

宏观点评 20260202

大宗商品风暴如何应对——每周宏观经济和资产配置研判-20260202

2026年02月02日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

■ 大宗商品: 白银期货流动性传染初露端倪

- ▶ 爆发于1月30日的黄金和白银崩盘式下跌, 主因或是动量反转的市场交易, 自2025年11月白银接棒黄金和铜成为商品市场轮动上涨的支柱以来, 白银吸引了高杠杆资金和投机套利资金介入交易, 在动量反转之后, 白银或也将继续是本轮下跌风暴的中心。截至2月2日午盘, SHFE白银收于跌停板24,832元/人民币, 而同时LME白银则处于79.5美元/盎司, 折算为国内价格则为18,542元/千克, 意味着SHFE白银期货相比外盘市场仍有高达33%水平的溢价。在单边市风险增大的背景下, 上海黄金交易所已发布公告称若2月2日Ag(T+D)合约出现单边市情况, 则下一交易日涨跌幅度限制将扩张至25%, 在白银期货跌停风险之下, 市场流动性风险或以“银、铜、锂”三个核心品种扩散, 冲击有色金属权益板块和相关大宗商品。

- ▶ 黄金期货需要关注COMEX/LME金在60日均线的支撑。2023年四季度黄金破位上涨迄今, 60日均线与100日均线成为较为稳固的黄金支撑点, 白银期货带动金银铂钯族群品种齐跌, 技术上超涨的金价得以修复价值, 当前60日均线已抬升至4400美元/盎司, 关注金价在触及60日均线位的机会。

■ 海外宏观观点: 沃什交易与金银暴跌

- ▶ 本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, 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, 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。

■ 权益市场观点: 春季躁动下半程怎么走?

- ▶ 受海外市场沃什交易影响, 小幅的流动性危机冲击影响美股、贵金属、有色市场, 在海外市场冲击发酵的过程中, 国内情绪可能仍将受到压制, 市场短期有再次下探的可能性, 但指数层面下行风险不高, 下行空间偏小, 持续的时间可能也较短。
- ▶ 短期情绪释放后, 春节期间热点发酵和业绩预告释放利好的影响下, A股市场将反弹上行, 反弹过程中成长大风格依然受益, 相对表现较好的板块可能集中于在春节期间有较多新看点的AI应用(类似2025春节的机器人)、短期调整逐步到位的商业航天、业绩较好的CPO、持续涨价的存储、国产可控的半导体设备等, 但需要注意的是这一轮反弹轮动伴随着春节前资金逐步撤出的影响, 轮动速度依然较快, 赚钱效应可能较为分散。

■ 债券市场观点: 风偏降温、利率受益

- ▶ 风险偏好调整和宽松预期带来交易性机会: 1) 受“降温”政策影响, 股票市场风险偏好回落, 买入国债对冲股市回调风险的防御性需求增大, 长期和超长期债券出现买盘。2) 1月份人民银行新闻发布会及央行

相关研究

《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》

2026-02-01

《春节错位对经济数据读数造成扰动》

2026-02-01

行长采访，连续提及今年仍有降息和降准空间，激发市场对春节假期后宽松的期待。在市场避险需求和宽松预期升温的推动下，债券市场迎来调整及买入的交易性做多窗口，预计2月份春节前后，债券买需或持续活跃，10年期利率或下行至1.80%中枢、30年期利率或下行至2.20%中枢。

■ 国内宏观观点：正确看待1月PMI的波动

- **正确看待1月PMI的波动。**在去年12月制造业PMI环比上升0.9个百分点至50.1%后，1月又环比下降0.8个百分点至49.3%。我们认为这种波动并不能代表1月经济转弱，从趋势来看，制造业PMI反映的景气度低点是10月的49%，此后便逐步回升，只是12月出现异常波动才导致1月看似下降。类似的情况在2025年1-2月也曾出现，当时1月PMI环比下降1.0个百分点至49.1%，2月又环比回升1.1个百分点至50.2%，2025年1-2月经济仍然实现了开门红。预计今年也是类似的情形，12月和1月的异常波动不会影响制造业PMI小幅改善的趋势。
- **关注上游涨价对中下游利润的影响。**1月制造业PMI主要原材料购进价格指数环比上升3个百分点至56.1%，出厂价格指数环比上升1.7个百分点至50.6%。这种不对称式的涨价，反映出大宗商品价格上涨带来的成本压力开始向中下游传导，但中下游制造业受制于需求影响，无法对等提价，从而面临更大的利润压力。

■ 量化配置建议：市场短期进入混沌期

- **根据我们上述行情研判，大类资产配置方面，我们认为后续一周：**中国权益市场可能会略有波动，但整体表现依旧稳健（得分1）；国债市场，震荡偏上行（得分2）；黄金剧烈波动，可以短期观察，等待企稳（得分0）；美股市场持续震荡（得分1）。
 - 策略对各资产观点的得分，得分范围为-3~+3，>0表示看多，<0表示看空，0表示均衡。
 - 国内权益方面，结构上我们建议进行均衡型的ETF配置。
- **风险提示：**（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

表1: 后续一周大类资产观点

代码	简称	跟踪指数	投资占比	观点
510500.SH	中证 500	000905.SH	25%	1
511520.SH	政金债券 ETF	CBA08203.CS	40%	2
518880.SH	黄金 ETF	SHAU.SGE	10%	0
159941.SZ	纳斯达克 100ETF	NDX.GI	25%	1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 后续一周 ETF 推荐 (基金重仓股报告期为 2025 年 9 月 30 日)

代码	简称	重仓股 1	重仓股 2	重仓股 3	重仓股 4	重仓股 5
159870.SZ	化工 ETF	万华化学	盐湖股份	藏格矿业	天赐材料	巨化股份
159326.SZ	电网设备 ETF	特变电工	思源电气	国电南瑞	中天科技	亨通光电
512980.SH	传媒 ETF	分众传媒	巨人网络	蓝色光标	岩山科技	恺英网络
513750.SH	港股通非银 ETF	中国平安	友邦保险	香港交易所	中国人寿	新华保险
159697.SZ	石油 ETF 鹏华	中国石油	中国石化	中国海油	杰瑞股份	广汇能源
159667.SZ	工业母机 ETF	华工科技	大族激光	豪迈科技	厦门钨业	汇川技术
512400.SH	有色金属 ETF	紫金矿业	洛阳钼业	北方稀土	华友钴业	中国铝业
159915.SZ	创业板 ETF 易方达	宁德时代	中际旭创	新易盛	东方财富	阳光电源
515880.SH	通信 ETF	中际旭创	新易盛	工业富联	中兴通讯	天孚通信
512480.SH	半导体 ETF	寒武纪-U	中芯国际	海光信息	北方华创	兆易创新

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>