

# 政策预期扰动市场，贵金属遭遇惨烈抛售

——鑫元周观点（2026.01.26-2026.01.30）

## 一、核心观点

**宏观方面**，今年1月中国官方制造业PMI录得49.3%，环比下降0.8Pct，产需淡季叠加高基数效应共同导致制造业景气水平落入收缩区间；数据显示2025年广义财政收支同比均不及预算水平，全年一般公共预算支出完成度仅为96.8%，后续财政仍有发力空间；数据显示2025年工业企业利润温和增长，去年下半年以来物价水平持续改善，推动企业利润增速见底回升。海外方面，美联储1月议息会议决议维持联邦基金利率水平不变，对市场影响较为有限，但随后美国总统特朗普正式提名前美联储理事凯文·沃什为下任美联储主席，引爆了贵金属数十年来最惨烈的抛售。市场将此次暴跌归因于投资者对美联储政策预期的急剧转变。与此同时，这场暴跌也暴露了贵金属市场的极度脆弱性。但长期来看，贵金属牛市仍未结束，调整过后仍存进一步上涨空间。

**权益市场方面**，A股宽基指数多数下跌，仅沪深300微涨0.08%、上证50上涨1.13%，其余指数均呈下跌态势，其中科创50跌幅最大，达2.85%，上证指数、万得全A分别下跌0.44%、1.59%。行业板块表现分化，石油石化、通信、煤炭领涨，国防军工、电力设备等板块领跌。估值方面，各宽基指数和行业估值分化明显，多数宽基指数估值水平超50%。通信、石油石化、有色金属估值上行幅度最大，国防军工、计算机、电力设备估值下行最多；电子、房地产、商贸零售等板块估值处于历史较高水平，非银金融、农林牧渔、食品饮料等板块估值则处于历史低位。海外方面，沃什获提名美联储主席，其政策主张或增强货币政策刚性、提升宏观波动率，26年降息空间有限；美国AI巨头财报喜忧参半。国内1月制造业PMI降至49.3。策略上，维持中性仓位，关注AI应用、国产CPU等弹性方向及建材、石油石化等行业，谨慎看待医药、银行等板块。

**固收市场方面**，上周债市在多空因素的交织下延续了“上有顶、下有底”的震荡格局，市场整体表现分化，长端利率在宽松预期下小幅下行，而短端利率则受资金面阶段性扰动影响略有上行。全周来看，30y、10y、1y国债收益率分别变化0bp、-2bp、2bp收于2.29%、1.81%、1.3%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化2bp、-4bp收于46bp、

55bp。展望来看，市场将面临到期高峰和供给回升的双重考验，但央行大概率会通过降准或大额流动性投放对冲，资金面有望维持平稳。PMI 数据的季节性走弱和春节消费数据的真空期为债市提供了相对友好的环境，10y 国债收益率大概率在 1.80%-1.90% 区间波动。政府债供给放量与股市“春季躁动”构成压制，而银行保险等配置盘入场将形成支撑。整体来看，债市处于“利空定价、利多蓄势”的平衡期，经济复苏基础不牢与货币政策宽松空间构成长期支撑，短期内震荡调整后仍具备配置价值，无需过度悲观。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

国家主席习近平会见来华访问的英国首相斯塔默，国务院总理李强同斯塔默举行会谈。中英双方达成一系列积极成果，其中：双方致力于发展中英长期稳定的全面战略伙伴关系；双方欢迎成立中英金融工作组并召开首次会议；中方积极考虑对英国公民实施单方面免签政策；中方将威士忌酒进口关税税率由 10% 降至 5%。

1 月制造业景气度水平有所回落。国家统计局发布数据，中国 1 月官方制造业 PMI 为 49.3，环比降 0.8 个百分点，制造业景气水平有所回落，其中生产指数为 50.6%，表明制造业生产活动保持扩张。1 月官方非制造业 PMI 为 49.4，环比降 0.8 个百分点。

2025 年全国规模以上工业企业利润温和增长。全年全国规模以上工业企业利润较上年增长 0.6%。统计局表示，2025 年各地区各部门加紧实施更加积极有为的宏观政策，加快推进新型工业化，推动工业经济稳定向好运行；全年工业企业利润实现增长，扭转了连续三年下降态势。

2025 年广义财政收支不及年初预算值。财政部发布数据显示，2025 年全国财政收入 21.6 万亿元，同比下降 1.7%。其中，证券交易印花税收入 2035 亿元，增长 57.8%。财政支出 28.74 万亿元，同比增长 1%。各级财政发放育儿补贴约 1000 亿元，惠及 3000 多万名婴幼儿。

### （二）海外宏观

美国总统特朗普正式提名前美联储理事凯文·沃什为下任美联储主席，接替将于 5 月结束任期的鲍威尔。这一提名还需获得参议院批准。不过，参议院民主党领袖舒默、共和党参议员蒂利斯已表示，将阻止对沃什的提名，除非撤销针对鲍威尔的调查。民主党参议员沃伦

也表示，沃什并非美联储主席的理想人选。在美联储任职期间，沃什持鹰派货币政策立场，但近年转向支持特朗普的关税政策及加快降息立场。有分析指出，如果沃什最终执掌美联储，市场可能会看到美联储政策框架的显著调整。德银认为，沃什的政策主张可能呈现“降息与缩表并行”的独特组合。

美国总统特朗普提名沃什出任美联储主席引爆了贵金属数十年来最惨烈的抛售。周四还齐创盘中历史新高金银大跳水，周五现货黄金日内跌幅曾接近13%、为上世纪80年代初以来四十多年盘中跌幅之最。现货白银盘中一度暴跌超35%，创有纪录以来最大跌幅。市场将此次暴跌归因于投资者对美联储政策预期的急剧转变。沃什长期以鹰派立场著称，市场仍认为其不太可能激进降息。这场暴跌也暴露了贵金属市场的极度脆弱性。

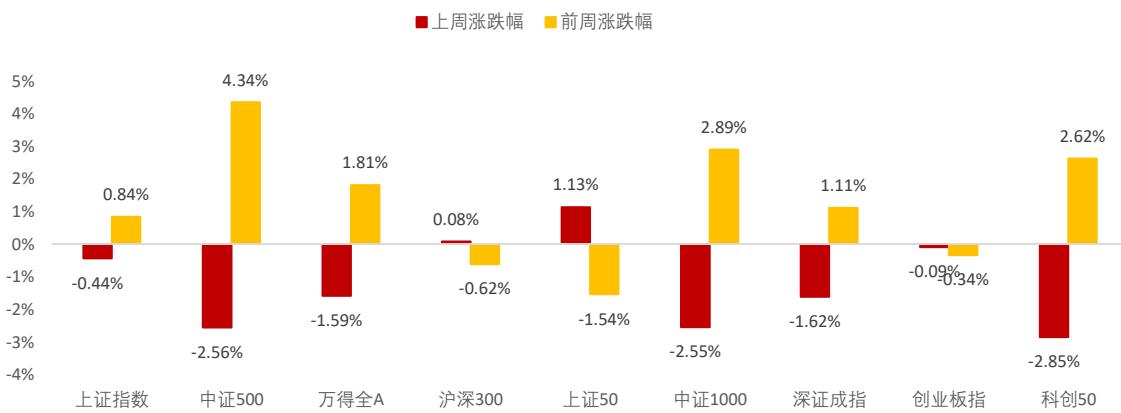
美联储1月维持基准利率在3.50%-3.75%不变，在连续三次降息25个基点后暂停行动，符合市场预期。美联储在声明中指出，失业率已现初步企稳迹象，通胀仍处于相对高位，经济前景的不确定性依然较高。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，加息并非任何人对下一步行动的基本假设，不相信美联储会丧失独立性，将建议下一届美联储主席远离政治。

### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

图1：上周A股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周A股宽基指数多数下跌。上证指数下跌0.44%，万得全A下跌1.59%，沪深300上涨0.08%，创业板指下跌0.09%，科创50下跌2.85%。从行业板块看，上周石油石化、通信、煤

炭领涨，国防军工、电力设备、军工领跌。

## 2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

表：宽基指数PE (TTM)

	2026/1/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	17.1	↑ 0.02	59.5	↓ 0.09	97.1%	99.6%	99.4%
深证成指	32.7	↓ 0.58	79.1	↓ 1.97	90.2%	95.2%	93.6%
上证50	11.7	↑ 0.23	58.4	↑ 4.18	85.8%	84.2%	79.0%
沪深300	14.2	↑ 0.10	64.8	↑ 2.71	84.8%	85.5%	80.8%
中证500	37.9	↓ 0.97	69.8	↓ 0.68	82.0%	99.7%	99.6%
中证1000	50.3	↓ 1.18	73.2	↓ 1.01	73.2%	94.5%	92.7%
创业板指	42.6	↓ 0.33	40.9	↓ 0.67	39.5%	50.6%	53.5%
科创50	174.1	↓ 6.29	96.8	↓ 1.69	96.8%	96.8%	96.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

表：申万一级行业PE (TTM)

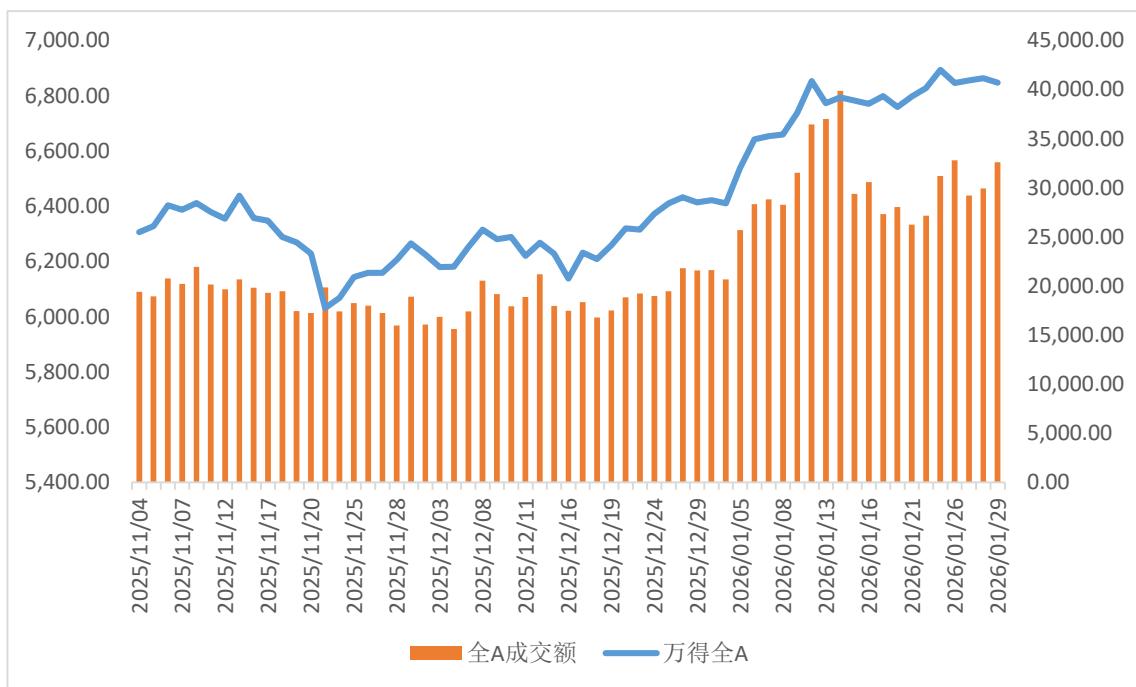
	2026/1/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
农林牧渔(申万)	23.7	↑ 0.32	17.25%	↑ 0.71	17.3%	28.2%	37.7%
基础化工(申万)	34.2	↓ 0.19	81.42%	↓ 0.34	81.4%	98.5%	98.0%
钢铁(申万)	34.2	↓ 0.56	75.05%	↓ 1.37	75.0%	94.7%	92.9%
有色金属(申万)	35.0	↑ 1.17	47.54%	↑ 3.64	47.5%	76.4%	78.2%
电子(申万)	73.5	↓ 1.84	94.52%	↓ 2.25	94.5%	99.1%	98.8%
家用电器(申万)	14.7	↓ 0.43	38.79%	↓ 8.25	38.8%	43.6%	47.1%
食品饮料(申万)	20.9	↑ 0.32	17.38%	↑ 1.94	17.4%	9.3%	12.4%
纺织服饰(申万)	29.4	↓ 0.17	65.05%	↓ 0.39	65.0%	81.1%	76.4%
轻工制造(申万)	34.6	↓ 0.38	67.67%	↓ 0.96	67.7%	99.9%	99.9%
医药生物(申万)	37.3	↓ 1.24	53.61%	↓ 9.43	53.6%	72.3%	68.6%
公用事业(申万)	20.0	↓ 0.34	43.43%	↓ 4.85	43.4%	48.7%	51.2%
交通运输(申万)	18.4	↓ 0.27	58.77%	↓ 2.19	58.8%	76.0%	76.6%
房地产(申万)	61.8	↓ 1.40	97.92%	↓ 0.41	97.9%	96.6%	95.4%
商贸零售(申万)	51.4	↓ 2.33	97.78%	↓ 1.13	97.8%	98.6%	98.2%
社会服务(申万)	49.1	↓ 1.65	52.20%	↓ 2.72	52.2%	53.3%	37.4%
综合(申万)	60.9	↓ 2.99	78.98%	↓ 2.25	79.0%	93.3%	91.0%
建筑材料(申万)	32.7	↑ 0.23	84.44%	↑ 0.31	84.4%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	13.7	↓ 0.13	73.66%	↓ 0.23	73.7%	98.6%	99.5%
电力设备(申万)	41.0	↓ 2.19	60.19%	↓ 10.14	60.2%	77.4%	69.7%
国防军工(申万)	95.2	↓ 7.94	76.20%	↓ 3.61	76.2%	99.1%	98.7%
计算机(申万)	91.3	↓ 4.74	93.48%	↓ 1.85	93.5%	97.2%	96.2%
传媒(申万)	51.0	↑ 0.05	76.79%	↑ 0.05	76.8%	97.2%	96.3%
通信(申万)	53.0	↑ 2.95	86.77%	↑ 4.28	86.8%	100.0%	100.0%
银行(申万)	6.0	↑ 0.06	35.67%	↑ 1.67	35.7%	39.1%	51.8%
非银金融(申万)	13.2	↑ 0.14	8.53%	↑ 1.55	8.5%	7.4%	9.9%
汽车(申万)	29.6	↓ 1.51	80.93%	↓ 7.46	80.9%	70.1%	59.9%
机械设备(申万)	41.8	↓ 1.45	73.23%	↓ 1.27	73.2%	98.6%	99.3%
煤炭(申万)	19.2	↑ 0.68	78.04%	↑ 0.60	78.0%	99.3%	99.1%
石油石化(申万)	23.7	↑ 1.75	82.58%	↑ 8.35	82.6%	98.2%	99.1%
环保(申万)	30.6	↓ 0.92	61.57%	↓ 1.20	61.6%	98.2%	99.5%
美容护理(申万)	38.4	↓ 1.50	53.08%	↓ 4.71	53.1%	49.0%	33.9%

数据来源: Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看, 上周**通信、石油石化、有色金属**估值上行最多, **国防军工、计算机、电力设备**下行最多。当前**电子房地产、商贸零售、板块**估值处于历史较高水平; **非银金融、农林牧渔、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

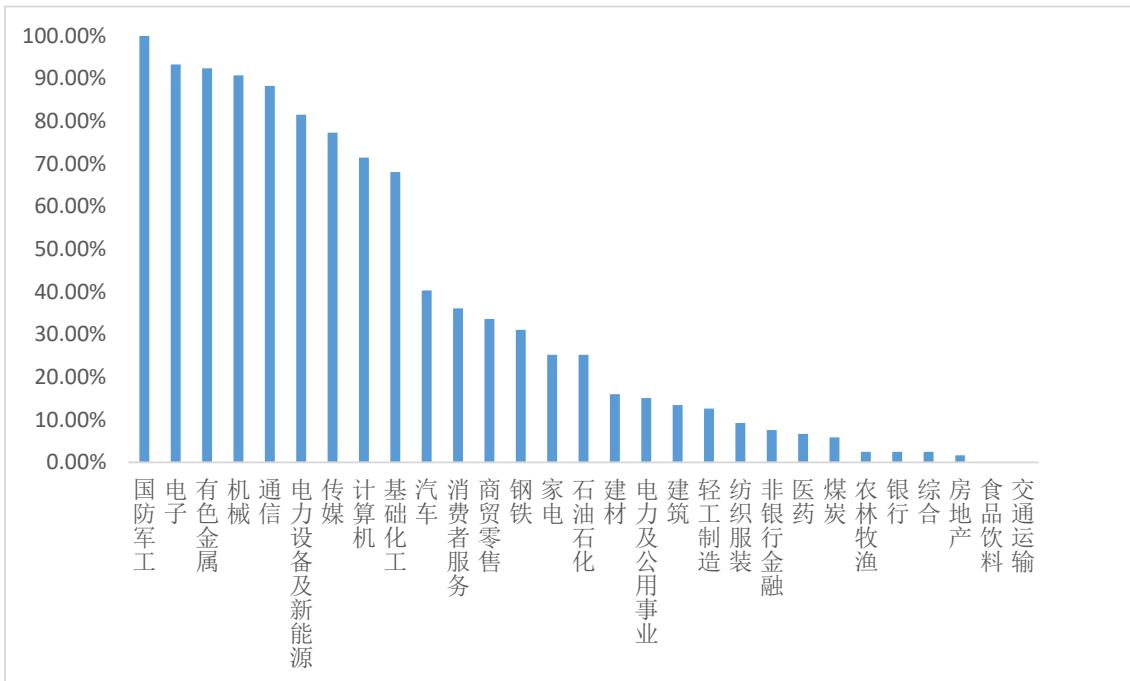
### 3、权益市场情绪

图 4: 全市场成交金额



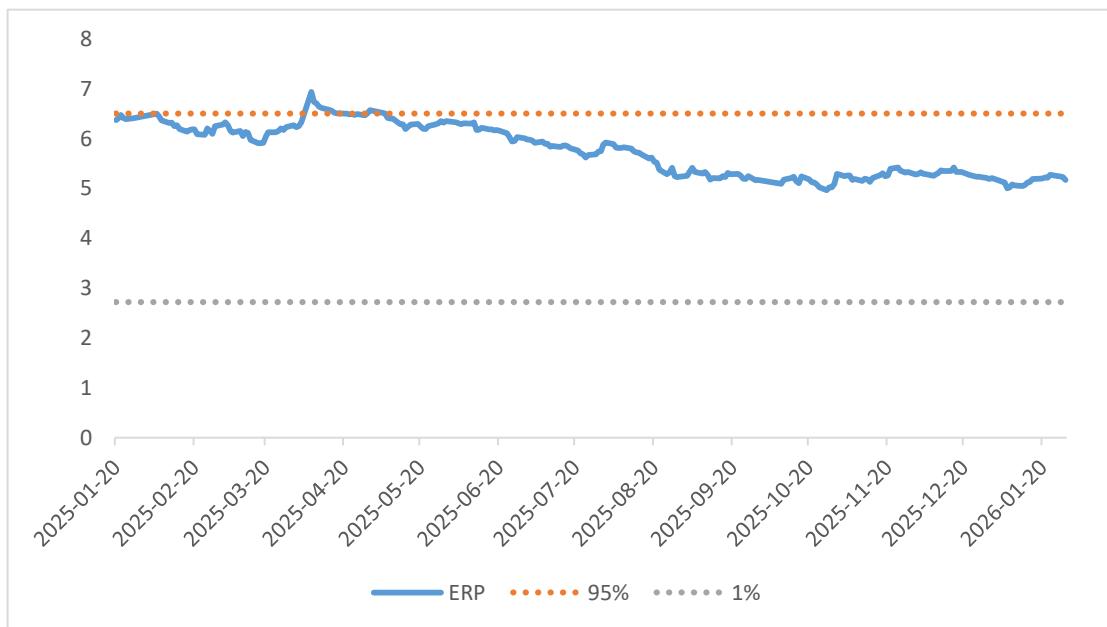
数据来源: Wind

图 5: 行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



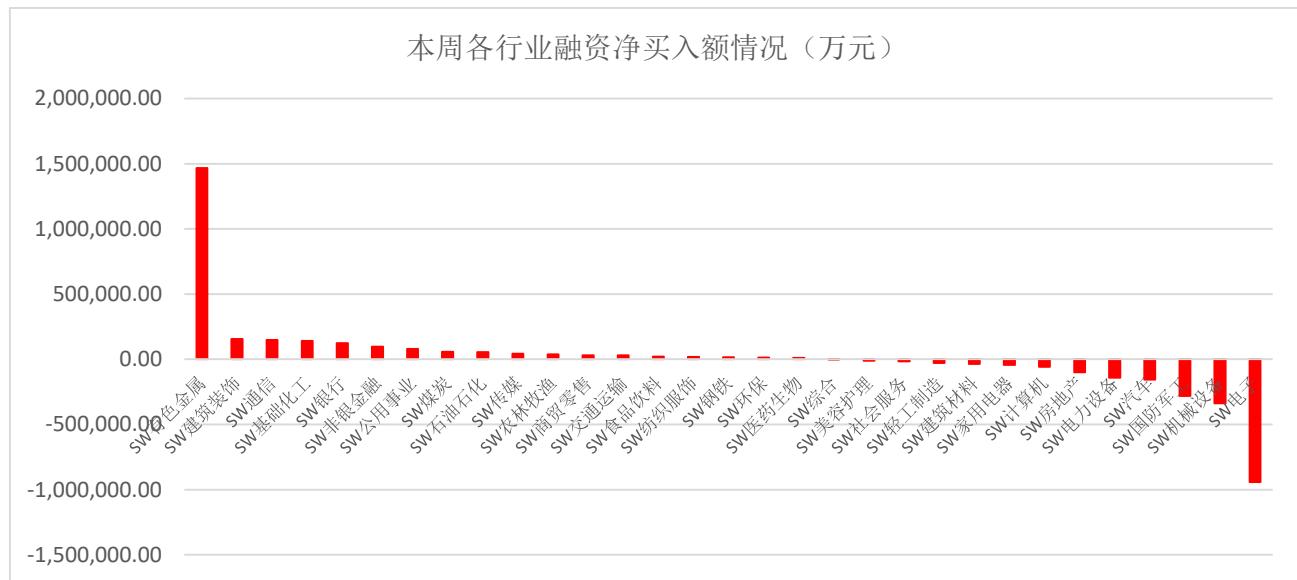
数据来源：Wind

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，本周市场高位震荡。从行业拥挤度的角度，国防军工、电子、有色金属的拥挤度较高。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.17%，处于历史 45.44% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

1月30日，两融资金占比为4.59%，1月23日为9.71%，反映出杠杆资金加仓意愿大幅下降。截至1月30日，本周融资净买入的前三行业为有色金属、非银金融、食品饮料。

图7：上周两融资金行业流向（亿元）

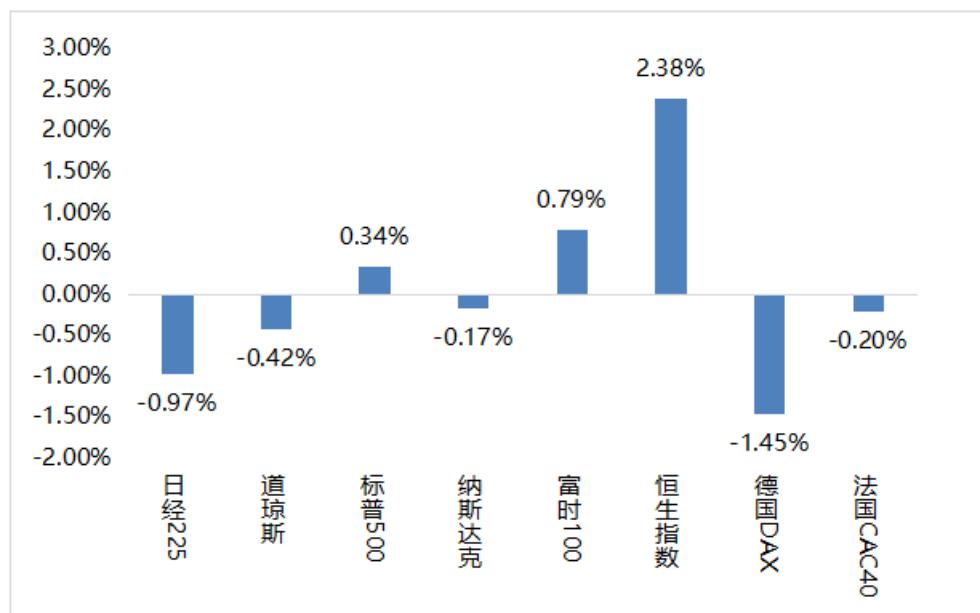


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌0.42%，标普500上涨0.34%，纳指下跌0.17%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.79%，德国下跌1.45%，法国下跌0.20%；亚太股市方面，日经指数下跌0.97%，恒生指数上涨2.38%。

图8：上周海外主要指数涨跌

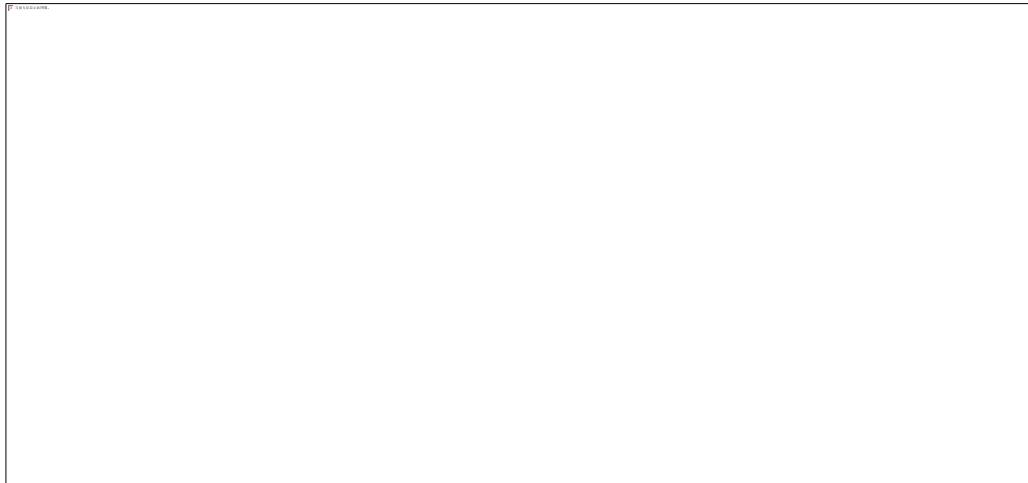


数据来源: Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作:** 上周央行进行 17615 亿元逆回购操作和 1500 亿元国库现金定存操作, 因有 11810 亿元逆回购及 2000 亿元 1 年期 MLF 到期, 整体上实现净投放 5305 亿元。

图 9: 上周公开市场操作情况



**政府债发行:** 本周国债计划发行 3270 亿元, 地方政府债计划发行 5797 亿元, 整体净缴款 3904 亿元。

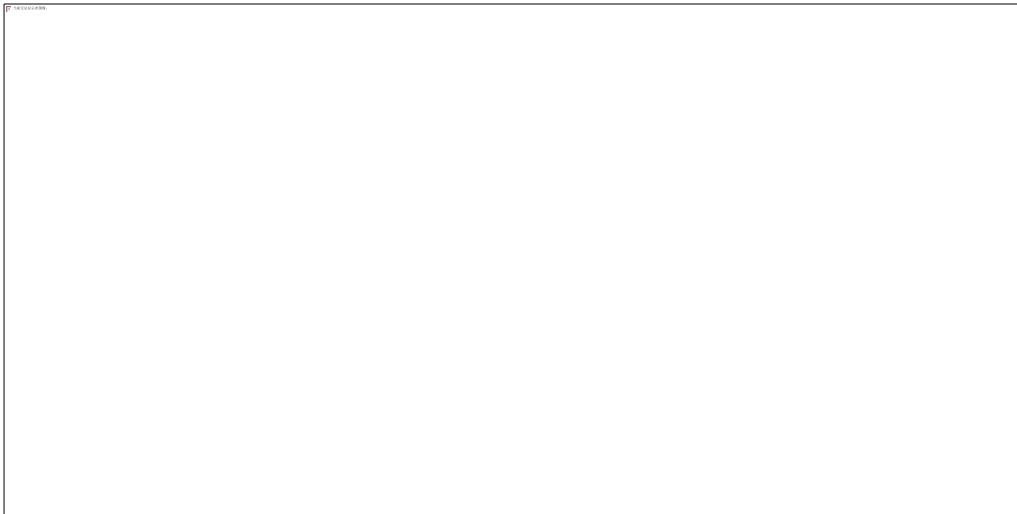
图 10: 2 月 2 日-2 月 6 日政府债发行缴款

单位: 亿元

	2 月 2 日		2 月 3 日		2 月 4 日		2 月 5 日		2 月 6 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	914	450	168	1300	59	0	3083	1520	1572
到期	0	779.51	0	0	731.5	0	1550	3	0	0
缴款	0	562	0	914	450	168	1300	59	0	3083
净缴款	-217		914		318		-194		3083	

**同业存单发行:** 本周 (2 月 2-6 日) 存单到期 1339 亿元, 到期压力显著降低。

图 11: 同业存单到期与发行

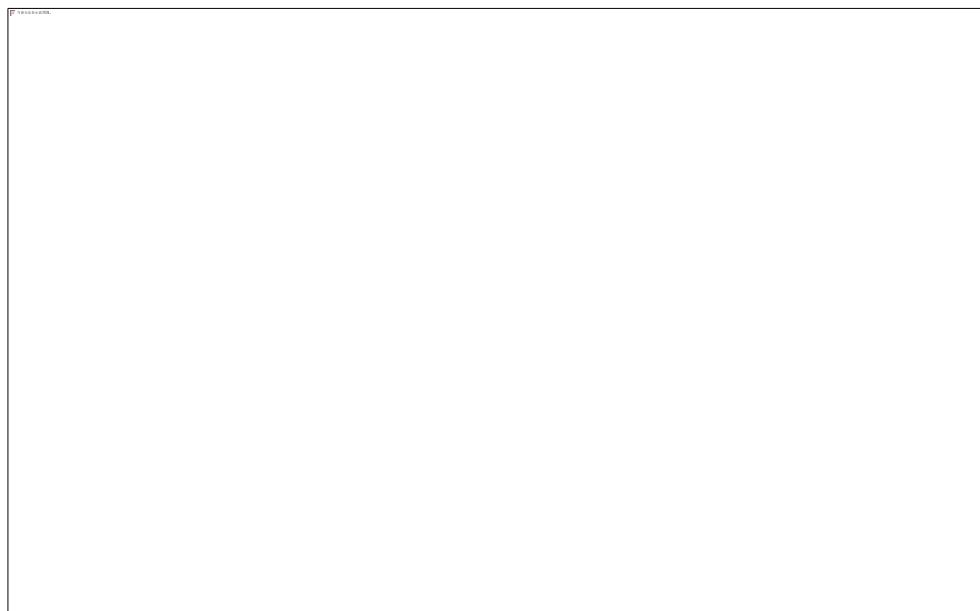


**回购市场：**上周月末时点，资金面整体均衡，跨月资金价格有所上行。由于上周为集中跨月的窗口期，大行净融出有所减少至5万亿以下，全周在4.8-4.9万亿附近，不过央行从周二开始公开市场每日实现净投放，加上前一周续作9000亿元的MLF，整体对资金面的呵护不减；总体而言，上周资金面总体平稳，价格上行，截至上周五，R001收于1.51%，较前一周上行4.32BP，R007收于1.64%，较前一周上行10.41BP。

**票据利率：**上周票据转贴市场周初跌后震荡，月末反弹。周初大行和中小行进场配置，价格下行，随着大行调整及卖方力量增强，票价波动；上周五早盘买盘情绪释放，长期价格下行，随卖盘出票占优，票价反弹，午后票价小幅震荡。

### （三）债券市场

图 12：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 1：中债国债期限利差（2026 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	10.15	17.47	23.51	17.11
环比	-3.89	0.05	0.18	-12.27

年初以来	-10.83	6.4	7.99	-13.29
2016年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016年以来平均值	24.63	15.31	18.60	46.26
2016年以来分位数	16.17%	66.03%	80.30%	18.55%

数据来源: Wind, 最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 2: 中债中短期票据信用利差 (2026 年 1 月 30 日)

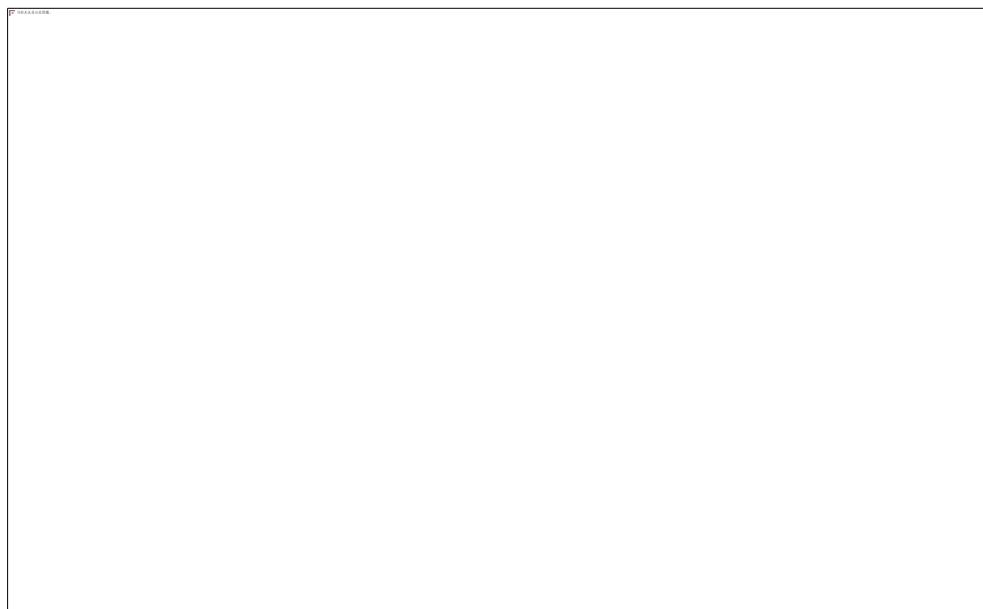
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	9.83	12.47	15.32	18.28	17.31
环比	0.21	1.93	0.83	-1.86	0.26
年初以来	-22.51	-22.76	-21.94	-15.36	-27.81
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	42.89	34.75	37.16	41.38	42.81
2016年以来分位数	1.70%	0.87%	1.66%	2.14%	1.51%

数据来源: Wind、鑫元基金, 最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中, 中债国债 1 年期收益率上行 1.80BP 至 1.2999, 3 年期下行 2.09BP 至 1.4014, 5 年期下行 2.04BP 至 1.5761, 10 年期下行 1.86BP 至 1.8112。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.21BP, 中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.93BP; 中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.83BP。

图 13: 上周美债各期限收益率涨跌幅 (BP)

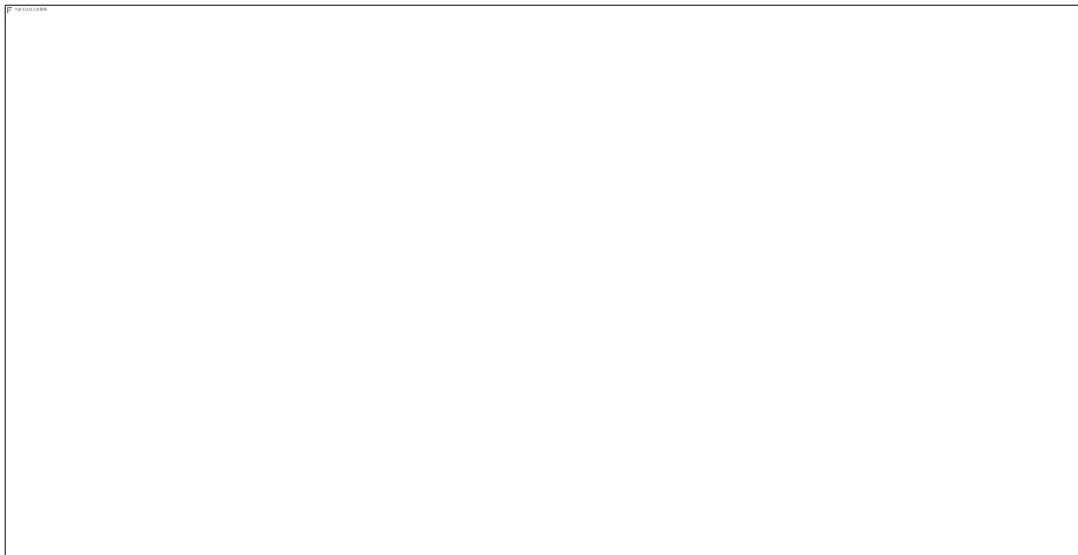


数据来源: Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率下行 5BP, 3 年期美债收益率下行 7BP,

10 年期美债收益率上行 2BP。

图 14：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

#### （四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.40%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价升值 0.36%，即期汇率升值 0.22%，离岸人民币汇率贬值 0.15%。

表 3：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	97.1152	6.9678	6.9486	6.9589
对照日期	97.5053	6.9929	6.9642	6.9487
涨跌	-0.40%	0.36%	0.22%	-0.15%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

### 四、市场展望及投资策略

#### （一）宏观展望

宏观方面，今年 1 月中国官方制造业 PMI 录得 49.3%，环比下降 0.8Pct，产需淡季叠加高基数效应共同导致制造业景气水平落入收缩区间。分项来看，生产指数下降 1.1% 至 50.6%，对 PMI 拖累 0.28 个百分点；新订单指数下降 1.6% 至 49.2%，对 PMI 拖累 0.48 个百分点。两

项价格指数环比均回升，其中出厂价格指数回升 1.7%至 50.6%，显示国内物价水平继续改善。2025 年广义财政收入累计同比-2.9%（年初预算值+0.2%），广义财政支出累计同比+3.7%（年初预算值+9.3%），收支两端均不及年初预算，支出增速低于名义 GDP 增速（4%），全年一般公共预算支出完成度仅为 96.8%，后续财政仍有加力空间。2025 年工业企业利润温和增长，去年下半年以来物价水平持续改善，外需韧性导致生产动能提升，推动企业利润增速见底回升。海外方面，美国总统特朗普正式提名前美联储理事凯文·沃什为下任美联储主席，引爆了贵金属数十年来最惨烈的抛售，上周五现货黄金日内跌幅曾接近 13%，现货白银盘中一度暴跌超 35%，创有纪录以来最大跌幅。市场将此次暴跌归因于投资者对美联储政策预期的急剧转变。与此同时，这场暴跌也暴露了贵金属市场的极度脆弱性。但美元信用下降、央行购金、全球流动性宽松、地缘博弈加剧等支撑贵金属长期走强的逻辑并未改变，市场在极度超买后的调整属于正常现象，在调整过后，贵金属仍有进一步上涨的空间。

## （二）权益市场展望和策略

A 股宽基指数多数下跌，仅沪深 300 微涨 0.08%、上证 50 上涨 1.13%，科创 50 跌幅最大达 2.85%。行业板块分化，石油石化、通信、煤炭领涨，国防军工、电力设备等领跌。估值方面，多数宽基指数估值超 50%，通信、石油石化等估值上行最多，电子、房地产等板块估值处于历史高位，非银金融、农林牧渔等处于低位。

资金面，杠杆资金加仓意愿大幅下降，1 月 30 日两融资金占比 4.59%，较此前显著回落，有色金属、非银金融、食品饮料为融资净买入前三行业。

海外方面，沃什获提名美联储主席，其政策主张或增强货币政策刚性、提升宏观波动率，26 年降息空间有限；美国 AI 巨头财报喜忧参半。国内 1 月制造业 PMI 降至 49.3。策略上，维持中性仓位，关注 AI 应用、国产 CPU 等弹性方向及建材、石油石化等行业，谨慎看待医药、银行等板块。

## （三）债券市场展望和策略

居民资产配置再平衡是当前国内股债主线，只要股市不言顶，赚钱效应就会不断驱动居民财富从债市流向股市，债市就难有趋势性行情。随着中美阶段性的关系缓和以及美联储预防性降息的落地，远端需求在大美丽法案的驱动下，宽松交易的大方向并没有发生变化。但当前国内股市上涨并非业绩驱动，而是宏观及产业叙事配合流动性宽松下的估值驱动行情，换句话而言，估值驱动的行情是有上边际的。但我们认为中期级别拉估值的行情并没有结束，一方面十五五规划落地后政策及产业叙事仍在，市场情绪易受消息面驱动上行；另一方面随

着过去 3 年发行的大量大额存单到期，国内资产强者恒强的特征非常明显，股市依然握有资金面的优势。

周末贵金属以及有色金属出现了暴跌行情，我们认为是前期上行速度过快下的超买行为，新联储主席上台触发了短线资金离场，在技术指标被击穿阈值后的资金踩踏。抛开技术面，从宏观的角度分析，我们认为流动性宽松的叙事并没有发生根本性的变化。市场反应剧烈的主要原因是新任联储主席 11 年担任联储理事时的“降息+缩表”的鹰派主张，但实际上近期他发言其实偏鸽且与特朗普私交密切，且市场本身对其缩表也有一定的预期。因此我们认为，这轮市场的调整更多的是流动性的利空落地，后续向上的驱动依然没有结束。美国较弱的就业数据继续支持 26 年降息次数向上博弈，美国以抢占资源为目的的行动以及弱美元的诉求使得美元指数难以反弹，因此我们认为宽松交易依然是资产配置的主线逻辑。国内市场短期面临监管降温措施，有色金属板块的调整压力预计继续带动市场盘整，但我们认为这并不能改变中长期趋势，也改变不了短期方向。对应到债市则缺乏明确单边驱动，但当前基本面边际转弱、央行呵护资金面宽松，但强调跨周期调节的情况下，债市仍“上有顶、下有底”，预计继续维持横盘震荡。

策略方面，近期监管释放权益市场降温信号，受此影响权益市场有所走弱，股债跷跷板对债市压制可能减弱。本次会议央行给定收益率新的合意区间为 1.8%-1.9%，节前或在此区间震荡运行，当前已回落至 1.81% 左右，接近区间下沿，预计收益率下行空间有限，把握波段机会。短端方面，受央行态度及操作影响，资金面整体均衡偏松，短端以政策利率为下限，目前短端收益博取赔率有限；长端方面，央行给定 1.8%-1.9% 新的合意区间，在给定区间上下限的约束下，当前点位后续下行空间有限，没有仓位的可考虑配置一定的底仓等待驱动。

**风险提示：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。