

## 海外周报 20260201

# 金银暴跌后，沃什交易的误区何时逆转？——海外宏观与交易复盘

2026年02月01日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

- **核心观点：**本周（1月26-2月1日）受美联储主席候选人风波、特朗普对美元汇率干预表态、伊朗局势的影响，金、银贵金属急涨后暴跌，美元延续弱势，原油领涨全球资产。我们认为，市场对沃什的鹰派解读存在明显误区，我们预计沃什就任美联储主席后，仍将在泰勒规则的合理范围落地比市场预期更多的降息，而其缩表观点在当前的美元流动性环境下并不具备落地条件。但同时，市场对“沃什交易”的反转或仍要等5月16日沃什正式就任新美联储主席之后，到届时短端美债利率或因此下行，长端美债利率则在交易反转带来的期限溢价推升下中枢上行。
- **海外宏观：**①**海外经济方面，**本周公布的美国经济数据延续稳健，欧元区经济意外指数则在好于预期的25Q4 GDP数据带动下大幅上行，2026年以来，欧元区经济势头延续向好。②**海外市场方面，**“沃什交易”成为主导后半周海外资本波动的重要因素之一。我们认为，市场对沃什的鹰派解读存在明显误区，“沃什交易”存在逆转的风险，但时点或待5月。首先，从其最新观点来看，沃什的“缩表”观点，一方面更多是表达对于无限制扩张的美联储资产负债表的反对，另一方面，沃什认为通胀并不是因为经济过热而来，缩表也能够间接给降息铺路；其次，沃什与特朗普的私人关系使得沃什在货币政策执行上将更倾向与特朗普保持“步调一致”；最后，当前的美元流动性环境下，美联储并不具备缩表的条件。若沃什上任后立即开启缩表、引发如2019年式的流动性危机，则不利于其后续政策的顺利开展。
- **海外政治：**①**本周回顾：伊朗局势再掀波澜，特朗普“两手准备”欲促成核问题相关协议；**我们认为外交手段仍是特朗普的首要选择。若双方谈判最终失败，特朗普的行动也仍将以经济贸易制裁+核设施精准军事打击为主，其寻求伊朗政权更迭，派出地面军事部队大规模升级冲突的可能性依然较小。②**下周前瞻：美国政府“技术性”停摆料于下周中迅速结束，**由于目前两党均希望避免政府大规模停摆，众议院议长约翰逊表示最快将在2月2日晚上进行快速程序表决以通过该法案，本次美国政府的“技术性”停摆料较快结束，对市场的影响几乎可忽略不计。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

### 相关研究

《市场短期进入结构混沌期，但大盘指数仍然稳健》

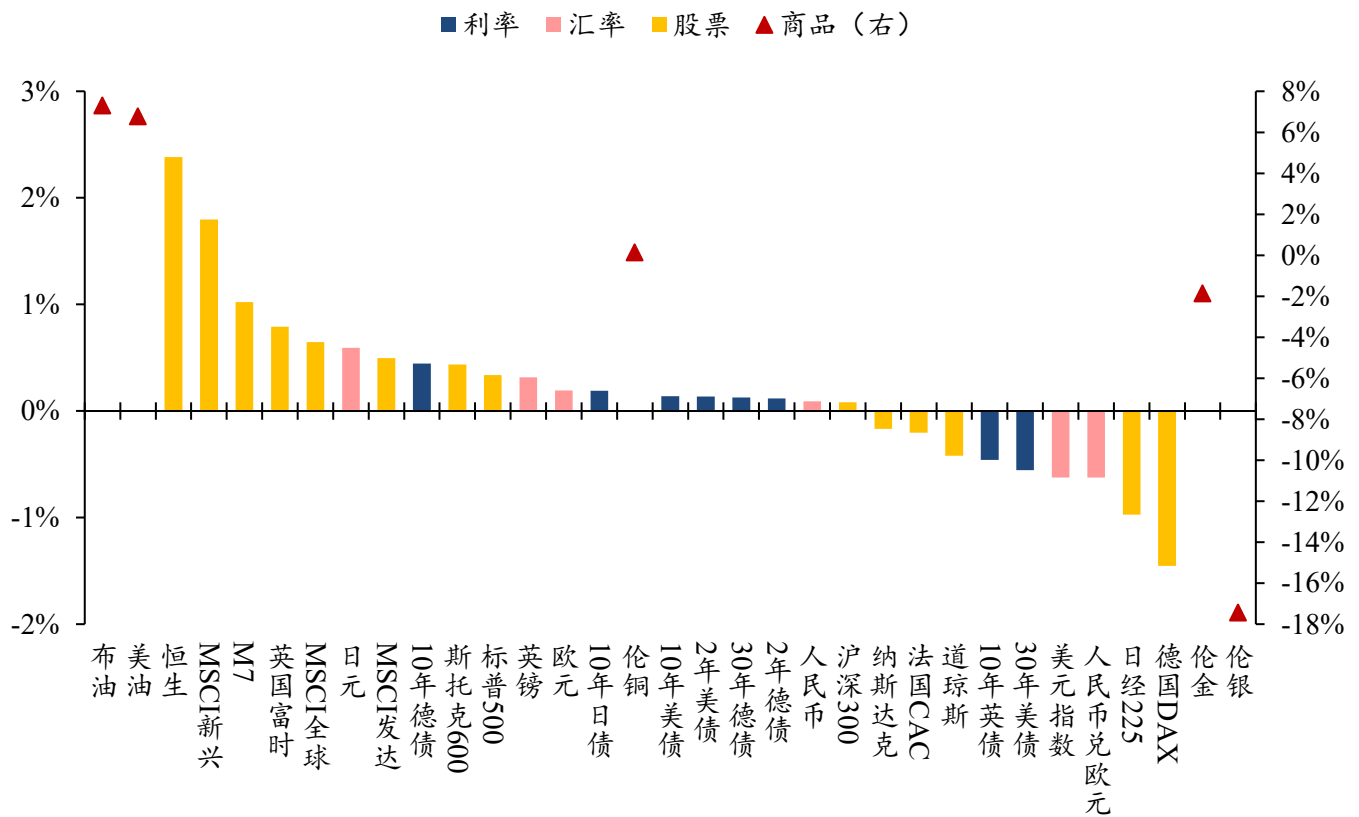
2026-02-01

《1月FOMC：平安夜——2026年1月FOMC会议点评》

2026-01-29

## 1. 大类资产复盘

图1: 最新一周大类资产回报率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 利率资产为利率期货合约

**(1) 本周复盘:** 2026年1月26日至1月30日当周, 受美联储主席候选人风波、特朗普对美元汇率干预表态、伊朗局势的影响, 金、银贵金属急涨后暴跌, 美元延续弱势, 周中一度跌破96, 原油领涨全球资产; 美股则一度受科技股拖累而大跌, 全周小幅收涨。其中, 伦敦现货白银全周大跌17.44%, 1月30日暴跌26.4%, 为史上最大单日跌幅; 黄金全周下跌1.87%, 其中1月29日一度逼近5600美元/盎司的高位, 随后第二天大跌8.95%回落至4894美元/盎司, 为2013年4月以来最大单日跌幅; 美元指数全周录得-0.62%。

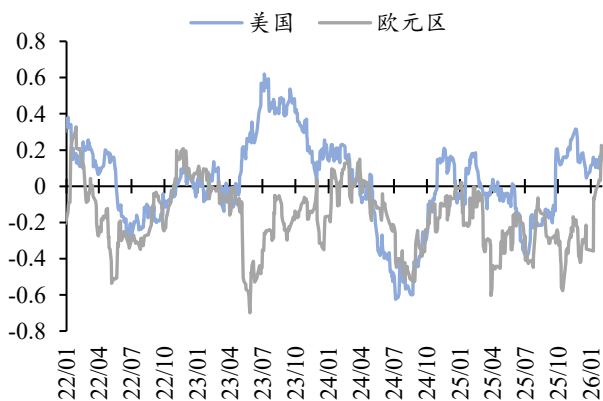
前半周, 在强劲的美股财报季表现、特朗普对“不担忧美元下跌”的表态、以及边际偏鸽的1月FOMC会议影响下, 美股整体震荡向上, 美元一度大跌; 后半周, 微软财报的云业务增速放缓、高资本开支等引发市场对AI科技巨头的投入产出、资本开支可持续性的担忧再起, 科技股大跌一度拖累美股指数大跌, 随后跌幅收窄; 周五, 在沃什将被提名美联储主席消息公开后, 其过往偏鹰派观点引发市场对于未来货币政策立场收紧的预期, 部分受“沃什交易”影响, 本周已暴涨至历史高位的贵金属大幅下挫, 金、银均录得历史性的单日跌幅。

**(2) 下周展望:** 2月6日(周五), BLS将公布1月美国非农就业数据。当前市场预期1月新增非农就业中位数为+6.8万, 前值+5万。2月2日, 美国众议院将进行快速程序表决通过临时拨款法案, 本次1月31日开始的美国政府的“技术性”停摆料较快结束, 对市场影响较小。向前看, 就大跌后的黄金走势展望而言, 复盘历史可见, 黄金价格的上涨与波动率的上行往往是同步的, 此次金银等贵金属的暴跌或并不在于“沃什交易”, 而更多在于伴随资产价格急速上涨而来的波动率上行及其交易筹码的清洗。往后看, 支撑黄金价格上涨的长期叙事本质上并没有改变, 而短期看, “沃什交易”的演绎、交易筹码调整带来的抛压或使得从目前到5月, 黄金仍处于震荡行情; 中长期看, 直到今年三季度, 央行购金的趋势难以出现显著逆转, 则在黄金的震荡盘调整结束之后, 仍会再开启新一轮上涨。

## 2. 海外经济

### 2.1. 本周回顾

图2: 美国、欧元区经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

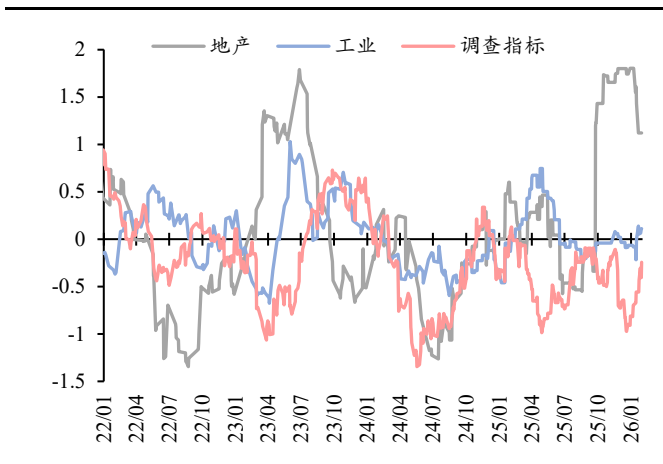
图3: 美国增长、通胀意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

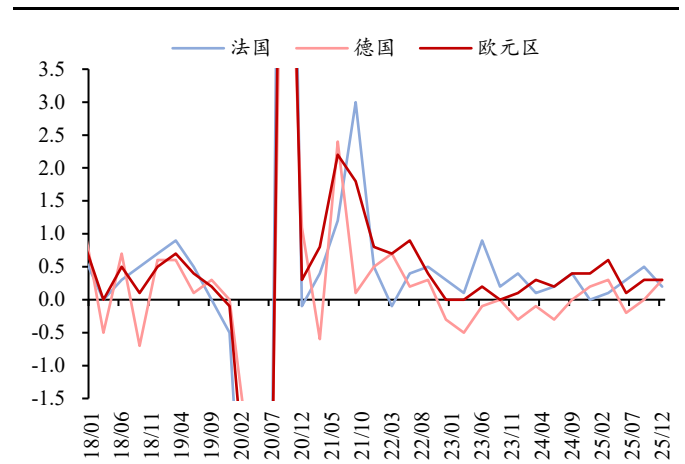
彭博编制的美国经济意外指数由1月23日的0.129升至0.184, 欧元区经济意外指数由1月23日的0.035大幅升至0.226, 主要受四季度GDP以及失业率、制造业等数据超预期影响; 2026年以来, 欧元区经济势头延续向好。

图4：美国企业相关经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图5：欧元区 GDP 环比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

## 2.2. 特朗普提名沃什为下届美联储主席，“沃什交易”冲击市场

1月30日，特朗普宣布提名沃什（Kevin Warsh）为下届美联储主席，由此而来的“沃什交易”一度引发市场巨震。从职业生涯和背景来看，沃什兼具华尔街、美联储、共和党和特朗普背景：沃什早年曾于摩根士丹利并购收购部任职；2002-2006年，其任职国家经济委员会(NEC)，为小布什总统的经济助手；2006-2011年，沃什以35岁年龄任职美联储理事，并曾在2017年与鲍威尔竞争美联储新主席；从私交来看，沃什同时也是特朗普60年挚友劳德（雅诗兰黛现任掌门）的女婿。

从政策理念来看，2006-2011年任职美联储理事期间，在次贷危机和美联储资产负债表扩张(量化宽松QE)的背景下，沃什的观点非常鹰派，表现为担心通胀、质疑QE、关注美联储的独立性与信誉。例如，沃什曾在2008年金融危机高峰期仍持续强调通胀应作为美联储主要担忧。同时，他一直主张缩减美联储资产负债表，认为庞大的资产负债表是对市场机制的过度干预，会干扰价格信号。由于其鲜明的反对扩表态度和对通胀的高度关注，市场普遍将沃什视为鹰派主席，交易“鹰派政策预期+独立性修复”叙事，美元与美债利率上行，黄金等贵金属价格大跌。

从沃什的最新观点、特朗普对于沃什提名的考量、以及未来缩表的可行性来看，我们认为市场对沃什的鹰派解读存在明显误区，“沃什交易”存在逆转的风险。首先，从其最新观点来看，2025年以来，沃什持续发表对通胀的观点，认为“通胀是一种‘选择’，如果政府印太多钱，会有结构性的通胀”<sup>1</sup>；“美联储当前臃肿的资产负债表，本质上是为应对早已过去的危机时代、用于支撑最大型金融机构而设计的，其规模完全可以大幅缩减；这种被释放出来的政策空间，可以通过更低的利率形式重新投向居民部门以及中小企业，从而对它们形成实质性支持”<sup>2</sup>。综合来看，沃什的“缩表”观点，一方面更多

<sup>1</sup> <https://www.gic.com.sg/thinkspace/macro-outlook/kevin-warsh-inflation-central-banks/>

<sup>2</sup> <http://wsj.com/opinion/the-federal-reserves-broken-leadership-43629c87>

是表达自己对于鲍威尔、耶伦，甚至当年伯南克时代无限制扩张美联储资产负债表的反对，另一方面，沃什认为通胀并不是因为经济过热而来，而是政府的“选择”，因此缩表也能够间接给降息铺路。

其次，从特朗普提名沃什作为新任美联储主席的背景来看，一方面，特朗普选择美联储主席的首要考量便是能否快速降息，若沃什不能达到此项标准，特朗普则没有选择其作为下届美联储主席的动力；另一方面，沃什与特朗普拥有较强的私人关系：沃什是雅诗兰黛家族继承人罗纳德·劳德的女婿，劳德与特朗普保持超过 60 年的私人交情，且根据联邦选举委员会（FEC）数据显示，2016 年以来劳德向特朗普团队的捐赠总额在 600-800 万美元，为特朗普竞选提供了重大支持。这层联系使得沃什在货币政策执行上将更倾向与特朗普保持“步调一致”。

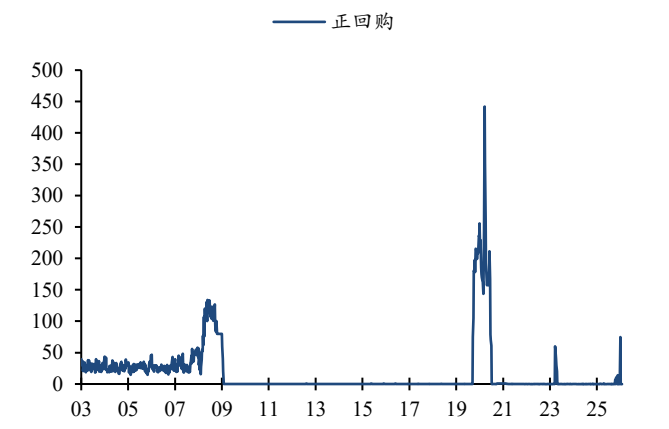
最后，当前美联储并不具备缩表的条件。去年 12 月美联储启动的轻量式“扩表”RMP 的背景即在于，当前美元流动性面临逆回购“缓冲垫”耗尽、流动性工具正回购使用量越来越频繁的现状，银行准备金也开始随着缩表的推进而开始遭遇实质性的冲击。在这样的环境下，美联储开启的量化式扩表即为了避免潜在的回购市场流动性危机的出现。若沃什上任后立即开启缩表、引发如 2019 年式的流动性危机，则非常不利于其后续政策的顺利开展。

图6: 美联储资产负债表负债端分项



数据来源：美联储，东吴证券研究所，单位为十亿美元

图7: 纽约联储 SRF 使用情况



数据来源：美联储，东吴证券研究所，单位为十亿美元

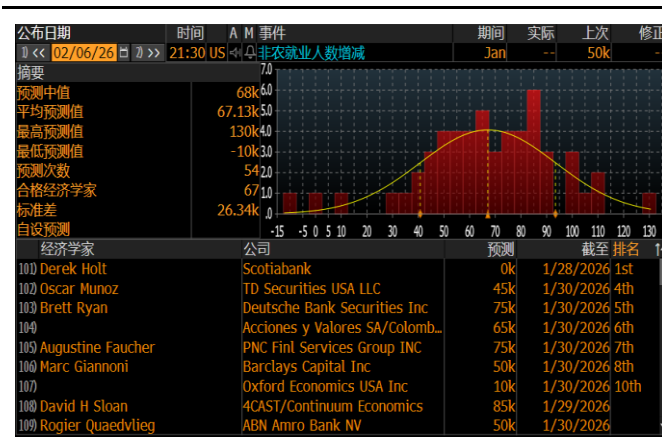
展望看，对于沃什时期的美联储政策框架，我们认为，美联储很难真正回到 1970 年代美联储主席“唯总统命令是从”的局面，沃什能做的，还是在美联储的“游戏规则”里尽可能实现更多的降息，而这个游戏规则的专业名词叫做泰勒规则。因此，我们认为沃什就任美联储主席后，仍将在泰勒规则的合理范围落地比市场预期更多的降息。不过，由于沃什的提名需要经过参议院审议，且特朗普希望避免鲍威尔主席卸任主席后留任理事影响其对美联储的“掌控力度”（详见报告《以史为鉴：鲍威尔成为美联储“太上皇”的尾部风险有多大？》），因此沃什在 2-4 月仍将在公开场合保持独立性形象，市场对“沃什交易”的反转或仍要等 5 月 16 日沃什正式就任新美联储主席之后，到届时短端美债

利率或因此下行，长端美债利率则在交易反转带来的期限溢价推升下中枢上行。

### 2.3. 下周前瞻：1月非农

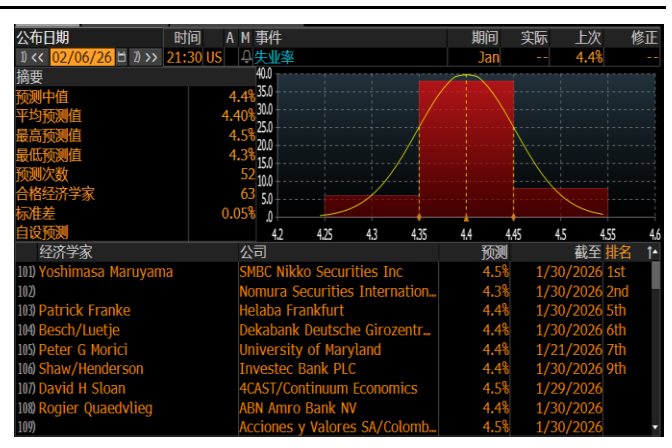
2月6日(下周五)21:30, BLS将公布1月美国非农就业数据。根据彭博分析师调查,当前67人次分析师预测1月新增非农就业中位数为+6.8万,前值+5万;63人次分析师预测1月失业率为4.4%,持平前值,即市场预期1月非农就业温和回升,失业率保持低位。随着1月非农数据的发布、美联储主席提名人选尘埃落定,我们预计市场的关注点将重新回到美国经济数据上来。值得注意的是,自2023年以来,每年一季度美国非农就业初值往往大超市场预期、引发经济过热预期,并且从高频数据首申失业金来看,近期美国就业市场保持稳健。因此,1月非农数据能否延续超预期、令市场对于3-4月降息预期进一步回调,将十分关键。

图8: 彭博分析师对1月美国新增非农预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图9: 彭博分析师对1月美国失业率预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

## 3. 海外政治

### 3.1. 本周回顾: 伊朗局势再掀波澜, 特朗普“两手准备”欲促成核问题相关协议

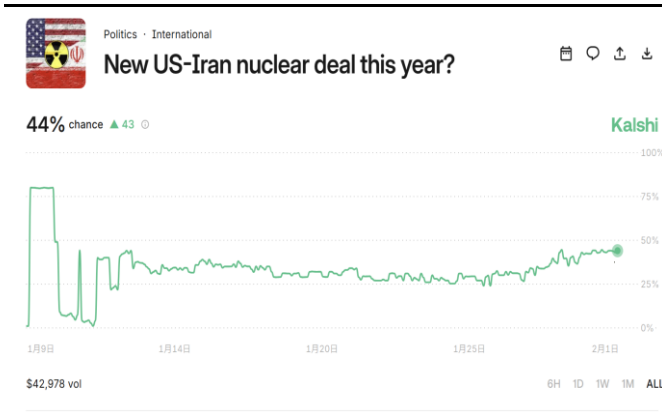
本周伊朗局势再度升级。一方面, 特朗普加强对中东的军事力量部署, 就核武器问题向伊朗方面施压: 1月28日, 特朗普在 Truth Social 社交媒体上发文表示, 一支以亚伯拉罕·林肯号航母为首的规模巨大的美国舰队正在向伊朗进发, 美军的下一次军事打击将更加严重<sup>3</sup>; 另一方面, 特朗普仍寻求通过外交谈判的途径解决伊朗核问题: 1月30日, 特朗普在白宫接受采访时表示预计将与伊朗通过谈判达成协议, 且已经向伊朗设定了最后期限<sup>4</sup>。但伊朗方面对美国的军事威胁和谈判要求态度强硬: 伊朗外长阿拉格齐于1月30日访问土耳其时表示不会在威胁与压力下进行谈判, 随后伊朗海军宣布于2月1日起于霍尔木兹海峡举行大规模实弹演习, 以回应美国的制裁和威胁。因此, 短期内伊

<sup>3</sup> <https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/115972658725010644>

<sup>4</sup> <https://www.foxnews.com/politics/trump-says-iran-already-has-us-terms-military-strike-clock-ticks>

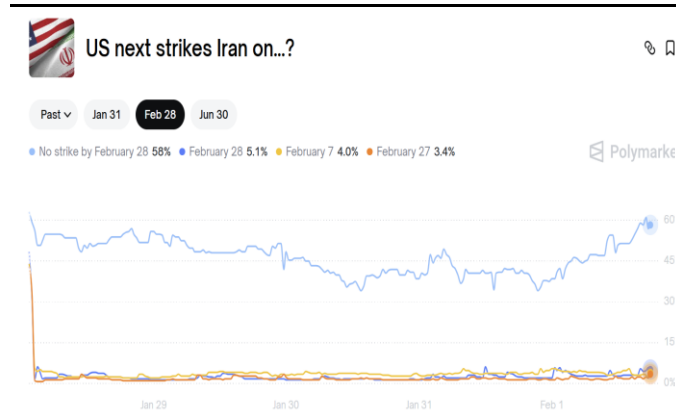
朗局势仍面临较大的不确定性。但从美国战争部于1月23日发布的《国家国防战略》(National Defense Strategy)看,特朗普在伊朗的战略目标仍是阻止其拥有核武器,而考虑到特朗普在中东避免陷入“无休止”战争的外交战略原则(详见报告《从委内瑞拉事件看特朗普“唐罗主义”下的外交战略重心转变》),我们认为外交手段仍是特朗普的首要选择。若双方谈判最终失败,特朗普的行动也仍将以经济贸易制裁+核设施精准军事打击为主,其寻求伊朗政权更迭,派出地面军事部队大规模升级冲突的可能性依然较小,伊朗局势未来带来市场波动影响料远不及年初的委内瑞拉事件。

图10: 美国与伊朗年内达成核协议的市场预期



数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

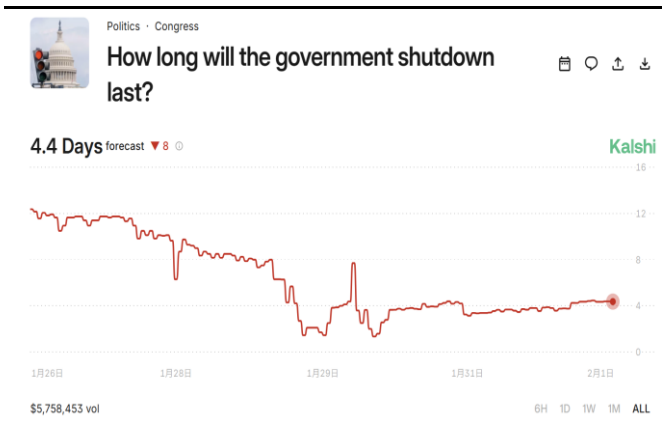
图11: 美国下次袭击伊朗时间的市场预期



数据来源: Polymarket、东吴证券研究所

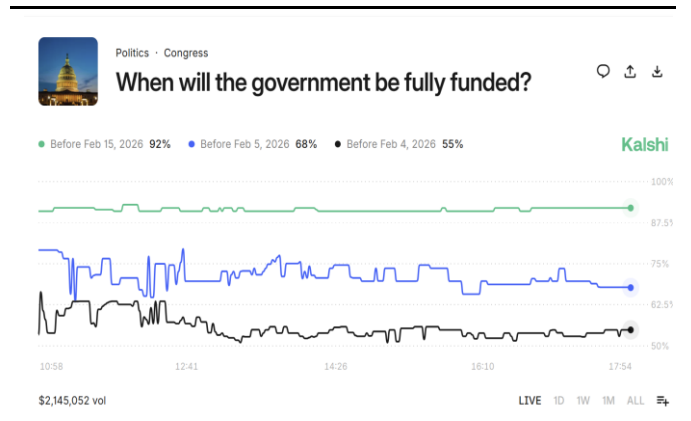
### 3.2. 下周前瞻: 美国政府“技术性”停摆料于下周中迅速结束

图12: 市场对本次美国政府停摆时长的预期



数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

图13: 市场对本次政府拨款法案全部生效的时间预期



数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

1月30日,美国参议院以71:29的投票结果通过了一项合并的拨款法案(H.R.7148),其包含了上周众议院通过对国防部、劳工部等五个部门提供2026财年全年拨款法案内容和为国土安全部提供两周资金的临时拨款法案(Continuing Resolution)内容(详见

报告《海外宏观与交易复盘：特朗普再度“TACO”，金银续创新高——海外周报20260126》。由于对国土安全部的拨款内容较众议院通过的法案版本有所修改，因此合并的拨款法案仍需送回众议院重新进行审议投票。不过由于目前两党均希望避免政府大规模停摆，众议院议长约翰逊表示最快将在2月2日晚上进行快速程序表决以通过该法案，并将两党关于国土安全部资金的争议内容留在未来进一步协商。因此本次美国政府的“技术性”停摆料较快结束，且由于其主要发生在周末，对市场的影响几乎可忽略不计。

#### 4. 风险提示

特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>