



冠通期货  
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

# 冠通期货研究报告-- 宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

发布时间：**2025年12月22日**

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

[www.gt futures.com.cn](http://www.gt futures.com.cn)

## 市场综述

最近一周，海外日本加息有惊无险，美联储主席之争白热化，市场临近年末走势平淡乏味。投资者态度谨慎，波动率VIX指数小幅回落，风险资产涨跌互现，全球股市与大宗商品跌多涨少，A股震荡回调，BDI指数持续回落。大宗商品整体承压分化延续，内部风格转换，贵金属与有色强势弱化，油价延续弱势，黑色系触底反弹大幅上扬领跑商品。

国内债市全线反弹近弱远强、股指震荡分化跌多涨少，商品大类板块涨跌互现；股市震荡分化跌多涨少，成长型风格表现弱于价值型，上证50逆势收涨；国内商品大类板块涨跌互现，Wind商品指数周度涨跌幅1.5%，10个商品大类板块指数中5个收涨5个收跌。具体商品大类表现来看，商品期货表现分化延续，但强弱风格转换，工强农弱格局，黑色系强势大涨，煤焦钢矿与非金属建材板块双双涨超4%领跑商品，化工板块紧随其后，贵金属强势不再勉强收涨，软商品几近持平；其他板块悉数收跌，油脂油料、谷物与农副产品板块尤为疲软，有色转跌能源延续颓势收跌。

期市资金面来看，商品期货市场资金整体小幅流出；资金流入板块上，农副产品和软商品板块较为明显；资金流出的板块很多，非金属建材、能源和谷物板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

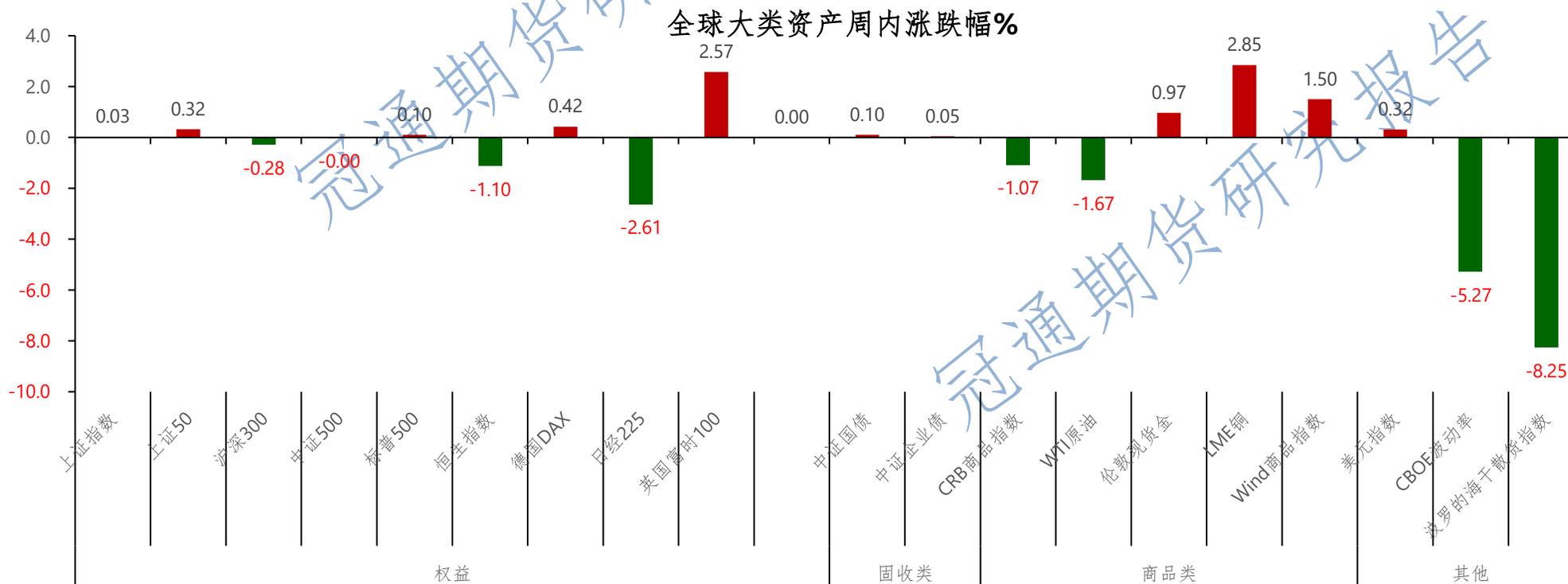
商品波动率来看，国际CRB商品指数的波动率小升，国内的Wind商品指数小幅升波，南华商品指数的波动率下降；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，能源和油脂油料板块降波明显，有色和软商品板块的升波引人注目。

CME的FedWatch工具显示：美联储1月降息预期概率变动不大，维持利率不变在3.5-3.75%的预期概率为75.2%，与上周的72.7%相差无几；而降息25bp到3.25-3.5%的预期概率则维持在不到三成。对于2026年，市场预期仍有1-3次的降息空间。

本周，由于圣诞节和新年假期临近，宏观经济数据较为清淡。市场关注点将集中在少量美国经济数据的发布上，尤其是GDP数据。投资者将在近期政府停摆导致多项关键经济数据推迟公布之后，借此评估美国经济的表现，并寻找有关美联储下一次降息时间的线索。美国三季度GDP初值数据将于12月23日（周二）发布。其他地区方面，投资者将通过日本央行行长植田和男12月25日的讲话，寻找有关央行政策路径的指引。12月29日，日本央行将公布本周利率会议的意见摘要；在这次会议上，日本央行将政策利率上调至0.75%，这是该央行今年第二次加息，使日本基准利率达到1995年9月以来的高位。受圣诞节影响，美国股市将在12月24日提前三小时收盘，并于12月25日全天休市。

## 大类资产

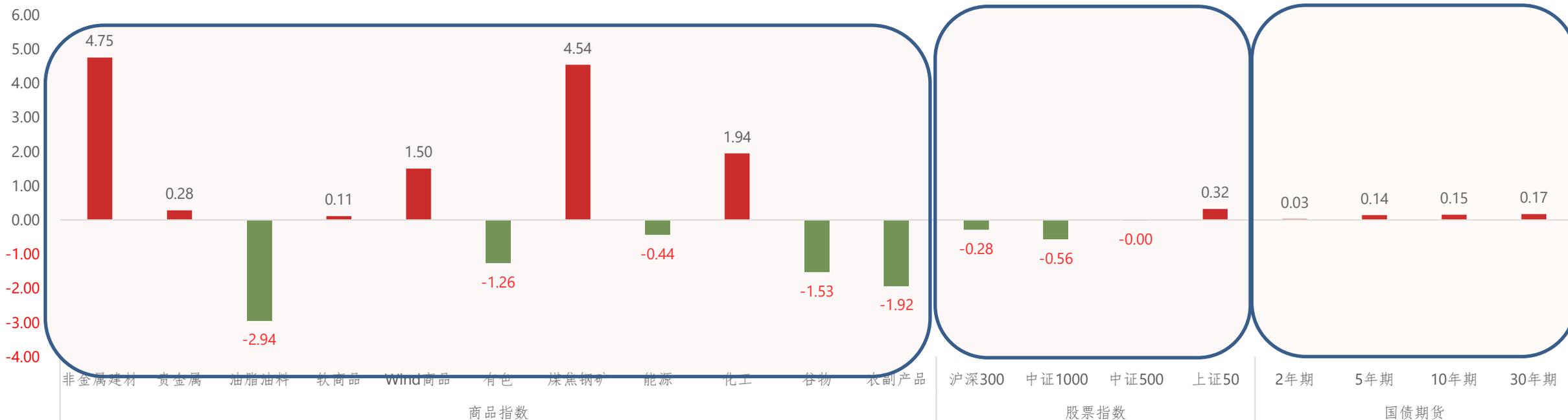
最近一周，海外日本加息有惊无险，美联储主席之争白热化，市场临近年末走势平淡乏味。投资者态度谨慎，波动率VIX指数小幅回落，风险资产涨跌互现，全球股市与大宗商品跌多涨少，A股震荡回调，BDI指数持续回落。大宗商品整体承压分化延续，内部风格转换，贵金属与有色强势弱化，油价延续弱势，黑色系触底反弹大幅上扬领跑商品。



## 板块速递

- 国内债市全线反弹近弱远强、股指震荡分化跌多涨少,商品大类板块涨跌互现;
- 股市震荡分化跌多涨少,成长型风格表现弱于价值型,上证50逆势收涨;
- 国内商品大类板块涨跌互现, Wind商品指数周度涨跌幅1.5%, 10个商品大类板块指数中5个收涨5个收跌。具体商品大类表现来看,商品期货表现分化延续,但强弱风格转换,工强农弱格局,黑色系强势大涨,煤焦钢矿与非金属建材板块双双涨超4%领跑商品,化工板块紧随其后,贵金属强势不再勉强收涨,软商品几近持平;其他板块悉数收跌,油脂油料、谷物与农副产品板块尤为疲软,有色转跌能源延续颓势收跌。

上周期市板块涨跌幅



注:数据均来源于Wind、冠通研究

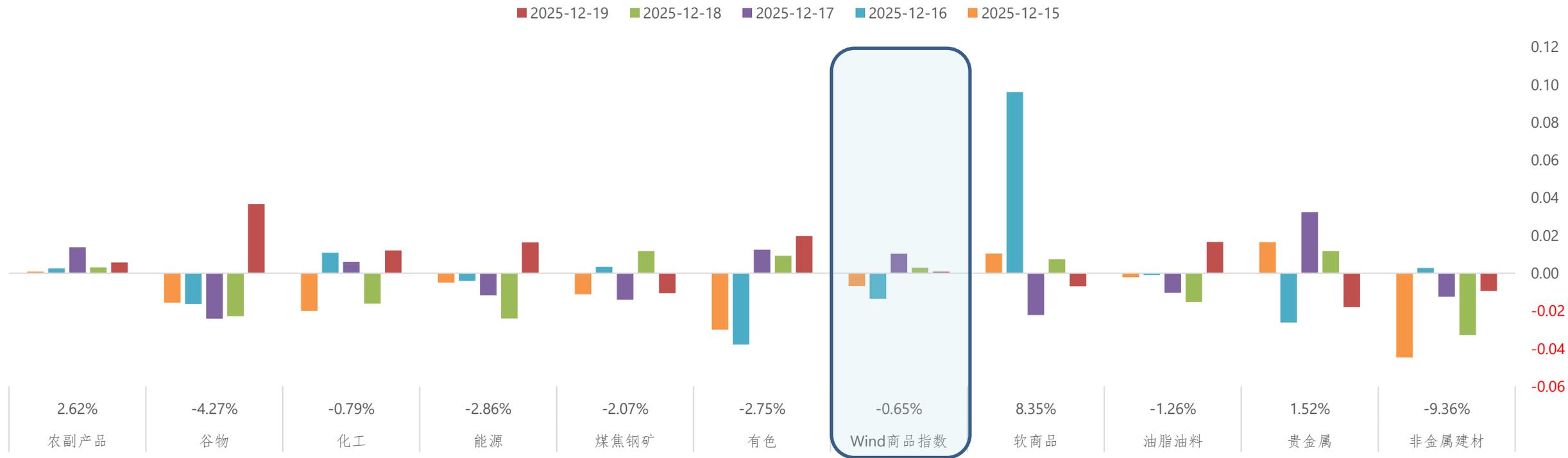
## 资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流出；

资金流入板块上，农副产品和软商品板块较为明显；

资金流出的板块很多，非金属建材、能源和谷物板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

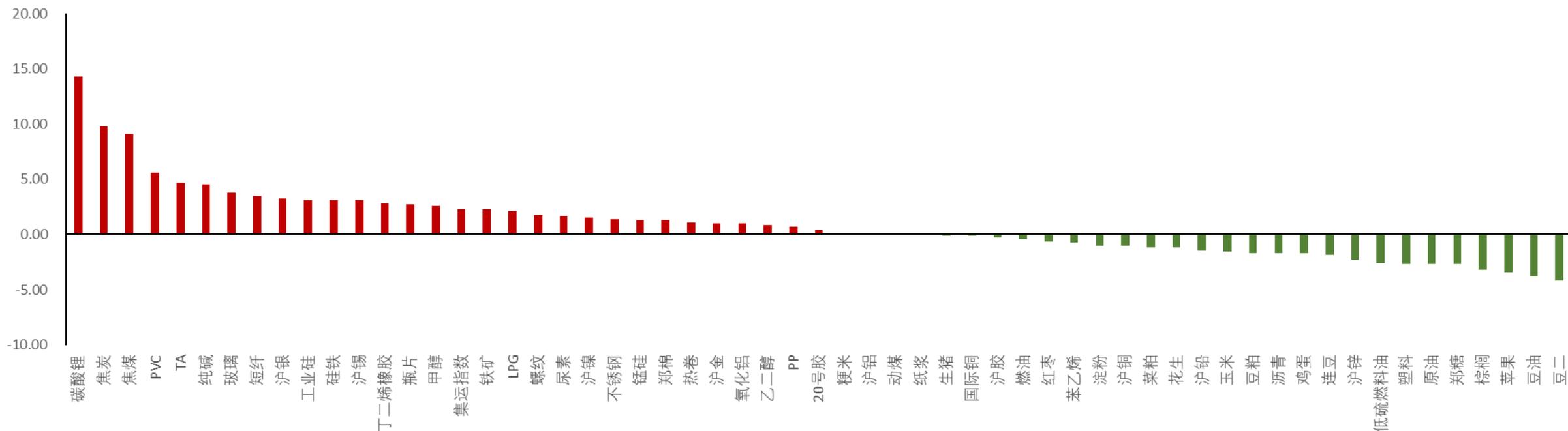


注：数据均来源于Wind、冠通研究

## 品种表现

最近一周，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**碳酸锂**、**焦炭与焦煤**；跌幅居前的商品期货品种为**豆二**、**豆油**和**苹果**。

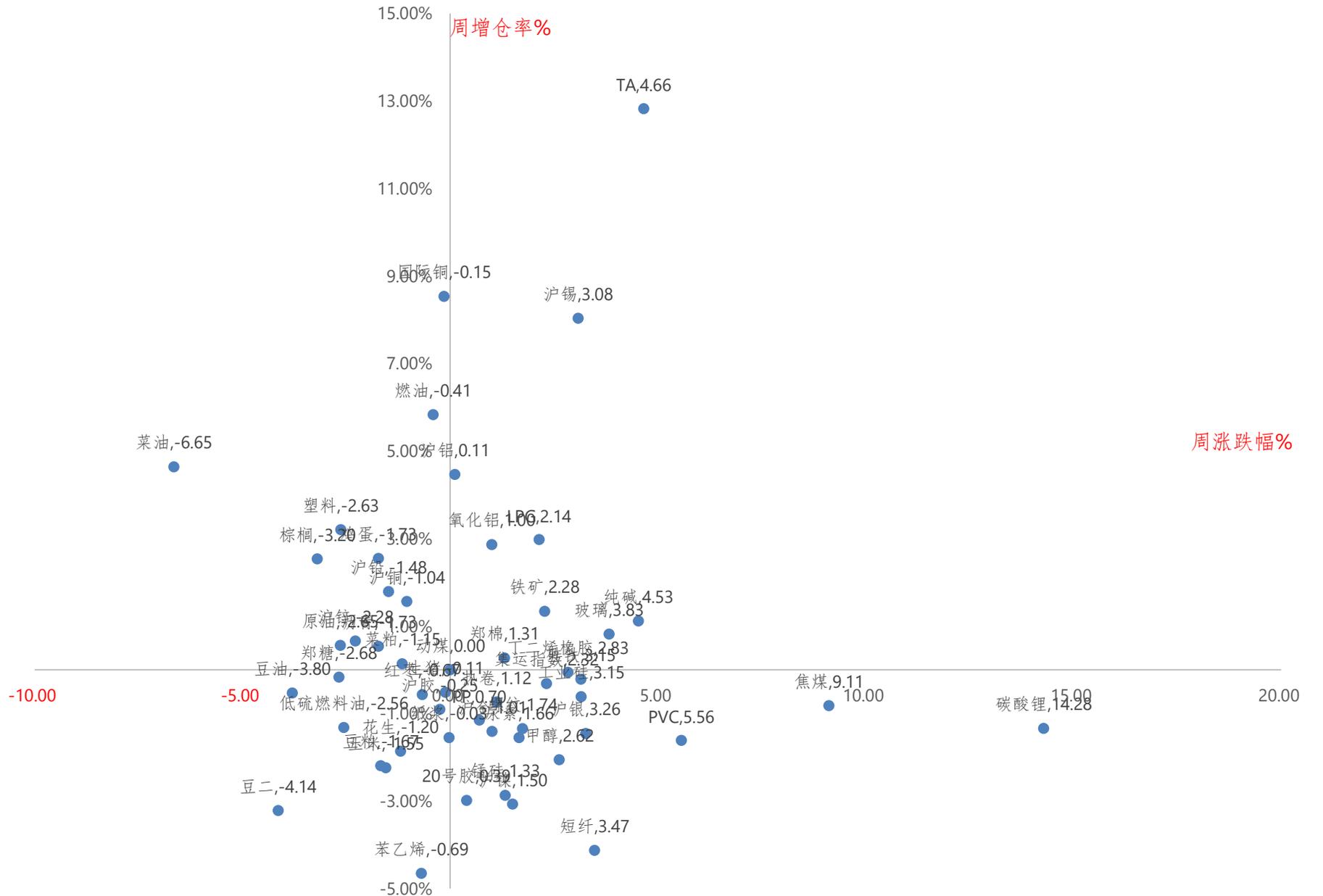
上周商品期货品种涨跌幅 (%)



## 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**TA、铁矿和郑棉**;
- 出现明显**增仓下行**的商品期货品种不少,值得关注的是**菜油、塑料和棕榈**。
- **值得重点关注!**

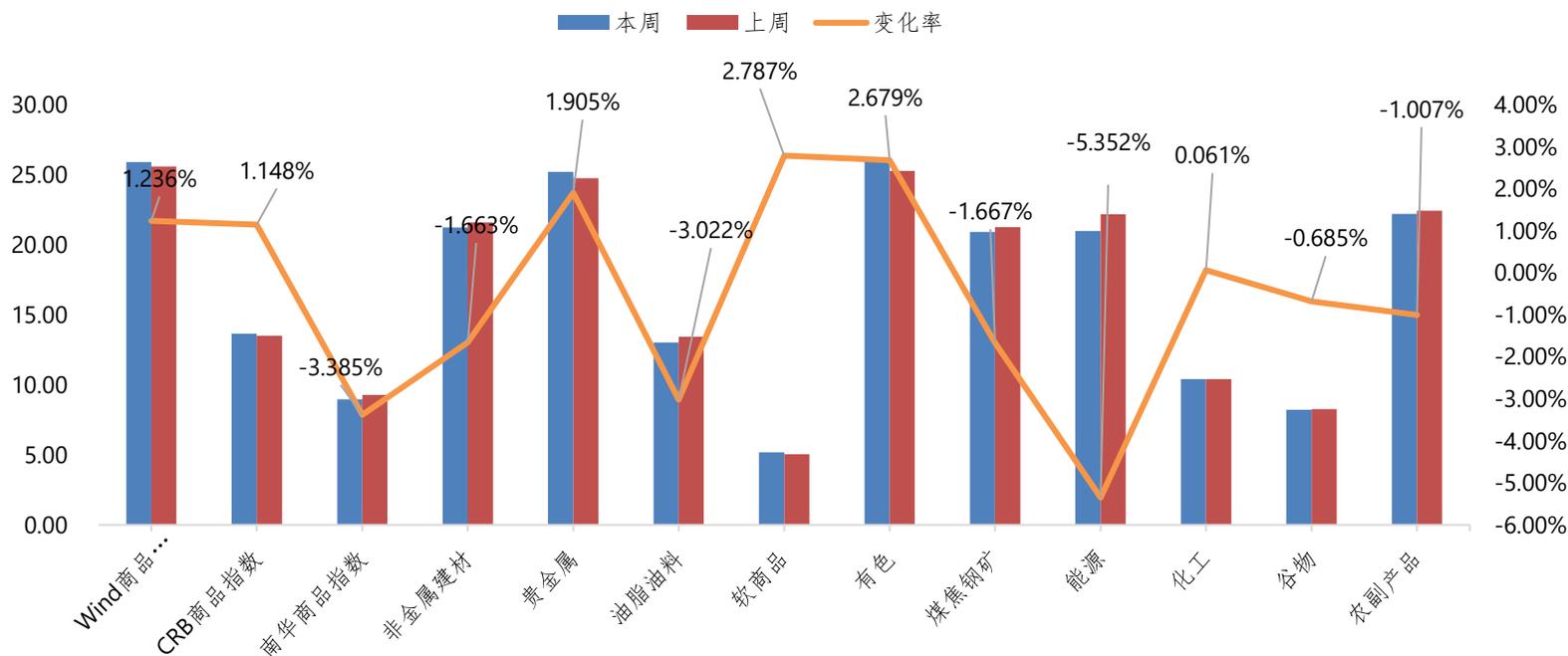


注:数据均来源于Wind、冠通研究

## 波动特征

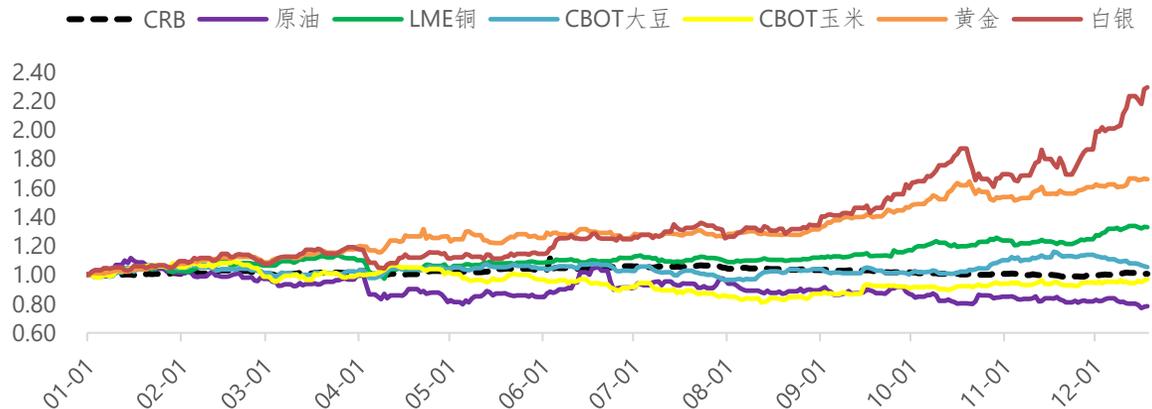
上周，国际CRB商品指数的波动率小升，国内的Wind商品指数小幅升波，南华商品指数的波动率下降；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，能源和油脂油料板块降波明显，有色和软商品板块的升波引人注目。

近一周商品指数波动率变动

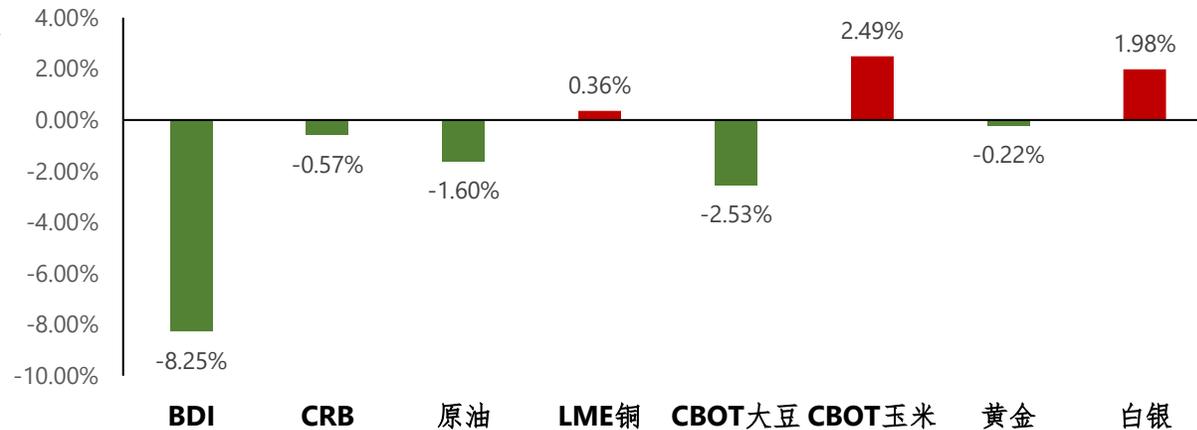


## 数据追踪——国际主要商品涨跌互现, BDI大跌, CRB走低, 大豆跌玉米涨, 金油跌铜银涨, 白银延续强势金银比进一步下挫

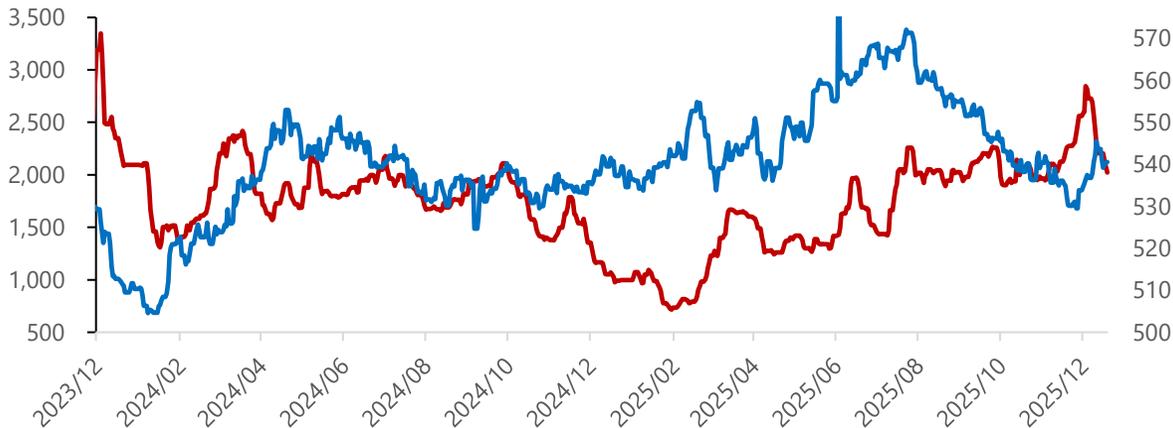
国际主要大宗商品2025年内收益表现



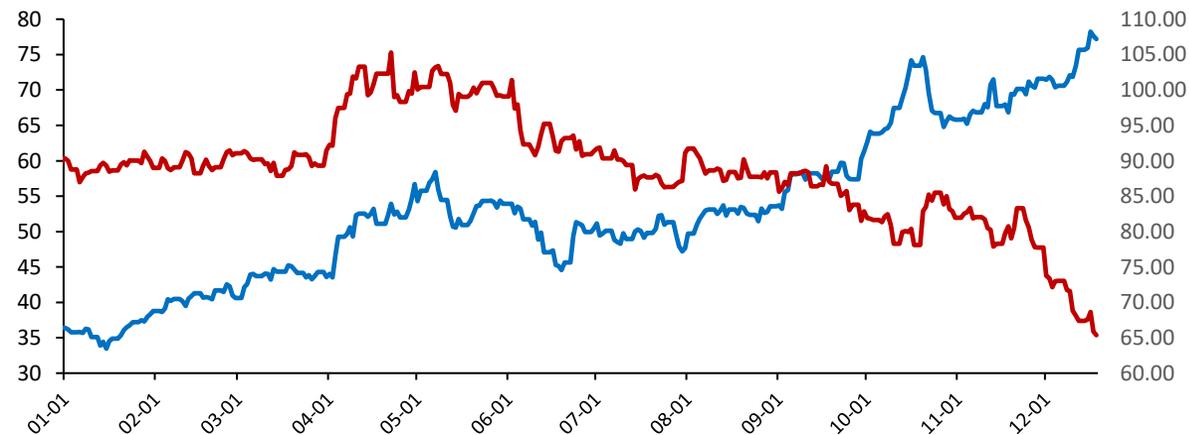
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴



金油比 金银比:右轴

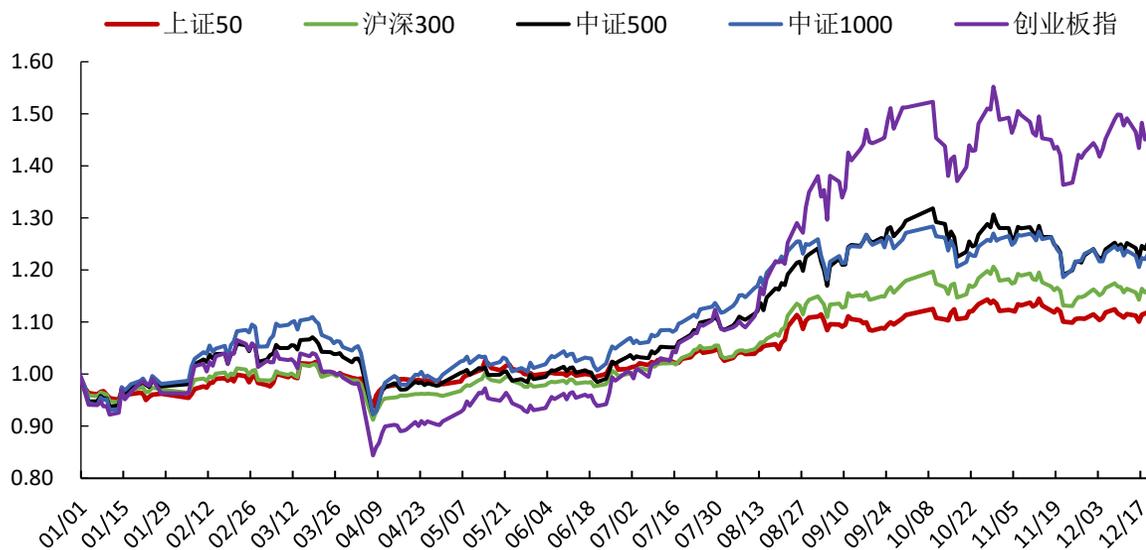


注:数据均来源于Wind、冠通研究

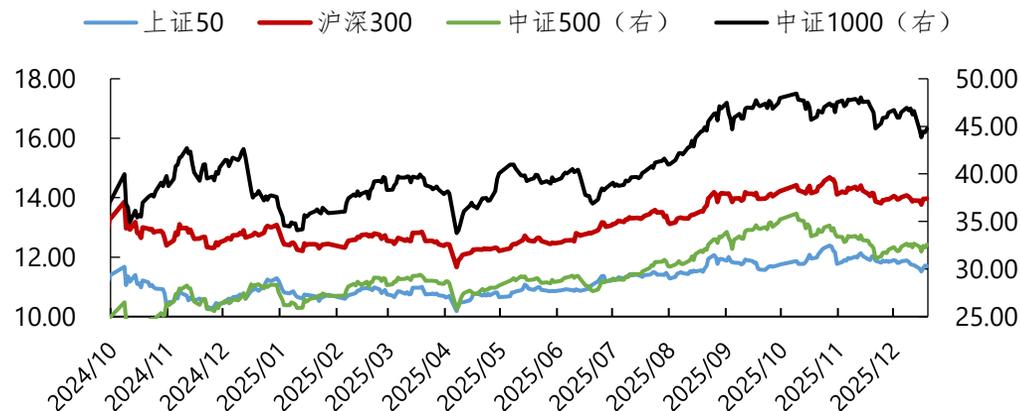
## 宏观逻辑—股指震荡分化多数收跌，估值波动，风险溢价ERP变动不大

- 上一周，国内四大股指震荡分化多数收跌，风格上看，价值股表现较抗跌，成长型股指相对弱势；
- 股指的估值波动，风险溢价ERP变动不大。

股票指数2025年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

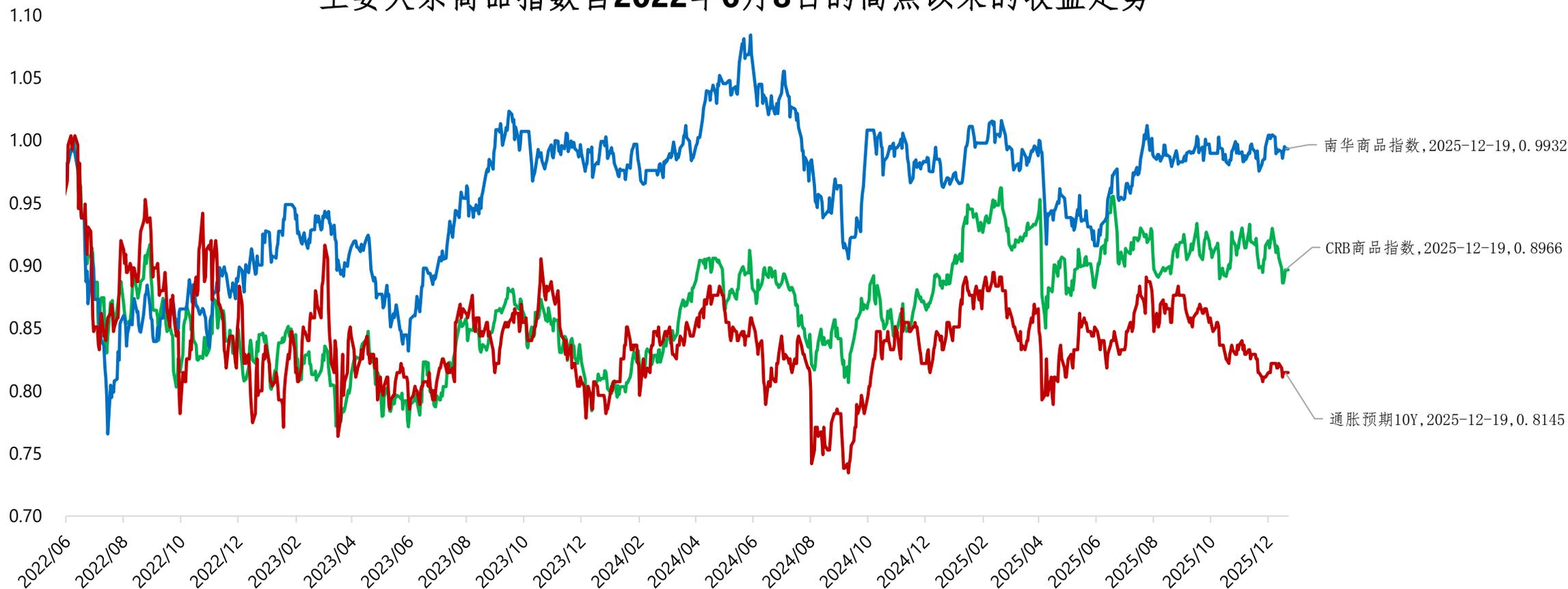


主要股指风险溢价



## 宏观逻辑—大宗商品价格指数震荡，通胀预期窄幅波动表现承压

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



## 股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市多数收跌，商品震荡分化，商品-股票收益差反弹收平；
- 从商品的内外强弱风格来看，南华商品指数抗跌，CRB商品指数承压回落，国内定价商品转强，国际定价商品走弱，内外商品期货收益差震荡走高。

冠通期货研究报告

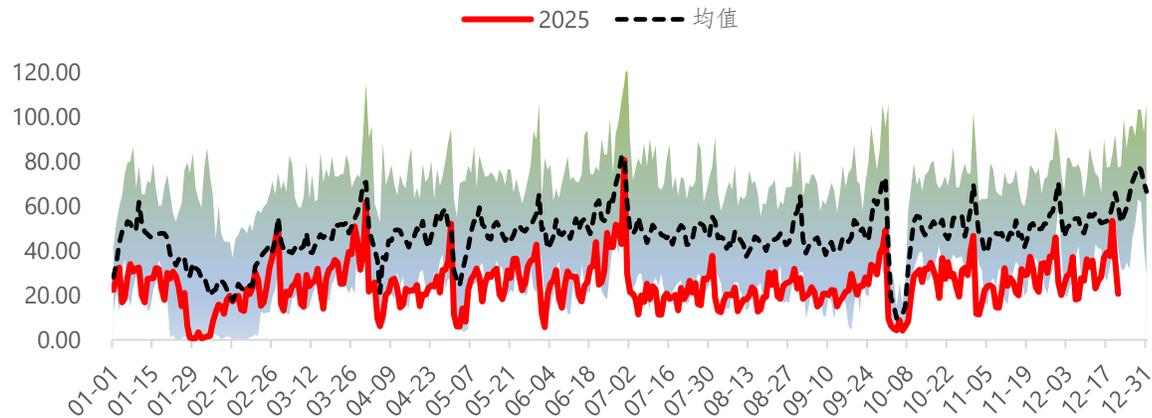


## 数据追踪——沥青开工率平稳, 地产销售弱势延续, 运价联袂反弹, 短期资金利率低位运行

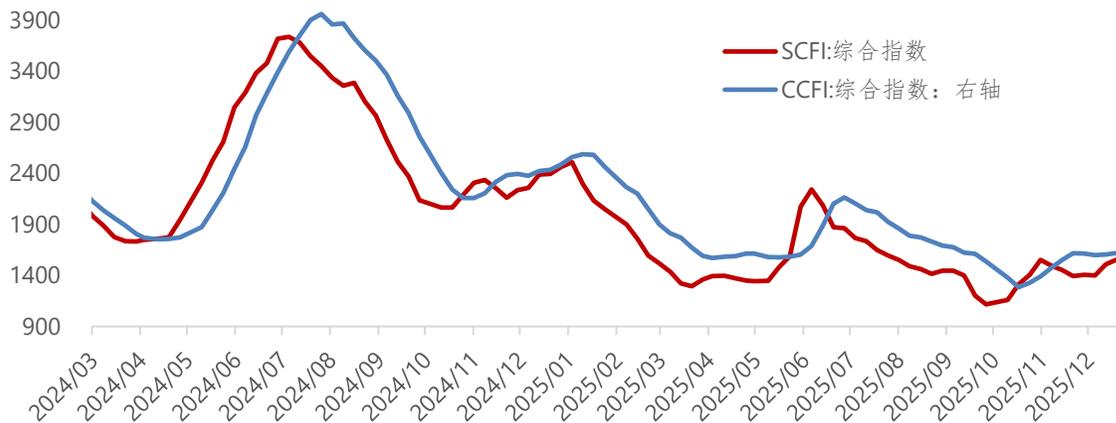
— 开工率:石油沥青装置



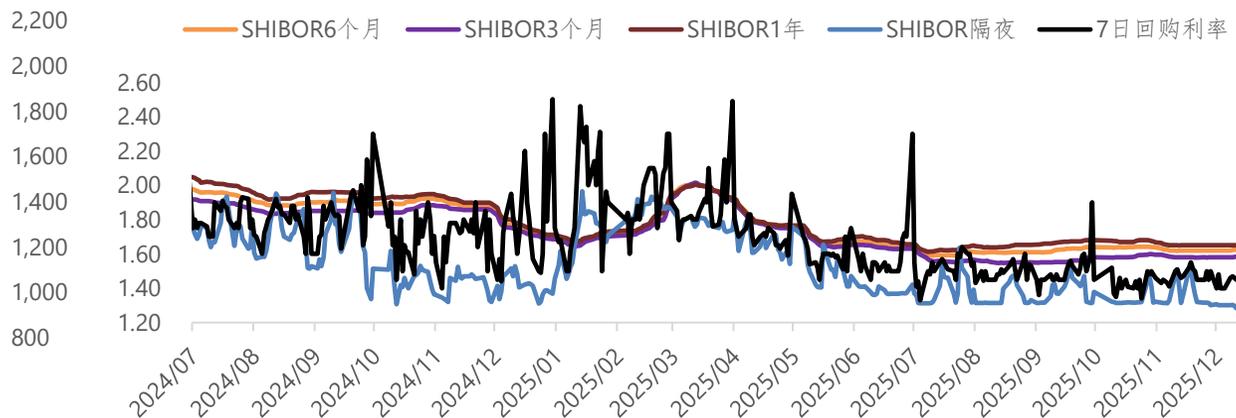
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数

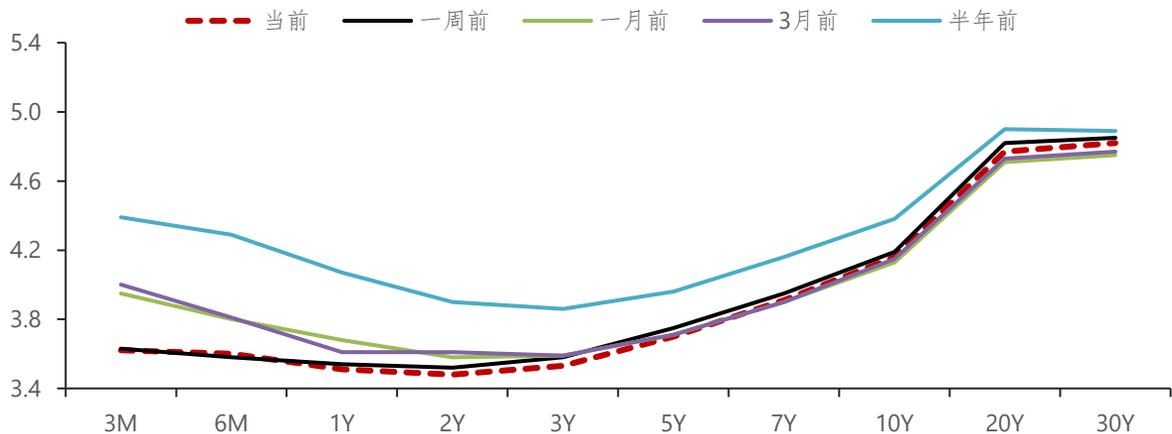


国内货币市场资金利率

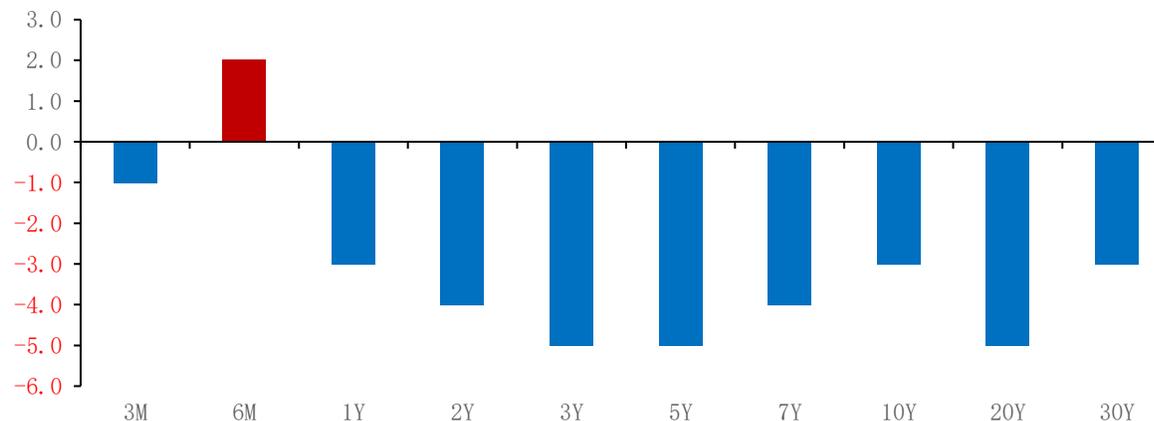


## 宏观逻辑——美债收益率近强远弱，期限结构走陡，期限利差窄幅震荡，实际利率与金价小幅波动

美国国债收益率曲线%



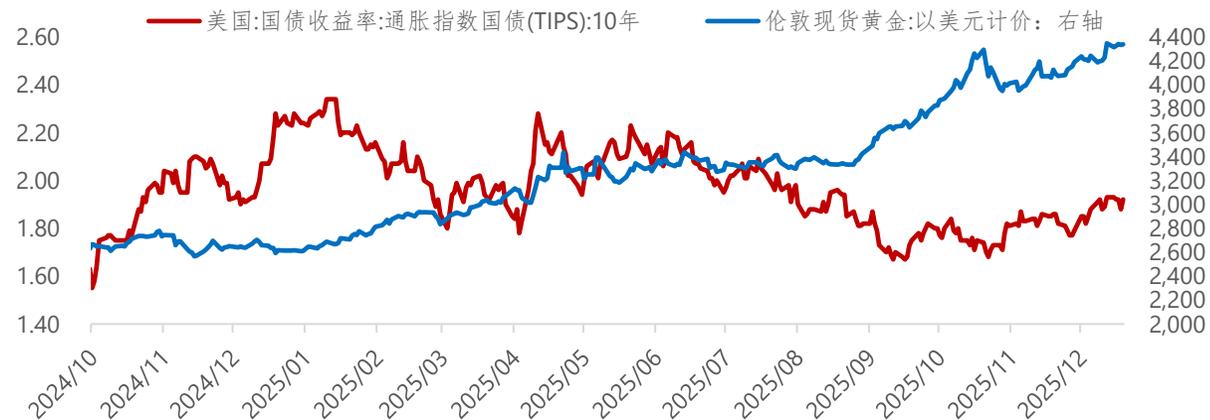
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %



美债实际收益率与金价

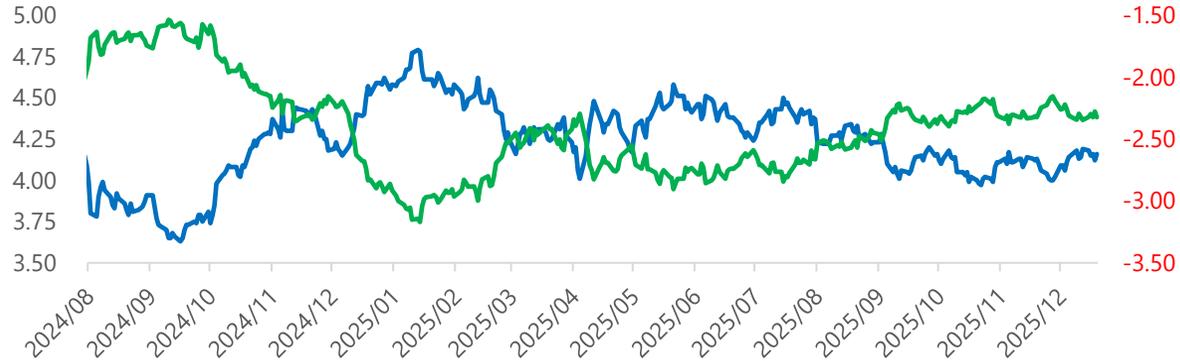


注: 数据均来源于Wind、冠通研究

## 数据追踪——美债利率小跌,中美利差反弹,通胀预期平稳,金融条件宽松,美元小幅反弹,人民币延续强势

中美利差 (10Y) %

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



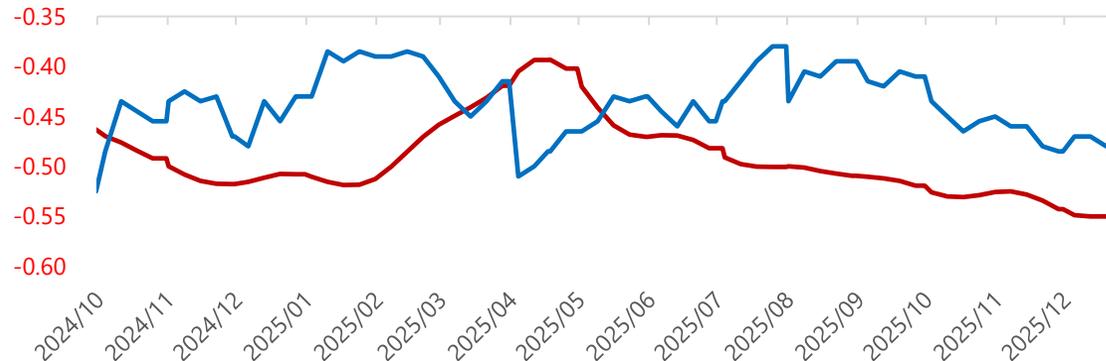
美元指数与人民币汇率

— 中国:中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



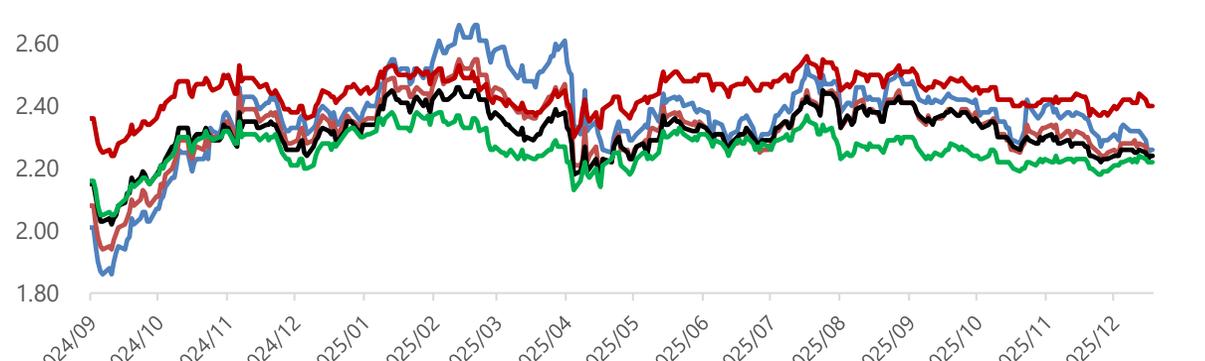
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



美国国债隐含通胀预期近期走势图%

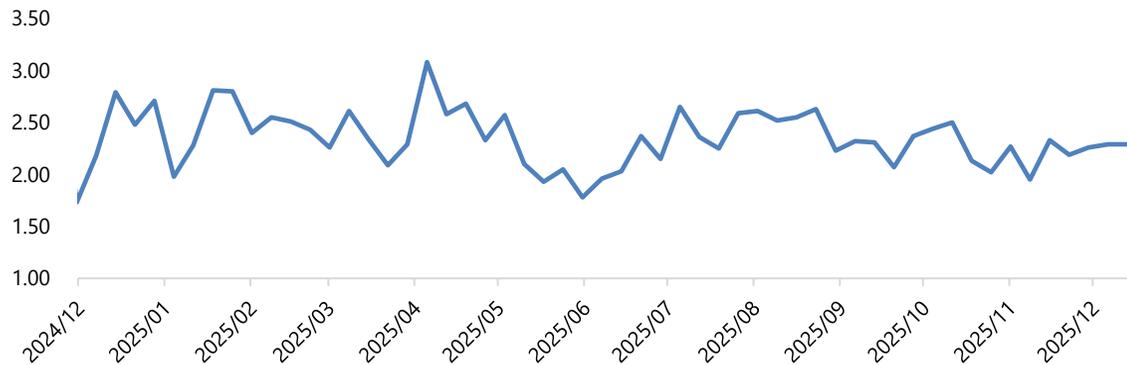
— 通胀预期:5年 — 通胀预期:7年 — 通胀预期:10年 — 通胀预期:20年 — 通胀预期:30年



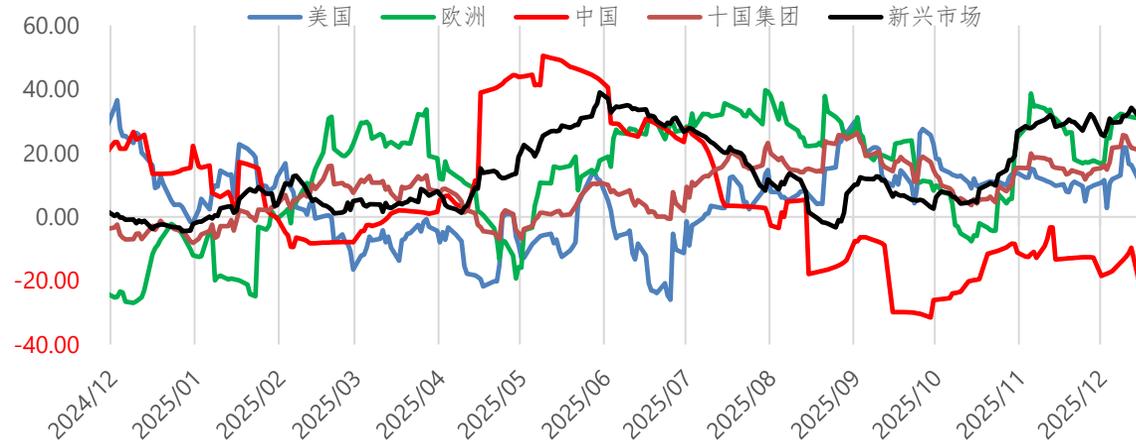
注:数据均来源于Wind、冠通研究

## 宏观逻辑——美国高频“衰退指标”平稳,花旗经济意外指数转跌,美债利差10Y-3M大幅走扩后窄幅波动。

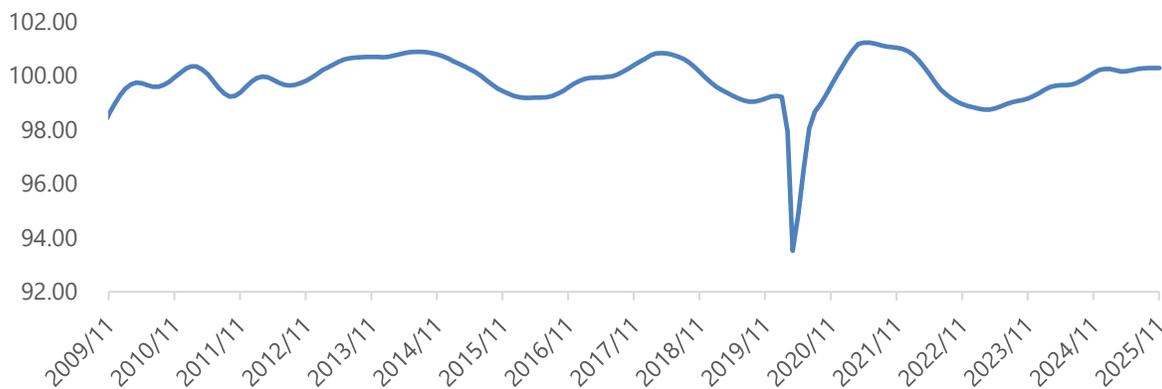
美国:周度经济指数走势图



花旗经济意外指数(%)



OECD综合领先指标:美国



美债10Y-3M利差走势图

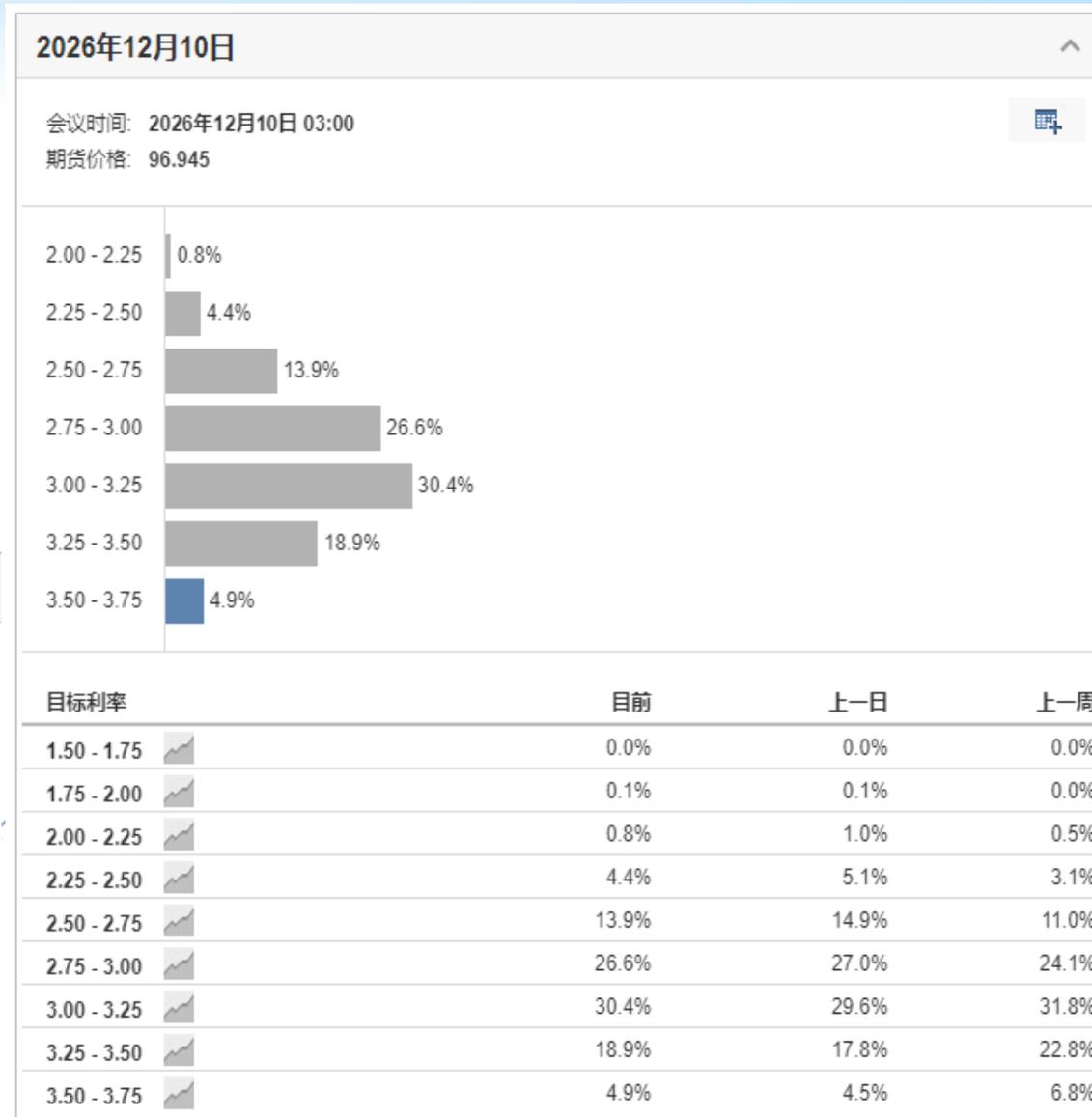
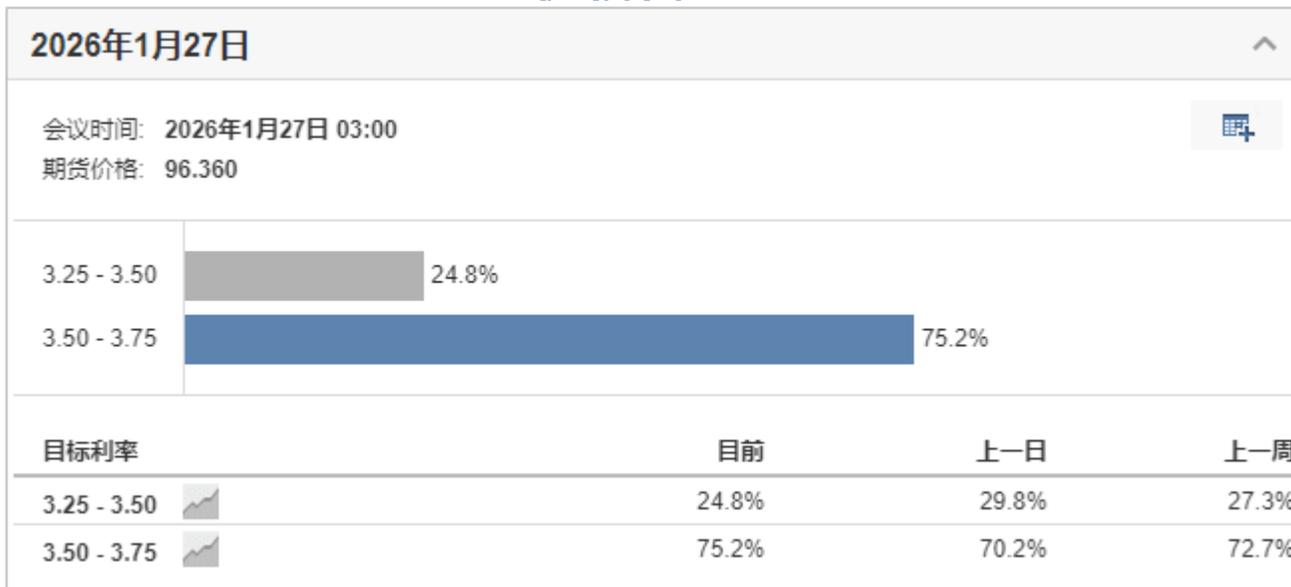


## 美联储降息预期: 1月大概率维持利率不变

CME的FedWatch工具显示:

美联储1月降息预期概率变动不大,维持利率不变在3.5-3.75%的预期概率为75.2%,与上周的72.7%相差无几;而降息25bp到3.25-3.5%的预期概率则维持在不到三成。

对于2026年,市场预期仍有1-3次的降息空间。



# 美联储主席之争进入白热化, 从龙虎相争到三人大战

## 1. 凯文·哈塞特: 最可能被提名的“内部派”

核心标签: 特朗普的经济政策“代言人”与政治盟友。

关键背景: 曾任特朗普政府的白宫国家经济委员会主任, 是其核心经济智囊之一。目前的工作之一是在媒体上为总统的政策辩护。他并非传统意义上的央行银行家, 而是资深经济学家(前美国企业研究所研究员)。

政策倾向: 公开支持降息, 并曾批评美联储过去的政策。与特朗普的“低利率”偏好高度一致。

## 2. 凯文·沃什: 华尔街游说的“回归派”

核心标签: 拥有美联储履历、获金融界力捧的强势候选人。

关键背景: 曾于2006-2011年担任美联储理事, 是当时最年轻的理事之一。离职后长期在华尔街(摩根士丹利)和学术界(胡佛研究所)工作, 与金融界关系深厚。

政策倾向: 数月来一直公开表示美联储应降息并缩减资产负债表, 这与特朗普的诉求相符。但支持者认为, 他基于自身经验做出的判断, 可能比哈塞特更具政策定力。

## 3. 克里斯托弗·沃勒: 政策履历扎实的“黑马”

核心标签: 现任美联储理事, 低调务实的内部技术派。

关键背景: 现任美联储理事, 拥有圣路易斯联储研究主管的扎实背景, 是真正的货币政策专家。与特朗普并无深厚私交。

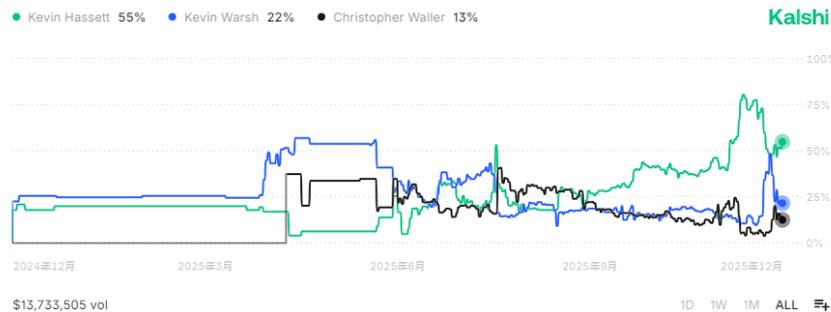
政策倾向与行动: 他在降息等议题上有理性且连贯的政策论述。更重要的是, 他已在美联储内部推动多项被视为更保守、可能契合特朗普倾向的改革。

三位候选人代表了三种不同的选择: 一位是忠诚但独立性存疑的政治盟友, 一位是有经验但动机受疑的华尔街宠儿, 一位则是试图在专业框架内回应政治关切的内部技术官僚。

这场人选之争, 本质上是政治倾向、金融界利益与央行专业性三者之间的博弈。



Who will Trump nominate as Fed Chair?



Kevin Hassett

55% ▲2

Yes 55¢

No 47¢



Kevin Warsh

22% ▼2

Yes 25¢

No 78¢



Christopher Waller

13% ▼2

Yes 13¢

No 88¢

## 遭受质疑的美国通胀数据

12月18日报道,周四(18日)公布的报告显示,美国11月消费者价格指数(CPI)低于预期,打破了近期通胀持续走强的趋势。而许多经济学家对此表示不解。美国劳工统计局的报告表示,11月CPI同比涨幅为2.7%,而核心CPI(剔除波动较大的食品和能源价格的指标)甚至更低,为2.6%。这两项数据都低于经济学家此前的预测,接受道琼斯新闻社调查的经济学家此前预计,美国11月通胀率为3.1%,核心CPI涨幅为3%。由于美国政府停摆,11月通胀数据被推迟了8天,于周四发布。但更重要的是,10月的通胀数据取消发布,劳工统计局只能用一定方法假设有关美国10月通胀水平的数据。

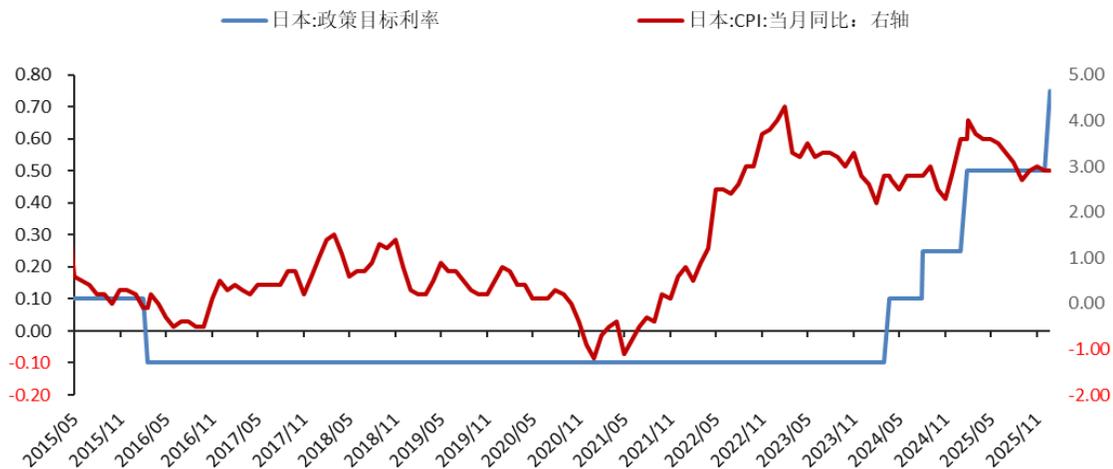


## 有惊无险的日本加息

12月19日,日本央行将政策利率上调25个基点至0.75%,但植田和男在政策前景上的谨慎表态令日元承压。尽管完成了自1995年以来的最高加息,但央行缺乏明确的后续加息时间表,令投资者对政策路径感到困惑。植田和男在记者会上表示,央行仍具备进一步加息的空间,但具体幅度与时机将取决于通胀与经济数据的演变。交易员们对日本央行货币政策缺乏明确指引感到失望,日元兑美元汇率承压,一度贬值1%至157.38,创下近四周以来的最低水平。日本央行此次加息虽符合市场预期,但行长植田和男在政策前瞻表述上的谨慎态度引发了投资者的疑虑。据彭博社报道,此前一位前执行理事预测,至2027年日本央行可能累计加息多达四次。

此次加息获得了来自政治层面的默许支持。日本首相高市早苗领导的内阁显示出对利率适度上行的容忍意愿,内阁官房长官木原稔本周早前亦公开表示,货币政策的具体决策应交由央行独立判断。这一政治共识为日本央行推进货币政策正常化创造了政策空间。此前,央行行长植田和男曾在本月初明确释放加息信号,为市场预期做了充分铺垫。然而,市场普遍预期日本央行未来的紧缩步伐仍将保持渐进节奏。在缺乏清晰政策路径指引的背景下,投资者对在年末假期期间持有日元多头寸普遍保持谨慎态度。

日本通胀与政策利率%



日本国债收益率10Y与日元走势



## 本周关注

- 周一（12月22日）：英国第三季度GDP年率终值、意大利11月PPI
- 周二（12月23日）：美国第三季度实际GDP年化季率初值、美国第三季度实际个人消费支出季率初值、美国11月工业产出月率、美国12月谘商会消费者信心指数、美国12月里奇蒙德联储制造业指数、澳洲联储公布12月货币政策会议纪要
- 周三（12月24日）：美国至12月26日当周石油钻井总数、美国至12月19日当周API原油库存、美国至12月19日当周EIA原油库存、日本央行公布10月货币政策会议纪要、加拿大央行公布货币政策会议纪要
- 周四（12月25日）：美国至12月19日当周EIA天然气库存、日本央行行长植田和男在日本经济团体联合会发表演讲
- 周五（12月26日）：日本11月失业率

## 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

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

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）

注:本报告中宏观经济资讯与资本市场信息，来源于国家统计局、万得资讯、华尔街见闻、财联社、美联储、IMF等机构与财经媒体。

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