

建银国际证券 | 研究部

环球市场脉搏 (2026年1月)

不确定性的代价 - 从“卖出美国”到 Warsh 提名后的再定价

1月的跨资产波动，与其说由某一个宏观数据点驱动，不如说是由“规则被重新定价”所主导。美国进入一个清晰可见的制度窗口：关税工具究竟有多“耐用”的不确定性再起、预算与停摆的边缘博弈回归，以及联储换届时间线把“独立性风险”重新拉回到市场视野。与此同时，格陵兰事件展示了主权与安全议题如何被嵌入关税威胁之中，使盟友关系的稳定性也进入资产定价集合。

在1月，交易表达非常直观：美元走软；日元的买盘更多来自“政策敏感性”而非传统的套息逻辑；金银作为“规则风险”保险表现强势；而在财政供给与折价推动期限溢价抬升的背景下，久期资产走弱。这种组合与市场把“流程/制度风险”当作宏观变量来定价是一致的，也解释了为何即便增长数据走弱，长端利率的反弹也难以持续——长端被要求定价的是治理与制度，而不只是通胀。

1月28日FOMC巩固了“降息暂停”的叙事，但也让联储内部分歧更为显著。政策利率维持在3.50%-3.75%，但10-2的投票结构很关键：反对者主张当次就降息25bp，意味着即便经历了2025年的降息，关于“宽松节奏要多快”的争论仍在。鲍威尔强调耐心、逐次会议决策，并在被问及政治相关问题时更突出央行独立性。市场定价并未否定2026年降息，但把“第一次降息”的重心后移到年中，同时让长端对期限溢价与制度性头条更敏感。

2月初出现了一个反转的再定价拐点。1月30日，特朗普公开宣布提名Kevin Warsh为下一任联储主席(仍待参议院确认)。市场将其视为部分人事任命不确定性的“落地”以及未来联储框架的再定价：拥挤的硬资产对冲先行回吐，美元修复，曲线转向更陡的模板；在长端折现率上行与业绩不确定性碰撞下，权益也出现摇摆。

我们的基准判断认为Warsh不会立刻展开QT。Warsh的市场标签在于质疑QE、强调资产负债表纪律与价格信号。这个标签对长端最重要：即便2026年稍后降息，市场也可能提高对“联储不愿通过扩表压低长端期限溢价”的概率权重。但我们并不认为Warsh短期会激进重启QT，因为硬约束在负债端：准备金阈值、回购市场稳定，以及可能触发“停QT/回补流动性”的走走停停风险。所谓“管道工具”(买短久期国库券、回购、准备金管理型操作)是为了利率控制与准备金稳定，不是为了主动压低长端期限溢价。

日本仍是重要不确定性放大器。高市早苗提前大选与积极财政叙事抬升了长端JGB的波动，并在政策敏感区间附近压制日元。BOJ维持0.75%并给出略偏鹰信号，但并未急于压平曲线，使“高市交易”的框架仍然大体保持：更陡、更波动的曲线，以及偏弱但在“红线”附近高度敏感的日元。USD/JPY在159-160附近，仓位与政策信号驱动了急拉急回；关于美方“rate check”的讨论，即便没有确认干预，也会放大行情的凸性。

展望2月，需要盯的仍是制度变量：最高法院围绕IEEPA关税权力的动态；预算执行与政府停摆摩擦带来的更黏的制度折价；以及2月8日日本众议院选举作为政治授权测试，可能通过利率与汇率触发“高市交易反转”的尾部风险。经历2月初金银回吐后，贵金属仍可作为规则风险对冲，但在仓位正常化与美元修复和新一轮不确定性冲击竞争的背景下，路径更可能呈现双向波动。

大类资产表现

大宗商品

- 大宗商品领域，液化天然气(LNG)与布伦特/WTI原油价格同步上涨：寒潮天气推升供暖需求并加速欧洲库存消耗，而美国极寒导致的供应/出口中断及中东地缘政治风险溢价高企，共同收紧整体能源平衡。
- 1月黄金(月环比+27.6%)与白银(月环比+66.0%)因格陵兰领土争端与避险需求激增，但2月显著获利回吐，抹去大部分涨幅。

政府债券

- 过去一个月，主要发达经济体10年期国债收益率因不确定性上升而走高。

股票

- 股票市场方面，1月拉丁美洲与离岸中国股票跑赢发达市场：美元走软与美联储降息预期升温推动风险偏好转向高贝塔新兴市场资产，叠加香港/中国代理资产政策支持预期的放大效应。(恒生指数：+9.1%月环比；标普/纽约梅隆中国ADR指数：+9.2%)
- 美国股市1月迄今录得温和涨幅，月初上涨后因地缘紧张引发新一轮“抛售美国”操作回吐大部分收益。(标普500：+1.9%月环比；道指：+2.0%；纳斯达克：+2.6%)

外汇

- 1月美元指数(DXY)从99回落并在95-96区间确立技术支撑位，随后进入盘整阶段。

情绪指标与市场宽度

情绪指标

- 整体而言，美国市场情绪普遍看涨。
- “愚蠢资金信心指数”处于极度乐观区间，“聪明资金信心指数”保持中性。
- 过去30天美国散户情绪边际改善：看涨投资者比例上升，看跌比例下降。
- 认沽认购比率过去30天维持中性偏多区间。尽管认购与认沽交易量均增加，但认购活动更大涨幅反映风险偏好头寸。
- 过去一个月，全球主要市场交易量上升，体现市场从季节性假期过渡并展现对2026年的信心。

市场波动

- 有“恐慌指数”之称的VIX在1月中旬因地缘紧张短暂触及20。

市场宽度

- 市场广度指标显示股票参与度扩大。

全球观察

- 在追踪的美国25项指标中，构成比例为9项积极、10项中性、6项消极，主要受美债收益率曲线持续陡峭化与出口订单数据边际改善驱动。



姜越

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文目的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三

方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过 + 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097