



中国央行多措并举稳汇率稳债市

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024年中期宏观经济展望:

虚云散尽见真章,厚积薄发待春雷

2024年宏观经济展望:行稳

方致远,温和渐进修复

国联期货宏观9月展望:内

生动能亟待改善,政策加码

正当时

宏观专题:透过金融数据探

寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 中国央行暂停公开市场买入国债，多措并举稳汇率稳债市

基于特朗普交易和近期美国较强的经济数据，叠加美联储近期频繁发出货币政策进入观望期的信号，2025年起美债利率继续上行，美元指数重返109上方。

在国内“择机降准降息”宽货币基调下，前期中债利率不断下行。目前来看，现阶段债市价格已计入较多宽松预期，近期市场交易逻辑围绕“严监管”预期，市场关于利率风险、激进交易、合理定价的讨论再度升温，债市受此影响回调，进入定价修正阶段。

在此轮中美债市行情波动中，美中利差持续走扩，10年期国债利差已达到3.05%。受此影响，人民币贬值压力增大，2025年离岸及在岸人民币兑美元先后跌破7.3关口。

面对当前人民币汇率波动加大的形势，中国央行释放一系列积极信号及措施：

首先，四季度货币政策执行报告强化稳汇率信号。1月3日央行发布2024年第四季度例会通稿中删除“增强汇率弹性”，强调“增强外汇市场韧性”及三个“坚决”。此举回应了市场对于汇率的关切，表达了央行稳汇率的坚决政策态度，有利于稳定外汇市场预期。

其次，发行离岸中央银行票据稳定离岸人民币汇率。1月9日央行宣布将在香港发行600亿元人民币央行票据，创下单次发行规模最高记录，释放了吸收更多离岸人民币流动性的信号，将有利于维护离岸人民币汇率基本稳定。

再次，央行暂停公开市场国债买入。1月10日央行宣布鉴于近期政府债券市场供不应求，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，此前央行已连续4个月净买入国债共计9000亿元以保持市场流动性充裕。结合更早时央行主管媒体发文称“要避免对适度宽松货币政策的过度解读，投资货币适度宽松的利好”，我们认为央行暂停买入国债，一方面有助于平衡国债市场供求关系，另一方面将使市场资金面相对收紧，因此有助于引导市场资金进行合理配置，同时推动市场利率向合理定价区间回归。

受此影响，短期内国债到期收益率将止跌企稳，缓解人民币贬值压力，增强人民币汇率稳定性。

1.2 “两重两新”加力扩围，支撑物价平稳回升

中国12月CPI同比增长0.1%，较11月回落0.1%，环比持平。CPI同比回落主要受食品价格走弱拖累，主因暖冬气候利好农产品生产和运输，鲜菜、鲜果供给充足。12月PPI同比下降2.3%，降幅较11月收窄0.2%，环比下降0.1%。PPI同比降幅有所收窄，行业层面延续分化格局，基建项目加速落地为建材等行业提供支撑，但采掘业等部分行业进入传统生产淡季叠加暖冬天气降低用煤需求导致相关价格拖累有所走阔。

12月通胀数据的最大亮点在于核心CPI的回升。12月核心CPI同比增长0.4%，环比由负转正至0.2%，高于2015-2023年同期均值，内需边际改善迹象显现。去年9月24日以来的一系列政策对中国基本面产生的积极影响有所显现，近期消费支持政策侧重于实物消费，推动非食品CPI同比回升。此外，假期带来的出行需求提升也推动CPI服务分项同比上升至0.5%，对核心CPI形成一定支撑。

展望2025年，用于支持“两重两新”的超长期特别国债发行规模将进一步扩大。进入25年以来，各大部委接连表态“两重两新”的部署。1月3日，国家发改委明确表示将增加发行超长期特别国债，更大力度支持“两重”建设；1月5日，发改委通知进一步加力扩围实施“两新”工作；1月8日，财政部宣布2025年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，同时近日中央财政已预下达2025年消费品以旧换新首批资金810亿元；1月10日，财政部明确指出2025年财政政策将非常积极，我国赤字规模将有较大幅度增加，在时机上，将做到主动靠前发力。

表 1：2025 年加力扩围实施“两新”政策要点

政策扩围加力方向	要点	具体政策
总 量	财政部：及时拨付超长期特别国债资金，确保“两新”工作有序推进	截至2024年年底，按照已经审核通过金额计算，中央财政安排的1500亿元消费品以旧换新资金已经基本使用完毕。同时，2024年的1500亿元大规模设备更新资金也已按照项目化分配。 2025年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，具体数额将在今年全国两会期间公布。 近日，中央财政已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元，支持各地做好政策持续实施的衔接工作。
	央行：继续做好金融支持大规模设备更新工作，进一步优化再贷款流程	人民银行将与各有关部门一道，继续做好金融支持大规模设备更新工作，更好发挥跨部门工作机制作用，加强与财政的配合，进一步优化再贷款流程，支持银行提升服务效率，扩大设备更新贷款规模，降低企业融资成本，激发经营主体释放设备更新需求。

推进设备更新	加大重点领域设备更新项目支持力度	增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域。
	加力实施设备更新贷款贴息	对符合条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金，在中央财政贴息 1.5 个百分点的基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息。
	提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准	加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄 8 年及以下的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元。
	扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新	报废并更新购置采棉机，报废最高补贴额由单台 6 万元提高至 8 万元；将田间作业检测终端、植保无人机、粮食干燥机（烘干机）、色选机、磨粉机纳入报废更新补贴范围，由各地区按照规定测算报废更新补贴标准；各地区可自行确定的报废更新补贴农机种类范围上限由 6 个提高至 12 个。
支持消费品以旧换新	优化消费品以旧换新资金分配	继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新。
	扩大汽车报废更新支持范围	在《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》（商消费函〔2024〕392 号）基础上，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。购买新能源乘用车单台补贴 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车单台补贴 1.5 万元。
	完善汽车置换更新补贴标准	个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。
	加力支持家电产品以旧换新	享受以旧换新补贴的家电产品，由去年的 8 类增加到 12 类：继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围；单件最高可享受销售价格 20% 的补贴。 同时，每位消费者每类产品可补贴 1 件（空调产品最多可补贴 3 件），每件补贴不超过 2000 元。
	实施手机等数码产品购新补贴	对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。

数据来源：中国政府网、国联期货研究所

超长期特别国债资金大幅增加对“两重”建设的支持，有望为基础设施建设和战略性新兴产业的发展提供充足的资金保障，进而促进经济结构的优化升级，提升经济的整体质量和效益，为物价稳定和经济可持续增长奠定长期的良好基础。

同时，大规模设备更新和消费品以旧换新政策的加力扩围，将直接刺激相关产业

需求，带动相关制造业的生产与投资活动，预计后续 PPI 同比降幅将有所缩窄。同时，以旧换新政策有望进一步推动市场对耐用消费品需求，带动核心 CPI 平稳回升。

综上，积极财政的靠前发力叠加供给侧结构性改革，有望进一步撬动相关领域及配套项目建设的信贷需求以及个人消费贷款需求，成为现阶段物价回升的关键力量，并为经济稳定增长提供有力支撑。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币

- **中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债。** 鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。
- **央行主管媒体援引专家：要避免对适度宽松货币政策的过度解读，当前市场有“抢跑”之嫌。** 据央行主管金融时报报道，自中央经济工作会议定调“适度宽松的货币政策”以来，业内对此关注度很高。近期中银证券全球首席经济学家管涛提醒，要避免对适度宽松货币政策的过度解读，当前市场对于货币宽松有“抢跑”之嫌，透支了货币适度宽松的利好。管涛提醒，潘功胜去年 6 月以来在各种场合多次提到长期利率单边下行累积的系统性风险。实际上，从 4 月开始，央行就多次预警长期利率单边下行的风险。但目前来看这个风险并没有收敛，反而是进一步发散。
- **央行主管媒体：央行明确释放稳汇率信号。** 中国《金融时报》文章指出，相较于三季度例会的表述，央行四季度例会新闻稿传达出更为明确、强势的稳汇率信号，删除了“增强汇率弹性”的表述，强调了“加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险”，恢复了此前“三个坚决”的表述，表达了人民银行维护人民币汇率稳定的坚定决心，这也是判断未来汇率政策取向的重要依据，有利于稳定外汇市场预期。
- **央行出手稳汇率，央行将在港发行 600 亿离岸人民币央票。** 中国人民银行 1 月 9 日消息，1 月 15 日人民银行将在香港招标发行 2025 年第一期中央银行票据。本期央票期限 6 个月（182 天），发行量为人民币 600 亿元，较上一期增加 50 亿元，将是近年来发行的单只规模最大的离岸人民币央票。
- **中国央行连续第二个月增持黄金。** 中国 12 月末黄金储备 7329 万盎司，11 月末为 7,296 万盎司。
- **本周货币投放：** 本周，中国央行共开展 309 亿元逆回购操作，因本周共有 2909 亿元逆回购操作到期，因此本周实现净回笼 2600 亿元。

财政

- **财政部：2025 年我国赤字规模将有较大幅度增加。** 财政部副部长廖岷表示，2025 年将提高财政赤字率，再考虑到我国 GDP 规模不断增加，赤字规模将有较大幅度增加，财政总支出进一步扩大，逆周期调节力度也会加大，为经济持续回暖向好提供有力有效支撑。关于 2025 年赤字率具体是多少，我们需要履行法定程序后，才能及时向社会正式公布。总体来看，2025 年财政政策方向是清晰明确的，充分考虑了加大逆周期调节的需要，是非常积极的，也充分考虑了财政中长期可持续性。
- **财政部：更加积极的财政政策可期，主要体现在力度、效率、时机三个方面。** 在力度上要用足政策空间，加强逆周期调节，提高财政赤字率，加大支出强度，进一步增加对地方转移支付，增强地方的财力，兜牢三保底线，安排更大规模的政府债券，包括超长期特别国债，地方政府专项债券等。在效率上，大力优化支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲。在时机上，做到主动靠前发力，增强政策前瞻性和针对性。
- **财政部：在 2025 年新增发行专项债额度内，地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房。** 扩大专项债使用范围，允许用于房地产相关的两个领域，这两项政策都将在 2025

年逐步释放。

- **国家发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。**推进设备更新方面：加大重点领域设备更新项目支持力度，加力实施设备更新贷款贴息，提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准，扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；支持消费品以旧换新方面：优化消费品以旧换新资金分配，扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴。
- **国务院办公厅发文明确政府投资基金定位并推动优化，创投类基金要解决“卡脖子”难题。**国务院印发“关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见”指出，要明确基金定位，推动基金整合优化，政府投资基金要聚焦重大战略、重点领域和市场不能充分发挥作用的薄弱环节，吸引带动更多社会资本，支持现代化产业体系建设，加快培育发展新质生产力。创业投资类基金要围绕发展新质生产力，支持科技创新，着力投早、投小、投长期、投硬科技，推动加快实现高水平科技自立自强，解决重点关键领域“卡脖子”难题。

资本市场

- **中国股市进入 2025 年后连续两天大跌之际，上海和深圳证券交易所日前分别召开外资机构座谈会，就近期 A 股市场形势听取意见建议；**希望外资机构坚定信心，坚持长期主义，共同推动中国资本市场持续健康发展。上交所负责人指出，希望外资机构发挥国际投资银行和投资机构的优势，发挥与全球市场的沟通桥梁作用，共同建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

景气水平

- **据财新：12 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 52.2，较 11 月回升 0.7 个百分点，**为 2024 年 6 月来最高，显示服务业经营活动加速扩张。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。

物价水平

- **2024 年 12 月份居民消费价格同比上涨 0.1%。**国家统计局数据显示，2024 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%，11 月同比上涨 0.2%。其中，食品价格由上月上涨 1.0% 转为下降 0.5%，影响 CPI 同比下降约 0.09 个百分点。从环比看，CPI 持平。扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续回升，同比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。
- **2024 年 12 月份 PPI 同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。**国家统计局数据显示，2024 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比均下降 2.3%，降幅比上月均收窄 0.2 个百分点；环比均下降 0.1%。2024 年全年，工业生产者出厂价格和购进价格均下降 2.2%，降幅比上年分别收窄 0.8、1.4 个百分点。

消费

- **多家银行推出新一轮消费贷款利率优惠活动，一些银行的消费贷最低利率已降至“2”字头。**此外，部分国有大行分行也在辖区内展开利率优惠活动，利率降至 3% 以下。

房地产

- **上海 2024 年二手房成交 21.6 万套，同比增长 21%，**套均总价同比增长 3%，成交均价同比持平。上海链家表示，2024 年上海二手房的关注度持续回升，成交套数是新房的 3.7 倍，自 2020 年以来再次接近四倍。
- **深圳二手房市场呈现明显企稳回升态势。**2024 年深圳二手房录得量对比 2023 年大幅增长 57.1%，在多项利好政策的推动下，深圳房地产市场回暖态势明显。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美 国	<ul style="list-style-type: none"> ● 美国 12 月 ISM 制造业 PMI 49.3，录得 3 月份以来新高；美国 12 月 ISM 新订单指数 52.5，创下 1 月以来最高水平。根据产出指标，需求的回升帮助实现了自 5 月份以来的第一个月产量增长。 ● 美国 12 月 Markit 服务业 PMI 创 2022 年 3 月以来新高，就业结束萎缩。美国 12 月 Markit 服务业 PMI 终值 56.8，预期 58.5，11 月为 56.1。其中，就业分项指数终值升至 51.4，结束萎缩趋势；新商业分项指数终值创 2022 年 3 月以来的终值新高。美国 12 月 Markit 综合 PMI 终值 55.4，初值为 56.6。 ● 美国至 1 月 4 日当周初请失业金人数录得 20.1 万人，为 2024 年 2 月 17 日当周以来新低。 ● “小非农”人数不及预期。美国 12 月 ADP 就业人数录得 12.2 万人，不及市场预期的 14 万人，创 2024 年 8 月以来最低水平。 ● 美国 11 月 JOLTs 职位空缺 809.8 万人，高于预期的 770 万人。 ● 美国 12 月 ISM 非制造业 PMI 54.1，高于预期的 53.3 和前值 52.1。 ● 美国 11 月贸易逆差扩大，进口增幅创 2022 年 3 月以来最大。美国商务部周二数据显示，11 月贸易逆差较上月增长 6.2%，进口较上月增长 3.4%，出口增长 2.7%。进口跃升的范围很广，包括消费品、资本设备和机动车辆的进口增加，这可能反映出美国企业倾向于在可能征收关税之前确保发货。 ● 美联储会议纪要显示，美联储官员担心特朗普政策可能会延长抗通胀战役时间。美联储在 12 月会议上就特朗普以激进的关税和驱逐部分移民为政纲赢得了美国总统大选的这一现实进行了大量讨论，官员们提出了新的通胀担忧，工作人员也暗示即将上任的政府的计划可能会减缓经济增长并提高失业率。 ● 知情人士称特朗普正考虑宣布全国经济紧急状态，以推出新的关税计划。该声明将允许特朗普利用《国际经济紧急权力法》（IEEPA）制定一个新的关税计划，该法案单方面授权总统在国家紧急状态期间管理进口。
欧 洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧元区经济年底表现脆弱，工厂活动下滑拖累服务业反弹。由于服务业的小幅复苏未能抵消制造业的深度下滑，欧元区经济在 2024 年年底处于脆弱状态，12 月整体活动连续第二个月萎缩。12 月综合 PMI 终值从 11 月的 48.3 升至 12 月的 49.6，仍低于 50 荣枯线。 ● 欧元区上月通胀加速，11 月失业率维持在历史低位。12 月欧元区通胀率从 11 月的 2.2% 升至上个月的 2.4%。11 月失业率维持在 6.3% 的历史最低水平，但新的招聘步伐已急剧放缓。 ● 欧元区投资者信心跌至一年多以来低点，德国继续成为拖累因素。欧元区 1 月 Sentix 投资者信心指数从上月的 -17.5 降至 -17.7，为 2023 年 11 月以来最低水平。调查还发现，欧洲最大的经济体德国似乎正处于衰退之中，而且不太可能很快摆脱衰退。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

1.13 星期一	(待定) 中国 12 月进出口同比
1.14 星期二	21:30 美国 12 月 PPI 和核心 PPI 同环比
1.15 星期三	21:30 美国 12 月 CPI 和核心 CPI 同环比
1.16 星期四	21:30 美国 1 月 11 日当周首次申请失业救济人数(万人) 21:30 美国 12 月零售销售环比
1.17 星期五	9:30 国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告 10:00 国新办就国民经济运行情况举行新闻发布会 18:00 欧元区 12 月调和 CPI 和核心调和 CPI 同环比 21:30 美国 12 月新屋开工环比

免责声明

本报告中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，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究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。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600