



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: F3063489

投资咨询号: Z0014617

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: 为了应对未来外围环境的不确定性, 国内政策在短期内呈现收紧态势, 旨在预留更多的政策空间。临近春节, 市场资金表现出谨慎态度, 预计1月的盘面将经历一段时间的震荡整理再修复。期货市场上, 基于价差及流动性的综合考虑, 建议选择03合约进行风险对冲的空头配置; 多头投机可选择下月02合约进行配置。

贵金属: Au2502合约波动区间预计在615元/克至636元/克, Ag2502合约波动区间或在7,350元/千克至7,980元/千克, 不过操作上仍建议依托区间下沿附近逢低买入为套保为主。

核心观点

■ 市场分析

股指: 1月进入政策“空窗期”, 主要关注前期政策落地效果。当前经济数据已经反映了政策的一定有效性, 地产销售和消费数据呈现结构性改善, 但整体经济扭转仍需时间。海外方面, 美国新总统将正式任职, 预计随着特朗普上台, 国内将加强对科技创新发展的紧迫性, 带动相关板块回温。同时由于新总统政策预期带来的“再通胀”风险, 美联储2025年降息空间相对有限, 海外流动性宽松预期缩减。盈利方面, 四大指数的净利润同比增速走势分化, 预计上证50、沪深300指数的盈利修复延续, 中证500、中证1000指数的净利润将回落。资金方面, 近期全球基金资金的持续撤离导致亚太市场经历了剧烈波动。与此同时, 国内机构在年末也进行了季节性仓位调整, 普遍降低了持仓水平。但个人杠杆资金和产业资本依然在为市场提供流动性支持, 预计春节后国内公募基金仓位将逐步回升, 同时大资金也将发挥托举作用。在经济回暖的大背景下, 市场有望迎来修复性行情。

贵金属: 总体而言, 目前主要经济体央行大多处于货币政策转宽松的过程中, 因此这样的环境对于贵金属的定价整体仍有利, 不过由于美联储对待降息的态度并不如欧元区那般坚决, 因此使得美元在短时期内呈现偏强态势, 这或许在一定程度上抑制了贵金属的走势, 不过地缘因素则同样为金价加持, 因此预计1月间贵金属价格或仍维持震荡偏强格局, Au2502合约波动区间预计在615元/克至636元/克, Ag2502合约波动区间或在7,350元/千克至7,980元/千克, 不过操作上仍建议依托区间下沿附近逢低买入为套保为主。

■ 策略

股指: 单边: 多IH2502、IM2502

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，等待节后修复性行情	4
贵金属：地缘因素仍然提振金价	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，等待节后修复性行情

周内融资余额减少 369 亿元。

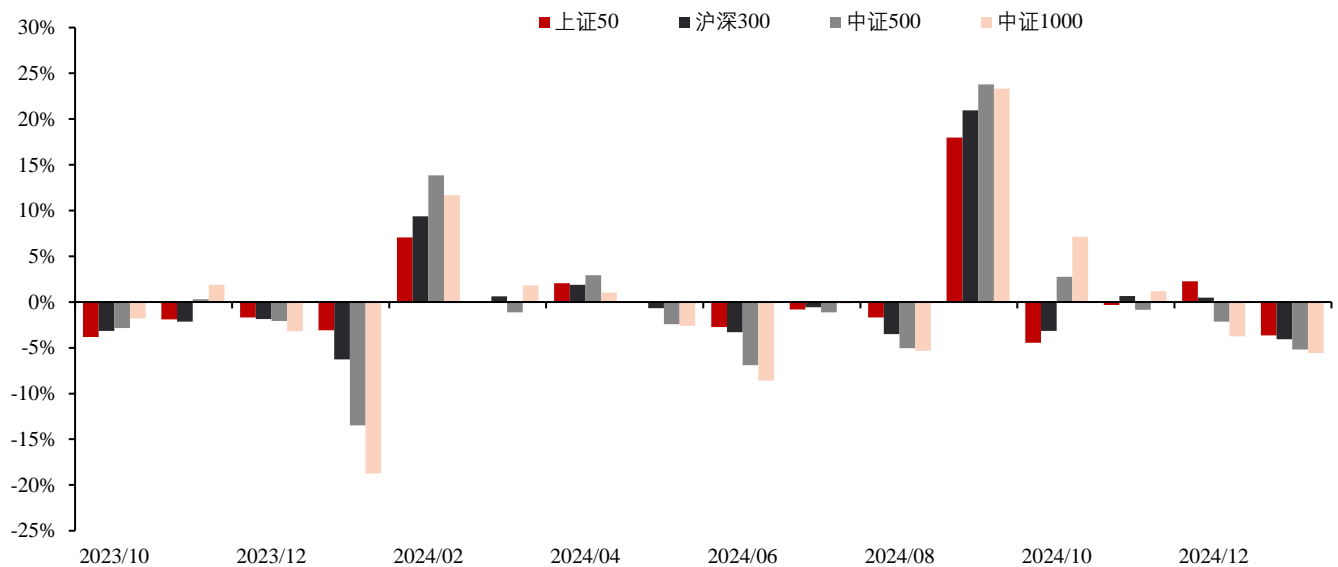
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截止 1 月 3 日，本月四大指数均收跌，中证 1000 (-5.58%)、中证 500 (-5.20%) 指数跌幅最大。

图2： 股指走势 | 单位：%

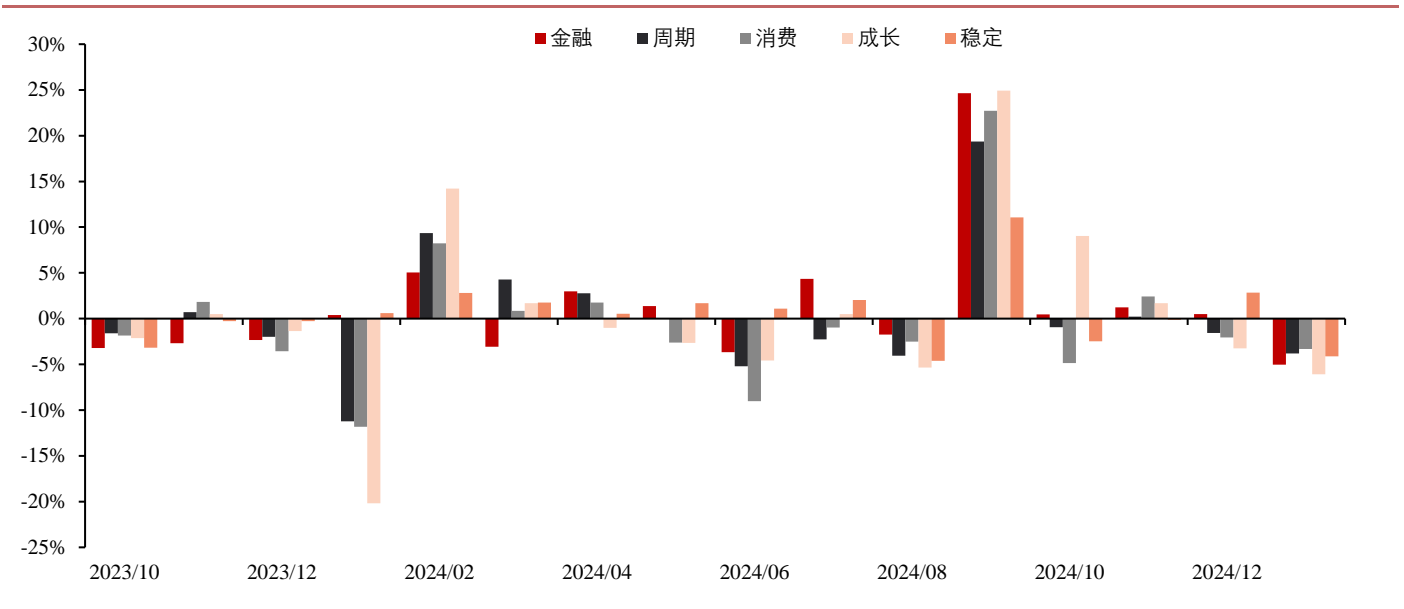


数据来源：Wind 华泰期货研究院

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

截止 1 月 3 日，本月所有风格均下跌，成长风格跌幅最大（-6.09%）。

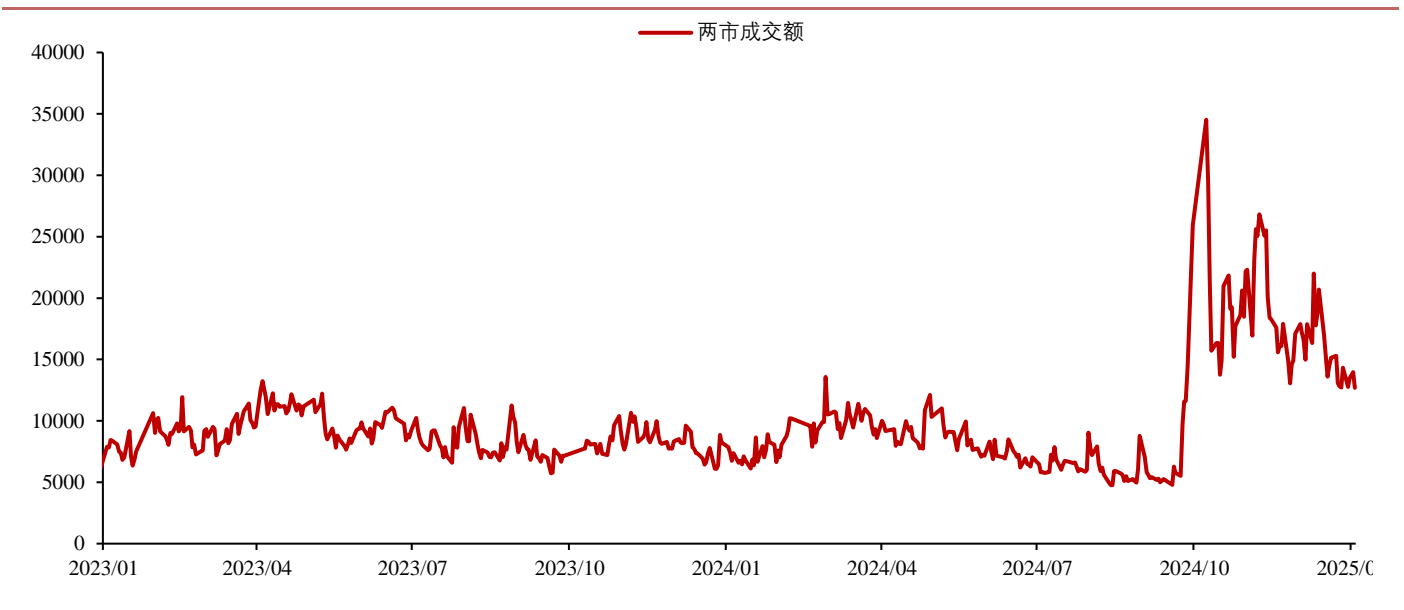
图3： 风格指数月度收益情况（%）



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

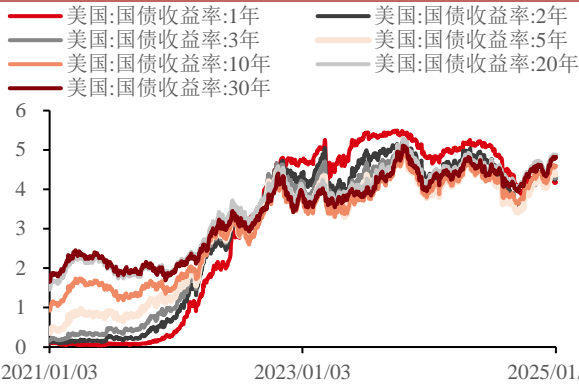
表1： 股指逻辑与策略

经济环境	中性	12 月份，官方制造业 PMI 为 50.1，环比下降 0.2 个百分点；12 月官方非制造业 PMI 和综合 PMI 均为 52.2，分别环比上升 2.2 和 1.4 个百分点。三大指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平延续回升向好态势。
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	本周央行逆回购投放 2909 亿元，逆回购到期 5801 亿元，净回笼 3442 亿元。2024 年 12 月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为 3000 亿元。2024 年 12 月人民银行开展了 14000 亿元买断式逆回购操作。
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	证监会宣布扩大互换便利参与机构范围至 40 家。并表示，截至目前首批操作 500 亿元已全部落地，实际投放超过 90%。央行公告，将于近期开展第二次互换便利操作，互换期限 1 年，可视情展期。
限售股解禁	中性	下周（1 月 6 日至 1 月 12 日）一共有 45 家公司 20.23 亿股限售股解禁，解禁市值为 335.55 亿元，环比增加 5.63 亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达 222.59 亿元，占全周比例的 66.34%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是中国移动、迪哲医药-U、陆家嘴，解禁市值分别为 164.44 亿元、22.98 亿元、20.98 亿元。
市场情绪	向下	本周 A 股主要指数收跌，上证指数跌 5.55%，创业板指跌 8.57%。
基差	中性	截至 2025 年 1 月 3 日，IH 股指期货升水现货 2.47 点，IF 股指期货升水现货 6.44 点，IC 股指期货升水现货 1.00 点，IM 股指期货贴水现货 0.21 点。
外围金融环境	中性	美国经济数据有所分化，但综合来看美国经济仍具备较强韧性，2025 年全年流动性宽松预期有所收紧，或导致风险资产的波动加大。
中美地缘政治	中性	1 月 2 日，中国对美进行，商务部将 28 家美国实体列入出口管制名单。
总体评价	中性	海外方面，美国新总统上台将增加一定的不确定性，加之美联储到 2025 年的降息余地有限，海外流动性宽松预期有所缩减。为了应对未来外围环境的不确定性，国内政策在短期内呈现收紧态势，旨在预留更多的政策空间。临近春节，市场资金表现出谨慎态度，预计 1 月的盘面将经历一段时间的震荡整理再修复。期货市场上，基于价差及流动性的综合考虑，建议选择 03 合约进行风险对冲的空头配置；多头投机可选择下月 02 合约进行配置。

资料来源：iFind 华泰期货研究院

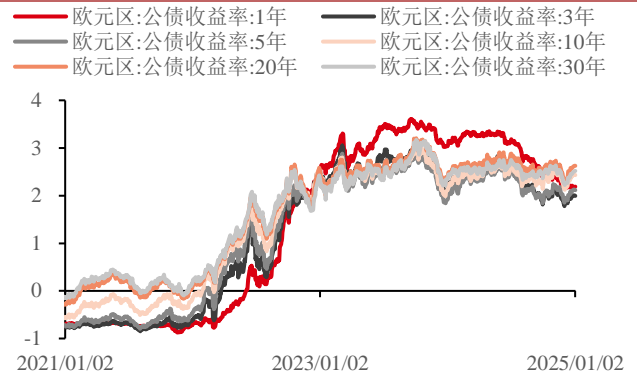
贵金属：地缘因素仍然提振金价

图5： 美债收益率 | 单位：%



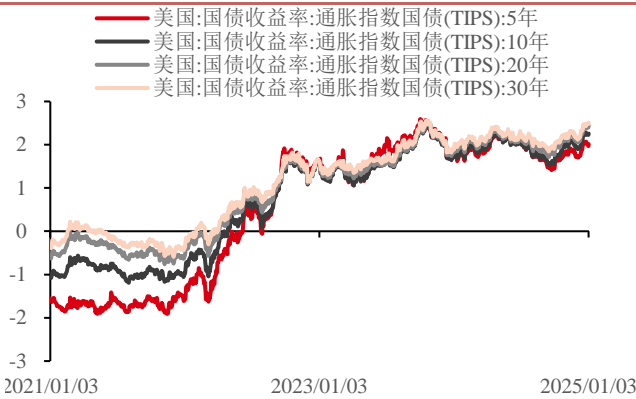
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



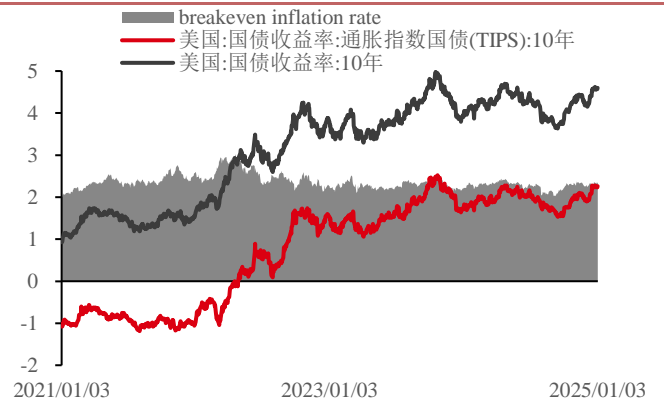
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

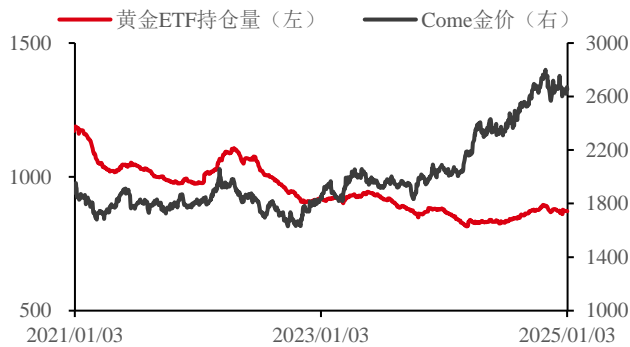
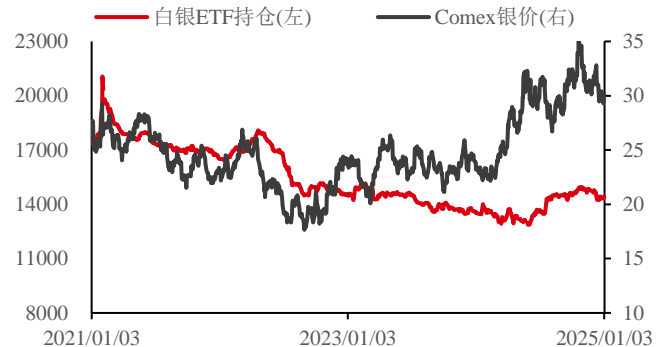
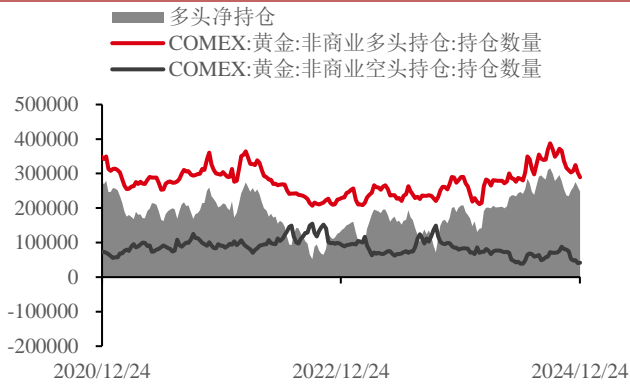


图10： 白银ETF持仓量 | 单位：吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

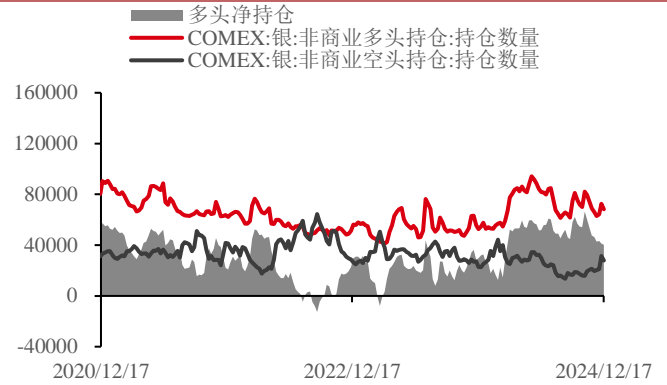
图11: 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

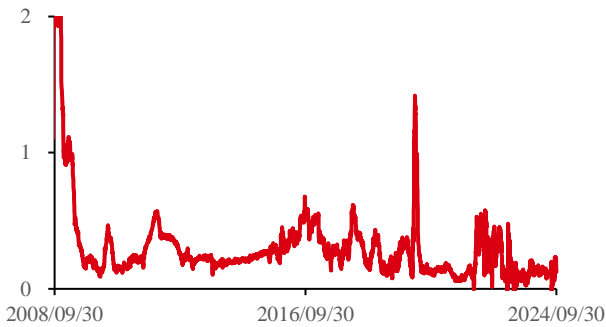
图12: 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位: 张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: TED SPREAD | 单位: %

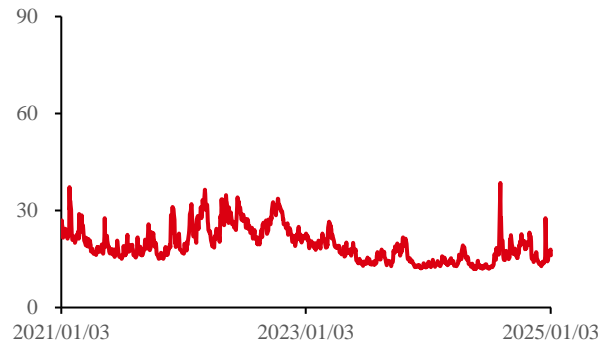
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源: Wind 华泰期货研究院

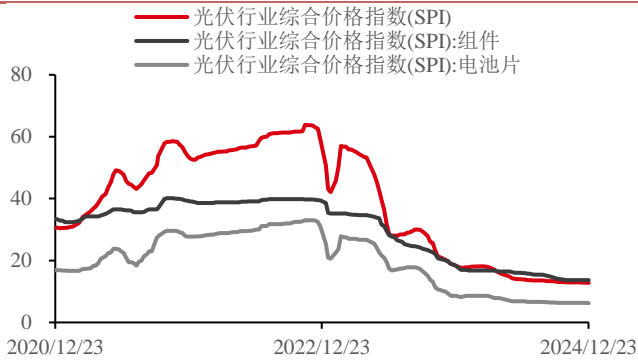
图14: VIX 指数 | 单位: 点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



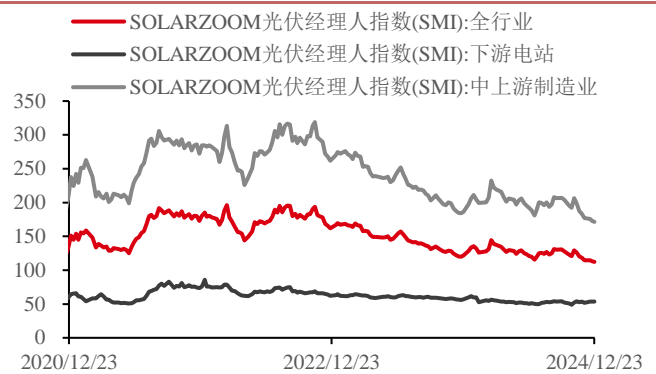
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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



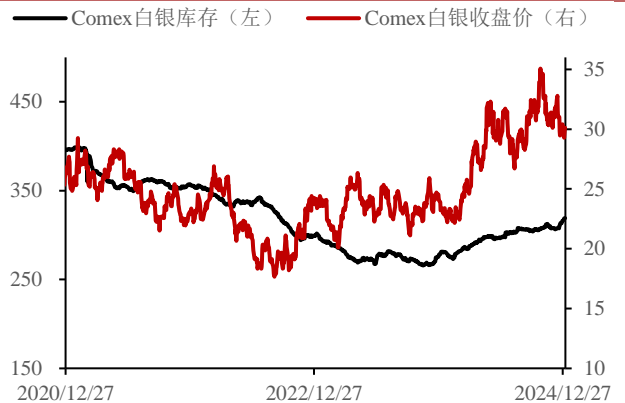
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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	利率方面，12 月间，美联储再度降息 25 个基点，将基准利率调整至 4.25% 至 4.50%，并且从点阵图中显示 2025 年降息次数从 4 次下降至 2 次，故市场对此的解读是相对“鹰派”的降息，但月内 10 年期美债收益率却出现了 40 个基点的上涨至 4.55%，1 年期美债收益率下降 14 个基点至 4.16%，长短端美债利差有所修复，但收益率曲线同样有着从“牛陡至熊陡”变化的趋势。同时其他非美地区央行（如欧元区央行）则是表达出了更为坚定的调降利率的态度。不过全球范围内货币政策趋于宽松总体对贵金属仍然偏有利。
通胀	向上	2024 年 12 月间，反映通胀预期的 breakeven inflation rate 上涨 8 个基点至 2.34%，月内公布的 11 月美国个人消费支出(PCE)价格指数环比上涨 0.1%，同比增长 2.4%，均低于市场预期，显示通胀形势好于预期。但不可否认的是，目前美国诸如金融服务业等成本或许相对较难下降，因此虽然数据显示通胀情况相对稳定，但也不排除在商品价格若出现走高的情况下（如近期的原油价格），美国方面仍然面临在通胀的情况，而这将会使得美联储的货币政策更加“如履薄冰”。

汇率	中性	2024 年 12 月间，美元呈现出 2.56% 的上涨至 108.48，并且目前仍然维持偏强格局，这主要是由于除美联储之外的其他非美地区央行相较于美联储，多数表现出了更为明确的调降利率水平的态度，10 年期欧美利差（美-欧）于月内走高 11 个基点至 2.1027%，短小时内美元或仍维持相对偏强格局。
避险	向上	VIX 指数于 12 月仍然呈现走高的情况，反映出市场对于地缘风险的计价明显加大，但同时反映流动性风险的 SOFR 与 OIS 利差暂时没有十分明显的变化，显示出海外流动性的风险计价暂时没有明显飙升，不过需要持续观察 ON RRP 账户余额，谨防流动性风险的发生。
ETF 持仓	中性	1 月 3 日当周，黄金 SPDR ETF 下降 1.44 吨至 871.08 吨，而白银 SLV ETF 持仓出现 51.76 吨的上涨至 14,375.32 吨。此外，12 月 7 日，中国央行数据显示，中国 11 月末外汇储备 32658.6 亿美元，前值 32610.5 亿美元。中国 11 月末黄金储备 7296 万盎司，10 月末为 7280 万盎司，此前央行连续六个月暂停增持黄金。
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	总体而言，目前主要经济体央行大多处于货币政策转宽松的过程中，因此这样的环境对于贵金属的定价整体仍有利，不过由于美联储对待降息的态度并不如欧元区那般坚决，因此使得美元在短小时内呈现偏强态势，这或许在一定程度上抑制了贵金属的走势，不过地缘因素则同样为金价加持，因此预计 1 月间贵金属价格或仍维持震荡偏强格局，Au2502 合约波动区间预计在 615 元/克至 636 元/克，Ag2502 合约波动区间或在 7,350 元/千克至 7,980 元/千克，不过操作上仍建议依托区间下沿附近逢低买入为套保为主。

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