

## 去美元化再提速，关注商品板块轮动

### 市场分析

**通胀叙事大趋势不改。**12月11日中央经济工作会议召开：会议强调，深入实施提振消费专项行动；强调深入整治“内卷式”竞争制定和实施；会议确认，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量。后续继续提振消费，以及推进“反内卷”的大方向并未发生变化，未来物价回升路径仍需关注供给侧的政策方向。1月15日，央行宣布下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点，各类再贷款一年期利率降至1.25%，其他期限档次利率同步调整。并强调，今年降准降息还有一定空间，人民币汇率预计将继续双向浮动，保持弹性。1月20日，财政部官网集中发布5个重要政策文件，涵盖个人消费贷款、设备更新、中小微企业贷款、服务业经营主体贷款及民间投资专项担保五大领域，以“延长期限、扩大范围、提高标准”为核心导向，通过财政贴息与担保支持，降低融资成本、激发市场活力，助力扩大内需与经济高质量发展。此外，伊朗和委内瑞拉的地缘局势骤紧，在民粹主义和贸易保护主义思潮下，全球争夺矿产和能源资源的局势明朗。此外，特朗普近期就格陵兰岛一系列事件使得美国和欧洲国家关系紧张，进一步加剧了全球去美元趋势。从宏观趋势的角度，仅有经济衰退和加息预期才能为火热的通胀情绪带来降温。

**内外景气存在一定分化。**10月以来，海外景气度持续回落，但对应中国的出口和景气的新订单仍偏积极，关注是否存在“抢出口”的扰动及持续性情况。数据方面，中国外贸加速回暖，12月以美元计价出口同比增6.6%，进口同比增5.7%，均超预期。中国经济2025年成绩单出炉，GDP增长目标5%如期达成；12月社零同比增速放缓至0.9%、规上工业增加值同比增5.2%；全年固定资产投资同比降3.8%、房地产开发投资降17.2%。中国12月官方制造业PMI 50.1，重回扩张区间，非制造业PMI 50.2，均好于预期。美国12月ISM制造业指数从48.2小幅下降至47.9，已连续10个月低于50，主要受到库存下降速度加快的拖累。欧洲1月制造业PMI初值略超市场预期。

**商品分板块，短期关注低估值板块的轮动可能。**有色板块长期供给受限仍未缓解，确定性仍高，但短期涨势或有所转缓。能源方面，美国将“代销”委内瑞拉石油，同时特朗普表示希望将油价降至每桶50美元，且预计美国将在未来多年内接管委内瑞拉并从其庞大的石油储备中开采原油。关注后续伊朗局势。美国能源部长呼吁全球原油产量翻倍，叠加IEA维持今年严重供应过剩判断，显著打压市场情绪。化工板块中，甲醇、PTA等品种的“反内卷”及股商联动空间也值得关注。农产品仍需关注天气预期，以及短期生猪疫病情况。黑色则关注国内政策预期，以及低估值的修复可能。贵金属方面，去美元化趋势提速打开黄金上升空间。

### 策略

商品和股指期货：整体中性。

### 风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

## 要闻

国家发改委：2026年第一批936亿元超长期特别国债支持设备更新资金已经下达，支持工业、能源电力、教育、医疗、粮油加工、海关查验、住宅老旧电梯、节能降碳环保、回收循环利用等领域约4500个项目，带动总投资超过4600亿元。(华尔街见闻)

1月22日，央行公告称，为保持银行体系流动性充裕，2026年1月23日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展9000亿元MLF操作，期限为1年期。(华尔街见闻)

美最高法院对罢免美联储理事库克态度谨慎，大法官警告“粉碎”央行独立性。(华尔街见闻)

特朗普称可能已选定一人任美联储主席、希望像格林斯潘，再次暗示哈塞特“出局”。(华尔街见闻)

特朗普达沃斯演讲称格陵兰岛是美国核心安全利益，但美不会武力夺取，寻求立即谈判。此后特朗普称与北约达成格陵兰协议“框架”、暂不对欧加关税，美股和数字货币拉升，白银跳水。(华尔街见闻)

当地时间1月21日，欧洲议会宣布无限期冻结欧美贸易协定审议工作。(央视)

白宫幕僚长怀尔斯说，在11月中期选举前，特朗普将开始每周前往美国各地向选民发表演讲，第一站将是周二到爱荷华州，演讲将以经济和能源为重点。(金十数据)

美国能源部长赖特：我们需要将全球石油产量增加一倍以上，以满足日益增长的需求并避免能源贫困。(金十数据)

寒潮来袭，美国天然气价格两天狂飙50%，本周涨幅势创34年纪录。(华尔街见闻)

住建部部长：今年将着力稳定房地产市场，支持房企合理的融资需求。(华尔街见闻)

当地时间1月20日，美国最高法院未就总统特朗普的关税政策合法性做出裁决，意味着可能至少还要再过一个月本案才能出结果。(华尔街见闻)

特朗普“深夜”P图：加拿大、委内瑞拉都被划入美国版图。加拿大百年来首次模拟美国军事入侵。(华尔街见闻)

美国官员表示，尽管上周已撤回对伊朗的打击计划，但特朗普仍在要求幕僚提供所谓的“决定性”军事选项。这一措辞促使五角大楼和白宫的幕僚们细化了一系列供特朗普选择的方案，其中一些旨在推动伊朗现政权下台。(金十数据)

日本财相呼吁债市恢复冷静，美国财长贝森特称日债抛售潮外溢至美债并表示已就此问题与日方沟通。日本第二大银行在日本国债大跌后计划大规模购买日本国债。(华尔街见闻)

IEA再次上调石油需求增长预期，因经济趋于稳定。IEA月报：预计2026年全球石油需求将增长93万桶/日，2025年为85万桶/日。预计全球石油供应量今年将增加250万桶/日，2025年为增加300万桶/日。(华尔街见闻)

中国1月LPR连续第八个月维持不变：5年期以上LPR为3.5%，1年期LPR为3%。(华尔街见闻)

财政部通知称，将个人消费贷款财政贴息政策实施期限延长至2026年底。调整后，个人消费贷款财政贴息政策实施期为2025年9月1日至2026年12月31日。居民在上述期限内发生的符合条件的消费可按规规定享受贴息。政策到期后，将根据实施效果视情研究延长政策期限等。财政部明确实施中小微企业贷款贴息政策，优化实施设备更新贷款财政贴息政策，延长服务业经营主体贷款贴息政策实施期限至2026年12月31日。(华尔街见闻)

国家发改委表示，将研究制定出台扩大内需战略实施方案，研究设立国家级并购基金。(华尔街见闻)

美国财长贝森特：欧洲抛售美债是“虚假叙事”，最早下周公布新美联储主席。(华尔街见闻)

鲍威尔罕见出席美国最高法院听证，周三为美联储理事库克“站台”。(华尔街见闻)

欧盟周四将召开紧急峰会应对特朗普“夺岛”关税。法国总统马克龙寻求动用欧盟反胁迫工具应对美国关税威胁，而德国总理对此态度较为谨慎。(华尔街见闻)

初步核算，全年国内生产总值1401879亿元，按不变价格计算，比上年增长5.0%。分产业看，第一产业增加值93347亿元，比上年增长3.9%；第二产业增加值499653亿元，增长4.5%；第三产业增加值808879亿元，增长5.4%。(华尔街见闻)

中国12月规模以上工业增加值同比增5.2%，高技术制造业增势较好，全年3D打印设备增长52.5%。家电和建筑装潢零售承压，中国12月社会消费品零售同比增速降至0.9%。中国2025年固定资产投资同比下降3.8%，采矿业投资增长2.5%、制造业增长0.6%。中国房地产开发投资82788亿元，比上年下降17.2%，房地产开发景气指数持续下行。一二三线城市环比总体下降、同比降幅扩大。(华尔街见闻)

## 图表

图1：美国经济热力图 .....	4
图2：欧洲经济热力图 .....	4
图3：中国经济热力图 .....	5
图4：花旗经济意外指数 .....	5
图5：30大中城市商品房成交面积（周度） .....	5
图6：30大中城市城市商品房成交面积（日度） .....	5
图7：五大上市钢材消费量 .....	5
图8：10Y中美国债利差 .....	6
图9：2Y中美国债利差 .....	6
图10：美元兑主要汇率周环比 .....	6
图11：美元指数走势 .....	7
图12：利率走廊 .....	7

图1：美国经济热力图

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01
		GDP:不变价:同比	%					2.33			2.08			2.02	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			2.21	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71	4.92	2.97	3.17
		成屋+新建住房销售	万套	435	414	484.7	478.8	471.1	464.9	460.6	466.7	470.6	468	491.2	475.2
就业		新增非农就业人数	万人	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30
		失业率 (色阶相反)	%	4.40	4.50		4.40	4.30	4.30	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00
		非农职位空缺数	万人		714.6	744.9	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720	748	776.2
通胀		CPI:当月同比	%	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00
		核心CPI:当月同比	%	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		1.95	3.48	5.60	3.47	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07
		Markit服务业PMI	%	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90
		个人可支配收入:同比	%		3.81	3.88	4.34	4.34	4.15	4.24	4.36	5.35	4.75	4.55	4.44
		个人消费支出:同比	%		5.40	5.32	5.24	5.61	5.30	5.16	5.05	5.50	5.62	5.52	6.00
财政	20.3%	财政收入:同比	%	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54
		财政支出:同比	%	16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%			12.06	7.50	3.03	4.72	4.21	5.82	9.53	6.76	4.30	4.64
		进口金额:同比	%			-3.60	-3.61	-2.09	2.45	-1.03	3.56	3.67	26.55	19.49	22.46

资料来源：华泰期货研究院

图2：欧洲经济热力图

		指标名称	单位	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
		GDP:不变价:同比	%						1.30			1.30			1.40
投资		工业信心指数	%		-9.10	-9.60	-8.90	-10.20	-10.50	-10.40	-11.30	-10.20	-10.40	-10.00	-10.30
		营建产出:当月同比	%			-0.40	2.40	0.50	0.80	1.50	0.50	0.90	1.40	-0.70	-0.10
		制造业PMI	%	49.40	48.80	49.60	50.00	49.80	50.70	49.80	49.50	49.40	49.00	48.60	47.60
就业		失业率 (色阶相反)	%			6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	5.90	6.00	5.90	
消费		零售信心指数	%		-4.80	-4.00	-5.10	-6.10	-5.10	-5.40	-6.30	-5.70	-7.00	-5.40	-3.50
		服务业PMI	%	51.90	52.40	53.60	53.00	51.30	50.50	51.00	50.50	49.70	50.10	51.00	50.20
通胀		CPI:当月同比	%		1.90	2.10	2.10	2.20	2.00	2.00	2.00	1.90	2.20	2.20	2.30
		核心CPI:当月同比	%		2.30	2.40	2.40	2.40	2.30	2.30	2.30	2.30	2.70	2.40	2.60
贸易		商品贸易进口:同比	%			-2.88	-5.48	3.84	-5.18	1.32	7.07	-2.26	-0.28	11.53	7.67
		商品贸易出口:同比	%			-4.39	-0.50	6.85	-6.06	-0.45	0.27	0.36	-2.16	15.71	7.06
信贷		银行部门信贷:同比	%			2.46	2.27	1.93	1.85	2.02	2.07	2.20	2.08	1.74	2.09
财政		20国债务环比增量	亿欧元			429.42	428.68	757.67	318.45	615.49	856.77	124.68	657.49	231.78	741.03

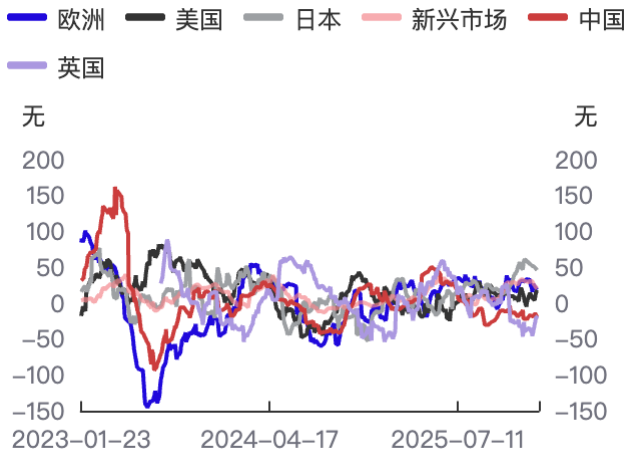
资料来源：华泰期货研究院

图3：中国经济热力图

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)	指标名称	单位	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	
	GDP:不变价:当季同比	%	4.5			4.8			5.2			5.4			
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	5.5	5.4	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	5.9	6.2	5.6	2.1	5.9	
		进口金额:累计同比	0.0	-0.6	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.1	-6.8	-8.3	-16.3	
投资	25.2%	固投:累计同比	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1		
		地产投资:累计同比	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8		
		制造业投资:累计同比	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0		
		基建投资:累计同比	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0		
		制造业PMI	%	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1
消费	44.5%	社会零售:累计同比	3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7	4.6	4		
		服务业PMI	%	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3
		城镇调查失业率(色阶相反)	%	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2
通胀		CPI:当月同比	%	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5
金融		社会融资规模存量:同比	%	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8
		金融机构各项贷款余额:同比	%	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5
财政		财政收入:累计同比	%		0.8	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.6	
		财政支出:累计同比	%		1.4	2	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4	

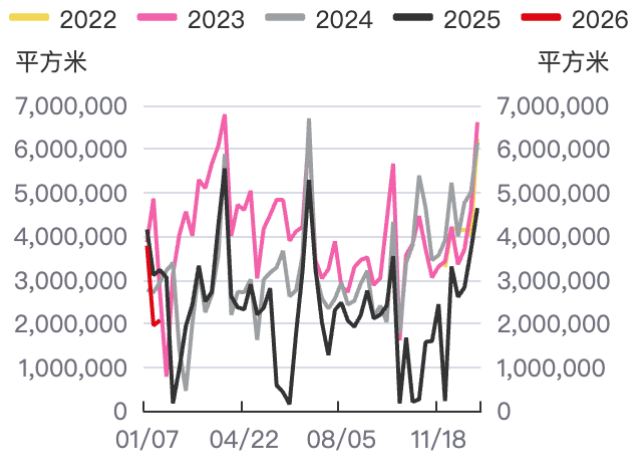
资料来源：华泰期货研究院

图4：花旗经济意外指数



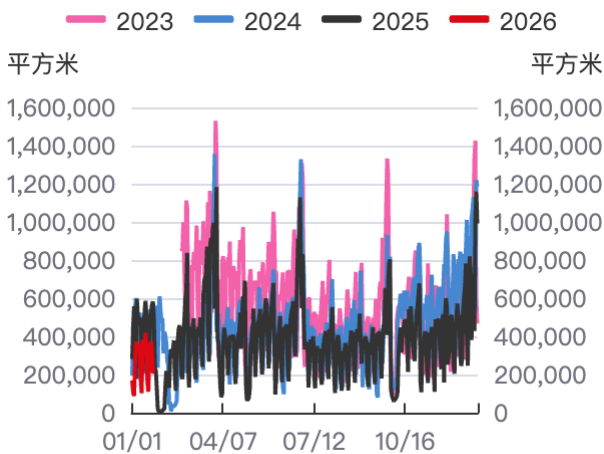
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图5：30大中城市商品房成交面积（周度）



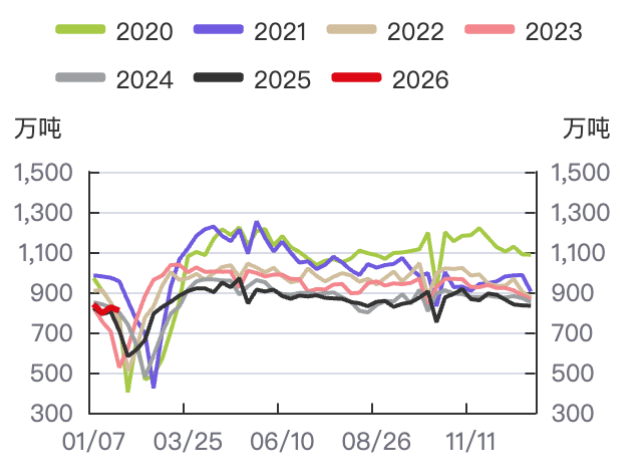
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：30大中城市城市商品房成交面积（日度）



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

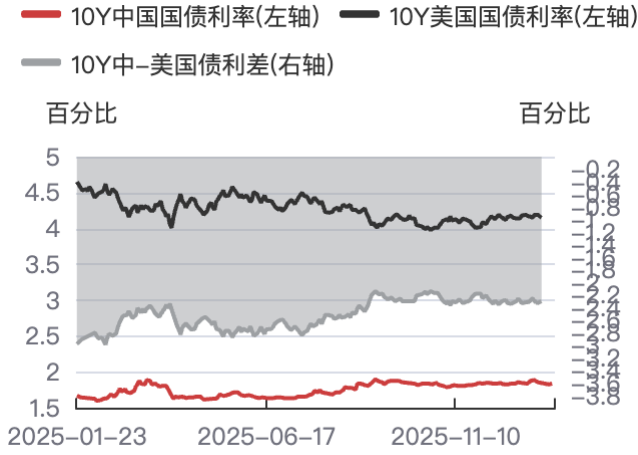
图7：五大上市钢材消费量



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

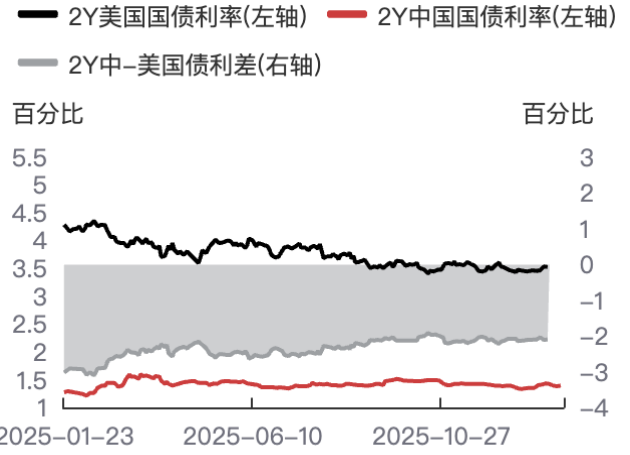
利率

图8：10Y中美国债利差



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

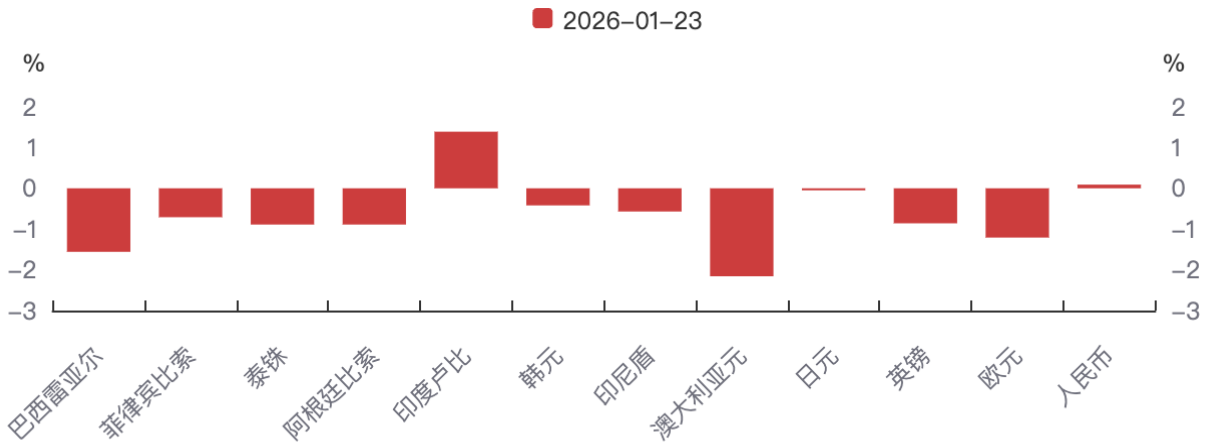
图9：2Y中美国债利差



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

外汇

图10：美元兑主要汇率周环比



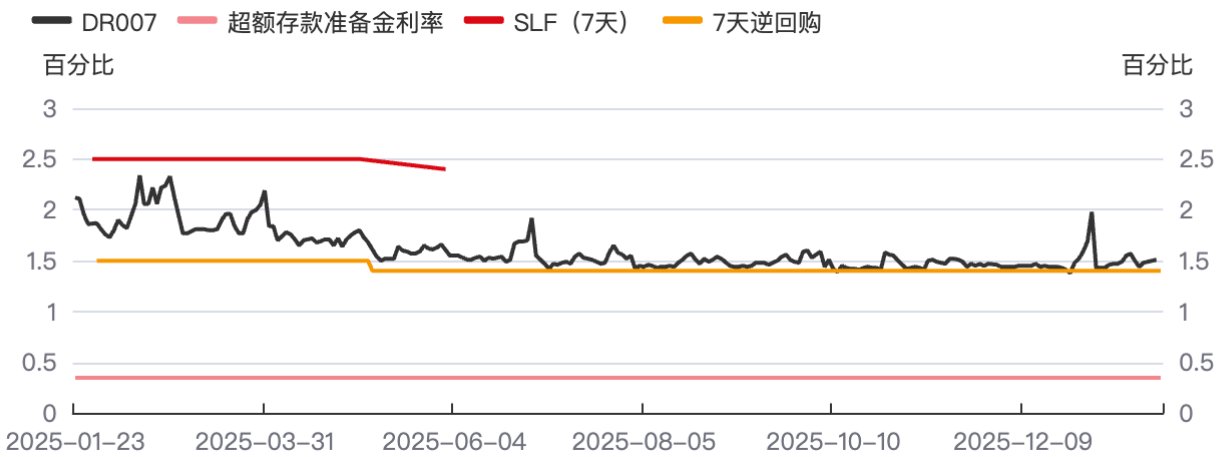
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图11：美元指数走势



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图12：利率走廊



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

## 本期分析研究员



蔡劭立

从业资格号: F3063489  
投资咨询号: Z0014617

高聪

从业资格号: F3063338  
投资咨询号: Z0016648

汪雅航

从业资格号: F03099648  
投资咨询号: Z0019185

## 联系人



朱风芹

从业资格号: F03147242



朱思谋

从业资格号: F03142856

投资咨询业务资格:  
证监许可【2011】1289号

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房