

强势美元扰动全球市场

——鑫元周观点（2025.01.06-2025.01.12）

一、核心观点

**宏观方面，国内物价低位波动，未来回升可期；发改委、财政部加力扩围“两新”政策，将个人消费者购买手机等3类数码产品纳入补贴范围；央行考虑债券供需情况暂停购买国债；美国12月非农数据再超预期，美元指数持续走强**。国内物价水平延续低位，12月CPI同比0.1%，PPI同比-2.3%。随着春节假期临近，国内物价总水平有望在食品、消费品等价格季节性上涨的带动下企稳回升。财政部、发改委加力扩围“两新”政策，今年政策力度预期较去年明显增强，消费品补贴范围将扩展至手机、平板、智能手表手环等3类数码产品。央行公告称鉴于近期政府债券市场持续供不应求，将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。12月美国非农数据再超预期，美元指数、美债收益率跳升，美股显著回调。

**权益市场方面，多重因素影响下近期A股缩量调整，市场博弈情绪有所降温，短期建议做好防守，静待转机**。近期，多重因素影响下A股缩量调整。海外方面，美联储鹰派降息叠加12月美国强劲的非农就业数据持续推升美元指数，美债收益率大幅走高，持续收紧的金融条件使得美股出现明显回调。美国股市波动引发全球市场担忧，包括中国在内的新兴市场受到一定程度冲击。国内方面，年初到3月两会前不仅是宏观政策的空窗期，也是经济数据的空窗期，市场缺乏明确信号指引，谨慎情绪渐浓。国内海外多重因素影响下，A股的短期调整在预期之内，建议投资者做好防守但不必过于悲观，今年政策积极态度明确，基本面改善仍然可期，往后看A股仍然机会大于风险。

**固收市场方面，近期债市波动加大，节前监管趋严叠加资金面存在缺口，建议投资者仍然维持谨慎态度**。上周一至上周四，短期限债券上行幅度较大，长久期债券上行较为克制，上周五早盘在央行暂停买入国债消息公布后，全品种债券全面大幅上行，但仅仅维持半日不到，长久期债券收益率率先再度下行。虽然近期监管频繁提示风险，但市场普遍预期今年政策利率有望下调40-50BP，因此买盘还是相对活跃。在降准降息落地前，市场在持续的博弈回调买入和落地抢跑，表现就是市场剧烈震荡。上周市场面临跨春节和税期扰动，预计市场依然存在剧烈震荡波动的可能，建议仍然维持相对谨慎。

二、宏观动态

**（一）国内宏观**

**12月通胀数据低位波动。**国家统计局发布数据，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。

**中国央行阶段性暂停在公开市场买入国债。**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。2024年以来我国中长期债券收益率下行较为明显，央行宣布暂停国债买入，有助于缓解资产荒，平衡国债市场供求关系。此外，央行宣布暂停国债买入可能意在稳住长债利率，但此次只是宣布暂停买入，并没有卖出，表明流动性充裕或仍是其首要目标。

**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。

**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。

**（二）海外宏观**

**美国上周初请失业金数降至11个月以来最低，市场开始押注2025年美联储不降息。**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。美国就业市场强劲，市场开始压住2025年全年美联储不降息。

**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。

**美联储会议纪要：美联储已处于或接近适合放慢宽松步伐的时点。**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。

**美联储施密德表示：利率政策可能“接近”长期所需水平。**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。

三、市场回顾

**（一）权益市场**

**1、权益市场走势**

**上周A股各宽基指数多数下跌。**截至1月10日，科创50上涨0.93%，涨幅居前，创业板指下跌2.02%，中证1000下跌1.43%，上证指数下跌1.34%，跌幅居前。从行业板块看，上周**家用电器、综合、有色金属**领涨，**商贸零售、煤炭、食品饮料**领跌。

图1：上周A股宽基指数涨跌幅

数据来源：Wind、鑫元基金

**2、权益市场估值**

**上周各宽基指数估值多数下行，各行业估值多数下行**。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**商贸零售**估值下行最多。当前**房地产、综合、建筑材料、电子、计算机**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、纺织服饰、公用事业、农林牧渔、环保**板块估值处于历史较低水平。

表1：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/10** | **同比前周变化** | **历史以来** | **同比前周变化** | **10年分位数** | **5年分位数** | **3年分位数** |
| 上证指数 | 13.8 | ↓ 0.19 | 34.1 | ↓ 3.45 | 58.0% | 71.7% | 66.2% |
| 深证成指 | 23.4 | ↓ 0.30 | 45.5 | ↓ 2.47 | 36.4% | 33.0% | 26.4% |
| 上证50 | 10.7 | ↓ 0.15 | 46.3 | ↓ 3.97 | 69.0% | 70.4% | 60.5% |
| 沪深300 | 12.3 | ↓ 0.18 | 39.1 | ↓ 4.45 | 52.2% | 55.4% | 51.2% |
| 中证500 | 25.9 | ↓ 0.31 | 32.0 | ↓ 1.64 | 43.3% | 74.9% | 73.9% |
| 中证1000 | 34.1 | ↓ 0.48 | 28.2 | ↓ 1.14 | 28.2% | 41.4% | 39.2% |
| 创业板指 | 30.7 | ↓ 0.60 | 10.1 | ↓ 0.72 | 12.1% | 21.1% | 23.0% |
| 科创50 | 82.4 | ↑ 1.65 | 91.5 | ↑ 2.17 | 91.5% | 91.5% | 91.2% |

数据来源：Wind、鑫元基金

表2：上周A股市场中信一级行业PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/10** | **同比前周变化** | **历史以来** | **同比前周变化** | **10年分位数** | **5年分位数** | **3年分位数** |
| 农林牧渔(申万) | 21.1 | ↓ 0.53 | 9.95% | ↓ 0.17 | 10.0% | 17.3% | 24.4% |
| 基础化工(申万) | 22.0 | ↓ 0.27 | 38.34% | ↓ 0.89 | 38.3% | 66.5% | 59.1% |
| 钢铁(申万) | 25.0 | ↓ 0.57 | 65.59% | ↓ 0.95 | 65.6% | 96.1% | 94.4% |
| 有色金属(申万) | 18.7 | ↑ 0.40 | 14.20% | ↑ 0.29 | 14.2% | 24.6% | 34.8% |
| 电子(申万) | 52.3 | ↑ 0.97 | 69.02% | ↑ 2.35 | 69.0% | 88.9% | 84.8% |
| 家用电器(申万) | 15.2 | ↑ 0.37 | 45.70% | ↑ 5.53 | 45.7% | 51.1% | 56.3% |
| 食品饮料(申万) | 19.5 | ↓ 0.69 | 13.12% | ↓ 1.52 | 13.1% | 3.3% | 4.6% |
| 纺织服饰(申万) | 18.9 | ↓ 0.58 | 4.70% | ↓ 3.69 | 4.7% | 8.0% | 10.1% |
| 轻工制造(申万) | 23.3 | ↓ 0.51 | 24.72% | ↓ 2.06 | 24.7% | 42.9% | 28.4% |
| 医药生物(申万) | 28.8 | ↓ 0.93 | 22.18% | ↓ 2.06 | 22.2% | 38.5% | 45.1% |
| 公用事业(申万) | 16.3 | ↓ 0.52 | 7.93% | ↓ 1.06 | 7.9% | 0.8% | 1.2% |
| 交通运输(申万) | 16.1 | ↓ 0.31 | 41.09% | ↓ 1.90 | 41.1% | 50.4% | 65.0% |
| 房地产(申万) | 34.1 | ↓ 1.58 | 97.60% | ↓ 0.31 | 97.6% | 95.8% | 94.1% |
| 商贸零售(申万) | 32.6 | ↓ 2.43 | 65.47% | ↓ 7.14 | 65.5% | 80.7% | 72.8% |
| 社会服务(申万) | 21.4 | ↓ 0.76 | 0.94% | ↓ 0.89 | 0.9% | 1.6% | 2.3% |
| 综合(申万) | 57.9 | ↑ 1.19 | 75.37% | ↑ 0.53 | 75.4% | 89.6% | 85.2% |
| 建筑材料(申万) | 23.5 | ↓ 0.38 | 69.17% | ↓ 0.85 | 69.2% | 96.4% | 95.8% |
| 建筑装饰(申万) | 9.0 | ↓ 0.25 | 14.58% | ↓ 5.76 | 14.6% | 25.3% | 34.2% |
| 电力设备(申万) | 29.2 | ↓ 0.40 | 22.09% | ↓ 0.70 | 22.1% | 38.3% | 38.4% |
| 国防军工(申万) | 63.0 | ↑ 0.11 | 44.76% | ↑ 0.22 | 44.8% | 67.1% | 70.4% |
| 计算机(申万) | 60.6 | ↓ 0.84 | 66.14% | ↓ 2.28 | 66.1% | 66.8% | 57.6% |
| 传媒(申万) | 34.8 | ↓ 0.74 | 33.77% | ↓ 2.62 | 33.8% | 56.6% | 49.7% |
| 通信(申万) | 30.5 | ↓ 0.82 | 15.52% | ↓ 2.24 | 15.5% | 25.9% | 36.7% |
| 银行(申万) | 5.8 | ↑ 0.03 | 35.02% | ↑ 0.27 | 35.0% | 39.4% | 55.7% |
| 非银金融(申万) | 15.2 | ↓ 0.38 | 33.70% | ↓ 6.33 | 33.7% | 44.5% | 53.0% |
| 汽车(申万) | 24.4 | ↑ 0.31 | 61.46% | ↑ 2.19 | 61.5% | 43.6% | 20.2% |
| 机械设备(申万) | 29.4 | ↑ 0.45 | 46.10% | ↑ 3.21 | 46.1% | 63.0% | 61.1% |
| 煤炭(申万) | 11.5 | ↓ 0.62 | 55.67% | ↓ 3.11 | 55.7% | 87.7% | 88.6% |
| 石油石化(申万) | 15.7 | ↓ 0.46 | 37.71% | ↓ 3.95 | 37.7% | 64.7% | 70.4% |
| 环保(申万) | 19.4 | ↓ 0.68 | 11.17% | ↓ 4.03 | 11.2% | 19.4% | 25.5% |
| 美容护理(申万) | 31.0 | ↓ 0.89 | 25.75% | ↓ 3.76 | 25.7% | 25.9% | 16.3% |

数据来源：Wind、鑫元基金

**3、权益市场资金**

**1月9日，两融资金占比为8.57%，1月3日为7.72%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。**截至1月10日，上周融资净买入的前三行业为**通信、交通运输、电力设备**。

图2：上周两融资金行业流向（亿元）

数据来源：Wind、鑫元基金

**4、海外权益市场**

**上周欧洲股市上涨，其他海外股市下跌**。美国股市方面，道指下跌1.86%，标普500下跌1.94%，纳指下跌2.34%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.30%，德国上涨1.55%，法国上涨2.04%；亚太股市方面，日经指数下跌1.77%，恒生指数下跌3.52%。

图3：上周海外主要指数涨跌



数据来源：Wind、鑫元基金

**（二）资金市场**

**公开市场操作**：上周央行共开展309亿元逆回购操作，因有2909亿元逆回购到期，整体实现净回笼2600亿元。

图4：上周公开市场操作情况

数据来源：Wind、鑫元基金

**政府债发行：**本周国债计划发行2020亿，地方政府债计划发行1228.5亿，整体净缴款3706.5亿元。

表3：1月13日-1月17日政府债发行缴款

单位：亿元

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 1月13日 | | 1月14日 | | 1月15日 | | 1月16日 | | 1月17日 | |
| 国债 | 地方债 | 国债 | 地方债 | 国债 | 地方债 | 国债 | 地方债 | 国债 | 地方债 |
| 发行 | 0 | 678.5 | 1470 | 373 | 550 | 发行 | 0 | 678.5 | 1470 | 373 |
| 到期 | 450 | 3 | 0 | 100.6 | 0 | 到期 | 450 | 3 | 0 | 100.6 |
| 缴款 | 2150 | 0 | 0 | 678.5 | 1470 | 缴款 | 2150 | 0 | 0 | 678.5 |
| 净缴款 | 1697 | | 572 | | 1808 | | -353 | | -17.5 | |

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**本周到期3939亿元，高于前一周3426亿元，其后两周分别为6041亿元、284亿元，整体到期压力较12月大幅下降。

图5：同业存单到期与发行

数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场**：1月6-10日，资金面先松后紧，上周一至上周四呈现小幅上行的趋势，但基本维持宽松状态，上周五开始较大幅度收敛。具体来看，DR001在上周一至上周四基本在1.45-1.56%之间震荡上行，上周五则大幅上行至1.67%，R001从1.53-1.64%上行至1.76%。7天资金利率也呈现相似走势，DR007从1.55-1.65%上行至1.75%，R007则从1.6-1.7%上行至1.79%。

**票据利率**：上周市场交投活跃度一般，票源供给增速平缓，卖盘出票相较谨慎。主要大行收票意愿温和，中小行和非银稳步收票，买盘情绪平稳。供需博弈下，票价整体震荡下行，波动幅度较前周明显收窄。

**（三）债券市场**

图6：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表4：中债国债期限利差（2025年）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **3-1** | **5-3** | **10-5** | **10-R007** |
| **期限利差** | **6.16** | **17.65** | **19.96** | **-15.59** |
| 环比 | -3.29 | -5.22 | -6.36 | 5.24 |
| 年初以来 | -14.82 | 6.58 | 4.44 | -45.99 |
| 2016年以来最大值 | 57.29 | 49.88 | 74.94 | 145.68 |
| 2016年以来最小值 | -8.62 | -3.15 | -6.03 | -305.09 |
| 2016年以来平均值 | 26.76 | 15.72 | 18.66 | 50.91 |
| 2016年以来分位数 | 3.94% | 65.50% | 62.32% | 6.10% |

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为2016年至今

表5：中债中短期票据信用利差（2025年1月10日）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **AAA：1Y** | **AAA：2Y** | **AAA：3Y** | **AAA：4Y** | **AAA：5Y** |
| **信用利差** | **28.89** | **21.99** | **26.38** | **33.42** | **37.13** |
| 环比 | -5.88 | -2.66 | -3.09 | -4.90 | -1.47 |
| 年初以来 | -3.45 | -13.24 | -10.88 | -0.22 | -7.99 |
| 2016年以来最大值 | 98.01 | 78.03 | 77.29 | 76.64 | 93.82 |
| 2016年以来最小值 | 13.98 | 5.79 | 11.66 | 12.58 | 12.62 |
| 2016年以来平均值 | 45.57 | 36.36 | 38.81 | 42.82 | 44.09 |
| 2016年以来分位数 | 13.18% | 8.98% | 12.74% | 19.90% | 25.74% |

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为2016至今

**上周利率债各期限收益率集体上行。**其中，中债国债1年期收益率上行17.84BP至1.1961，3年期上行14.55BP至1.2577，5年期上行9.33BP至1.4342，10年期上行2.97BP至1.6338。

**长期限高等级票据信用利差收窄。**中债1年期AAA级中短期票据信用利差收窄5.88BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差收窄2.66BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差收窄3.09BP。

图7：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

**上周美债各期限收益率集体上行。**上周10年期美债收益率上行17BP，10年期国债收益率上行2.97BP，中美利差增大。全周来看，1年期美债收益率上行7BP，3年期美债收益率上行14BP，10年期美债收益率上行17BP。

图8：10年期和2年期美债收益率走势

数据来源：Wind、鑫元基金

**（四）外汇市场**

**上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。**上周美元指数上涨0.68%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值0.02%，即期汇率贬值0.32%，离岸人民币汇率贬值0.07%。

表6：上周美元及人民币汇率升贬值

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **美元指数** | **美元兑人民币：中间价** | **美元兑人民币：即期汇率** | **美元兑人民币：离岸** |
| 选定日期 | 109.6567 | 7.1891 | 7.3326 | 7.3635 |
| 对照日期 | 108.9212 | 7.1878 | 7.3093 | 7.3582 |
| 涨跌 | 0.68% | -0.02% | -0.32% | -0.07% |

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

**（一）宏观展望**

**宏观方面，国内物价低位波动，未来回升可期；发改委、财政部加力扩围“两新”政策，对个人消费者购买手机等3类数码产品给予补贴；央行考虑债券供需情况暂停购买国债；美国12月非农数据再超预期，美元指数持续走强。**国内物价水平延续低位，12月CPI同比0.1%，PPI同比-2.3%，但剔除食品和能源的核心CPI环比结束连续4个月的持平或下跌，转为上涨0.2%，高于2015-2023年同期均值，内需边际改善迹象显现。随着春节假期临近，国内物价总水平有望在食品、消费品等价格季节性上涨的带动下企稳回升。财政部、发改委加力扩围“两新”政策，今年政策力度预期较去年明显增强，消费品补贴范围将扩展至手机、平板、智能手表手环等3类数码产品，预期在“两新”政策将显著提振居民消费。央行公告称鉴于近期政府债券市场持续供不应求，将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。央行公告落地后，债市出现一定程度回调。12月美国非农数据再超预期，失业率下行，数据使得美联储降息预期继续回落，美元指数、美债收益率跳升，美股显著回调。

**（二）权益市场展望和策略**

权益市场方面，多重因素影响下近期A股缩量调整，市场博弈情绪有所降温，短期建议做好防守，静待转机。近期，多重因素影响下A股缩量调整。海外方面，美联储鹰派降息叠加12月美国强劲的非农就业数据持续推升美元指数，美债收益率大幅走高，持续收紧的金融条件使得美股出现明显回调。美国股市波动引发全球市场担忧，包括中国在内的新兴市场受到一定程度冲击。国内方面，年初到3月两会前不仅是宏观政策的空窗期，也是经济数据的空窗期，市场缺乏明确信号指引，谨慎情绪渐浓。国内海外多重因素影响下，A股的短期调整在预期之内，建议投资者做好防守但不必过于悲观，今年政策积极态度明确，基本面改善仍然可期，往后看A股仍然机会大于风险。

**（三）债券市场展望和策略**

从宏观基本面看，第一，当前国内经济修复情况仍有待验证，消费端潜力空间较大，对应利率春节前后大幅回升的风险虽有，但相对可控；第二，对于1月份春节前夕，本次假期是近年春节最长的一次假期，长度达8天，叠加近期监管频繁提示风险，部分机构年初配置的债券仓位空间较大，意味着债市出现调整后，配置盘可能会积极介入；第三，特朗普上任时点接近，其上任初期，资本市场波动可能加大，市场可能多方面交易此事件，兼顾利空和利好，风险偏好可能也会出现一些波动，债券可能在这一阶段表现也是反复变动。微观交易策略层面，近期监管反复提示风险，并表示出实际动作，导致债券市场波动较大。但从近期波动后的市场反应来看，机构配置，特别是银行机构的配置需求依然强劲。因此监管的动作可能会延缓债券下行的速度，但在看到更明确的经济数据或者强有力的超预期政策前，可能短期依然有下行交易的趋势，建议择机择点位配置，并控制组合流动性风险，做好止盈止损准备。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整 性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何 情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资 建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权， 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。