



## 国内淡季不弱，全球风偏降温

——宏观周报（1月19日-1月25日）

2026年1月25日

- 本周关注：**本周高频数据延续“内需偏弱、外需韧性、生产淡季不弱”的分化格局。受春节错位影响，出行与文娱热度弱于去年同期。外需仍具韧性，运价环比上行，港口货物与集装箱吞吐量高于去年同期，对生产形成支撑。生产端高炉、电炉、PTA及炼油开工率均有所上升，政策前置、出口韧性以及春节错位是主因。财政与流动性方面，财政资金加速落地并向“两新+民生”聚焦，一般国债与地方债发行提速，首批936亿元超长期特别国债设备更新资金下达，“两新”累计下达已超1500亿元，政策进入全面实施期。货币与财政协同明显增强，本周MLF与买断式逆回购合计净投放约1万亿元，一季度50BP的降准仍有望落地，全面降息仍需等待时机。海外方面，美国GDP与通胀维持高位但内生动能未再强化，叠加美联储主席人选不确定性与中东风险升温，全球风险偏好降温，避险资金向贵金属集中。
- 国内宏观-需求端：（1）消费：春节错位导致居民出行热度弱于去年同期，电影票房降幅扩大。**截至1月24日，地铁客运量较去年同期增长4.2%，国内执行航班数平均值为1.27万架次，同比增长-3.4%，国际执行航班数平均1809.5架次，同比增长-0.1%。电影日均票房收入7722.23万元，较去年同期下降15.0%。**（2）外需：高频数据显示运价指数环比上行，港口货物及集装箱吞吐量高于去年同期。**截至1月23日，波罗的海干散货指数(BDI)均值为1711.4，环比-26.1%，同比增85.8%；中国出口集装箱运价指数均值为12004.5，较去年12月均值增长7.0%，同比下降21.9%。1月第三周港口货物吞吐量26131.8万吨，同比增长6.2%，集装箱吞吐量689.0万箱，同比增长7.5%。
- 国内宏观-生产端：生产淡季不弱。**截止1月24日，1月生产的强势仍在延续，高炉开工率平均环比上行0.07pct至78.94%、电炉产能利用同比上升0.77pct至53.83%、电炉开工率上涨2.56pct至62.66%；化工方面，PTA产量同比上涨1.96%至144.06万吨，开工率录得76.17%，环比上涨2.41pct；炼油厂开工率同比上涨3.79pct至54.26%。消费制造业方面，反内卷仍在持续，汽车半钢胎开工率平均下降0.95pct至70.54%。2026年开年虽处淡季但生产保持较高强度，政策发力、出口强劲和春节错位是主要原因。库存方面，1月原材料出现一定累库迹象，铁矿石环比12月底涨3.6%，铜库存涨11%，螺纹钢库存涨2%，纯碱库存涨1.8%。本月PMI预计将延续扩张趋势，一是考虑开工率环比上月变化不大，生产动能仍然较强；二是需求仍有动能，一方面两新补贴已陆续下达，让消费品销量得以保持；另一方面，外需仍然有韧性，出口指标（集装箱吞吐量，航运价格）保持强势。
- 物价表现：（1）CPI：猪肉价格边际回暖，鸡蛋价格继续上行。**截止1月24日，猪肉平均批发价周环比上涨2.69%，生猪期货价格下跌0.93%。猪肉市场短期呈现供需弱平衡状态，旺季需求支撑尚在、出栏量环比回落使供给压力边际缓和，但在供大于求格局未根本扭转前，阶段性反弹空间和持续性均有限。果蔬方面，28种重点监测蔬菜平均批发价格上涨2.36%，6种重点监测水果平均批发价上涨0.41%，苹果期货结算价格环比下跌4.49%。本周蔬菜价格主要受到周初寒潮天气的影响，在强寒潮天气路过的各个地区，都有蔬菜受冻的现象，同时蔬菜的提前采收储备也拉动价格上行。此

### 分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

赵红蕾

☎：010-8092-7606

✉：zhaohonglei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

铁伟奥

☎：136-8324-0373

✉：tieweiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060002

研究助理：薄一程、吴佳文

外，本周鸡蛋价格在需求转好和供应压力减轻双重利好拉动下继续上行，价格周环比上涨 6.29%。

**(2) PPI: 原油价格震荡上行，有色价格出现回调。**截止 1 月 24 日，WTI 原油下跌 0.21%，布伦特原油下跌 0.09%。周内油价受多重因素交织影响而震荡运行：前期美伊局势紧张及哈萨克斯坦油田停产对供应的扰动形成支撑，但后期美国暂缓动武以及委内瑞拉受制裁原油释放预期削弱了地缘溢价；需求端方面，OPEC 维持对 2026—2027 年全球石油需求稳步增长的判断。黑色系商品方面，焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢价格环比分别下跌 4.88%、下跌 5.32%、下跌 3.40%、下跌 1.72%。其中，在冬储进入尾声后，焦煤现货情绪明显转弱，供应维持高位且进口压力仍存；焦炭受制于成本快速上行而价格传导滞后、利润明显收缩，首轮提涨受阻，短期在焦钢博弈下或呈偏弱震荡走势。有色等工业产品方面，本周铜、铝价格环比下跌 2.40%、下跌 1.81%。本周铜价回调主要源于市场对 AI 与数据中心铜需求的过度乐观预期被修正，英伟达更正相关铜用量数据后，投机情绪明显降温。同时，高价背景下下游负反馈显现，铜板带等加工企业采购意愿下降，现实需求走弱与预期降温共振推动铜价阶段性回落。此外水泥价格环比下跌 0.66%，玻璃价格环比上涨 0.44%。

**国内宏观-财政：政策资金同步发力，聚焦“两新”与民生。**本周发行一般国债 5150 亿元；发行地方新增一般债 205.7 亿元；发行地方政府新增专项债 644.2 亿元，其中特殊新增专项债发行 62.6 亿元。2026 年第一批 936 亿元超长期特别国债支持设备更新资金已在本周内下达，将重点支持工业、能源电力、教育、医疗等领域约 4500 个项目，拉动总投资超 4600 亿元。同时采取直接向地方下达资金的方式，有效提升了资金使用效率。加之已提前下放的 625 亿消费品以旧换新资金，“两新”政策累计已下达超 1500 亿元，标志着政策全面进入实施阶段。1 月 20 日下午，国新办举行新闻发布会，财政部在会上宣布将实施更加积极的财政政策，并介绍了旨在促进居民消费、支持民间投资的六项财政金融支持政策。会议明确，2026 年财政工作将以“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”为主线，持续扩大财政支出规模。同时坚持内需主导，加大对“新质生产力”、“投资于人”等领域的支持力度，并以“反内卷”政策为重要抓手，着力推动产业结构优化升级。当日，财政部同步集中对外发布五份贴息、担保等政策文件，涉及消费贷、民间投资等领域，精准对接此前公布的央行政策，体现货币与财政政策的高效协同。1 月 22 日，民政部、财政部宣布全面启动中度以上失能老年人养老服务消费补贴，实现从前期试点到全国范围的拓展，“投资于人”政策进一步深化落实。

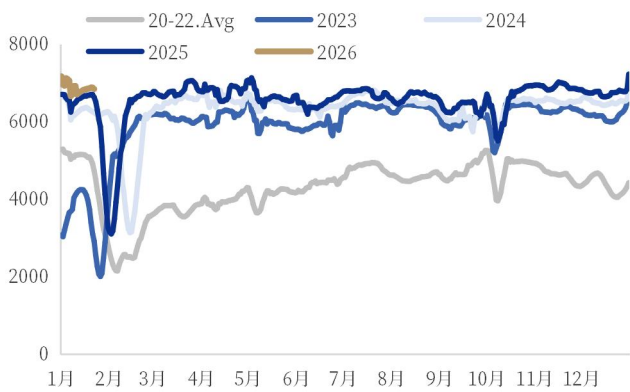
- **货币和流动性：国债收益率曲线走平，长端回落、短端上行。**本周中国人民银行行长潘功胜接受新华社记者采访时强调“今年降准降息还有一定的空间”、“淡化对数量目标的关注”、“逐步发挥国债买卖在流动性管理中的作用”、“保持汇率弹性，同时防范汇率超调风险”等，值得市场关注。我们认为当下货币政策呈现与财政政策高度协同发力的特征，一季度 50BP 的降准仍有望落地，保持流动性充裕配合政府债券发行，全面降息仍需等待时机。稳预期（外部）、稳就业（内部）、稳市场（金融）将是观察全面降息可能落地的主线。本周央行开展 9000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，净投放 7000 亿元。同时，本月买断式逆回购净投放 3000 亿元，两者合计净投放 1 万亿流动性，释放维护流动性充裕信号，配合财政协同发力。

本周公开市场逆回购操作合计净投放 2295 亿元。货币市场利率多数上行，其中 SHIBOR007 收于 1.4910% (+2BP)，DR007 收于 1.4935% (+5BP)，GC007 收于 1.5500% (+3BP)。银行间质押式回购日均成交量 8.57 万亿元（前值 8.62 万亿元），环比上周略有下降。国债收益率曲线走平，长端回落、短端上行。30 年期国债收益率收于 2.2871% (-2BP)，10 年期收于

1.8298% (-1BP)，1年期收于 1.2819% (+4BP)。1年期国有银行同业存单发行利率收于 1.59% (-3BP)，环比明显回落。

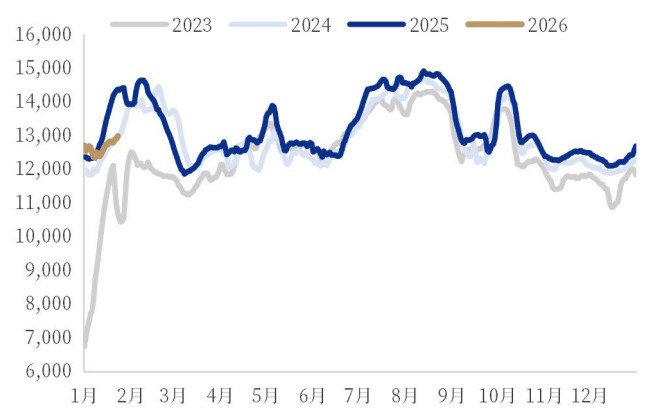
- **海外宏观：美国经济数据：高位读数延续，但内生动能未再强化。**（1）美国 2025 年三季度 GDP 终值年化环比增长 4.4%，较初值 4.3% 小幅上修 0.1 个百分点，为近两年来的单季最快增速。从修正幅度看，上修主要集中于库存和净出口分项。（2）通胀方面，11 月美国核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，均与市场预期一致；整体 PCE 同比增速维持在 2.9% 附近，延续此前数月的横盘特征。（3）就业端，截至 1 月 17 日当周，美国初请失业金人数降至 20.0 万人，低于市场预期的 21.0 万人，较前一周继续回落。（4）前瞻性指标方面，1 月标普全球制造业 PMI 初值为 51.9%，较前值 51.8% 小幅回升但低于市场预期；服务业 PMI 初值为 52.5%，与前月持平，同样不及预期；综合 PMI 初值升至 52.8%。
- **美国货币政策：美联储主席人选出现变量，政策路径不确定性抬升。**围绕下一任美联储主席的遴选进程中，里克·里德尔支持度快速上升，成为近期市场关注的潜在变量。作为贝莱德全球固定收益业务负责人，其政策立场更偏向现实约束与市场运行，对通胀风险的判断相对淡化，更强调就业与金融条件对实体经济的影响，并主张在必要时放缓缩表节奏。美国财长贝森特表示，相关提名可能在下周揭晓。
- **美国政府动态：美国对外政策摇摆加剧不确定性，中东风险溢价回升。**（1）围绕格陵兰岛的相关议题出现明显反转。特朗普表示已就该问题与北约方面形成阶段性安排，并同步撤回此前计划对欧洲实施的关税措施。此前一周内，美国一度将关税与主权议题挂钩，对市场形成明显扰动，而政策立场的快速调整进一步放大了对美国对外政策稳定性的担忧。（2）中东局势重新成为风险源。特朗普公开表示正在向伊朗方向调动军事力量，并计划对与伊朗存在贸易往来的国家加征关税，同时宣布针对伊朗能源和航运体系的新增制裁措施，区域地缘风险溢价随之抬升。
- **全球资金数据：风险偏好快速降温，资金从权益资产集中撤离。**美元走弱背景下，资金持续撤离风险资产，同时美国货币政策独立性遭到政治层面反复质疑，美欧关系摩擦反复发酵，叠加中东等地区地缘风险升温，共同促使避险资金加速向贵金属集中。金银价格同步突破历史区间，单周涨幅创下 2020 年以来新高，且 2026 年以来已连续数周累涨。白银方面，纽约期银与伦敦现货价格首次站上 100 美元关口；黄金则连续多日刷新盘中历史高点，价格中枢明显抬升并向 5000 美元整数位逼近。
- **风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

图 1: 地铁客运量 (万人次)



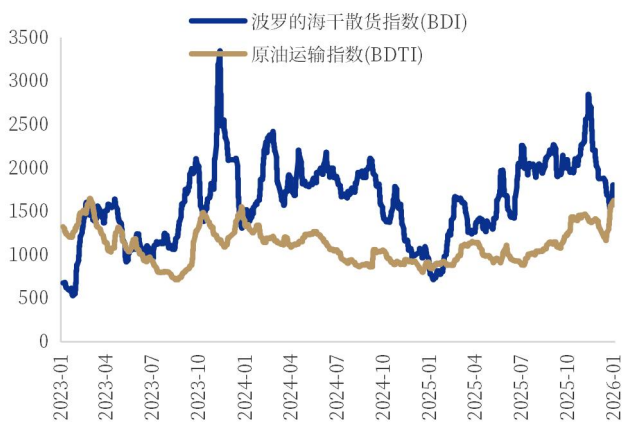
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 国内航班执行航班数 (架次)



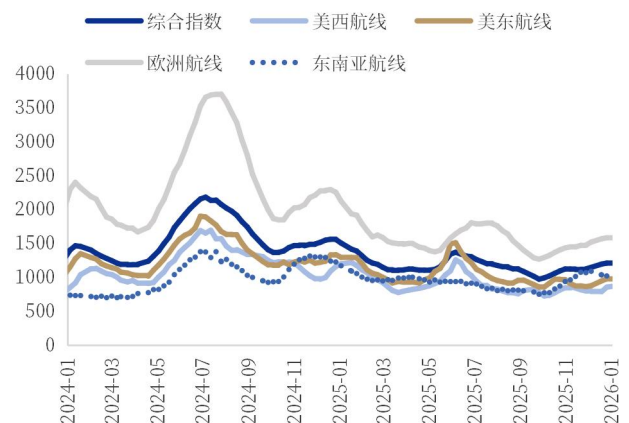
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3: 波罗的海干散货指数(BDI)及原油运输指数 (BDTI)



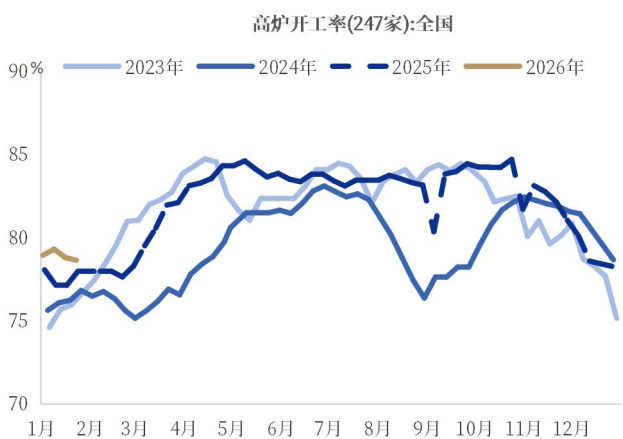
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)1998年1月1日=1000



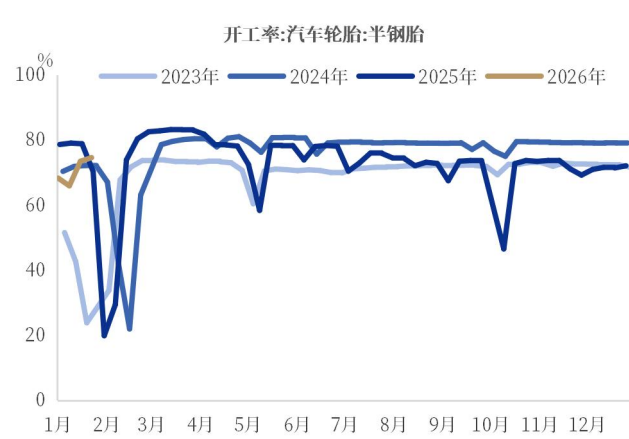
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 高炉开工率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 半钢胎开工率



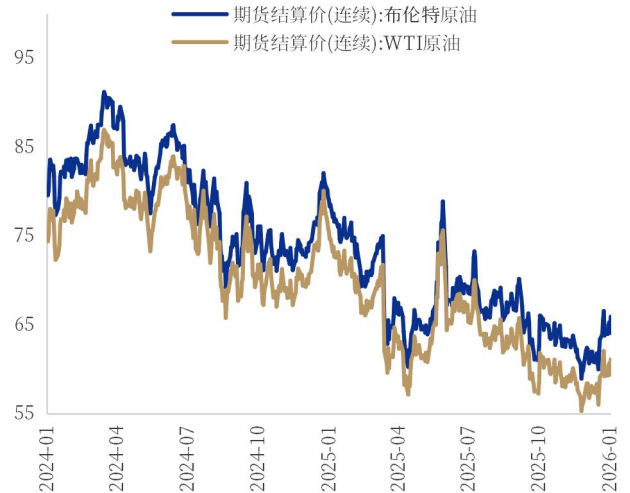
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 苹果期货价 (元/吨) 及果蔬现价 (元/公斤) 走势



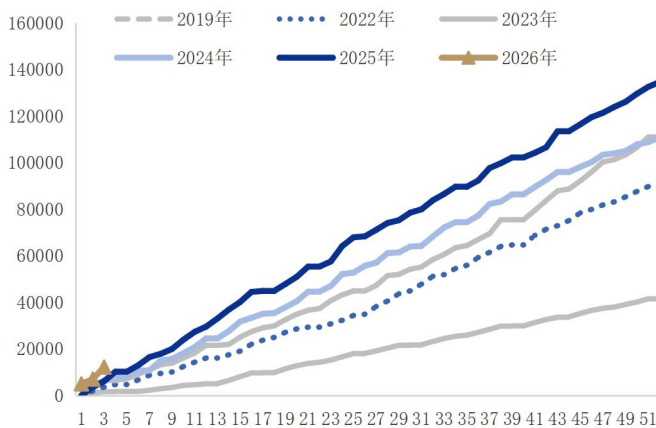
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 布伦特和 WTI 原油期货结算价 (美元/桶)



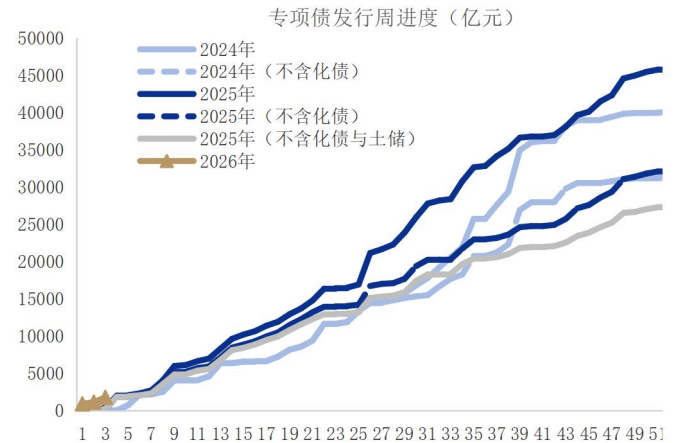
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 一般国债发行规模 (亿元)



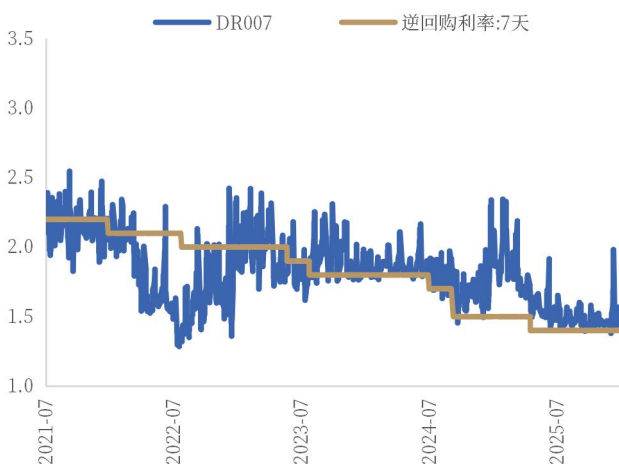
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 专项债发行规模 (亿元)



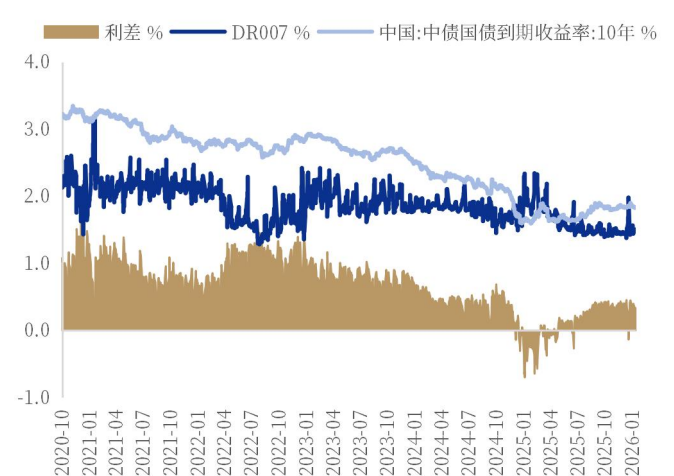
资料来源: 企业预警通, 中国银河证券研究院

图 11: DR007 与 7 天逆回购利率 (%)



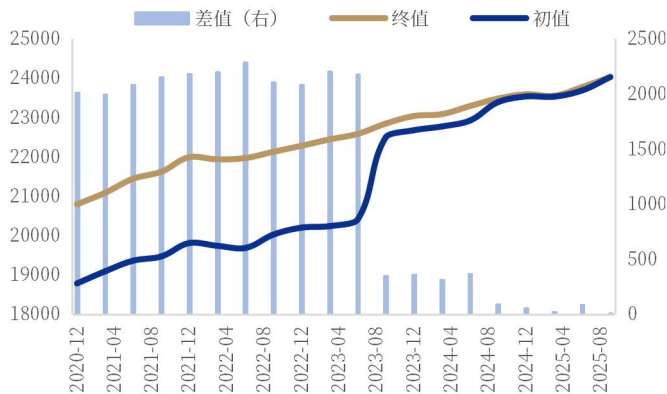
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 10 年期国债收益率与 DR007



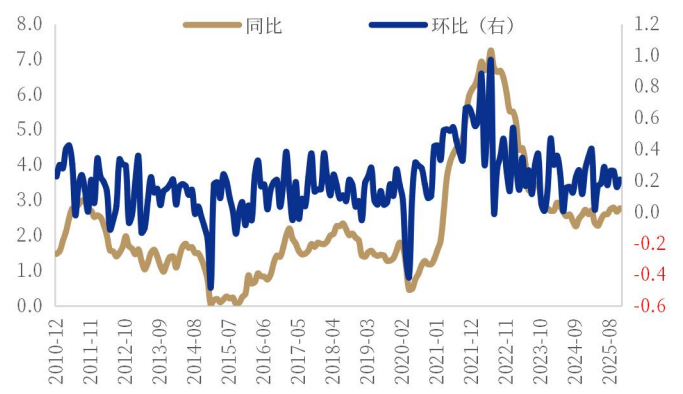
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 美国 GDP 初值、终值与差值 (十亿美元)



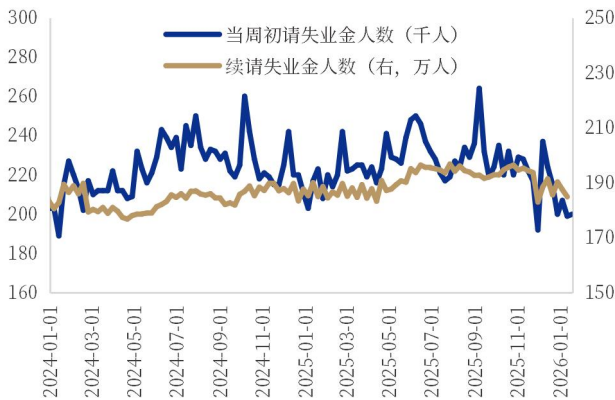
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 美国 PCE 同比与环比 (%)



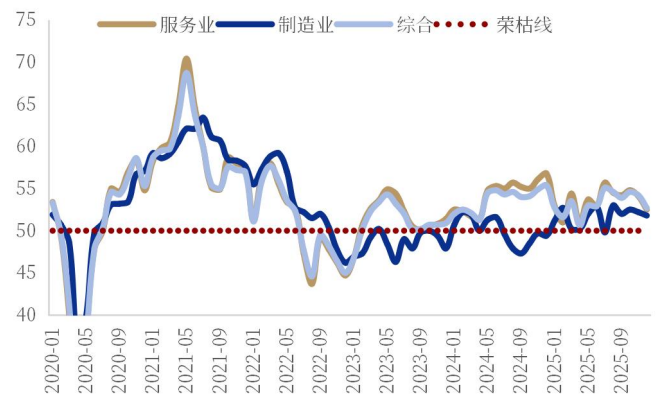
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 美国初请失业金与续请失业金人数



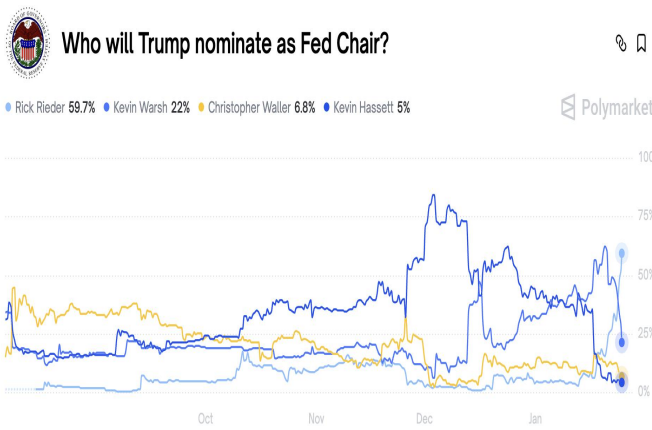
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 美国制造业、服务业与综合 PMI (%)



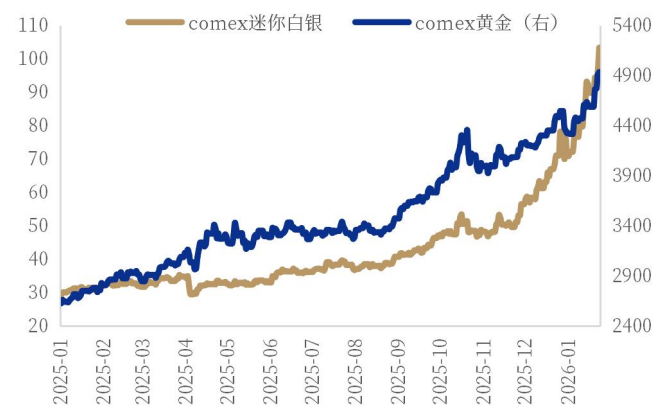
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: Polymarket 显示里德当选美联储主席的押注率提升



资料来源: Polymarket, 中国银河证券研究院

图 18: 白银和黄金价格 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 风险提示

---

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。詹璐：宏观经济分析师。吕雷：宏观经济分析师。赵红蕾：宏观经济分析师。铁伟奥：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn