



股指、贵金属观点与策略

研究院

联系人

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

股指: 国内政策将加力扩围实施消费品以旧换新, 有望进一步提升内需潜力。海内外流动性同步收紧, 国内权益市场的消极情绪仍在释放中, 若无超预期的政策刺激, 预计节前股指将维持震荡修复局势。

贵金属: 未来美联储利率路径的预期仍将持续受到干扰, 而目前地缘因素依然相对复杂。此外, 中国人民银行1月7日公布的黄金储备数据显示, 去年12月末黄金储备为7329万盎司, 较11月末的7296万盎司增加33万盎司。目前操作上贵金属仍建议以逢低买入为主。

核心观点

■ 市场分析

股指: 海外方面, 美国劳工统计局报告显示, 2024年12月, 美国非农就业人数增加25.6万人, 远超预期的16万人, 失业率下降0.1个百分点至4.1%, 平均时薪环比上涨0.3%。数据公布后, 市场预期美联储明年降息时点再度延后, 美股当日大跌, 三大指数周度收跌。宏观方面, 国务院副总理何立峰出席扩消费工作推进会指出, 要加力扩围实施消费品以旧换新。要加快推进内外贸一体化发展, 对重点企业要加大帮扶力度, 研究制定更有针对性举措。要着力推动服务消费高质量发展, 积极扩大服务业开放。本周国内主要指数震荡收跌, 上证指数跌1.34%收于3168.52点, 创业板指跌2.02%。行业指数跌多涨少, 综合、家用电器、有色电子、电子等少数几个行业收红, 商贸零售、煤炭、食品饮料、社会服务行业跌幅居前。海内外流动性同步收紧, 国内权益市场的消极情绪仍在释放中, 若无超预期的政策刺激, 预计节前股指将维持震荡修复局势。期货市场, 建议投资者配置期指对股市头寸进行对冲, 标的选择上, 03合约价格相对偏高, 适合作为相应的空头配置; 多头可选择02合约进行阶段性操作。

贵金属: 1月10日当周周五公布的2024年12月非农就业人数增加25.6万人, 大超预期的16万人。失业率降至4.1%, 平均时薪较去年11月份增长0.3%。数据公布后, 市场参与者预计美联储只会在2025年进行一次降息, 最早将在6月降息。而从美联储观察工具上看, 3月降息的概率不足5%。另一方面, 12月会议纪要显示, 尽管通胀可能在2024年继续放缓, 但特朗普政府即将出台的政策可能带来新的物价压力风险。与会官员预计, 通胀将逐步向2%的目标靠拢, 但近期高于预期的通胀数据以及贸易和移民政策潜在变化可能延长这一过程。一些官员担忧, 反通胀进程可能暂时停滞, 或受到风险影响。因此未来美联储利率路径的预期仍将持续受到干扰, 而目前地缘因素依然相对复杂。此

外，中国人民银行1月7日公布的黄金储备数据显示，去年12月末黄金储备为7329万盎司，较11月末的7296万盎司增加33万盎司。目前操作上贵金属仍建议以逢低买入为主。

■ 策略

股指：中性

贵金属：谨慎偏多 套利：暂缓

■ 风险

股指：若国内政策不及预期、地缘风险升级，股指有下行风险

贵金属：持续加息引发流动性风险 多头获利了结离场

目录

策略摘要	1
核心观点	1
股指：市场情绪回落，等待股指震荡修复	4
贵金属：中国央行再度增持黄金	7

图表

图 1: 融资情况 单位: 亿元	4
图 2: 股指走势 单位: %	4
图 3: 风格指数月度收益情况 (%)	5
图 4: 两市成交金额 单位: 亿元	5
图 5: 美债收益率 单位: %	7
图 6: 欧洲收益率 单位: %	7
图 7: TIPS 债券收益率 单位: %	7
图 8: BREAKEVEN INFLATION RATE 单位: %	7
图 9: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨	7
图 10: 白银 ETF 持仓量 单位: 吨	7
图 11: 黄金 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 12: 白银 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 13: TED SPREAD 单位: %	8
图 14: VIX 指数 单位: 点	8
图 15: 光伏行业价格指数 单位: 点	9
图 16: 光伏经理人指数 单位: 点	9
图 17: 上交所白银库存 单位: 吨	9
图 18: COMEX 白银库存 单位: 百万盎司	9
表 1: 股指逻辑与策略	6
表 2: 商品策略观点	9

股指：市场情绪回落，等待股指震荡修复

周内融资余额减少 126 亿元。

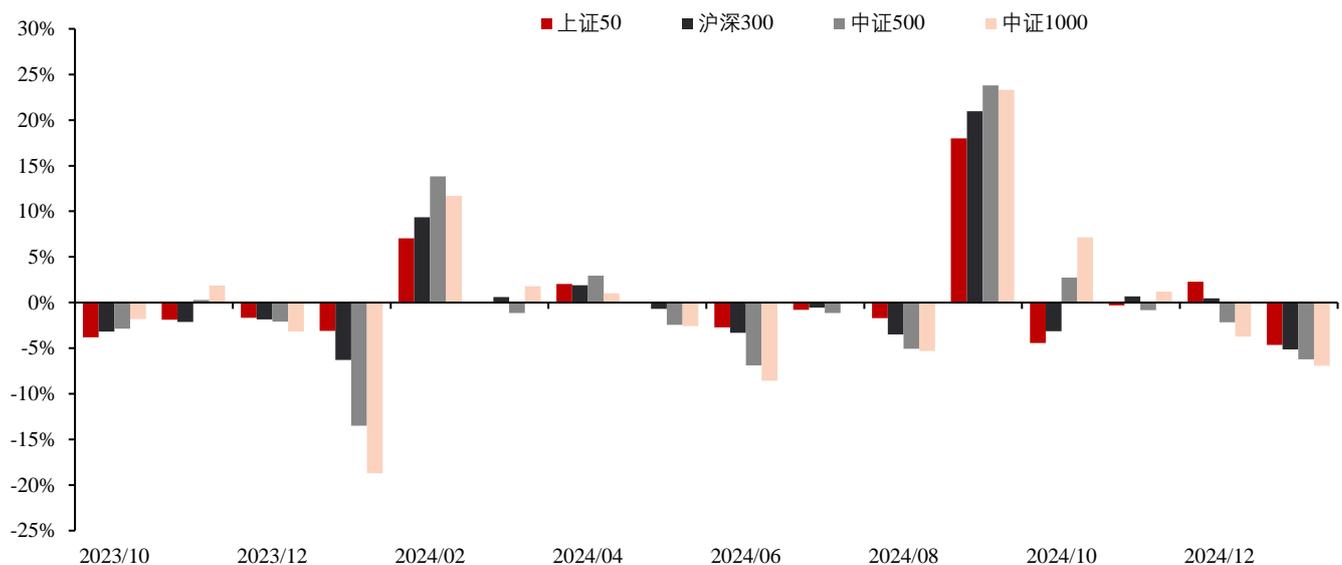
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截止 1 月 10 日，本月四大指数均收跌，中证 1000 指数跌幅最大 (-6.93%)。

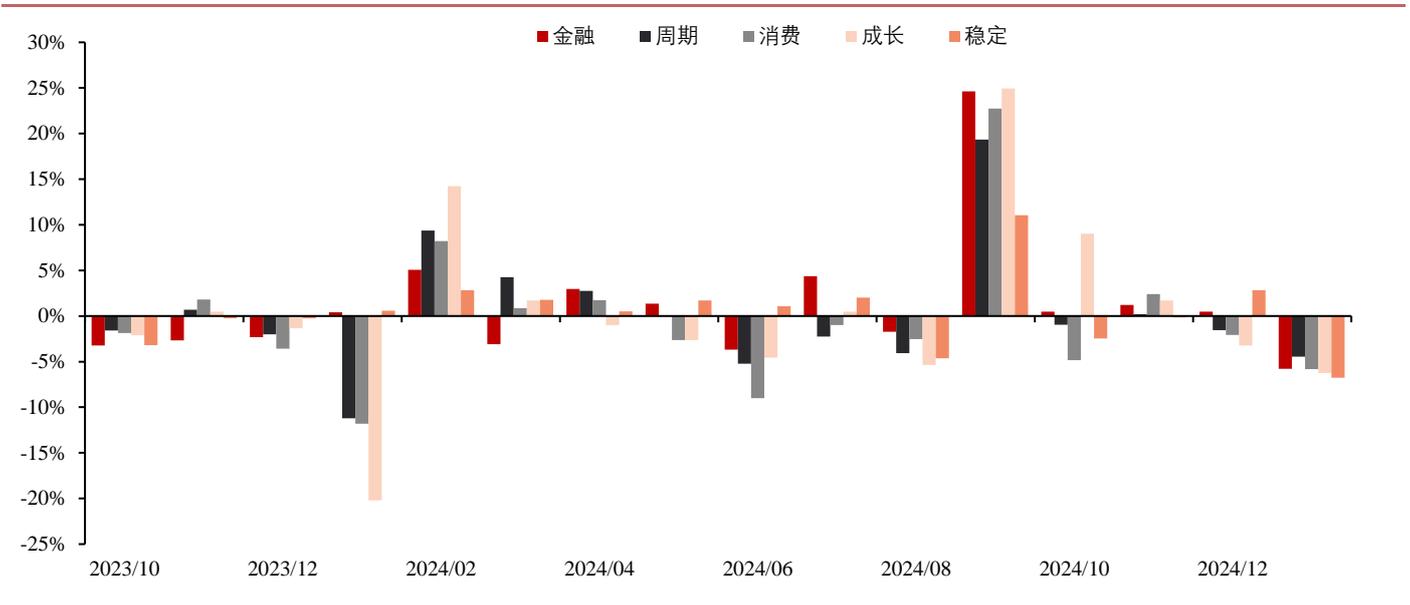
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截止 1 月 10 日，本月所有风格均下跌，稳定风格跌幅最大 (-6.76%)。

图3： 风格指数月度收益情况 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量回落。

图4： 两市成交金额 | 单位：亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

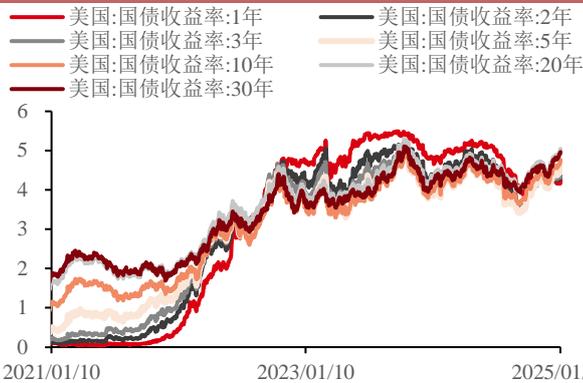
表1： 股指逻辑与策略

经济环境	中性	2024 年 12 月财新中国服务业 PMI 升至 52.2，较 11 月回升 0.7 个百分点，为 2024 年 6 月来最高。主要受制造业扩张速度放缓的拖累，2024 年 12 月财新中国综合 PMI 回落 0.9 个百分点至 51.4。
估值	向上	股指市盈率回落，市净率仍较低；股债性价比回升。
流动性	中性	本周央行开展了 309 亿元逆回购操作，因有 2909 亿元逆回购到期，全周净回笼 2600 亿元，为连续四周净回笼。
货币政策	向上	1 月 3 日至 4 日召开 2025 年中国人民银行工作会议，会议强调，综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，保持流动性充裕、金融总量稳定增长。
人民币走势	向下	国内降息预期强于或者接近美国，加上特朗普上台加征关税的风险，人民币汇率持续承压。
增量资金	向上	央行已开展第二次互换便利操作，操作金额 550 亿元，互换期限 1 年，可视情展期。
限售股解禁	中性	下周（1 月 13 日至 1 月 19 日）一共有 45 家公司 43.04 亿股限售股解禁，解禁市值为 319.95 亿元，环比增加 3.65 亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达 117.08 亿元，占全周比例的 36.59%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是翱捷科技-U、兰州银行、招标股份，解禁市值分别为 69.6 亿元、62.67 亿元、17.95 亿元。
市场情绪	向下	本周 A 股主要指数收跌，上证指数跌 1.34%，创业板指跌 2.02%。
基差	中性	截至 2025 年 1 月 10 日，IH 股指期货升水现货 0.75 点，IF 股指期货升水现货 0.12 点，IC 股指期货贴水现货 3.68 点，IM 股指期货贴水现货 14.52 点。
外围金融环境	中性	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。
中美地缘政治	中性	美方将腾讯控股、宁德时代、商汤科技、云从科技等 11 家中国实体列入出口管制“实体清单”。
总体评价	中性	海外方面，美国新增非农高于预期，市场预期美联储明年再度降息时点将延后，带动美股三大指数周度收跌。国内方面，政策将加力扩围实施消费品以旧换新，有望进一步提升内需潜力。海内外流动性同步收紧，国内权益市场的消极情绪仍在释放中，若无超预期的政策刺激，预计节前股指将维持震荡修复局势。期货市场，建议投资者配置期指对股市头寸进行对冲，标的选择上，03 合约价格相对偏高，适合作为相应的空头配置；多头可选择 02 合约进行阶段性操作。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

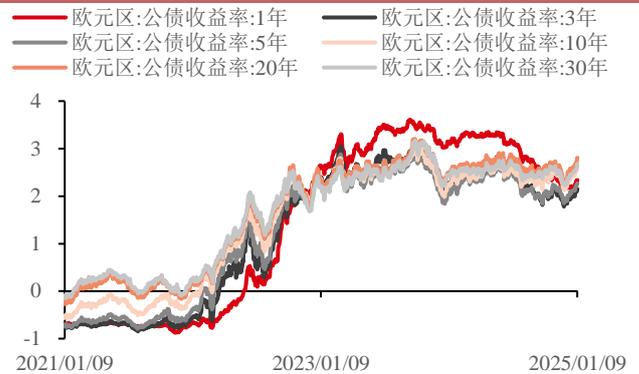
贵金属：中国央行再度增持黄金

图5： 美债收益率 | 单位：%



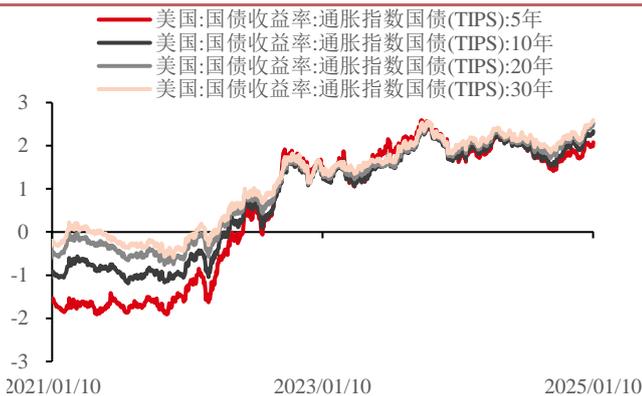
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



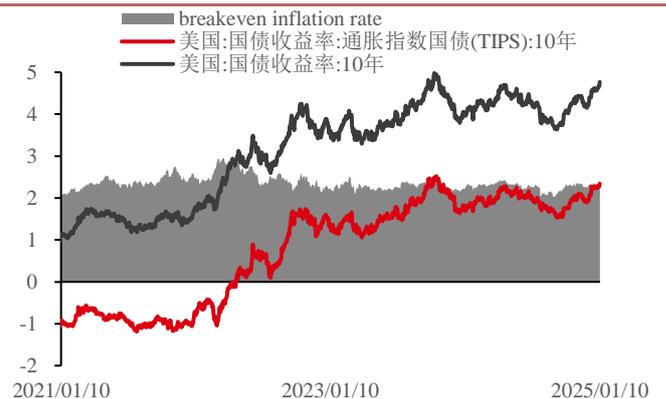
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金ETF持仓量 | 单位：吨

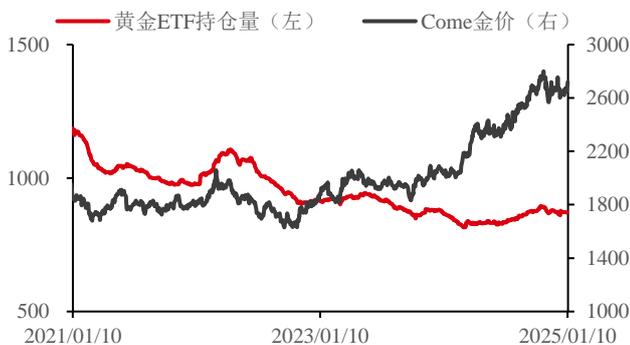
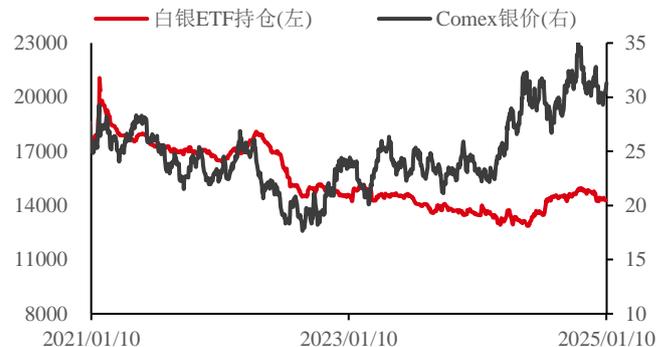
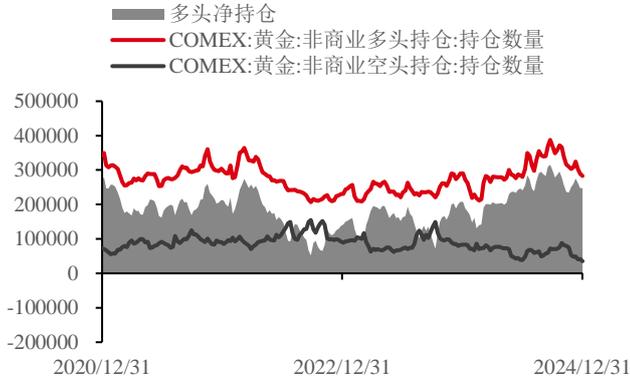


图10： 白银ETF持仓量 | 单位：吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

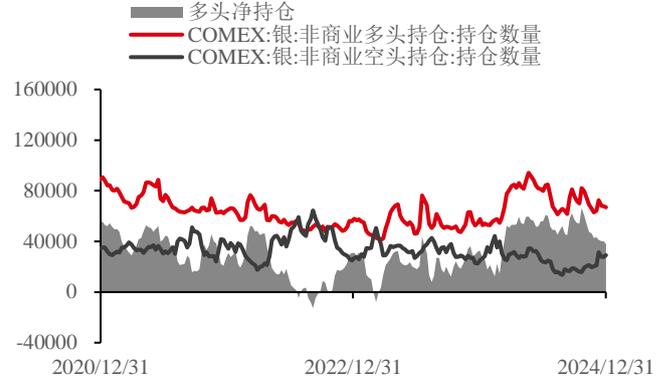
图11: 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

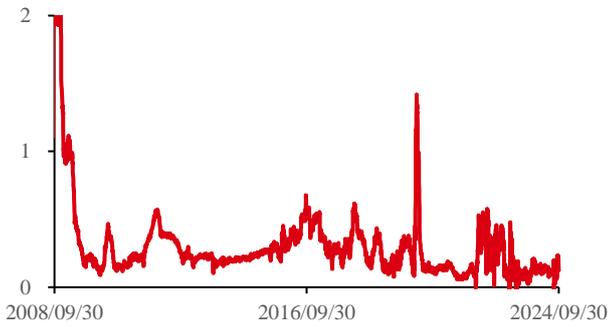
图12: 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: TED SPREAD | 单位: %

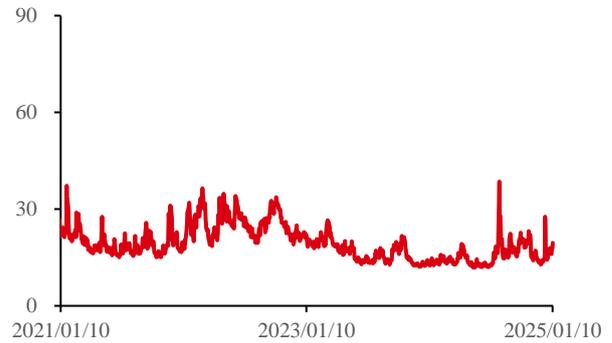
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源: Wind 华泰期货研究院

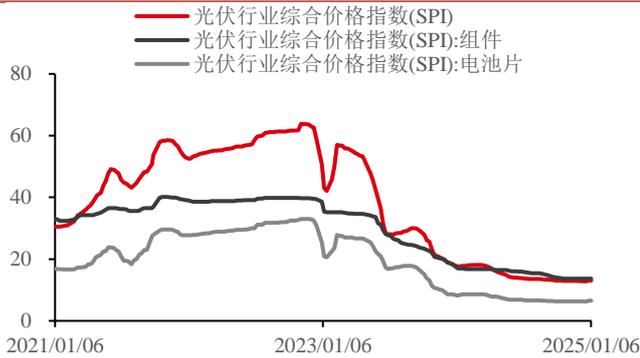
图14: VIX 指数 | 单位: 点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



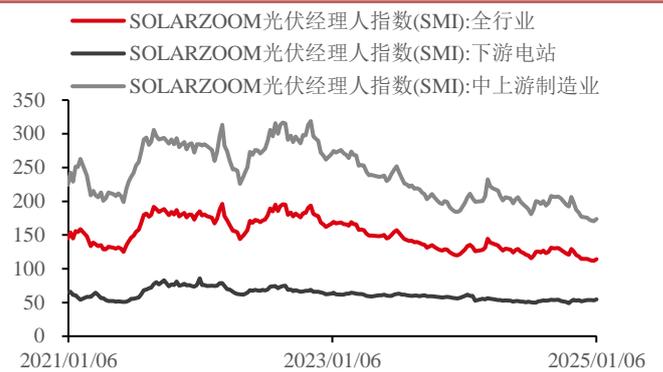
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图15： 光伏行业价格指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16： 光伏经理人指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 上交所白银库存 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18： COMEX 白银库存 | 单位：百万盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2： 商品策略观点

因素	价格	逻辑观点
利率	中性	1月10日当周，1年期美债收益率收于4.250%，较此前一周上涨7个基点。10年期美债收益率较上周上涨17个基点至4.66%，10年期与2年期美债收益率差为0.37%，较上一周上涨5个基点。周内公布的非农数据增加25.6万人，大超预期的16万人。失业率降至4.1%，平均时薪较去年11月份增长0.3%。数据公布后，市场参与者预计美联储只会在2025年进行一次降息，最早将在6月降息。不过黄金价格受此影响不大，甚至仍然维持偏强格局，主要原因是目前名义利率大概率仍将会有所下行，待今年2季度后，若存在相对激烈的对于是否应当中断降息甚至加息的争论，则对贵金属的负面影响将会较大。
通胀	向上	1月10日当周，Breakeven inflation rate（通常用于反映市场对于通货膨胀之预期）较前一周上涨9个基点至2.43%。12月会议纪要显示，尽管通胀可能在2024年继续放缓，但特朗普政府即将出台的政策可能带来新的物价压力风险。与会官员预计，通胀将逐步向2%的目标靠拢，但近期高于预期的通胀数据以及贸易和移民政策潜在变化可能延长这一过程。一些官员担忧，反通胀进程可能暂时停滞，或受到风险影响。不过近期原油价格走高对于通胀预期预计将会有较大的提振。

汇率	中性	1月10日当周，美元指数上涨0.67%至109.64。目前美联储所变现出的货币政策宽松化的预期相较于其他非美地区似乎并不十分坚决，这使得美元于近期走势相对偏强，从而对贵金属产生一定抑制，不过这样的情况也随时会因货币政策预期的转变而发生变化，并且近期美元与贵金属的负相关性也有所减弱。
避险	向上	1月10日当周，市场此前预计中东局势或许有缓解的可能性，实则仍然复杂多变。而俄乌战争则有愈演愈烈之趋势、同时朝鲜半岛以及中东局势均未有趋向和平解决的迹象，而特朗普就任后的政策也令市场充满担忧，因此目前避险需求影响或相对有利。
ETF持仓	中性	在贵金属ETF方面，1月10日当周（目前最新）黄金SPDR ETF上涨5.74吨至876.82吨，而白银SLV ETF持仓出现68.0吨的下降至14,307.32吨。中国人民银行1月7日公布的黄金储备数据显示，去年12月末黄金储备为7329万盎司，较11月末的7296万盎司增加33万盎司。
金银比价	短多长空	由于与黄金相比，白银的工业属性相对偏强，故此在工业品表现相对较强的情况下，金银比价通常会呈现走低态势。同时当下避险需求对于黄金买兴的提振较为明显，因此预计短时间内白银价格或将暂时弱于黄金。但就长期而言，由于白银基本面十分良好，因此金银比价在长周期视野下预计将会出现较为明显的回落。
观点	谨慎偏多	未来美联储利率路径的预期仍将持续受到干扰，而目前地缘因素依然相对复杂。此外，中国人民银行1月7日公布的黄金储备数据显示，去年12月末黄金储备为7329万盎司，较11月末的7296万盎司增加33万盎司。目前操作上贵金属仍建议以逢低买入为主。

资料来源：华泰期货研究院

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