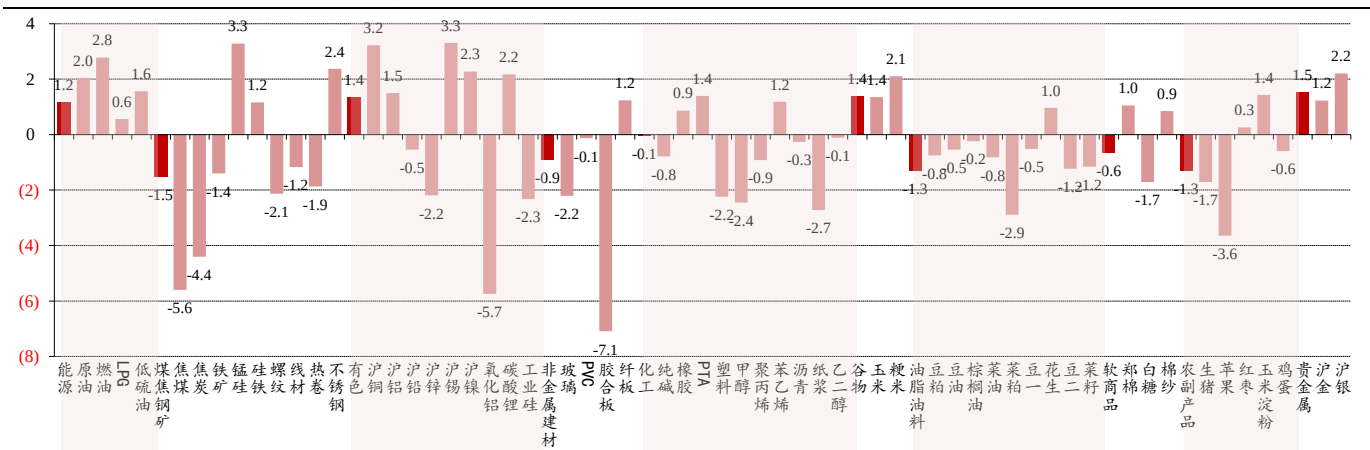
大宗商品内部价格分化。本周商品期货指数上涨 0.98%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（1.53%）、谷物（1.37%）、有色金属（1.36%）、能源（1.16%），下跌的有化工（-0.05%）、非金属建材（-0.92%）、油脂油料（-1.3%）、煤焦钢矿（-1.54%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪锡（3.3%）、锰硅（3.28%）、沪铜（3.22%），跌幅靠前的则有胶合板（-7.09%）、氧化铝（-5.74%）、焦煤（-5.6%）。本周国际大宗商品中原油、黄金、铜铝、大豆价格都有不同程度上涨，对国内大宗价格形成一定提振。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +0.98%	能源 +1.16%	煤焦钢矿 -1.54%
有色金属 +1.36%	非金属建材 -0.92%	化工 -0.05%
谷物 +1.37%	油脂油料 -1.3%	贵金属 +1.53%

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）

调查结果显示: OPEC 在 2024 年 12 月份减产石油 12 万桶/日, 产量为 2705 万桶/日; 阿联酋对 OPEC+ 石油减产协议的执行情况改善。

美国宣布对俄罗斯实施新一轮制裁, 涉及该国两家最大石油公司及 183 艘油轮。英国政府对俄罗斯两大石油巨头——俄罗斯天然气工业股份公司和苏尔古特油气公司实施制裁。两家公司处理了俄罗斯超过四分之一的海运石油出口。

修订版《对外直接投资统计制度》公布, 需报送的金属矿产新增稀土、钛矿、锆矿、钽矿, 非金属矿产新增晶质石墨、非晶质石墨、硼、萤石。

农业农村部研究部署粮油作物大面积单产提升工作, 聚焦玉米、水稻、小麦、大豆、油菜 5 大重点作物, 让大面积单产提升技术真正落到田间地块。

印度正考虑解除对包括小麦和未加工大米在内的 7 种农产品期货交易的 3 年禁令。

印度大米库存在 1 月初创下历史新高, 达到 6090 万吨, 为政府目标的 8 倍。小麦库存为 1840 万吨, 高于政府目标 1380 万吨, 但远低于五年平均水平 2670 万吨。

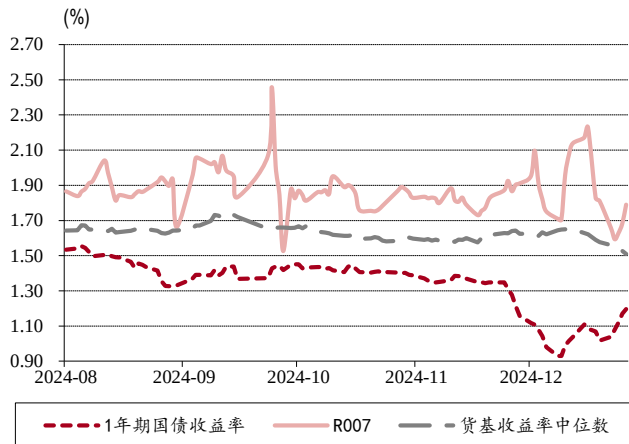
世界黄金协会报告称, 2024 年全球黄金 ETF 四年来首次录得年度资金流入 (34 亿美元), 12 月份录得 7.78 亿美元资金流入, 为 2019 年以来首次在 12 月录得资金流入。

印度政府数据显示, 印度 2024 年 4 月至 11 月的黄金进口额从之前估计的 490.6 亿美元修订为 373.8 亿美元。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方下行

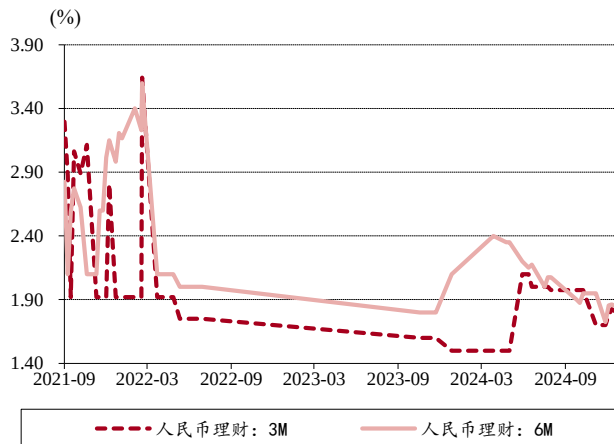
货币基金收益率在 2024 年 12 月之后持续下行。本周余额宝 7 天年化收益率下行 5BP，周五收于 1.22%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 1BP 收于 1.85%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.51%。

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

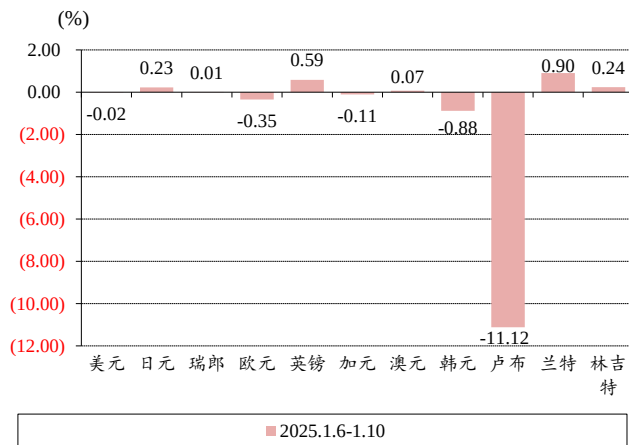


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数继续走强

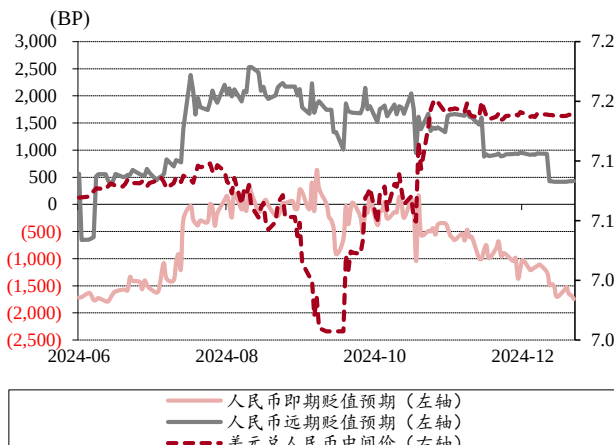
人民币兑美元中间价本周上行 13BP，至 7.1891。本周人民币对兰特(0.9%)、英镑(0.59%)、林吉特(0.24%)、日元(0.23%)、澳元(0.07%)、瑞郎(0.01%) 升值，对美元(-0.02%)、加元(-0.11%)、欧元(-0.35%)、韩元(-0.88%)、卢布(-11.12%) 贬值。美国 2024 年 12 月非农就业数据好于预期，1 月美联储或暂停降息。

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）

中国人民银行公布数据显示，2024 年 12 月末黄金储备 7329 万盎司，环比增加 33 万盎司，连续两个月扩大黄金储备。

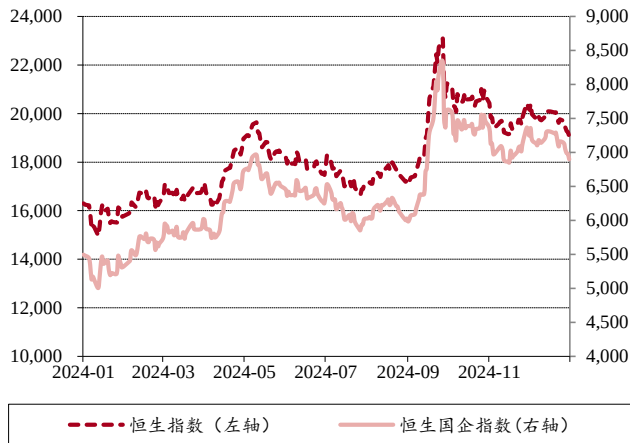
外汇局统计显示，截至 2024 年 12 月末，我国外汇储备规模为 32024 亿美元，较 11 月末下降 635 亿美元，降幅为 1.94%。

日本财务省发布数据显示，截至 2024 年 12 月底，日本外汇储备规模为 12307 亿美元，同比减少 639 亿美元，为两年来首次下降，达到自 2022 年以来的最低水平。

港股：1月美联储或暂停降息

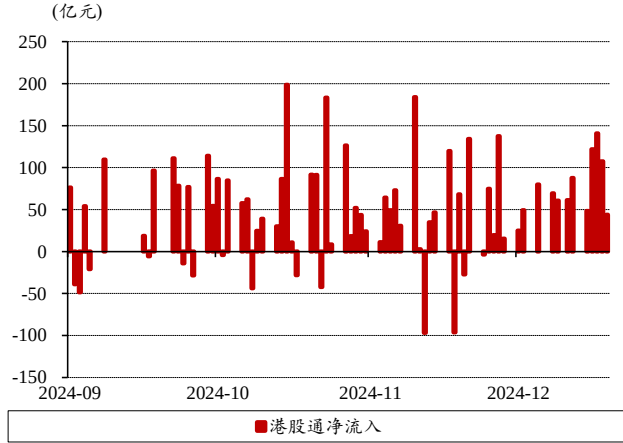
美国 2024 年 12 月非农就业数据较好，2025 年 1 月或暂停降息。行业方面本周上涨的仅有原材料业（2.56%），跌幅靠前的有资讯科技业（-7.89%）、非必需性消费（-4.21%）、地产建筑业（-3.9%）。本周南下资金总量 462.43 亿元。

图表 23. 恒指走势



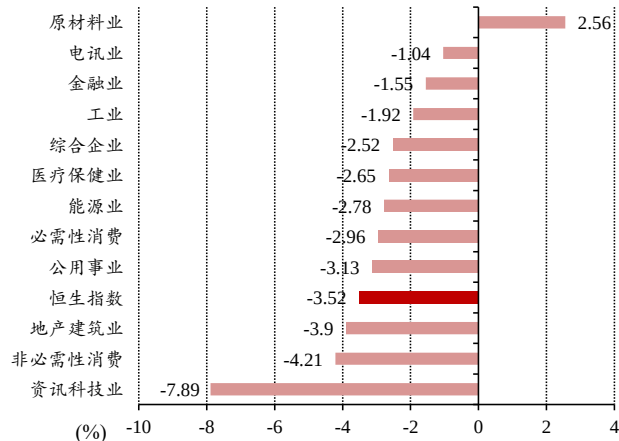
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



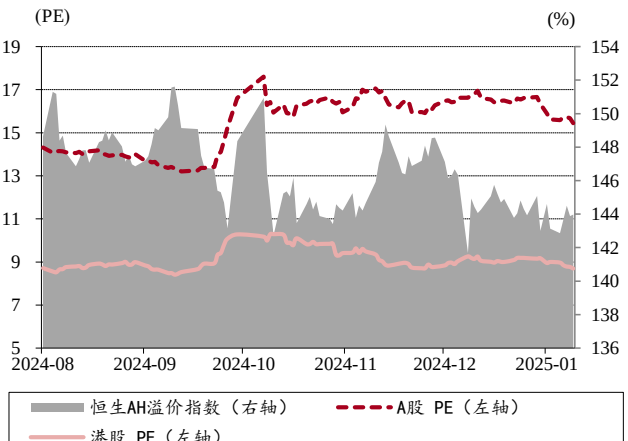
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 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）

美联储货币政策会议纪要显示，与会者表示，如果数据能如预期般表现，将适宜继续逐步向更为中性的政策立场迈进；美联储已处于或接近适合放慢宽松步伐的时点；许多官员认为“未来几个季度”需要谨慎行事。“美联储传声筒”Nick Timiraos 指出，会议纪要表明官员们普遍愿意在本月按兵不动。

美联储理事鲍曼表示，倾向于保持谨慎态度；支持将去年 12 月份的降息视为政策重新调整的“最后一步”；通胀水平仍然较高，存在上行风险，经济复苏进展停滞。

美联储施密德表示，利率政策可能“接近”长期所需水平；任何进一步的降息应当逐步进行，并且需依据数据；希望进一步缩减资产负债表；美联储“相当接近”实现其两个使命。

美联储柯林斯表示，鉴于就业数据强劲且通胀挥之不去，她目前更倾向于 2025 年减少降息次数。

美联储哈克表示，官员们今年有望下调利率，但具体时间将取决于经济形势。他表示，让通胀回到 2% 目标的时间比预期要长，而且进展不均衡。

日本央行行长植田和男重申，如果今年经济和通胀状况继续改善，将会继续加息。他表示，下次加息的时机将取决于经济、通胀和金融状况。

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，交易员将美联储下次降息的预期时间推迟到 10 月。

加拿大去年 12 月就业人数增加 9.1 万，为 2023 年 1 月以来最大增幅，远超预期 2.5 万。失业率下降 0.1 个百分点至 6.7%。交易员下调加拿大央行降息预期。

美国 2024 年 12 月 ADP 就业人数 12.2 万人，创 2024 年 8 月以来最低水平，预期 14 万人，前值 14.6 万人。

美国上周初请失业金人数减少 1 万人至 20.1 万人，为 2024 年 2 月 17 日当周以来新低，预期为 21.8 万人。

美国 2024 年 12 月挑战者裁员人数为 38,792 人，全年累计为 761,358 人。其中，汽车公司 12 月份裁员 2,399 人，全年累计达到 48,219 人，比之前一年增长 43.2%。

欧元区 2024 年 12 月 CPI 同比上涨 2.4%，高于 11 月的 2.2%，核心通胀率为 2.7%，服务业通胀也小幅上升至 4%。德国和西班牙的物价涨幅超出预期，法国低于预期，意大利则意外放缓。

消息称美国拜登政府计划对人工智能芯片出口实施新的限制措施。英伟达、美国半导体协会（SIA）、美国信息技术产业委员会（ITIC）均表示反对。SIA 强调，该法规可能会严重削弱美国在半导体技术和先进人工智能系统方面的领导地位和竞争力。

联合国发布《2025 年世界经济形势与展望》报告预测，2025 年全球经济增长率将维持在 2.8%，与 2024 年持平。尽管全球经济展现出较强的韧性，经受住了一系列相互叠加的冲击，但增长水平仍低于疫情前 3.2% 的平均水平，主要受到投资疲软、生产率增长乏力以及高债务水平的制约。

美国候任总统特朗普正在考虑宣布国家经济紧急状态，以为对盟友和对手实施大范围的普遍关税提供法律依据。消息人士称，目前尚未最终决定是否宣布全国紧急状态。特朗普团队仍在探索其他法律途径，包括使用美国贸易法第 338 条的可能性，以支持其竞选期间提出的关税政策。

在海湖庄园举行的新闻发布会上，美国当选总统特朗普呼吁用经济手段吸收加拿大为美国的一部分，且不排除使用武力夺取巴拿马运河和格陵兰岛。

日本工人的基本薪资创下 32 年来最大涨幅，日本央行加息预期升温。数据显示，日本 2024 年 11 月基本工资同比增长 2.7%，推动名义工资增长 3%，超出经济学家的预期。

外资巨头突然密集上调中国资产评级。高盛宣布上调多家中国银行股评级，将农业银行、工商银行评级上调至“中性”，中国银行和招商银行上调至“买入”。同时，高盛还将海螺水泥、中国建材、中国铝业评级上调至“买入”。另外，汇丰策略师在最新报告中指出，2025 年恒生国企指数有望上涨 21%，并将该指数的年底目标位从 8610 点上调至 8800 点，将香港股市评级从“中性”上调至“增持”。

下周大类资产配置建议

通胀疲弱，内需不足。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。12 月 CPI 同比增速和 PPI 同比增速均符合万得一致预期；CPI 同比增速偏弱，且较 11 月小幅下滑，主要是受食品价格的拖累，服务价格同比增速较 11 月小幅上行；PPI 同比增速受部分行业进入传统生产淡季的影响；我们延续在年度报告中的预测结果，认为 2025 年 CPI 和 PPI 同比增速都将延续上行趋势。

美联储对 1 月降息的态度变得谨慎。美联储 2024 年 12 月货币政策会议纪要显示，与会者表示，如果数据能如预期般表现，将适宜继续逐步向更为中性的政策立场迈进；美联储已处于或接近适合放慢宽松步伐的时点；许多官员认为“未来几个季度”需要谨慎行事。“美联储传声筒”Nick Timiraos 指出，会议纪要表明官员们普遍愿意在本月按兵不动。从部分美联储委员近期表态来看，1 月暂停降息的可能性较大：美联储理事鲍曼表示，倾向于保持谨慎态度；美联储施密德表示，任何进一步的降息应当逐步进行，并且需依据数据；美联储柯林斯表示，鉴于就业数据强劲且通胀挥之不去，她目前更倾向于 2025 年减少降息次数；美联储哈克表示，官员们今年有望下调利率，但具体时间将取决于经济形势，让通胀回到 2% 目标的时间比预期要长，而且进展不均衡。

2025 年的第一个预期：美联储 1 月可能不降息。美国劳工统计局报告显示，美国 2024 年 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，远超预期的 16 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%。就业数据表明，美国经济基本面依然强劲，由此带来海外市场预期调整，认为 2025 年 1 月美联储或大概率不降息，并且受强劲的就业数据影响，2025 年当中，美联储或需要看到更多通胀如期回落的数据，才会继续落地降息。受非农就业数据影响，周五美元指数收于 109.66，本周上涨 0.68%，十年美债收益率周五收于 4.77%，本周上行 17BP。如果 2025 年美联储降息时点和幅度的市场预期开始下降，或意味着美元指数进一步受强劲的基本面支持，延续较强的上行趋势，同时美债收益率维持在较高水平难以有效回落。对全球风险资产来说，一方面强劲的美元和偏高的美债利率，将给全球风险资产价格带来调整压力，另一方面也同时取决于全球经济增长前景带来的国际需求变化，以及本地区经济基本面的韧性和增长潜力。我们维持看好人民币资产的观点。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 (2025.1.12)

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