

美联储维持利率不变 中国制造业PMI回落

全球
宏观

上周全球宏观数据：

- **美国：**美联储将联邦基金利率的目标区间维持在3.50%至3.75%不变，为自2025年9月起连续三次会议降息后首次暂停行动。此次美联储按兵不动完全在市场意料之中，美联储在声明中删除了就业风险增加的表述，指出经济形势有改善、尤其在失业率上升方面已有企稳迹象，暗示联储决策者更谨慎，并不急于继续行动。
- **欧元区：**欧元区2025年第四季度国内生产总值（GDP）环比初值为0.3%，高于市场预期的0.2%，并与前值持平；同比增长1.3%，符合预期。整体来看，欧元区经济依然展现出不错的韧性，但断言全面、稳健的复苏仍为时尚早，包括特朗普政府近期就格陵兰岛等问题发出了新的贸易威胁等因素，为未来经济增长带来不确定性。
- **中国：**中国1月制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为49.3、49.4和49.8，比上月下降0.8、0.8和0.9，经济景气水平有所回落。1月PMI回落可能与今年春节较晚，企业生产安排客观上存在一定调整空间，加上多数地方两会尚未结束，导致部分开年工作和项目部署可能略有滞后，影响了短期景气表现。

美联储开启沃什时代 美债收益率曲线陡峭化加剧

债市

- **美国：**上周美联储FOMC决定按兵不动，符合市场预期。考虑到市场已经对暂停降息充分定价，因此并未对美债形成明显干扰。即便在会议声明中，将“经济活动以温和速度扩张”改为“稳健速度扩张”，市场仍然相信今年将有2次25bp的降息操作。上周真正影响美债走势的无疑是特朗普提名凯文·沃什（Kevin Warsh）为下一任美联储主席，由于沃什明确支持降息，2年期国债收益率上周大幅下行7.1bp至3.52%。与此同时，沃什还希望缩表来限制货币超发，引发市场对流动性边际收紧的担忧，甚至导致了贵金属价格在短期过快上涨后的显著调整，长端利率维持高位震荡，10年期国债收益率上周小幅上行1.1bp至4.24%，收益率曲线进一步陡峭化。
- **中国：**上周初央行公开市场净回笼叠加临近跨月，资金面整体偏紧，股市震荡下跌，长端利率震荡，中短债偏弱。周中有市场传闻称央行可能推出面向银行的隔夜新货币政策工具，叠加白银/黄金等贵金属大跌，市场避险情绪升温，对债市形成一定的支撑，最终10年国债收益率上周下行1.8bp至1.81%。目前中美10年期国债利差为243bp。

特朗普提名沃什为下任联储主席

贵金属Meme 股化大幅回调

股票

市场	指数/价格	一星期 (%)	年初至今 (%)	市盈率
主要股票指数				
标普 500指数	6939.03	0.34	1.37	27.71
纳斯达克指数	23461.82	-0.17	0.95	43.85
道琼斯指数	48892.47	-0.42	1.73	25.30
欧洲斯托克 600指数	611.00	0.44	3.18	17.49
富时100指数	10223.54	0.79	2.94	15.40
德国DAX指数	24538.81	-1.45	0.20	19.04
法国CAC40指数	8126.53	-0.20	3.76	17.89
恒生指数	27387.11	2.38	6.85	13.89
恒生科技指数	5718.18	-1.38	3.67	27.78
上证指数	4117.95	-0.44	3.76	19.76
沪深300指数	4706.34	0.08	1.65	18.56
科创50指数	1509.40	-2.85	12.29	180.61
日经225指数	53322.85	-0.97	5.93	22.55
越南VN30指数	2029.81	-2.31	-0.04	15.53
MSCI 印度指数	2985.09	1.36	-2.92	25.61

- 上周美股整体呈分化态势，行业间表现差异显著。上周美股迎来科技巨头财报季，Meta与微软绩后表现“冰火两重天”，背后代表市场对AI商业化的“盈利 - 开支”平衡敏感度提升，高增长可容忍高资本开支，增速放缓则遭抛售。
- 周五，特朗普提名Kevin Warsh为下任联储主席，被视为鹰派选择，导致美元走强、贵金属崩盘（金银日内跌超10%-30%）。这间接压低股市，尤其是利率敏感板块。
- 特朗普政府提议 2027 年联邦医疗保险支付费率仅上调 0.09%，远低于行业预期，导致联合健康等医保巨头股价大跌。

股票

- 上周A股三大指数涨跌互现但整体偏弱。行业方面，全球存储价格上涨带动 A 股存储芯片板块走强，华天科技、东芯股份等多股涨停，成为科技股结构性亮点，与美股存储芯片行情形成共振。贵金属板块涨幅居前，黄金价格周内突破5000美元/盎司，但周五因美联储政策预期转变而崩盘，本周预计将出现明显回调。
- **我们认为目前的白银等贵金属交易已呈现显著的“Meme 化”交易特征，其兼具社交情绪驱动、脱离基本面、高波动与杠杆推动等 Meme 股核心属性，而非简单的实物供需与金融属性的底层支撑。**而Kevin Warsh的上任是这一Meme交易的叙事中断导火索，而非实际有巨大影响力。长期当情绪退潮，银价将重新锚定实际利率、通胀预期与供需缺口，Meme化特征或减弱。
- 上周港股指数分化明显，恒生指数表现大幅优于恒生科技指数。全国科技工作会议强调算力与 AI 应用，仅带动光通信、数据中心等硬科技细分领域，而**互联网监管趋严（携程反垄断、电商反不正当竞争）、消费电子需求疲软，恒科缺乏整体性政策利好。**
- 今年1月以来新能源车由于购置税全额免征改为减半，以旧换新补贴调整等因素整体订单环比跌幅较大，拖累新能源车股价表现，而新能源车行业在恒科中整体占比不低。

沃什主张降息与缩表并行

收益率曲线有望陡峭化

市场热点

- 凯文·沃什 (Kevin Warsh) 于1月30日被特朗普总统提名为下任美联储主席，沃什的政策观点结合了短期利率灵活性与资产负债表紧缩：支持较低利率以刺激增长，但强调美联储应缩小美元资产负债表规模。
- **其立场可能推动收益率曲线陡峭化**：短期收益率可能因降息预期而下降，但缩表将导致长期收益率上升，这对固定收益资产构成压力。
- **中等久期债券兼顾收益及风险**：面对沃什的鹰派转向可能带来混合影响，中等久期债券的利率风险中等（不如长债敏感，但比短债更易波动），把握降息窗口收益。

基金亮点

- **高腾微基金-高腾亚洲收益基金 A USD HK0000447943**
- 核心布局亚太地区优质固定收益资产，资产配置多元且聚焦核心领域。
- **久期配置合理**：组合平均久期4.63年，以3-5年久期资产为主（占比45.98%），兼顾收益与利率风险控制，适配市场利率环境。
- **收益与评级兼具**：组合到期收益率（YTM）达5.08%，平均评级为A-，在获取可观收益的同时，具备较强信用资质保障。
- 持仓分散度高，前五大债券持仓合计仅占总资产净值的5.41%，避免单一债券违约对基金业绩的大幅冲击，提升组合稳定性。

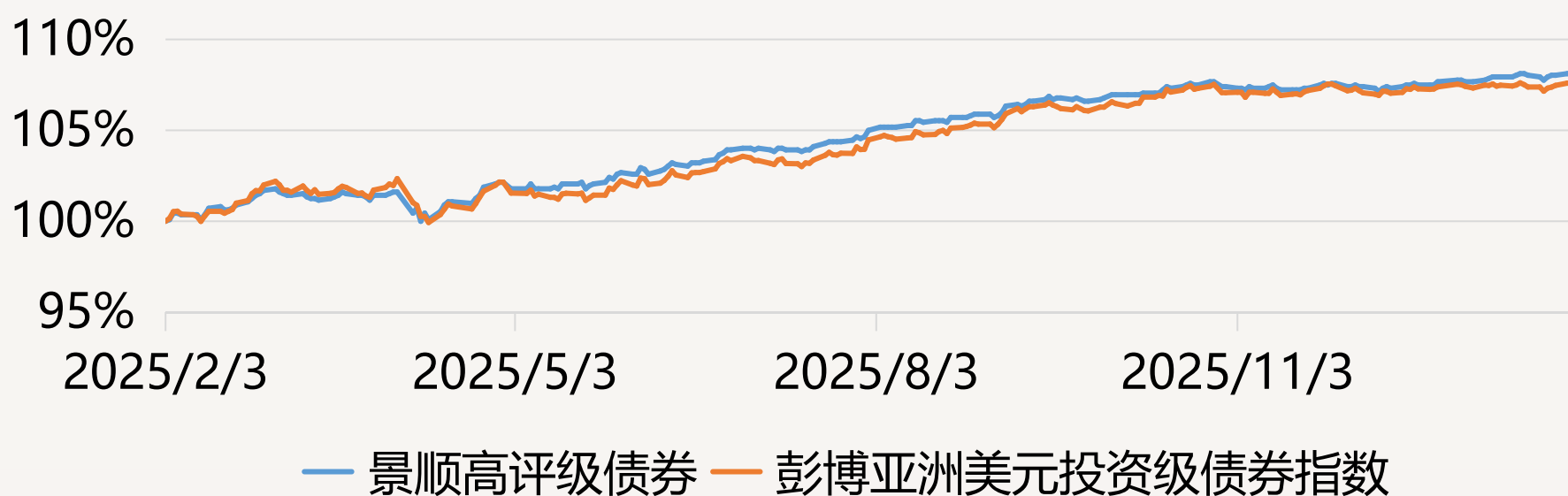
资料来源：彭博，东方证券（香港）数据截止2026年01月30日

基金

基金详情

从下图可以看出，该基金整体表现优于彭博亚洲美元投资级债券指数，基金相较于指数波动率更低，同时收益率较高，其最近一年期收益率为8.21%，而指数为7.60%。这主要得益于美联储整体在过去一年处于降息周期，展望未来，预计美联储仍将维持小幅降息，仍是布局中短期债券基金的良好时刻。

一年期回报率对比



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2026年1月22日

基金持仓分散度高，同时体现在投资国别，单一债券占比和行业分布上。基金覆盖日本、韩国、中国、澳大利亚等亚太核心市场，同时布局欧洲北美等补充区域。前五大债券持仓合计仅占总资产净值的5.41%。金融行业占比44.87%，主权债券占比11.50%，同时覆盖非核心消费、公用事业、原料等多个行业，有效分散单一行业风险。

地区分布	%	信用分布	%
日本	16.02	A-及以上	52.53
欧洲	13.56	BBB+	10.42
韩国	12.59	BBB	21.32
中国	11.96	BBB-	10.04
澳大利亚	10.61	低于BBB-	5.7

资料来源：基金12月月报，东方证券（香港）

债市

上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2432.62	0.00	-0.09	3.97
彭博美国公司债总回报指数	3551.52	-0.11	0.18	4.85
彭博美国企业高收益债指数	2929.32	-0.16	0.51	7.05
彭博欧洲综合总回报指数	248.61	0.36	0.73	2.90
彭博亚洲美元投资级债券指数	207.52	0.04	0.09	4.50
彭博亚洲美元高收益债券指数	204.12	0.58	1.95	7.18
彭博中国综合总回报指数	291.87	0.30	0.95	1.77
彭博中资美元债总回报指数	142.96	0.13	0.36	4.64
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	245.19	0.10	0.31	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	244.51	0.30	1.23	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1391.86	0.09	0.36	5.77

市场短评

上周美债走势分化，短端利率受新提名的下一任美联储主席凯文沃什影响而出现较大幅度下行，而长端利率维持震荡。最终彭博美国国债指数上周收平。上周欧洲债市表现不俗，彭博欧洲综合总回报指数上涨0.36%，虽然市场对欧洲央行维持存款利率2%不变的共识强烈，但对欧元强势拖累通胀的担忧令部分投资者预期2026年降息窗口有一定概率重启，支撑欧元区债市反弹。上周MSCI指出印尼股市存在所有权集中，引发印尼雅加达综合指数整体出现先暴跌后反弹的极端走势，市场避险情绪加重，当地债市表现较佳，带动彭博亚洲美元高收益债券指数上涨0.58%。中国方面，上周监管机构取消房企“三条红线”要求，地产债普遍上涨，Markit iBoxx中资美元高收益债券指数录得0.3%回报。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2026年2月1日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 万达商业发布有关对DALWAN 11 02/13/26发起现金收购要约的公告，每1000美元票据本金购买价格为1000美元。要约人另行公告，拟发行以美元计价的高级有担保债券。如果要约人决定根据要约接受有效提交的债券，预计最高接受金额将等于新债券的本金总额。
- 据媒体报道，新世界发展(00017.HK)传获美国私募股权投资公司黑石集团(Blackstone)洽谈入股，或成为其最大的股东。
- 万科企业(02202.HK)公布，该公司第一大股东深圳市地铁集团有限公司拟向公司提供借款不超过人民币23.6亿元，用于偿还该公司在公开市场发行的债券本金与利息。此外，万科发布2025年度业绩预告，预计2025年公司净利润亏损约820亿人民币，主要是由于开发项目结算规模显著下降，以及新增计提了信用减值和资产减值。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
万达	DALWAN 11% 13/02/2026	99.77	+0.1
新世界	NWDEVL 4.75% 23/01/2027	96.64	+1.3
万科	VNKRLE 3.975% 09/11/2027	32.95	+8.0

资料来源：彭博，数据截至2026年2月1日

中资境外债市场

上周一级市场发行

发行主体	信用评级	期限	规模	货币	初始定价 (收益率)	定价日期
华泰证券	Baa1/BBB+ (穆迪/标普)	2年	21亿	人民币	2.50%	26/01/2026
		2年	31亿	港元	3.50%	
领展房地产投资信托	A2/A/A (穆迪/标普/惠誉)	10年	6亿	美元	T+105bp (约5.31%)	
中油燃气	Ba3/BB (穆迪/标普)	3年	3亿	美元	7.25%	27/01/2026
国家开发银行	A1/A+/A (穆迪/标普/惠誉)	3年	35亿	人民币	2.25%	
		5年	20亿	人民币	2.30%	
香港电灯	A- (标普)	10年	5亿	美元	T+100bp (约5.26%)	
盐城市大丰区海城实业发展	无	3年	0.165亿	欧元	2.90%	
浙江省海港投资运营	A1/A (穆迪/惠誉)	5年	35亿	人民币	2.85%	28/01/2026
重庆新双圈城市建设开发	无	3年	1.045亿	美元	4.50%	
东台市城兴投资发展	无	3年	0.437亿	美元	5.00%	
万达	Ca/CC (穆迪/惠誉)	2年	3.6亿	美元	13.00%	29/01/2026
中国海外宏洋	BBB-/BBB (标普/惠誉)	3年	13亿	人民币	3.75%	30/01/2026
越秀地产	Ba1/BBB-/BBB- (穆迪/标普/惠誉)	3年	17.35亿	人民币	3.75%	

资料来源：彭博，数据截至2026年2月1日

一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

摩根大通的观点在很大程度上与冈拉克形成了共鸣甚至更趋鹰派。其首席经济学家迈克尔·费罗利(Michael Feroli)在2026年1月的最新报告中明确表示, 由于美国GDP增长和就业市场表现稳健, 加上核心CPI仍维持在3%以上, 美联储在2026年内可能完全不会降息。

负向
美国

摩根大通表示, AI推理浪潮正在让NAND闪存摆脱“强周期商品”的宿命, 演变成一种高增长的AI基础设施资产。

正向
AI推理

摩根士丹利

华尔街金融巨头摩根士丹利在最新研究报告中预计美联储将通过一次“鸽派暂停”来安抚市场, 即虽然因近期劳动力市场企稳而暂停降息, 但仍保留后续宽松的倾向。

正向
降息

智通财经APP获悉, 摩根士丹利的研究发现, 英国因人工智能(AI)而裁掉的岗位数量比创造出来的岗位数量更多, 且速度比其他国家更快。

负向
人工智能

花旗

花旗预期阿里巴巴旗下通义千问亦将加入红包推广战, 相信主流互联网大厂正争夺AI时代下的流量, 以实现未来生态变现, 今年AI聊天机器人及应用之间的用户流量争夺战将加剧, 而在一系列新春推广活动后, 国内AI助手应用率将快速提升。

正向
通义千问

花旗的分析师们预计, 受AI训练和推理需求的双重推动, 2026年服务器DRAM的ASP将同比暴涨144%(此前预测为+91%)。

正向
DRAM

高盛

高盛目前预计, 美联储将在2026年6月和9月分别进行两次、每次25个基点的降息。高盛的逻辑在于, 虽然短期内由于通胀粘性需要保持利率稳定, 但随着经济增长在下半年重获动力且通胀逐步冷却, 美联储仍有空间通过小幅降息来微调政策, 这与冈拉克断言的“彻底停止”存在明显分歧。

负向
美联储

三星、SK海力士等大厂改签短期合同, 中游厂商成本承压, 高盛预警涨价才刚起步, GPU及内存模块零售价或创历史新高。

负向
内存

富国银行

富国银行将Meta Platforms的目标价从795美元下调至754美元, 维持“增持”评级。

负向
Meta

大和

大和发表研报指, 速腾聚创凭借其基于SPAD的520线数位激光雷达(EM4)及业界首款量产的固态盲点激光雷达(E1), 在L4级自动驾驶技术的商业化扩张中, 正处于越来越有利的地位。

正向
速腾聚创

风险揭露/免责声明

本文件所载数据只供参考之用。东方证券(香港)有限公司或其关联成员(统称「东方证券(香港)」)并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，所以投资者不应以文章中提及的内容作为投资决定的单一考虑因素。投资者于投资相关产品前应审慎评估，或连系东方证券(香港)专人咨询，确保该等产品特性与风险适合及符合其个人情况。

本文件所载资料并不拟提供予置身或居住于该等法律上限制东方证券(香港)发放此等资料之地区的人士或实体使用;及在任何地区向任何人士或实体进行申购或投资证券或投资产品的要约或游说乃属违法时,则上述资料不应视为向该等地区进行该等要约或游说。上述资料亦不拟提供作为专业意见,因此不应赖以作为专业意见。

本文件所述内容未经证券及期货事务监察委员会审阅。任何投资均带有风险，过往表现未必可作为日后表现的指引，基金单位价格可升可跌，投资者可能损失全部或部分投资金额。投资者需详细阅读并了解产品详细说明书及/或产品备忘录及/或条款说明书及其他相关文档(包括但不限于产品资料概要)(统称「产品说明书」)的内容，以获取进一步资料，包括但不限于各项风险因素、收费、税务、资产净值计算、申购及赎回条款等，请点击基金以了解更多相关风险披露声明。本文仅供专业人士使用，你就上述资料内容谨慎行事，如对有关资料的任何内容有任何疑问，应寻求独立专业意见。

本文件内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关资料或其他因素而变动。本档内容可随时更改，东方证券(香港)并不承诺提供任何有关变更之通知。证券/投资产品过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，投资者可能蒙受所有最初存入资金的损失。

虽然本文件所载资料来自或编写自东方证券(香港)相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、完整性或可靠性,惟东方证券(香港)不会就有关数据的遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况或由于信赖有关数据而蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。东方证券(香港)不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。未经东方证券(香港)事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表本文件所载资料。

相关关系及相关财务权益的披露

撰写本文之东方证券(香港)持牌人士及其有联系者均未拥有与此文章所提及的产品发行人或新上市申请人有关的任何财务权益；亦无担任有关发行人或新上市申请人或与其有联系的高级人员。

东方证券(香港)与本文所提及的有关产品发行人或新上市申请人无任何投资银行业务的关系，亦没拥有相等于或高于有关发行人市场资本值的1%或新上市申请人的已发行股本或已发行单位的1%。此外，受雇于东方证券(香港)或与其有联系的个人亦无担任有关发行人或新上市申请人的高级人员。

东方证券(香港)有收取由本文所提及的产品的发行人就分销本文所提及的投资产品而提供的费用、佣金或其他金钱收益。详情请参阅我们按规定在订立任何投资产品交易前或在订立任何投资产品交易时须向阁下提供的金钱收益披露，或东方证券(香港)有收取由其他人士提供的非金钱收益，或与本文所提及的产品的发行人有紧密联系或其他法律或经济关系。