



冠通期货
Guantong Futures

惟初笃行，必定得人，則通

宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2025年1月13日

核心观点

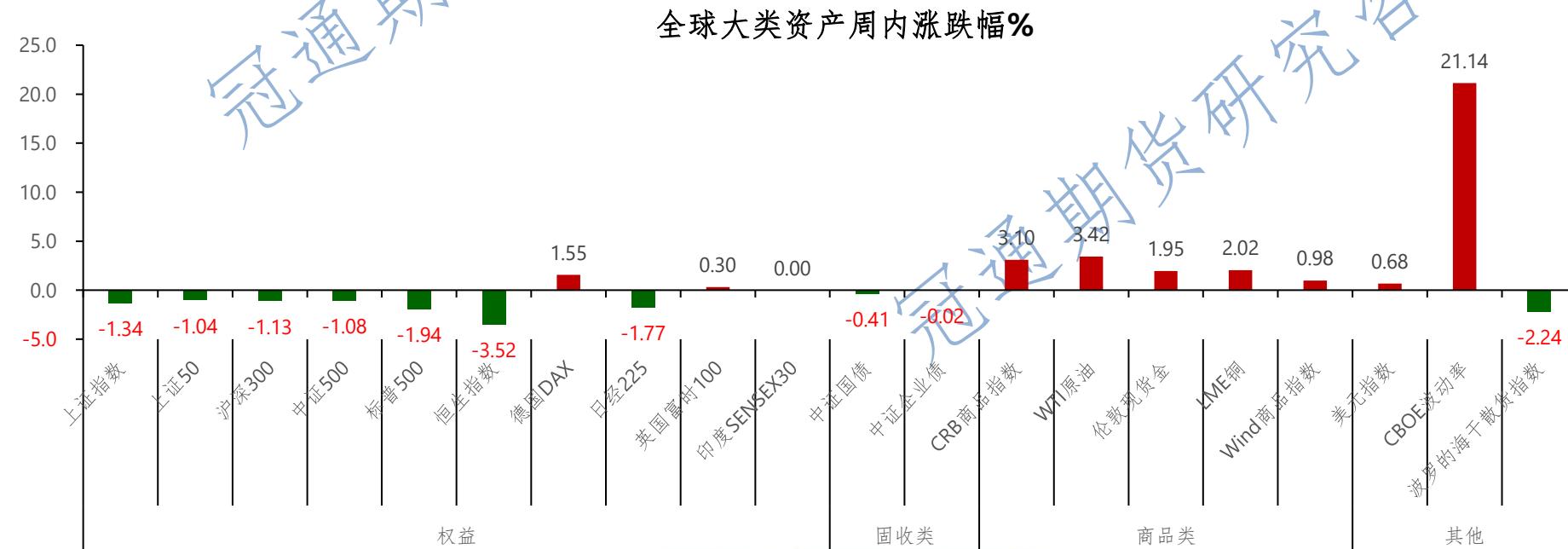
最近一周，全球资本市场在惶恐中迎接特朗普的上台，去年强劲的股市不再坚挺，投资者的避险情绪大幅抬升，波动率指数VIX的飙涨鹤立鸡群，BDI指数则再次延续下跌，疲软的大宗商品却逆势走高。美国非农就业数据大超预期，投资者进一步放缓了对2025年的降息预期，继而带来了美债利率与美元指数的联袂上扬，但却施压着权益资产与非美货币。全球股市多数收跌，美元不断刷新阶段性新高给非美货币重压，是当前世界多地资本市场动荡的波动源泉。国内，股市汇市与债市三杀，美元强势所带来的人民币汇率承压，悲观预期所引发国内股市连续回落，官方接连出手稳定预期。大宗商品延续着内弱外强的风格特征，上周末在国内政策预期重燃，原油价格走高和拉尼娜的形成等多重因素共振之下，触底回升迎来反弹。国内债市全线收跌、股指大幅下挫，商品大类板块整体上扬涨跌互现；股市大幅下挫全线收跌，成长型风格表现明显弱于价值型风格，市场情绪低落；国内商品大类板块整体上扬涨跌互现，wind商品指数周涨跌幅为0.98%。具体商品大类表现来看，贵金属板块以1.53%的涨幅领涨商品大类，有色、谷物、能源板块悉数收涨；煤焦钢矿板块以-1.54%的周度涨幅领跌商品大类，农副产品、油脂油料、非金属建材、软商品和化工板块都悉数收跌。

近期，值得投资者警惕的关键宏观指标依旧是在于美元，此外还有美股的强势不再。2025开年以来，特朗普接连开炮，世界各国政坛动荡，加拿大总理辞职，丹麦因格陵兰岛问题紧急扩增国防开支，英国国债的抛售引爆2025“新年第一雷”，其背后都有着强势美元的身影，同时也进一步强化着美元的强势。大超市场预期的非农就业数据，进一步放缓了市场对于美联储的降息预期，推升着美债利率和美元的联袂上扬，双双创出阶段性新高。强势的美元给非美货币带来沉重的压力，除了人民币，不少国家因为汇率的波动遭受资产的抛售和金融、政治的动荡，从而进一步驱赶着资金回流美国，寻求安全的港湾。这一次，与2024年不尽相同的是，英镑的暴跌宣告着，资本的镰刀从新兴市场砍到了发达国家，汇率与债券的风险飘向了欧洲。此外，更值得关注的则是美股的强势不再，特别是科技股的式微，英伟达在发布会后，股价创出新高之后的大幅下挫，科技股的泡沫化问题，美股的高位风险，引发了更多人的警觉，诸如霍华德马斯克的2025年的开年备忘录。

此外，近日一些商品的大涨引发市场关注，特别是原油在一片看空中的强势拉涨，让不少投资者重新燃起了二次通胀的想法。细看下来，商品的强势上涨主要体现在能源和农产品上，上涨的驱动力则主要来自于国内政策预期重燃，原油价格走高和拉尼娜的形成等多重因素的共振。天然气的涨价带动原油，叠加美国对俄罗斯的制裁引发地缘担忧，欧洲冷冻的旺季需求，对特朗普上台后油价利空的共识性压制所带来的低库问题，是油价最近大涨的主要驱动力，低库存+季节性+地缘。农产品也是历史相对低价，拉尼娜形成潜在的利多题材，国内加大玉米等粮食收储力度等因素，伴随着其他高估值资产的转跌，迎来配置需求的提升。此外，就国内而言，股市连续下挫后，资金的跷跷板效应转向期货市场，则是推涨国内定价商品的重要推手。不过，上述种种大都源自于不同商品供给端的驱动使然，在全球经济承压现实需求疲弱的背景下，大宗的整体性上扬还缺乏坚实基础，结构性行情为主。

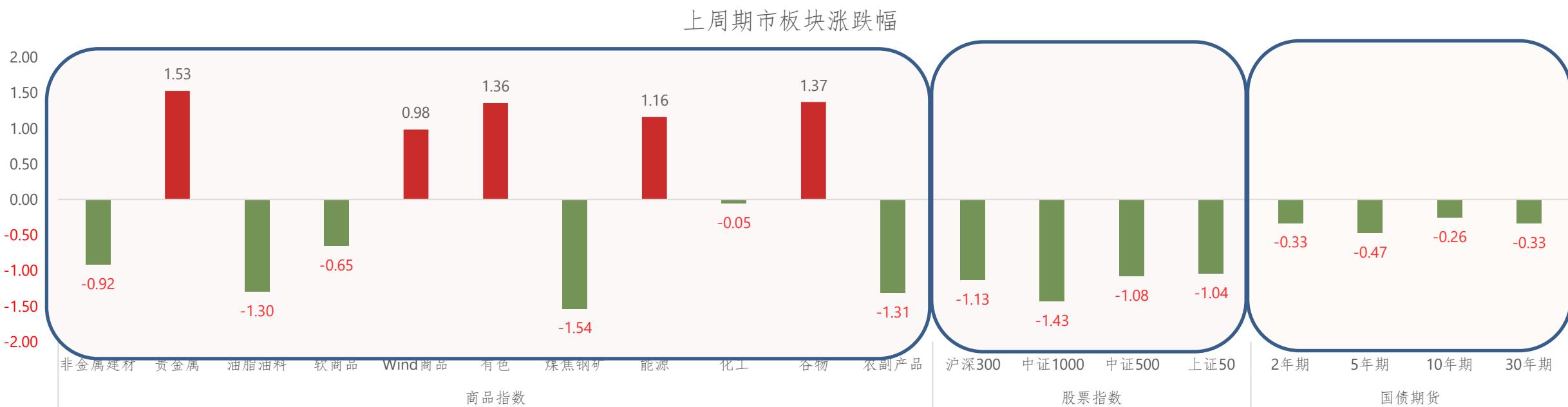
大类资产

最近一周，全球资本市场在惶恐中迎接特朗普的上台，去年强劲的股市不再坚挺，投资者的避险情绪大幅抬升，波动率指数VIX的飙涨鹤立鸡群，BDI指数则再次延续下跌，疲软的大宗商品却逆势走高。美国非农就业数据大超预期，投资者进一步放缓了对2025年的降息预期，继而带来了美债利率与美元指数的联袂上扬，但却施压着权益资产与非美货币。全球股市多数收跌，美元不断刷新阶段性新高给非美货币重压，是当前世界多地资本市场动荡的波动源泉。国内，股市汇市与债市三杀，美元强势所带来的人民币汇率承压，悲观预期所引发国内股市连续回落，官方接连出手稳定预期。大宗商品延续着内弱外强的风格特征，上周末在国内政策预期重燃，原油价格走高和拉尼娜的形成等多重因素共振之下，触底回升迎来反弹。



板块速递

- 国内债市全线收跌、股指大幅下挫，商品大类板块整体上扬涨跌互现；
- 股市大幅下挫全线收跌，成长型风格表现明显弱于价值型风格，市场情绪低落；
- 国内商品大类板块整体上扬涨跌互现，wind商品指数周涨跌幅为0.98%。具体商品大类表现来看，贵金属板块以1.53%的涨幅领涨商品大类，有色、谷物、能源板块悉数收涨；煤焦钢矿板块以-1.54%的周度涨幅领跌商品大类，农副产品、油脂油料、非金属建材、软商品和化工板块都悉数收跌。



资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流入；

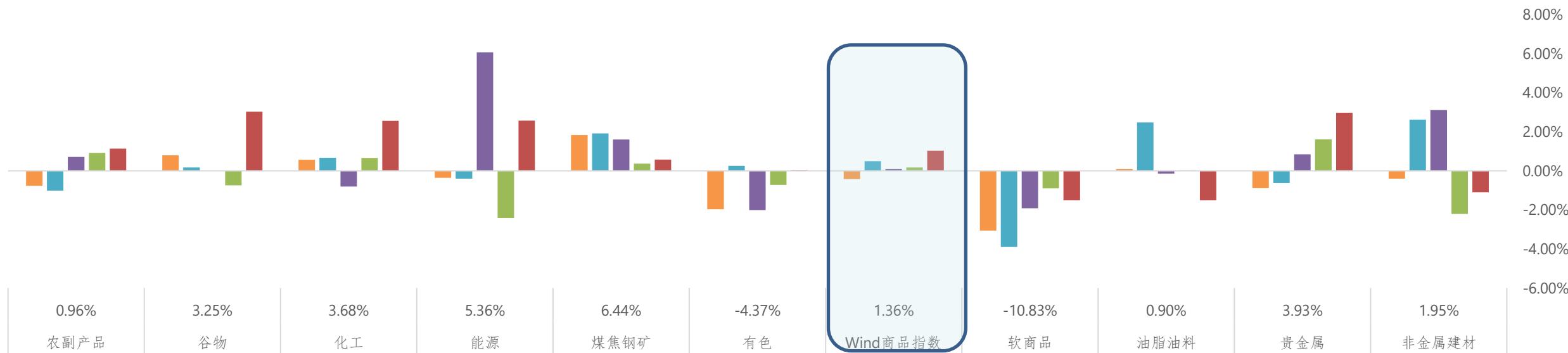
资金流出板块上，有色与软商品板块的资金流出值得关注；

资金流入的板块上，能源、煤焦钢矿、化工与贵金属板块的资金流入较为明显值得关注。

冠通研究
Wind

近一周商品期货板块资金变动率 (%)

■ 2025-01-10 ■ 2025-01-09 ■ 2025-01-08 ■ 2025-01-07 ■ 2025-01-06

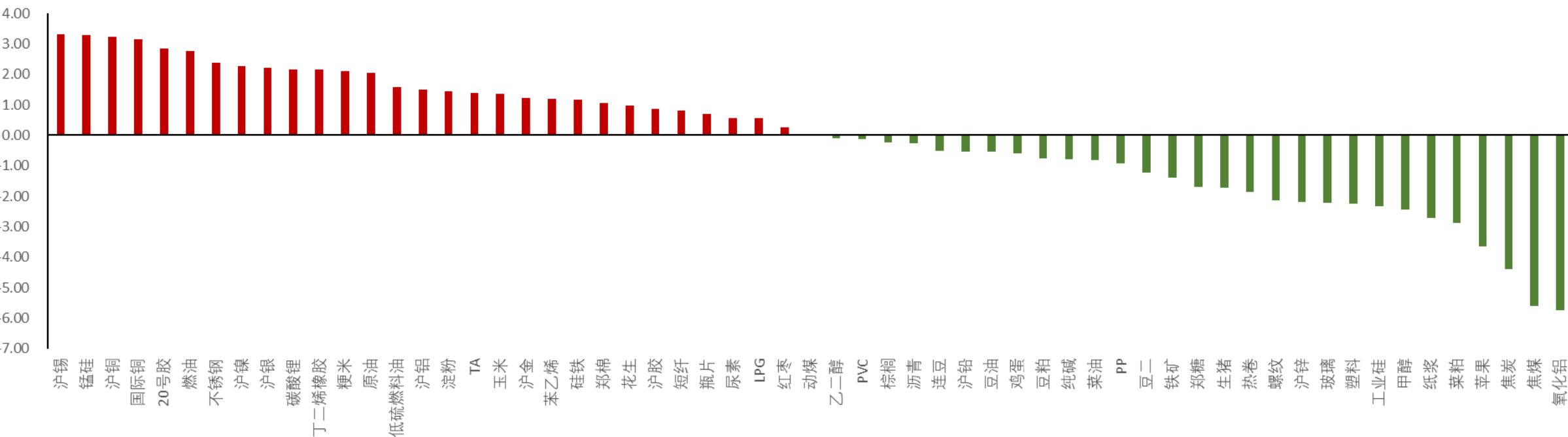


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货涨跌互现，从商品期货具体品种指数表现来看，上涨居前的商品期货品种为沪锡、锰硅与沪铜；跌幅居前的商品期货品种为氧化铝、焦煤与焦炭。

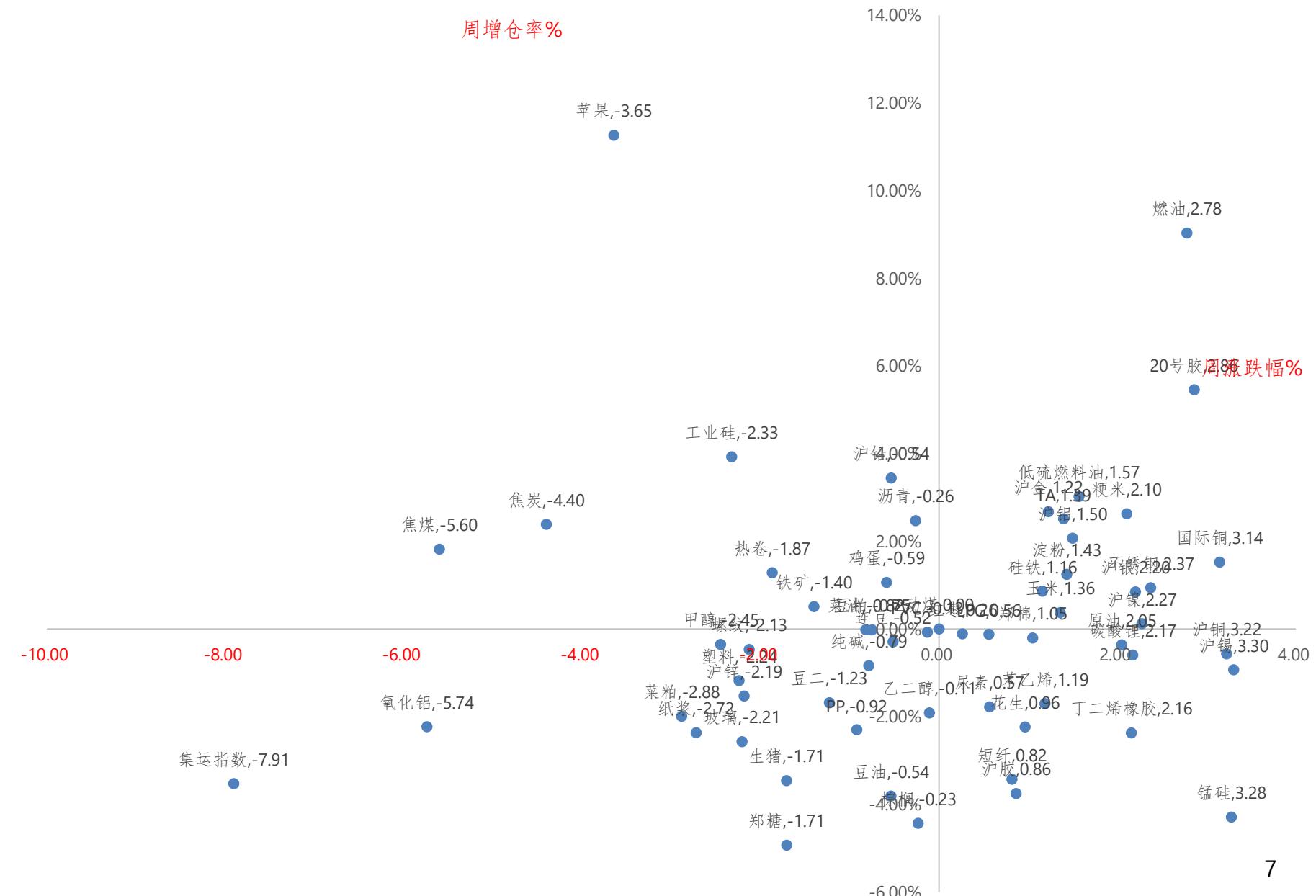
上周商品期货品种涨跌幅 (%)



市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

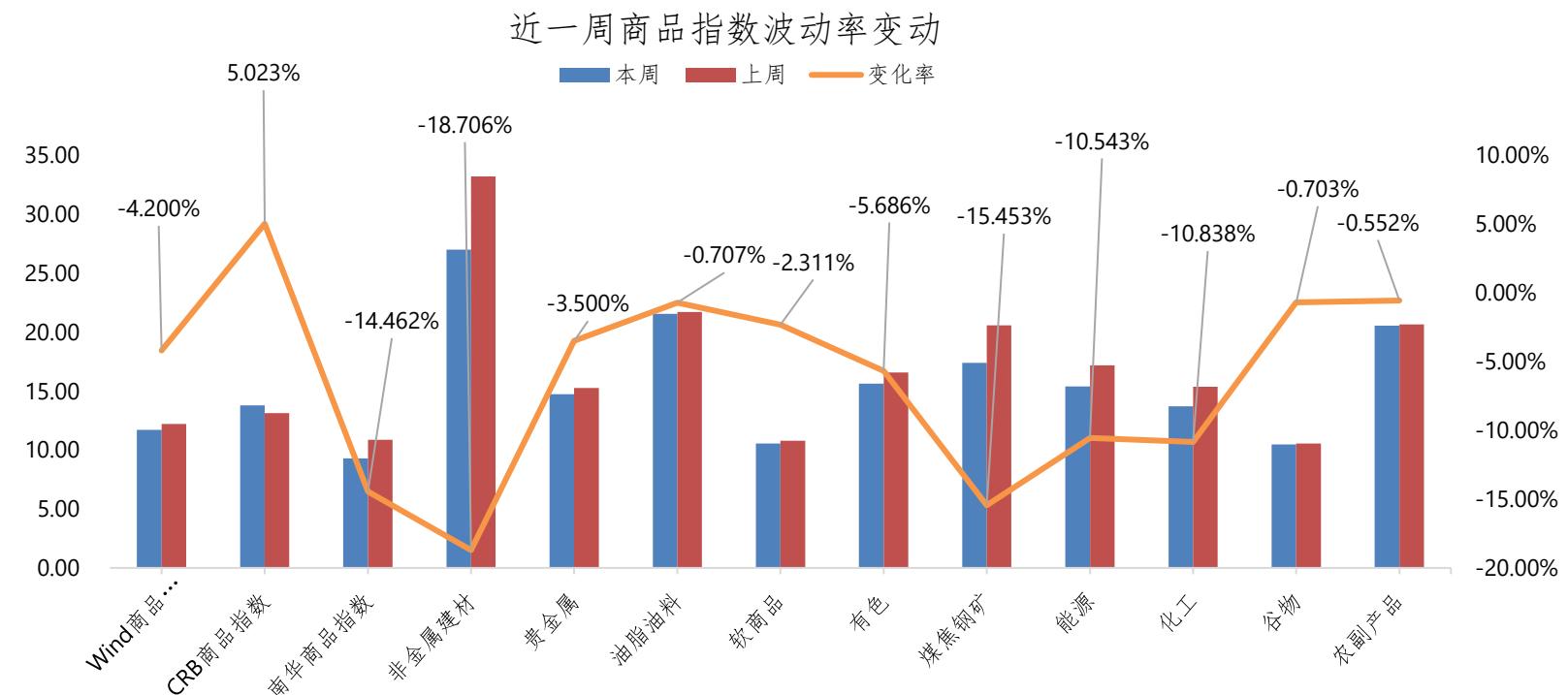
- 出现明显增仓上行的商品期货品种不多，值得关注的是燃油和橡胶、玉米；
- 出现明显增仓下行的商品期货品种很多，值得关注的是焦煤、焦炭和苹果。
- 值得重点关注！



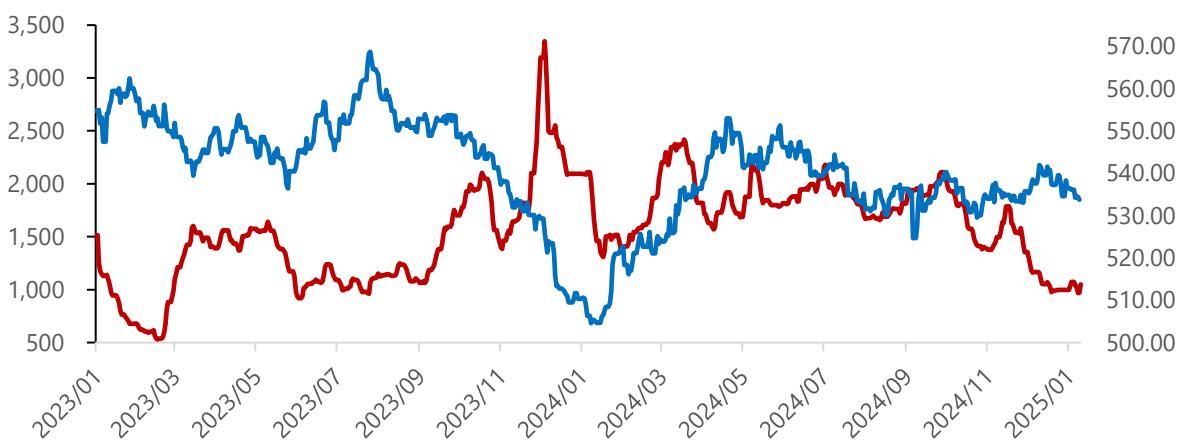
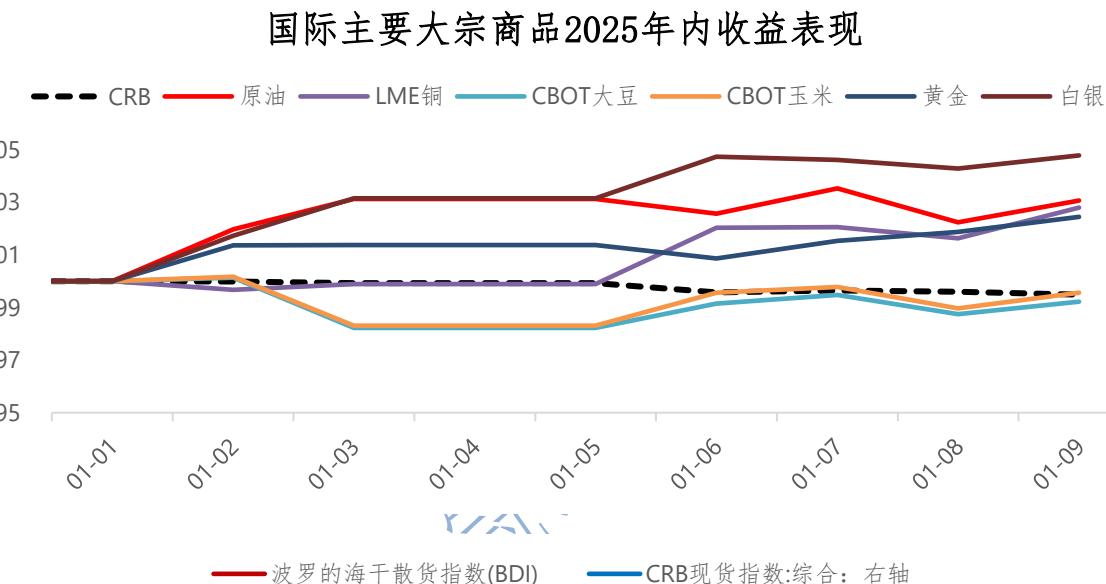
波动特征

上周，国际CRB商品指数波动率明显回升，国内的wind商品与南华商品指数波动率则大幅降波；分板块来看，商品期货大类板块的波动率悉数降波，煤焦钢矿、非金属建材、能源与化工板块降波较为明显。

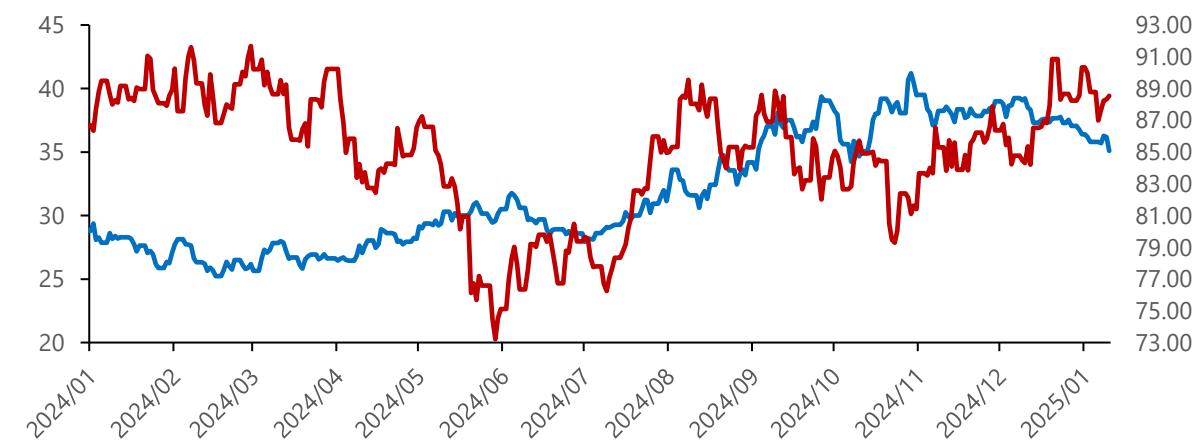
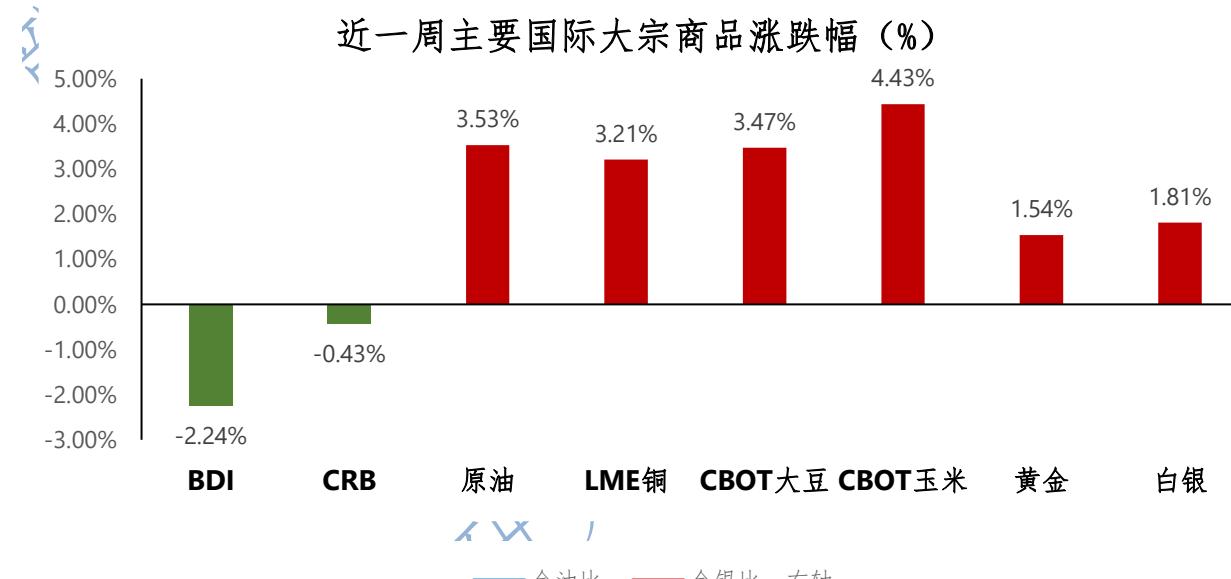
大类商品波动率



数据追踪——国际主要商品多数上涨，**BDI**与**CRB**小跌，玉米与大豆领涨，其他商品悉数收涨，金银比与金油比走势背离。



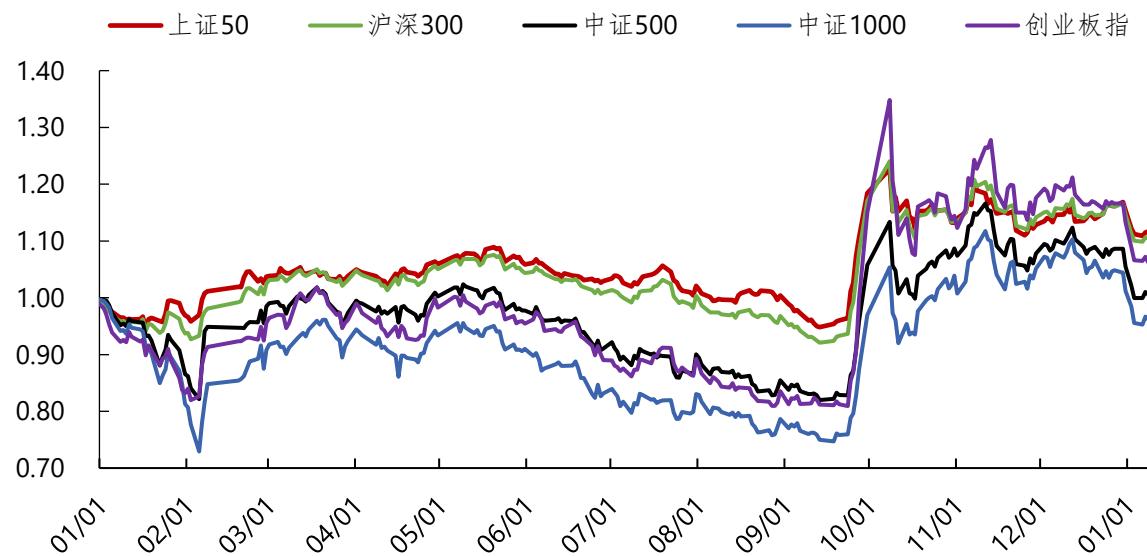
注：数据均来源于Wind、冠通研究



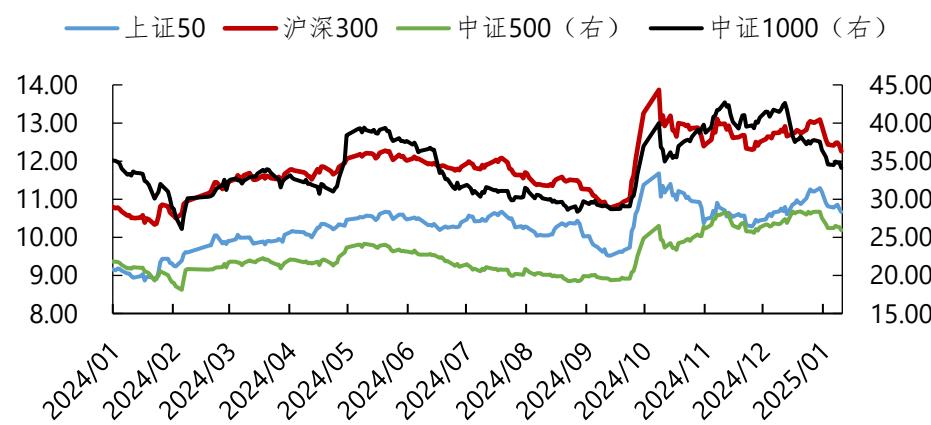
宏观逻辑—股指走势疲弱全线收跌，估值承压，风险溢价ERP平稳

- 上一周，国内四大股指走势疲弱全线收跌，风格上看，成长风格表现明显弱于价值股；
- 市场情绪回落风险偏好下降，估值承压风险溢价ERP平稳。

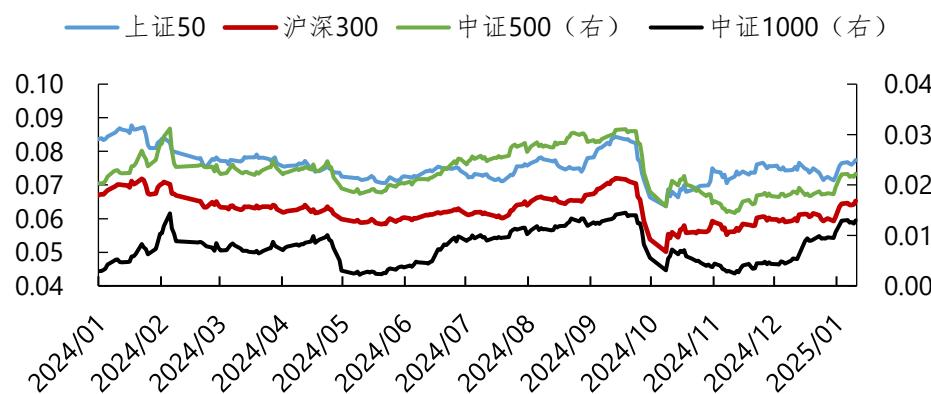
股票指数2024年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

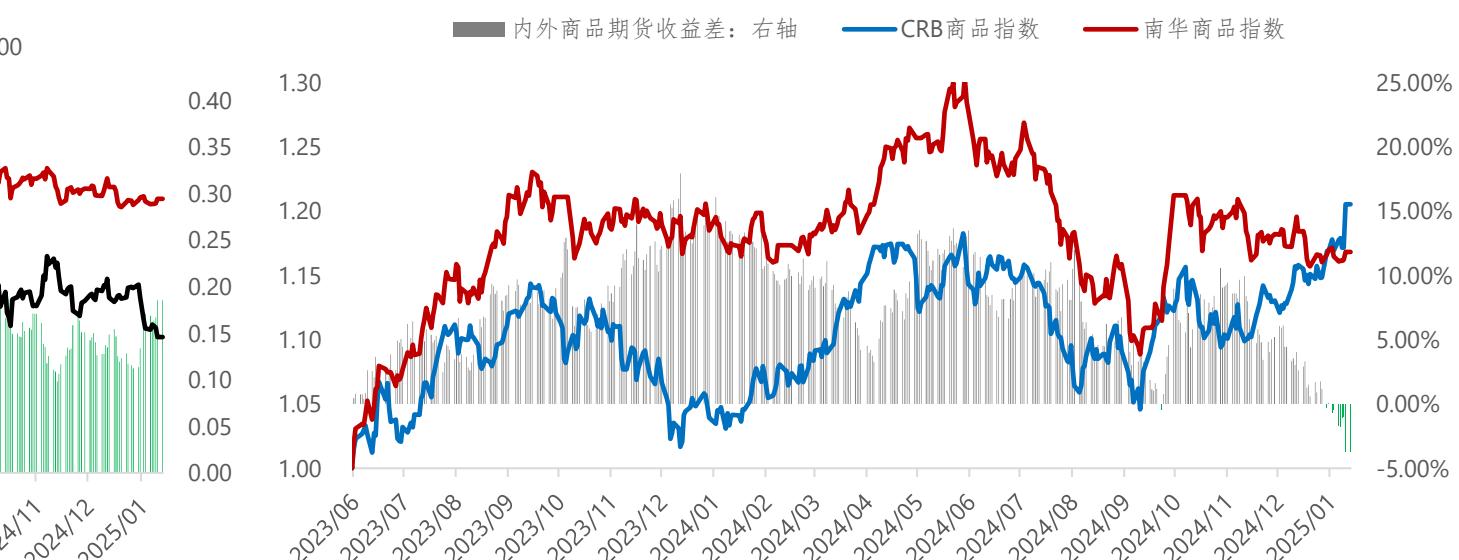
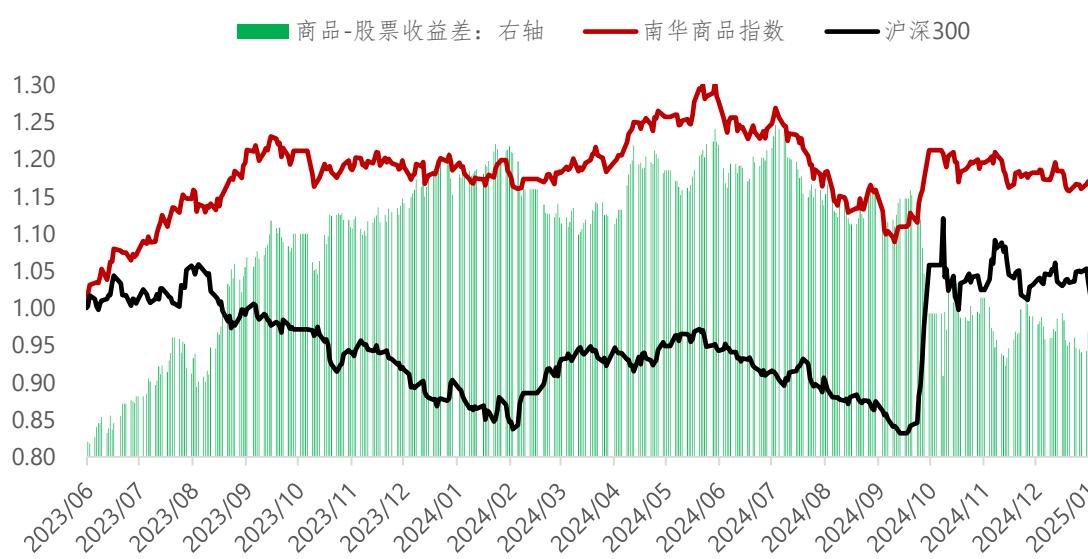


主要股指风险溢价



商品内弱外强风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

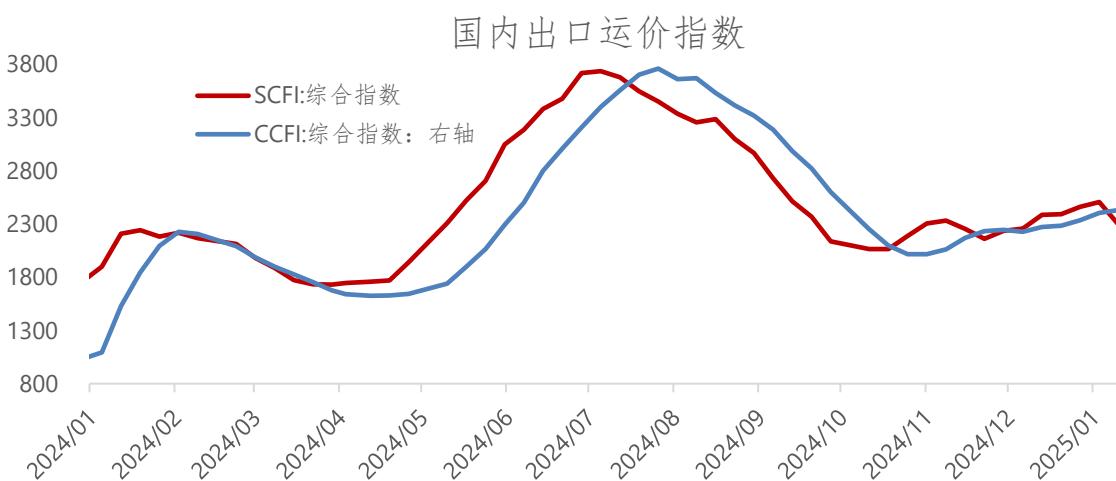
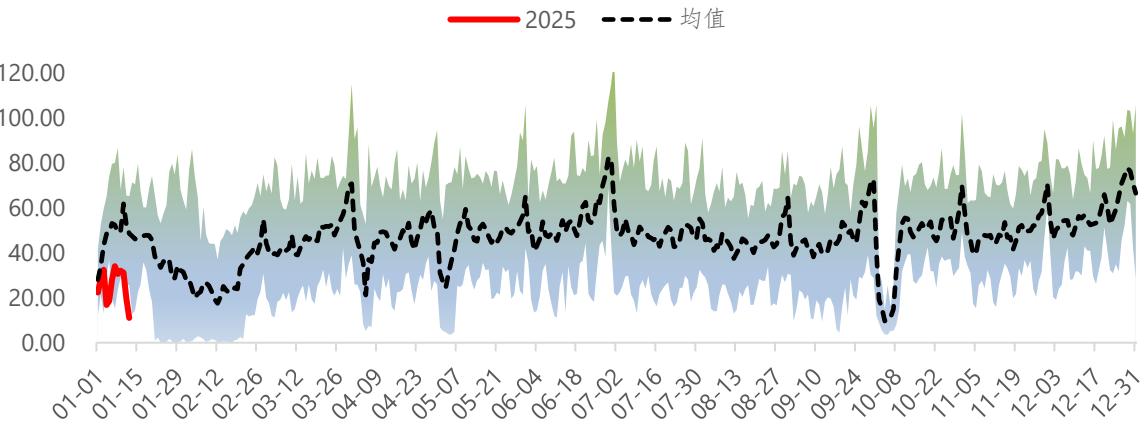
- 上一周，股市走势疲弱全线收跌，商品反弹多数收涨，商品-股票收益差明显抬升；
- 从商品的内外强弱风格来看，国内定价商品表现更弱，南华商品指数与CRB商品指数的收益差倒挂加剧。



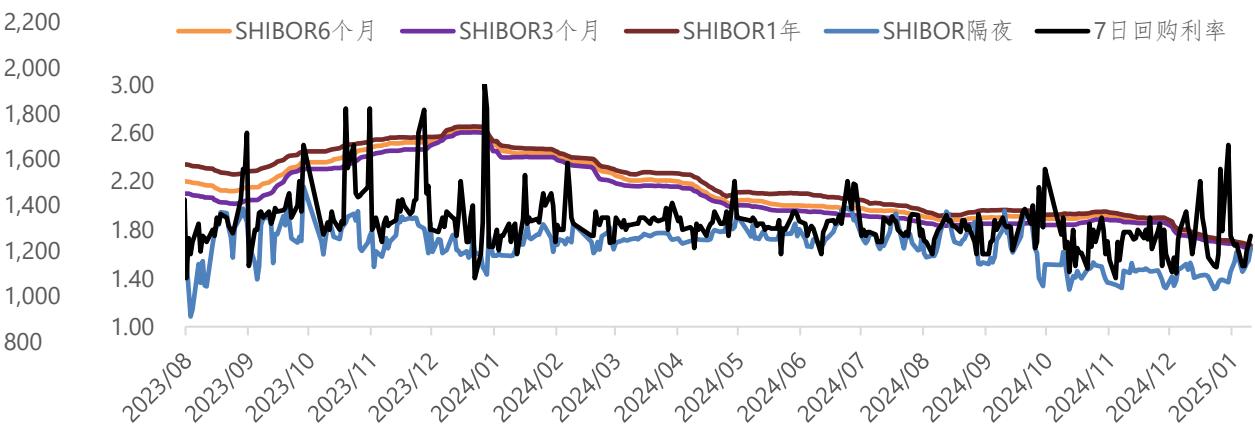
数据追踪—沥青开工率触底回升，地产销售延续弱势，运价走势分化，短期资金利率震荡抬升



全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)

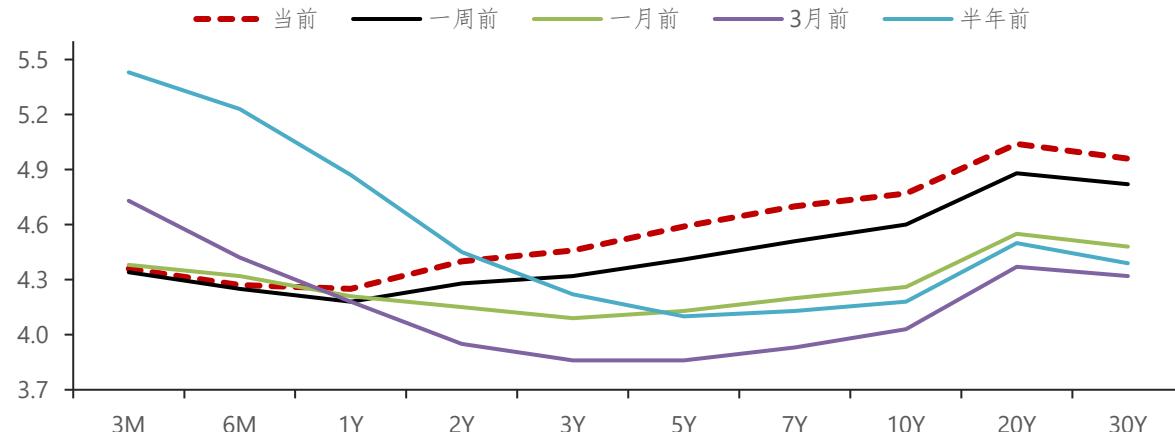


国内货币市场资金利率

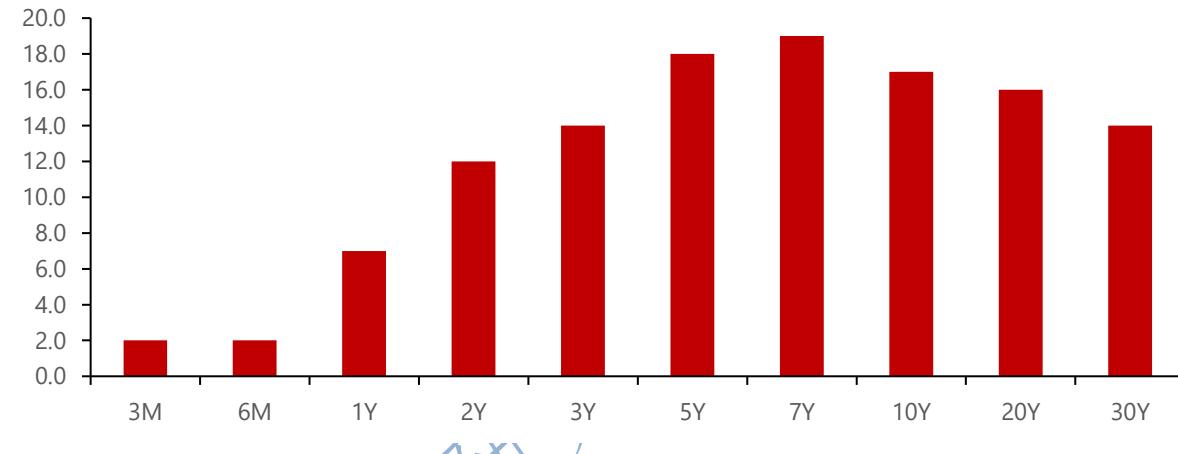


宏观逻辑——美债收益率大幅走高近弱远强，期限结构明显熊陡，期限利差继续走扩，实际利率与金价联袂上扬

美国国债收益率曲线



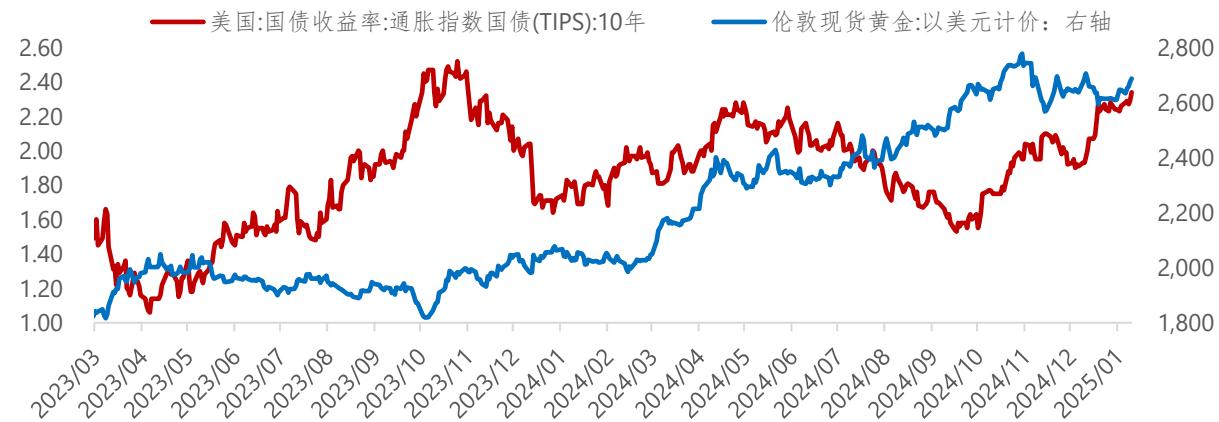
美国国债周收益率变化 (BP)



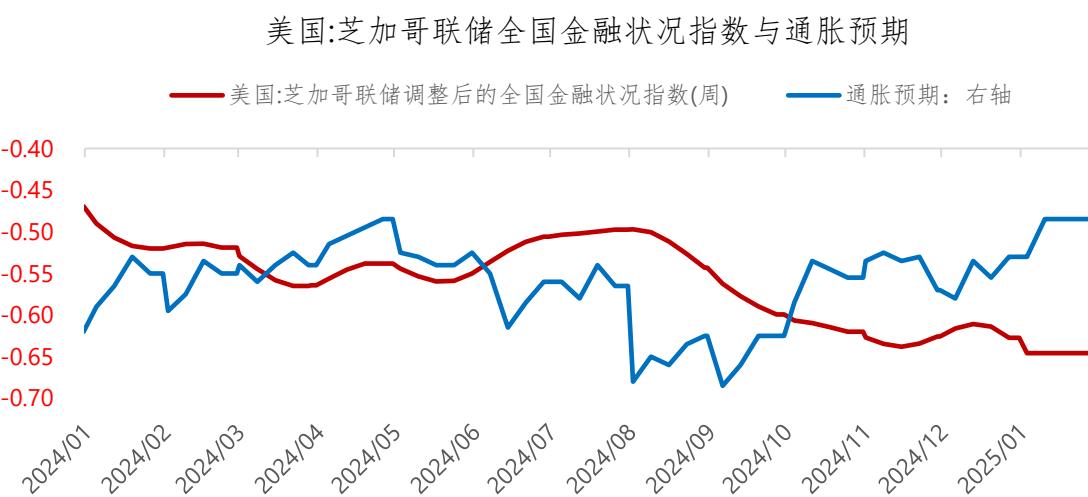
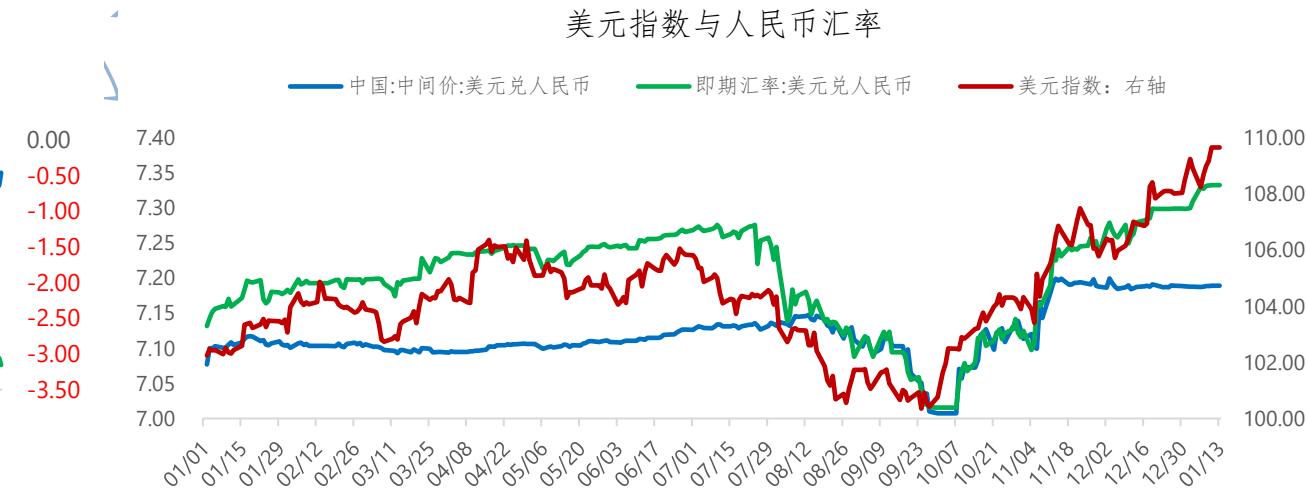
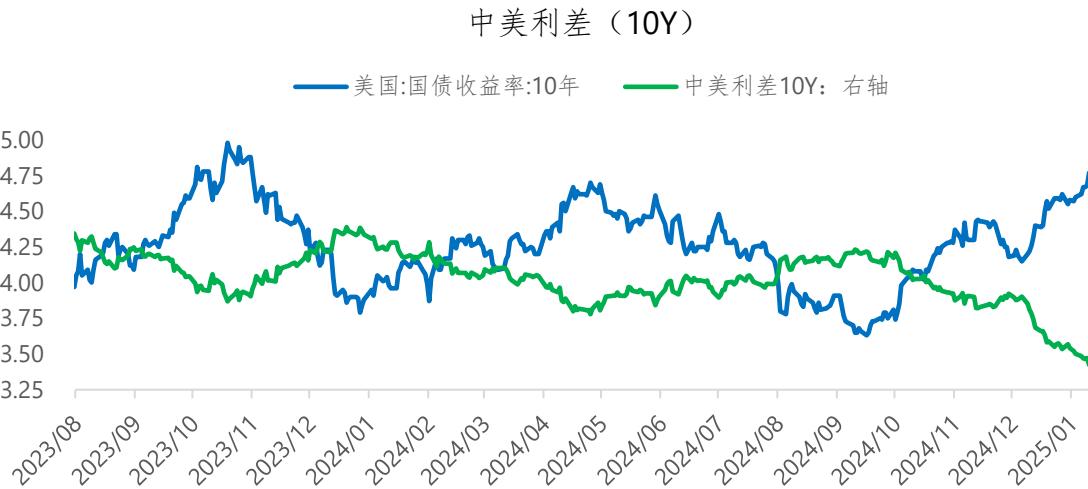
美国期限利差 (10Y-2Y)



美债实际收益率与金价



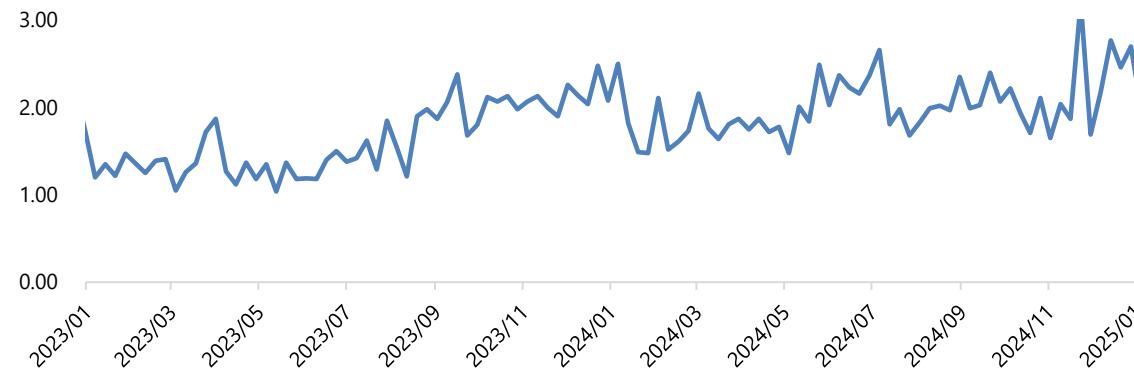
数据追踪——美债利率大幅攀升，中美利差屡创新低，通胀预期抬升，金融条件持续宽松，美元强势上扬，人民币汇率承压走贬



注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑—美国高频“衰退指标”边际转弱表现分化，美债利差10Y-3M转正后不断抬升。

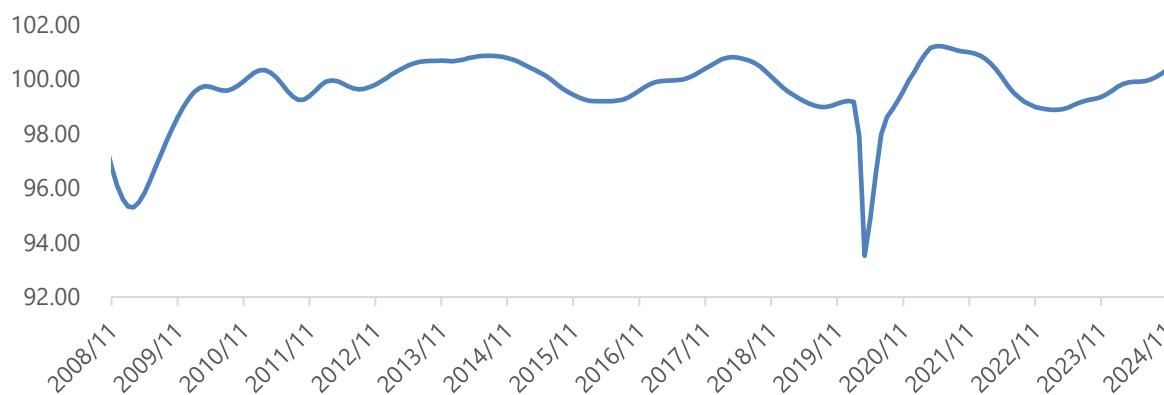
美国:周度经济指数走势图



美国:芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



OECD综合领先指标:美国



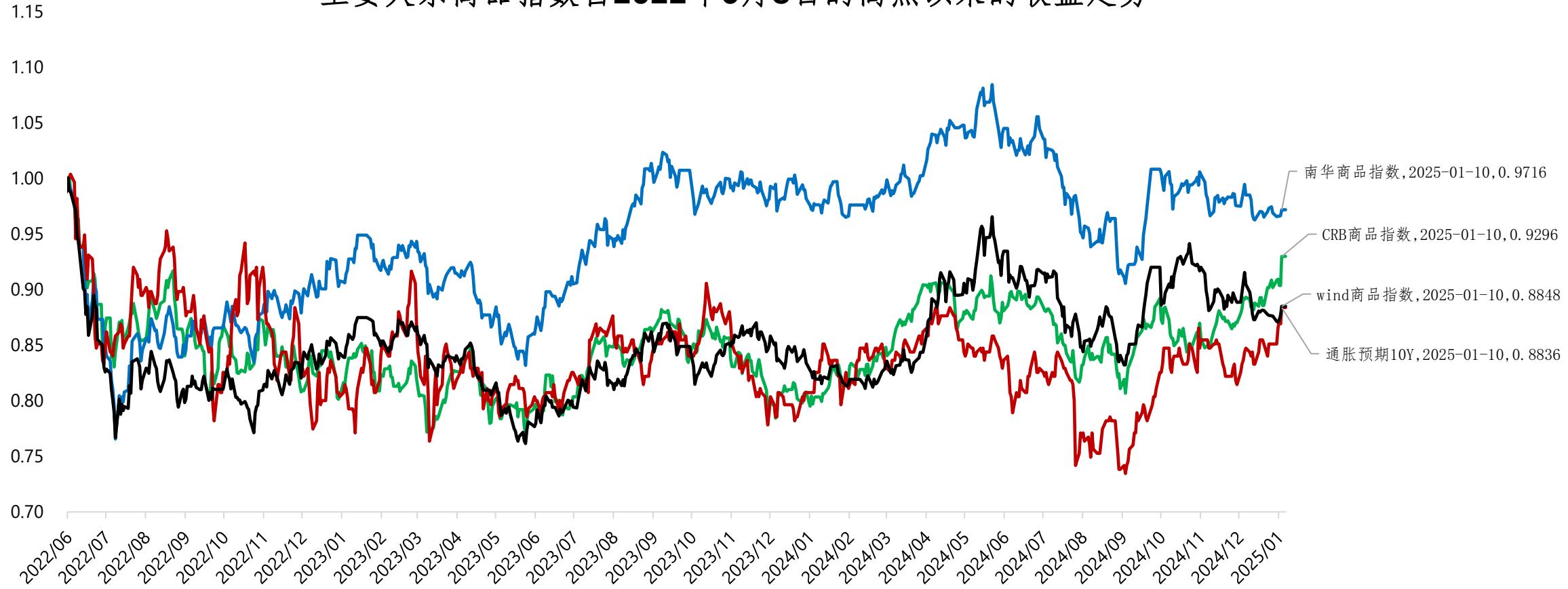
美债 10Y-3M 利差走势图



宏观逻辑—大宗商品价格指数与通胀预期强势反弹，国内定价商品相对疲弱



主要大宗商品指数自**2022年6月8日**的高点以来的收益走势

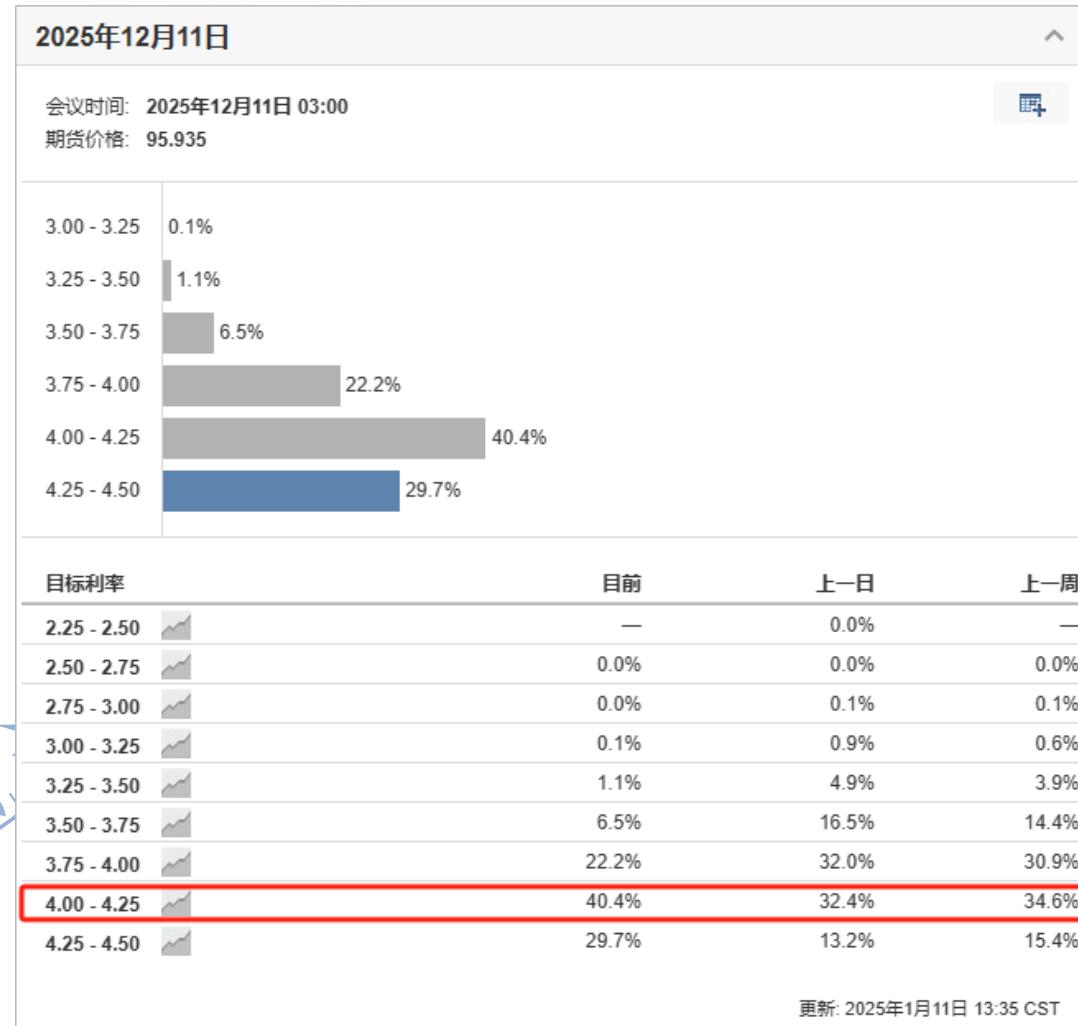
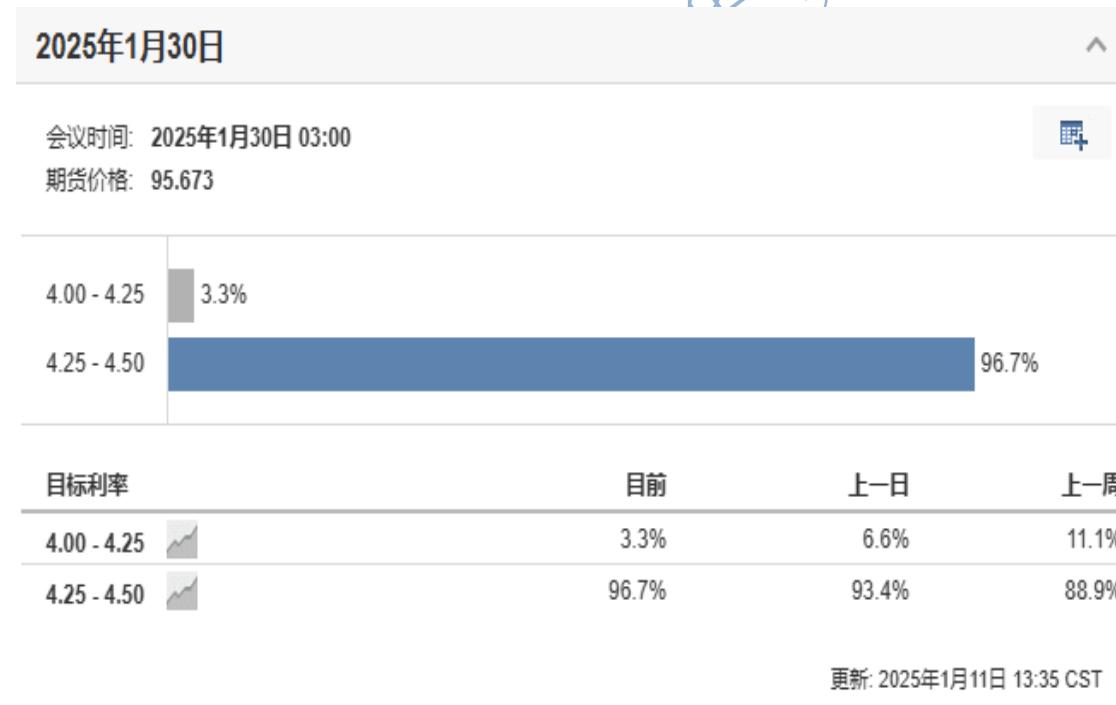


市场对未来的降息预期进一步趋缓：2025全年仅降息一次，甚至不降息

CME Fedwatch工具最新数据显示：

当前，市场对于2025年1月不降息的预期概率为96.7%，
高于上一周的88.9%；

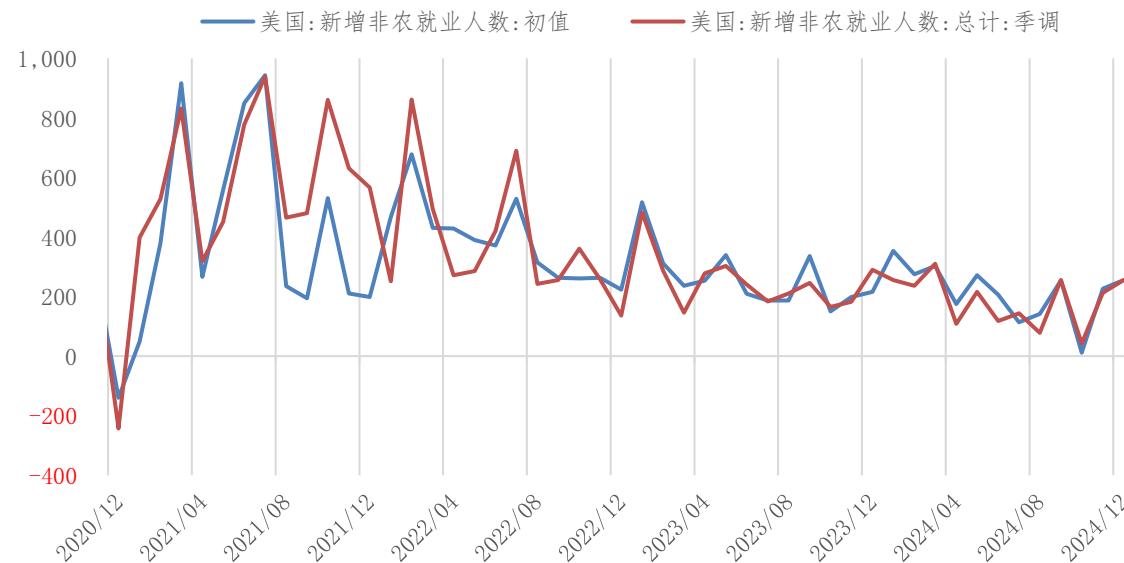
同时，市场预期2025全年仅降息一次，甚至不降息。



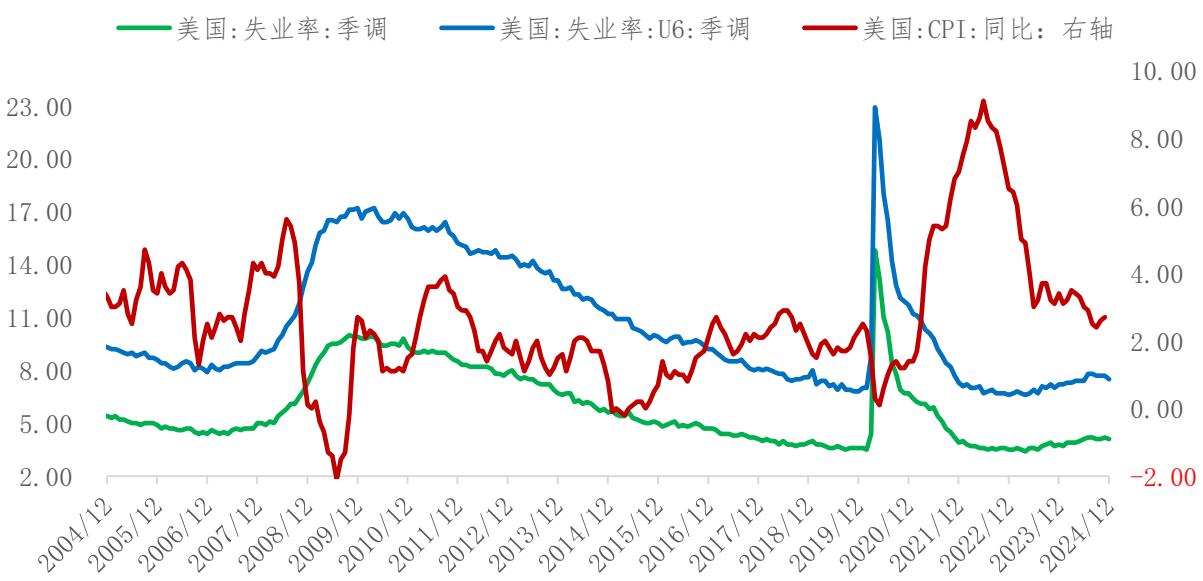
美国就业数据大超预期

2025年1月10日，美国劳工部统计局公布的数据显示，美国2024年12月季调后非农就业人口增25.6万，创2024年5月以来新高，预期增16.0万人，前值从增22.7万人修正为增21.2万人。美国2024年12月失业率4.1%，预期4.2%，前值4.2%。美国2024年12月U6失业率7.5%，前值从7.8%修正为7.7%。

美国非农就业数据大幅好于预期



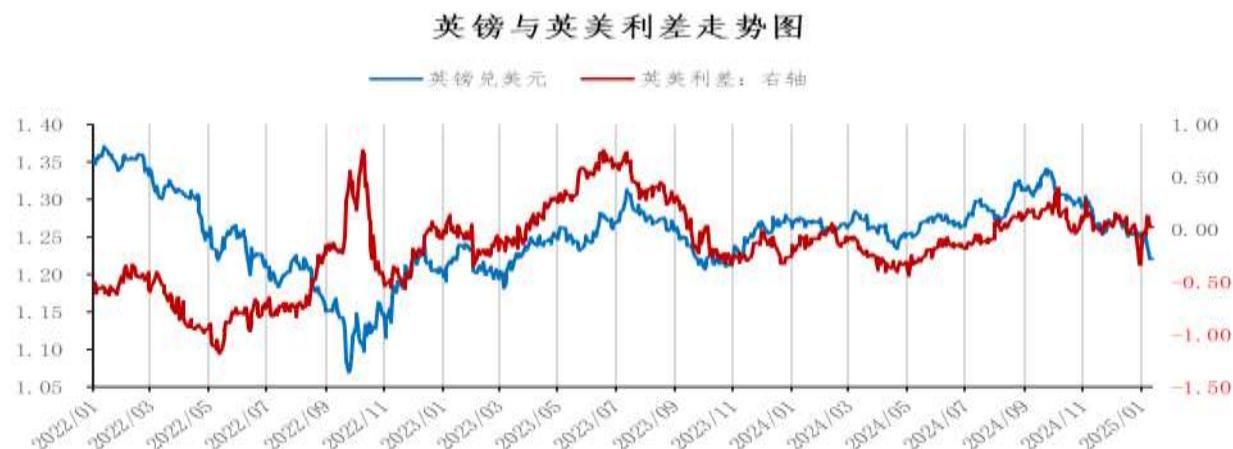
美国的失业率与通胀



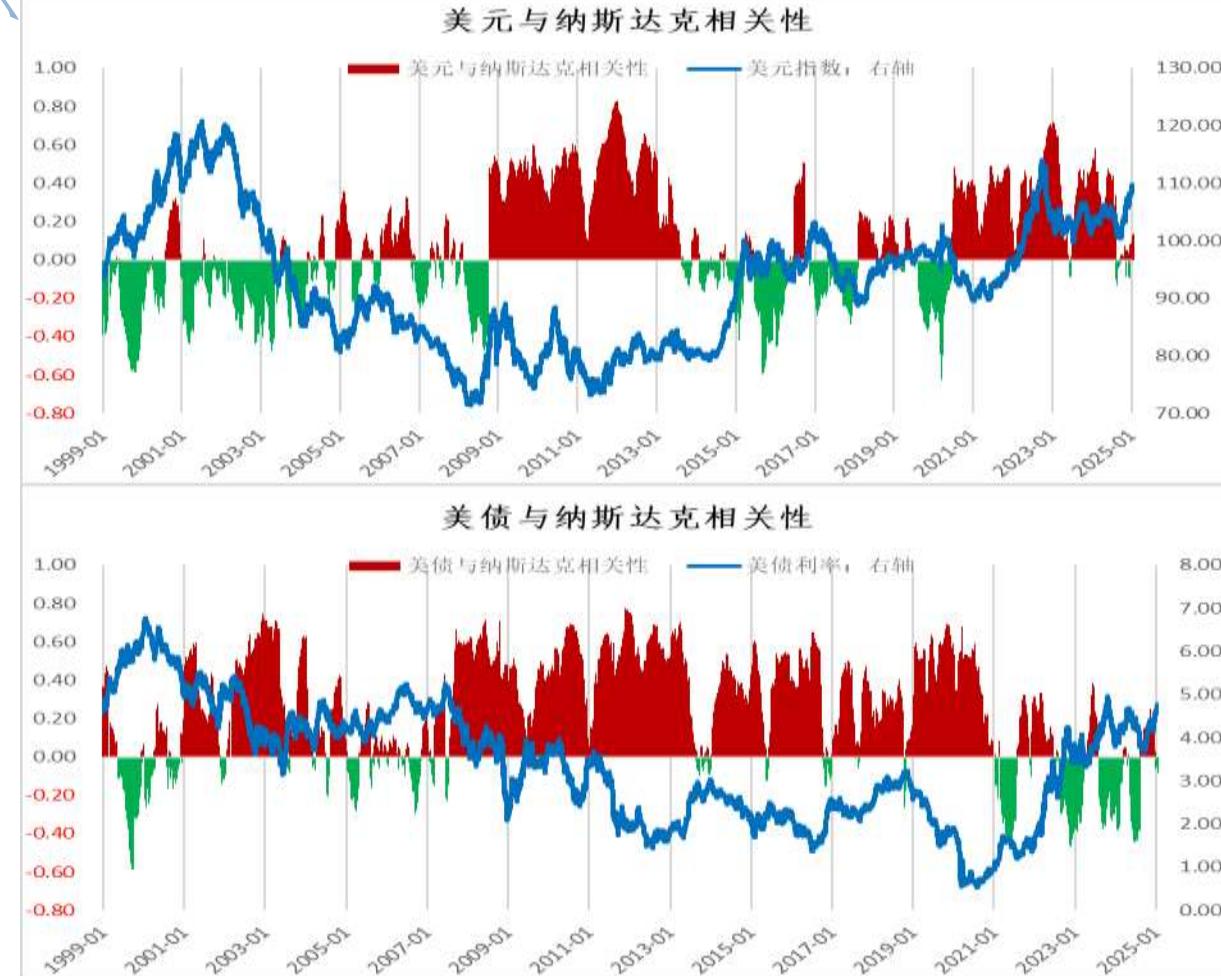
降息预期进一步放缓，美元美债利率走高，美股却强势不再

近期，值得投资者警惕的关键宏观指标依旧是在于美元，此外还有美股的强势不再。

2025年以来，特朗普接连开炮，世界各国政坛动荡，加拿大总理辞职，丹麦因格陵兰岛问题紧急扩增国防开支，英国国债的抛售引爆2025“新年第一雷”，其背后都有着强势美元的身影，同时也进一步强化着美元的强势。大超市场预期的非农就业数据，进一步放缓了市场对于美联储的降息预期，推升着美债利率和美元的联袂上扬，双双创出阶段性新高。强势的美元给非美货币带来沉重的压力，除了人民币，不少国家因为汇率的波动遭受资产的抛售和金融、政治的动荡，从而进一步驱赶着资金回流美国，寻求安全的港湾。这一次，与2024年不尽相同的是，英镑的暴跌宣告着，资本的镰刀从新兴市场砍到了发达国家，汇率与债券的风险飘向了欧洲。此外，更值得关注的则是美股的强势不再，特别是科技股的式微，英伟达在发布会后，股价创出新高之后的大幅下挫，科技股的泡沫化问题，美股的高位风险，引发了更多人的警觉，诸如霍华德马斯克的2025年的开年备忘录。



数据均来源于Wind、冠通研究



人民币汇率承压，国内股市连续回落，官方接连出手稳定预期

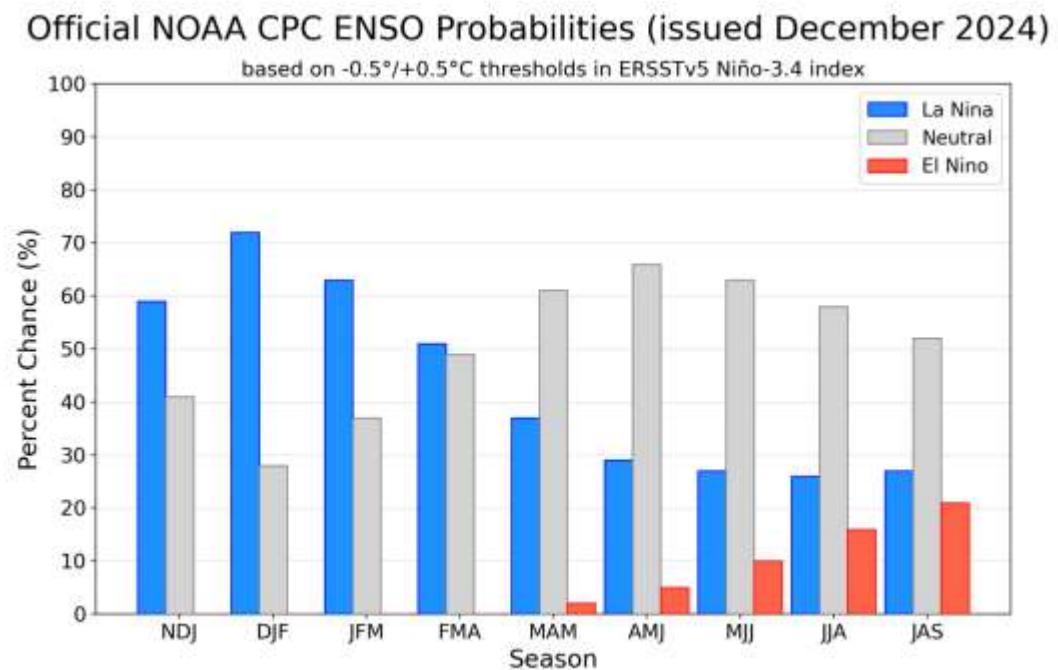
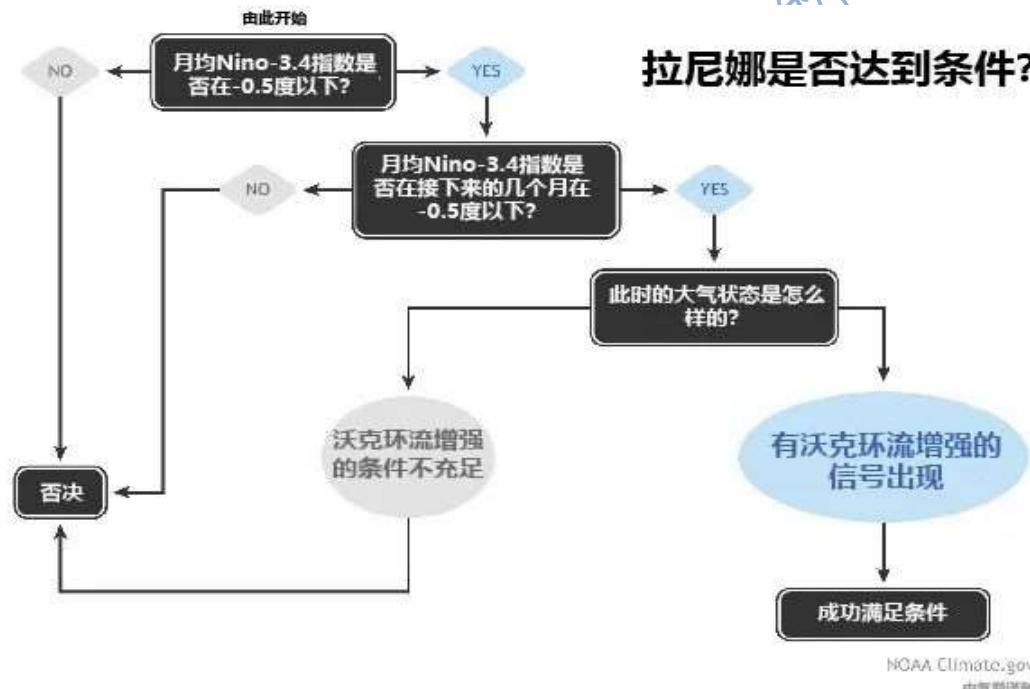
- 1月13日，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于2025年1月13日实施。同时，中国外汇市场指导委员会会议在京召开。会议强调，要坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民银行、外汇局将继续综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险；同日，中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛开幕式上致辞时表示，中国经济拥有强大的创新能力、超大规模的市场、完整的产业体系、完善的基础设施以及丰富且质量较高的人力资源等优势，有信心、有能力、有办法应对困难挑战，实现经济持续回升向好。
- 1月10日，国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上，财政部副部长廖岷非常明确的向市场表态：请大家放心，2025年财政政策的方向是清晰明确的，充分考虑了加大逆周期调节的需要，是非常积极的；同日，近日证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会，与专家学者、媒体负责人、上市公司、内外资机构代表深入交流，充分听取意见建议。会党委委员、副主席李超参加座谈。
- 1月9日，中国人民银行发布公告称，1月15日将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第一期中央银行票据（简称“央行票据”）。
- 12月30日，中国人民银行在官网公示了一批行政处罚。上海东亚期货有限公司、天津信唐货币经纪有限责任公司、湖南溆浦农村商业银行股份有限公司及相关责任人受罚。
- 12月18日上午，中国人民银行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构。

数据均来源于Wind、冠通研究



拉尼娜已然形成

基于观测结果，美国国家海洋与大气管理局（NOAA）于1月9日宣布拉尼娜事件已经形成。目前预估拉尼娜事件有59%的可能性持续到2月至4月，而在随后，3月至5月平均状态转为中性的可能性为60%。

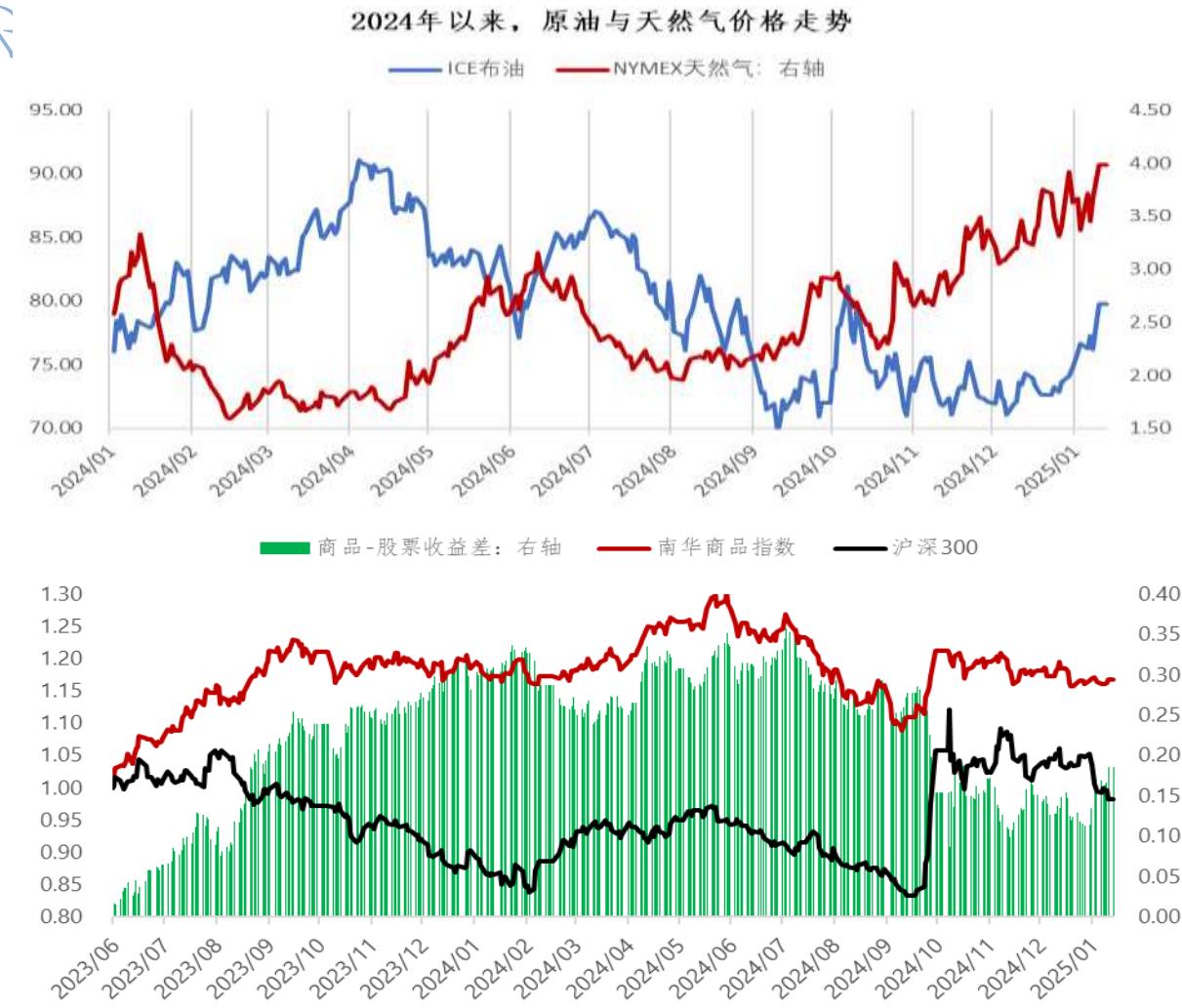


大宗的二次通胀缺乏坚实基础，供给端引发的结构性行情为主

近日，一些商品的大涨引发市场关注，特别是原油在一片看空中的强势拉涨，让不少投资者重新燃起了二次通胀的想法。细看下来，商品的强势上涨主要体现在能源和农产品上，上涨的驱动力则主要来自于国内政策预期重燃，原油价格走高和拉尼娜的形成等多重因素的共振。

天然气的涨价带动原油，叠加美国对俄罗斯的制裁引发地缘担忧，欧洲冷冻的旺季需求，对特朗普上台后油价利空的共识性压制所带来的低库问题，是油价最近大涨的主要驱动力，低库存+季节性+地缘。农产品也是历史相对低价，拉尼娜形成潜在的利多题材，国内加大玉米等粮食收储力度等因素，伴随着其他高估值资产的转跌，迎来配置需求的提升。此外，就国内而言，股市连续下挫后，资金的跷跷板效应转向期货市场，则是推涨国内定价商品的重要推手。

不过，上述种种大都源自于不同商品供给端的驱动使然，在全球经济承压现实需求疲弱的背景下，大宗的整体性上扬还缺乏坚实基础，结构性行情为主。



本周关注

- 1月13日待定，中国12月贸易帐。此前数据显示，今年前11个月，我国货物贸易进出口总值39.79万亿元，同比增长4.9%，实现平稳增长。其中，出口23.04万亿元，同比增长6.7%；进口16.75万亿元，同比增长2.4%。
- 1月13日待定，SPPOMA公布马来西亚棕榈油1月1-10日产量数据。此前数据显示，2024年12月1-31日马来西亚棕榈油产量减少11.87%。关注马棕油是否能维持减产趋势。
- 1月14日20:00，Conab公布第四次巴西2024/25年度谷物产量调查结果。此前数据显示，预计2024/25年度巴西大豆产量达到1.662111亿吨，环比增加6.77万吨。巴西产区天气较好，关注本次是否会上调。
- 1月15日17:00，IEA公布月度原油市场报告。关注其对今年石油需求增长预测的调整，12月月报将2025年全球石油需求增长预测从99万桶/日上调至110万桶/日。
- 1月15日21:30，美国12月未季调CPI年率、核心CPI年率。美联储理事沃勒表示，通胀率在2025年应该会继续下降，并允许美联储进一步降息，尽管速度尚不确定。
- 1月15日待定，世界金属统计局（WBMS）11月月度供需报告。此前数据显示，2024年10月，全球精炼铜产量为233.09万吨，消费量为239.7万吨，供应短缺6.61万吨。关注精炼铜短缺程度是否会扩大。
- 1月16日01:00，美国12月NOPA大豆压榨、豆油库存数据。数据显示，12月美国大豆压榨利润持续减少，关注本次美豆压榨数据是否再度低于预期。
- 1月16日03:00，美联储公布经济状况褐皮书。美联储主席鲍威尔曾表示，劳动力市场“状况依然稳健”，不过政策制定者们正在密切留意任何恶化的迹象。若通胀不能持续地向2%的目标移动，则可能放缓降息。
- 1月16日待定，国内成品油将开启新一轮调价窗口。据金联创测算，截至1月9日第五个工作日，参考原油品种均价为75.02美元/桶，变化率为4.35%，对应的国内汽柴油零售价均上调190元/吨，折算为每升油价上涨0.15-0.17元。
- 1月17日10:00，中国11月规模以上工业增加值、社会消费品零售总额等数据公布。国家统计局数据显示，11月主要经济指标回升明显，全国规模以上工业增加值同比增长5.4%。关注12月经济指标变动情况。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号: F0235424 期货交易咨询资格编号: Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

惟初笃行，必定得人，则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我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。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。

未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢