



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年1月27日

特朗普就职后风险仍存，关注国内外政策走向

一大类资产配置月报第43期：2025年2月

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



核心结论：特朗普就职后风险仍存，关注国内外政策走向

| 大类 | 项目 | 本期：2025-1-24至2025-2-28 | | | 上期：2024-12-27至2025-1-24 | |
|----------|-----------------|------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------|
| | | 投资建议 | 较上期变化 | 核心观点与逻辑支撑 | 指数变动 | 涨跌 |
| 股指 | 上证指数 | 震荡 | → | 外部风险仍存一定不确定性但整体影响有限，“两会”前宏观政策预期预计将有所提振，可更积极一些。 | 3400.14-->3252.63 | -4.34% |
| | 创业板指 | 震荡上行 | ↑ | | 2204.9-->2121.84 | -3.77% |
| | 成长(风格.中信) | 震荡上行 | ↑ | 重视市场企稳回弹下的高弹性成长品种、高胜率强季节性效应基建优势品种以及短中长期配置价值凸显的银行保险。开年后国内流动性有望再度宽松，相对利好成长风格和金融风格，而基本面高频数据指向消费内生动能并未明显好转。 | 6284.42-->6089.87 | -3.10% |
| | 周期(风格.中信) | 震荡 | ↑ | | 4552.72-->4460.51 | -2.03% |
| | 金融(风格.中信) | 震荡上行 | → | | 8362.91-->8032.34 | -3.95% |
| | 消费(风格.中信) | 震荡下行 | ↓↓ | | 10161.45-->9566.05 | -5.86% |
| NASDAQ指数 | 震荡上行 | → | 特朗普表示将继续推动减税以及解决美国债务上限问题，要求美联储降息，有望对美股构成支撑。 | 19722.03-->19954.3 | 1.18% | |
| DSJ平均指数 | 震荡上行 | → | | 42992.21-->44424.25 | 3.33% | |
| 债券 | 1Y国债到期收益率 (%) | 震荡 | ↑ | 稳汇率、稳息差压力下，降息短期恐难以落地。如政策利率“按兵不动”，利率易上难下，关注存款利率与OMO信号。 | 1.039-->1.34 | 30BP |
| | 10Y国债到期收益率 (%) | 震荡 | → | | 1.693-->1.657 | -4BP |
| | 2Y美债收益率 (%) | 震荡 | ↓ | 维持窄幅变动，静待美联储给出新的政策信号，但美国经济韧性有望提高期限利差，长债利率上行压力高于短债。 | 4.31-->4.27 | -4BP |
| | 10Y美债收益率 (%) | 震荡 | → | | 4.62-->4.63 | 1BP |
| 大宗商品 | 布伦特原油 (美元/桶) | 震荡下行 | → | 特朗普正式就职后，其推动加征关税等逆全球化举措依然“如期推动”、未见明显放缓态势。如特朗普逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，短期内全球大宗商品价格延续承压，但考虑到通胀对金价提振作用，中长期相对看好黄金价格。 | 70.6-->74.66 | 5.75% |
| | COMEX铜 (美元/磅) | 震荡下行 | → | | 4.063-->4.281 | 5.37% |
| | COMEX黄金 (美元/盎司) | 震荡上行 | ↑↑ | | 2616.4-->2781.6 | 6.31% |
| | 南华工业品指数 | 震荡上行 | ↑ | 整体看今年地方政府对“开门红”比去年积极，今年春节相对较早，今年政策靠前发力概率较大，叠加宏观数据空窗期，有望对国内大宗价格形成提振。考虑到政策发力主要在基建领域，同时地产端延续销售向好态势，因而高配工业品、螺纹钢，标配玻璃，低配农产品。 | 3729.43-->3868.72 | 3.73% |
| | 南华螺纹钢指数 | 震荡上行 | ↑↑ | | 1155.39-->1193.93 | 3.34% |
| | 南华农产品指数 | 震荡 | ↓ | | 1043.02-->1038.8 | -0.40% |
| 南华玻璃指数 | 震荡上行 | ↑↑ | 1598.4-->1671.38 | | 4.57% | |
| 汇率 | 美元指数 | 震荡 | ↓ | 特朗普正式就职但态度温和，美元存在回落空间。国内再度降息前，人民币汇率有望延续反弹态势。 | 108.02-->107.48 | -0.50% |
| | 美元兑人民币 | 震荡上行 | ↑ | | 7.3-->7.24 | -0.79% |

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



配置建议：特朗普就职后风险仍存，超配美股和预期有望提振国内大宗

| 本期：2025-1-24至2025-2-28 | | | 大类 | 项目 | 本期：2025-1-24至2025-2-28 | | |
|------------------------|----|----|--------|-----------------|------------------------|----|----|
| 高配 | 标配 | 低配 | | | 高配 | 标配 | 低配 |
| | | | 国内股指 | 上证指数 | | ✓ | |
| | | | | 创业板指 | ✓ | | |
| | ✓ | | | 成长(风格.中信) | ✓ | | |
| | | | | 周期(风格.中信) | | ✓ | |
| | | | | 金融(风格.中信) | ✓ | | |
| | | | | 消费(风格.中信) | | | ✓ |
| ✓ | | | 美股股指 | NASDAQ指数 | ✓ | | |
| | | | | DSJ平均指数 | ✓ | | |
| | ✓ | | 国债 | 1Y国债到期收益率 (%) | | ✓ | |
| | | | | 10Y国债到期收益率 (%) | | ✓ | |
| | ✓ | | 美债 | 2Y美债收益率 (%) | | ✓ | |
| | | | | 10Y美债收益率 (%) | | ✓ | |
| | | ✓ | 国际大宗商品 | 布伦特原油 (美元/桶) | | | ✓ |
| | | | | COMEX铜 (美元/磅) | | | ✓ |
| | | | | COMEX黄金 (美元/盎司) | ✓ | | |
| ✓ | | | 国内大宗商品 | 南华工业品指数 | ✓ | | |
| | | | | 南华螺纹钢指数 | ✓ | | |
| | | | | 南华农产品指数 | | | ✓ |
| | | | | 南华玻璃指数 | | ✓ | |
| | | ✓ | 汇率 | 美元指数 | | ✓ | |
| | | | | 美元兑人民币 | ✓ | | |

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

1 特朗普就职后风险仍存，Q1美联储大概率不降息

2 地方政府对一季度“开门红”表态积极

3 经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



目录

1 配置逻辑：特朗普就职未有“激进举措”

2 权益：正值春光好时节

3 利率：静待新一轮政策信号

4 大宗：政策预期分化，国内强于国际

5 汇率：美元强势有所缓解



特朗普就职演讲相对温和，一季度美联储大概率不降息

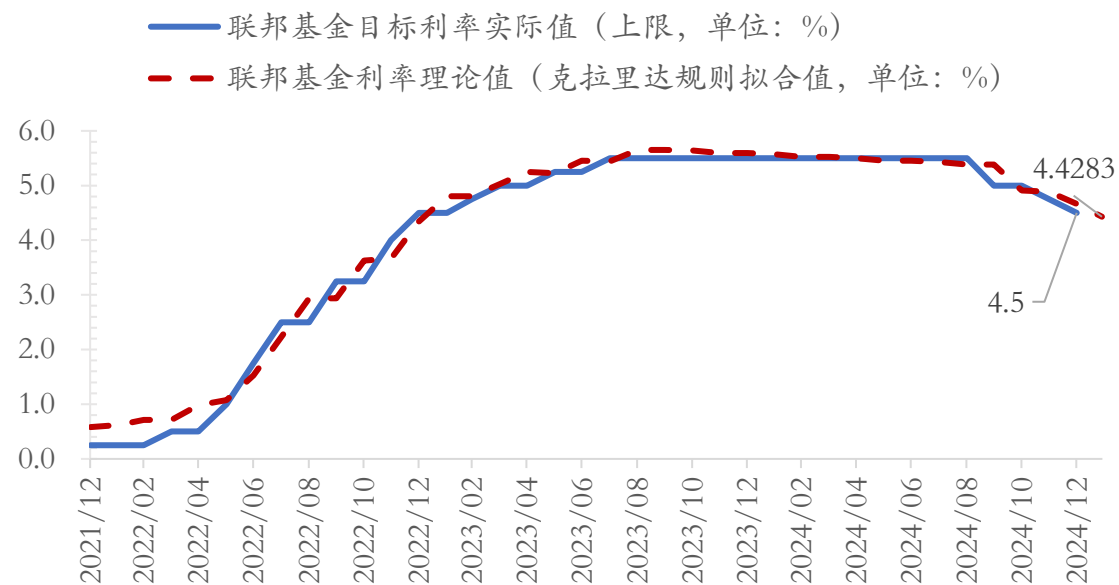
- ▶ 特朗普就职演讲相对温和，但随时可能开启的贸易调查或加征关税。特朗普就职前在其社交媒体等已经发布了较多关于后续加征关税的言论，可能是特朗普在就职演讲中并未详细披露后续加征关税具体细节的原因之一。特朗普在就职演讲中只提及建立对外税务局，对外国进口产品加征关税。
- ▶ 1月美联储议息会议预计维持利率不变，一季度降息不确定性仍存。1月IMF公布的《世界经济展望》将美国2025年GDP增速上调0.5个百分点至2.7%，近期美国就业市场维持韧性、能源价格反弹，叠加特朗普收紧移民政策可能加剧美国劳动力市场供需压力，因而通胀压力下，1月份暂停降息基本确定，一季度不降息概率偏高但仍存不确定性。

美联储利率观测器显示市场押注2025年6月降息25BP



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：1月24日。

克拉里达规则下，1月理论利率指引偏向于不降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据

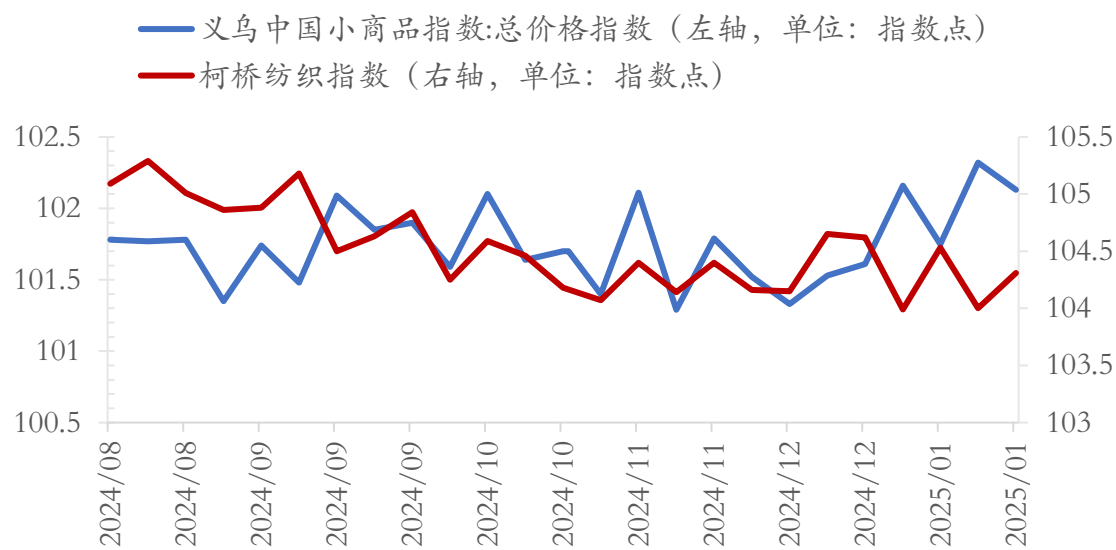
- ▶ **经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况。**去年11-12月除地产外经济基本面改善呈现边际放缓态势，高频数据显示1月基本面边际变化不大。考虑到2月份为宏观经济数据“空窗期”，故后续重点关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况，特别是春节旅游与票房数据是否指向消费信心进一步回暖。
- ▶ **政策接续发力支撑商品消费，但服务类消费延续走弱态势。**1月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为6.49万辆和5.37万辆，同比分别为增长24.61%和下降6.97%，数据有所分化，特别是零售数据在1月第三周开始才有所提升，可能与政策接续时点有关。商品价格震荡向上，受“抢出口”带动义乌小商品价格指数提升至102上方，但内需并未出现明显改善下柯桥纺织价格指数持平于104.3。可选服务类消费继续走弱，1月电影票房周均收入较去年同期大幅下降19.8%；海南旅游3星以上酒店散客价1月同比下降0.1%，旅游需求暂未见明显好转。目前来看，未得到政策资金支撑可选消费依然偏弱，后续重点关注春节数据，特别是旅游和票房数据变化，或能够指向一季度消费信心走势。

1月乘用车销量零售同比偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格走强，柯桥纺织价格指数震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

特朗普就职演讲点评：外部风险有所缓释，后续仍要防范风险

- ▶ 特朗普在就职演讲中并未详细披露后续加征关税的具体细节。按照其最新表态，预计从2月1日起对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%的关税，对中国加征10%的关税。考虑到特朗普团队已表示将采取“逐月提高”的方式加征关税作为谈判筹码，后续关税税率调整在实施节奏上可能慢于其竞选口号。后续需防范两方面的风险：一是随时可能开启的贸易调查或加征关税；二是特朗普任期内的其他“黑天鹅”举措以及国际地缘政治等风险。

就职演讲中提出政策思路与举措

1

优先实行政策

- ① 移民问题被列为一系列行政令首位，宣布南部边境进入全国紧急状态并派遣军队抵御所谓非法移民。
- ② 以加大传统能源开发、结束拜登政府“绿色新政”为手段控制通胀，加大传统能源开采力度，实现能源向全世界出口；撤销电动汽车补贴，拯救美国传统汽车工业。（特朗普在就职后，签署总统行政命令推动美国再次退出《巴黎气候协定》。）
- ③ 建立对外税务局对外国进口产品加征关税，但在就职演讲中并未披露细节。（特朗普通过社交媒体标题预计从2月1日起对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%的关税，对中国加征10%关税）
- ④ 其他政策包括：停止所有政府审查、只承认男女两个性别、扩张美国领土、将美国宇航员送往火星等。

2

尚未实行政策

- ① 国内减税政策；
- ② 教育、医疗领域改革；
- ③ 外交政策；
- ④ 美国政府债务上限。



目录

1 配置逻辑：特朗普就职未有“激进举措”

2 权益：正值春光好时节

3 利率：静待新一轮政策信号

4 大宗：政策预期分化，国内强于国际

5 汇率：美元强势有所缓解



2.1 国内权益：正值春光好时节

- 我们在2月策略月报《正值春光好时节》（2025-1-26）中指出，外部风险仍存一定不确定性但整体影响有限，内部经济基本
面边际变化不大，但“两会”前宏观政策预期预计将有所提振叠加年初信贷投放开门红，对市场大可积极一些。配置上，重
视市场企稳回弹下的高弹性成长品种、高胜率强季节性效应基建优势品种以及短中长期配置价值凸显的银行保险。
- 从因子分析角度来看，开年后国内流动性有望再度宽松，相对利好成长风格和金融风格，但基本面高频数据指向消费内生动
能并未明显好转，因而消费风格相对受限。

因子分析显示，基本面对上证指数支撑更强，周期与金融风格相对占优

| 变量 | 变动值 | 上证指数 | 创业板指 | 成长(风格) | 周期(风格) | 金融(风格) | 消费(风格) |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短端利率变动 (1Y国债) | 0.05 | 0.26 | 0.33 | 0.35 | 0.26 | 0.44 | 0.42 |
| 长短利差变动 (10Y-1Y国债) | -0.21 | -0.72 | -1.95 | -2.13 | -0.80 | -0.94 | -1.76 |
| 短端利率变动 (2Y美债) | 0.07 | -0.16 | -0.56 | -0.30 | -0.04 | -0.21 | -0.31 |
| 长短利差变动 (10Y-2Y美债) | 0.19 | 0.15 | 0.30 | 0.35 | 0.46 | 0.11 | 0.17 |
| M2同比差值变动 | 0.20 | 0.05 | 0.40 | 0.20 | -0.06 | -0.22 | 0.12 |
| 社融同比差值变动 | 0.20 | -0.11 | -0.53 | -0.26 | -0.24 | -0.27 | -0.05 |
| 新发基金规模 (自然对数) | 6.72 | -1.99 | -5.47 | -6.21 | -2.13 | -2.51 | -5.00 |
| 合计 | | -2.53 | -7.48 | -8.00 | -2.56 | -3.61 | -6.40 |

2.1 主线一：节后市场风险偏好有望改善，关注TMT、国防军工等弹性品种

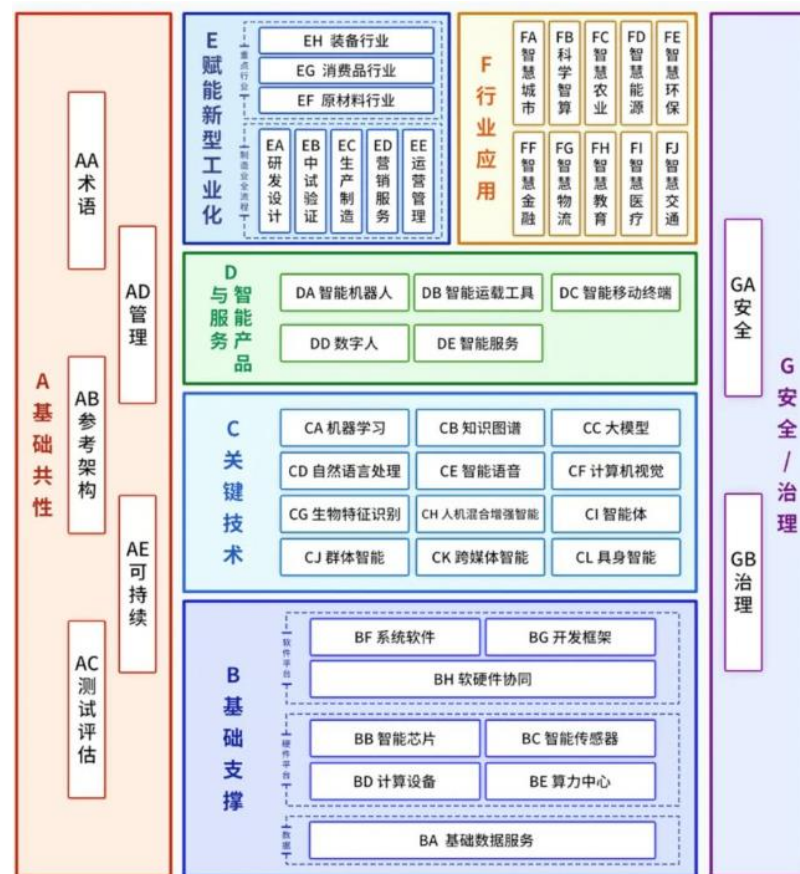
- ▶ **通信、电子：**AI产业政策指导愈发细化；海内外对人工智能产业链投资力度加强；美国科技管控力度强化带动国产替代和自主可控概念反复发酵；消费品以旧换新扩围至消费电子产品类对业绩形成支撑。

2024年国家层面AI产业政策梳理

| 时间 | 文件&会议 | 内容 |
|--------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024.1 | 国务院常务会议 | 要统筹高质量发展和高水平安全，以人工智能和制造业深度融合为主线，以智能制造为主攻方向，以场景应用为牵引，加快重点行业智能升级，大力发展智能产品，高水平赋能工业制造体系，加快形成新质生产力，为制造强国、网络强国和数字中国建设提供有力支撑。 |
| 2024.2 | 《关于推动未来产业创新发展的实施意见》 | 推动下一代移动通信、卫星互联网、量子信息等技术产业化应用，加快量子、光子等计算技术创新突破，加速类脑智能、群体智能、大模型等深度赋能加速培育智能产业。加快突破 GPU 芯片、集群低时延互连网络、异构资源管理等技术，建设超大规模智算中心，满足大模型迭代训练和应用推理需求。 |
| 2024.3 | 《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》 | 在集成电路、半导体材料、生物技术、种质资源、特种橡胶，以及人工智能、智能网联汽车、北斗规模应用等关键领域集中攻关，加快研制一批重要技术标准。 |
| 2024.6 | 《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2024版）》 | 到2026年，标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准50项以上，引领人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。开展标准宣贯和实施推广的企业超过1000家，标准服务企业创新发展的成效更加凸显。参与制定国际标准20项以上，促进人工智能产业全球化发展。 |

资料来源：国务院，华安证券研究所整理。

人工智能标准体系结构图



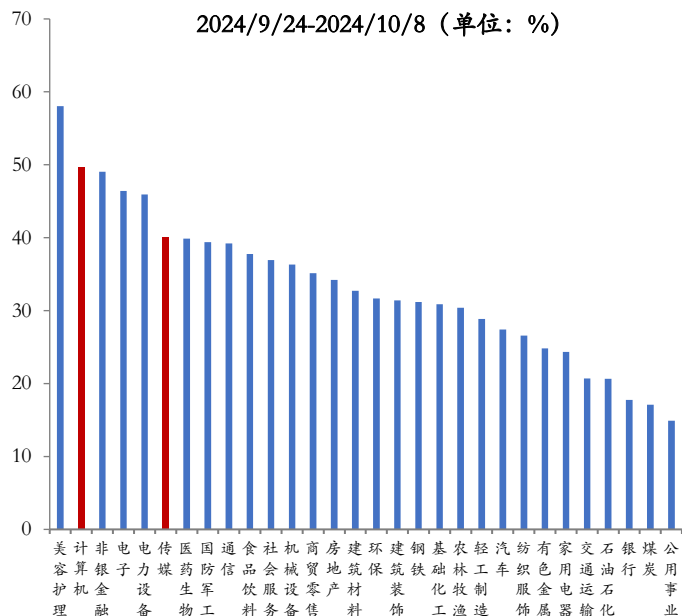
资料来源：工信微报，华安证券研究所。

2.1 主线一：节后市场风险偏好有望改善，关注TMT、国防军工等弹性品种

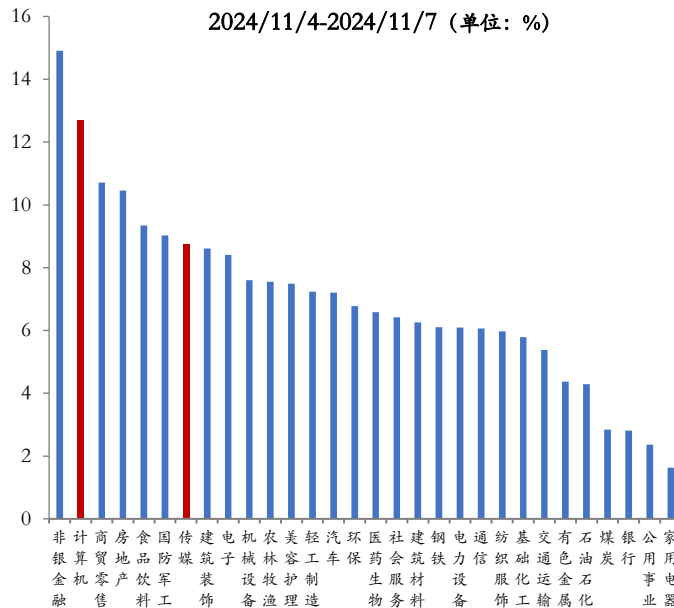
- ▶ **计算机、传媒**：2025年重磅端侧应用落地预期升温；计算机、传媒也属于情绪品种，上涨、反弹行情中弹性较大。
- ▶ **计算机、传媒具有情绪品种属性**，924行情后的三次上涨行情中均涨幅靠前，节后反弹行情中仍有较大概率走出超额收益。在2024年9月24日后的三次上涨行情中，传媒、计算机涨幅均靠前。2024年9月24日至10月8日快速上涨期间，计算机、传媒板块分别上涨49.7%、40.1%，位于申万一级行业第2、6位；2024年11月4日至11月7日期间，计算机、传媒板块分别上涨12.7%、8.7%，位于申万一级行业第2、7位；2024年11月27日至12月6日期间，计算机、传媒板块分别上涨8.6%、9.3%，位于申万一级行业第3、4位
- ▶ **国防军工**：基本面有望反转，与军工板块具有强关联性的低空经济加速落地。

2024年9月24日以来三次典型的上涨行情中计算机、传媒均涨幅靠前

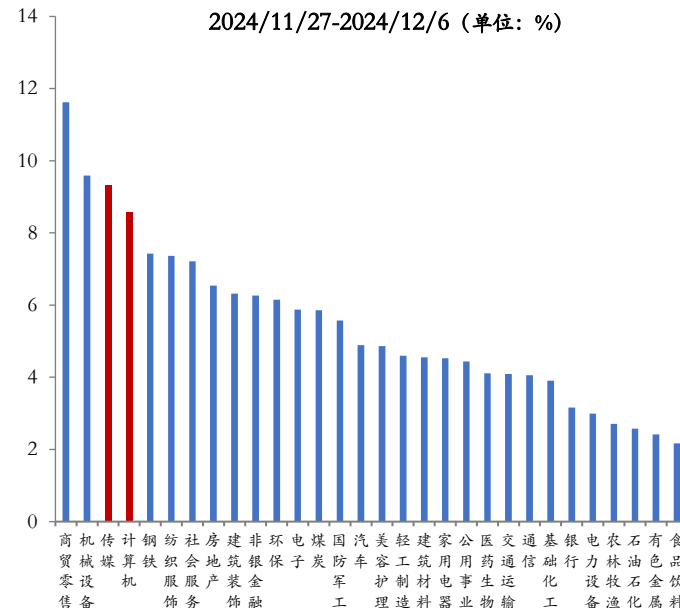
2024/9/24-2024/10/8 (单位：%)



2024/11/4-2024/11/7 (单位：%)



2024/11/27-2024/12/6 (单位：%)



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



2.2 主线二：基建通常会出现开工季节性行情

- ▶ 从春节假期后到3月中旬两会闭幕期间的1-1.5个月内，存在较为规律性的基建开工相关方向的季节性机会。
- ▶ 根据赔率+胜率=性价比的打分模型，对40余个基建相关细分领域的过去9年季节期内表现，优选出8个赔率和胜率皆优的细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这8个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。

基建开工相关的41个细分领域性价比打分模型，前8大细分领域为优势方向

| 二级行业 | 9年平均收益率 | 超额收益率 9年均值(赔率) | 次数 (胜率) | 打分 性价比 | 二级行业 | 9年平均收益率 | 超额收益率 9年均值(赔率) | 次数 (胜率) | 打分 性价比 |
|--------|---------|-------------------|---------|-----------|--------|---------|-------------------|---------|-----------|
| 工程咨询服务 | 15.1% | 7.6% | 8 | 15.6 | 化学原料 | 10.2% | 2.7% | 5 | 7.7 |
| 环保设备 | 15.3% | 7.8% | 7 | 14.8 | 橡胶 | 9.0% | 1.5% | 6 | 7.5 |
| 专业工程 | 13.6% | 6.1% | 8 | 14.1 | 装修建材 | 8.8% | 1.3% | 6 | 7.3 |
| 环境治理 | 13.2% | 5.7% | 8 | 13.7 | 普钢 | 10.3% | 2.8% | 4 | 6.8 |
| 非金属材料 | 14.2% | 6.7% | 7 | 13.7 | 农化制品 | 8.8% | 1.3% | 5 | 6.3 |
| 水泥 | 13.1% | 5.6% | 7 | 12.6 | 轨交设备 | 8.7% | 1.2% | 5 | 6.2 |
| 通用设备 | 11.6% | 4.1% | 8 | 12.1 | 工程机械 | 8.3% | 0.8% | 5 | 5.8 |
| 金属新材料 | 12.4% | 4.9% | 7 | 11.9 | 煤炭开采 | 9.3% | 1.8% | 4 | 5.8 |
| 装修装饰 | 11.9% | 4.4% | 7 | 11.4 | 电力 | 8.0% | 0.5% | 4 | 4.5 |
| 燃气 | 11.8% | 4.3% | 7 | 11.3 | 焦炭 | 7.9% | 0.5% | 4 | 4.5 |
| 专用设备 | 11.4% | 3.9% | 7 | 10.9 | 玻璃玻纤 | 8.1% | 0.6% | 3 | 3.6 |
| 塑料 | 12.0% | 4.5% | 6 | 10.5 | 铁路公路 | 6.8% | -0.7% | 4 | 3.3 |
| 工业金属 | 11.3% | 3.9% | 6 | 9.9 | 物流 | 6.1% | -1.4% | 4 | 2.6 |
| 基础建设 | 11.3% | 3.8% | 6 | 9.8 | 房地产开发 | 7.1% | -0.4% | 3 | 2.6 |
| 冶钢原料 | 12.1% | 4.6% | 5 | 9.6 | 航空机场 | 7.0% | -0.5% | 3 | 2.5 |
| 化学制品 | 9.0% | 1.5% | 8 | 9.5 | 化学纤维 | 6.9% | -0.6% | 3 | 2.4 |
| 房屋建设 | 9.8% | 2.3% | 7 | 9.3 | 炼化及贸易 | 5.0% | -2.5% | 3 | 0.5 |
| 航运港口 | 10.5% | 3.0% | 6 | 9.0 | 城商行 | 3.4% | -4.1% | 3 | -1.1 |
| 自动化设备 | 10.3% | 2.8% | 6 | 8.8 | 国有大型银行 | 2.3% | -5.2% | 3 | -2.2 |
| 油服工程 | 9.7% | 2.2% | 6 | 8.2 | 股份制银行 | 0.9% | -6.5% | 1 | -5.5 |
| 特钢 | 9.7% | 1.7% | 6 | 7.7 | | | | | |

性价比=赔率+胜率

资料来源：Wind，华安证券研究所。

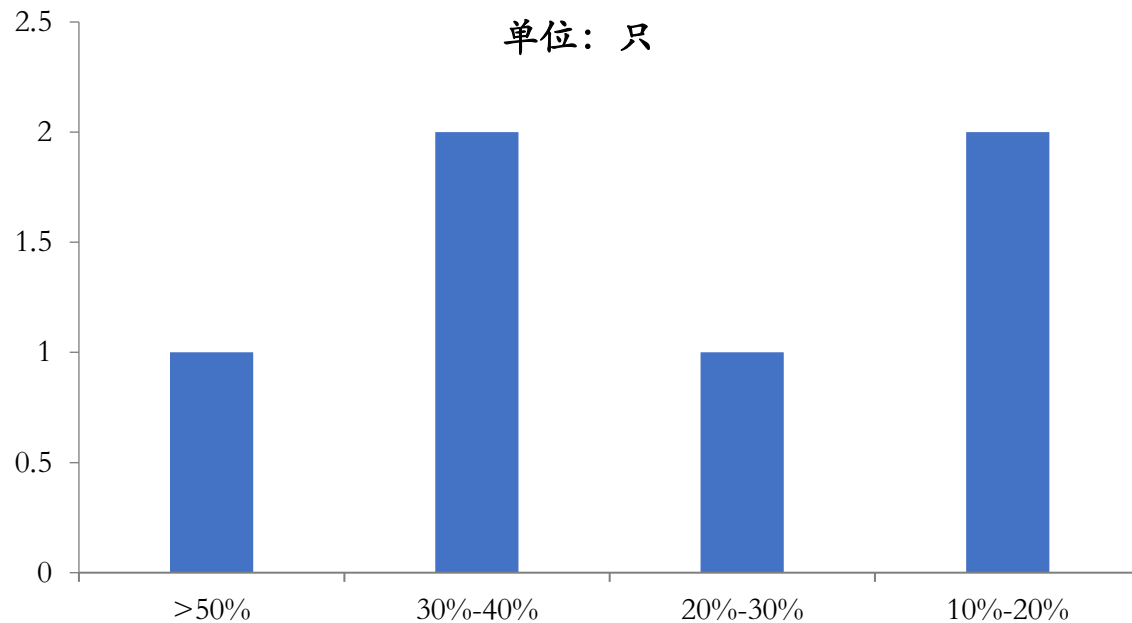
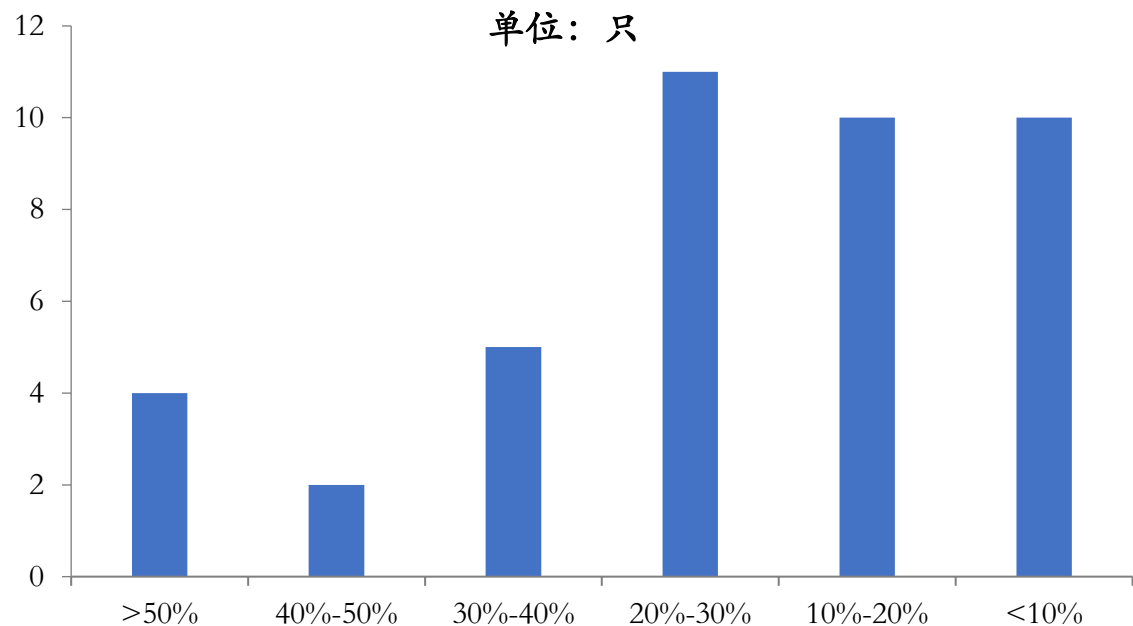


2.2 主线三：低估、业绩有强支撑的银行、保险

- ▶ **银行、保险板块个股当前估值仍处于历史较低分位水平，具有较高的安全边际。**截止2025年1月24日，银行板块近14年PB分位数大于50%的个股占比仅为9.5%，分位小于30%的个股占比高达73.8%；保险板块近14年PB分位数大于50%的个股占比仅为16.7%，分位小于30%的个股占比达50.0%。
- ▶ **保险板块2024年业绩预增确定的个股占比为80%，业绩形成强支撑。**申万二级保险板块中6只个股中当前已有5家披露2025年业绩预告，其中中国人保、中国人寿、新华保险、中国太保归母净利增速预计分别为75%~95%、100%~120%、175%~195%、55%~70%，4家2024年净利润均实现显著增长。
- ▶ **政策积极推动中长期资金入市，银行、保险受益。**2025年1月22日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。政策核心聚焦于促长线资金入市、稳短期市场波动、落价值投资实效。

银行板块个股PB整体仍处于历史较低水平

保险板块个股PB整体仍处于历史较低水平



2.2 美股：特朗普“呵护”下，美股继续获得支撑

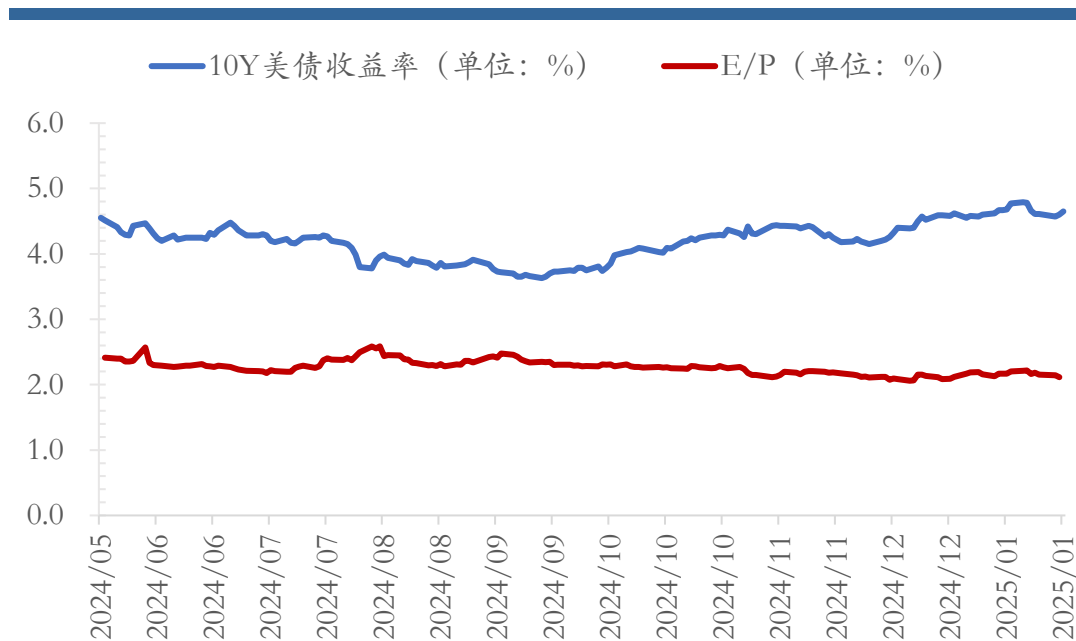
▶ 特朗普“呵护”下，美股继续获得支撑。特朗普就职演讲继续强调以美国优先，推动制造业订单回流美国。尽管就职演讲并未提及减税，但特朗普表示将继续推动减税以及解决美国债务上限问题，同时要求美联储降息为美国股市提供更多利好，有望对美股构成支撑。考虑到美股股息率与10Y美债收益率缺口有所扩大，可能会对高估值板块形成一定抑制。故从因子分析的情况看，在纳指和道指中相对看好道指。

通胀压力下，道指可能相对占优

| 变量 | 变动值 | 纳斯达克指数 | 道琼斯工业指数 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 短端利率变动 (2Y美债) | 0.07 | -0.23 | 0.03 |
| 长短利差变动 (10Y-2Y美债) | 0.19 | 0.04 | 0.14 |
| 失业率 (季调) 变动 | -0.10 | -0.06 | -0.02 |
| 美国CPI环比 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 美国PPI环比 | 0.20 | -0.76 | -0.49 |
| 合计 | | -1.01 | -0.34 |

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口继续扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：特朗普就职未有“激进举措”

2 权益：正值春光好时节

3 利率：静待新一轮政策信号

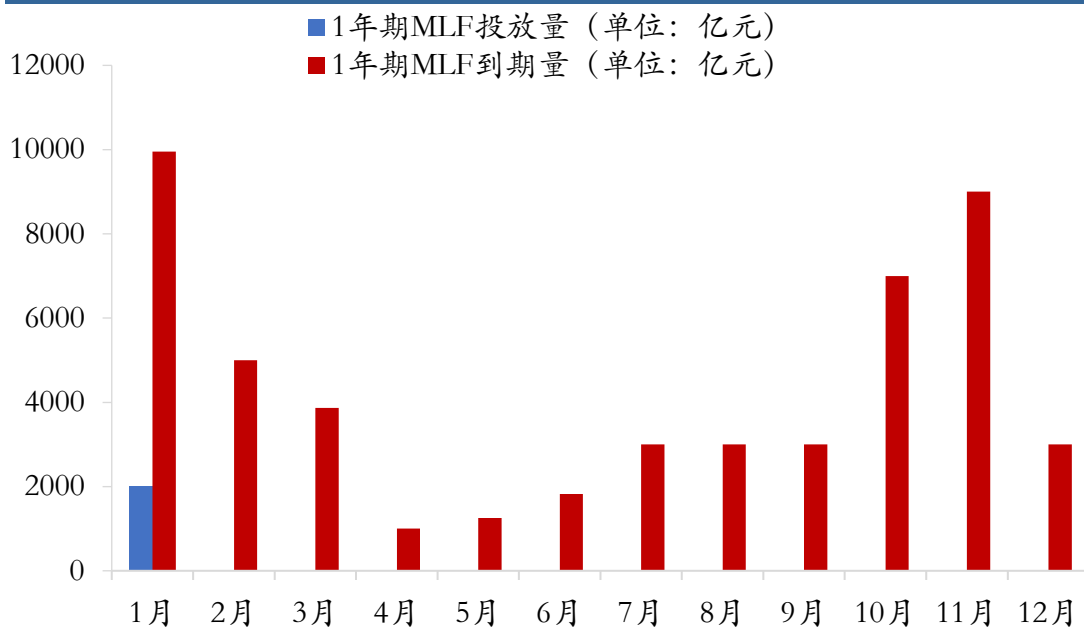
4 大宗：政策预期分化，国内强于国际

5 汇率：美元强势有所缓解

3.1 国内债券：稳汇率、稳息差压力下，降息短期内恐难以落地

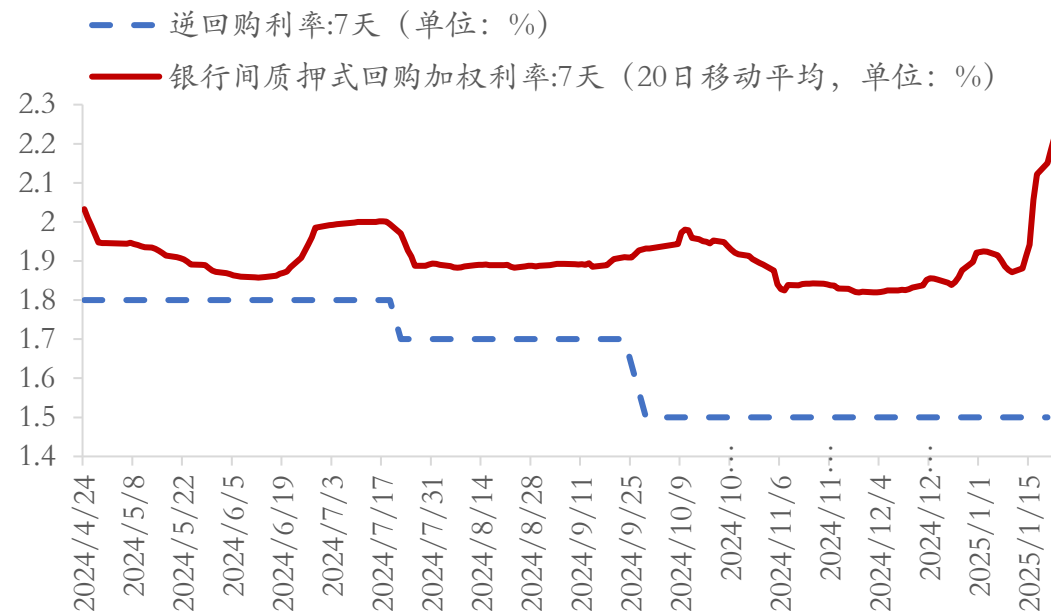
▶ 稳汇率、稳息差压力下，降息短期内恐难以落地。1月政策利率与LPR报价保持不变，根本原因在于前期一揽子增量政策出台后，全社会信心有所好转，楼市也在显著回暖，带动2024年四季度GDP同比大幅升至5.4%，较上季度加快0.8个百分点，因此短期内降息的必要性下降。此外，汇率压力也是掣肘LPR调降的外部风险因素。考虑到“适度宽松”定调不变，在物价水平偏低，外部经贸环境变数加大，以及房地产市场止跌回稳势头还需进一步巩固的背景下，年内有力度降息可期。由于2024Q4-2025年3月之前美联储降息幅度为50BP、3月中再降息25BP，参考10月国内货币政策表态与跟随降息幅度，预计2025年一季度降息幅度与2024年10月相同，即20-25BP。

MLF缩量续作，央行通过其他渠道释放流动性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007显示年前短端资金面偏紧

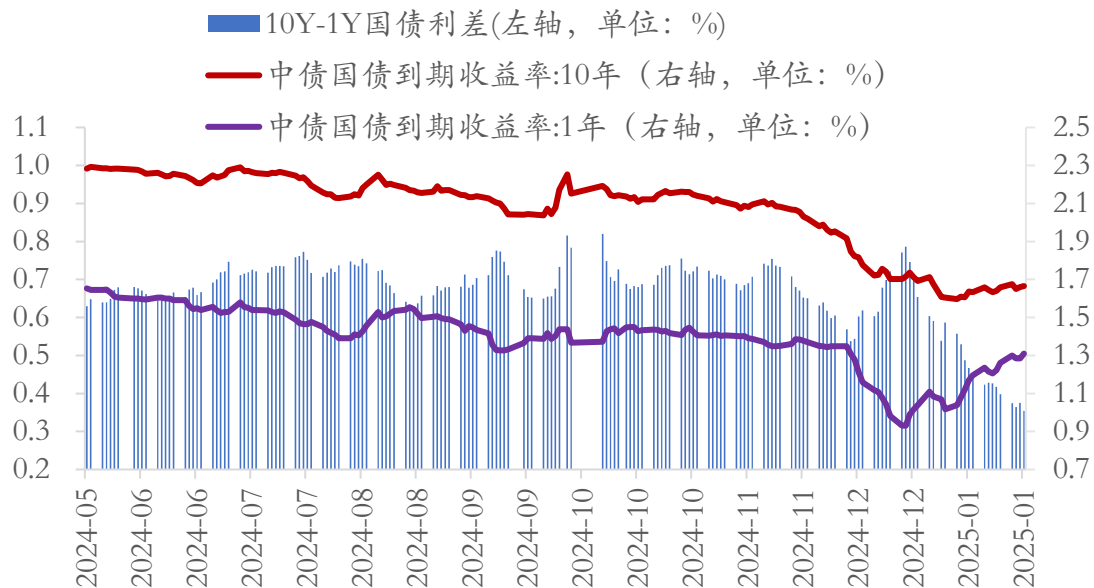


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.1 国内债券：如政策利率“按兵不动”，利率易上难下

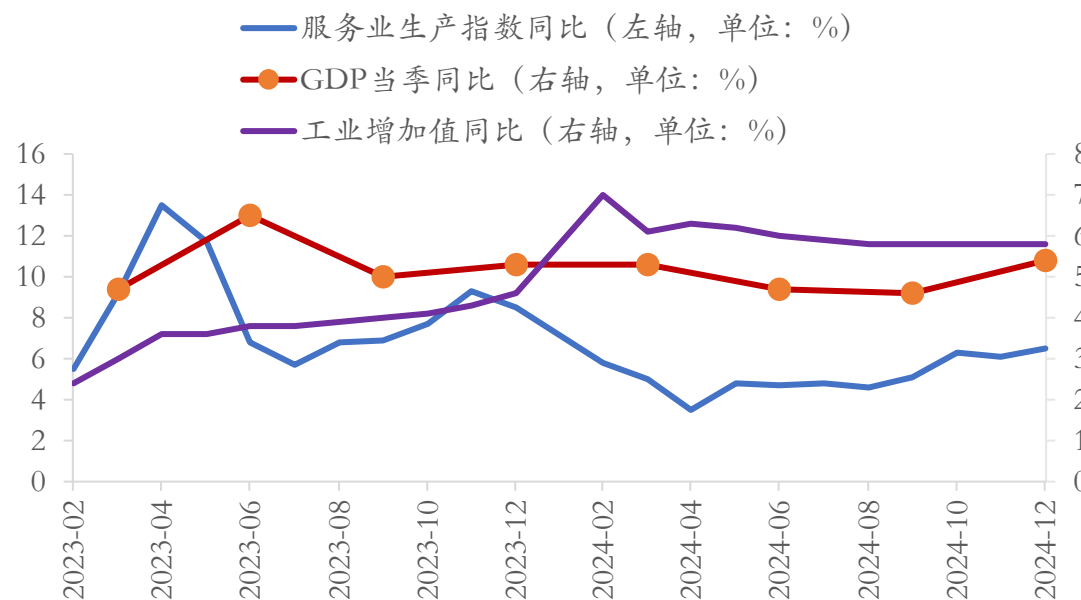
- ▶ 如政策利率“按兵不动”，利率易上难下。在央行12月中央经济工作会议明确货币政策“适度宽松”定调后，利率持续“抢跑”下行。如政策利率“按兵不动”，利率缺乏进一步下行动力，可能进入易上难下态势。考虑到当前降息的约束来自于内部银行息差和外部人民币汇率，因而在汇率压力缓解或者存款利率调降信号出现之前，降息概率偏低。
- ▶ 在政策给出更多信号之前，如调降存款利率或者OMO利率，预计期限利差变动幅度有限。

期限利差收窄，主要源于短端利率快速反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

宏观经济数据显示Q4经济基本目标环比改善

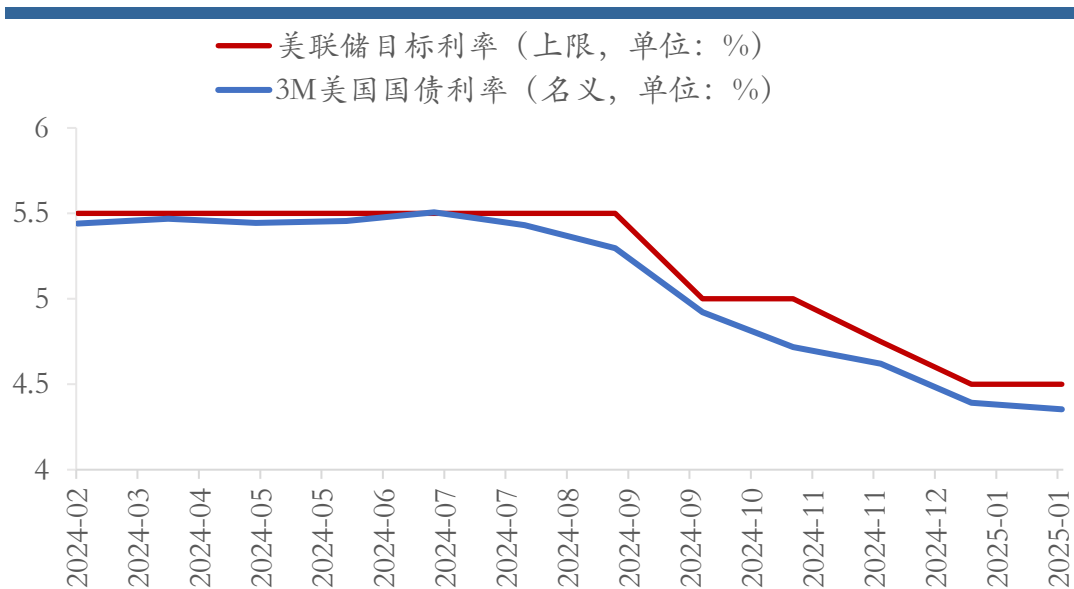


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。

3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）持平

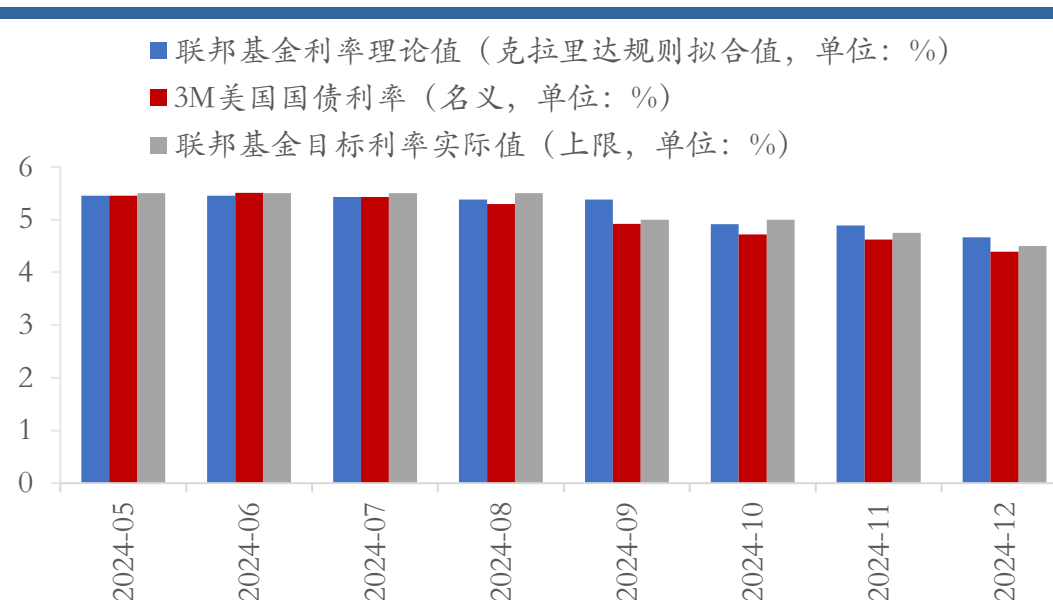
- 美债利率维持窄幅变动，静待美联储给出新的政策信号，但长债利率上行压力高于短债。根据伯克南三因素框架判断，2月美债利率走势依然主要围绕期限利差博弈。①1月美联储议息会议大概率维持利率不变，短期实际利率变动不大。②经济与就业数据偏强，实际利率期限负利差延续收窄态势，短债对美联储降息路径修正后，利率上行压力转向长债。③原油价格预期维持弱势，但特朗普政策预期推动再通胀担忧走强，内含通胀预期恐高位再度上行。
- 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。美联储连续降息推动短期实际利率跟随政策利率下行，在美联储未明确表示降息周期结束、2025年仍有降息空间的情况下，短期实际利率有望延续低于目标利率上限。

短期实际利率跟随政策利率下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

降息预期仍存，短期实际利率略低于理论利率

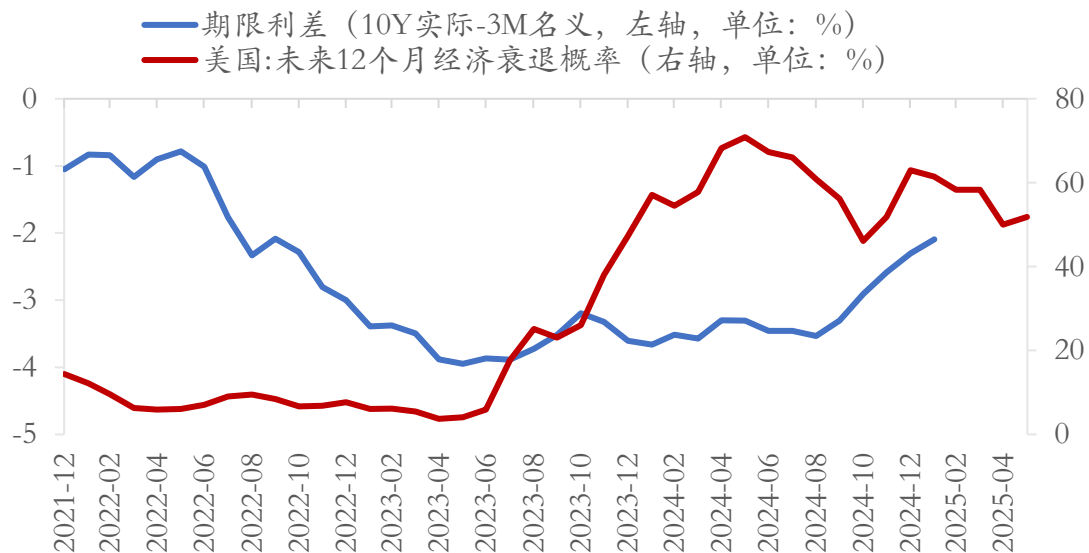


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2.2 美债：实际利率负期限利差收窄态势不改

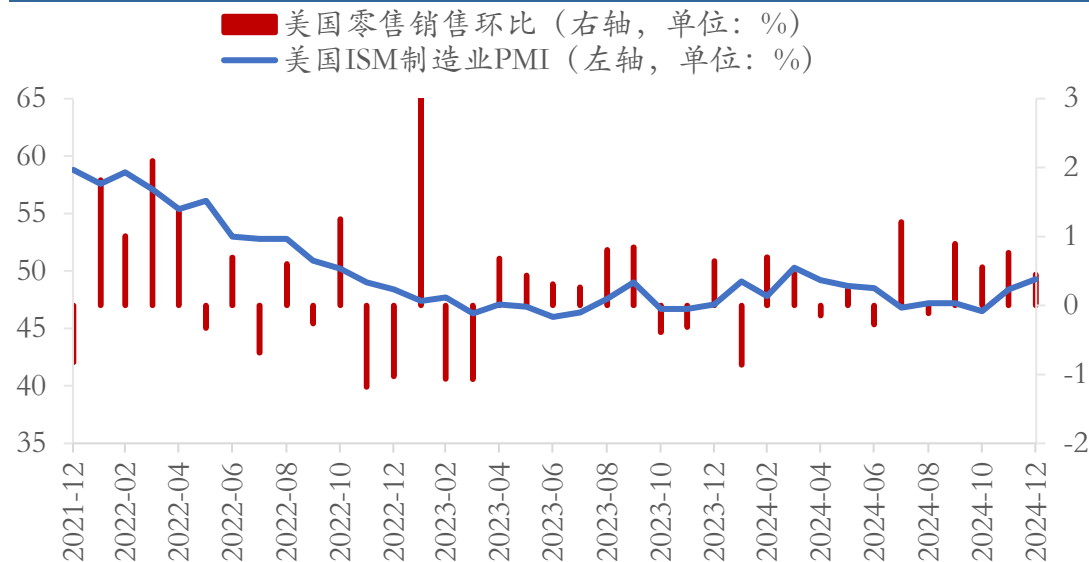
▶ **美债：实际利率负期限利差收窄态势不改。**美国经济分析局预计未来12个月衰退概率回落至50%附近，特朗普上台后以美国本土优先的系列举措支持下，对美国经济的放缓担忧明显缓解。12月美国ISM-PMI回升至49.3%，零售销售额环比上涨0.45%，维持较高水平，也表明近期美国经济未出现失速风险。受此影响，预计实际利率负期限利差收窄态势不改。考虑到2Y美债利率已经基本消化新的美联储降息路径，预计上行压力可能集中在10Y美债利率上。

美国衰退风险下降，负期限利差加速收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值。

美国零售销售额与PMI维持韧性

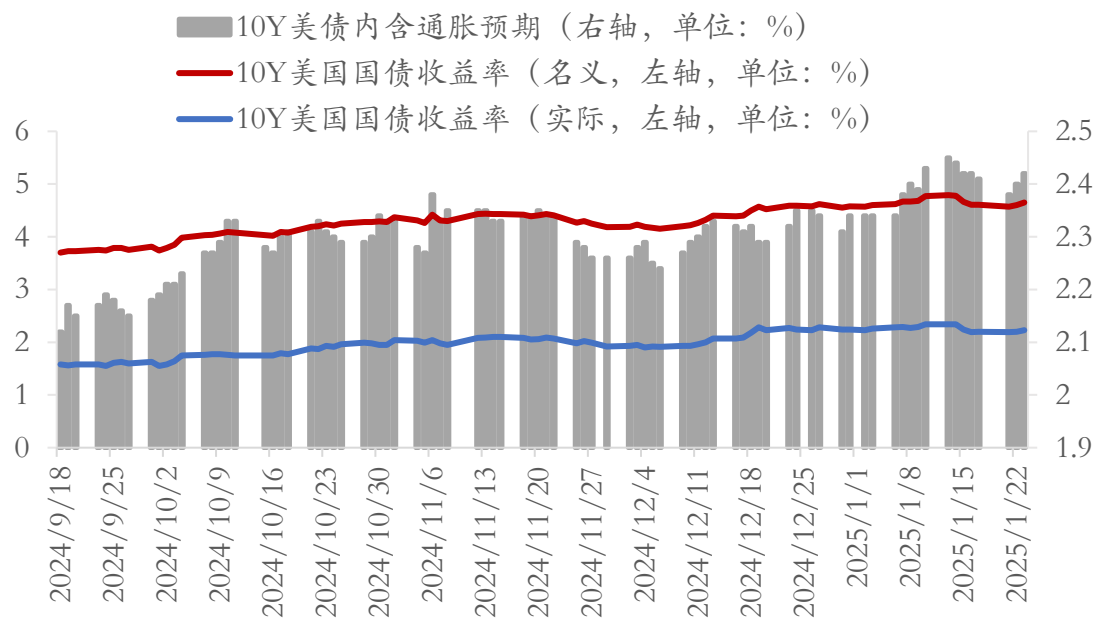


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.2.3 美债：10Y内含通胀预期有望维持高位

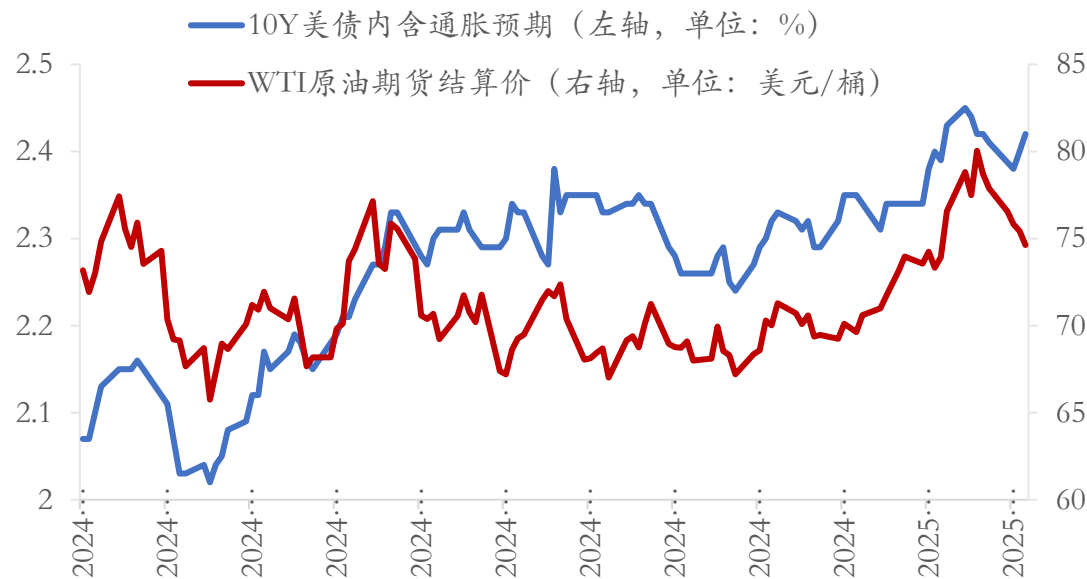
▶ **美债：10Y内含通胀预期有望维持高位。**当前10Y内含通胀预期上行至2.42%附近。特朗普表示，将宣布南部边境进入全国紧急状态，并派遣军队抵御所谓非法移民“灾难性入侵”，“所有非法入境将被立即制止，我们将开始遣返数百万外国人”。按照特朗普竞选时的表态，后续还将加强移民和海关执法局（ICE）的力度，增加非法入境和签证逾期的处罚，同时完成边境墙建设，使用先进技术监控和保护边境，并将大量联邦执法资源转移到移民执法上。短期来看，市场担忧移民政策收紧对工资-通胀螺旋可能产生的影响，从而推动内含通胀预期维持高位。1月克利夫兰联储5年通胀预期为2.45%与上月再度提升0.11个百分点，处于较高水平。

内含通胀预期维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

内含通胀预期主要反应未来工资上行压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1 配置逻辑：特朗普就职未有“激进举措”

2 权益：正值春光好时节

3 利率：静待新一轮政策信号

4 大宗：政策预期分化，国内强于国际

5 汇率：美元强势有所缓解

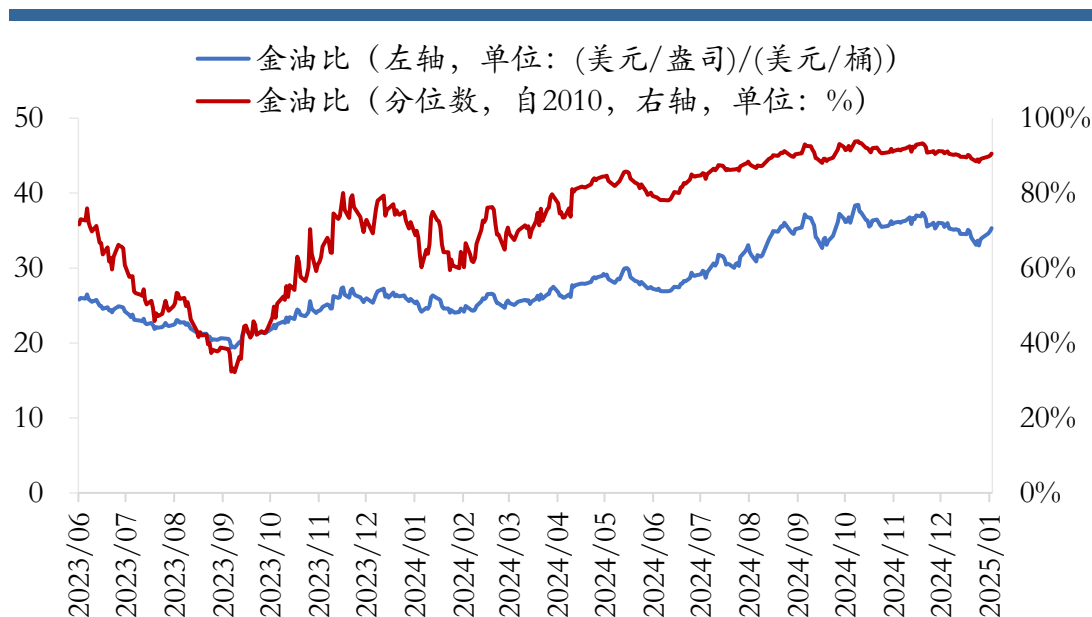
4.1 国际大宗：特朗普推动逆全球化担忧下，大宗商品价格持续承压

▶ 特朗普推动逆全球化担忧下，大宗商品价格持续承压。特朗普正式就职前，美国媒体披露特朗普团队有意按照“逐月加征”的方式提高关税，逆全球化担忧缓解推动大宗商品价格反弹。但特朗普正式就职后，其推动加征关税等逆全球化举措依然“如期推动”、未见明显放缓态势。同时，特朗普仅以能源政策恐无法解决当前美国以核心通胀为主的通胀风险，故美联储可能持续维持紧缩的货币政策基调。综合来看，如特朗普逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，短期内全球大宗商品价格延续承压，但考虑到通胀对黄金价格的提振作用，中长期相对看好黄金价格。

因子分析看，原油短期可能表现偏强

| 变量 | 变动值 | WTI原油 | COMEX铜 | COMEX黄金 |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 短端利率变动 (2Y美债) | 0.07 | 1.44 | 0.06 | -0.30 |
| 长短利差变动 (10Y-2Y美债) | 0.19 | 0.46 | 0.10 | -0.20 |
| 美债长期平均实际利率 | 0.14 | -2.45 | -0.08 | 0.08 |
| 库存/ETF持仓量变动 | | -1.48 | -0.69 | 0.00 |
| 净多头持仓 | | 5.90 | -0.19 | -1.83 |
| 合计 | | 3.87 | -0.81 | -2.25 |

特朗普注重传统能源开采，金油比有所回落



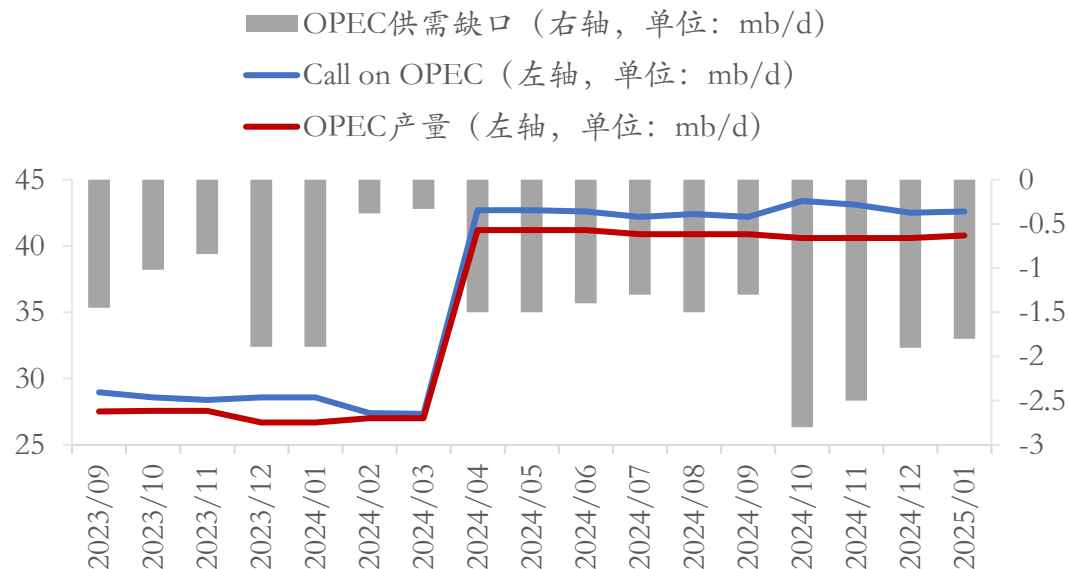
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.1 原油：特朗普宣布美国进入能源紧急状态，扩产担忧继续压制油价

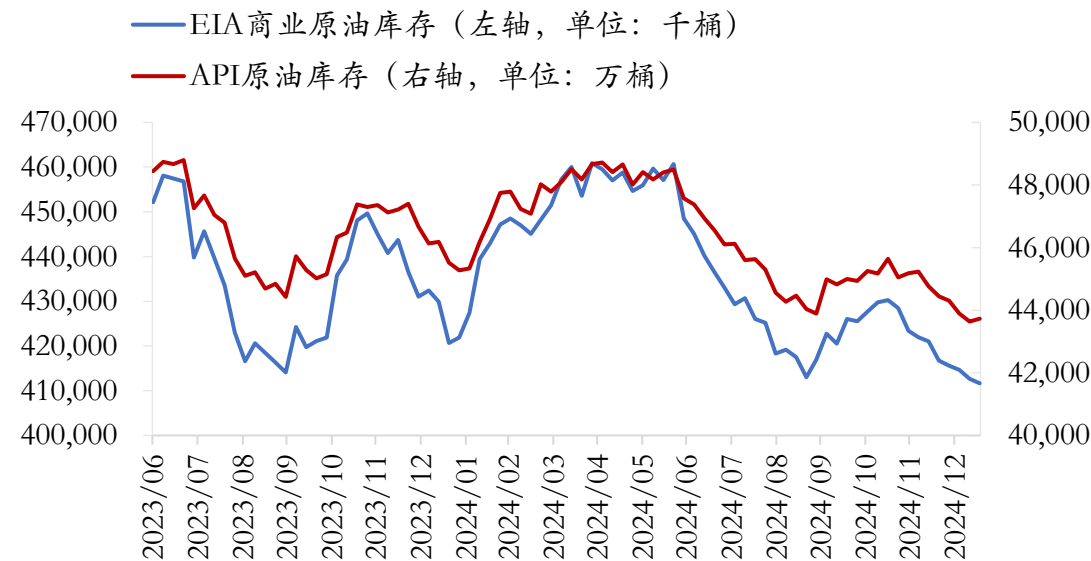
▶ **原油：特朗普实施能源紧急状态，扩产担忧继续压制油价。** 去年12月初，OPEC+国家将自愿减产措施延长至明年3月底，同时将全面取消减产的期限延长一年至2026年底。但一方面，全球需求端依然不容乐观，1月OPEC月报延续下调对OPEC供需缺口的预测。另一方面，特朗普宣布美国进入能源紧急状态、加大传统能源开采并逐步实现向全球出口，考虑到其上一任期已有成功先例，同时美联储放缓降息节奏也对原油价格形成抑制。此外，特朗普还喊话OPEC组织要求调降原油价格。因此，预计油价继续承压，短期内可能继续下行。

OPEC+预计去库幅度有所收窄



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存小幅回落

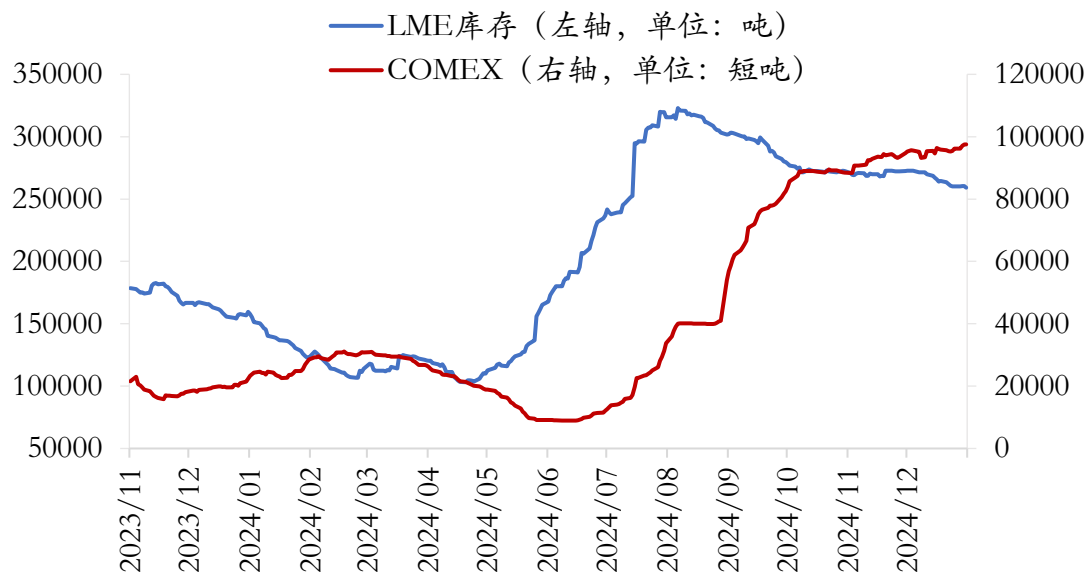


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶

4.1 铜：库存上行趋势未变，多空博弈加剧

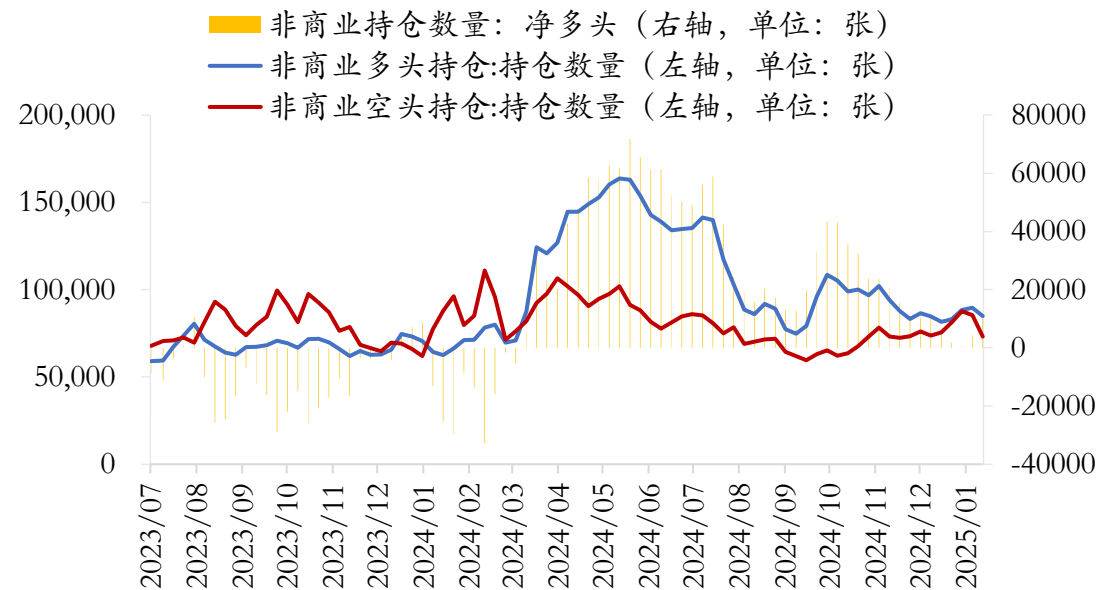
► **铜：库存上行趋势未变，多空博弈加剧。** COMEX铜继续抬升、LME铜库存略有下降，需求端延续弱势。市场对于后续铜供需格局担忧未变，一方面美联储政策路径持续释放鹰派信号，另一方面特朗普当选后取消拜登政府“绿色行政”、取消新能源补贴，并对我国新能源出口实施限制性举措，恐继续拖累需求。从市场情绪上看，铜非商业空头持仓数量下降，押注特朗普“百日新政”激进举措有所下降。整体看，铜价短期内多空博弈加剧，但预计偏空力量短期内可能最终占上风。

铜库存有所分化，COMEX铜继续抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业空头持仓量有所下降

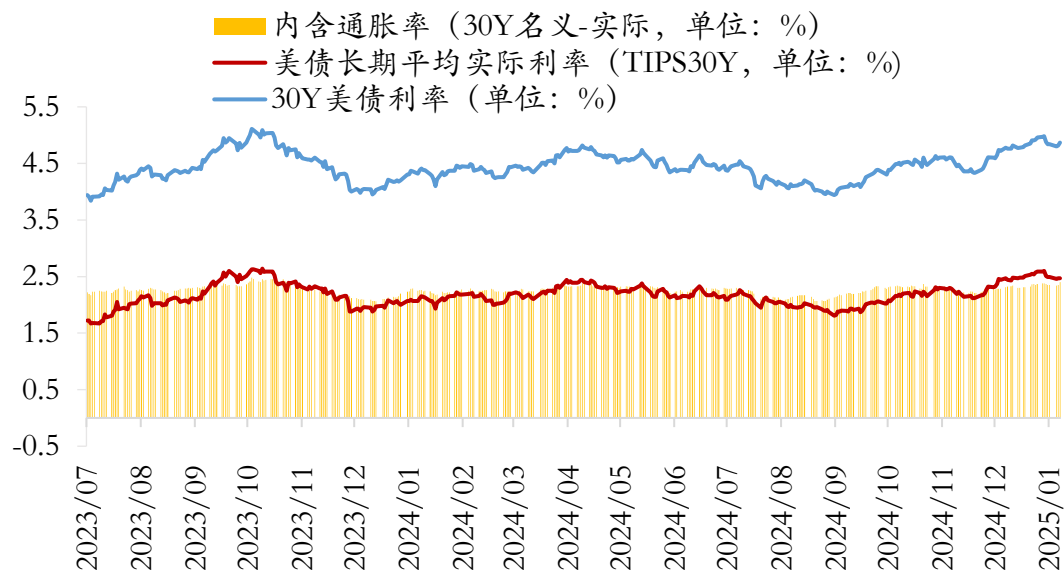


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.1 黄金：地缘政治担忧与央行购金再起，中长期配置价值持续显现

▶ **黄金：地缘政治担忧与央行购金再起，中长期配置价值持续显现。**一方面，美联储鹰派政策路径已被市场基本消化，市场预期美联储2025年降息幅度大概率不超过50BP。另一方面，市场对于美国再通胀风险担忧加剧，12月美国非农失业率回落至4.1%，表明美国劳动力就业市场偏紧，后续特朗普收紧移民政策可能进一步加剧劳动力供需矛盾，加剧美国核心通胀风险。随着市场对于美联储政策路径预期逐步收敛，美债实际利率变化不大，而特朗普就任后地缘政治风险担忧增加推动COMEX非商业多头、净多头持仓量增加，亚洲经济体央行再度启动购买黄金、增加黄金储备。故，预计金价中长期配置价值有望持续显现，但上行幅度受到美联储放缓降息节奏的制约。

美债实际利率略有回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量变动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨

4.2 国内大宗：“开门红”预期叠加宏观数据空窗期，价格有望提振

- “开门红”预期叠加宏观数据空窗期，价格有望提振。按照往年惯例，进入2月后市场开始进入“两会”政策力度博弈期。一方面，从地方两会情况看，31个省市的GDP、固定资产投资、消费加权目标增速均较去年有所下降，同时绝大部分省市对CPI的目标定为2%左右也低于去年。因而，对整体经济增长目标预期不宜过高。另一方面，整体看今年地方政府对“开门红”比去年积极。比如：广东、山东两省2024年末省委经济工作会议提到“开门红”，2023年末无对应表述；河南2025年政府工作报告提到“见事要早、行动要快、力度要大”，2024年政府工作报告没有类似提法。因而，考虑到今年春节相对较早，今年政策靠前发力概率较大，叠加宏观数据空窗期，有望对国内大宗价格形成提振。考虑到政策发力主要在基建领域，同时地产端延续销售向好态势，因而高配工业品、螺纹钢，标配玻璃，低配农产品。

因子分析显示可高配螺纹钢、低配农产品

| 变量 | 变动值 | 南华工业品 | 南华螺纹钢 | 南华农产品 | 南华玻璃 |
|------------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 短端利率变动 (1Y国债) | 0.05 | 0.13 | 0.37 | 0.04 | 0.61 |
| 长短利差 (10Y-1Y国债) | -0.21 | -0.15 | -0.05 | -0.10 | -1.27 |
| M2同比差值变动 | 0.60 | -0.40 | 0.39 | -0.57 | -0.63 |
| 基建投资累计同比变动 | 0.20 | 0.11 | -0.06 | 0.05 | 0.09 |
| 新开工面积前12个月移动平均同比 | -22.52 | -1.05 | -1.48 | -1.07 | 0.59 |
| 竣工面积前12个月移动平均同比 | -26.13 | -0.65 | -0.33 | -1.04 | 20.96 |
| 销售面积前12个月移动平均同比 | -12.84 | 1.73 | 1.73 | 1.99 | -2.51 |
| 合计 | | -0.29 | 0.58 | -0.71 | 17.85 |

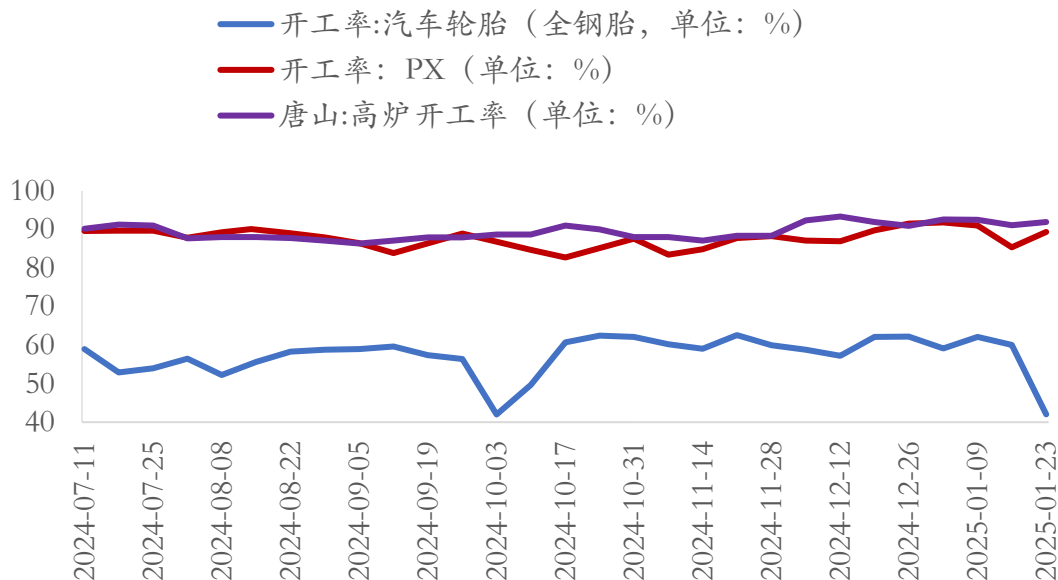
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：“抢出口”态势延续、外需景气度偏高

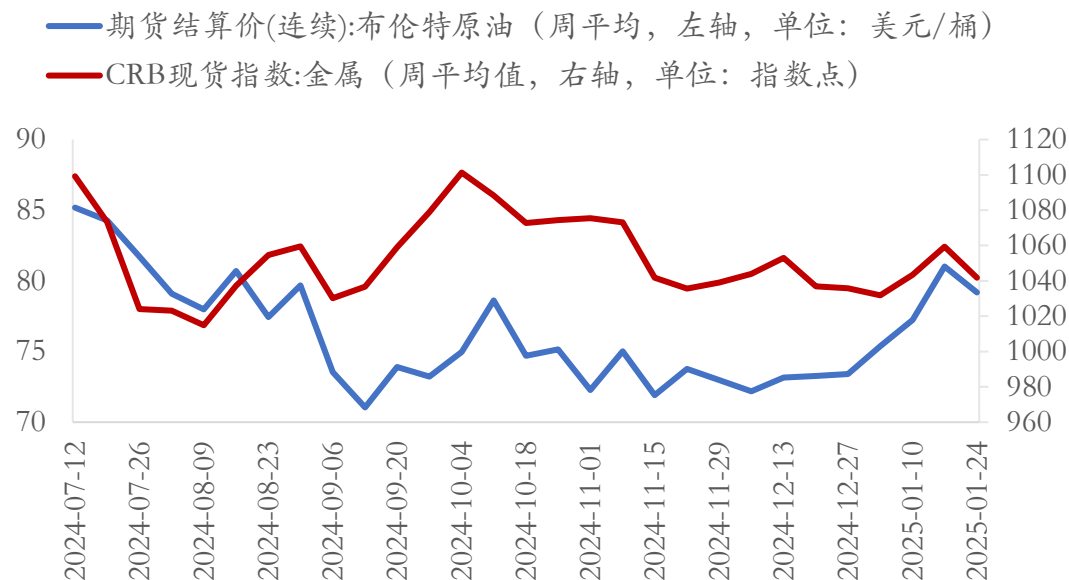
▶ 南华工业品指数：“抢出口”态势延续、外需景气度偏高。生产端整体变动不大，汽车全钢胎开工率维持在60%左右，全月均值60.5%与上月60.1%相比略有提升，唐山高炉开工率维持在92%左右，PX开工率回落至89%左右。1月钢材预估日产量较12月环比有所提升，后续基建类项目开工提速可期。1月周均集装箱吞吐量为629万标准箱，环比较上月的593万标准箱环比明显提升，与去年同期同比增速从上月的11.4%下降至9.9%、但维持较高水平，表明“抢出口”态势延续。总的看，外需出口景气度偏高，继续提振生产端，叠加上游价格有所好转，有望推动工业品价格震荡偏多。

剔除春节因素，三大开工率维持相对高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

原油与金属价格环比有所改善



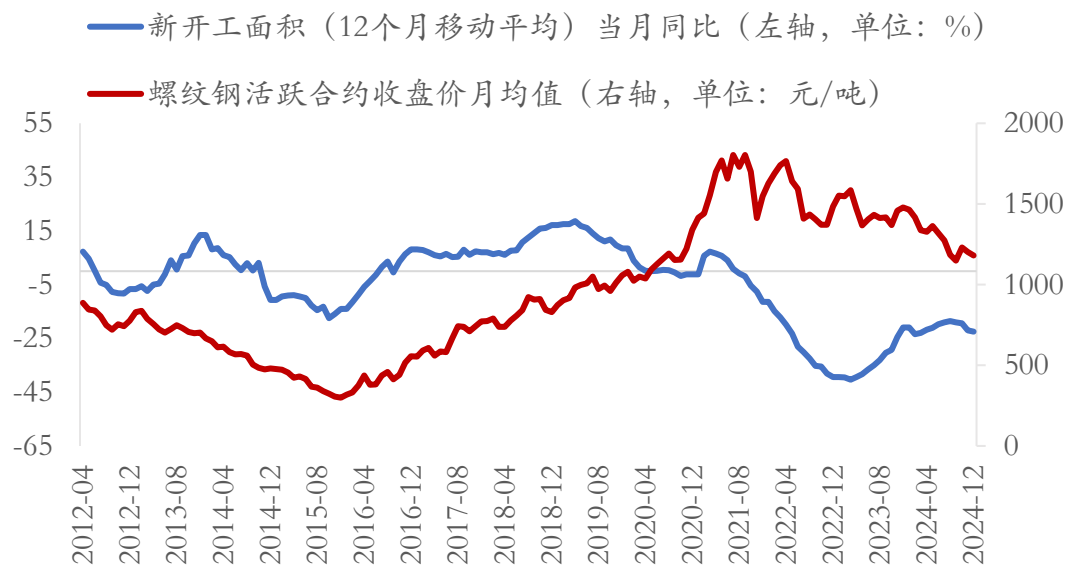
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：一季度“开门红”诉求支撑价格

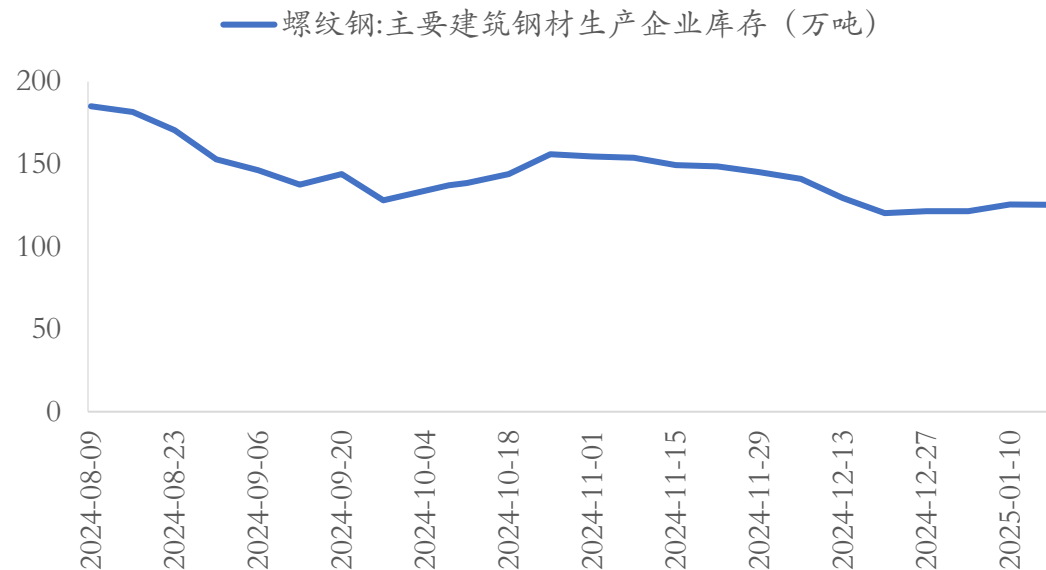
▶ **南华螺纹钢指数：一季度“开门红”诉求支撑价格。**粗钢产量变化不大，企业库存略有回升，供需基本面变化不大。房地产新开工面积增速降幅基本持平，房企拿地和新开工意愿仍然不强，房地产政策“严控增量”基调下，地产对上游需求拉动作用有限。考虑到今年各地方政府对于一季度“开门红”诉求较强，有望提振信心和价格，螺纹钢指数预计延续震荡偏多。

新开工延续低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1月螺纹钢库存略有回升

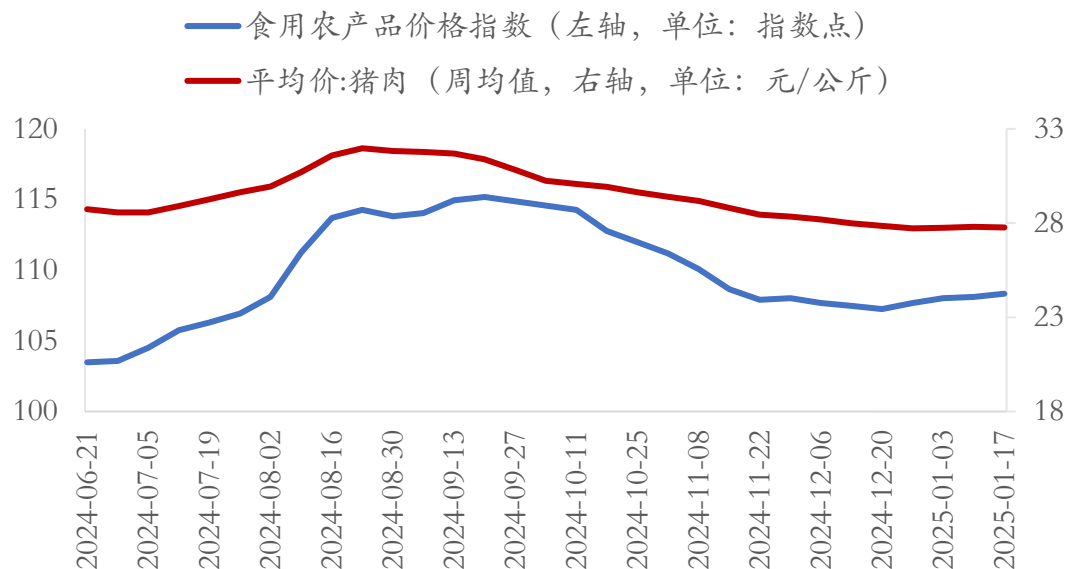


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.2 南华农产品指数：临近春节需求有所好转，但后续依旧承压

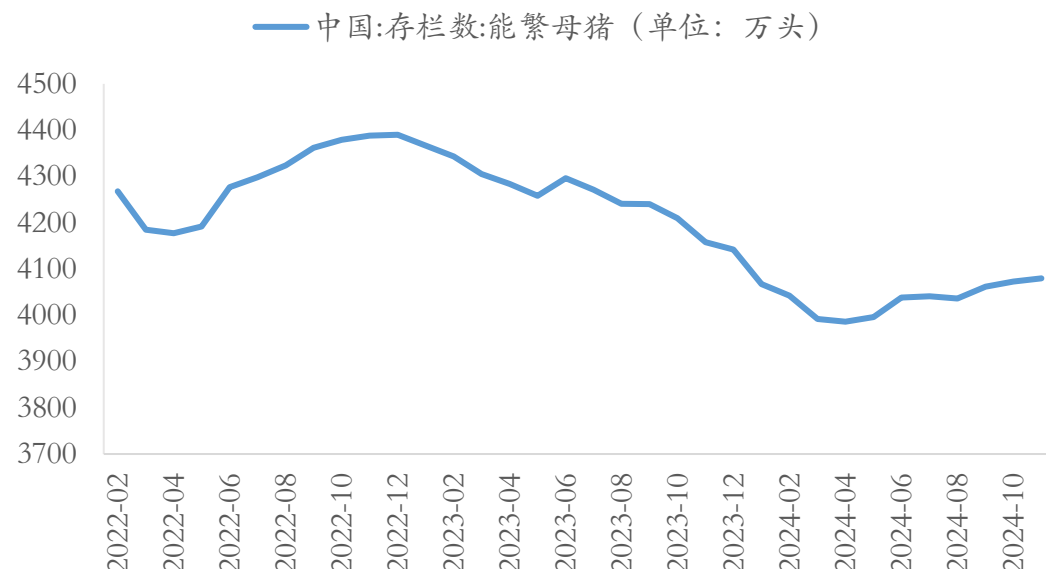
▶ **南华农产品指数：临近春节需求有所好转，但后续依旧承压。**猪肉价格基本持平，1月前三周猪肉均价27.77元/公斤，与12月周价格均值27.94元/公斤相比环比变动不大，与去年1月均值同比上涨0.6%、较上月回落约1.4个百分点。临近春季，1月食用农产品价格指数有所反弹，但可持续性有待观察。能繁母猪存栏量延续小幅回升态势，表明生猪产能阶段性反弹。同时，今年冬季温度不低推动运输成本下降。整体上看，春节需求利好释放后，农产品价格依旧承压。

猪肉价格持续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

生猪存栏量回升，产能阶段性反弹

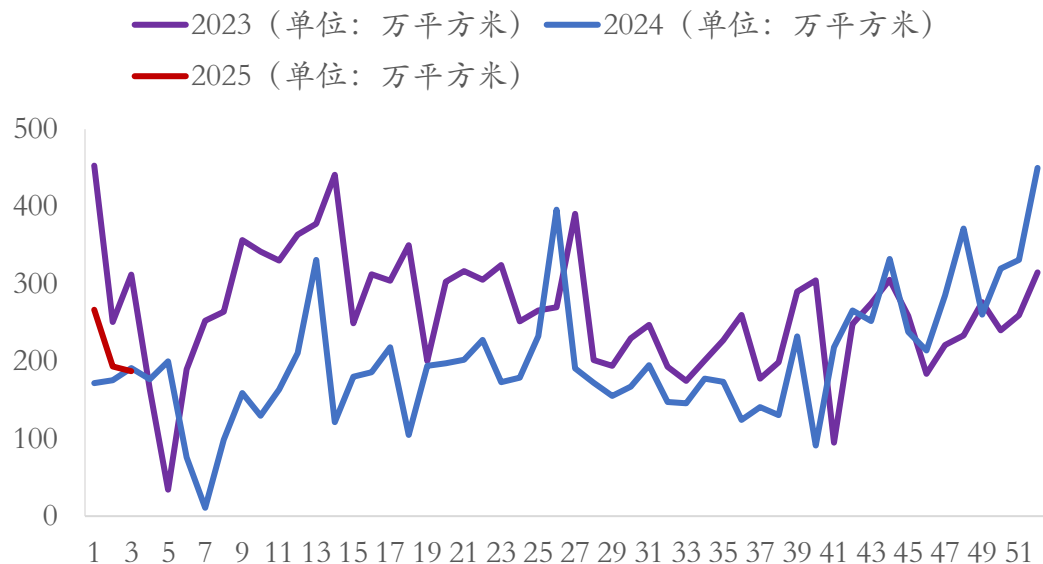


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头

4.2 南华玻璃指数：地产销售持续改善，春节后有再度走强可能

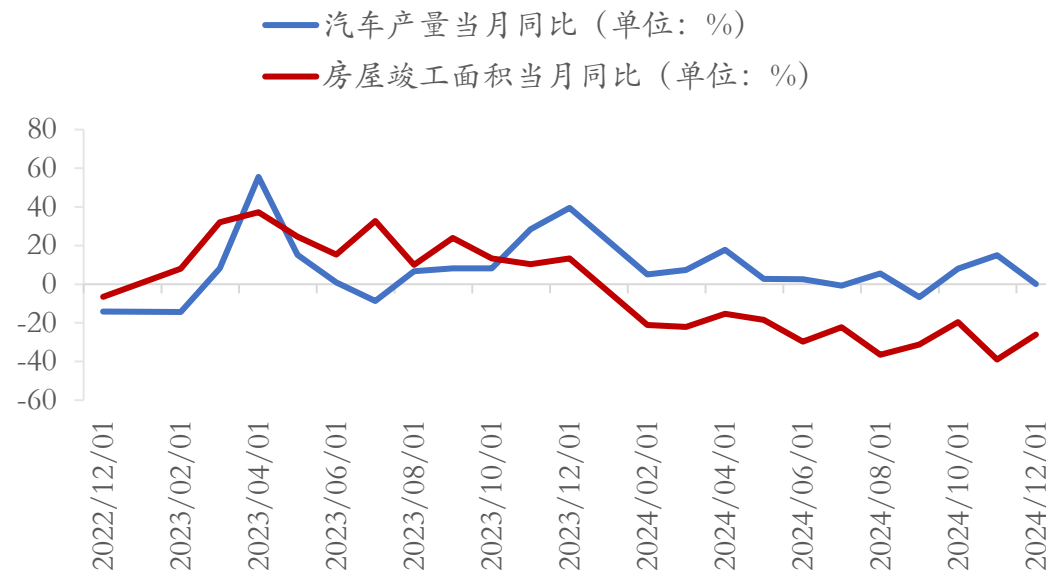
➤ **南华玻璃指数：地产销售持续改善，春节后有再度走强可能。**1月前三周30城商品房销售面积同比增长20.2%，与上月19.8%相比变动不大，考虑到春节后“金三银四”为地产销售传统旺季叠加近期房价环比持续改善，我们认为，地产销售改善态势有望延续，春节后有再度走强可能。12月份，一线城市二手住宅销售价格环比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点。其中，北京、上海和深圳分别上涨0.5%、0.9%和0.1%，广州下降0.3%。二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别为持平和下降0.2%，亦有所改善。一线城市二手房价环比继续改善，二三线城市环比降幅收窄，表明市场信心继续修复，后续销售有望延续改善态势。如地产销售改善呈现出持续性，则玻璃价格有望转入阶段性反弹。

年初30城商品房周销售面积略强于2024年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

竣工面积同比增速有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1 配置逻辑：特朗普就职未有“激进举措”

2 权益：正值春光好时节

3 利率：静待新一轮政策信号

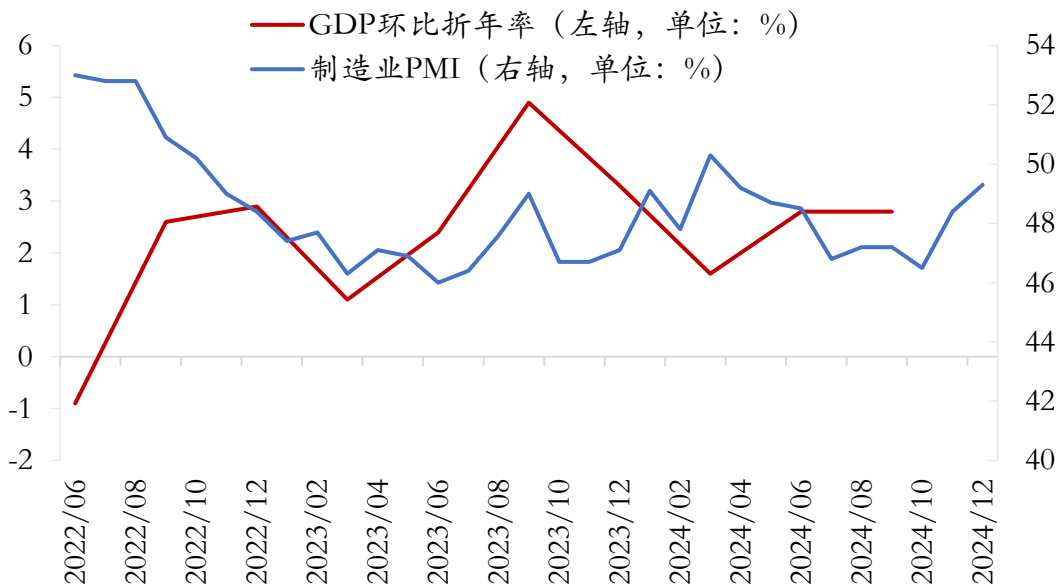
4 大宗：政策预期分化，国内强于国际

5 汇率：美元强势有所缓解

5.1 美元指数：特朗普正式就职但态度偏温和，美元存在回落空间

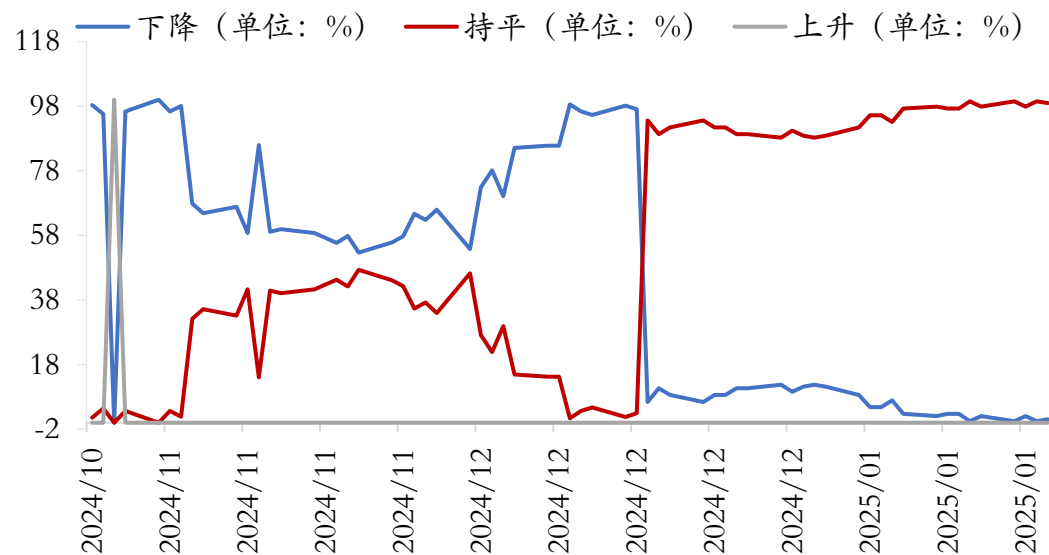
▶ **特朗普正式就职但态度温和，美元存在回落空间。**美国时间1月20日特朗普正式就职并发表就职演讲，相比于就职之前特朗普在社交媒体上发表相对激进的言论与观点，特朗普就职演讲中提及具体举措相对偏温和，关税以及外交政策等并未明确提及。同时，特朗普在就职后签署的总统行政命令等也并未超预期，市场担忧的“黑天鹅”风险解除。故短期内，预计美元强势有所缓解，甚至有所回落。

美国制造业PMI延续回升



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对1月FOMC目标利率主要押注为持平

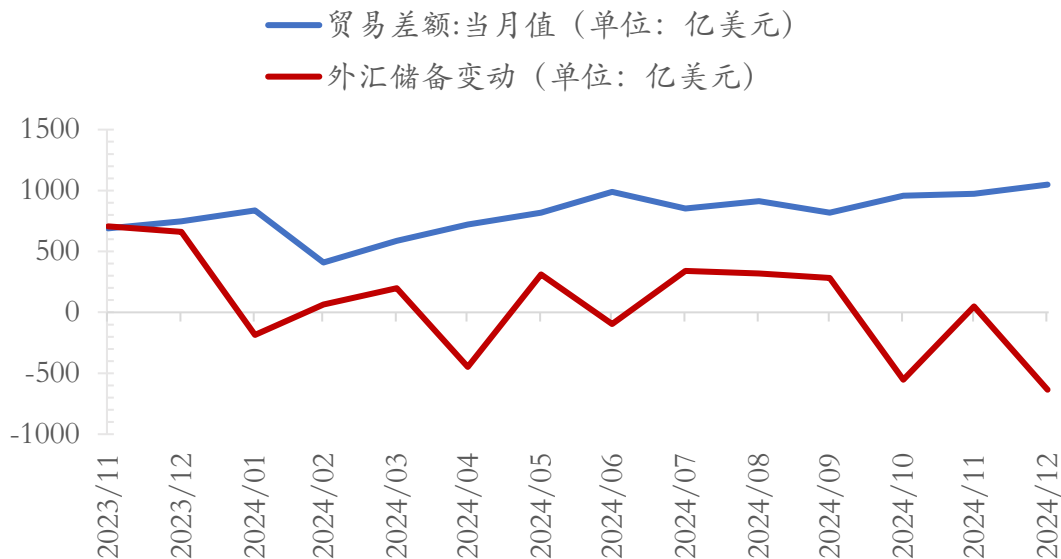


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：国内再度降息前，人民币汇率有望延续反弹态势

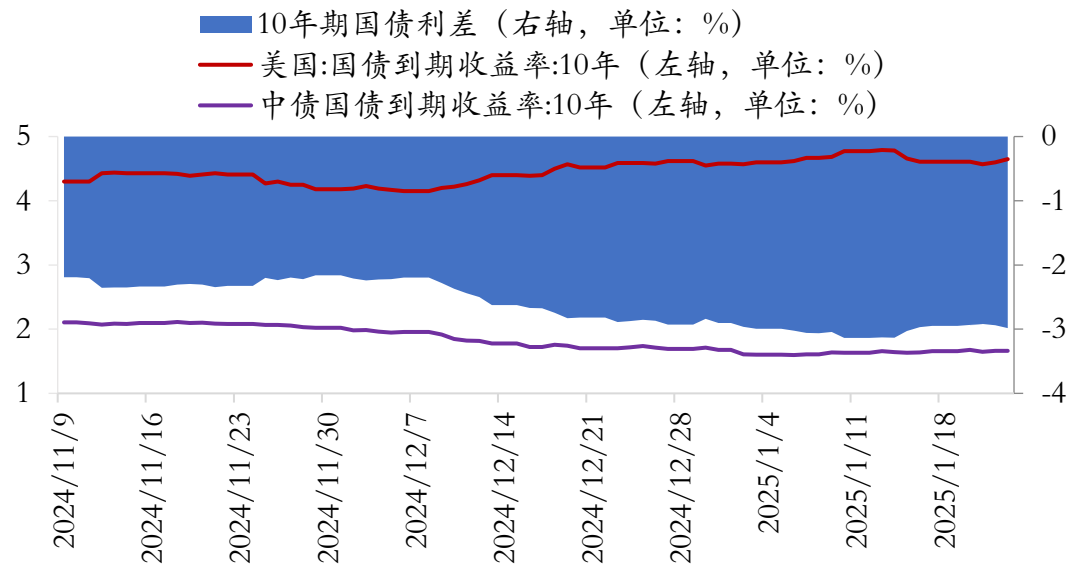
▶ 如国内再度降息，则人民币汇率依旧承压。去年末以来中美货币政策分化态势加剧，中央经济工作会议定调2025年货币政策“适度宽松”，而12月FOMC会议对于后续降息节奏维持谨慎态度。受此影响，中美利差“倒挂”幅度推动人民币汇率依旧承压。但2025年1月国内货币政策维持“按兵不动”，国债利率整体有所回升推动人民币汇率小幅反弹。预计国内再度降息前，人民币汇率有望延续反弹态势，后续重点关注2月政策利率变化。

12月外汇储备规模继续流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”幅度收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。