

2026年01月25日

历史盈利回归参考，看好更长的化工周期

——资产配置周报（2026/01/19-2026/01/23）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- 全球大类资产回顾。**1月23日当周，除A股外，全球股市普遍收跌，科创指数表现亮眼；主要商品期货中原油、黄金、铜、铝均收涨；美元指数下跌，人民币、日元、欧元升值。1) 权益方面：科创50>深证成指>上证指数>纳指>日经225>创业板指>标普500>恒生指数>恒生科技指数>道指>沪深300指数>英国富时100>法国CAC40>德国DAX30。2) 格陵兰岛局势峰回路转，但地缘政治局势，日本财政可持续性的担忧，共同推升金价及银价；原油受中东局势影响，当周上涨。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤小幅上涨，螺纹钢、水泥、混凝土小幅回落；乘用车1月18日当周日均零售3.77万辆，环比上涨26.54%，同比下跌28.00%；1月23日当周BDI环比上涨12.44%。4) 国内利率债收益率涨跌不一，全周中债1Y国债收益率上涨3.95BP至1.2819%，10Y国债收益率下跌1.26BP收至1.8298%。5) 2Y美债收益率当周上行1BP至3.60%，10Y美债收益率维持4.24%；10Y日债收益率上行5.7BP至2.2390%。6) 美元指数收于97.50，周下跌1.88%；离岸人民币对美元升值0.27%。
- 国内权益市场。**至1月23日当周，风格方面，周期>成长>消费>金融，日均成交额为27750亿元（前值34283亿元）。申万一级行业中，共有24个行业上涨，7个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为建筑材料（+9.23%）、石油石化（+7.71%）、钢铁（+7.31%）；跌幅靠前的行业为银行（-2.70%）、通信（-2.12%）、非银金融（-1.45%）。
- 历史盈利回归参考，看好更长的化工周期。**化工产业链长，具有较强的周期属性，主要由于：原材料尤其是原油的价格波动，下游需求受宏观基本面的影响，供给周期的影响，利率及资金层面对于大宗商品价格的影响，技术进步影响，环保政策及装置开工的影响等。从历史复盘，化工的周期通常为七年，自上一轮周期在2021年初达到高点后，经过超4年的回调，目前化工行业已经具备向上属性。参考历史盈利，2026-2024年间申万基础化工的平均ROE为10.14%，2007年及2021年的高点分别为16.32%和17.6%。从历史盈利回归的角度，我们认为当前的化工周期向好将会更加持续，行业龙头的向上空间更大，主要基于：欧洲及日韩的落后装置出清，国内新增项目的放缓，全球经济的缓慢复苏等。从资产配置的角度，看好2026年的商品表现，重点推荐化工、有色板块，看好AI在行业的应用等。
- 利率与汇率。**资金方面：随着税期结束，短期资金利率有望企稳。上半年中长期存款到期高峰再度来临，考虑到央行呵护态度明确，且商业银行规模扩张诉求明显下降，预计存款到期压力对流动性的影响较为温和。利率债方面：长债供给担忧及宏观修复对长债的影响消化，中长期国债收益率普遍小幅下行。短期稳增长压力不大，央行货币政策较为克制，预计中长端债利率仍将高位徘徊。美债方面，中长期通胀预期偏强、供给较大及美元信用受损等因素影响下，预计仍高位震荡。汇率方面，地缘政治影响下，资金从美元资产流出，美元指数走弱、非美货币升值。因国内经济韧性较好及升值预期影响下结汇需求快速上升，人民币仍处于有利位置。
- 风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：历史盈利回归参考，看好更长的化工周期	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：多因素叠加，短期利率回升	7
2.2. 利率债：震荡局面难突破	7
2.3. 美债：流动性趋于稳定，长端扰动因素较多	8
2.4. 汇率：内外因共振，人民币处于有利位置	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	9
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪	13
4. 行业及主题	15
4.1. 行业高频跟踪	15
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 名义 GDP 增速企稳，关注一季度投资端的边际变化	17
5.2. 资金及流动性跟踪	20
5.3. 美国流动性情况跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	22
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	10
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	12
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	14
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	14
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	15
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	15
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	16
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	16
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	17
图 39 GDP 不变价、现价当季同比增速, %, %	19
图 40 三大需求对 GDP 的拉动, %	19
图 41 分行业工业增加值当月同比, %, %	19
图 42 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %	20
图 43 分行业制造业投资累计同比, %, %	20
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	20
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	20
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21

图 47 SHIBOR 3M, %	21
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %.....	21
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元.....	21
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps.....	22
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元.....	22
图 52 财经日历.....	24

1.核心观点：历史盈利回归参考，看好更长的化工周期

1.1.市场观点与资产配置建议

1) **历史盈利回归参考，看好更长的化工周期。**化工产业链长，具有较强的周期属性，主要由于：原材料尤其是原油的价格波动，下游需求受宏观基本面的影响，供给周期的影响，利率及资金层面对于大宗商品价格的影响，技术进步影响，环保政策及装置开工的影响等。从历史复盘，化工的周期通常为七年，自上一轮周期在 2021 年初达到高点后，经过超 4 年的回调，目前化工行业已经具备向上属性。参考历史盈利，2006-2024 年间申万基础化工的平均 ROE 为 10.14%，2007 年及 2021 年的高点分别为 16.32%和 17.6%。从历史盈利回归的角度，我们认为当前的化工周期向好将会更加持续，行业龙头的向上空间更大，主要基于：欧洲及日韩的落后装置出清，国内新增项目的放缓，全球经济的缓慢复苏等。从资产配置的角度，看好 2026 年的商品表现，重点推荐化工、有色板块，看好 AI 在行业的应用等。

2) **利率与汇率。**资金方面：随着税期结束，短期资金利率有望企稳。上半年中长期存款到期高峰再度来临，考虑到央行呵护态度明确，且商业银行规模扩张诉求明显下降，预计存款到期压力对流动性的影响较为温和。利率债方面：长债供给担忧及宏观修复对长债的影响消化，中长期国债收益率普遍小幅下行。短期稳增长压力不大，央行货币政策较为克制，预计中长端债利率仍将高位徘徊。美债方面，中长期通胀预期偏强、供给较大及美元信用受损等因素影响下，预计仍高位震荡。汇率方面，地缘政治影响下，资金从美元资产流出，美元指数走弱、非美货币升值。因国内经济韧性较好及升值预期影响下结汇需求快速上升，人民币仍处于有利位置。

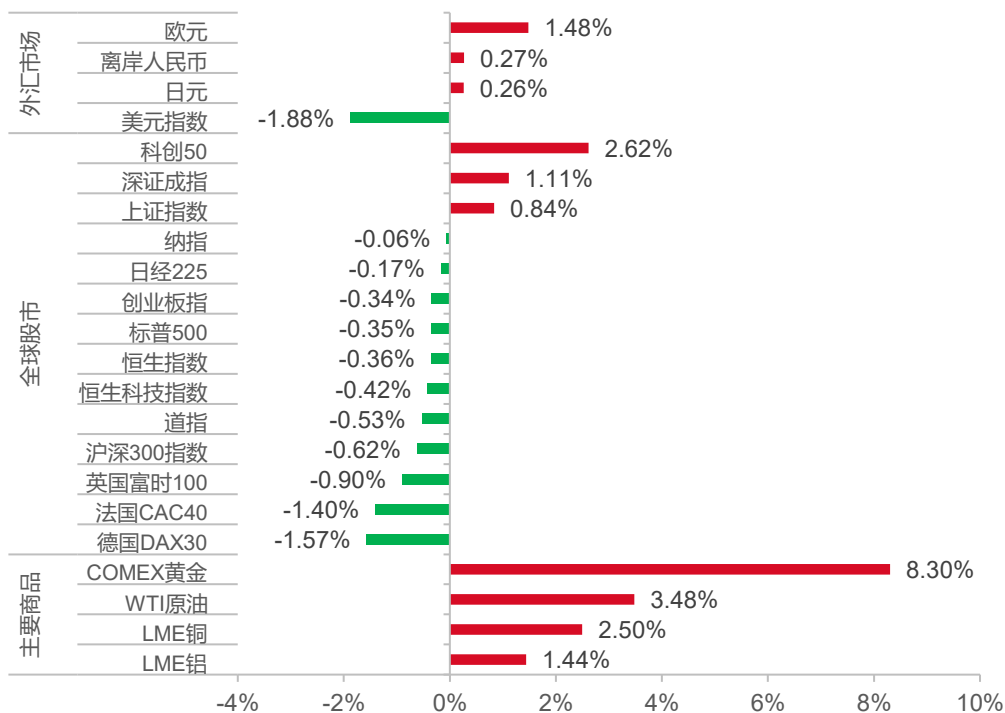
3) **新的一周主要经济数据与市场预期。**新的一周全球关键经济数据为主要财报、货币政策决定和大型企业发布的数据。市场普遍预计，在去年 12 月降息后，美联储将把联邦基金利率维持在 3.5%-3.75%不变，主要是劳动力市场状况依然强劲，通胀在整个第四季度都居高不下。美国经济数据方面，投资者将关注耐用品订单和生产者价格指数的最新数据；其中 2025 年 11 月份耐用品订单预计将增长 0.5%，较 10 月份 2.2%的降幅有所反弹；预计 12 月份生产者价格将上涨 0.2%，与 11 月份持平，而核心 PPI 将在此前持平后上涨 0.3%。新的一周欧洲各国将重点发布第四季度 GDP 初值，欧元区以及德国、法国、意大利和西班牙将公布初值。欧元区经济预计在 2025 年第四季度环比增长 0.3%，预计与上一季度持平。预计西班牙仍将是表现最强劲的经济体，增长率约为 0.6%，而德国、法国和意大利预计将分别实现 0.2%左右的温和增长。在中国重点关注 12 月份的工业利润数据，以及 1 月份官方的国家统计局制造业和非制造业 PMI 数据，预计将显示制造业增长温和回升。在日本，市场关注的焦点将是日本央行 12 月政策会议的纪要，会议将基准利率上调至 0.75%的 30 年高点，以及东京的通胀数据，预计核心利率将从 2.3%小幅降至 2.2%。

1.2.全球大类资产回顾

1 月 23 日当周，除 A 股外，全球股市普遍收跌，科创指数表现亮眼；主要商品期货中原油、黄金、铜、铝均收涨；美元指数下跌，人民币、日元、欧元升值。1) 权益方面：科创 50>深证成指>上证指数>纳指>日经 225>创业板指>标普 500>恒生指数>恒生科技指数>道指>沪深 300 指数>英国富时 100>法国 CAC40>德国 DAX30。国内来看，2025 年完成全年 5%的增长目标，平减指数降幅收窄，价格水平回升。但内外需仍存温差，财政靠前发力下，2026 年 Q1 投资端的边际变化值得关注。政策上，继结构性降息后，财政贴息政策也有扩容及优化，此外买断式逆回购+MLF 合计净投放达 1 万亿元，关注财政货币合力助力开门红。2) 格陵兰岛局势峰回路转，但地缘政治局势，日本财政可持续性的担忧，共同推升金价及

银价；原油受中东局势影响，当周上涨。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤小幅上涨，螺纹钢、水泥、混凝土小幅回落；乘用车 1 月 18 日当周日均零售 3.77 万辆，环比上涨 26.54%，同比下跌 28.00%；1 月 23 日当周 BDI 环比上涨 12.44%。4) 国内利率债收益率涨跌不一，全周中债 1Y 国债收益率上涨 3.95BP 至 1.2819%，10Y 国债收益率下跌 1.26BP 收至 1.8298%。5) 2Y 美债收益率当周上行 1BP 至 3.60%，10Y 美债收益率维持 4.24%；10Y 日债收益率上行 5.7BP 至 2.2390%。6) 美元指数收于 97.50，周下跌 1.88%；离岸人民币对美元升值 0.27%；日元对美元升值 0.26%。

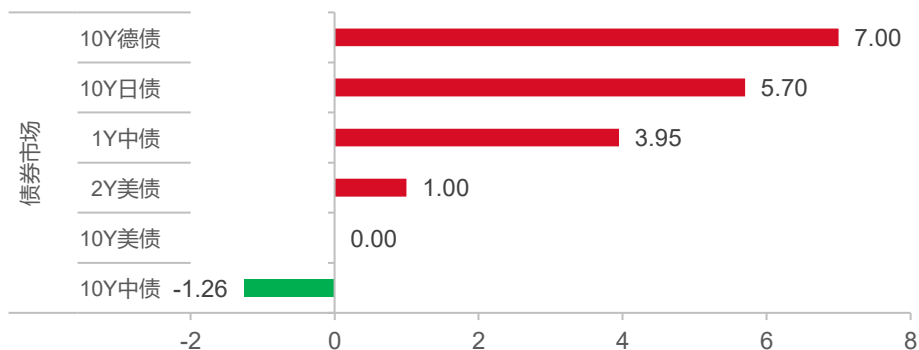
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

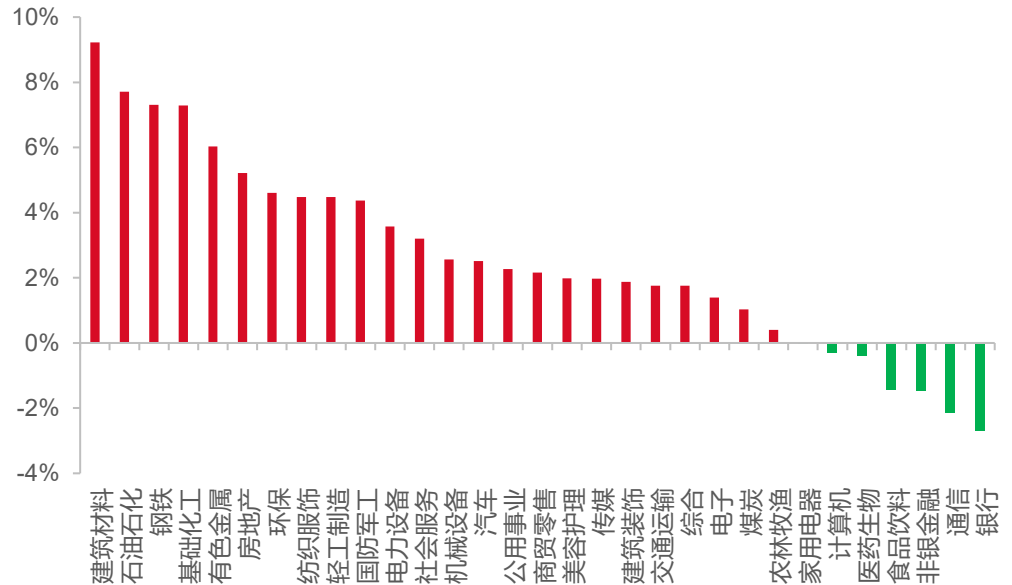


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 1 月 23 日当周，风格方面，周期>成长>消费>金融，日均成交额为 27750 亿元（前值 34283 亿元）。申万一级行业中，共有 24 个行业上涨，7 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为建筑材料（+9.23%）、石油石化（+7.71%）、钢铁（+7.31%）；跌幅靠前的行业为银行（-2.70%）、通信（-2.12%）、非银金融（-1.45%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，1/19-1/23

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：多因素叠加，短期利率回升

周内，受大税期走款、政府债净融资回升以及权益与商品市场资金分流等因素叠加影响，周内短期资金利率由低位逐渐回升。央行适当加大 7 天逆回购投放利率，以维护资金面平稳。银行体系融出规模明显回升，显示流动性未陷入系统性短缺。随着税期结束，资金面有望逐步回归平稳。

中长期资金方面，央行加大明显加大 MLF 投放力度，同业存单融资力度维持低位，收益率普遍回落。今年上半年中长期存款到期规模较大，重定价后存款收益率下降将较多，商业银行或面临潜在的存款流失压力。由于储户风险偏好较低，兼顾收益与风险的产品的流向主要包括中小银行存款、保险产品及银行理财。目前来看，流动性受到存款到期的影响非常有限。考虑到央行呵护态度明确，且商业银行规模扩张诉求明显降温，预计存款到期压力对流动性的影响较为温和。

2.2.利率债：震荡局面难突破

长债供给担忧及 2025 年 12 月宏观修复对长债的影响消化，周内中长期国债收益率普遍小幅下行。短债利率受到资金面影响小幅回升。开门红期间，消费品以旧换新及房地产政策积极、宏观经济数据阶段性改善，同时，央行货币政策较为克制（结构性降息优先于全明降准降息），预计中长端利率仍将高位震荡。

货币政策方面，央行下调各类结构性政策工具利率 25bps。截止 2025 年 3 月末，各类结构性政策工具余额约 5.9 万亿元，测算利率下调后将为银行节约付息成本约 147.5 亿元。

虽然这一节约规模银行息差的直接正面影响有限，但其体现的呵护态度相比直接影响更具有意义。考虑到“开门红”旺季稳增长压力不大，且银行一季度因重定价高峰面临息差压力，预计短期内再度“降准降息”可能性不大。这意味当前流动性较为宽裕的局面仍难以对长端收益率形成有力反馈。当前汇率约束已经明显缓解，一季度重定价结束后银行息差约束也将明显减轻，央行后续“降准降息”空间将再度上升。

金融数据方面，社融口径人民币贷款为 2025 年 7 月以来首次实现多增。企业信贷较同期低基数全面改善，反映年末短期流动性需求增加、新型政策性金融工具对企业信贷的撬动作用以及隐债置换替代效应的弱化。居民融资依然偏弱。央行 2025 年三季度货币政策报告专栏《科学看待金融总量指标》指出：随着金融市场发展，社会融资渠道多元化，在社融、货币供应量与名义经济增速基本匹配的同时（当前这个条件是满足的），贷款增速略低一些也是合理的。另外，货币政策委员会第四季度例会较前次会议删去“引导金融机构加大货币信贷投放力度”的表述，与三季度货币政策报告的导向一致。在监管对金融总量增长诉求淡化的背景之下，后续信贷增长的看点在于存量政策落实。近日央行实施的结构性货币政策工具扩容与结构优化即体现了这一路径。具体优化措施包括：支农支小与再贴现额度打通、并在该额度下单设民营企业再贷款 1 万亿元；科技创新和技术改造再贷款额度增加 4000 亿元至 1.2 万亿元；合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具；拓展碳减排支持工具的支持领域；拓展服务消费与养老再贷款的支持领域。

宏观经济方面，2025 年 12 月制造业 PMI 时隔 8 个月重返扩张区间，非制造业 PMI 同步上升，显示经济景气度显著改善。PPI 与 CPI 双修复，一方面，“反内卷”政策推动产能出清，煤炭、新能源制造等行业价格修复显著。另一方面，消费提振政策叠加元旦假期效应，带动非能源工业品和服务消费回暖。外需方面，净出口表现强劲，贸易顺差持续扩大。消费与投资弱修复，反映内需尤其是私人部门需求疲软，这意味着经济回升的基础仍需要政策护航。整体而言，国内经济弱复苏环境将对债市的双向制约仍然存在。

2.3.美债：流动性趋于稳定，长端扰动因素较多

前期降息+RMP 政策组合对资金与短债市场的利好阶段性消化。隔夜担保融资利率（SOFR）已回落至有效联邦基金利率（EFFR）相近水平，显示市场融资成本趋于稳定。短期国债收益率快速下行后趋于平稳。RMP 预计持续至 2026 年第二季度，美元流动性进入充足且稳定的新局面，但需要关注美联储换届及财政赤字扩大等关键节点的潜在扰动。

长债方面，周初受到地缘政治情绪（格陵兰岛相关摩擦及贸易关税预期）及日本国债收益率异动的共振影响，美债抛压较重，10 年期收益率一度突破 4.30% 的心理关口，触及近五个月高点。随后，随着地缘紧张局势缓和，收益率回落，全周微涨。预计美债收益率仍将高位震荡。一方面，虽然 2025 年 12 月非农就业增长不及预期，但失业率下降、薪资稳定，下周召开的 1 月议息会议降息概率很小。另一方面，消费者支出仍具有韧性，持续为美国经济提供支撑，这一背景下，市场更倾向于等待通胀压力更加明朗（美联储预计关税的一次性影响在 2026 年一季度见顶），而不会过早对降息路径进行定价。再者，市场仍然担忧长债供给上升与需求减弱之间的矛盾，要求更高的风险补偿。供给方面，短期内赤字规模难以大幅收缩，意味着为赤字融资的发债压力仍然存在。需求方面，美元信用受损的背景下，美债的需求受到负面影响（国外投资者持有美国国债占比自 2025 年 7 月以来再度转降）。

2.4.汇率：内外因共振，人民币处于有利位置

地缘政治影响下，周内美元资产抛售导致美元指数明显走弱，非美货币升值。当前能让美元走强的核心驱动（如美联储转向鹰派、通胀重新抬头、美国经济明显优于其他发达经济体）目前都看不到。相反，在美元信任受损的长期叙事下，美元大概率延续弱势基调。

人民币面临的内外因素皆有利。内因方面，贸易顺差创新高导致人民币需求短期内快速回升，而升值预期可能会通过进一步提升结汇意愿进行自我实现（2025年12月结售汇顺差脉冲非常强劲，超过2013年1月的峰值）。再者，CPI、PPI压力放缓，叠加物价指数改善触发经济前景的乐观预期。外因方面，弱美元的背景下，中美利差收窄预期对人民币有利。

随着人民币升值连续突破年内高点，市场较为关注央行对人民币的态度。我们认为，汇率水平将主要由经济基本面、供求关系和国际市场变化来决定。双向波动是健康市场应有的常态。央行主要关注的是超调风险，而不是升值或贬值本身。只要升值是市场力量推动的，且没有达到超调的程度，央行是容忍市场发挥自动稳定器功能的。但是，如果人民币仍在短期内快速、大幅升值，引发外贸企业大规模损失或导致投机性资本大量涌入，央行会通过宏观审慎工具和预期引导等手段进行干预，以坚决防范汇率超调风险。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至1月23日当周，WTI原油周内震荡上行，收于61.07美元/桶，较上周同期上涨2.7%。截至2026年1月16日当周，美国原油产量为1373.2万桶/天，同比增加25.5万桶/天。美国炼厂吞吐量为1660.4万桶/天，开工率93.3%。2026年1月23日当周，美国钻机数544台，较去年同期减少32台；其中采油钻机数411，较去年同期减少61台。

斯伦贝谢正迅速扩展其在委内瑞拉的运营业务，公司在1月23日的财报电话会议上表示，公司历史上一直为委内瑞拉国家石油公司提供服务，并已收到多个客户关于扩展服务的咨询。随着国际公司考虑重新进入委内瑞拉石油行业（该国拥有全球最大的已探明原油储量，超过3000亿桶），斯伦贝谢的现有地位可能使其在获取市场份额方面占据优势。目前，斯伦贝谢拥有大量可随时部署的资产，包括钻井服务设备、超过10套生产装置以及可调动的钻机。公司员工队伍包括约80名已在当地的委内瑞拉国民、全球超过1000名委内瑞拉籍员工，并可调用近2000名准备返回的委内瑞拉籍前员工。

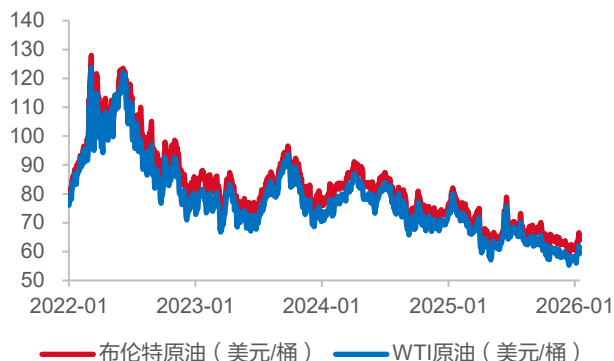
过去一个月远期天然气价格因强劲的产量、季节性供暖和电力需求放缓以及一些低于平均水平的库存提取而呈下降趋势。美国燃气供暖需求在12月后半段随着气温回暖而下降，平均约为387亿立方英尺/日。1月的前几周供暖需求平均略有上升，但现在预计将在本月剩余时间内飙升。随着未来两周气温下降，标普全球能源CERA预测，住宅-商业用气需求将峰值超过660亿立方英尺/日，平均约为590亿立方英尺/日，远高于五年平均水平。与此同时，美国各地的页岩盆地可能面临生产冻结，这在类似的寒潮中具有代表性，并可能进一步收紧基本面。CERA数据显示，产量已在下降，从近期1090亿立方英尺/日左右的高点降至近日的1060-1070亿立方英尺/日。

埃尼集团与英国石油公司已在利比亚苏尔特盆地地中海海域钻探一口勘探井，这是利比亚17年来首口深水海上探井。该井位于38/3合同区，以Matsola勘探前景层为目标。利比亚国家石油公司此前表示，该井预计在水深1900米处钻探，目标深度达4500米，由Saipem 10000钻井船执行作业。英国石油公司发言人也确认了此次钻井活动。根据标普OPEC+调查，利比亚12月原油产量为126万桶/日。2025年，凭借一系列新井投产和发现以及安全局势改善，产量已升至12年高位。

油价判断：OPEC+已在暂停今年一季度增加生产份额，伊朗国内局势动荡，短期俄乌方面地缘政治因素影响边际减弱，欧美加强对俄罗斯制裁，目前美联储逆回购处于历史低位，预计今年布伦特原油将在55~75美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期、特朗普政府突发政策变动引起的油价波动风险。

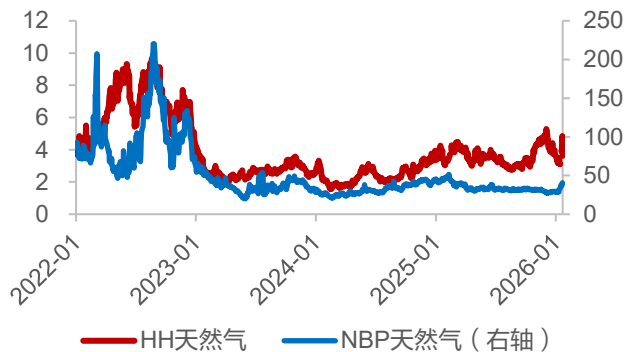
(数据来源: Wind, EIA, Platts, Oilprice, BakerHughes, OPEC)

图4 原油价格, 美元/桶



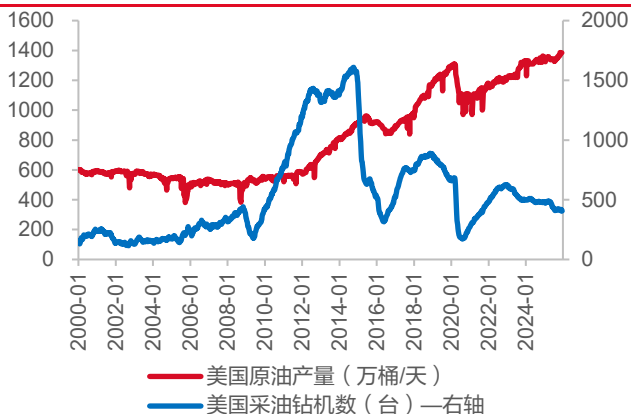
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 天然气价格, 美元/百万英热



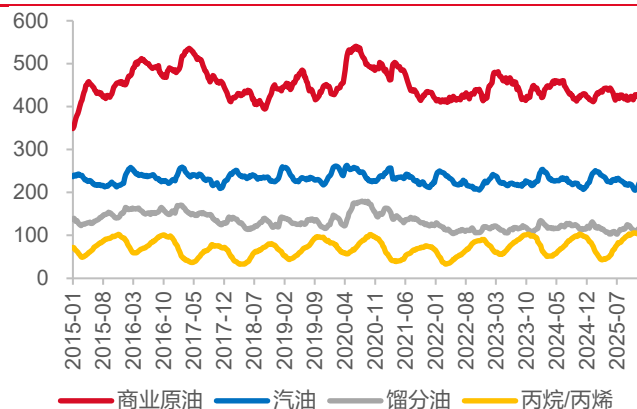
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



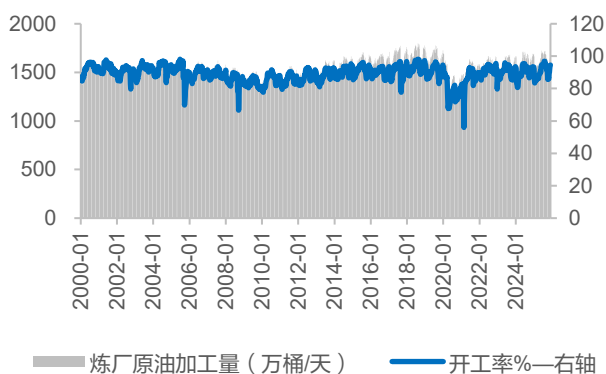
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



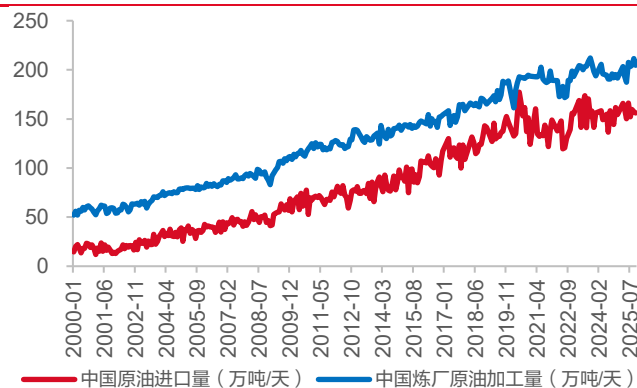
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



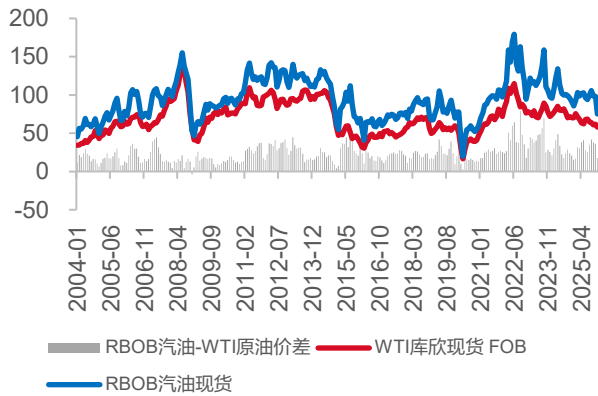
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



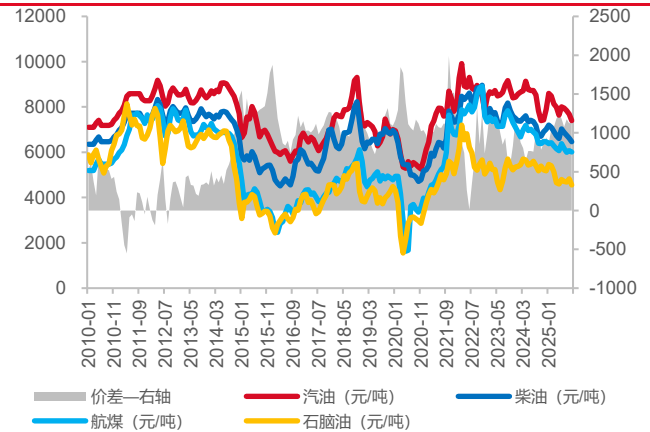
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油*VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

3.2.黄金跟踪

美国正调兵前往伊朗，日本众议院解散，金价周内连创新高。截至 2026 年 1 月 23 日当周，金价周内连创新高，在周五收于 4981.31 美元/盎司，较上周同期上涨 8.31%。美股三大指数周内先跌后涨，美元指数在周五跌破 98 点。2025 年 12 月我国央行继续增持黄金储备 3 万盎司。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。美国总统特朗普表示，美国正调集重兵前往伊朗，许多舰艇正在向伊朗行进。市场预期美联储下次降息为今年 6 月，押注降息 25 个基点。SPDR 持有量较上周末有所上升再创新高，政策面上伊朗国内局势动荡，中日矛盾、美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。长期来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元长期贬值预期较强，黄金长期上涨逻辑坚挺。

美债利率震荡走平，中债利率震荡下行。截至 1 月 23 日，10Y 美债利率较上周同期震荡走平收于 4.24%，10Y 中美利差倒挂值为 241.02bp，较上周走阔。中国 10Y 国债利率本周有所下行，最终报收 1.8298%。2025 年 12 月，我国制造业 PMI 为 50.1%，较前值上行 0.9 个百分点；美国制造业 PMI 为 47.9%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第十个月收缩。

金价判断：预计美联储下次将于今年 6 月降息，伊朗局势持续恶化，美国持续挑起全球贸易争端但中美贸易摩擦预期缓和，俄乌冲突预计边际缓和，美国化债不利，押注美元指数继续走低，全球避险需求或受中东区域问题影响持续走高，美元流动性问题改善，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司

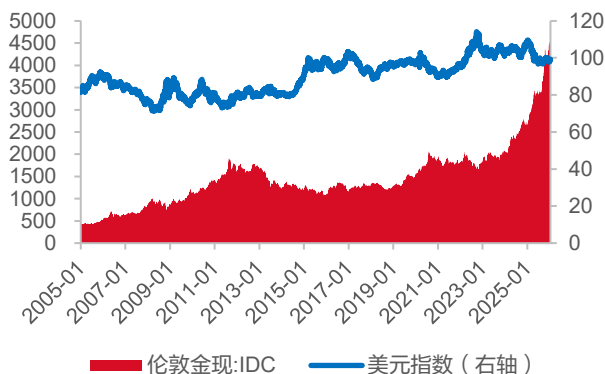
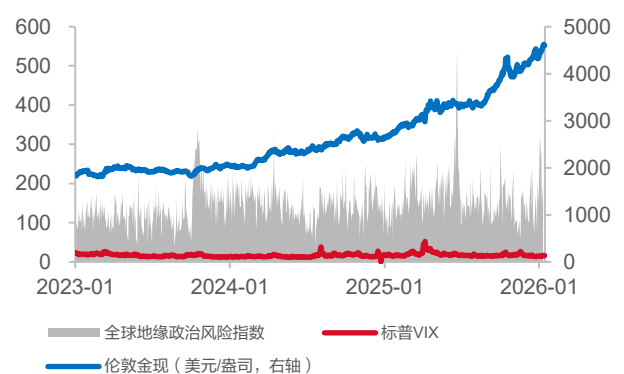
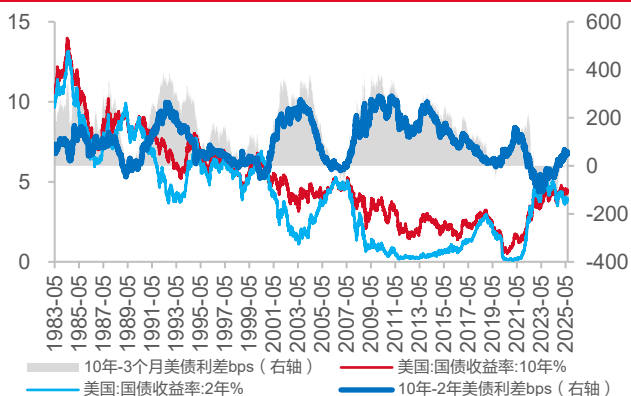


图13 VIX 与金价，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

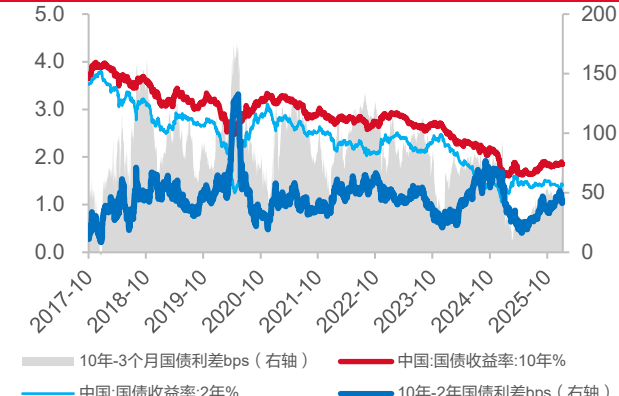
图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

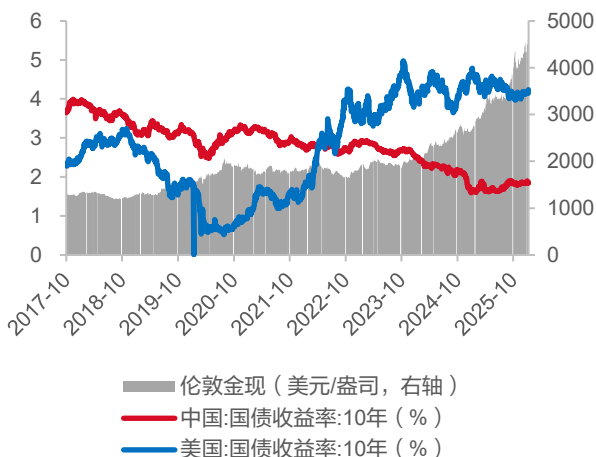
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



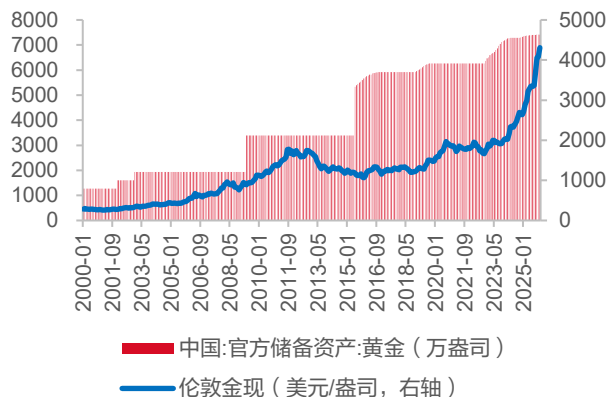
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	95.6%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.9%	84.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	26.4%	70.6%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	13.3%	46.0%	39.3%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	4.4%	21.7%	44.3%	29.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.8%	10.7%	29.9%	38.8%	18.6%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	3.4%	14.1%	31.5%	35.2%	15.3%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	5.5%	17.6%	32.2%	31.3%	12.3%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.0%	5.5%	17.8%	32.2%	31.3%	12.3%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.1%	1.0%	5.5%	17.4%	32.0%	31.3%	12.6%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.1%	1.0%	5.3%	16.8%	31.4%	31.3%	13.4%	0.7%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.9%	5.1%	16.5%	30.9%	31.3%	13.9%	1.1%	0.0%
2027/7/29	0.1%	0.9%	4.8%	15.5%	29.6%	31.3%	15.6%	2.3%	0.1%
2027/9/15	0.1%	0.9%	4.7%	15.4%	29.5%	31.3%	15.6%	2.4%	0.1%
2027/10/27	0.1%	0.8%	4.4%	14.4%	28.2%	31.1%	17.1%	3.6%	0.4%
2027/12/8	0.2%	1.5%	6.3%	17.0%	28.8%	28.4%	14.5%	3.0%	0.3%

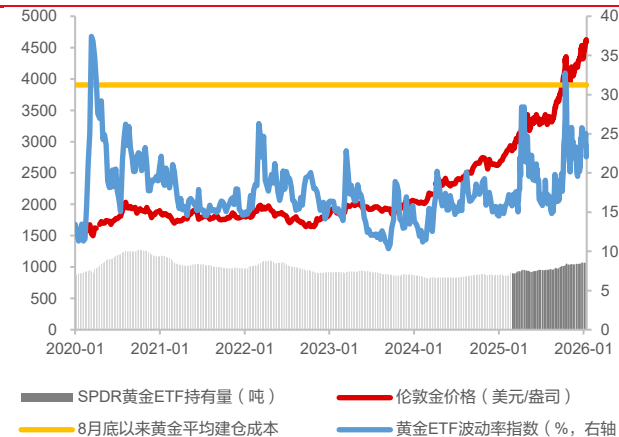
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2026年，金属精炼铜价格震荡上行，1月23日当周，SHFE电解铜连续合约结算平均价格为100550元/吨，较上一周环比下降2%，价格与去年同比增长33.4%；LME伦铜3个月合约结算价为12843.75美元/吨。1月23日当周，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为3501.2元/干吨，价格环比下降0.9%。当周主要是春节前下游加工企业逐步停工、实际需求明显走弱，前期高价刺激下部分进口精矿集中到港、港口库存回升，阶段性缓解了原料紧张预期，使精矿价格承压。叠加宏观层面美元阶段性走强，进一步推动铜价与精矿价格同步下行。

2026年1月23日，精炼铜现货库存为33.66万吨，较上周环比上升6%，同比上升191%，铜精矿港口库存约为56.9万吨，环比上升4%。当周铜精矿港口库存上升主要源于春节临近，冶炼厂逐步进入检修或降负阶段，原料采购与提货节奏放缓，导致到港精矿暂时滞留在港口。

2025年12月，我国电解铜产量约为115.53万吨，环比增长1.3%，同比增幅11.7%，生产能力复苏较上期回暖。2025年12月，我国电解铜年化平均产能为1648万吨，产能利用率为81.65%。2025年11月我国电解铜产量和需求缺口约为16.13万吨，缺口较上期环比缩小10.49%。我国进口电解精炼铜总量基本可以覆盖生产需求缺口。

2026年1月23日当周，我国SHFE电解铜持仓量为222804.2手，环比上升5.2%；成交量为401590.6手，环比下降37.2%，SHFE电解铜单边交易成交量出现大幅下降，主要原因在于春节临近，产业客户与投机资金陆续离场，市场参与度明显下滑，短线交易意愿显著减弱。2025年12月，沪铜单边交易交割量为18925吨，高于去年同期交割水平。

当周金属铜整体呈现高位回落、成交转淡的格局，春节临近导致国内下游加工企业逐步停工，需求端明显走弱，而进口精矿集中到港使原料与港口库存阶段性回升，供需边际由紧转松。宏观层面风险偏好有所降温，短期来看，节前铜价仍以偏弱震荡为主，但考虑到矿端扰动和中长期需求逻辑未变，节后随着复工复产推进，铜价存在企稳反弹的基础。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



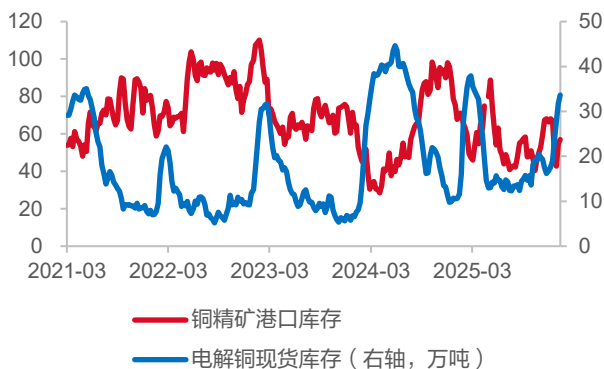
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存, 万吨



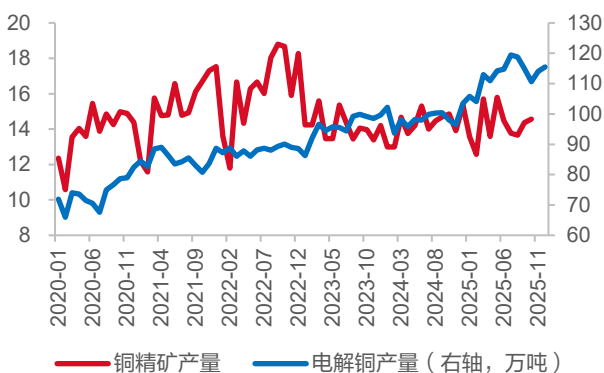
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量, 万吨



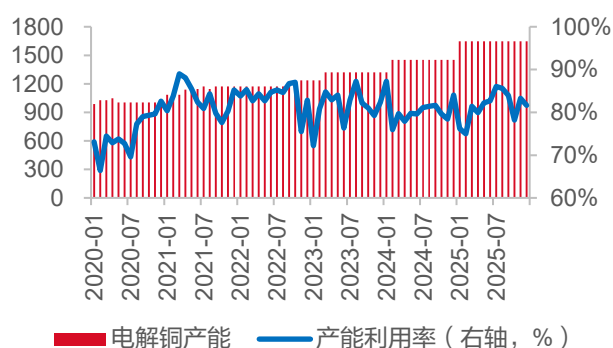
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨



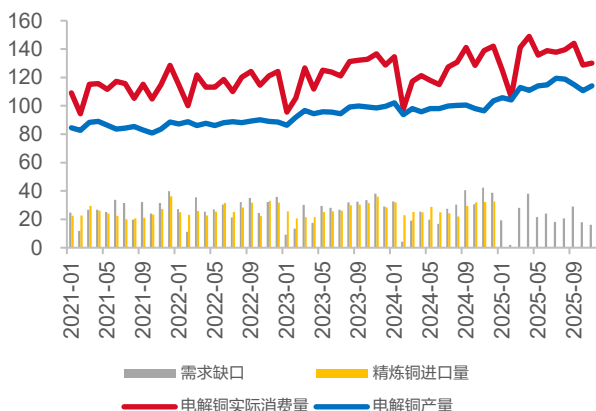
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %



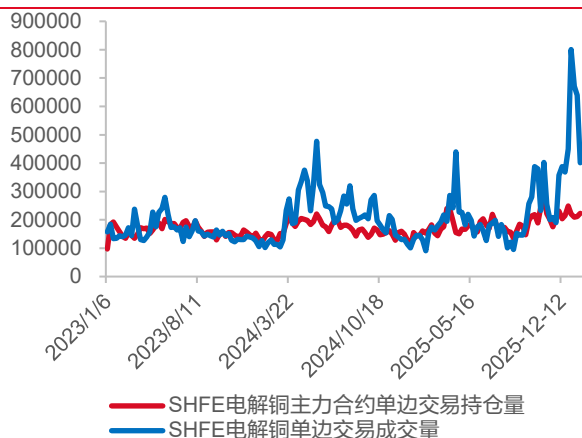
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口, 万吨



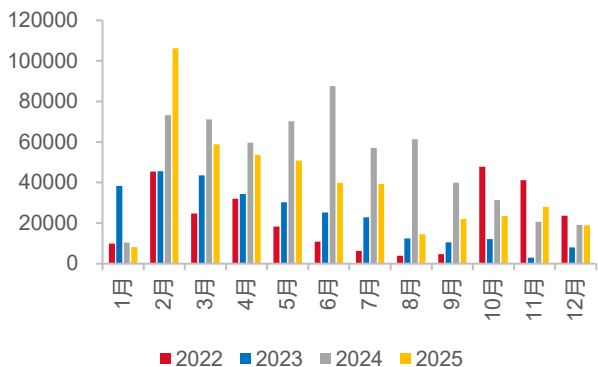
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手



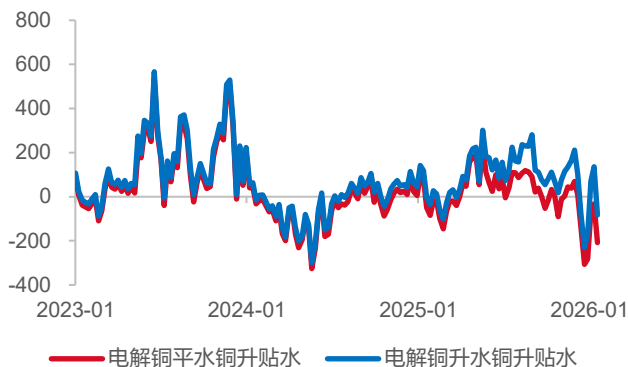
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨

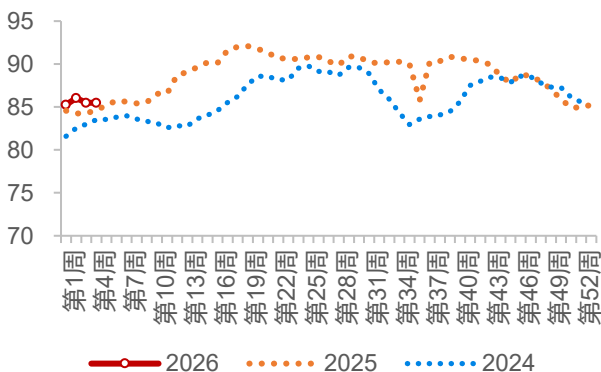


资料来源: 钢联数据, 同花顺 iFinD, 东海证券研究所

4.行业及主题

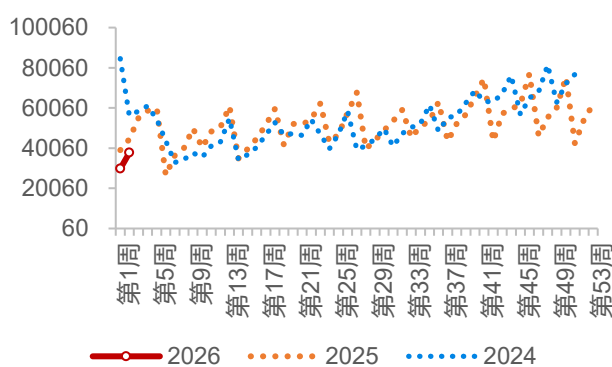
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量, 辆



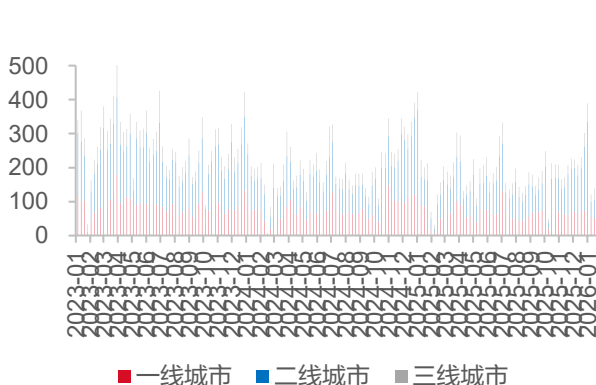
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图32 BDI 指数



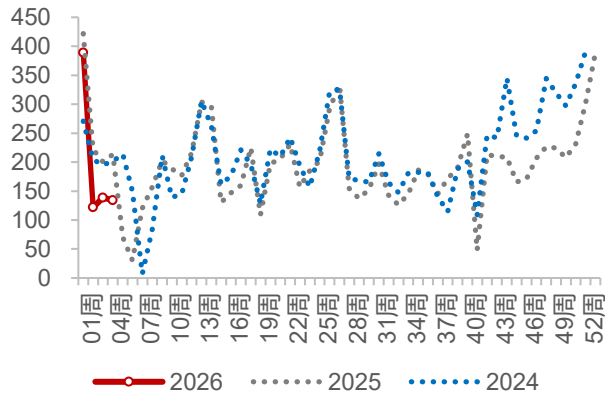
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米



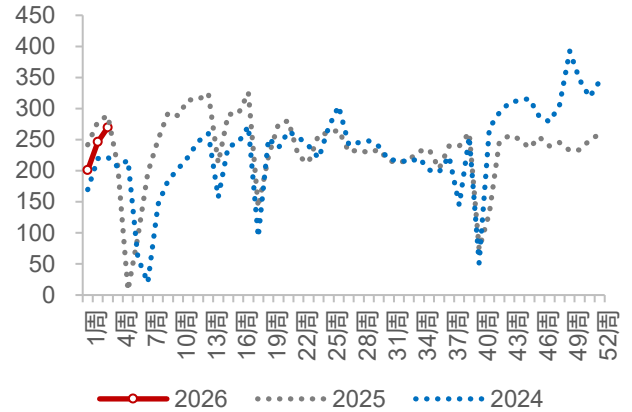
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图34 30城新房成交面积, 万平方米



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积, 万平方米



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	1/23	1/16	1/9	1/2	12/26	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-3.0	-36.9	万平方米	134	139	122	389	302	
	一线城市	7.3	-28.0	万平方米	54	50	52	135	72	
	二线城市	-11.2	-43.7	万平方米	50	56	47	200	189	
	三线城市	-4.8	-38.2	万平方米	31	32	23	54	42	
消费	国内航班执飞	1.4	-6.1	架次	90354	89084	86318	88900	86172	
	国际航班执飞	-0.7	-6.2	架次	12569	12656	12782	12742	12765	
	电影票房	-19.2	-23.2	万元	26805	33155	59127	96546	82674	
出行	观影人次	-16.3	-22.2	万人次	708	846	1500	2381	1892	
外需	BDI指数	12.4	126.5	/	1762	1567	1688	1882	1877	
	CCFI指数	-0.1	-19.7	/	1209	1210	1195	/	1147	
物价	南华工业品价格指数	-1.2	-6.9	/	3615	3660	3610	3548	3527	
	螺纹钢	-1.1	-6.7	元/吨	3129	3163	3138	3134	3124	
	水泥价格指数	-0.7	-18.4	/	100.12	100.80	101.91	102.47	102.77	
	南华农产品价格指数	-0.6	1.6	/	1056	1063	1059	1052	1039	
	猪价	2.7	-18.9	元/公斤	18.48	18.00	17.92	17.66	17.46	
	7种重点水果	0.4	7.8	元/公斤	7.92	7.88	7.83	7.84	7.81	
生产开	鸡蛋	6.3	-17.3	元/公斤	8.22	7.73	7.50	7.39	7.43	
	28种重点蔬菜	2.4	6.1	元/公斤	5.65	5.52	5.60	5.65	5.80	
	PTA	-1.4	-5.7	%	75.83	77.22	77.41	/	73.58	
	纯碱	-0.4	-0.9	%	86.42	86.82	84.39	/	81.65	
	浮法玻璃	0.2	-4.6	%	71.62	71.38	71.96	/	73.89	
	工率	江浙织机	-3.7	42.0	%	51.20	54.94	57.89	/	60.70
	半钢胎	1.1	4.3	%	74.56	73.44	65.89	68.25	72.05	
	全钢胎	-0.3	20.6	%	62.62	62.93	58.02	58.15	61.95	

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板50<中证1000<上证180<上证50<沪深300<中证500<科创50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
主要指数	创业板指	37.15	43.64	69.56	5.82
	创业板50	40.82	43.29	67.87	6.61
	中证1000	70.88	51.81	64.08	2.76
	上证180	75.73	12.05	39.15	1.25
	上证50	78.09	11.50	50.06	1.25
	沪深300	80.26	14.12	50.95	1.48

中证 500	80.72	39.06	71.24	2.68
科创 50	98.82	180.18	87.86	7.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值 (PE) 分位数水平：周期：交通运输<公用事业<有色金属。消费：食品饮料<农林牧渔<美容护理。高端制造：家用电器<汽车<机械设备。科技：通信<传媒<计算机。金融 (PB)：房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	交通运输	29.00	17.76	28.22	1.40
	公用事业	31.86	19.49	42.03	1.79
	有色金属	43.07	37.31	92.17	4.64
	石油石化	54.04	14.81	70.52	1.37
	建筑装饰	66.55	13.25	16.68	0.88
	煤炭	76.83	16.68	65.05	1.54
	钢铁	77.04	69.54	64.91	1.24
	环保	88.01	45.95	39.88	1.93
	基础化工	88.08	41.79	86.51	2.67
	建筑材料	94.01	44.53	18.69	1.47
	消费	食品饮料	13.00	20.84	14.72
农林牧渔		14.92	26.63	11.69	2.53
美容护理		47.87	46.99	15.50	3.26
纺织服饰		77.14	42.77	45.96	2.02
社会服务		83.05	74.15	29.01	3.29
医药生物		88.43	52.66	17.75	3.13
商贸零售		94.93	121.83	54.37	2.17
轻工制造		95.69	71.00	53.79	2.59
家用电器		46.27	16.75	41.66	2.63
汽车		78.20	34.77	80.05	2.75
高端制造		机械设备	79.16	52.17	84.66
	国防军工	88.31	200.58	96.06	4.88
	电力设备	94.62	80.52	66.99	3.65
	通信	25.96	26.70	53.39	2.45
科技	传媒	72.47	74.10	51.35	3.15
	计算机	91.79	226.75	76.71	5.11
	电子	95.26	92.17	99.43	6.23
金融地产	房地产	0.00	-6.26	20.96	0.98
	非银金融	1.61	11.61	24.88	1.50
	银行	71.86	6.64	20.52	0.64

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.名义 GDP 增速企稳，关注一季度投资端的边际变化

1月19日，国家统计局公布2025年四季度GDP数据及12月经济数据。Q4GDP不变价当季同比4.5%，前值4.8%。12月社零总额当月同比0.9%，前值1.3%；固投累计同比-3.8%，前值-2.6%；规上工业增加值同比5.2%，前值4.8%。

完成全年增长目标，价格水平继续回升。2025Q4GDP不变价当季同比4.5%，符合市场预期，较Q3回落0.3个百分点，全年GDP不变价同比5.0%，完成既定的增长目标。2025年Q4名义GDP当季同比3.8%，前值3.73%，为四个季度以来首次回升，平减指数同比-0.67%，降幅较Q3收窄0.35pct，总体反映出Q4价格水平的回升。

全年出口支撑明显，消费偏稳，投资偏弱。从三大需求来看，2025Q4最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP的贡献率分别为52.9%、16.0%、31.1%。净出口：Q4出口的超预期韧性，使得净出口的贡献率较Q2、Q3进一步上升，全年接近1.2万亿美元的货物贸易顺差，也推动全年净出口对GDP的贡献率连续两年超过30%以上，同时32.7%也为1997年以来最高。消费：最终消费支出相对偏稳，4个季度对GDP的贡献率维持在51.7%-56.6%之间，结构上服务消费可能要强于商品消费。投资：资本形成总额的贡献率全年仅为15.3%，下半年以来整体处于回落的趋势中，与固定资产投资增速相验证。

从2025年全年来看，工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额分别同比5.9%、-3.8%、3.7%，分别较2024年+0.1pct、-7.0pct、+0.2pct。从12月单月来看，除工增受出口走强带动下回升外，固投及社零基本延续此前的趋势：

中游设备增速较高，带动工业生产增速回升。12月规模以上工业增加值季调环比-0.12%，与近5年同期均值持平，同比增速回升0.4个百分点至5.2%。出口超预期对生产的带动可能依然明显，高基数下出口交货值同比转正至3.2%，两年复合增速来看升至6.0%。分行业来看，主要设备行业增速较高，电子设备、运输设备、专用设备、通用设备均高于整体工业增加值增速；边际变化上，医药、专用设备、电子设备、非金属矿物制品较上月均有2个百分点或以上的上升。值得注意的是，非金属矿物制品，以及对应的水泥产量增速，均连续两个月降幅收窄，或在一定程度上反映政策性金融工具推动下实物工作量正在形成。

以旧换新品类分化，服务消费表现较强。12月社零季调环比-0.42%，低于近5年同期均值的0.25%，同比0.9%，为2022年12月以来新低。1.拆分来看，餐饮增速2.2%，较前值回落1.0个百分点，略低于年内中枢水平；商品零售增速回落至0.7%，仍是拖累主因。2.以旧换新品类的分化延续，2024年即开始补贴的汽车、建筑装潢、家电受高基数影响增速维持低位负增长，而通讯器材、办公用品则表现较好。随着今年第一批以旧换新资金的下达，以及政策的优化，以旧换新品类仍能对社零有一定支撑，尤其是具备绿色以及智能等特征的相关品类，但整体高基数仍需要一定时间消化，相关品类增速的分化可能延续。3.必选消费中，日用品回升，烟酒降幅有收窄，或与节前备货有关，不过必选消费品类整体增速都不高。4.与商品消费相比，服务消费更具优势，12月累计同比5.5%，9月以来一直处于提速的趋势。后续服务消费在政策的支持下，具备更大的弹性。

投资降幅再次扩大，2026Q1或成为关键。12月固投累计同比-3.8%，自4月以来始终处于下降的趋势中。12月隐含的当月同比降幅再次扩大，设备更新政策支持的方向今年也有所扩大，后续“两重”项目、中央预算内投资加大的力度，以及政策性金融工具推动的实物工作量形成节奏是投资能否止跌回稳的关键，而以上大概率均能在Q1初见端倪。

基建方面，水利环境拖累，交运仓储降幅扩大，公用事业降幅收窄。12月当月，广义基建、狭义基建增速降幅分别扩大至-16.0%和-12.2%。水利、环境和公共设施管理业仍是最主要的拖累项，不过高基数压力可能在今年上半年逐步减轻；交运和仓储12月降幅也有明显的扩大，公用事业增速虽然仍为负，但降幅连续两个月收窄。

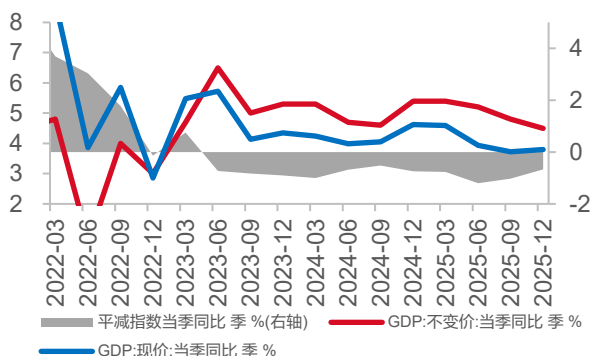
制造业投资整体承压，运输设备、汽车，以及部分高技术产业增速较高。制造业投资当月同比降幅扩大至-10.6%，反内卷的催化，国内产业结构的优化调整，对制造业投资均有影

响。分行业来看，运输设备、汽车全年两位数以上增长；农副食品、通用设备、纺织、食品也都高于整体制造业投资；反内卷集中的电气机械-10.3%，医药制造增速也偏低，全年为-13.5%。不过高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业投资分别增长 28.4%、16.9%。

关注后续地产增量政策。12月新建商品房销售当月同比-15.60%，降幅连续两个月收窄；投资增速的降幅进一步扩大。近期政策方面，支持居民换购住房个人所得税政策延续实施、商业用房首付最低降至 30%，北京进一步优化调整住房限购政策。中央经济工作会议也明确指出要稳定房地产市场，关注后续增量政策的出台。方向上，去库存、一线城市限购进一步放松、好房子概念需关注。

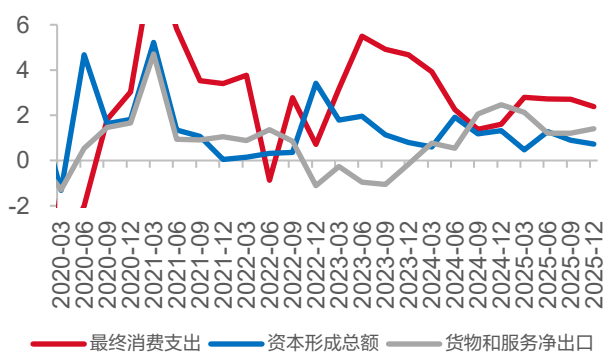
2025Q4GDP 基本符合预期，上半年基础牢固，全年完成 5%的目标在预期之内。受益于价格水平的降幅收窄，名义 GDP 增速 Q4 较前值小幅上升。从 12 月经济数据来看，下半年以来的趋势基本延续。出口带动工业生产表现韧性，中游及高技术制造表现较好；社零在基数抬升压力下以及补贴退坡下逐月回落，2026 年第一批以旧换新资金的下达有利于商品零售结构的优化，但高基数的消化仍需时间，相比之下服务消费具备更高的弹性；投资端下行的压力不小，但政策的叠加效应有望在一季度初见端倪。短期来看，关注地方两会释放的增量信号，以及 3 月全国两会政策的进一步部署。

图39 GDP 不变价、现价当季同比增速，%，%



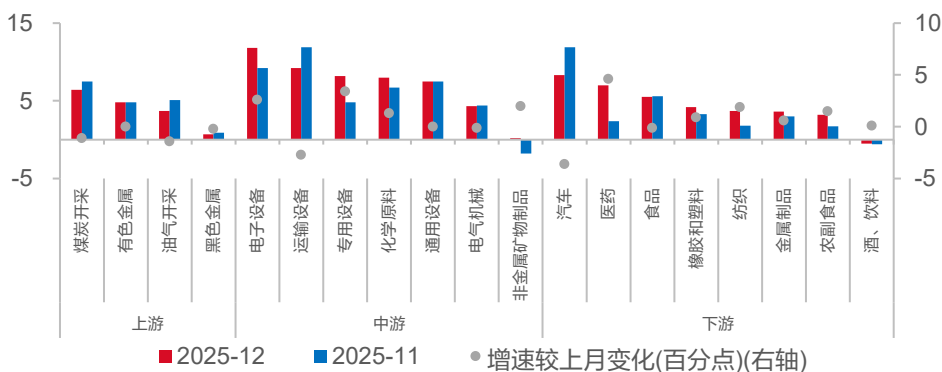
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 三大需求对 GDP 的拉动，%



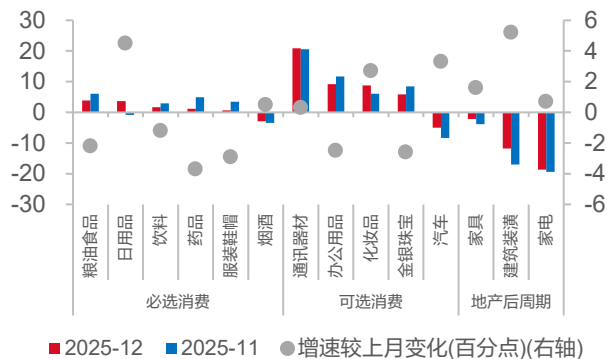
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 分行业工业增加值当月同比，%，%



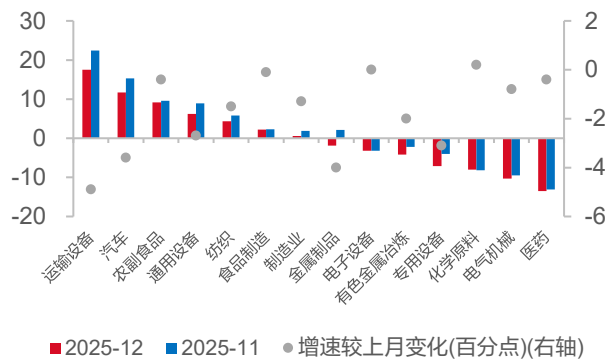
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 分行业制造业投资累计同比, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

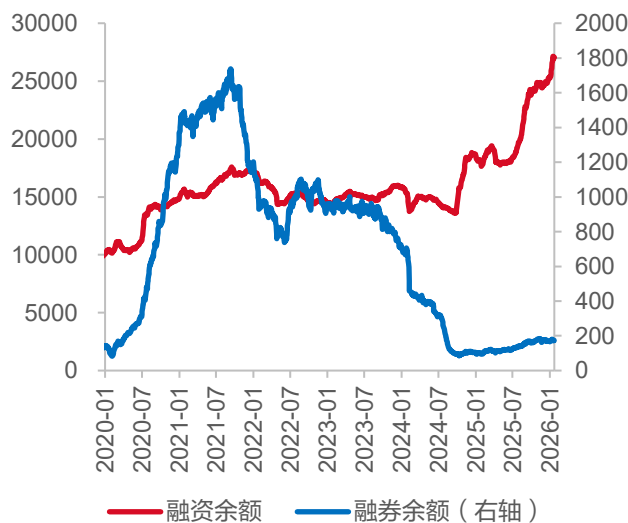
5.2.资金及流动性跟踪

融资余额减少。1月22日，融资余额 27075.08 亿元，较上周末减少 68.98 亿元。

普通股票型基金仓位环比下降，偏股混合型基金仓位环比上升。1月23日当周，据同花顺数据，普通股票型基金平均仓位为 80.24%，较上周下降 1.32%，偏股混合型基金平均仓位为 76.21%，较上周上升 2.36%。

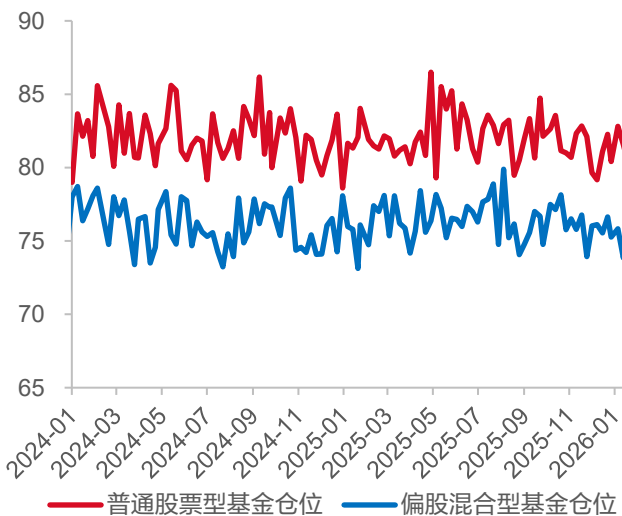
资金利率回落。1月23日当周，DR007 周均为 1.4936%，较上周环比下降 1.63 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.5992%，较上周环比下降 0.04 个 BP。

图44 两融余额, 亿元, 亿元



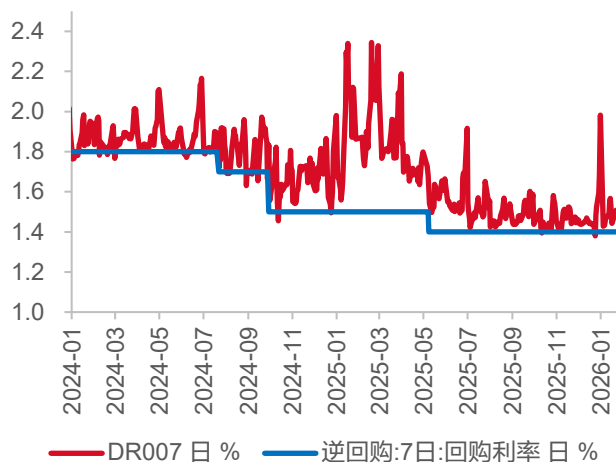
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



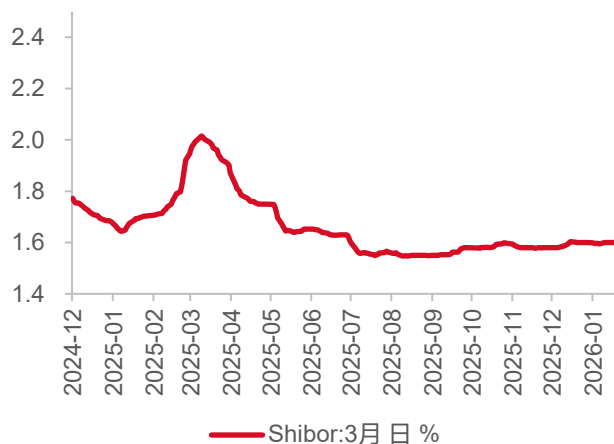
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.3.美国流动性情况跟踪

从量的角度来看，截至 1 月 21 日当周，受 TGA 资金回笼影响美国金融流动性略有收紧。当周 TGA 从市场上吸收资金 941.1 亿美元，在当前逆回购账户近乎见底的情况下，主要依靠存款准备金提供流动性，当周存款准备金账户减少 1052.4 亿美元，准备金与银行总资产之比则略微回落至 12.8%，处在流动性“充足”条件区间内。美联储资产方面，受 TGA 资金回笼以及 MBS 小规模到期影响（31.8 亿美元），当周 RMP 规模略微升高至 79 亿美元，对应美联储在去年 12 月 FOMC 所表述的“RMP 会灵活应对市场流动性需求”策略。

从价的角度来看，截至 1 月 21 日，TGA 流动性吸收对银行系统施加的压力相当有限。SOFR 稳定在 3.63%，而 SOFR-IORB 较上周同期仅下降 1bp 至-2bp 处。住房市场上，关键住房贷款利率当周随美债收益率的上行而出现反弹，其主因则是美国对格陵兰岛的强硬介入导致欧盟国主权及养老基金纷纷抛售美元资产。“去美元化”的再升级是对美债逆风期的又一大考验，尽管特朗普在达沃斯上透露对欧洲的“关税惩罚”不会施行，但明显市场 TACO 交易的弹性已经失灵。后续格陵兰岛协调问题或是美债和住房利率的关键，如果欧洲继续抛售美债等美元资产，特朗普 2000 亿美元 MBS 购买计划在“去美元化”的幕帘面前则显得无足轻重，美国住房贷款利率或有进一步上行风险。

图48 美国存款准备金占比银行总资产, %



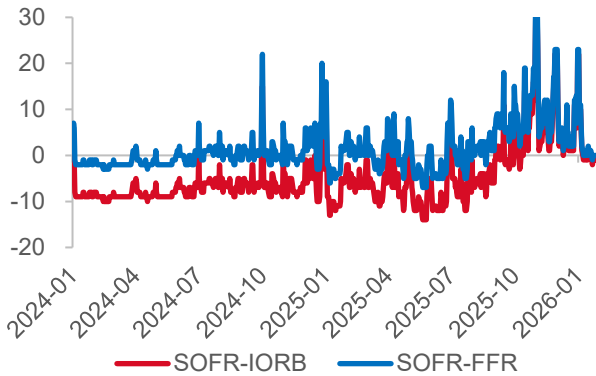
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标, 十亿美元



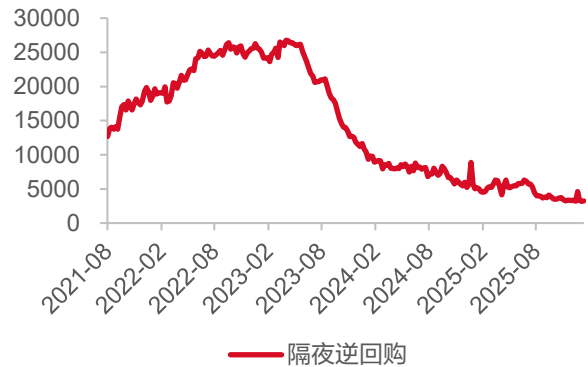
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

- 1) 1月21日，美国总统特朗普在社交媒体发文称，与北约秘书长吕特就格陵兰岛及北极地区的合作框架达成一致，并表示将不实施原定2月1日生效的关税措施。
- 2) IMF更新预测，2026年全球经济增长3.3%，美国增长2.4%，欧元区增长1.3%，日本增长0.7%。2027年全球增长3.2%，美国为2.0%，欧元区1.4%，日本0.6%。
- 3) 美国最高法院将审理是否允许特朗普以抵押贷款欺诈指控解雇美联储理事莉萨·库克。此案可能影响美联储独立性，若判决支持特朗普，可能为他罢免鲍威尔等理事铺平道路。
- 4) 美国2025年第三季度实际GDP年化季率终值升4.4%，预期升4.3%，初值升4.3%。美国2025年第三季度年化实际GDP总量终值为240268亿美元，初值240250亿美元。美国2025年第三季度实际个人消费支出季率终值升3.5%，初值升3.5%。
- 5) 1月23日，日本央行宣布维持基准利率0.75%不变，同时上调通胀展望。
- 6) 1月23日，美国1月标普全球制造业PMI初值51.9，预期52，前值51.8。美国1月标普全球综合PMI初值52.8，预期53，前值52.7。美国1月标普全球服务业PMI初值52.5，预期52.8，前值52.5。
- 7) 巴西总统府发布公告称，巴西总统卢拉宣布将对中国公民部分短期签证类别实行免签，以回应中国对巴西公民实施的免签政策。公告表示，此举是在巴中两国深化合作背景下作出的重要决定，旨在进一步便利人员往来、促进双边交流。政策实施日期有待公布。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

- 1) 1月19日，国务院总理李强总理主持座谈会，听取各界对《政府工作报告》和《“十四五”规划纲要（草案）》的意见。他强调，要坚定信心，聚焦高质量发展，实施积极财政政策和适度宽松货币政策，推动创新和深化改革，扩大内需，促进民生和消费增长，提升民众福祉。

2) 国新办发布会, 财政部副部长廖岷表示, 2026 年财政赤字、债务和支出将保持必要水平, 确保支出力度“只增不减”。将继续安排超长期特别国债, 支持“两重”建设和“两新”工作, 并优化专项债券管理。中小微企业贷款贴息政策重点支持 14 个产业链, 包括新能源、汽车、工业机器人等。2025 年财政赤字率预计为 4%, 新增政府债务 11.86 万亿元。

3) 1 月 20 日, 国新办发布会, 国家发改委负责人介绍, 正推进一批高技术产业重大工程, 并制定 2026—2030 年扩大内需战略方案。同时, 研究设立国家级并购基金, 整治“内卷”竞争, 推动服务业扩能提质, 出台稳岗扩容提质行动和城乡居民增收计划。

4) 央行行长潘功胜表示, 2026 年将继续实施适度宽松的货币政策, 促进经济稳定增长和物价回升, 支持高质量发展和金融市场稳定。将灵活运用降准降息等工具, 保持流动性充裕, 确保融资规模和货币供应与经济增长目标匹配。今年降准降息还有一定的空间。人民银行还将做好利率政策执行和监督, 促进社会综合融资成本低位运行。

5) 住房城乡建设部部长倪虹表示, 房地产高质量发展潜力大, 将坚持因城施策, 支持房企融资和居民住房需求, 推动市场平稳运行。加快新模式建设, 确保“人、房、地、钱”联动, 强化项目公司制、主办银行制, 推进现房销售并规范预售资金监管, 保护购房者权益。

6) 国家发改委表示, 2026 年第一批 936 亿元超长期特别国债已下达, 支持 4500 个设备更新项目, 涵盖工业、医疗、节能等领域, 总投资超过 4600 亿元。同时, 继续支持老旧货车、新能源公交车等更新。

7) 1 月 22 日至 23 日, 全国市场运行和消费促进工作会议召开, 强调 2026 年扩大内需的重要性。会议要求推动商品消费升级、培育新型消费, 发展数字、绿色、健康消费, 强化国际消费中心建设, 并组织“购在中国”等促销活动, 确保生活必需品供应。

8) 1 月 23 日, 中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作, 期限为 1 年期。央行本月将通过 MLF 操作净投放 7000 亿元, 较上个月 1000 亿元的净投放规模大幅增加。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 1 月 20 日, 财政部等部门发布五项政策, 提振消费和民间投资, 扩大内需。政策包括延长个人消费贷款、设备更新贷款和服务业贷款贴息至 2026 年底, 提供中小微企业贷款贴息和担保支持, 设立 5000 亿元专项担保计划, 推动中小微企业投资和扩产。

2) 1 月 20 日, 财政部等部门公告, 延续养老、托育、家政等社区服务业税费优惠政策, 相关机构免征增值税, 减按 90% 计入收入, 免征契税、房产税和城镇土地使用税。政策自 2026 年 1 月 1 日起执行至 2027 年 12 月 31 日。

3) 1 月 23 日, 证监会正式发布公募基金业绩比较基准指引, 中国基金业协会同步发布操作细则, 自今年 3 月 1 日起施行。新规重点从精准画像、全流程监管、与薪酬挂钩和信息透明等 4 个方面发力, 直指“基准模糊”“风格漂移”“基金盲盒”等行业痛点。新规明确了存量产品基准调整过渡期一年。

4) 《关于进一步支持城市更新行动若干措施的通知》印发。其中提到, 利用存量土地、房产资源发展国家支持产业的, 可享受不超过 5 年的过渡期政策。期满后, 符合条件的按新用途办理手续, 不符合的退出支持政策, 维持原用途。办理土地使用手续可通过租赁或协议出让方式。

5)《国家新兴产业创新中心管理办法》印发。其中提到,产业创新中心的主要任务是强化创新生态建设,推动创新链、产业链、资金链、人才链深度融合,促进“政产学研用”合作;聚焦国家战略需求,推动关键核心技术攻关,加速自主创新成果验证与升级。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
2026/1/27	09:30	中国	12月工业企业利润:累计同比(%)	0.1	
2026/1/29	03:00	美国	联邦基金目标利率(%)	3.75	
2026/1/29	03:00	美国	1月美联储公布利率决议		
2026/1/30	07:30	日本	12月失业率:季调(%)	2.6	
2026/1/30	18:00	欧盟	12月欧元区:失业率:季调(%)	6.3	
2026/1/30	18:00	欧盟	第四季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.3	
2026/1/30	18:00	欧盟	第四季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	1.4	1.2
2026/1/30	21:30	美国	12月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	3	
2026/1/31	09:30	中国	1月官方非制造业PMI:商务活动(%)	50.2	
2026/1/31	09:30	中国	1月官方制造业PMI(%)	50.1	50.18

资料来源:Wind,东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089