

2026年02月01日

把握周期行业从价格预期到业绩兑现的机会，关注商品与美债利率关系

——资产配置周报（2026/01/26-2026/01/30）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@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30日当周，全球股市涨跌不一，港股、英国股市领涨；主要商品期货中原油大幅收涨，黄金、铜、铝收跌；美元指数小幅下跌，日元、欧元升值，人民币小幅贬值。1) 权益方面：恒生指数>英国富时100>标普500>沪深300指数>创业板指>纳指>法国CAC40>道指>上证指数>日经225>恒生科技指数>德国DAX30>深证成指>科创50。2) 黄金冲高后大幅回落，周五跌破5000美元关口，沃什被提名美联储主席是重要导火索；大宗商品涨价向上游传导，原油在地缘政治局势的扰动下，当周大幅收涨。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢小幅上涨，水泥、炼焦煤小幅回落，混凝土持平；乘用车1月18日当周日均零售3.77万辆，环比26.54%，同比-28.00%；BDI环比上涨21.91%。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1.80BP至1.2999%，10Y国债收益率下跌1.86BP收至1.8112%。5) 美债收益率分化。2Y美债收益率当周下行8BP至3.52%，10Y美债收益率上行2BP至4.26%。6) 美元指数收于97.12，周下跌0.4%；离岸人民币对美元贬值0.15%；日元对美元升值2.07%。
- **国内权益市场。**1月30日当周，风格方面，金融>周期>消费>成长，日均成交额为30365亿元（前值27750亿元）。申万一级行业中，共有10个行业上涨，21个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为石油石化（+7.95%）、通信（+5.83%）、煤炭（+3.68%）；跌幅靠前的行业为国防军工（-7.69%）、电力设备（-5.10%）、汽车（-5.08%）。
- **把握周期行业从价格预期到业绩的兑现机会。**至1月30日当周，商品价格出现大幅波动，其中原油价格大幅上涨；在提名新的美联储主席后，金、银价格由上涨转为大幅跳水。复盘商品价格与股价的关系，虽总体同步，仍可参考规律有：在商品价格从底部上涨的初期，对应股价的表现往往滞后于商品价格；商品价格在高位突破时，股价表现相对谨慎；但是在商品高位回落，维持中高位稳定的时候，对应的股价上涨幅度更大。我们认为主要是由于权益市场更加看重业绩持续性的原因。以化工行业为例，2013年开始的以草甘膦、染料、氨纶为主导的行情中，上市公司在资产负债表修复后，即使在商品价格回落，仍有很强的业绩兑现能力；同样在以行业龙头为主导的2016-2017年的市场行情中，权益市场在后期的业绩弹性更大。对于目前新一轮开始启动的化工行情，我们看好资产负债表修复较好，如：资产负债率降低、固定资产周转率高、新转固后在建工程较少的行业龙头。
- **关注商品与美债利率关系。**商品价格与美债利率在不同经济阶段对应的关系也不同，当经济过热引发的加息过程中，商品价格在初期表现强势，美债利率上行；在经济下行引发的降息过程中，商品也会因为需求而短期承压；整体而言，尤其是在经济周期的拐点位置，美债利率与CRB综合指数走势趋同。1月30日当天的黄金大幅下调，10Y美债利率仍上行，说明资金并没有明显回到美债。最新的中国制造业PMI显示，1月原材料库存环比下降但产成品库存上升；海外方面，美国1月份消费者信心大幅下滑，S&P Global US PMI 初值显示1月份成品库存进一步增加；目前的库存周期表现不明显。最新的FOMC虽维持基准利率不变，但是仍需要观察美联储对于经济增长、通胀、就业之间的平衡，以及AI应用之下对于通胀的降低预期等；关注美债利率变化对于商品价格的影响。
- **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：把握周期行业从价格预期到业绩兑现的机会，关注商品与美债利率关系	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：平稳格局延续	7
2.2. 利率债：震荡格局延续	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	17
5. 重要市场数据及流动性跟踪	18
5.1. 1月国内制造业 PMI：春节及高基数影响下的回落	18
5.2. 美联储如期暂停降息，2026 年降息门槛如何变动	20
5.3. 资金及流动性跟踪	21
5.4. 美国流动性情况跟踪	22
6. 市场资讯	23
6.1. 海外市场资讯	23
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	24
7. 财经日历	24
8. 风险提示	25

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, %	11
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	11
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	12
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	12
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	13
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	13
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	14
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	14
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	15
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	15
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, %	16
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	16
图 32 BDI 指数	16
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	16
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	17
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	17
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	17
图 39 制造业及非制造业 PMI, %	19
图 40 制造业 PMI 各分项, %, %	20
图 41 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %	20
图 42 非制造业 PMI 各分项, %, %	20
图 43 建筑业 PMI, %	20
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	22

图 47 SHIBOR 3M, %	22
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %.....	22
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元.....	22
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps.....	23
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元.....	23
图 52 财经日历.....	24

1.核心观点：把握周期行业从价格预期到业绩兑现的机会，关注商品与美债利率关系

1.1.市场观点与资产配置建议

1) **把握周期行业从价格预期到业绩的兑现机会。**至 1 月 30 日当周，商品价格出现大幅波动，其中原油价格大幅上涨；在提名新的美联储主席后，金、银价格由上涨转为大幅跳水。复盘商品价格与股价的关系，虽总体同步，仍可参考规律有：在商品价格从底部上涨的初期，对应股价的表现往往滞后于商品价格；商品价格在高位突破时，股价表现相对谨慎；但是在商品高位回落，维持中高位稳定的时候，对应的股价上涨幅度更大。我们认为主要是由于权益市场更加看重业绩持续性的原因。以化工行业为例，2013 年开始的以草甘膦、染料、氨纶为主导的行情中，上市公司在资产负债表修复后，即使在商品价格回落，仍有很强的业绩兑现能力；同样在以行业龙头为主导的 2016-2017 年的市场行情中，权益市场在后期的业绩弹性更大。**对于目前新一轮开始启动的化工行情，我们看好资产负债表修复较好，如：资产负债率降低、固定资产周转率高、新转固后在建工程较少的行业龙头。**

2) **关注商品与美债利率关系。**商品价格与美债利率在不同经济阶段对应的关系也不同，当经济过热引发的加息过程中，商品价格在初期表现强势，美债利率上行；在经济下行引发的降息过程中，商品也会因为需求而短期承压；整体而言，尤其是在经济周期的拐点位置，美债利率与 CRB 综合指数走势趋同。1 月 30 日当天的黄金大幅下调，10Y 美债利率仍上行，说明资金并没有明显回到美债。最新的中国制造业 PMI 显示，1 月原材料库存环比下降但产成品库存上升；海外方面，美国 1 月份消费者信心大幅下滑，S&P Global US PMI 初值显示 1 月份成品库存进一步增加；目前的库存周期表现不明显。最新的 FOMC 虽维持基准利率不变，但是仍需要观察美联储对于经济增长、通胀、就业之间的平衡，以及 AI 应用之下对于通胀的降低预期等；关注美债利率变化对于商品价格的影响。

3) **利率与汇率。**资金方面当前短期资金收敛主要是阶段性而非趋势性，平稳格局预计延续。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中长期流动性的影响较为温和。利率债方面：1 月 PMI 低于市场预期对债市较为有利，但当前阶段经济结构性亮点仍然突出。叠加央行货币政策较为克制，债市预计迎来“弱现实+强预期”的博弈格局。美债方面，中长期通胀预期偏强、供给较大及美元信用修复等因素影响下，预计仍高位震荡。汇率方面，新一任美联储主席人选公布后，美元信心有所提振，非美货币贬值。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。

1.2.全球大类资产回顾

1 月 30 日当周，全球股市涨跌不一，港股、英国股市领涨；主要商品期货中原油大幅收涨，黄金、铜、铝收跌；美元指数小幅下跌，日元、欧元升值，人民币小幅贬值。1) 权益方面：恒生指数>英国富时 100>标普 500>沪深 300 指数>创业板指>纳指>法国 CAC40>道指>上证指数>日经 225>恒生科技指数>德国 DAX30>深证成指>科创 50。国内来看，2025 年 12 月工业企业利润增速大幅回升，但其他收益是主要贡献。2026 年利润中枢有望回升，但结构分化仍有可能延续，业绩兑现或成为股价上涨的主要推动力。海外来看，1 月美联储暂停降息在预期之内，数据依赖的降息门槛在鲍威尔任期内有所提高。特朗普提名凯文·沃什为下一任美联储主席，虽然在降息态度上偏鸽派，但市场更担心其缩表的主张，美元指数明显走强，短期超涨的贵金属出现历史性的调整。不过缩表可能导致长端美债利率易上难下，并不利于缓解特朗普中期选举压力，沃什上任后的政策实施仍存不确定性。2) 黄金冲高后

大幅回落，周五跌破 5000 美元关口，沃什被提名美联储主席是重要导火索；大宗商品涨价向上游传导，原油在地缘政治局势的扰动下，当周大幅收涨。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢小幅上涨，水泥、炼焦煤小幅回落，混凝土持平；乘用车 1 月 18 日当周日均零售 3.77 万辆，环比 26.54%，同比-28.00%；BDI 环比上涨 21.91%。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 1.80BP 至 1.2999%，10Y 国债收益率下跌 1.86BP 收至 1.8112%。5) 美债收益率分化。2Y 美债收益率当周下行 8BP 至 3.52%，10Y 美债收益率上行 2BP 至 4.26%；10Y 日债收益率下行 0.1BP 至 2.2520%。6) 美元指数收于 97.12，周下跌 0.4%；离岸人民币对美元贬值 0.15%；日元对美元升值 2.07%。

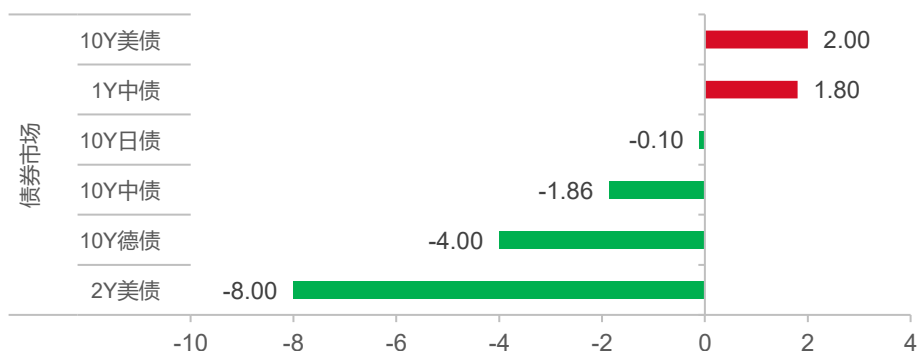
图1 全球主要大类资产周度表现，%



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

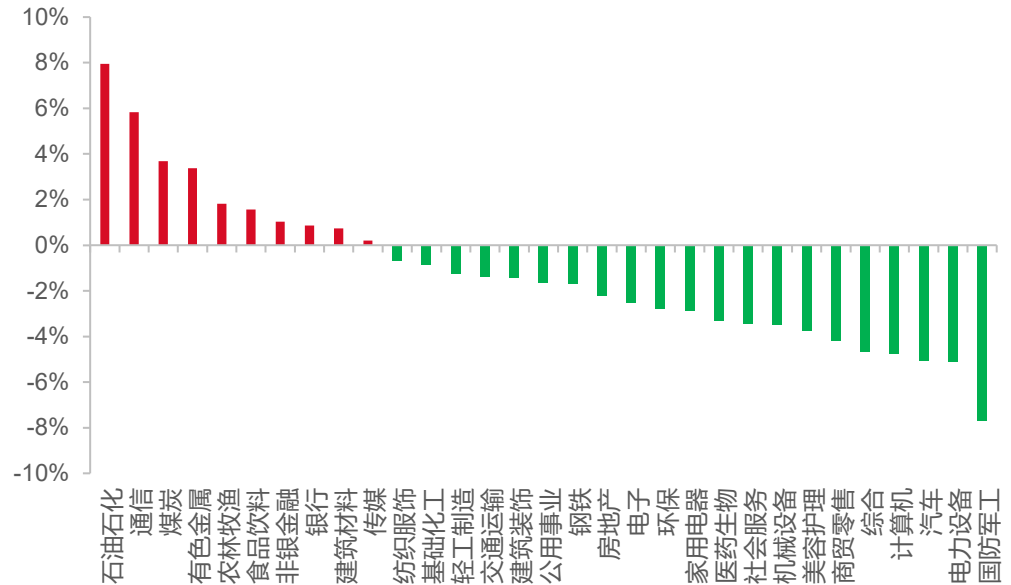


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 1 月 30 日当周，风格方面，金融>周期>消费>成长，日均成交额为 30365 亿元（前值 27750 亿元）。申万一级行业中，共有 10 个行业上涨，21 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为石油石化（+7.95%）、通信（+5.83%）、煤炭（+3.68%）；跌幅靠前的行业为国防军工（-7.69%）、电力设备（-5.10%）、汽车（-5.08%）。

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，1/26-1/30

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：平稳格局延续

受政府债净融资明显回升、跨月资金需求上升，权益与商品市场资金分流等因素叠加影响，近期资金利率从低位收敛。临近月末，央行适当加大 7 天逆回购投放利率，以维护资金面平稳。DR001 回落，DR007 小幅回升。近期银行体系融出规模回升，显示流动性未陷入系统性短缺。当前短期资金收敛主要是阶段性而非趋势性，平稳格局预计延续。

中长期资金方面，央行明显加大 MLF 投放力度，同业存单融资力度维持低位。1 个月期收益率小幅回升，3 个月-1 年期收益率平稳。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：震荡格局延续

长债供给担忧及 12 月宏观修复对长债的影响消化，叠加股市与商品市场降温过程中风险偏好回落，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。1 月 PMI 低于市场预期对债市较为有利，但当前阶段经济结构性亮点仍然突出。叠加央行货币政策较为克制，债市预计迎来“弱现实+强预期”的博弈格局。

货币政策方面，2026 年 1 月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，2025 年 12 月社融口径人民币贷款自 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，2026 年 1 月官方制造业与非制造业 PMI 回落均至收缩区间，不过生产指数保持扩张区间，或揭示供需之间存在错配，对债市较为友好。

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形成支撑。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，显示融资成本趋于稳定。短期国债收益率回落至近期低位。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。

长端利率上行，收益率曲线陡峭化的特征，市场情绪受美联储主席提名与通胀预期双重驱动，美元走强与财政风险担忧共同推升期限溢价。新一任美联储主席人选沃什历史上为鹰派，但近年公开支持降息，与特朗普立场趋同。市场预期其将推动“降息与缩表并行”的组合政策，即在降低政策利率的同时加速资产负债表缩减，以对冲宽松效应，债市对此保持谨慎。当前美债市场仍面临潜在通胀再期压力与供给加大压力，预计美债收益率仍将高位震荡。

2.4.汇率：内外因共振，人民币处于有利位置

新一任美联储主席任选公布后，美元信用担忧缓解，美元指数反弹，非美货币贬值。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，如果人民币人在短期内快速、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 30 日当周，WTI 原油周内快速上行，收于 65.21 美元/桶，较上周同期上涨 6.8%。截至 2026 年 1 月 23 日当周，美国原油产量为 1396.6 万桶/天，同比增加 72.6 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1620.9 万桶/天，开工率 90.9%。2026 年 1 月 30 日当周，美国钻机数 546 台，较去年同期减少 36 台；其中采油钻机数 411，较去年同期减少 62 台。

帝国石油公司在 1 月 30 日的第四季度财报电话会议上表示，预计潜在的委内瑞拉原油供应增加对市场造成的干扰将微乎其微，加拿大重质油价差在市场关于恢复委内瑞拉国家石油公司出口的争议出现时初步扩大后已趋于稳定。标普评估，1 月 29 日西加拿大精选原油在阿尔伯塔省哈迪斯蒂的价格较西得克萨斯中质原油 CMA 贴水 13.90 美元/桶，自美国入侵委内瑞拉后（1 月 5 日贴水为 13.25 美元/桶）有所扩大。加拿大重质原油生产商正面临价差上的多重压力，包括恩桥干线管道系统日益严重的运力分配限制，以及潜在的委内瑞拉原油将与西加拿大精选原油争夺相同的美国墨西哥湾沿岸炼油产能所存在的不确定性。与加拿大油砂衍生的重油一样，委内瑞拉原油硫含量高，需要复杂的炼油设备，这使得这两种油品成为美国墨西哥湾沿岸炼油厂焦化能力的直接竞争对手。根据欧佩克跟踪，委内瑞拉的原油产量已从 20 世纪 90 年代末的 300 多万桶/日大幅下降至目前的约 80 万桶/日。由于投资不足、美国 2019 年实施的制裁以及国有委内瑞拉国家石油公司的运营挑战，该国的石油基础设施已严重恶化。恢复生产将需要对油田、加工设施和出口终端进行大量资本投资。帝国石油的全年产量平均为 43.8 万桶油当量/日，第四季度的上游产量平均为 44.4 万桶油当量/日，低于去年同期的 46 万桶/日。

委内瑞拉国民议会于 1 月 29 日一致通过了《油气资源法》，旨在开放委内瑞拉石油工业以促进生产和出口。新法规允许国有委内瑞拉国家石油公司与国际公司组建合资企业，但要求国有企业持股至少 50%，从而消除了关于股东控制权的模糊性，国有企业将被允许转让属于国家的“动产或不动产”的所有权或其他权利。修订后的法律维持了 30% 的矿区使用费率，但允许油气部进行调整以保持国际竞争力。

俄罗斯卢克石油公司 1 月 29 日表示，已同意将其大部分国际资产出售给美国投资公司凯雷投资集团。此前，由于西方制裁，卢克石油已决定退出海外项目。凯雷投资集团在 1 月 29 日的声明中确认了该协议，称其取决于凯雷的尽职调查和监管批准，并已构建为完全符合美国财政部的政策。卢克石油表示，该交易不包括其在哈萨克斯坦的资产，这些资产将继续作为卢克石油的一部分，在各自许可证下运营。哈萨克斯坦能源部已就潜在收购卢克石油在哈资产事宜向美国财政部提交了请求。卢克石油持有田吉兹和卡拉恰甘纳克石油项目的股份，以及哈萨克斯坦主要原油出口通道里海管道联盟的股份。

美国天然气价格飙升已促使多个码头合同承购方取消美国液化天然气出口量，转而将天然气销售至价格更高的国内市场。受寒潮和上游生产冻结影响，美国 NYMEX 2 月亨利港期货价格于 1 月 27 日达到 6.954 美元/百万英热单位。但亨利港现货价格涨幅更大——1 月 27 日交付的价格一度突破 30 美元/百万英热单位，随后在 1 月 28 日下跌逾 50%。此次价格飙升导致输往墨西哥湾沿岸主要液化天然气生产商的原料气流量大幅减少，据报道码头合同承购方正在取消出口量转销国内。

欧盟各国政府于 1 月 26 日最终批准，在未来两年内禁止进口剩余的俄罗斯管道天然气和液化天然气。然而，不确定性依然存在。严重依赖土耳其溪管道气满足其大部分天然气需求的内陆国家匈牙利和斯洛伐克的政府，已誓言要在法庭上挑战这项立法。

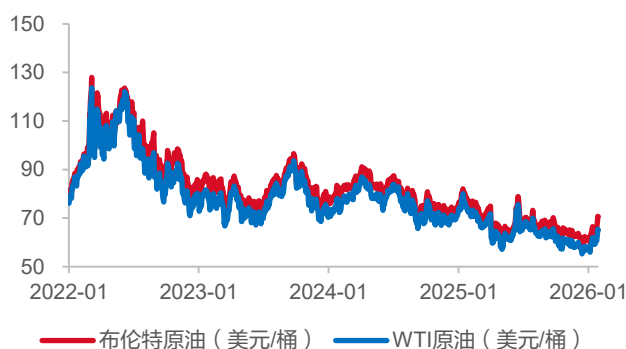
美国总统特朗普威胁称，如果加拿大与中国达成贸易协议，将对加拿大所有对美出口商品征收 100% 的关税。加拿大总理马克·卡尼近期访问北京，宣布了两国建立战略伙伴关系。

该协议将降低进入加拿大市场的中国电动汽车和运往中国的加拿大菜籽油的关税等。加拿大还设定了到 2030 年对华出口增长 50% 的目标。加拿大对华出口已面临 35% 的关税，部分能源产品面临 10% 的关税，但符合《美墨加协定》的产品，包括天然气和大多数金属，可获得豁免。作为特朗普对向美国销售相关产品的所有国家征收的普遍关税的一部分，加拿大在钢铁、铝和铜产品上面临 50% 的关税，汽车零部件面临 25% 的关税。铝业协会数据显示，加拿大供应了美国消费的所有原铝的大约三分之二。提高关税将进一步推高价格。加拿大也是钢铁、锂、天然气、木材和其他大宗商品的关键供应国。根据美国钢铁协会数据，2024 年加拿大向美国供应了 660 万净吨钢铁。美国也是加拿大的天然气净进口国，尽管东海岸的流量经常变化。根据美国能源信息署数据，按总量计，2024 年美国从加拿大总共进口了 85 亿立方英尺/日的天然气，并出口了 27 亿立方英尺/日。标普全球能源数据显示，今年以来，从加拿大到美国的天然气净流量平均为 63 亿立方英尺/日，相当于美国天然气总需求的约 5%，以及加拿大天然气总产量的三分之一。

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，短期俄乌方面内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，预计短期布伦特原油将在 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。

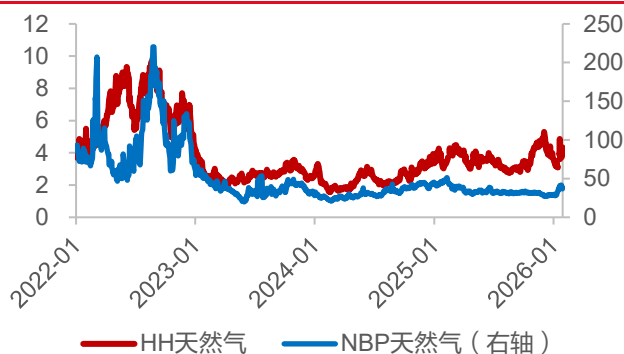
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



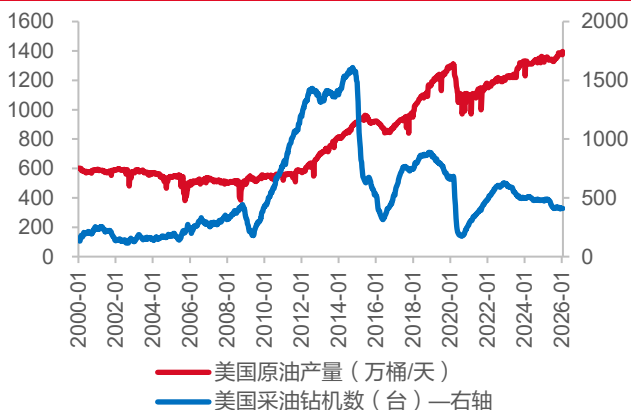
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



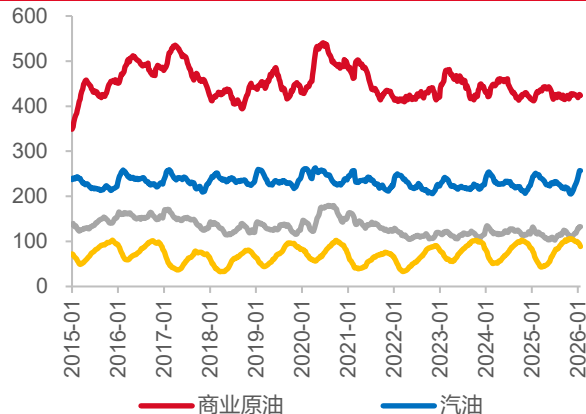
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



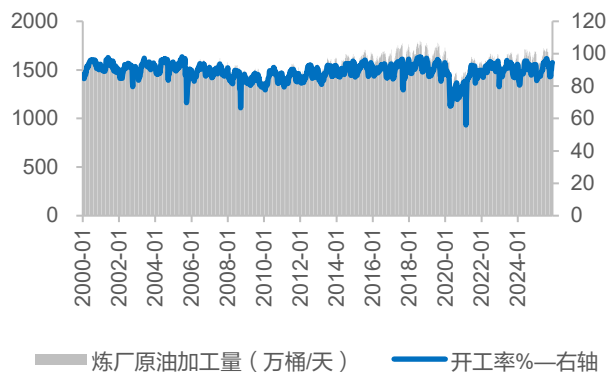
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



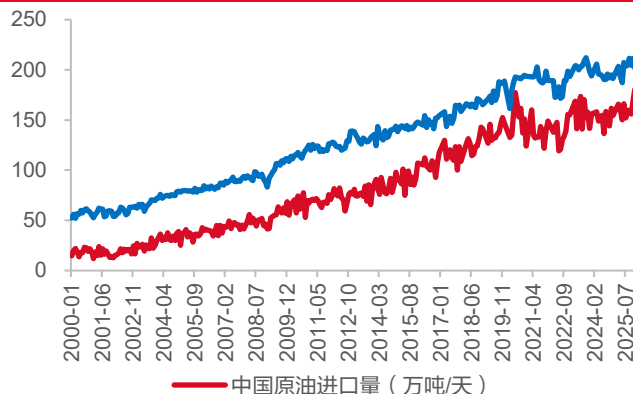
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



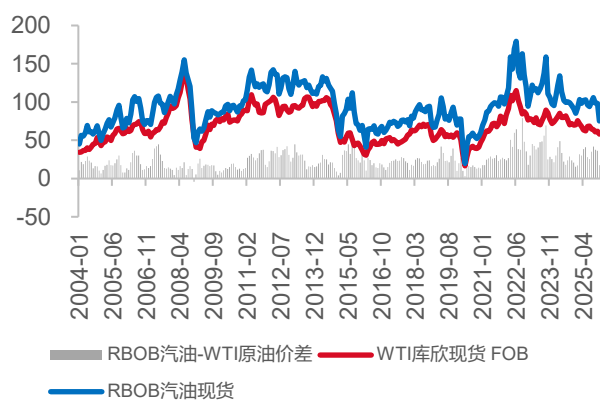
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



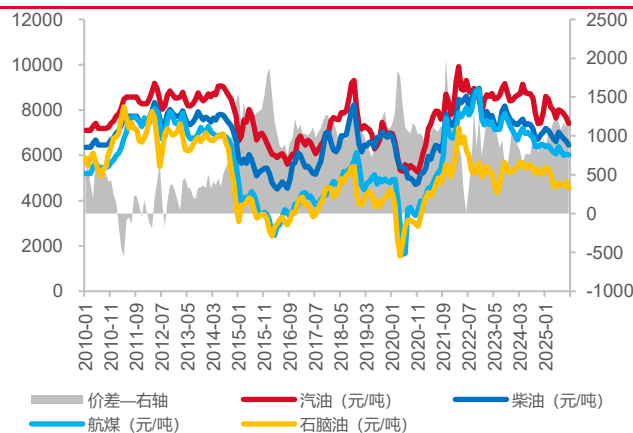
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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

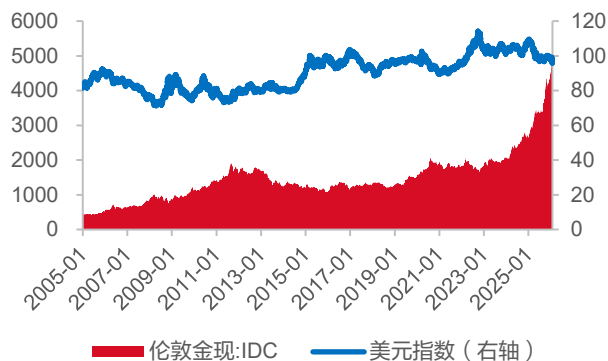
注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油} \times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

3.2. 黄金跟踪

鹰派候选人凯文·沃什被特朗普提名为下任美联储主席，金价于周五跳水。截至2026年1月30日当周，金价周内连续上涨但在周五跳水，在周五收于4880.03美元/盎司，较上周同期下跌2.03%。美股三大指数周内震荡下跌，美元指数维持弱势震荡。12月我国央行继续增持黄金储备3万盎司。美国总统特朗普提名前美联储理事凯文·沃什为下任美联储主席，此人长期以鹰派立场著称。美联储1月维持基准利率在3.50%-3.75%不变。市场预期美联储下次降息为今年6月，押注降息25个基点。尽管金价在周五跳水，SPDR持有量较上周末继续走高，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。

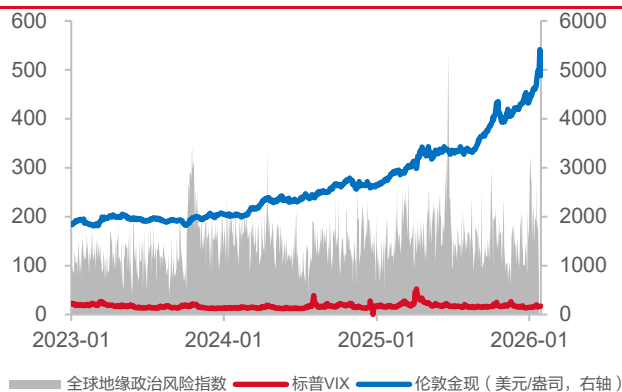
金价判断：预计美联储下次将于今年6月降息，伊朗局势持续恶化，美国持续挑起全球贸易争端但中美贸易摩擦预期缓和，俄乌冲突预计边际缓和，美国化债不利，押注美元指数继续走低，全球避险需求或受中东区域问题影响持续走高，尽管美联储降息预期有所波动，但金价长期走势不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司



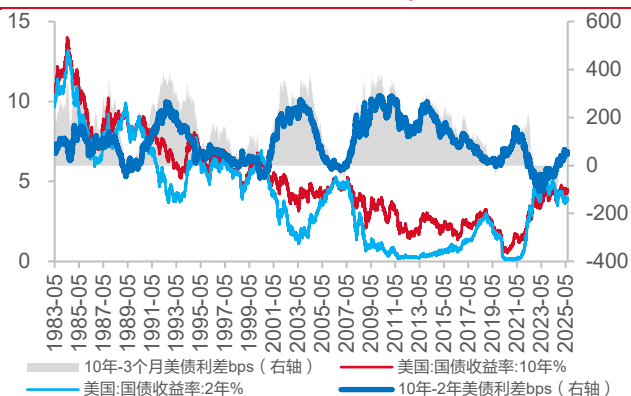
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 VIX 与金价, 美元/盎司



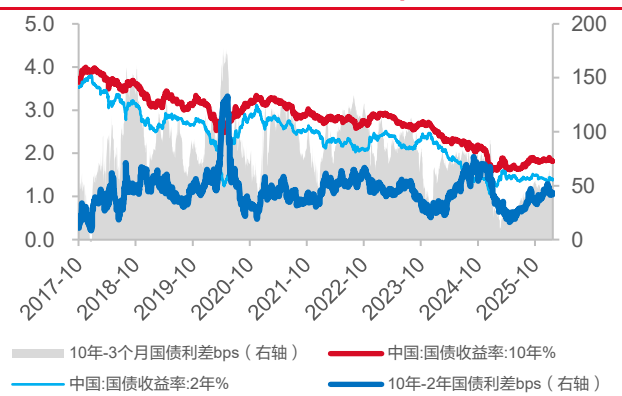
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



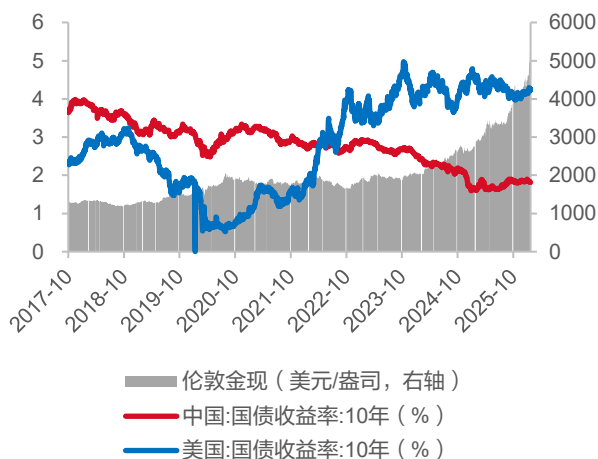
资料来源: Wind, 东海证券研究所

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, %



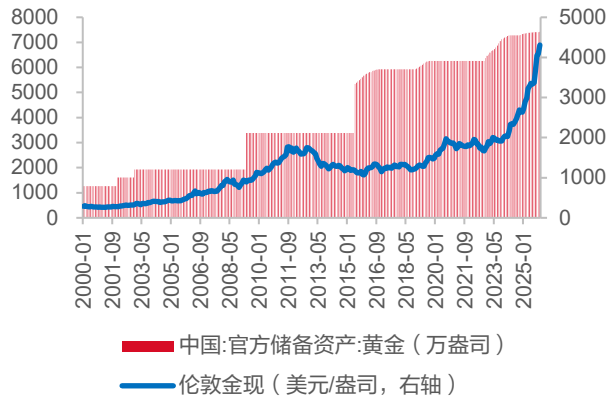
资料来源: Wind, 东海证券研究所

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
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	86.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	27.0%	70.5%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.7%	46.9%	38.2%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	25.1%	43.9%	25.1%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.4%	13.3%	32.6%	36.4%	15.1%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.7%	4.8%	17.6%	33.5%	31.7%	11.8%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.3%	10.0%	24.0%	32.8%	23.6%	7.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.9%	8.4%	21.1%	30.9%	25.5%	10.4%	1.4%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.9%	8.5%	21.2%	30.9%	25.4%	10.4%	1.4%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.8%	8.0%	20.3%	30.3%	25.8%	11.4%	2.0%	0.1%
2027/6/9	0.2%	1.7%	7.6%	19.5%	29.6%	26.1%	12.4%	2.7%	0.2%
2027/7/28	0.2%	1.6%	7.1%	18.4%	28.7%	26.4%	13.6%	3.5%	0.4%
2027/9/15	0.2%	1.6%	7.0%	18.3%	28.6%	26.4%	13.7%	3.6%	0.5%
2027/10/27	0.2%	1.4%	6.5%	17.3%	27.7%	26.6%	14.9%	4.5%	0.8%
2027/12/8	0.4%	2.4%	8.6%	19.2%	27.5%	24.4%	12.9%	3.8%	0.6%

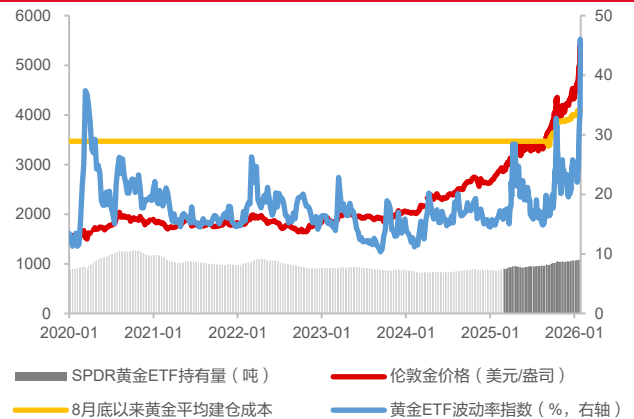
资料来源: CME, 东海证券研究所

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30日当周, SHFE 电解铜连续合约结算平均价格为 103894 美元/吨, 较上一周环比上升 3.3%, 价格与去年同比增长 36.8%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 13333 美元/吨。1月30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 3671 元/干吨, 价格环比上升 4.8%。当周全球铜价受到供给紧张预期继续强化推动, 矿山扰动及库存偏低令市场对未来精矿紧缺的担忧加剧, 从而支撑远期和现货价格上行。市场对工业用铜的实际与预期需求保持强劲, 包括电力基础设施、数据中心及能源转型相关投资的持续拉动, 增强了基本面支撑。

2026年1月30日, 现货库存为 33.87 万吨, 较上周环上升 0.6%, 同比上升 111%, 港口库存约为 52.3 万吨, 环比下降 8%。

2025年12月, 我国电解铜产量约为 115.03 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30日当周, 我国 SHFE 电解铜持仓量为 230389.6 手, 环比上升 3.4%; 成交量为 784901.6 手, 环比上升 95.4%, 当周铜价在高位创出历史新高引发市场广泛关注, 推动沪铜期货价格大幅震荡, 吸引了大量交易者入市, 使单边成交量显著放大, 加之宏观层面美元走弱与资金偏好风险资产的流入环境, 使得市场参与者在高波动行情中频繁建仓与平仓, 从而推动了成交量激增。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。

金属铜整体呈现强势上行格局, 全球矿端扰动与显性库存持续处于低位强化了供给偏紧预期, 而能源转型、电网投资及海外制造业韧性对中期需求形成支撑, 带动价格与市场情绪同步升温。国内方面, 节后复工预期叠加期货价格波动加大, 资金参与度明显提升, 推动成交活跃但也放大了短线波动。短期来看, 铜价仍有供需逻辑支撑但已处于高位区间, 预计将转向高位震荡运行, 需重点关注节后需求实际兑现情况及宏观情绪变化带来的回调风险。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



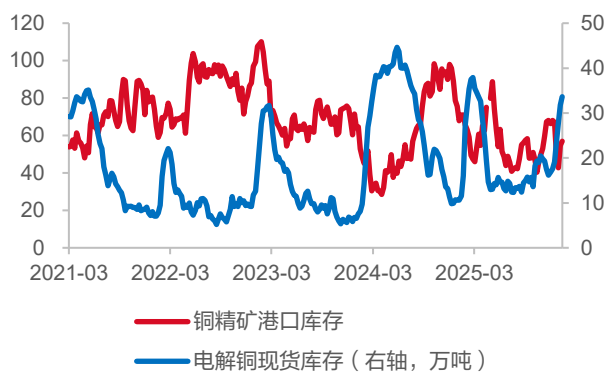
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/千吨



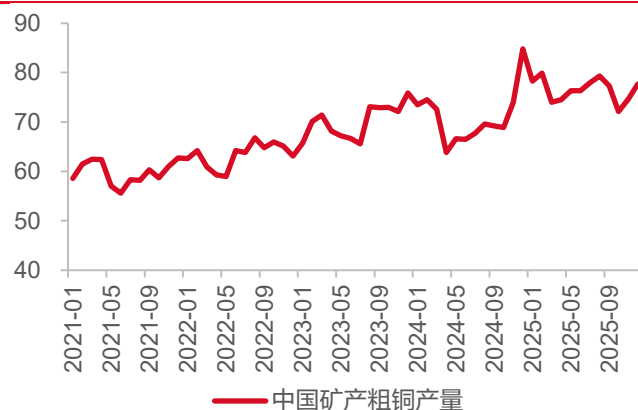
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



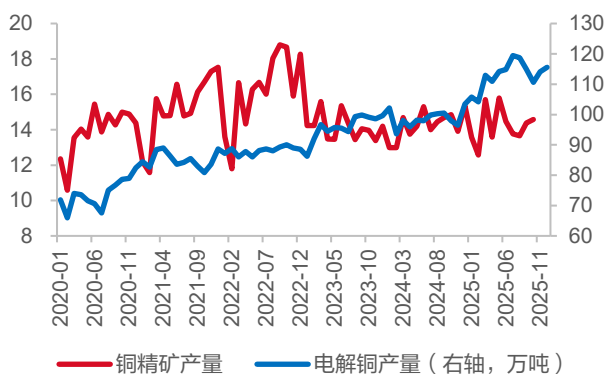
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



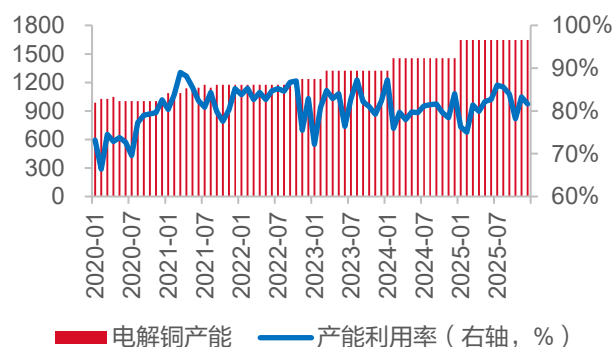
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



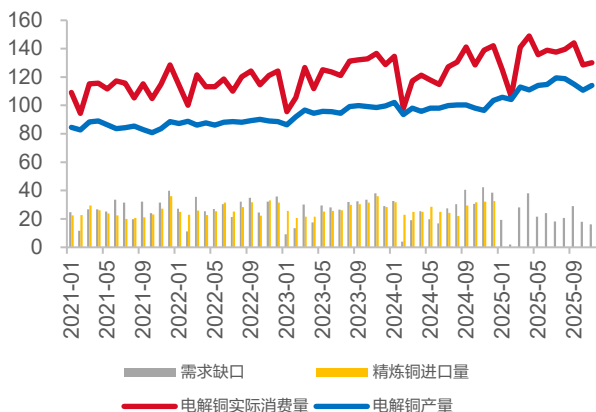
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



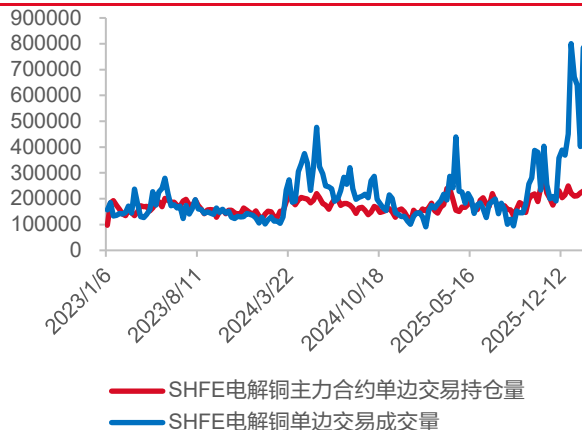
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



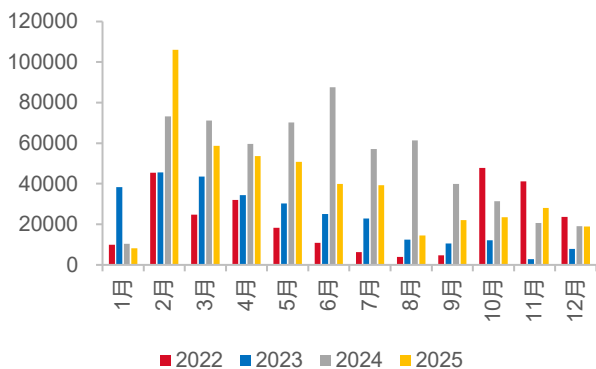
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



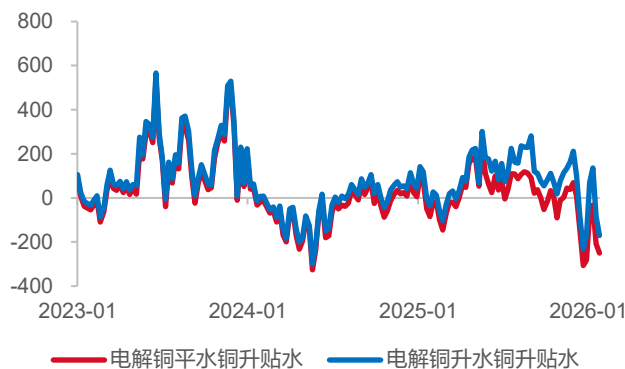
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

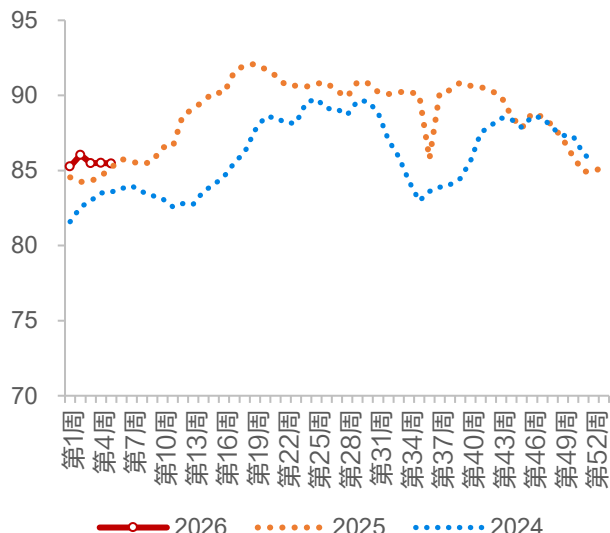


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

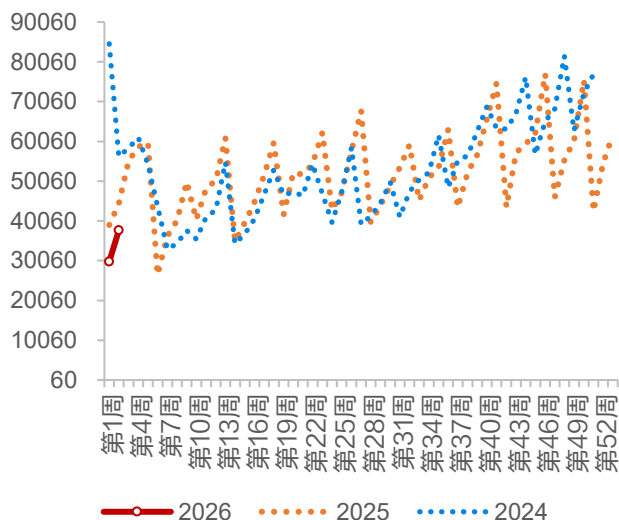
4.1.行业高频跟踪

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



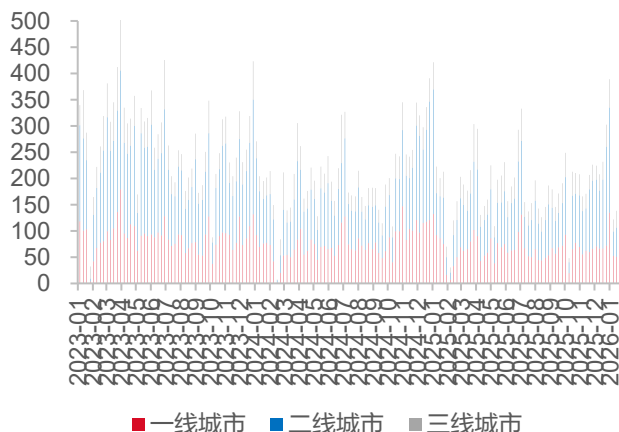
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图32 BDI 指数



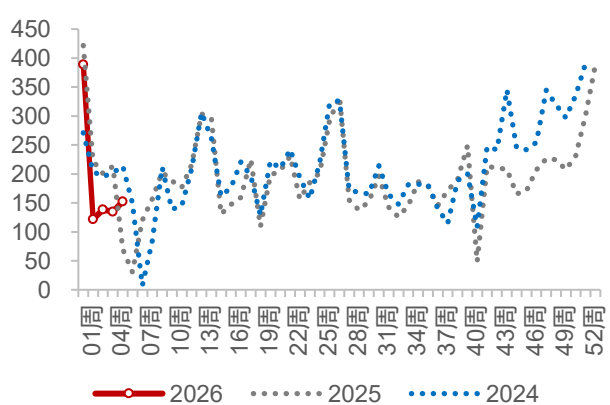
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米



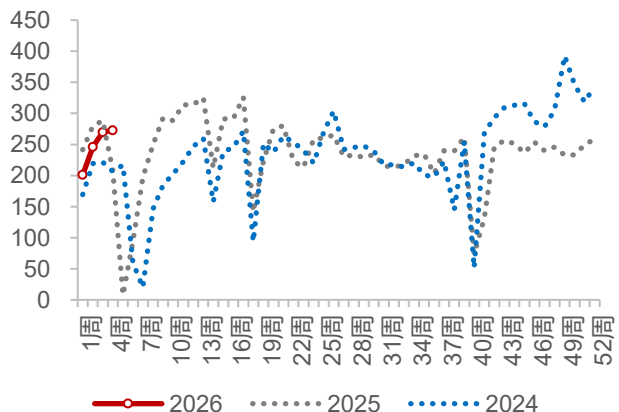
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

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	1/30	1/23	1/16	1/9	1/2	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	13.2	116.9	万平方米	152	134	139	122	389	
	一线城市	13.3	274.6	万平方米	61	54	50	52	135	
	二线城市	30.1	93.8	万平方米	65	50	56	47	200	
	三线城市	-14.1	28.9	万平方米	26	31	32	23	54	
消费 出行	国内航班执飞	4.6	-10.2	架次	94499	90354	89084	86318	88900	
	国际航班执飞	0.8	-3.1	架次	12669	12569	12656	12782	12742	
	电影票房	21.5	-90.4	万元	32559	26806	33155	59127	96546	
	观影人次	21.5	-87.2	万人次	860	708	846	1500	2381	
外需	BDI指数	21.9	192.2	/	2148	1762	1567	1688	1882	
	CCFI指数	-2.7	0.0	/	1176	1209	1210	1195	/	
物价	南华工业品价格指数	2.6	-4.0	/	3708	3615	3660	3610	3548	
	螺纹钢	0.3	-6.9	元/吨	3139	3129	3163	3138	3134	
	水泥价格指数	-1.0	-18.0	/	99.13	100.12	100.80	101.91	102.47	
	南华农产品指数	1.5	2.2	/	1072	1056	1063	1059	1052	
	猪价	0.9	-20.1	元/公斤	18.65	18.48	18.00	17.92	17.66	
	7种重点水果	0.0	6.4	元/公斤	7.91	7.92	7.88	7.83	7.84	
	鸡蛋	3.9	-13.9	元/公斤	8.54	8.22	7.73	7.50	7.39	
	28种重点蔬菜	-0.7	-0.8	元/公斤	5.60	5.65	5.52	5.60	5.65	
生产开 工率	PTA	0.0	0.0	%	75.83	75.83	77.22	77.41	/	
	纯碱	-2.2	0.0	%	84.19	86.42	86.82	84.39	/	
	浮法玻璃	0.2	-4.6	%	71.86	71.62	71.38	71.96	/	
	江浙织机	-8.8	0.0	%	42.41	51.20	54.94	57.89	/	
	半钢胎	0.3	55.0	%	74.84	74.56	73.44	65.89	68.25	
	全钢胎	-0.2	49.3	%	62.44	62.62	62.93	58.02	58.15	

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<中证 500<上证 50<沪深 300<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	36.57	43.33	68.88	5.78
	创业板 50	41.24	43.45	68.10	6.63
	中证 1000	69.08	50.72	61.45	2.70
	上证 180	78.40	12.21	43.36	1.27
	中证 500	79.47	38.13	69.36	2.61
	上证 50	81.88	11.74	56.03	1.28
	沪深 300	82.28	14.22	53.48	1.49
	科创 50	97.49	173.90	82.43	6.76

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	27.00	17.61	25.00	1.39
	公用事业	29.32	19.24	36.84	1.76
	有色金属	45.57	38.80	93.24	4.82
	石油石化	58.89	16.35	77.77	1.51

	建筑装饰	65.65	13.10	15.67	0.87
	钢铁	76.88	68.72	63.36	1.23
	煤炭	79.08	17.39	71.65	1.61
	环保	85.97	44.82	37.01	1.88
	基础化工	87.65	41.33	85.23	2.64
	建筑材料	94.61	45.18	19.15	1.49
	食品饮料	14.84	21.18	15.61	4.02
	农林牧渔	15.93	27.10	14.17	2.58
	美容护理	42.37	45.07	10.97	3.13
消费	纺织服饰	77.51	42.87	46.30	2.03
	社会服务	82.34	71.81	25.20	3.18
	医药生物	85.63	50.97	14.69	3.02
	商贸零售	94.29	116.73	48.85	2.08
	轻工制造	95.53	70.33	53.30	2.56
	家用电器	39.84	16.25	34.18	2.55
	汽车	74.76	32.96	69.81	2.61
高端制造	机械设备	77.16	50.30	81.04	3.30
	国防军工	87.73	185.14	94.38	4.53
	电力设备	91.99	76.41	61.42	3.46
	通信	27.22	27.76	56.88	2.55
科技	传媒	72.56	74.30	51.69	3.15
	计算机	89.94	216.77	71.97	4.86
	电子	94.84	89.67	99.20	6.06
	房地产	0.00	-5.99	19.69	0.97
金融地产	非银金融	2.24	11.86	26.92	1.54
	银行	73.79	6.68	21.19	0.65

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

5.1.1 月国内制造业 PMI：春节及高基数影响下的回落

1月，制造业 PMI 为 49.3%，前值 50.1%；非制造业 PMI 为 49.4%，前值 50.2%。

春节有影响，但并非唯一因素。1月制造业 PMI 环比-0.8pct，明显低于近 5 年同期均值的 0.3pct。历年临近春节，由于工业生产活动放缓，均对制造业 PMI 造成影响，春节错位亦会放大波动。与 2010 年以后春节同样偏晚（除夕落在 2 月中下旬）的年份相比，今年 1 月 PMI 回落幅度依然偏大（均值-0.5pct）。

环比高基数亦有影响。由于 PMI 本身即为环比的概念，上个月在多重因素的短期催化下，PMI 出现了大幅超季节性的改善（50.1%，环比+0.9pct，近 5 年同期均值-0.3pct），形成较高的基数，亦对 1 月 PMI 形成了压力。

供需同步回落。供给方面，生产指数回落（50.6%，-1.1pct），但仍在荣枯线上方；需求方面，新订单指数重新回落至荣枯线下方（49.2%，-1.6pct）。外需上，新出口订单指数也有所回落（47.8%，-1.2pct），表明出口动能相较上月也有所放缓。

出厂价格回升至荣枯线以上，原材料价格大幅上升。1月，主要原材料购进价格指数（56.1%，+3.0pct）与出厂价格指数（50.6%，+1.7pct）同步回升，其中出厂价格是近20个月来首次升至临界点以上，这也预示PPI1月降幅可能继续收窄。

高技术以及中游装备制造支撑。从大行业上来看，高技术制造业PMI（52.0%，-0.5pct）以及装备制造业PMI（50.1%，-0.3pct）较上月回落，但依然在荣枯线以上，也高于整体制造业PMI水平。上月回升幅度较大的消费品PMI（48.3%，-2.1pct）或受春节备货暂告段落而回落，下游制造的趋势性回升仍需时日。高耗能行业受春节影响的程度可能相对更高一些（47.9%，-1.0pct）。

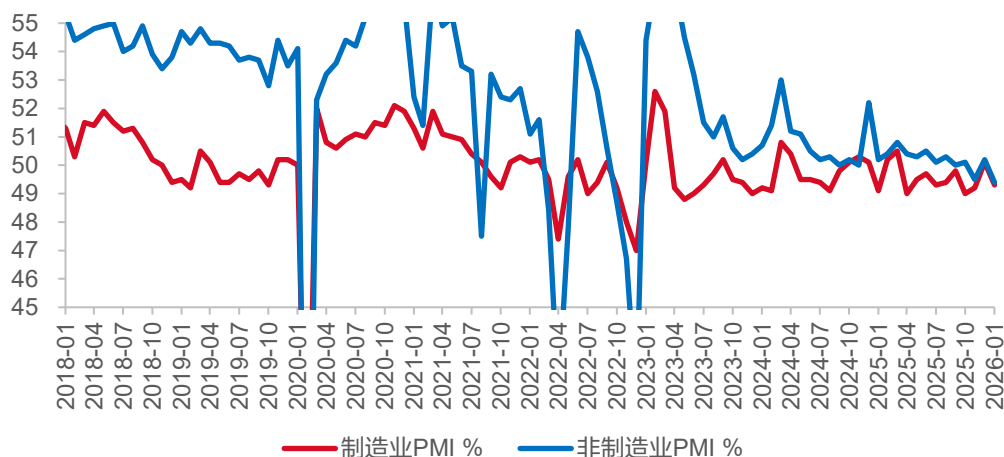
非制造业PMI弱于季节性，波动加大。1月非制造业PMI环比-0.8pct，同样考虑到春节可比性，同时剔除2021年的异常值来看，非制造业PMI也弱于季节性（均值-0.3pct）。上个月的超预期回升贡献主要来自于建筑业，1月的回落主要也受建筑业拖累，反映出年末等多种因素叠加的短期因素导致波动加大。

金融相关保持高景气度，房地产走低，总体信心仍强。1月服务业PMI49.5%，环比-0.2pct。金融相关的货币金融服务、资本市场服务、保险等商务活动指数高于65%，但房地产商务活动指数明显回落至40%以下，形成拖累。服务业预期指数继续高位上行，信心不弱。

上个月的支撑因素在1月对建筑业形成拖累。1月建筑业PMI48.8%，环比-4.0pct，回吐上个月的涨幅。主要受1月气温降低、临近春节等影响，施工明显放缓，同时上个月是年末可能有抢工因素，形成了高基数，综合影响下建筑业PMI回落。

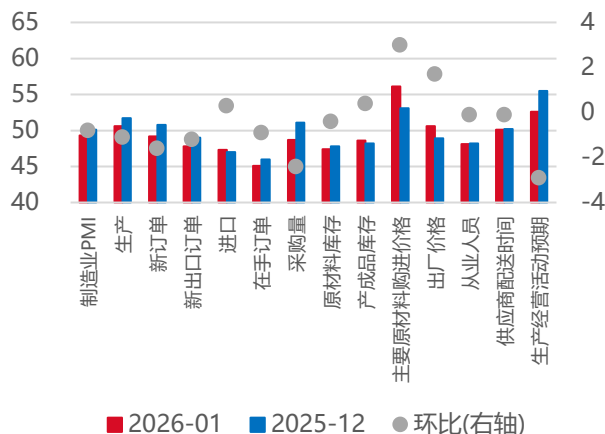
1月PMI的回落一方面受临近春节的影响，另一方面上个月的逆势走强形成了高基数，PMI本身是环比的概念，高基数亦形成扰动。行业上，高技术以及中游装备制造仍高于荣枯线，但下游消费品制造未能延续上个月的强势，以及建筑业、房地产的走弱，反映内需仍不强。政策端，第一批“两新”资金已下达，财政金融协同促内需一揽子政策已部署，继续关注投资端的边际变化、春节期间消费表现以及两会的增量部署。

图39 制造业及非制造业 PMI，%



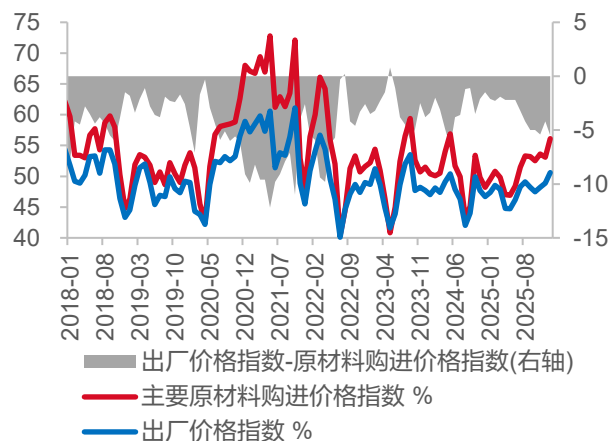
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 制造业 PMI 各分项, %, %



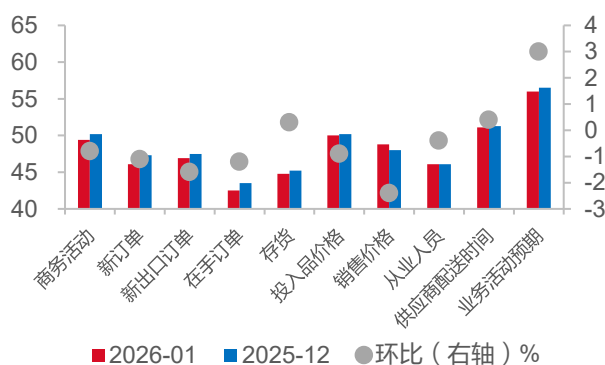
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 建筑业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美联储如期暂停降息，2026 年降息门槛如何变动

事件：当地时间 1 月 28 日，美联储召开 2026 年 1 月 FOMC 会议，如期暂停降息，基准利率保持在 3.50%-3.75% 区间不变。

声明对经济和就业展望转向乐观，数据依赖的降息门槛提高。1 月 FOMC 声明中，对经济活动的表述从“温和”（moderate）上调至“稳健”（solid），同时删除了“就业风险有所上升”（downside risks to employment rose），并转为表述“失业率显示出稳定信号”（unemployment rate has shown some signs of stabilization）。能够看出 1 月 FOMC 会议声明表述逐渐转向乐观，美联储在经济前景相对健康的情况下，以数据依赖作为降息判定的门槛是在走高的：只要美国经济没有出现预期外的大幅走弱，就业市场依然维持在紧平衡范围内（以 4.6% 失业率为基准情况下，盈亏平衡就业新增无效下破每月 3.4 万人，详见年终策略报告《2026 年宏观经济及资产配置展望：宏图新启，升维致远》），美联储上半年降息必要性或进一步降低。

从 2026 年地方联储轮岗主席来看，内部投票的降息门槛降低。2026 年地方联储轮岗主席为：（1）费城联储（安娜·保尔森，中性偏鸽：更关注就业下行风险）、（2）明尼阿波利斯联储（尼尔·卡什卡里，偏鹰：利率处在合适位置）、（3）达拉斯联储（洛里·洛根，偏鹰：更关注通胀上行风险）以及（4）克利夫兰联储（贝丝·哈马克，偏鹰：更关注通胀上行风险），相比起 2025 年四位全鹰派地方联储主席来说，2026 年 FOMC 内部投票的降息门槛是略微降低的。

鲍威尔发布会上发言相对克制，重申美联储独立性。本次发布会上，鲍威尔对大部分敏感内容：包括刑事调查、理事库克司法辩论、今年5月后自身理事职位去留问题，均闭口不谈，依然重申美联储独立性及信誉重要性。在提及美元信用问题和黄金白银近期的大幅上涨时，鲍威尔倾向于淡化两者风险，并未从其中读到太多宏观信息。

资产走势产生逻辑分化，黄金脱离利率定价转向货币信用定价。FOMC会议后，美元资产基本定调暂停降息交易：美债收益率上行，美股高开后回落。但黄金定价逻辑产生分歧，黄金美盘时间一举突破5400美元/盎司，并在亚盘开始后突破5500美元/盎司刷新历史新高。我们认为黄金的定价逻辑已经从利率转变为信用，加之周三特朗普“悠悠球汇率操作论”的侧面助燃，市场大量避险资金集中涌入黄金市场对冲美元资产，此类信用避险以配置调整为主导，或具有相对“刚性”，即便后续受短期投机资金获利了结影响而回调但底部依然有可靠支撑。CME显示三月美联储不降息概率为86.5%。

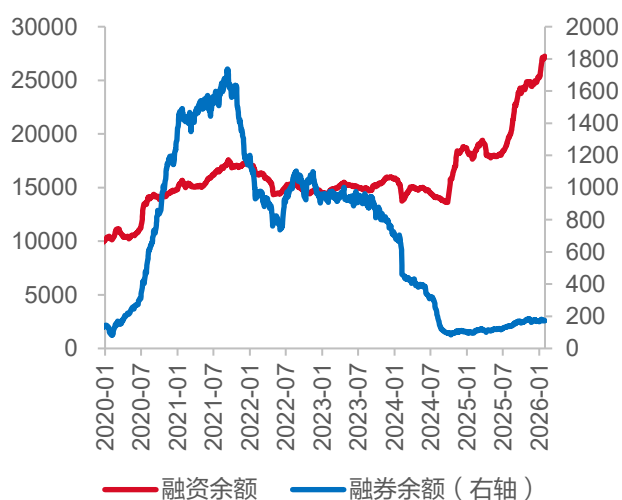
5.3. 资金及流动性跟踪

融资余额增长。1月29日，融资余额27221.87亿元，较上周末增长160.83亿元。

基金仓位环比下降。1月29日当周，据同花顺数据，普通股票型基金、偏股混合型基金平均仓位分别为79.59%、75.67%，较上周分别下降0.65%、0.54%。

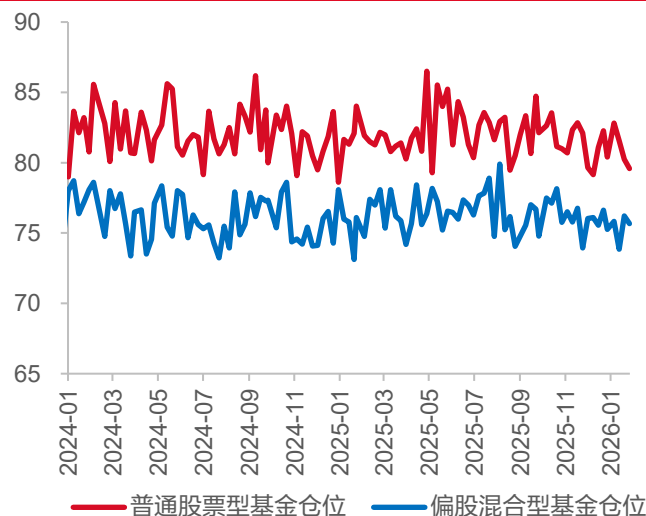
资金利率上升。1月30日当周，DR007周均为1.5777%，较上周环比上升8.40个BP。SHIBOR3M周均为1.59386%，较上周环比下降0.53个BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



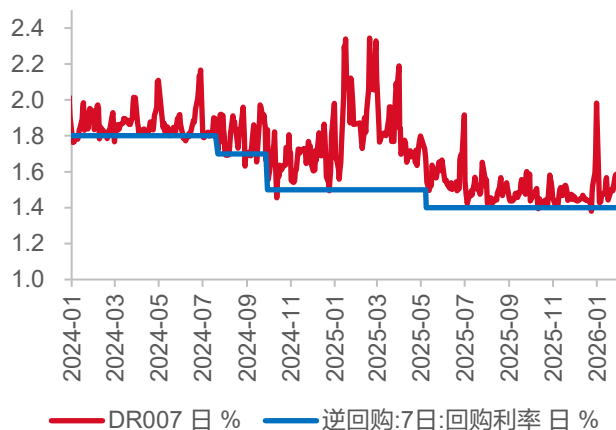
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型基金、偏股混合型基金仓位，%



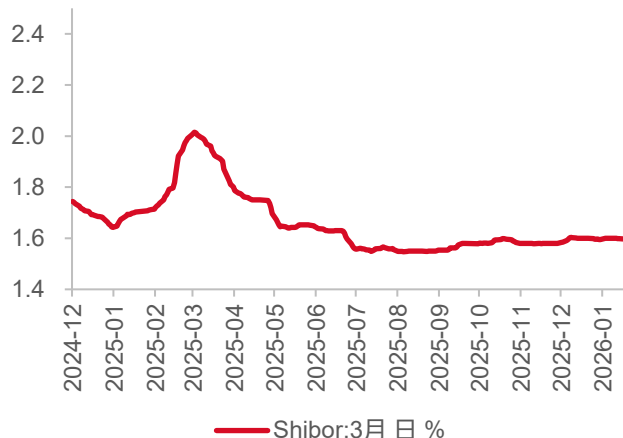
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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

5.4.美国流动性情况跟踪

从量的角度来看,截至 1 月 28 日当周,受美国财政发债影响流动性略有收紧。当周 TGA 余额继续扩张,吸收流动性 815.4 亿美元,大部分资本补充来自于银行存款准备金,其余减少 735.8 亿美元。同时美联储资产方面,当周美联储 RMP 规模较上周翻倍,释放流动性 148.2 亿美元(上周 79 亿美元),除开当周财政部发债收紧流动性这一主要原因外,当周 121.3 亿美元的 MBS 到期量同样也推动了美联储对 RMP 规模进行扩大。近期美国银行体系下,准备金与银行总资产之比持续在 12%“充足水平下限”波动,随着美国 1 月 26 日步入报税期,我们认为美联储后续或陆续扩大 RMP 的回购规模,美国金融流动性紧张程度易松难紧。

从价的角度来看,截至 1 月 28 日,美国资金价格变化并不大,SOFR 维持在 3.64%,SOFR-IORB 利差则维持在-1bp 位置。在进入 2026 年之后,美国拆借资金价格相对稳定,SOFR-IORB 利差始终保持在 0 值附近小幅波动,这也显示 12 月 FOMC 后市场对美联储的 RMP 和 SRF 正回购协议得到了充分的利用,在后续美联储利率决议进入上半年“观望模式”后,我们认为美国金融流动性或进入平静期,即便 2 到 4 月报税期或有小幅波动但灵活调整的 RMP 操作或很快把资金面又拉回正常水平。截至 1 月 30 日当周,美国住房市场借贷利率变化不大,30 年期和 15 年期住房抵押贷款利率分别上行 1bp 和 5bp 至 6.10%和 5.49%,主要是受到长端美债上行影响拖累。

图48 美国存款准备金占比银行总资产, %



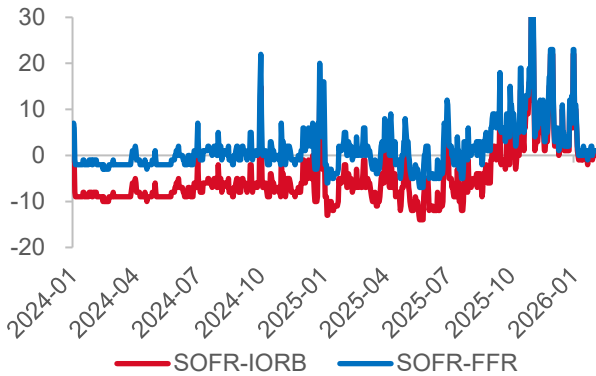
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标, 十亿美元



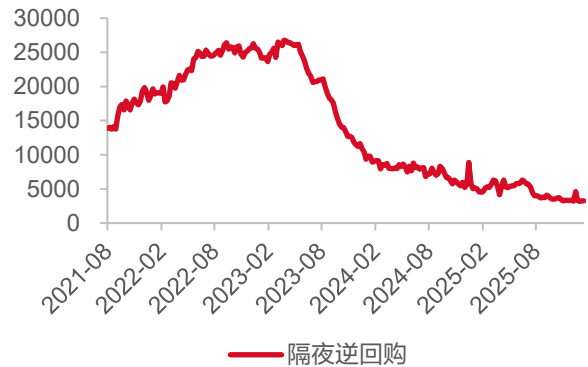
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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) 美国总统特朗普提名前美联储理事凯文·沃什担任美联储主席。

2) 美国参议院以 71 票赞成、29 票反对的结果，通过了 1.2 万亿美元的联邦政府多个部门剩余财年拨款法案，为国会避免政府长期停摆铺平道路。但由于众议院预计要到 2 月 2 日才能复会并安排投票，相关拨款无法在现有预算授权到期前完成立法程序。美国联邦政府于当地时间 1 月 31 日零时进入技术性、部分“停摆”状态。

3) 美国 2025 年 12 月 PPI 年率 3%，预期 2.7%，前值 3.00%。

4) 1 月 27 日，日本第 51 届众议院选举公告发布，选举将于 2 月 8 日举行，持续 12 天。此次选举将争夺 465 个议席，包括 289 个小选区和 176 个比例代表选区，截至 26 日已有 1200 余人表示参选。

5) 欧元区 2025 年第四季度 GDP 初值同比增长 1.3%，增速为全年最低，但高于市场预期的 1.2%。西班牙 GDP 增长 2.6% 领跑，德国超预期增长 0.6%，法国增长 1.1% 不及预期。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 2 月 1 日，《求是》杂志刊登习近平文章《走好中国特色金融发展之路，建设金融强国》。文章强调，金融发展要坚持党中央领导、防控风险、服务实体经济等八大原则，建设金融强国需依靠强大经济基础、货币、金融机构等核心要素，推动高质量发展并弘扬中国特色金融文化。

2) 1 月 30 日，中共中央政治局举行集体学习，国家主席习近平强调推动未来产业发展的重要性，需站在强国建设高度，发挥优势，稳步培育。他指出，未来产业具有前瞻性和战略性，要聚焦“十五五”目标，科学规划技术路线，提升技术预判能力。加强产业协同和企业主体作用，支持科技突破和关键技术攻关，推动科技成果转化。

3) 1月27日, 国家主席习近平在北京会见芬兰总理奥尔波, 强调中芬友好互信基础深厚, 双方应深化在能源、循环经济、科技等领域合作。习近平表示, 中国将继续推动高质量发展和高水平开放, 欢迎芬兰企业赴华发展, 双方还应加强冰雪领域合作。

4) 1月29日, 国家主席习近平会见英国首相斯塔默, 双方同意加强中英全面战略伙伴关系, 扩大教育、金融、科技等领域合作。习近平强调公平营商环境与人文交流, 斯塔默表示英方将坚持现有台湾政策, 愿加强各领域合作, 推动经济增长, 并共同应对全球挑战。

5) 1月26日, 中国人民银行副行长邹澜在亚洲金融论坛宣布, 支持香港金管局将人民币业务资金安排规模从1000亿元增至2000亿元, 并通过发行同业存单等方式提升香港人民币流动性。同时, 支持香港黄金市场建设, 上海黄金交易所将设立香港黄金交割库。

6) 1月26日, 香港行政长官李家超在亚洲金融论坛表示, 香港将在3年内增加黄金仓储至2000吨, 建设区域黄金储备枢纽, 并建立符合国际标准的黄金中央清算系统, 拓展黄金投资渠道, 成立大宗商品交易组织。

7) 1月26日, 国新办新闻发布会上, 商务部发布2026年工作计划, 重点包括: 加大政策支持, 推动大宗商品消费; 组织20多场“购在中国”活动, 改善消费氛围; 加速国际消费中心城市建设, 打造新消费场景, 优化消费环境。

8) 财政部发布2025年财政收支情况, 全年公共预算收入为216045亿元, 同比下降1.7%。税收收入增长0.8%, 非税收入下降11.3%; 预算支出为287395亿元, 同比增长1%, 重点领域如社会保障、教育和卫生健康得到保障。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《加快培育服务消费新增长点工作方案》印发。其中提出三项支持政策: 一是聚焦交通、家政、网络视听等重点领域, 优化服务供给和创新消费场景; 二是聚焦演出、体育赛事等潜力领域, 完善激励机制和平台建设; 三是加强标准体系、信用建设和财政金融支持, 推动服务消费新增长点。各地需创新政策, 优化服务消费环境。

2) 《商业航天产业发展规划(2026—2035年)》印发。旨在打造“中国酒泉商业航天港”。规划明确酒泉将建设国家航天发射、科研、技术保障和数据应用基地, 提出“一港两区、多点联动”产业布局, 涵盖航天发射、火箭制造、卫星检测等7大产业。

3) 《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法》印发。在总结经验基础上, 结合可再生能源新形势, 完善电力消纳责任权重制度, 明确重点用能行业可再生能源电力消费最低比重目标, 并合理设置考核过渡期。

(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
2/2	23:00	美国	1月ISM制造业PMI	47.9	
2/3	23:00	美国	12月非农职位空缺数:季调(千个)	7146	

2/4	18:00	欧盟	1月欧元区:CPI:环比(初值)(%)	0.2
2/4	18:00	欧盟	1月欧元区:CPI:同比(初值)(%)	1.9
2/4	18:00	欧盟	12月欧元区:PPI:环比(%)	0.5
2/4	18:00	欧盟	12月欧元区:PPI:同比(%)	-1.7
2/4	21:15	美国	1月新增ADP就业人数:季调(人)	41000
2/4	23:00	美国	1月ISM服务业PMI	54.4
2/5	21:15	欧盟	2月欧元区:基准利率(主要再融资利率)(%)	2.15
2/5	21:15	欧盟	2月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)(%)	2
2/5	21:15	欧盟	2月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)(%)	2.4
2/6	21:30	美国	1月失业率:季调(%)	4.4
2/6	21:30	美国	1月非农就业人口变动:季调(千人)	50
2/6	21:30	美国	1月劳动力参与率:季调(%)	62.4
2/6	23:00	美国	2月密歇根大学消费者现况指数(初值)(1966年2季=100)	55.4
2/6	23:00	美国	2月密歇根大学消费者预期指数(初值)(1966年2季=100)	57
2/6	23:00	美国	2月密歇根大学1年期通胀率预期(初值)(%)	4
2/6	23:00	美国	2月密歇根大学5年期通胀率预期(初值)(%)	3.3
2/7	待定	中国	1月外汇储备(亿美元)	33578.69
2/7	待定	中国	1月黄金储备(万金衡盎司)	7415

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