

## 【市场回顾】

上周恒指重新回到震荡行情，至周末收盘恒指小幅回落 0.36%，当周原材料板块表现较好，涨幅达到 4.1%，年内累计涨幅达到 17.82%，领跑港股所有一级行业板块。在二级板块中耐用消费品反弹，当周涨幅 19.7%，钢铁与有色板块紧随其后，涨幅 6.6%和 5.8%，医药与软件销售等板块表现相对弱势。整体来看港股市场风险偏好保持平稳，市场热点集中于有色金属和能源等大宗商品和原材料板块，高估值板块则出现震荡。资金方面，上周盈富基金份额增加 1.74%，两倍做空恒生指数与科技指数的 ETF 的份额回落 5.15%；当周港股通净流入规模 235.23 亿港元，流入资金规模有所恢复。整体来看当周港股表现较为平稳，内地的南下多头资金继续维持流入状态，对港股的估值起到支撑作用。

## 【投资建议】

**市场环境：**全球主要大类资产中白银领跑，拉美地区市场表现较好，美股表现相对疲弱。当周国内公布最新经济数据，美国公布最新 PCE 数据。

**后市观点：**美元信用降低或有利于港股上行

我们认为当前环境下港股表现或继续优于美股，表现出震荡上行的走势，主要原因在于受到财政悬崖与地缘政治因素影响，美元信用受损趋势延续，这天然有利于非美国资产，作为以中国资产为主的港股有望成为受益标的；其次港股本身长期估值水平较低，具备更好弹性：目前港股整体估值尚未完全反映国内经济的复苏，而从信贷情况来看当前国内企业部门信贷需求或已有所恢复，若此迹象得到延续，国内需求改善有望成为港股新的投资主题，有利于提振投资者情绪并为港股带来更多的增量资金。

## 【市场外部环境】

◇ 国内外经济数据跟踪：国内 2025 年 GDP、美国 12 月份 PCE 数据。

◇ 国内外央行最新动向：日本央行维持基准利率在 0.75% 不变。

## 研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

## 1. 投资观点

### 1.1 行情总结

上周恒指重新回到震荡行情，至周末收盘恒指小幅回落 0.36%，当周原材料板块表现较好，涨幅达到 4.1%，年内累计涨幅达到 17.82%，领跑港股所有一级行业板块。在二级板块中耐用消费品反弹，当周涨幅 19.7%，钢铁与有色板块紧随其后，涨幅 6.6%和 5.8%，医药与软件销售等板块表现相对弱势。整体来看港股市场风险偏好保持平稳，市场热点集中于有色金属和能源等大宗商品和原材料板块，高估值板块则出现震荡。资金方面，上周盈富基金份额增加 1.74%，两倍做空恒生指数与科技指数的 ETF 的份额回落 5.15%；当周港股通净流入规模 235.23 亿港元，流入资金规模有所恢复。整体来看当周港股表现较为平稳，内地的南下多头资金继续维持流入状态，对港股的估值起到支撑作用。

### 1.2 市场环境

上周白银仍然跑赢所有主要大类资产，年内涨幅高达 46%，大幅跑赢全球所有权益资产，巴西和拉美市场受到全球大宗商品上行周期影响表现较好，年内跑赢其他地区权益资产。当周恒指再度跑输 A 股，近期港股与美股表现相似，均呈现震荡走势，显示美联储降息暂停的背景下短期内股指上行缺乏催化因素。

当周美国公布了最新经济数据，2025 年第三季度 GDP 终值年化环比增长 4.4%，高于 4.3%的初值，创下近两年来最快增速。美联储关注的通胀指标，11 月核心 PCE 物价指数，同比上涨了 2.8%，环比上涨了 0.2%，均符合预期。当周公布的 GDP 与 PCE 数据显示目前美国经济运行平稳，通胀虽然保持粘性但是加速上行的可能性较低。整体来说公布的数据对于市场情绪的影响较小。

国内方面，国家统计局公布了最新经济数据，显示 2025 年全年国内 GDP 增速 5%，其中 Q4 增速 4.5%，Q3 增速 4.8%；12 月份规模以上工业增加值同比增速 5.2%，11 月同比增速 4.8%，全年累计增速 5.9%；12 月份社零增速 0.9%，11 月份 1.3%，全年累计增速 3.7%。从数据情况来看，2025 年全年政策端稳健发力，进出口在较为复杂的外界环境下实现超预期增长，最终实现全年国内经济增速达到既定目标。2025 年经济显示出较强的新旧动能切换，经济增长除了传统的进出口之外，更多集中于芯片、工业机器人等高端制造业；消费方面上半年受到国补带动保持较好增速，下半年补贴退坡之后增速出现放缓；固定资产投资增速延续回落态势，显示房地产市场调整带来的持续影响。

### 1.3 港股观点：美元信用降低或有利于港股上行

港股在今年一月份以来呈现出明显的结构性行情，市场分化较为显著：一方面以有色金属为代表的原材料业表现强劲，年累计涨幅超过 17%，静态市盈率正在逐渐接近在港股中市盈率最高的医疗业；而另一方面是以互联网平台为主的科技板块表现疲弱，年初以来跑输恒生指数，与必需消费业、金融业、电讯业等传统偏向防守的板块表现相似。这一情况在近期的美股也有类似表现，能源与材料板块涨幅远超其他板块，而科技板块表现整体疲弱，上游周期行业表现相对更优。我们认为这一情况或受到当前全球宏观环境的影响：首先是美国经济持续保持韧性，而通胀数据显示当前美国通胀粘性仍然较强，叠加美联储主席行将换届，市场对于美联储换届前的降息预期较弱，不利于受利率影响较大的行业和板块走出行情；其次是美国债务悬崖与地缘政治扰动，导致传统上被视为无风险资产的美元，其受到市场投资者信任的程度正在逐渐降低，因此黄金白银等贵金属，以及铜铝等工业金属，凭借其实用属性，开始受到市场关注，大宗商品市场整体迎来新一轮的上涨周期，走出了独立行情；最后是市场对于 AI 产业的焦点开始向上游传导，存储、芯片等 AI 产业的上游行业受到供求紧张关系的影响，在一月份的科技股中涨幅突出，AI 浪潮下市场对这些行业的定价逻辑或已脱离传统的科技周期股范畴。整体来看，短期内美联储降息预期较低而美元信用减弱已经成为了海外市场的交易主线，这与具备 AI 产业链且对海外流动性敏感的港股市场产生了共振，因此我们认为这或许是港股近期走势与美股较为同步的原因。虽然市场走势较为同步，我们认为当前环境下港股表现或继续优于美股，表现出震荡上行的走势，主要原因在于美元信用受损天然有利于非美国资产，作为以中国资产为主的港股，有望成为受益标的；其次是港股本身长期估值水平较低，具备更好弹性：目前港股整体估值尚未完全反映国内经济的复苏，而从信贷情况来看当前国内企业部门信贷需求或已有所恢复，若此迹象得到延续，国内需求改善有望成为新的投资主题，有利于提振投资者情绪并为港股带来更多的增量资金。另外伴随着一月份内新一届美联储主席人选的公布，届时海外市场的降息预期或将重启，这或引发人民币对美元的进一步升值趋势，有助于提升包括港股在内的中国资产对海外投资者的吸引力。

而从中长期视角来看，目前港股仍然具有不错的资金面韧性：整体的宽松环境下由内地资金主导的港股扩容与增配趋势仍然较强，使得目前港股已有较大规模的资金沉淀，港股通南下资金目前在港股的定价权不断增强，在国内宏观及政策环境没有发生显著改变之前这一趋势或将延续。我们认为港股的资金基本

面尚未出现显著改变，整体较为良好：由于南下资金持续流入带来的资金面支持，以及国内外利率环境的相对宽松，港股仍然具有较强的估值韧性。

## 2. 市场回顾

### 2.1 股指期货表现

表 1：上周股指期货走势

名称	收盘价 2026-01-23	当周涨跌幅 (%)	当周成交量 (手)	持仓量 (手)	持仓量涨跌率 (%)	基差	基差较前 周变化
恒生指数2601	26,718.00	-0.41	467,554.00	105,048	-13.62	-31.51	-15.55
H股指数2601	9,151.00	-0.69	475,872.00	169,325	-12.93	-9.81	-4.00
恒生科技指数2601	5,787.00	-0.58	600,687.00	193,265	-8.62	-11.01	-9.83
道琼斯期货小型	49,180.00	-0.57	525,861.00	70,219	1.46	81.29	-113.38
标普500期货小型	6,933.75	-0.44	6,893,656.00	1,875,848	-1.18	18.14	-19.60
纳斯达克100期货小型	25,680.50	0.19	2,672,992.00	255,722	-5.91	75.03	-76.96

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 2.2 市场表现

表 2：上周港股美股主要股指走势

	收盘价 2026-01-23	当周涨跌幅 (%)	年初以来涨跌幅 (%)	当周成交额 (亿)	市盈率
恒生指数	26,749.51	-0.36	3.46	11,896.38	12.18
恒生中国国有企业	3,357.64	0.11	2.00	1,528.62	7.50
恒生科技	5,798.01	-0.42	3.94	3,144.67	24.94
道琼斯工业平均	49,098.71	-0.53	1.51	4,565.10	32.89
标普500	6,915.61	-0.35	0.28	19,720.92	31.40
纳斯达克指数	23,501.24	-0.06	0.35	16,184.95	48.84
纳斯达克中国金龙指数	7,878.38	2.05	3.44	230.14	24.14

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 3：上周港股各行业板块涨跌

名称	收盘价 2026-01-23	市值 (亿港元)	当周涨跌幅 (%)	当月涨跌幅 (%)	年初以来 涨跌幅 (%)	年初以来相对恒 指涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM) 2026-01-23
原材料业	19,771.11	38,448.74	4.10	17.61	17.82	13.24	24.2405
能源业	13,598.00	45,001.09	2.85	5.67	5.01	1.31	9.9260
综合企业	1,927.41	8,228.98	2.32	11.60	10.47	7.24	11.5950
公用事业	5,979.31	16,688.26	1.95	4.39	4.05	0.02	12.5213
工业	1,290.89	50,060.50	1.73	6.06	5.70	1.69	17.2653
非必需性消费	3,260.51	127,483.06	1.69	9.87	8.79	5.50	21.6450
必需性消费	15,898.60	19,973.10	1.12	3.51	2.76	-0.86	21.1798
电讯业	1,664.37	27,869.77	-0.49	-2.14	-2.80	-6.51	11.8045
金融业	5,155.92	207,547.61	-1.16	2.44	1.77	-1.92	7.3907
医疗保健业	13,134.90	36,933.47	-2.56	12.01	10.52	7.64	32.0076
信息科技业	17,431.19	93,141.72	-2.84	0.74	0.26	-3.62	25.1631

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 4：上周港股 WIND 二级板块中涨跌幅的前五名与后五名

排序	日期	当周涨跌幅	当月涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来相对恒生指数涨跌幅
	2026-01-23	(%)	(%)	(%)	(%)
1	耐用消费品	19.7	15.4	13.8	11.1
2	钢铁	6.6	9.2	9.4	4.8
3	有色金属	5.8	20.1	20.6	15.7
4	建材	4.7	7.4	7.8	3.0
5	企业服务	4.2	12.3	12.7	8.0
-5	银行	-1.8	-1.8	-2.1	-6.2
-4	非银金融	-1.9	3.8	3.0	-0.6
-3	软件服务	-2.8	3.7	3.4	-0.7
-2	日常消费零售	-3.4	17.2	15.8	12.9
-1	医药生物	-3.6	9.2	8.4	4.8

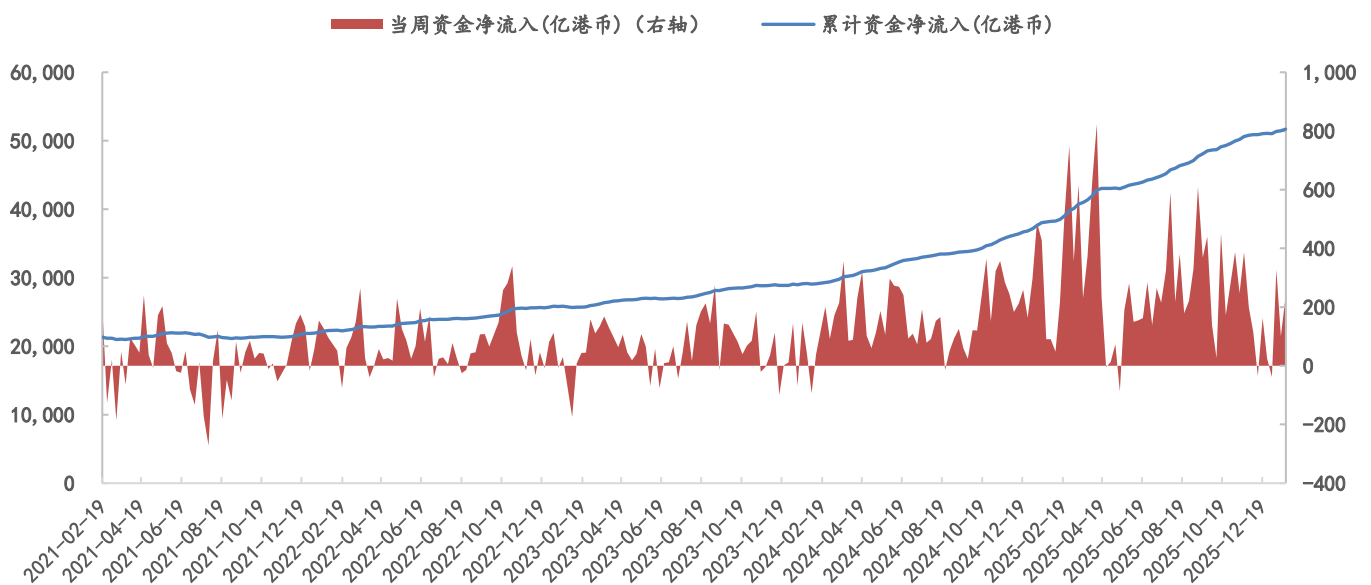
资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 5：上周港股成交较活跃的 ETF

代码	名称	标的资产	收盘价	当周涨跌幅	年初以来相对恒生指数涨跌幅	近6个月回报	基金份额	基金份额较前周变化	当周成交额	每份净值	基金规模	净值变化
			2026-01-23	(%)	(%)	(%)	(百万份)	(%)	(亿港元)	(港元)	(百万港元)	(百万港元)
2800	富富基金	恒生指数	26.96	-0.30	0.05	5.76	5550.99	1.74	668.31	26.98	149741.91	2037.83
3033	南方恒生科技	恒生科技	5.67	-0.53	0.83	0.55	14405.40	3.00	434.50	5.67	81749.21	2032.32
2828	恒生中国企业	恒生中国企业指数	93.94	-0.61	-1.43	-0.22	389.56	2.99	489.24	93.90	36578.11	823.82
7226	XL二南方恒科	恒生科技	5.59	-1.24	5.13	-6.19	2305.64	2.95	37.30	5.61	12929.57	236.63
7552	XL二南方恒科(反向)	恒生科技	1.30	0.93	-14.74	-11.02	3345.40	-5.15	18.26	1.29	4326.61	-202.41
3067	安硕恒生科技	恒生科技	12.14	-0.49	0.83	0.98	1587.15	-1.35	14.34	12.16	19295.78	-346.80
7500	FI二南方恒指(反向)	恒生指数	1.68	0.72	-12.84	-13.23	2404.80	-2.50	8.72	1.69	4055.21	-72.06
2840	SPDR金	伦敦黄金定盘价	3550.00	7.45	9.71	0.00	320.40	0.00	8.66	0.00	0.00	0.00
7200	FL二南方恒指	恒生指数	6.36	-0.70	4.36	6.27	399.20	0.00	8.24	6.35	2535.08	-21.76
3032	恒生科技ETF	恒生科技	5.77	-0.17	0.83	0.73	1277.48	-1.78	7.27	5.77	7372.19	-165.82
2823	安硕A50	富时中国A50	15.95	-2.80	-6.93	8.80	1116.00	-1.24	6.37	15.98	17831.78	-706.77
3088	华夏恒生科技	恒生科技	7.36	-0.27	0.93	0.81	992.40	20.70	5.33	7.36	7299.60	1226.09
3188	华夏沪深三百	沪深300	54.60	-0.76	-1.97	17.20	409.65	-0.62	3.34	54.68	22400.89	-262.52
7299	FL二南方黄金	Solactive Gold 1-Day Rolling	34.18	14.78	23.94	97.85	50.60	0.00	3.15	34.65	1753.10	257.39
3066	FA南方比特币	芝加哥的比特币期货	29.14	-6.60	-3.33	-27.77	12.39	0.00	0.34	29.10	360.55	-24.87
7588	FI二南方恒指(反向)	恒生中国企业指数	1.43	0.99	-10.53	-3.67	49.60	0.00	0.30	1.43	71.09	0.93
7288	FL二南方恒指	恒生中国企业指数	3.53	-1.89	-0.60	-5.26	75.20	0.00	0.18	3.52	264.86	-3.83
7300	FI南方恒指(反向)	恒生指数	3.30	0.18	-8.83	-6.13	39.20	0.00	0.13	3.30	129.39	0.49
2820	GX中国生科	Solactive 中国生物科技指数NTR	73.28	-2.79	3.08	2.93	9.15	0.00	0.12	72.24	661.03	-30.63
2845	GX中国电车	Solactive 中国电动车及电池净收益指	111.10	0.59	-2.06	21.19	9.60	0.00	0.12	109.60	1052.11	-11.30
3068	FA南方以太币	芝加哥的以太币期货	13.27	-11.18	-5.70	-22.51	11.74	0.00	0.05	13.26	155.66	-18.92
3037	南方恒指ETF	恒生指数	26.98	-0.22	0.13	5.71	25.70	0.00	0.03	27.02	694.29	-2.50
3040	GX中国	MSCI 中国(美元)	38.68	-0.51	-0.28	5.82	136.81	0.00	0.03	38.52	5269.36	-54.90

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

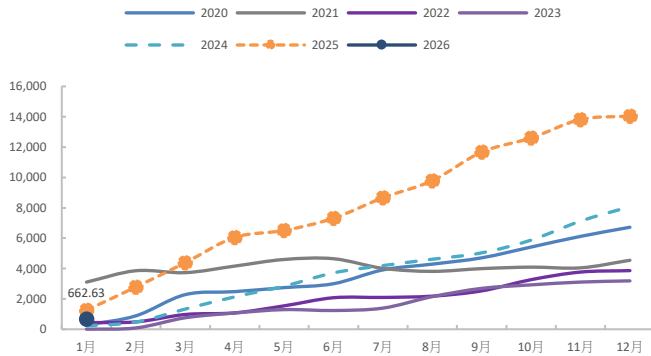
图 1：上周港股通南向资金净流入情况(亿港元)



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

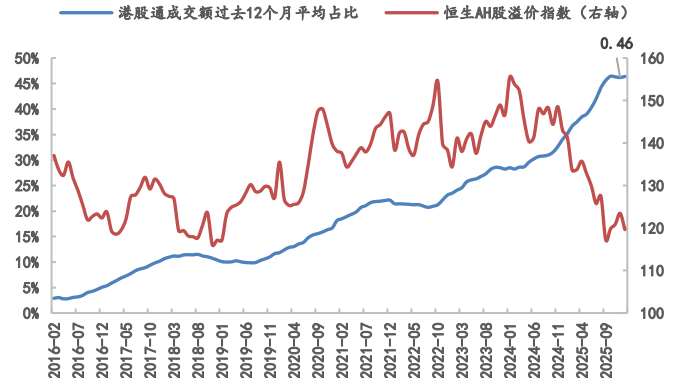


图 2：港股通年内累计流入金额（亿港元）



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 3：过去 12 个月港股通成交额占比 (%)



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 6：上周美股各行业板块涨跌

	收盘价 2026-01-23	当周涨跌幅 (%)	当月涨幅	年初以来涨跌幅 (%)	年初以来相对标普500 指数涨跌幅 (%)	市盈率
能源	756.77	3.11	10.1010	9.53	9.08	17.92
材料	631.68	2.57	9.9707	9.01	8.95	31.61
通讯服务	459.09	1.06	1.4811	1.07	0.46	33.36
医疗保健	1,834.27	1.06	1.5715	1.00	0.55	36.27
日常消费	922.40	0.89	6.6493	6.06	5.63	25.40
可选消费	1,989.40	0.66	3.1615	2.34	2.14	37.61
信息技术	5,608.11	-0.77	-1.3352	-2.18	-2.36	42.85
工业	1,389.93	-1.61	5.8480	4.93	4.82	30.79
公用事业	432.35	-1.95	-0.3357	-0.96	-1.36	24.35
房地产	260.21	-2.36	2.0290	1.01	1.00	46.82
金融	881.71	-2.52	-3.2794	-4.02	-4.30	17.59

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 7：上周美股各 ETF 涨跌

ETF 代码	ETF 名称	收盘价 (美元) 2026-01-23	当周涨跌幅 (%)	年初以来 涨跌幅 (%)	年初以来相对 标普500涨跌 幅 (%)	近6个月 回报 (%)	当周成交 额 (亿)	每股净 值 (美元)	价格-每 股净值
SPY	SPDR 标普500 指数ETF	689.23	-0.35	0.32	0.05	8.18	2,599.20	689.26	-0.03
QQQ	Invesco 纳斯达克100 指数ETF	622.72	0.24	0.53	0.34	9.95	1,524.83	622.88	-0.16
IWM	iShares 罗素2000 ETF	264.81	-0.36	6.77	6.55	18.02	493.80	264.90	-0.09
TQQQ	ProShares 三倍做多纳斯达克指数ETF	54.38	0.44	0.52	2.12	-38.84	235.97	54.42	-0.04
VOO	Vanguard 标普500 指数ETF	633.83	-0.36	0.33	0.04	8.24	234.06	633.89	-0.06
IVV	iShares 核心标普500 指数ETF	692.24	-0.35	0.34	0.04	8.15	214.21	692.32	-0.08
TLT	iShares 20年期以上美国国债ETF	87.93	0.15	0.08	-0.14	1.74	170.54	87.87	0.06
LQD	iShares iBoxx 投资等级公司债券ETF	110.84	0.24	0.16	-0.43	1.70	164.60	110.77	0.07
RSP	Invesco 标普500 平均加权指数ETF	198.77	-0.14	2.88	2.74	5.88	141.52	198.79	-0.02
HYG	iShares iBoxx 非投资等级公司债券ETF	81.14	0.06	0.53	-0.39	0.81	125.06	81.09	0.05
DIA	SPDR 道琼斯工业平均指数ETF	490.93	-0.50	1.55	1.17	9.33	118.21	490.97	-0.04
VTI	Vanguard 整体股市ETF	340.56	-0.38	0.80	0.55	8.57	112.75	340.54	0.02
XLK	SPDR 科技类股ETF	145.09	-0.36	-0.22	-0.25	-44.62	108.65	145.09	0.00
XLFI	SPDR 金融类股ETF	53.07	-2.52	-3.82	-4.13	-0.69	107.20	53.06	0.01
XLE	SPDR 能源类股ETF	49.19	3.15	9.41	9.00	-43.52	102.94	49.19	0.00
XLI	SPDR 工业类股ETF	164.22	-1.61	4.99	4.84	5.96	82.68	164.20	0.02
XLV	SPDR 健康照护类股ETF	157.48	1.12	1.16	0.71	15.39	78.91	157.47	0.01
XLP	SPDR 必需性消费类股ETF	82.91	0.97	6.09	5.71	1.73	64.92	82.89	0.02
IJH		69.64	-0.60	4.41	4.49	8.20	51.54	69.66	-0.02
AGG	iShares 美国核心综合债券ETF	100.11	0.06	-0.01	-0.79	1.69	50.00	100.07	0.04

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

表 8：上周大类资产表现

名称	收盘价格 2026-01-23	当周涨跌 (%)	当月涨跌 (%)	年内累计涨跌 (%)	近1个月涨跌 (%)	近3个月涨跌 (%)	近6个月涨跌 (%)	近1年涨跌 (%)
COMEX白银	103.3	16.6	46.3	46.3	50.6	113.8	154.4	211.2
巴西IBOVESPA指数	178858.5	8.5	11.0	11.0	13.1	23.5	33.4	45.4
COMEX黄金	4983.1	8.4	14.8	14.8	11.5	21.4	40.9	70.5
MSCI拉美新兴市场	3086.1	7.6	13.9	13.9	15.4	23.8	37.6	57.3
ICE布油	65.4	2.9	8.5	8.5	7.2	8.2	1.3	-5.7
ICE轻质低硫原油	61.3	2.7	6.9	6.9	5.8	6.1	-2.2	-9.8
COMEX铜	5.9	1.5	4.5	4.5	7.8	16.8	0.4	29.2
MSCI新兴市场	1501.1	1.1	6.9	6.9	8.5	8.8	20.3	38.7
上证指数	4136.2	0.8	4.2	4.2	5.6	5.7	15.5	28.7
NASDAQ中国股指数	2270.1	0.4	1.8	1.8	0.9	-7.0	-3.2	10.4
MSCI欧洲	2715.3	0.3	2.7	2.7	3.5	7.3	12.0	29.4
MSCI亚洲新兴市场	822.3	0.2	6.1	6.1	8.0	7.1	19.1	38.1
标普中国债券全收益	164.8	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	-0.2	0.6
标普中国企业债券指数	151.8	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.3	1.0
CBOT10年美债	111.8	0.0	-0.6	-0.6	-0.5	-1.8	0.3	2.9
纳斯达克指数	23501.2	-0.1	1.1	1.1	0.3	3.3	12.5	17.5
MSCI全球	1037.5	-0.1	2.3	2.3	2.2	4.7	11.6	19.5
日经225	53846.9	-0.2	7.0	7.0	6.8	9.2	35.4	35.8
标普500	6915.6	-0.4	1.0	1.0	0.5	3.2	9.6	13.6
恒生指数	26749.5	-0.4	4.4	4.4	3.7	3.8	6.4	35.2
道琼斯工业平均	49098.7	-0.5	2.2	2.2	1.5	5.4	10.3	11.2
MSCI中国(美元)	85.8	-0.5	3.9	3.9	3.0	-0.1	8.9	36.5
美元指数	97.5	-1.9	-0.8	-0.8	-0.8	-1.4	0.2	-9.9

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整

## 3. 市场外部环境跟踪

### 3.1. 国内宏观经济数据更新

表 9：国内部分主要宏观数据

指标	单位	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	环比前值变化	折线图
GDP	GDP: 当季同比	5.40			5.40			5.20			4.80			4.50	↑	4.5
	GDP: 累计同比	5.00			5.40			5.30			5.20			5.00	↑	5.0
	GDP: 环比	1.60			1.20			1.00			1.10			1.20	↑	1.2
	GDP: 第一产业: 当季同比	3.90			3.50			3.80			4.00			4.20	↑	4.2
	GDP: 第二产业: 当季同比	4.90			5.90			4.80			4.20			3.40	↑	3.4
PMI	GDP: 不变价: 第三产业: 当季同比	5.90			5.30			5.70			5.40			5.20	↑	5.2
	制造业PMI	50.10	49.10	50.20	50.50	49.00	49.50	49.70	49.30	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	↑	0.9
	非制造业PMI: 服务业	52.00	50.30	50.00	50.30	50.10	50.20	50.10	50.00	50.50	50.10	50.20	49.50	49.70	↑	0.2
	非制造业PMI: 建筑业	53.20	49.30	52.70	53.40	51.90	51.00	52.80	50.60	49.10	49.30	49.10	49.60	52.80	↑	3.2
	工业增加值: 规模以上工业企业: 当月同比	6.20	-11.11	31.02	7.70	6.10	5.80	6.80	5.70	5.20	6.50	4.90	4.80	5.20	↑	0.4
生产情况	工业增加值: 规模以上工业企业: 累计同比	5.80		5.90	6.50	6.40	6.30	6.40	6.30	6.20	6.20	6.10	6.00	5.90	↓	-0.1
	发电量: 当月同比	0.60			1.80	0.90	0.50	1.70	3.10	1.60	1.50	7.90	2.70	0.10	↓	-2.6
	发电量: 累计同比	4.60		-1.30	-0.30	0.10	0.30	0.80	1.30	1.50	1.60	2.30	2.40	2.20	↓	-0.2
	服务业生产指数: 当月同比	6.50			6.30	6.00	6.20	6.00	5.80	5.60	5.60	4.60	4.20	5.00	↓	0.8
	服务业生产指数: 累计同比	5.20		5.60	5.80	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90	5.70	5.60	5.50	↓	-0.1
固定资产投资	固定资产投资完成额: 累计同比	3.20	4.10	4.20	4.00	3.70	2.80	1.60	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	-1.20	↓	-1.2
	民间固定资产投资完成额: 累计同比	-0.10			0.40	0.20		-0.60	-1.50	-2.30	-3.10	-4.50	-5.30	-6.40	↓	-1.1
	民间固定资产投资完成额: 累计比重	50.08		50.77											→	
	固定资产投资完成额: 基础设施: 累计同比	9.19		9.95	11.50	10.85	10.42	8.90	7.29	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	↓	-1.6
	固定资产投资完成额: 基础设施: 建设(不含电力): 累计同比	4.40		5.60	5.80	5.80	5.60	4.60	3.20	2.00	1.10	-0.10	-1.10	-2.20	↓	-1.1
消费	固定资产投资完成额: 制造业: 累计同比	9.20		9.00	9.10	8.80	8.50	7.50	6.20	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	↓	-1.3
	固定资产投资完成额: 房地产业: 累计同比	-10.80		-9.10	-10.00	-10.60	-11.10	-11.50	-12.40	-13.20	-14.00	-14.90	-16.00	-17.50	↓	-1.5
	社会消费品零售总额: 当月同比	3.70		4.00	5.90	5.10	6.40	4.80	3.70	3.40	3.00	2.90	1.30	0.90	↓	-0.4
	社会消费品零售总额: 累计同比	3.50		4.00	4.60	4.70	5.00	5.00	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	↓	-0.3
	进口金额: 当月同比	0.84	-16.30	1.60	-4.30	-0.30	-3.30	1.20	4.20	1.40	7.40	0.90	1.90	5.70	↑	3.8
进出口	出口金额: 当月同比	10.67	5.90	-3.10	12.20	8.00	4.60	5.80	7.10	4.30	8.20	-1.20	5.90	6.60	↑	0.7
	进出口差额: 当月同比	6.45	-3.40	-1.00	4.90	4.50	1.30	3.90	5.90	3.10	7.90	-0.30	4.20	6.20	↑	2.0
	贸易差额: 当月同比	40.75	64.88	-23.83	74.04	33.35	26.23	15.30	14.11	11.01	10.39	-6.06	14.62	8.49	↓	-6.1
	CPI: 当月同比	0.10	0.50	-0.70	-0.10	-0.10	-0.10	0.10		-0.40	-0.30	0.20	0.70	0.80	↑	0.1
	CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 当月同比	0.40	0.60	-0.10	0.50	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.20	1.20	1.20	→	
通胀	PPI: 全部工业品: 当月同比	-2.30	-2.30	-2.20	-2.50	-2.70	-3.30	-3.60	-3.60	-2.90	-2.30	-2.10	-2.20	-1.90	↑	0.3
	社会融资规模: 当月值	28,537.00	70,546.00	22,331.00	58,961.00	11,599.00	22,900.00	42,251.00	11,307.00	25,660.00	35,299.00	8,178.00	24,926.00	22,075.00	↓	-2,851.0
	社会融资规模: 当月值: 同比增长	9,211.00	5,812.00	7,372.00	10,626.00	12,257.00	2,277.00	9,266.00	3,600.00	-4,663.00	-2,336.00	-5,942.00	1,638.00	-6,462.00	↓	-8,100.0
	社会融资规模: 新增人民币贷款: 当月值	8,402.00	52,194.00	6,528.00	38,234.00	884.00	5,923.00	23,600.00	-4,296.00	6,253.00	16,081.00	-154.00	4,096.00	9,804.00	↑	5,708.0
	社会融资规模: 新增人民币贷款: 当月值: 同比增长	-2,690.00	3,793.00	-3,245.00	5,314.00	-2,465.00	-2,274.00	1,673.00	-3,488.00	-4,158.00	-3,661.00	-3,119.00	-1,120.00	1,402.00	↑	2,522.0
金融	社会融资规模: 政府债券: 当月值	17,566.00	6,933.00	16,939.00	14,866.00	9,729.00	14,585.00	13,508.00	12,482.00	13,672.00	11,893.00	4,852.00	12,077.00	6,833.00	↓	-5,244.0
	社会融资规模: 政府债券: 当月值: 同比增长	8,242.00	3,986.00	10,928.00	10,240.00	10,666.00	2,319.00	5,032.00	5,601.00	-2,505.00	-3,464.00	-5,643.00	-1,012.00	-10,733.00	↓	-9,721.0
	M1: 同比	1.20	0.40	0.10	1.60	1.50	2.30	4.60	5.60	6.00	7.20	6.20	4.90	3.80	↓	-1.1
	M2: 同比	7.30	7.00	7.00	7.00	8.00	7.90	8.30	8.80	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	↑	0.5
	M2: 同比-M1: 同比	6.10	6.60	6.90	5.40	6.50	5.60	3.70	3.20	2.80	1.20	2.00	3.10	4.70	↑	1.6
货币	社会融资规模: 当月值: 同比增长	47.66	8.98	49.28	21.98	1,862.77	11.04	28.09	46.71	-15.38	-6.21	-42.08	7.03	-22.64	↓	-29.7
	社会融资规模: 新增人民币贷款: 当月值: 同比增长	-24.25	7.84	-33.20	16.14	-73.60	-27.74	7.63	-431.68	-39.94	-18.54	-105.19	-21.47	16.69	↑	38.2
	公开市场操作: 货币净投放: 月: 合计值	-8,317.50	19,780.20	-9,634.30	-3,587.00	3,208.00	-152.00	5,359.00	1,880.00	-534.00	3,902.00	-5,953.00	-5,562.00	2,819.00	↑	8,381.0
	货币准备金: 外汇储备: 亿美元	32,023.57	32,090.36	32,272.24	32,406.65	32,816.62	32,852.55	33,174.22	32,922.35	33,221.54	33,386.58	33,433.43	33,463.72	33,578.69	↑	115.0
房地产	70个大中城市: 房屋销售价格指数: 新建商品住宅: 当月同比	-5.70	-5.40	-5.20	-5.00	-4.50	-4.10	-3.70	-3.40	-3.00	-2.70	-2.60	-2.80	-3.00	↓	-0.2
	70个大中城市: 房屋销售价格指数: 新建商品住宅: 环比	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.30	-0.30	-0.30	-0.40	-0.50	-0.40	-0.40	→	
	70个大中城市: 房屋销售价格指数: 二手房住宅: 当月同比	-8.10	-7.80	-7.50	-7.30	-6.80	-6.30	-6.10	-5.90	-5.50	-5.20	-5.40	-5.70	-6.10	↓	-0.4
	70个大中城市: 房屋销售价格指数: 二手房住宅: 环比	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	-0.40	-0.50	-0.60	-0.50	-0.60	-0.60	-0.70	-0.70	-0.70	→	
	商品房销售面积: 累计同比	-12.90		-5.10	-3.00	-2.80	-2.90	-3.60	-4.00	-4.70	-5.50	-6.80	-7.80	-8.70	↓	-0.9
商品房销售	商品房销售面积: 当月同比	-17.10		-2.60	-2.10	-3.20	-3.80	-5.50	-6.50	-7.30	-7.90	-9.60	-11.10	-12.60	↓	-1.5
	房屋新开工面积: 累计同比	-23.00		-29.60	-24.40	-23.80	-22.80	-20.00	-19.40	-19.50	-18.90	-19.80	-20.50	-20.40	↓	0.1
	房屋新开工面积: 当月同比	-12.70		-9.10	-9.50	-9.70	-9.20	-9.10	-9.20	-9.30	-9.40	-9.40	-9.60	-10.00	↓	-0.4
	房屋竣工面积: 累计同比	-27.70		-15.60	-14.30	-16.90	-17.30	-14.80	-16.50	-17.00	-15.30	-16.90	-18.00	-18.10	↓	-0.1
	房屋竣工面积: 当月同比	10.60		5.10	5.10	4.80	4.20	4.10	3.40	3.10	3.60	3.30	2.60	1.60	↓	-1.0
失业率	商品房待售面积: 累计同比	16.20		6.60	6.80	6.60	6.50	6.50	5.90	5.40	5.80	5.40	4.30	2.80	↓	-1.5
	城镇调查失业率	5.10	5.20	5.40	5.20	5.10	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.10	5.10	5.10	→	
	城镇调查失业率: 16-24岁劳动力(不含在校生)	15.70	16.10	16.90	16.50	15.80	14.90	14.50	17.80	18.90	17.70	17.30	16.90	16.50	↓	-0.4
	城镇调查失业率: 25-29岁劳动力(不含在校生)	6.60	6.90	7.30	7.20	7.10	7.00	6.70	6.90	7.20	7.20	7.20	7.20	6.90	↓	-0.3
	城镇调查失业率: 30-59岁劳动力(不含在校生)	3.90	4.00	4.30	4.10	4.00	3.90	4.00	3.90	3.90	3.90	3.80	3.80	3.90	↑	0.1

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理



表 10：美国部分主要宏观数据

指标	单位	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	新视图
GDP	实际GDP同比			2.02			2.08			2.33					
	实际GDP环比			-0.60			3.80			4.40					
生产情况	工业总产值当月同比	-0.70	0.22	-0.22	-0.18	-0.12	-0.32	2.18	0.62	1.69	1.87	2.57	2.25		
	制造业新订单当月同比	3.17	2.97	4.92	0.71	9.70	5.59	1.64	3.74	3.59	2.21				
	工业产能利用率	75.58	76.27	76.13	76.10	75.89	76.18	76.40	76.08	76.13	75.84	76.08	76.26		
消费	个人可支配收入折年同比	1.79	1.79	2.34	2.80	1.51	1.19	1.50	1.55	1.51	1.17	1.01			
	个人消费支出折年同比	3.31	2.73	3.19	3.15	2.53	2.50	2.63	2.79	2.38	2.57	2.55			
	零售销售当月同比	4.59	3.96	4.89	4.67	2.94	4.03	3.79	4.73	3.88	3.09	3.10			
	零售和食品服务销售当月同比	4.56	3.86	5.08	4.97	3.37	4.42	4.13	4.97	4.14	3.26	3.33			
地产	新建住房销量当月同比	-2.79	-2.43	-4.62	-1.81	-5.71	-1.34	-10.00	2.60	2.93	18.68				
	新建住房销售价中位数	美元	429,600.00	415,100.00	412,900.00	413,600.00	424,800.00	409,200.00	397,300.00	420,000.00	405,800.00	392,300.00			
	成屋销量折年同比		2.25	-0.93	-2.43	-1.96	-0.49		0.75	1.78	3.85	1.99	-0.72	1.40	
	成屋销售价中位数	美元	393,400.00	396,800.00	403,100.00	414,000.00	423,700.00	432,700.00	425,700.00	422,400.00	412,300.00	414,900.00	410,000.00	405,400.00	
	已开工新建住宅数量折年同比		-1.67	-3.99	3.28	0.94	-2.58	4.14	12.25	-7.19	-3.76	-7.84			
	20个大中城市:标准普尔/CS房价指数	2000年1月=100	339.32	340.13	339.64	338.59	337.54	336.91	336.80	337.33	337.91	339.00			
就业	新增非农就业人数	千人	111.00	102.00	120.00	158.00	19.00	-13.00	72.00	-26.00	108.00	-173.00	56.00	50.00	
	新增非农就业人数:私营部门	千人	79.00	107.00	114.00	133.00	69.00	-27.00	56.00	10.00	104.00	1.00	50.00	37.00	
	新增非农就业人数:政府部门	千人	32.00	-5.00	6.00	25.00	-50.00	14.00	16.00	-36.00	4.00	-174.00	6.00	13.00	
	新增非农就业人数:服务生产	千人	90.00	83.00	109.00	131.00	82.00	-6.00	72.00	43.00	87.00	22.00	32.00	58.00	
	新增非农就业人数:商品生产	千人	-11.00	24.00	5.00	2.00	-13.00	-21.00	-16.00	-33.00	17.00	-21.00	18.00	-21.00	
	失业率:季调	%	4.00	4.20	4.20	4.20	4.30	4.10	4.30	4.30	4.40	4.50	4.50	4.40	
	失业率(未):季调	%	7.50	8.00	7.90	7.80	7.80	7.70	7.90	8.10	8.10	8.10	8.70	8.40	
	职位空缺率:非农:季调	%	4.70	4.50	4.30	4.40	4.60	4.40	4.30	4.30	4.60	4.50	4.30		
	亚特兰大联储薪资增长指数:12个月移动平均		4.70	4.60	4.60	4.50	4.40	4.30	4.30	4.20	4.20	4.20	4.00		
	亚特兰大联储:薪资增长指数:后25%分位数:12个月移动平均		4.20	4.20	4.10	3.80	3.70	3.60	3.60	3.40	3.50	3.60	3.50		
	亚特兰大联储:薪资增长指数:前50%-前75%分位数:12个月移动平均		4.70	4.70	4.60	4.50	4.40	4.40	4.40	4.40	4.30	4.30	4.30		
	亚特兰大联储:薪资增长指数:前25%-50%分位数:12个月移动平均		4.70	4.60	4.70	4.60	4.60	4.40	4.40	4.40	4.30	4.40	4.40		
	亚特兰大联储:薪资增长指数:前25%分位数:12个月移动平均		4.90	4.90	5.00	4.80	4.80	4.80	4.70	4.70	4.50	4.30	4.00		
通胀	CPI:季调:同比	%	3.00	2.80	2.40	2.30	2.40	2.70	2.70	2.90	3.00	2.70	2.70	2.70	
	CPI:季调:环比	%	0.50	0.20	-0.10	0.20	0.10	0.30	0.20	0.40	0.30		0.30		
	核心CPI:季调:同比	%	3.30	3.10	2.80	2.80	2.80	2.90	3.00	3.10	3.00	2.60	2.60		
	PCE:同比	%	2.61	2.71	2.36	2.28	2.46	2.59	2.61	2.75	2.79	2.68	2.77		
	核心PCE:同比	%	2.78	2.97	2.67	2.61	2.78	2.81	2.86	2.91	2.83	2.73	2.79		
	密歇根大学:通胀率预期:1年	%	3.30	4.30	5.00	6.50	6.60	5.00	4.50	4.80	4.70	4.60	4.50	4.20	4.00
景气度	ISM:制造业PMI		50.90	50.30	49.00	48.70	48.50	49.00	48.00	48.70	49.10	48.70	48.20	47.90	
	ISM:服务业PMI		52.80	53.50	50.80	51.60	49.90	50.80	50.10	52.00	50.00	52.40	52.60	54.40	
	Sentix投资信心指数:机构投资者现状指数		32.00	38.00	16.00	6.50	-5.50	7.00	16.00	23.50	13.00	17.00	14.50	22.50	23.50
	密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	71.70	64.70	57.00	52.20	52.20	60.70	61.70	58.20	55.10	53.60	51.00	52.90	56.40

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 3.2 央行最新动向

- 贝莱德高管里克·里德尔(Rick Rieder)在美联储主席候选人竞争中胜率从6%飙升至49%跃居首位,与此同时,特朗普政府征询对候选人简短名单的看法时,里德尔获得债券市场参与者积极反馈,从未在美联储任职被视为优势。
- 日本央行维持基准利率在0.75%不变,同时上调2026财年经济增长及通胀预期。日本央行行长植田表示,将密切关注日元走弱的影响,若债券长期利率异常上升,将购买国债稳定市场。
- 央行行长潘功胜表示,2026年将继续实施好适度宽松的货币政策,灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具,保持流动性充裕。今年降准降息还有一定的空间。要继续维护好金融市场的平稳运行。做好预期管理,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强债券市场、外汇市场、货币市场、票据市场、黄金市场监督管理。建立在特定情景下向非银机构提供流动性的机制性安排。继续用好支持资本市场的两项货币政策工具,支持资本市场稳定发展。

### 3.3 部分国内外重要新闻

- 据国家统计局初步核算，2025 年我国 GDP 同比增长 5%，达到 140.19 万亿元，其中第四季度增长 4.5%；规模以上工业增加值同比增长 5.9%，制造业规模继续保持全球第一；服务业增加值增长 5.4%，占 GDP 比重提高到 57.7%；社会消费品零售总额同比增长 3.7%，最终消费支出对经济增长贡献率达到 52%；固定资产投资同比下降 3.8%，其中房地产开发投资下降 17.2%。2025 年末全国人口 140489 万人，全年出生人口 792 万人，死亡人口 1131 万人，人口总量同比减少 339 万人。
- 国家统计局公布去年 12 月 70 个大中城市房价数据，各线城市房价环比总体下降、同比降幅扩大。二手房方面，70 城房价环比全部下跌，一线城市环比跌幅收窄，北京、广州分别下跌 1.3% 和 1%。新房方面，一线城市房价环比跌幅收窄，上海环比上涨 0.2%、同比上涨 4.8%，为一线城市中唯一新房价格同比、环比均上涨的城市。
- 美国 2025 年第三季度 GDP 终值年化环比增长 4.4%，高于 4.3% 的初值，创下近两年来最快增速。美联储青睐的通胀指标——11 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，均符合预期。美国上周初请失业金人数 20 万人，低于预期的 21 万人。
- 格陵兰岛危机峰回路转。美国总统特朗普宣布，已与北约秘书长吕特就格陵兰岛问题达成协议框架。如果这项方案最终得以落实，将对美国 and 所有北约成员国都大有裨益。特朗普表示，将不会实施原定于 2 月 1 日生效的关税措施。欧盟委员会发言人表示，欧盟领导人紧急峰会将按计划于当地时间 1 月 22 日晚间举行。
- 日本财务省公布数据显示，2025 年日本贸易逆差 2.65 万亿日元，连续 5 年呈现逆差。全年出口额增长 3.1% 至 110.45 万亿日元，创纪录新高。对美出口额减少 4.1%，5 年来首次下降。

### 3.5 本周关注

美联储议息会议。

## 4. 风险提示

国内国外经济下行风险加大、美联储货币政策超预期转向、地缘政治风险变化。

# 免责声明

## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，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、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本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，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>