

经济差异的资产表现

— 2026年01月宏观经济与资产月报

【内容摘要】

美国经济正逐步走出10月政府关门的影响，经济数据表现出韧性。这预示美国经济基本面处于现实需求驱动的状态中。就业稳健和收入上行保证了美国经济在逐渐摆脱美国政府关门影响后，将呈现逐步上行的状态。短期的不确定是美元流动性仍处于较为紧张的状态，

在美国现实消费支撑经济，货币政策、政治事件等不确定性频繁的情况下，美元资产走势也体现出整体向好，波动巨大的特征。美债震荡、信用利差收窄；美股再试前高，纳指和道指轮涨；实际需求驱动有色等大宗商品价格；美元国际货币地位弱化导致美元指数下滑。

2025年国内经济经济增速下行的背后是投资和消费支撑力度的下降以及进出口支撑力度的延续，经济短期体现出一定的季节性因素。从2025年中国经济表现展望未来，经济增速改善已在体现，但幅度和节奏仍具有一定的短期特征，短期，倾向于关注政策预期和消费变化，中长期关注广义财政力效果、新质生产力发展和经济内生动力恢复情况。

对国内经济短期的关注点使得政策引导人民币持续升值预期下，离岸人民币汇率带动在岸汇率持续升值。国内股市走势明显好于债券，股市中小盘股表现突出也是预期主导的体现。

从近期中美经济特点及对资产走势影响看，海外资产中枢稳健下，波动性放大的状态预计不可持续。未来，海外资产波动性向国内资产回归可能是短期资产走势一大特点。

美股估值高位下，驱动转向利率+盈利双轮驱动。短期关注科技巨头的财报和科技股表现，中产期关注是否出现风格转换从而支持美股继续上行。美元流动性偏紧未缓解情况下，美债依然维持震荡走势。从金融因素看，驱动美元指数近期下跌的力量并不强，倾向于短期事件性因素对美元走势的影响更明显。鉴于短期事件性因素均在改变，预计美元指数下跌不会持续。大宗商品维护短期强者恒强观点，等待经济和货政政策方向的继续确认。

国内债市仍维持震荡走势，关注两会前政策预期对债市的影响。股市更为乐观，关注部分板块和指数补涨机会。人民币汇率维持升值走势，政策表现出一定维稳汇率倾向，人民币升值幅度相对有限。

风险提示：全球经济变化超预期、国际政策冲突加剧。

研究员：王鹏

邮箱：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127257

投资咨询资格证号：Z0020170

研究员：陈江涛

邮箱：

chenjiangtao_qh@chinastock.com.cn

cn

期货从业资格证号：F03152963

投资咨询资格证号：Z0023698

研究员：冯洁

邮箱：

fengjie@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F0280513

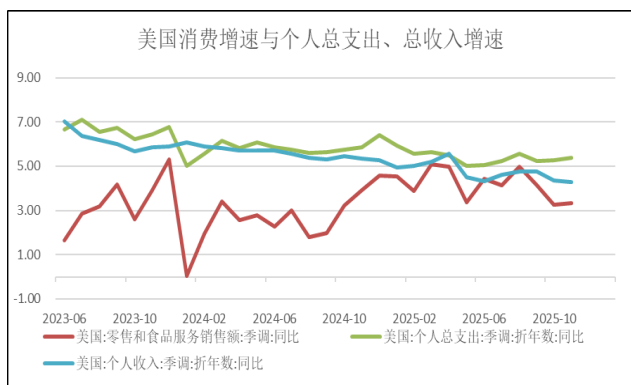
投资咨询资格证号：Z0012779

2026年1月以来，全球政治风险事件频发，宏观经济预期也随之摆动，资产价格更是一波三折。整体看，中美经济均表现出一定的韧性，但驱动韧性的核心动力却存在巨大差异，也导致资产表现的不同。本报告将分析中美经济企稳的动力差异，并展望这一差异对资产走势的影响。

一、美国经济韧性和风险具在，现实的需求驱动是经济韧性的核心动力

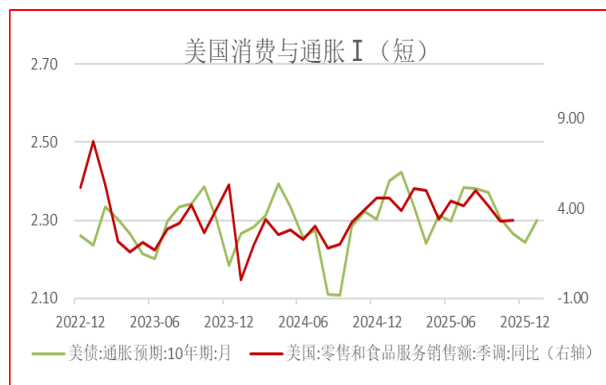
美国经济正逐步走出10月政府关门的影响，经济数据也表现出韧性。从美国零售和食品服务销售额增速看，11月增速较10月已有所增长，预计伴随通胀维持高位，未来消费压力有限，消费增速甚至可能逐步改善，这也预示美国经济基本面处于现实需求驱动的状态中。

图 1：美国个人收支及消费增速



数据来源：银河期货，ifind

图 2：美国消费增速与通胀预期走势



数据来源：银河期货，ifind

美国消费韧性背后是美国居民收入的回升和劳动力市场的稳健。未来美国个人总收入的雇员报酬增速或将上行，而初次申请失业人数也处于季节性中枢水平。就业稳健和收入上行保证了美国经济在逐渐摆脱美国政府关门影响后，将呈现逐步上行的状态。

图 3：美国个人收入劳动报酬及先行指标走势

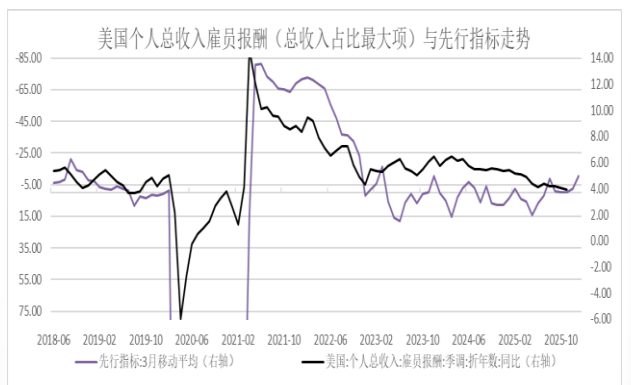
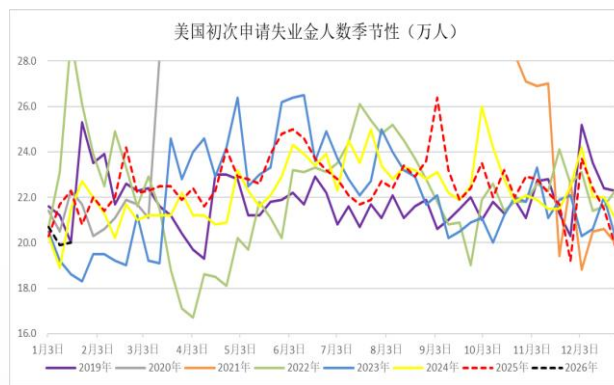


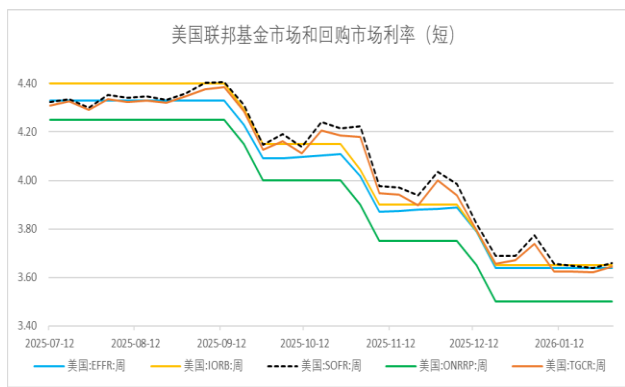
图 4：美国初次申请失业金人数季节性



数据来源：银河期货，ifind

美国经济短期的不确定是美元流动性仍处于较为紧张的状态，但美联储在经济和政治压力双重因素下，1月暂停降息。如果流动性持续收紧，美国经济短期有受到影响的可能，而如果流动性紧张情况缓解，不仅宏观经济，美国金融市场也将再度获得更大的上行动力。

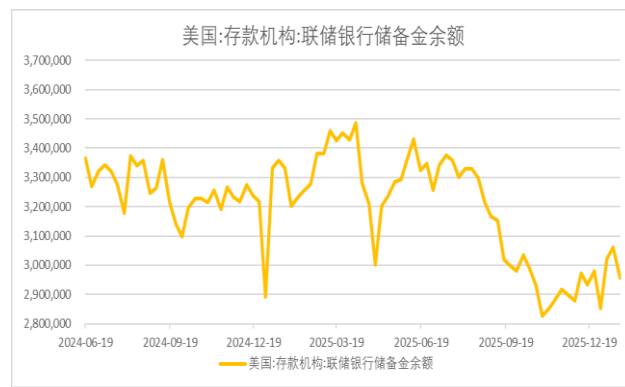
图 5：美元利率走势



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

图 6：美国存款机构超储规模



数据来源：银河期货，ifind

根据美联储议息会议的表述，制约美国货币宽松持续的原因是趋稳的就业和可能回升的通胀。无论从近几个月的通胀数据分析，美国 11 月和 12 月 CPI 同比均为 2.7%；11 月和 12 月核心 CPI 同比均为 2.6%，还是从油价测算的未来通胀走势看，2026 年通胀明显下行的空间确实不大，但对 1 月议息会议上，鲍威尔对 12 月核心 PCE 同比 3% 的测算有一定差距。金融市场预期 12 月 PCE 同比为 2.77%。12 月核心 PCE 同比为 2.84%。市场预期和美联储测算的差异难免令市场怀疑：除了美联储公布的经济和通胀对货币宽带的制约外，政治因素是否也是影响美联储货币政策的重要因素之一。

图 7：美国通胀走势

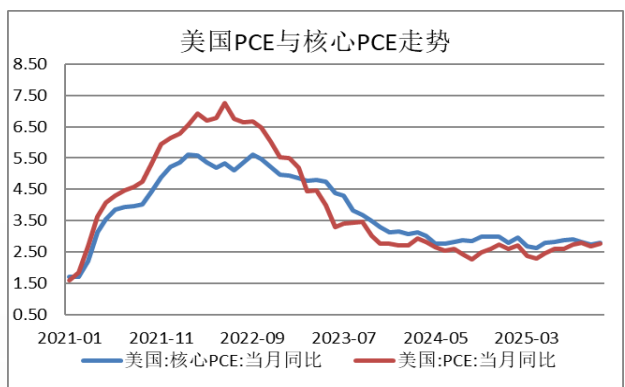
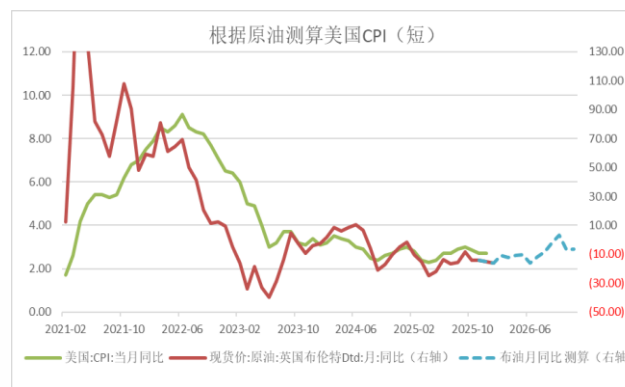


图 8：根据油价测算美国通胀



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

二、美联储 1 月议息会议点评

本次议息会议既是美联储对美国经济韧性的阶段性确认，也因政治干预升级、内部投票分歧成为政策周期的关键观察节点，鲍威尔在发布会的表态确定货币政策保持宽松方向，对全球金融市场的短期波动和中长期定价均形成重要指引。

预计 2026 年上半年将延续货币宽松方向，但宽松幅度和节奏具有不确定性，经济数据与政治影响成为锚定政策路径的双重变量。鉴于特朗普将很快公布下任美联储主席提名人选，且人选将倾向于支持降息，预计市场将再度回到交易降息路径上，而美联储主席“二人转”的结构将导致市场波动增加。

从 1 月议息会议利率决议及声明主要内容看，1 月议息会议保持利率不变，符合市场预期，政策态度偏“鹰”。具体内容包括：

1. 利率决定：联邦基金利率维持 3.50%-3.75% 不变，在 2025 年连续第三次降息后，首次暂停降息，符合市场预期。

2. 声明的变与未变：声明内容变化不大，将 12 月声明中“经济温和扩展和失业率有所上升”，修改为“经济持续以稳健步伐扩展；就业增长依然偏低，失业率已经出现一定程度企稳迹象；通胀仍然偏高”，同时删掉了 12 月声明中对“准备金降至充足水平并启动购买短期国债以补充准备金”的内容。声明未就下一次降息的时间给出明确信号或指引，重申依据数据、经济前景及风险对利率进行评估。

3. 扩表与利率走廊调整：维持逆回购利率 3.5%、超额利率 3.65% 和贴现率 3.75% 不变。扩表内容未提及。

4. 票委及投票情况：以 10-2 投票通过 1 月利率决议，美联储理事米兰和沃勒支持降息 25BP。本次会议是 2026 年首次议息会议，部分票委发生调整：克利夫兰联储主席哈马克、费城联储主席保尔森、达拉斯联储主席洛根以及明尼阿波利斯联储主席卡什卡利出任新票委。洛根和哈马克在去年秋季曾表示，由于通胀依然高企且经济整体强劲，他们反对当时实施的部分降息举措。卡什卡利也曾表示，事实证明经济比预期的更具韧性。保尔森立场较为鸽派，

他对劳动力市场表达了担忧。整体看，这组新成员较为偏鹰。

5. 美联储新任主席人选：沃勒在投出要求降息的反对票后，接任美联储主席的概率上升一倍，达到 28%。贝森特表示一周内公布新任主席人选。

从鲍威尔发布会主要内容看，鲍威尔对市场关注的焦点基本都给了回应。具体内容包括：

1. 利率前景：利率处于中性区间上端，政策没有预定路线，看数据逐次会议决定货币政策。如果关税通胀触顶后回落，将表明可以放松政策。加息并非任何人的基本假设。非票委也广泛支持本次利率决定。

2. 经济前景：美国经济根基稳固，经济活动前景已明显改善。住房行业疲弱；消费者支持强劲；商业投资持续扩展，政府关门拖累 2025 年 4 季度经济，但正在扭转。

3. 就业前景：劳动力市场在逐渐走软后可能正在趋于稳定；通胀和就业两者风险都已减弱。

4. 通胀前景：服务业通胀持续放缓，但通胀仍略高于目标，很大程度是关税推动的，12 月核心 PCE 通胀可能上升 3%。预计关税对通胀的影响是一次性的，通胀今年年中见顶。

5. 财政政策：美国债务路径不可持续，财政形势需要得到解决。

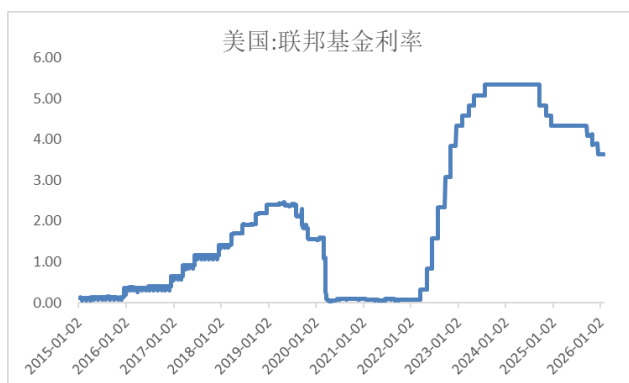
6. 政策环境：美联储独立性的意义在于避免由直接选举产生的官员来掌控货币政策的制定过程。美联储的独立性非常有益，如果美联储失去独立性，将难以恢复信誉。

7. 政治表态：在敏感议题上守口如瓶。尚未决定美联储主席任期结束后的计划。建议下任主席远离政治。

8. 其他方面：未见数据表明投资者对冲美元风险。未从金价上涨中解读出太多宏观信息。出席库克案件因为这或许是美联储历史上最重要的案件。鲍威尔继续以客观态度为美国人民服务。

因金融市场对暂停降息有一致预期，本次议息会议短期影响有限、但中长期市场将延续继续宽松、幅度有限、经济基本面韧性定价，不同资产类别的表现将出现分化。

图 9：美国基准利率走势

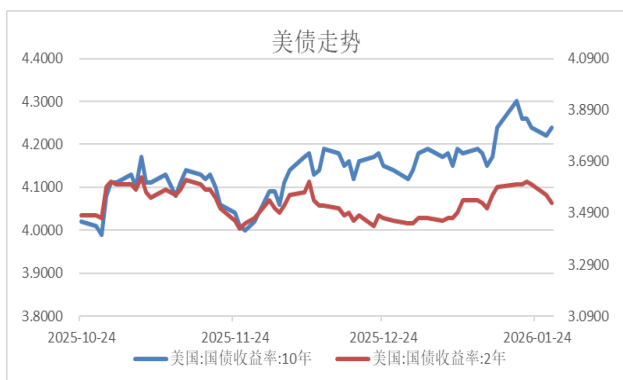


数据来源: 银河期货, ifind

三、美国经济驱动资产波动，美国政治驱动美元走弱

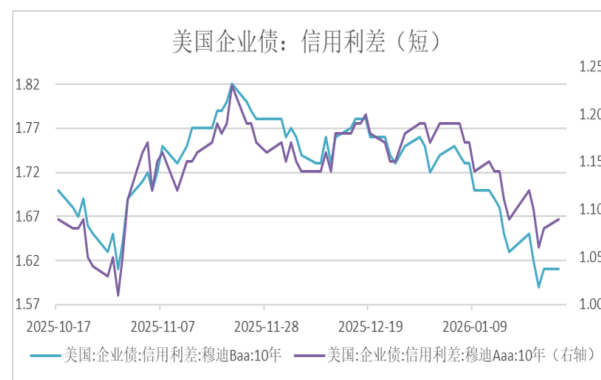
在美国现实消费支撑经济，货币政策、政治事件等不确定性频繁的情况下，美元资产走势也体现出整体向好，波动巨大的特征。美债震荡、信用利差收窄；美股再试前高，纳指和道指轮涨；实际需求驱动有色等大宗商品价格；美元国际货币地位弱化导致美元指数下滑。

图 10: 美债收益率走势



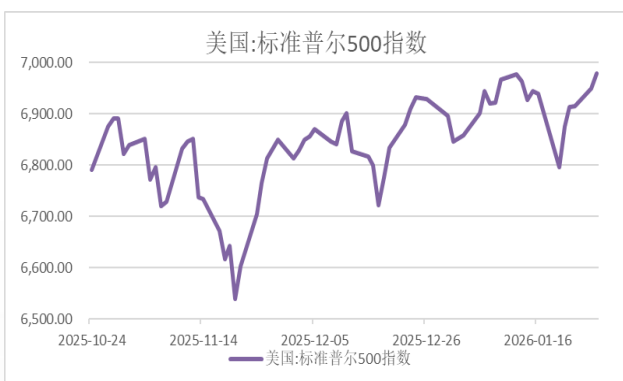
数据来源: 银河期货, ifind

图 11: 美债信用利差走势



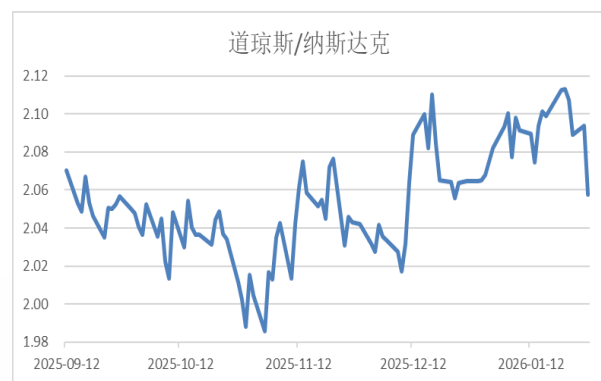
数据来源: 银河期货, ifind

图 12: 美股走势



数据来源: 银河期货, ifind

图 13: 美股比价



数据来源: 银河期货, ifind

数据来源：银河期货，ifind

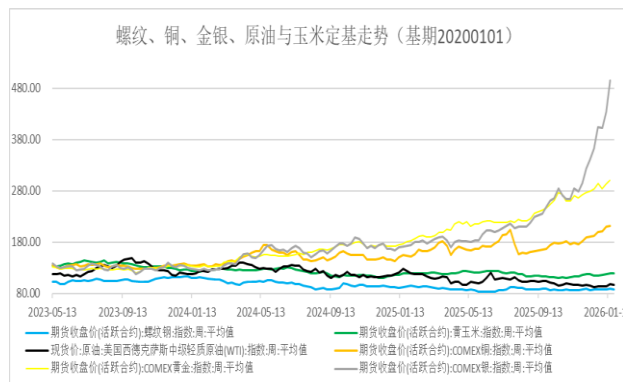
图 14：美元指数走势



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

图 15：大宗商品价格结构

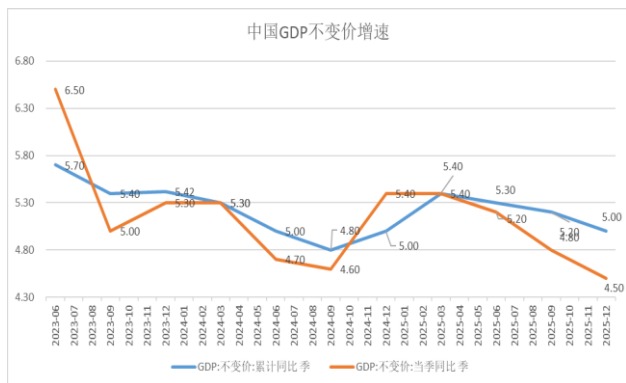


数据来源：银河期货，ifind

四、国内经济回升动力来自季节性和政策预期

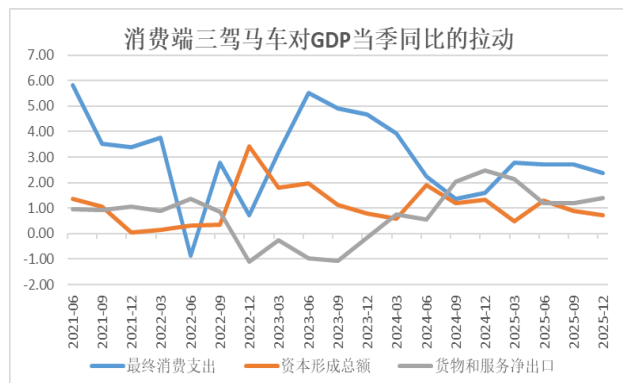
从 2025 年四季度和 12 月国内经济走势看，经济增速下行的背后是投资和消费支撑力度的下降以及进出口支撑力度的延续。12 月经济短期走势中，产出端、消费端等变化体现出一定的季节性因素。

图 16：中国 GDP 增速



数据来源：银河期货，ifind

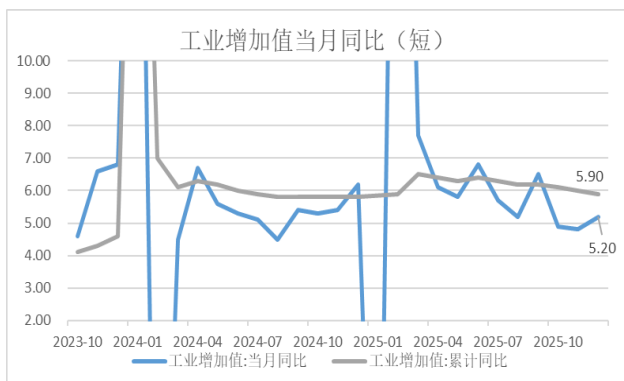
图 17：三驾马车对 GDP 的支撑



数据来源：银河期货，ifind

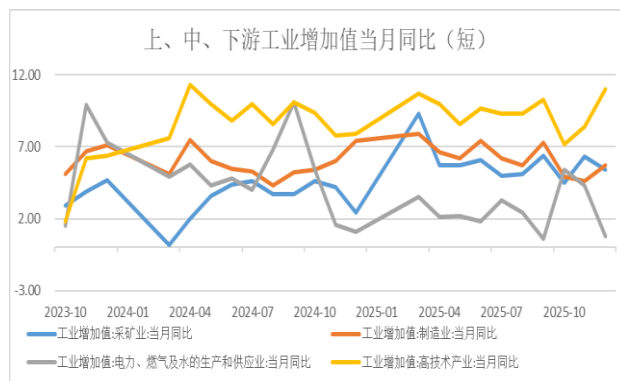
12 月高科技行业对产出端的支撑非常明显，预计这也是贯穿 2026 年的政策主线。在外部环境趋于平稳，中美关系缓和的大背景下，2026 年中国将利用这个难得的战略窗口期，加速推进新质生产力的发展，更加积极的调整经济结构。

图 18: 中国工业增加值增速



数据来源: 银河期货, ifind

图 19: 中国工业增加值结构



数据来源: 银河期货, ifind

国内需求端的变化具有明显的季节性特征，这从消费和价格变化中可以直接观察。

2025 年 12 月，尽管社会消费品零售增速仍在下降，但汽车销售增速出现回升，这一方面体现出年底购车的需求，另一方面也是抢在消费刺激政策变化前购车，但这种变化将一定程度透支后续消费空间。2025 年 12 月，固定资产投资增速依然没有摆脱房地产的拖累，且在前期刺激政策退坡、“反内卷”政策持续的影响下，地产投资增速、制造业投资增速和基建投资增速继续全面下滑。2026 年基数对固定走出投资增速回暖有一定支撑，但其对经济走势的贡献仍需谨慎。因从目前地产高频数据看，地产仍处于筑底阶段；制造业投资也将继续受到政策影响；基建可能成为最能体现政策和对经济增长提供支撑的部门，也是 2026 年宏观的另一条主线。2025 年 12 月，进出口的韧性持续超出市场预期，这既有海外需求的支撑，也有国内外贸企业的助力，但面对海外需求变化，国内进出口高基数和人民币汇率升值，进出口持续非常存疑，恐并不能为经济增长持续提供支撑。

图 20: 中国消费增速

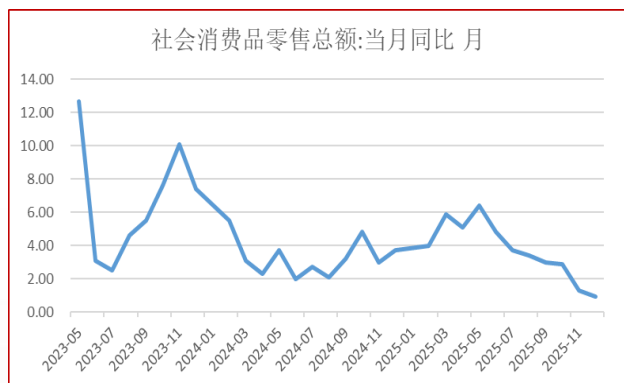
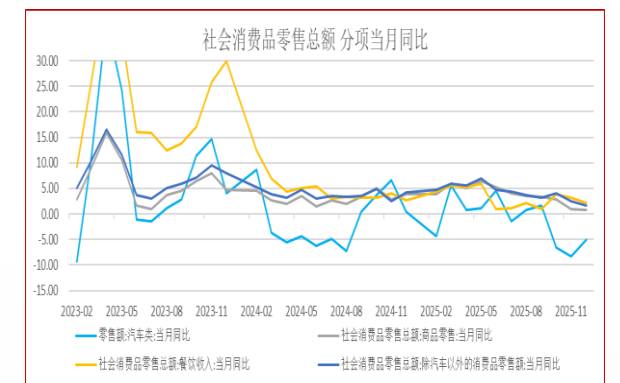
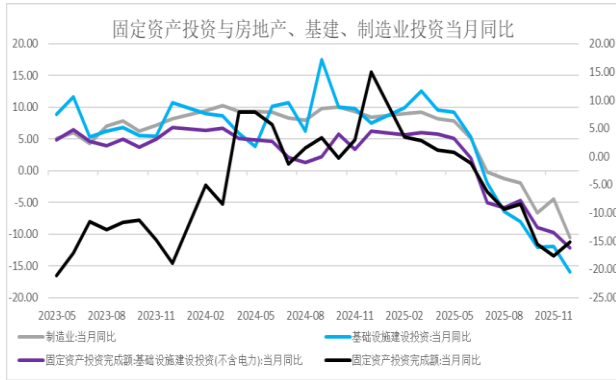


图 21: 中国消费结构



数据来源：银河期货， ifind

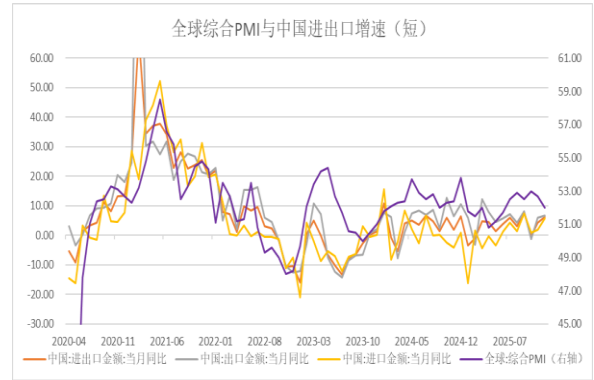
图 22：中国固投增速



数据来源：银河期货， ifind

数据来源：银河期货， ifind

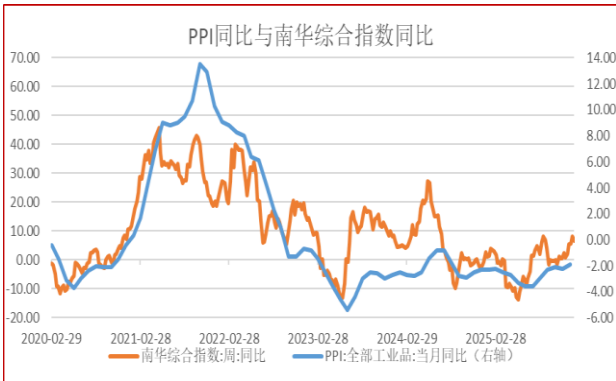
图 23：中国进出口增速



数据来源：银河期货， ifind

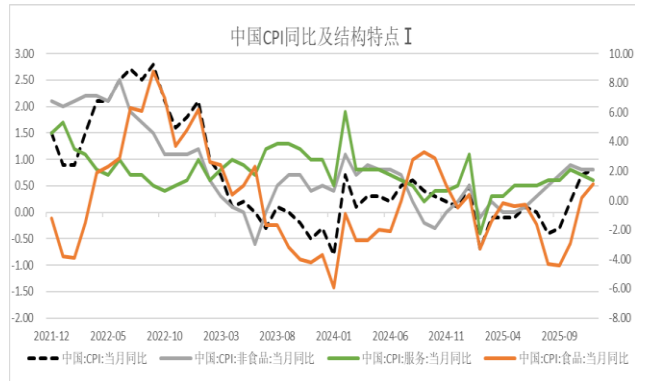
通胀也体现出季节性消费特点。目前，中国 CPI 和 PPI 同比会在反弹过程中，其中 CPI 回升主要来自食品推动，但食品价格回升除了前期价格过低外，“双节”邻近的季节性因素也是部分原因。PPI 回升受益于全球大宗商品牛市，但非耐用消费品价格低位说明国内自身需求回暖程度有限。

图 24：中国 PPI 同比与商品价格



数据来源：银河期货， ifind

图 25：中国 CPI 同比与结构



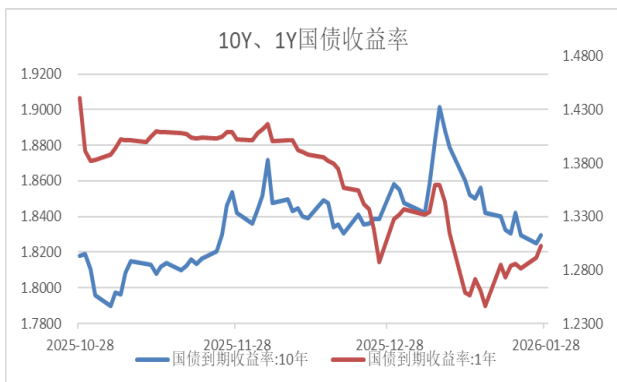
数据来源：银河期货， ifind

从 2025 年中国经济表现展望未来，经济增速改善已在体现，但幅度和节奏仍具有一定的短期特征，这也使得我们对经济的长短期变化的关注重点有所不同。短期，倾向于还是关注政策预期和消费变化，中长期关注广义财政力效果、新质生产力发展和经济内生动力恢复情况。

五、政策预期推动汇率和权益类资产表现亮眼

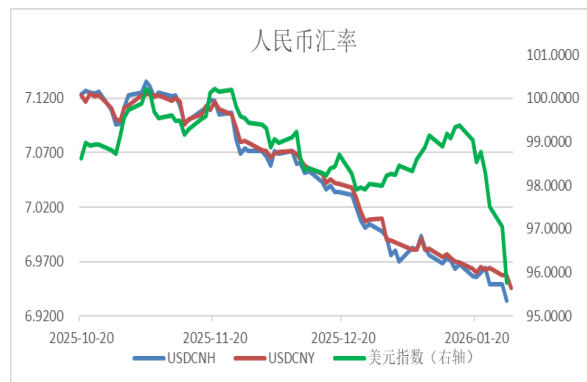
对国内经济短期的关注点导致国内资产走势与海外有所差异。政策引导人民币持续升值预期下，离岸人民币汇率带动在岸汇率持续升值。国内股市走势明显好于债券，股市中小盘股表现突出也是预期主导的体现。

图 26：中国国债收益率



数据来源：银河期货， ifind

图 27：人民币汇率走势



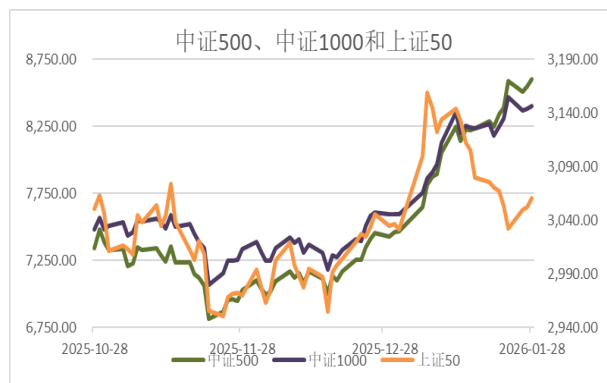
数据来源：银河期货， ifind

图 28：中国股市走势



数据来源：银河期货， ifind

图 29：中国各股指走势



数据来源：银河期货， ifind

六、中美资产波动性回归

从近期中美经济特点及对资产走势影响看，海外资产中枢稳健下，波动性放大的状态预计不可持续。未来，宏观经济走势不出大的变动情况下，海外资产波动性向国内资产回归可能是短期资产走势最大的特点。

美股估值高位下，驱动转向利率+盈利双轮驱动。短期关注科技巨头的财报和科技股表

现，中产期关注是否出现风格转换从而支持美股继续上行。美元流动性偏紧未缓解情况下，美债依然维持震荡走势。从金融因素看，驱动美元指数近期下跌的力量并不强，倾向于短期事件性因素对美元走势的影响更明显。鉴于短期事件性因素均在改变，预计美元指数下跌不会持续。大宗商品维护短期强者恒强观点，等待经济和货政政策方向的继续确认。

国内债市仍维持震荡走势，关注两会前政策预期对债市的影响。股市更为乐观，关注部分板块和指数补涨机会。人民币汇率维持升值走势，政策表现出一定维稳汇率倾向，人民币升值幅度相对有限。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799