

海外周报 20260208

1月美国非农和CPI前瞻：关注上行风险——海外宏观与交易复盘

2026年02月08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（2月2-8日）在美股AI软件泡沫担忧引发的科技股大跌、及随后的动量抛售等交易因素造成的流动性冲击下，海外权益、大宗商品和比特币等资产经历剧烈波动。我们认为，近期资本市场的流动性冲击更多来自交易层面，而海外宏观基本面和广义流动性环境并未有显著变化，这意味着部分资产存在被流动性冲击“错杀”的可能。关注下周公布的1月美国非农就业和CPI数据，我们预期二者均存在上行风险，令本周略有升温的美联储降息预期再度面临回调。

■ **海外宏观：**（1）本周回顾：美国经济数据喜忧参半，整体延续稳健。其中，主要受超预期强劲的制造业PMI等调查数据的提振，美国经济意外指数反弹；而部分受1月下旬恶劣天气的影响，本周公布的ADP、首申失业金等一揽子就业数据均偏弱。（2）下周前瞻：1月美国非农就业与CPI数据存在上行风险。我们预期，在一季度宽财政脉冲、已有的宽货币滞后效应、季节性，以及前期因政府停摆而CPI环比异常偏低等因素影响下，需要关注1月非农、CPI超预期上行、进而令降息预期回调的风险。

■ **海外政治：**（1）美伊重启核问题会谈，浓缩铀等核心争议仍有待磋商；2月6日，美伊双方于阿曼首都马斯喀特就核问题举行了间接会谈。特朗普表示这是一场“非常好的会谈”，美伊双方将下周继续进行新一轮磋商。（2）美俄乌举行安全对话释放战俘，特朗普表示希望6月前结束战争；2月4日至5日，美俄乌三方于阿联酋阿布扎比举行了安全对话。本次对话俄乌双方达成协议，各释放了157名战俘，为自2025年9月以来规模最大的一次战俘交换行动；特朗普已明确向俄乌双方提出希望在2026年6月前结束战争。（3）春节假期前瞻：关注地缘政治潜在风险，IEEPA关税判决或出炉；尽管近期俄乌冲突与伊朗局势有所缓和，但各方核心冲突仍有待进一步磋商，春节期间海外地缘政治冲突仍存在因谈判进展不顺和特朗普落地关税制裁等极限施压手段而进一步升级的可能；美国最高法院或于2月20日公布IEEPA对等关税案判决结果，基准情形下，我们预期最高法院将判决IEEPA关税违法但不要求退还已经征收的关税，因此判决结果对市场的影响料相对有限。

■ **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

《海外市场流动性有企稳迹象，情绪或会好转》

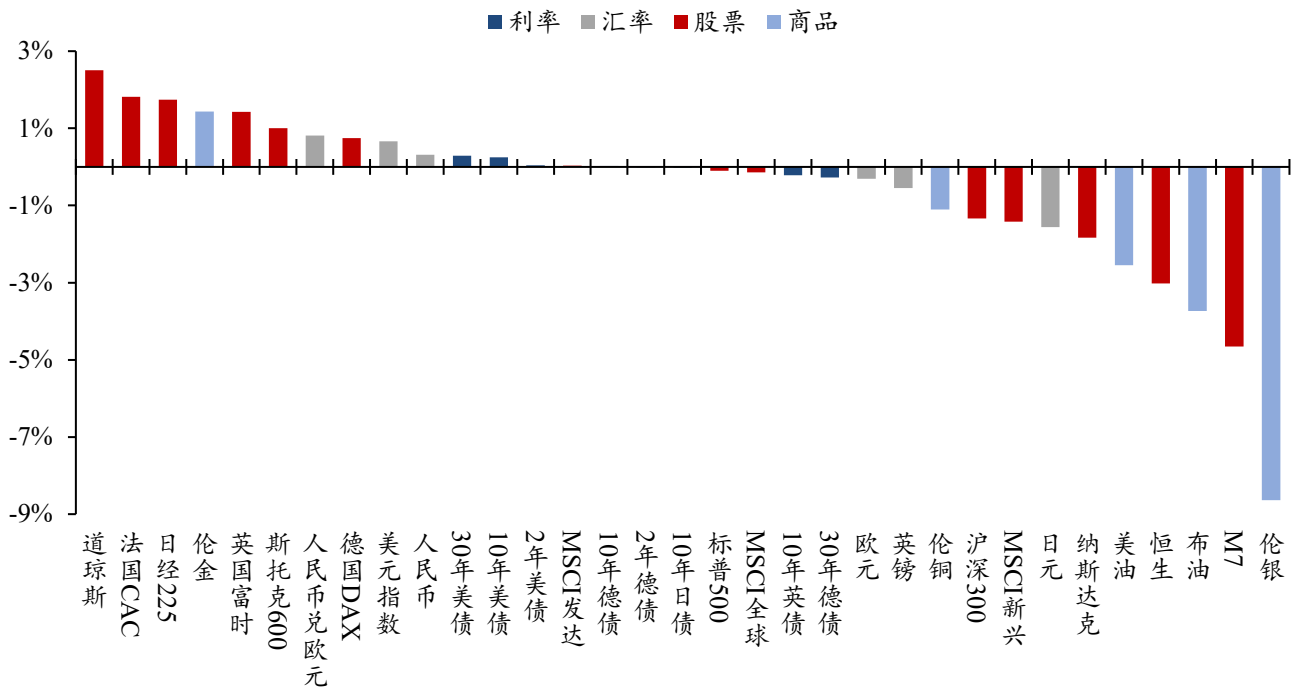
2026-02-08

《商品流动性冲击之后，哪些品种被“错杀”？》

2026-02-04

1. 大类资产复盘

图1: 最新一周(2月2日-2月8日)大类资产回报率

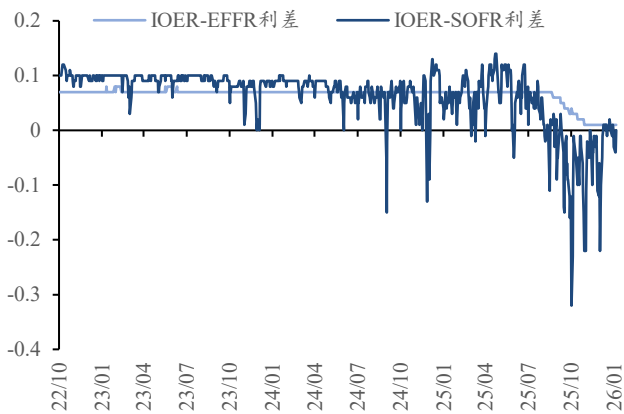


数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 利率资产为利率期货合约

2026年2月2日至2月8日当周, 在美股AI软件行业泡沫担忧引发的科技股大跌及随后的动量抛售冲击下, 海外权益、大宗商品和比特币等另类市场遭遇短暂的流动性冲击, 全周大幅震荡, 其中纳斯达克指数连续三天下跌超过1%, 黄金价格盘中一度下探4400美元/盎司, 白银在2月5日当日大跌20%; 随后, 在逢低买入和周五好于预期的美国经济数据带动的风险情绪修复下, 美股迎来反弹, 道琼斯指数则在顺周期交易下升破50000点, 创下历史新高。

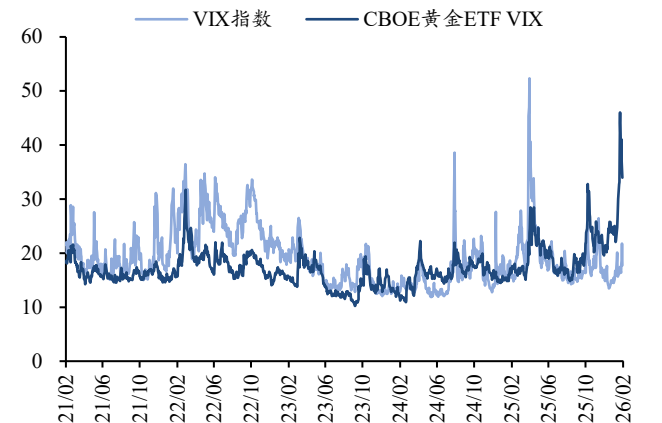
从交易主线来看, 我们认为, 美股科技股大跌引发的资本市场流动性冲击, 及其随后的交易因素引发的螺旋下跌, 是本周美股和大宗商品等资产巨震的主因; 与此同时, 美国宏观基本面整体变化不大, 虽然一揽子就业数据连续疲软、一度引发市场对美国经济疲软担忧, 但本周公布的ISM制造业PMI、消费者信心指数等保持强劲, 基本面对市场情绪的扰动对资产表现更多起到了放大效果, 而不是核心驱动因素。具体来看, 周一, 在超预期强劲的1月ISM制造业PMI提振下, 美股在上周的低迷后迎来反弹; 周二, AI初创公司Anthropic发布的自动化工具引发市场对于AI软件巨头估值的担忧, 软件行业遭遇重挫。随后, 本周陆续公布的美国ADP、职位空缺、首中失业金等就业数据均逊于预期, 令市场对科技巨头资本开支转化率和盈利增长的担忧加剧, 科技股延续下跌; 与此同时, 动量交易抛售引发的流动性冲击蔓延至大宗商品和另类市场, 黄金、白银和比特币同步大跌。周五, 意外好于预期强劲的密歇根消费者信心指数修复市场情绪, 资本市场流动性冲击缓释, 美股和大宗商品强势反弹。

图2: 美国货币市场利差指标



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 pct

图3: 美股和黄金波动率指数



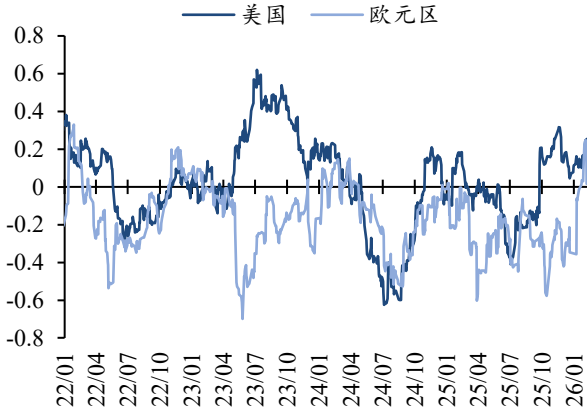
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

值得注意的是,对于本周海外市场的剧烈波动,市场或简单归咎于“沃什交易”的发酵,或将之笼统称为“流动性冲击”。而从广义美元流动性来看,无论是美国国内货币市场资金流动性、美债市场流动性,还是离岸美元市场流动性,均未出现显著的收紧迹象;本周海外市场的波动更多是狭义美元流动性冲击,即资本市场流动性,体现在权益市场的美股波动率指数 VIX、大宗商品市场的黄金 ETF 波动率指数显著抬升。往后看,本轮大宗商品流动性冲击的核心品种是白银期货,当流动性冲击之后,基本面坚实的商品仍然具备全年度的配置价值,关注被流动性“错杀”的资产,以及黄金超跌后的做多机会。而历史经验显示,黄金流动性风险的消解需要更多时间,尽管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;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4: 美国、欧元区经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

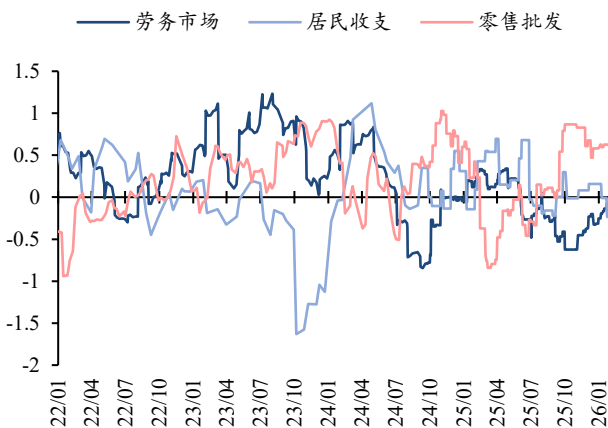
图5: 美国增长、通胀意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

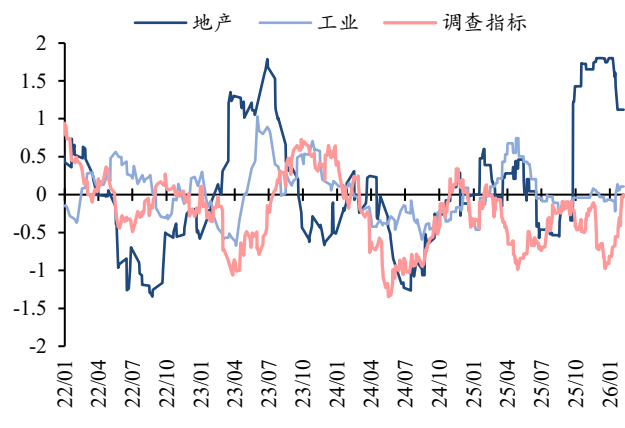
本周公布的美国经济数据喜忧参半, 整体延续稳健。其中, 主要受超预期强劲的1月ISM制造业PMI、2月密歇根大学消费者信心指数等调查数据的提振, 彭博编制的美国经济意外指数由1月30日的0.184升至0.253。而在政府暂时停摆造成的1月非农就业数据缺席下, 本周公布的ADP私营就业、首申失业金、职位空缺等就业数据均疲软, 其中高频数据首申失业金的意外走弱则部分受到1月底美国多地暴风雪等恶劣天气的影响。欧元区经济意外指数由1月30日的0.226大幅回落至0.02, 主要工业生产数据疲软的拖累。

图6: 美国居民相关经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图7: 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

2.2. 下周前瞻：1月美国非农与CPI

下周美国将公布重要的就业与通胀数据。我们预期，在一季度宽财政脉冲、已有的宽货币滞后效应、季节性，以及前期因政府停摆而CPI环比异常偏低等因素影响下，需关注1月非农、CPI超预期进而令降息预期回调的风险。

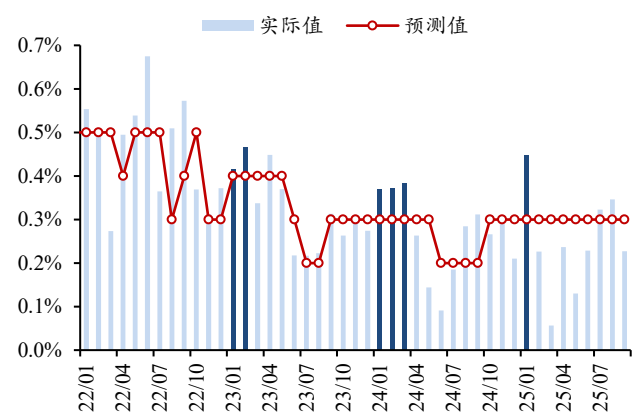
2月11日（周三），BLS将公布1月美国非农就业数据；2月13日（周五），BLS将公布1月美国CPI数据。非农就业方面，当前市场预期1月新增非农就业中位数为+6.9万，前值+5万，预期失业率持平前值4.4%，即市场预期美国就业延续温和下行通道，而失业率保持稳健。由于本周公布的一揽子私营就业和高频数据均显著逊于预期，下周公布的非农就业将成为市场关注的焦点。我们认为，一方面，近期首申失业金的走弱部分受1月下旬美国普遍恶劣天气的影响，而这一时期对非农数据的影响有限（非农数据收集期为每月12日当周），另一方面，疫情危机以来，一季度美国非农就业初值经常季节性超预期强劲（尽管后续时常面临下修）。因此，需关注1月非农就业超预期上行的风险。

图8：美国新增非农就业初值 vs 分析师预期值



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

图9：美国核心CPI环比实际值 vs 分析师预期值



数据来源：彭博，东吴证券研究所

通胀数据方面，最新彭博分析师预期1月美国CPI环比/核心环比+0.3%/+0.3%，前值+0.3%/+0.2%，同比/核心同比+2.5%/+2.5%，前值+2.7%/+2.6%，即预计1月美国核心CPI环比小幅反弹。我们认为，一方面，受去年10-11月美国政府长期停摆影响，11-12月美国CPI环比异常偏低，在低基数以及数据采集恢复正常影响下，1月美国CPI存在上行风险；另一方面，疫情危机以来，一季度美国核心CPI同样表现出普遍性的季节性偏强。因此，综合来看，需关注1月美国非农就业和通胀超预期强劲、令降息预期再度回调的风险。

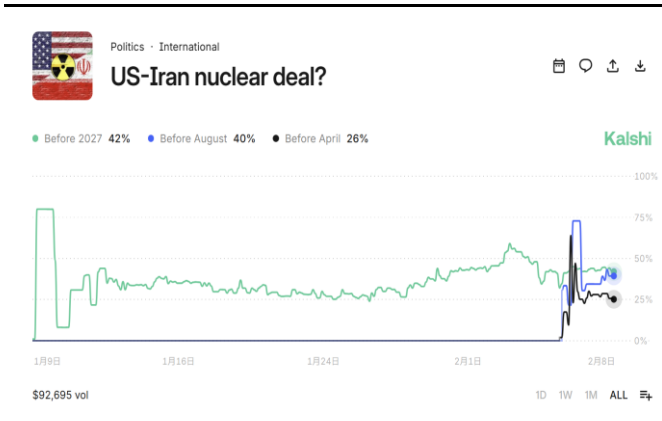
3. 海外政治

3.1. 本周回顾

(1) 美伊重启核问题会谈，浓缩铀级别等核心争议仍有待进一步磋商

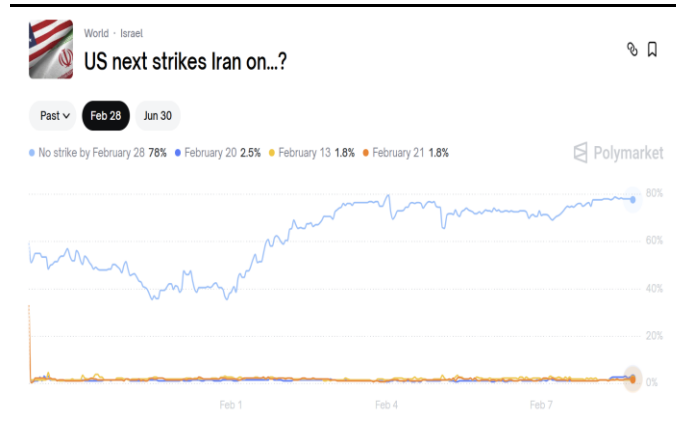
2月6日，美伊双方于阿曼首都马斯喀特就核问题举行了间接会谈。在谈判内容上，伊朗坚持谈判应仅限于核武器级铀浓缩领域，拒绝美国提出的完全停止铀浓缩的要求；而美国则要求谈判内容必须涵盖导弹射程限制及停止支持地区代理人等内容。尽管双方并未在此次会谈中取得重大实质性成果，但这次会谈依旧打开了美伊双方的对话大门，一定程度上缓和了近期的紧张局势。伊朗外交部长阿拉格齐在会后形容谈判“开局良好”，氛围“积极且严肃”；特朗普表示这是一场“非常好的会谈”，且伊朗非常渴望达成协议，美伊双方将下周继续进行新一轮磋商¹。

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

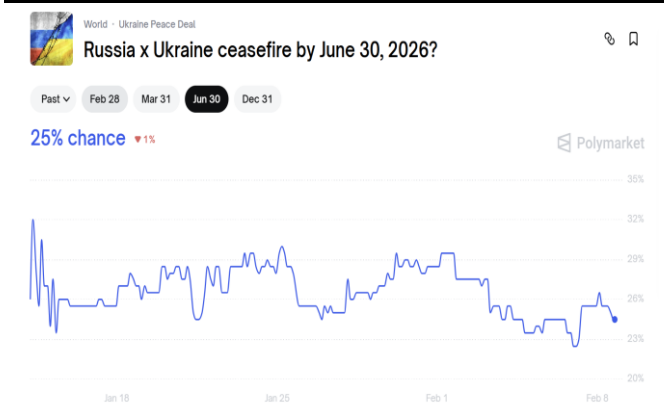
(2) 美俄乌举行安全对话释放战俘，特朗普表示希望6月前结束战争

2月4日至5日，美俄乌三方于阿联酋阿布扎比举行了安全对话。本次对话俄乌双方达成协议，各释放了157名战俘，为自2025年9月以来规模最大的一次战俘交换行动。尽管本次对话取得了一定的积极成果，但俄乌双方在领土主权和加入北约等问题上仍存在分歧。2月7日，泽连斯基接受采访时表示特朗普已明确向俄乌双方提出希望在2026年6月前结束战争，并要求双方据此制定清晰的事项时间表，此外美方也已提议下周在美国本土举行新一轮俄、乌、美三方高层会谈²。

¹ <https://www.theguardian.com/world/2026/feb/06/us-iran-talks-oman-nuclear-programme>

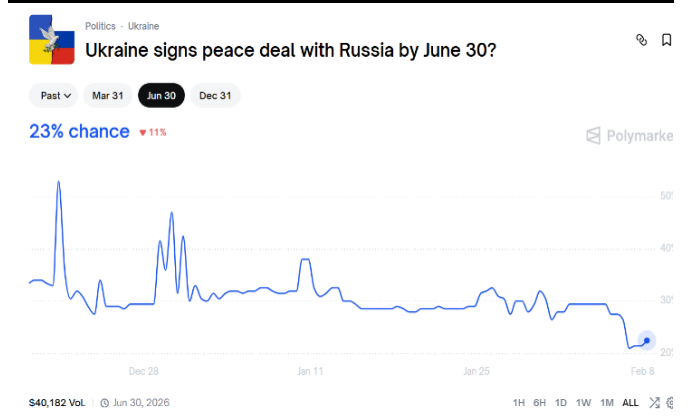
² <https://apnews.com/article/russia-ukraine-war-zelenskyy-june-deadline-98da4e17de8ab377363ae9c3ff308001>

图12: 市场对俄乌双方6月30日前停火的预期



数据来源: Polymarket、东吴证券研究所

图13: 市场对俄乌6月30日前签署和平协议的预期

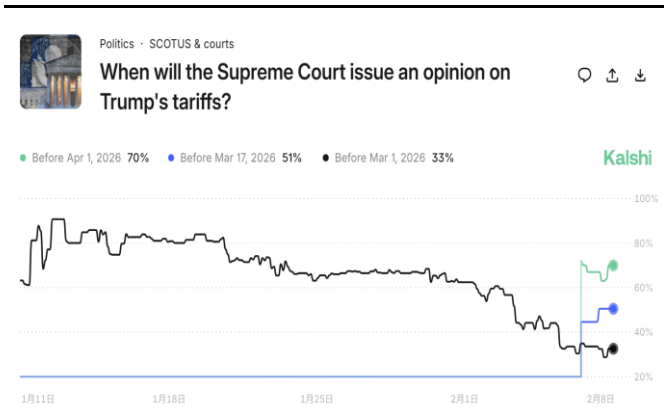


数据来源: Polymarket、东吴证券研究所

3.2. 春节前瞻: 关注地缘政治潜在风险, IEEPA 关税判决或出炉

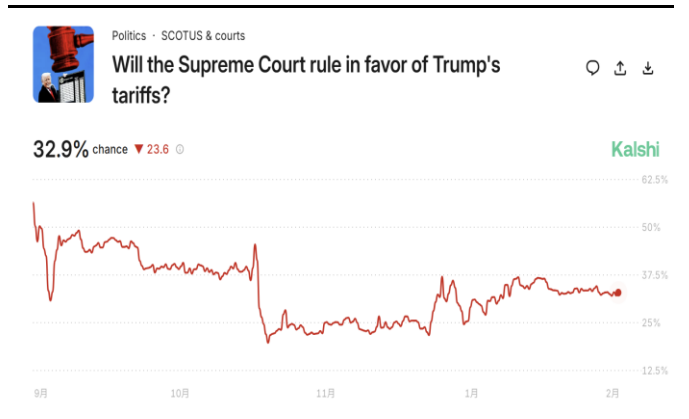
尽管本周市场所关注的俄乌和伊朗等热点冲突地区均举行了相关谈判,但这并不意味着这些地区的地缘政治风险将随之消解:一方面,本周美俄乌和美伊谈判均未能解决现有冲突的核心分歧(如俄乌之间的领土主权问题和伊朗铀浓缩的浓度水平要求),未来仍需要各方之间进行进一步磋商沟通;另一方面,特朗普在对待俄乌和伊朗核问题上仍将采取“极限施压”的手段以推动谈判进程。例如,在伊核问题上,特朗普于2月6日签署行政令³,授权对与伊朗有贸易往来的国家征收额外关税。认定具体符合标准的国家将由国务卿卢比奥和商务部长卢特尼克判定,随后由美国贸易代表办公室(USTR)和国土安全部确定额外征收的关税额度;在俄乌冲突上,特朗普表示若6月前谈判未能取得进展,美方可能会通过政治或军事措施进一步施压。因此,春节期间海外地缘政治冲突仍存在因谈判进展不顺和特朗普落地关税制裁等极限施压手段而进一步升级的可能。

图14: 市场对最高法院作出判决的时间预期



数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

图15: 市场对最高法院判决是否有利于特朗普的预期



数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

³ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2026/02/modifying-duties-to-address-threats-to-the-united-states-by-the-government-of-the-russian-federation/>

此外，美国最高法院或于春节期间公布对特朗普 IEEPA 关税案的最终判决。从最高法院公布的日程安排来看，下一个公布本案宣判结果的理论最早日期为 2 月 20 日。面对如此重大、涉及行政权力与财政义务的案件，裁决结果迟迟未出炉或意味着最高法院正在一个寻找避免全面否定总统权力和财政冲击的“折中方案”。因此判决结果越晚公布，判决内容可能越有利于特朗普（详见报告《特朗普 IEEPA 关税判决前景四问》）。从判决结果来看，其越“非黑即白”（例如判决退税或 IEEPA 关税合法），对市场冲击越大；结果越温和（例如判决违法但设置了缓冲期、不要求退还已征收关税、特朗普迅速出台平替方法），市场反应则越平淡。基准情形下，我们预期最高法院将判决 IEEPA 关税违法但不要求退还已经征收的关税，因此判决结果对市场的影响料相对有限。

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>