

研报精选

2025年1月12日 第204期

宏观专栏

核心通胀改善，但持续性仍待政策加力——2024年12月物价数据点评

2024年12月CPI同比略有回落，PPI降幅有所收窄。报告认为，CPI主要受食品因素拖累，核心CPI已经连续三个月触底回升，初显复苏迹象。PPI方面，能源化工价格受季节性需求上升影响，房地产和基建逐渐停工压制黑色金属与建材价格。

美国债务上限的解决路径与资产含义

报告认为，当前美国两党对债务上限博弈的焦点更多是财政资源如何分配，而不是对赤字进行紧约束。市场流动性将受到博弈的影响，或表现出“先稳后紧”的态势。

专题聚焦

从IT到AI：科技革命的生产力潜力

报告利用文献引用关系构建人类知识网络，分析了通用目的技术的跨学科扩散过程，并参照上一轮信息通信（IT）革命，建模估算了本轮人工智能（AI）对劳动生产率的提升作用。

利率下行期的股市表现

报告认为，理论上利率下行对股市有利，但实际情况往往叠加其他因素尤其是经济环境的综合影响。A股在当前阶段虽有波折，但全年机会有望较2024年进一步提升。

宏观专栏

核心通胀改善，但持续性仍待政策加力——2024年12月物价数据点评

12月CPI同比略有回落，PPI降幅有所收窄。CPI主要受食品因素拖累，核心CPI已经连续三个月触底回升，初显复苏迹象。PPI方面，能源化工价格受季节性需求上升影响，房地产和基建逐渐停工压制黑色价格，建材行业虽有产能置换但提振幅度较小，同时中下游制造业价格下跌反映需求不足。2025年CPI和PPI同比的翘尾因素相较2024年都下降了0.2ppt，今年通胀中枢主要取决于广义财政对内需的提振程度，而“综合整治内卷式竞争”对通胀的贡献可能有限。

12月CPI同比从0.2%小幅回落至0.1%，与我们预测一致，但核心CPI连续三个月回升，从上月的0.3%进一步回升至0.4%。

► 食品方面，由于天气条件转好利于农产品运输叠加猪肉供给充足，带动食品同比从1.0%进一步下滑至-0.5%。12月天气条件转好，利于农产品生产和运输，鲜菜、鲜果价格环比分别从-3.0%和-13.2%收窄至-2.4%和-1.0%；猪肉需求端消费信心不足，供给端受前期压栏惜售、二次育肥等因素影响带动猪肉价格环比从-3.4%收窄至-2.1%。

► 工业消费品方面，能源价格12月呈现震荡态势，核心消费品受以旧换新政策影响有所提振。原油消费预期较差压制油价，但供暖季燃气需求上升，能源价格环比从-3.8%收窄至-1.7%。核心工业消费品CPI与11月持平于0%，受耐用品以旧换新影响，家用器具分项环比从11月的-0.9%回升至0.4%。受新品上市影响，通信工具价格环比由11月的1.1%上涨至3.0%，同比与上月持平于0.7%，但这一现象在过去两年年底均有所体现。

► 服务CPI同比由0.4%回升至0.5%，核心CPI连续三个月回升至0.4%。临近元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，飞机票价格由11月环比-8.6%转为4.6%，旅游环比由-5.4%转正为0.1%。家庭服务、房租等均涨超季节性。

12月PPI同比从-2.5%收窄至-2.3%，低于我们预测的-2.2%，环比由11月

的0.1%转为-0.1%。环比下滑的子品类由11个增加至13个。其中生产资料价格环比由0.1%下降至0%，生活资料价格环比由0%下降至-0.1%。

► 能化方面，燃气和电力季节性需求上升。国内石油、天然气开采价格由-0.4%转正为0.1%。燃气、电力需求季节性增加，燃气生产和供应业价格环比由0.7%进一步上涨至1.2%，电力热力生产和供应业价格环比由0.3%进一步上涨至0.9%。电厂备煤较为充足叠加煤炭新增需求有限，煤炭开采和洗选业价格环比由-0.4%进一步下降至-1.9%。

► 黑色金属和建材方面，受房地产和基建陆续停工影响价格有所回落。黑色金属冶炼和压延加工业价格由0.2%转为下降0.6%。水泥玻璃行业产能置换逐步推进，非金属矿物制品业价格环比由1.2%下滑至0.6%。

► 有色方面，鹰派降息压制铜价，亏损压力下电解铝供给或出现收缩提振铝价，有色金属冶炼及压延加工业价格环比由1.2%下降至0。

► 制造业方面，汽车制造业环比下滑但新能源车价格略有改善。汽车制造业价格环比由-0.01%走阔至-0.03%，但其中新能源车整车制造价格环比上涨0.7%。

2024年CPI和PPI同比分别为0.2%和-2.2%，相较2023年均有所回升但仍低于预期，背后仍是内需不足的问题。虽然四季度伴随着宏观政策加力，核心CPI呈现出边际改善的态势，但其持续性仍需观察外生政策的力度。往前看，2024年留给2025年CPI和PPI同比的翘尾因素在-0.5ppt和-1.2ppt，相较于2023年留给2024年的-0.3ppt和-1.0ppt，CPI翘尾贡献下降了0.2ppt，PPI翘尾贡献也下降了0.2ppt。中央经济工作会议上明确提出“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”，能否实现“物价合理回升”主要取决于广义财政对内需的提振，而“综合整治内卷式竞争”对通胀贡献可能有限。

以上观点来自：2025年1月9日中金公司研究部已发布的《核心通胀改善，但持续性仍待政策加力——2024年12月物价数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美国债务上限的解决路径与资产含义

截至2025年1月1日，美国暂停债务上限的时限到期，财长耶伦在给国会的信中称，财政部可能在1月14日动用“非常措施”（extraordinary measure）维持运转¹。虽然从历史经验来看，债务上限更多是美国国会两党博弈的手段，而并不是一个真正意义上能够限制债务增长的工具，但债务上限引发的美债发行和流动性波动，仍会对资产产生影响。我们预计，关于上限的两党博弈可能要拖到5月或6月才能真正达成妥协，期间美债发行量将受到限制，反而有助于通过财政存款下降带来流动性投放，缓解近期流动性趋紧的问题。在上限问题解决后，美债的供给冲击将可能助推长债利率在下半年走高。

债务上限：有惊无险的拉锯战

债务上限并没有起到限制美债规模的作用。仅2010年以来，美债上限从12.4万亿美元被抬升9次，中间还出现了7段债务上限被暂停的时期。截至2024年12月底，联邦债务已达到36.2万亿美元（即理论上当前的债务上限），且据CBO估计，债务规模还可能以每年约1.9万亿美元的速度增加，抬升或继续暂停债务上限的需求是较为迫切。我们在多篇报告中指出²，当前两党在通过大财政和产业政策解决贫富差距与刺激产业回流问题上存在共识，**债务上限博弈的焦点更多是财政资源如何分配，而不是对赤字进行紧约束。**

一般来说，为了维持联邦政府正常运行，财政将采取“非常措施”筹措资金³。通过不同账户间资金的腾挪，财政部可以在不增加债务总规模的情况下继续融资，但融资总量会受到限制。例如，在2023年1月触及上限后，财长耶伦在当年1月19日宣布采取“非常措施”，财政部在2023年1-5月依然实现了3623亿美元的净融资（其中长债663亿，短债2960亿）。但规模显然未能满足融资需

¹ <https://www.dw.com/en/yellen-extraordinary-measures-to-avoid-us-debt-default/a-71174399>

² 见《[CBO上调赤字率，美国财政再发力](#)》《[特朗普+贝森特：财政难紧缩](#)》《[美债季报：快修复支撑高利率](#)》

³ 包括暂停发行州和地方政府系列（SLGS）证券，赎回某些政府基金的现有投资并暂停新的投资（例如公务员退休和残疾基金和邮政服务退休人员健康福利基金）等，详见 <https://bipartisanpolicy.org/report/extraordinary-measures-simplified-explainer/>

求，同时段美国联邦赤字规模为7438亿美元，TGA账户减少了3613亿美元。在2023年财政责任法案达成前夕，财政存款仅剩485亿美元，已不足以支付2023年6月的财政赤字（888亿美元），“财政悬崖”迫在眼前，但最终有惊无险。

从当前情况来看，两党的拉锯战可能持续至今年二季度，届时可能迎来财政面临技术性违约的X-date⁴。简单来说，“非常措施”可支撑的时长，与财政存款的覆盖率以及预期赤字率这两个变量相关。至2024年12月底，TGA存量达到7350亿美元，对赤字的覆盖比例与2023年1月接近（35%左右）。CBO估算，未来一年债务增量/GDP约在6.5%。根据这两个指标，我们预计“非常措施”大致可支撑3.3-5.4个月，也就是说，两党可能在今年5-6月达成新的美债上限解决方案。众议员Tom Tiffany表示，共和党正计划通过预算调和程序（budget reconciliation）⁵将债务上限调升1.5万亿美元，并削减2.5万亿美元的财政支出⁶。鉴于每年动用预算调和程序的次数有限⁷，而特朗普团队还希望推动延长TCJA等减税政策，最终的法案可能是一个抬高上限、减支、减税的集合体，并大概率伴随国会两党长达数月的博弈。2010年以来债务上限提前解决的先例较少，即使是在特朗普第一任期前两年，共和党控制两院的情况下，2017年9月的债务上限问题也拖到了TGA几乎耗尽才得到解决。

上限影响：流动性先稳后紧

美债上限从博弈到解决的过程将造成TGA账户的大落大起，进而扰动市场流动性。开启“非常措施”后，美债发行量明显缩减，政府动用财政存款支付政府运转及利息支出，资金从TGA流入银行准备金账户，释放狭义流动性，特别是在2-3月，财政赤字季节性偏高，我们预计流动性释放的影响将较为明显，这将缓解过去几个月流动性趋紧的问题。事实上，2023年1月“非常措施”的开启便扭转了从2022年初开始的流动性收缩的趋势。当然需要提示的是，短债

⁴ 指“非常措施”能够维持财政偿债的最终期限，X-date之后美债将面临真正的技术性违约

⁵ 该程序仅需简单多数通过即可，并可绕过参议院的冗长辩论（filibuster）。

⁶ <https://news.bgov.com/bloomberg-government-news/republicans-plan-to-tie-debt-limit-to-trillions-in-spending-cuts>

⁷ 法定每年在支出、收入和债务上限各有一次机会，但一般很少动用多次，2017年特朗普曾动用两次。

发行减少所造成的短久期资产荒，可能促使货币市场基金增加隔夜逆回购的用量，回收一部分的流动性；此外，持续缩表也会带来流动性压力。基于此，我们判断当下至**X-date**之前，准备金规模将逐步稳定在3.2万亿美元附近。

在**X-date**之后，财政部必须还清“非常措施”期间挪用的资金并补充TGA账户，财政往往会选择大量发债补足现金缺口（由于短债发行较为灵活，顺序上为先短债、后长债）。但与2023年不一样的是，由于当下隔夜逆回购几乎耗尽（最新存量2319亿美元），我们估计将不太可能出现当时货币市场基金减持逆回购释放流动性的情况，也就是说TGA的增量将基本完全体现在准备金的下滑上，叠加如果届时缩表仍未结束，流动性可能在**X-date**之后出现明显紧缩。例如，如果TGA在今年6-7月增加和2023年同期一样的规模（5013亿美元），我们估计狭义流动性（银行准备金）届时可能跌至2.8万亿美元以下，将低于美联储理事沃勒所说的充裕准备金下限（名义GDP的10%）⁸，增加发生金融风险的可能性。

美债方面，由于违约风险对短债的威胁来得更快，因此在**X-date**前，短债利率有较大幅度抬升的风险，而长债的表现无明显规律。以2023年5月底的**X-date**为例，1月期短债在5月17日为5.5%，5月26日升至6.02%，并在债务上限暂停后的6月1日迅速降至5.3%（当时联邦基金利率为5.06%）。长端的10年期美债利率变化幅度相对较小，从3.57%升至3.8%，上限法案通过后降至3.61%。长债利率上行的风险主要发生在**X-date**后，由于财政部需要在**X-date**后“补发”美债，发行量激增叠加近期长债需求持续疲软（详见《[美债季报：快修复支撑高利率](#)》），将推升长债期限溢价。我们判断，经济周期重启和通胀同比在下半年趋势抬升，可能支撑利率在下半年再次走高。因此，我们预计10年期利率前低后高，可能在二季度跌至4.2%，并于下半年重新升至4.6%以上。

近期美股正受到流动性趋紧的压制，已经回吐了部分受降息和Trump2.0所支撑的涨幅。如果准备金在5月/6月**X-date**之前保持在3.2万亿美元附近，将有助于缓解估值下修的压力，配合经济周期重启对EPS的推动，我们预计美股在今

⁸ <https://www.brookings.edu/articles/how-will-the-federal-reserve-decide-when-to-end-quantitative-tightening/>

年上半年仍能保持平稳上涨趋势，特别是受益于名义周期上行的可选消费、金融、工业、原材料、SaaS服务、媒体娱乐等顺周期板块。但X-date后，流动性紧缩恐压制美股尤其是长久期的科技成长在下半年的表现。



以上观点来自：2025年1月8日中金公司研究部已发布的《美国债务上限的解决路径与资产含义》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

从IT到AI：科技革命的生产力潜力——基于人类知识网络中的跨领域技术扩散

作为科技革命的源动力，通用目的技术需要通过技术扩散来增强影响力，才能推动生产力进步。本文利用文献引用关系构建人类知识网络，映射现实世界中的创新活动，分析通用目的技术的跨学科扩散过程，并参照上一轮信息通信（IT）革命中技术前沿国的经验，建模估算了本轮人工智能（AI）对劳动生产率的提升作用。模型显示，AI文献的“规模增长”及“融合深化”是技术扩散的关键特征，共同推动全领域的创新活动更为活跃，进而促进劳动生产率加速提升；基于AI技术扩散不及、等同或超越IT的三种情境假设，我们预计本轮AI有望在未来十年内推动劳动生产率的年均增速提高1.3~3.7个百分点。基于“通用目的技术-跨领域扩散-生产力进步”的传导机制，推动通用目的技术快速高效地转化为社会生产力可从三方面出发：维持学科内的高创新活力、提升其他学科与AI的融合水平、加速科技成果转化与推广。

► 历次科技革命后的生产率提升姗姗来迟，如何理解这种“索洛生产率悖论”？通用目的技术是科技革命的源动力，但其需要通过技术扩散来增强影响力，直到它与各行各业的现有技术结合、与大量丰富的需求场景匹配，才能最终实现劳动生产率的加速增长。技术扩散分为五个阶段，其中的延伸阶段以知识的跨领域流动为标志，是评判通用目的技术影响力的关键。人类知识网络中的跨学科引用关系为研究这种知识流动提供了一种直观且可量化的方法。

► 通用目的技术的跨领域扩散程度如何度量，又引起多大程度的生产率提升？IT与AI同属于通用目的技术，具有较强的可类比性，IT革命的发展历程或为前瞻本轮AI的生产力潜力提供参照。观察IT技术在人类知识网络中的扩散过程，可以发现跨领域引用关系的发生伴随着“规模增长”和“融合深化”两大特征。本文采用统计方法表明，两者共同作为外生技术冲击，推动全领域的创新活动更为活跃，进而促进劳动生产率加速提升。根据这种“通用目的技术-跨领域扩散-生产力进步”的传导机制，构建向量自回归模型，并验证了其能

够较好预测上一轮IT革命时期的劳动生产率提升。

► **参照IT革命，进一步预测本轮AI革命的生产力潜力。**通过在模型中引入AI技术冲击，并基于AI技术扩散不及、等同或超越IT的三种情境假设，我们预测了技术前沿的美国在2024-2035年的劳动生产率增速。模型结果显示，本轮AI对劳动生产率的提升可能较上一轮IT革命更快且程度更大，有望在未来十年内推动劳动生产率的年均增速提高1.3~3.7个百分点。

► **为了推动通用目的技术快速高效地转化为社会生产力，可从三方面出发：**培育AI核心资源，以维持学科内的高创新活力；引导融合不足但意义重大的场景联合创新，以提升其他学科与AI的融合水平；补贴高成本的AI商业应用，以加速科技成果转化与推广。



以上观点来自：2024年12月31日中金研究院已发布的《从IT到AI：科技革命的生产力潜力——基于人类知识网络中的跨领域技术扩散》

陆趣 分析员 SAC 执证编号：S0080523070003

黎芝源 分析员 SAC 执证编号：S0080524020006

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

专题聚焦

利率下行期的股市表现

去年三季度以来利率趋势下行，近期下行速率加快，A股或如何演绎？

2024年9月底以来国债收益率趋势下行，截至2025年1月5日，10年期及30年期国债收益率回落至1.6%和1.8%，累计下降65/58bp，尤其12月9日以来，在中央政治局会议时隔十余年重提“适度宽松”背景下⁹，降息预期升温，国债收益率加速下行，10年期及30年期国债收益率分别下行31/26bp。央行货币政策委员会近日召开2024年第四季度例会¹⁰，表态“择机降准降息”“保持流动性充裕”，投资者普遍预期长端利率可能仍有下行空间，相应的，利率下行背景下股市如何演绎也有较多探讨。本篇报告对海内外利率下行期间股市及债市表现复盘，对A股市场中短期表现做辅助性参考。

国内经验：历史上利率下行期，A股市场表现如何？

理论上利率下行对股市有利，但实际情况往往叠加其他因素尤其是经济环境的综合影响。股市估值可简单分拆为无风险收益及股权风险溢价，无风险收益下行对估值有提振效果，支持股市表现，但实际环境中股权风险溢价对估值的影响可能更为显著。我们以沪深300指数及10年期国债收益率为代表，复盘20多年来国内股市及债市市场表现，主要经验如下：

利率下行初中期阶段，多呈现为股债“跷跷板”。从复盘历史走势来看，在利率下行初中期，多数时间内我国股债市场表现分化，利率下行初中时期往往经济基本面偏淡，企业盈利偏弱，投资者风险偏好较低，虽然利率下行有助于支撑估值，但股权风险溢价及盈利环境对股市表现偏压力，综合影响下债市较好，但股票市场表现可能不佳。典型如2011年下半年，国内经济增速下台阶，海外欧债危机影响延续，投资者风险偏好较低，同期货币政策放松释放流动性，十年期国债收益率由年中4%附近回落至年底3.4%左右。

⁹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6991679.htm

¹⁰ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202501/content_6996385.htm

利率下行中后期阶段，历史上曾出现多轮股债同涨同跌，基本面及政策预期改善开启股债双升行情。我国曾出现多轮股债同涨同跌，平均时长4个月左右。股债双升往往出现在长端利率下行的中后期，在此期间债市在利率下行环境下继续维持较好表现；股市方面，基本面对资产价格的压力趋缓，股权风险溢价在较长时间宽松流动性或其他积极政策等综合影响下转平或走低，股市开始显现为估值修复为主要驱动的震荡上行，由于股市债市反应速度存在差异，可能产生阶段性的定价背离，表现为股债双升。典型如2014年下半年，此前利率已下行6个月左右，货币政策持续宽松下债市表现仍较好，同期稳增长政策及改革预期升温提振股市表现。

利率结束下行转为上行阶段，股市好于债市，亦为股债“跷跷板”。在此期间基本面环境好转，长端利率走高，股市在盈利支持及股权风险溢价回落环境下表现可能好于债市。典型如2016年下半年，工业企业收入与物价出现积极变化，总投资企稳回升，上市企业盈利触底反弹，投资者风险偏好改善推动股市上涨，同期十年期国债收益率快速修复至3%以上。

结合当前国内情况，我们也重点观察了从行情延续性来看，基本面修复所需时间可能偏长、较长时间宽松货币政策支撑债市表现，同时伴随一揽子稳增长政策对股市有风险偏好支撑的阶段。这种背景下股债双升可能持续较长时间（一年以上），历史上较为典型的如2014年及2019年：1）**2014年下半年-2015上半年**基本面偏缓，债市较好，改革预期及资金面共振开启股市行情。2014年年初我国经济面临增速换挡以及结构转型等问题压力加大，货币政策逐步转向，带动长端利率从历史高位逐步下行，债市开启上涨行情，期间A股市场震荡为主；下半年伴随地产新政出台、稳增长政策加码、多项改革预期升温（2014年“国九条”、沪港通启动、价格改革推进等），投资者风险偏好明显改善，各类资金流入带动股市有较好表现。2015年年初货币政策持续宽松，债市延续走强，基本面虽未见明显改善但股市在资金支持下仍有较强表现。但在2015年下半年伴随股市波动，股债双升行情结束。2）**2019年**货币政策宽松，基本面企稳预期回升及风险偏好改善提振股市表现。2019年货币政策及基本面回升预期摇摆，在外部环境冲击下投资者对基本面预期不高，货币政策偏宽松，信贷社融2019

年初明显放量，利率水平震荡下行，债市总体表现较好；股市在期间虽有波折，也整体维持了震荡上行趋势，沪深300指数2019年上涨36%。

海外市场：较长时间的股债双升期间经验观察

我们也同时观察了全球主要市场出现较长时间股债双升的历史阶段：

► **美国（1980-2020）“大缓和”时代利率进入长周期下行通道，科技板块崛起支撑美股表现。**1980年初以“Volker紧缩”为分界，美国由“大通胀”时代进入“大缓和”时代，通胀水平大幅下降，宏观波动减小，美债利率进入近40年的长期下行通道。同期美国科技行业保持长期景气，产业结构实现进一步优化升级，科技创新中较多美国企业处于盈利长期高增，全球化环境下美国不少全球布局企业盈利能力及回报长期优于本国经济增长，共同助力美国股市处于长期上行周期。

► **日本（2012-2021）货币政策绝对宽松引导利率水平下降，经济基本面转向以及EPS扩大支撑日股表现。**上世纪90年代以来，日本资产泡沫破裂后陷入低增长阶段，通胀水平长期低迷，期间日央行推动量化宽松政策，利率水平持续下行，但规模相对审慎，未能扭转基本面及股市表现。2013年安倍“三支箭”实施，大规模量化宽松、灵活的财政政策以及结构性改革带动经济基本面逐步企稳，房价、失业率等出现不同程度改善，同时日央行购买股市ETF规模有所扩张，日本企业积极出海，盈利能力改善带动EPS扩大，日经指数开启上涨行情。同期，日本政府实施绝对宽松的货币政策，自2013年推出量化质化宽松政策（QQE）后，2016年推出负利率、收益率曲线控制（YCC）、通胀超调承诺等政策，引导利率水平持续下行，股债双升格局自2013年起持续约7年。

对当前市场的指示意义：能否出现较长时间的股债双升？

A股“大底”可能已经过去，当前阶段虽有波折但全年A股机会有望较2024年进一步提升。近年在稳增长背景下国内利率下行已经延续较长时间，国内债市长期表现较好，但此前受上市公司盈利偏弱及股权风险溢价走高的综合影响，对股市的支持效果有限。我们在2024年9月底发布《[A股见“大底”了吗？](#)》报

告，去年9月底至今伴随政策力度进一步加码，投资者风险偏好回升，股债市场整体均延续了较好表现。近期虽受内外部因素影响（具体分析请参见1月2日发布的《[开年波动，后市如何演绎？](#)》）股市显现阶段性波折，但中期来看国内稳增长政策仍有进一步发力空间，对今年A股整体表现不必过于担心，调整时段也带来较好的介入时点。



以上观点来自：2025年1月5日中金公司研究部已发布的《利率下行期的股市表现》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

朱嘉懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123040067

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号：S0080124070034

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.1.6 中国宏观简评：以旧换新的效果可能如何演变？
- 2025.1.8 宏观探市：美国债务上限的解决路径与资产含义
- 2025.1.8 中国宏观简评：平稳衔接，优化举措——“两新”加力扩围点评
- 2025.1.9 中国宏观热点速评：核心通胀改善，但持续性仍待政策加力——2024年12月物价数据点评
- 2025.1.10 中国宏观热点速评：从暂停购买国债看货币政策动态
- 2025.1.11 中国宏观专题报告：货币政策如何“超常规”| 漫长的周期系列（一）
- 2025.1.11 海外宏观简评：非农强劲凸显美国经济韧性

策略及大宗商品

- 2025.1.12 农产品：农桑时录：第28期：1Q25攻守兼备，预期差有哪些？

固定收益

- 2025.1.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.1.6 简评：银邦股份转债投资价值分析
- 2025.1.8 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.1.8 中国城投债券月报：拖欠款摸排在即，专项债自审试点——12月城投债券月报
- 2025.1.9 简评：通胀偏弱格局下货币政策放松和利率下行空间打开——12月通胀数据点评
- 2025.1.9 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.1.9 简评：货币政策调控机制完善，货币市场平稳运行——2024年货币市场回顾及展望
- 2025.1.9 简评：12月利差被动走阔，跨年迎来补涨——2024年12月行业利差跟踪及全年回顾
- 2025.1.10 简评：渝水转债上市定价分析
- 2025.1.11 中国可转债策略周报：转债十二年历史记录——“这一次”都早有先例
- 2025.1.11 信用债收益率跟踪周报：债市调整，信用利差被动收窄
- 2025.1.11 中国利率策略周报：温故知新，今年仍适合持券过

行业

- 2025.1.6 科技硬件：ARVR系列#7：AI眼镜能走多远？
- 2025.1.6 传媒互联网：长视频2024年度回顾：重视精品、深化运营，关注开年重点内容上新
- 2025.1.7 不动产与空间服务：周评#422：上周一二手房销售环比均降约三成
- 2025.1.7 银行：12月金融数据前瞻：蓄力开门红
- 2025.1.8 旅游酒店及餐饮：餐饮品牌同店延续压力；价格企稳拐点可期
- 2025.1.8 工业：船舶2025年展望：景气延续，船企迎业绩释放
- 2025.1.9 家电及相关：2025家电国补：金额加码、品类扩围、机制完善
- 2025.1.9 汽车及零部件：国四纳入货车以旧换新范围，迎板块催化
- 2025.1.9 传媒互联网：2025年春运及春节旅游前瞻：稳健增长
- 2025.1.9 金融：中资券商2035：十年磨一剑，向一流迈进
- 2025.1.9 有色金属：国别研究系列之秘鲁篇：从安第斯到太平洋
- 2025.1.10 汽车及零部件：2024车市旺盛，以旧换新延续有望支撑2025内需
- 2025.1.10 电力电气设备：新能源车月度观察：11M24景气度延续，部分环节有望进入量价齐升趋势
- 2025.1.11 保险：预定利率动态调整机制落地，上市公司各险种预定利率最高值短期内或将维持不变
- 2025.1.11 家电及相关：CES 2025黑电篇：多元技术，高端升级
- 2025.1.11 传媒互联网：互联网周思考：开局偏弱，保持淡定
- 2025.1.12 科技硬件：CES 2025观察——汽车电子篇：激光雷达场景拓展，高交互性座舱空间加速落地
- 2025.1.12 科技硬件：CES 2025观察——具身智能篇：行业发展动能充足，Cosmos世界模型解决数据瓶颈
- 2025.1.12 房地产：2024年二手房成交量增价降，租金承压

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn