



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货研究报告-- 宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

发布时间：**2026年01月26日**

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

市场综述

最近一周，资本市场在特朗普的TACO中剧烈波动，走势再次出现分化。海外，特朗普一度威胁要对支持格陵兰的8个欧洲国家加征关税，并引发美股大跌，但他没过几天又突然宣布取消加征关税，市场随即收复大部分失地。同时，周内日元的反复引发市场对政府干预汇市的预期，汇市巨震波及股市和贵金属市场，恐慌指数VIX小幅收涨，日元先贬后升美元大幅下挫，美日股市承压，金银联袂飙涨再创历史新高，人民币走升，A股延续回调分化，BDI指数大幅上扬。大宗商品分化加剧，金银联袂飙涨再创历史新高，有色有所式微小幅回调，能源转涨带动化工板块的强势，黑色系弱势依旧拖累商品表现，农产品涨跌互现。

国内债市悉数反弹，股指涨跌互现走势分化，商品大类板块整体强势延续分化；股市延续上周回调分化的特征，成长型风格表现明显强于价值型，中证500与1000双双收涨，沪深300与上证50则收跌；国内商品大类板块整体强势延续分化，Wind商品指数周度涨跌幅10.07%，10个商品大类板块指数中6个收涨4个收跌。具体商品大类表现来看，贵金属强势依旧，有色转跌，能源反弹支撑化工大幅上扬，油脂油料与谷物、软商品小涨，其他板块悉数收跌，煤焦钢矿与非金属建材跌幅居前。

期市资金面来看，商品期货市场资金整体明显流入；资金流入板块上，有色、化工和贵金属板块最为明显；资金流出的板块有多个，农副产品板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

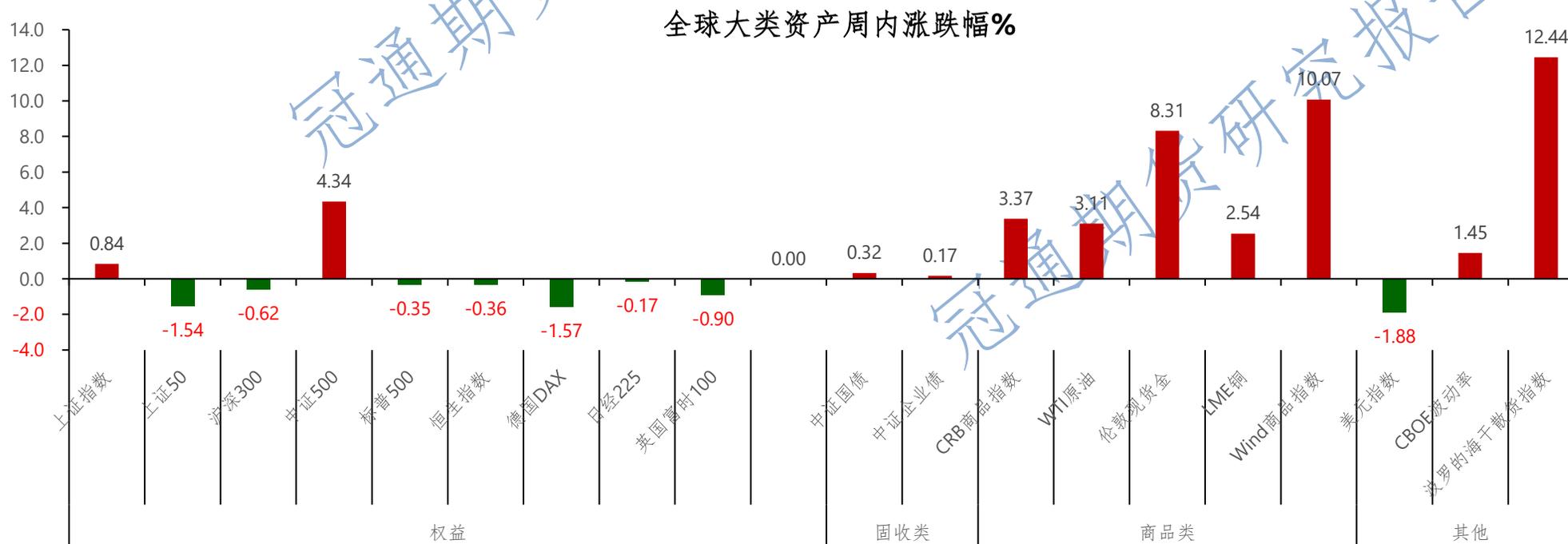
商品波动率来看，国际CRB商品指数的波动率下降，国内的Wind商品指数波动率上扬，但南华商品指数的波动率下降；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，煤焦钢矿和谷物板块降波明显，化工和油脂油料板块的升波引人注目。

CME的FedWatch工具显示：美联储1月降息预期概率保持不变，维持利率不变在3.5-3.75%的预期概率为95.4%，与上周持平；而降息25bp到3.25-3.5%的预期概率则维持在4.6%。对于2026年，市场预期仍旧有1-2次左右的降息空间。

未来一周，市场焦点将重新回到宏观经济、货币政策与企业财报上，其中，美联储议息会议预计将成为最大看点。市场普遍预计，美联储将在美东时间周三公布利率决议时，将联邦基金利率目标区间维持在3.50% - 3.75%不变。投资者关注的焦点将集中在反对票数量以及随附声明与评论内容上，以评估未来进一步降息的时间点和节奏。数据显示，美国货币市场目前已完全计入7月份降息25个基点的预期，同时年底前再次降息的概率也不低。最后，日本汇市仍将是市场关注的焦点，关键在于“美日联合干预”的力度，以及干预后日本央行是否会跟进紧缩政策。

大类资产

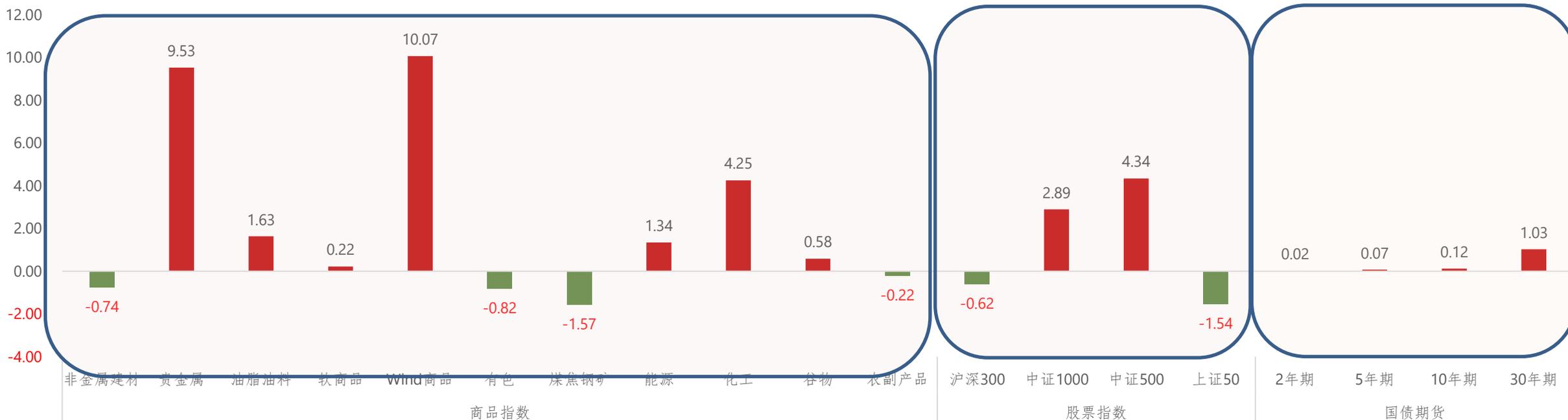
最近一周，资本市场在特朗普的TACO中剧烈波动，走势再次出现分化。海外，特朗普一度威胁要对支持格陵兰的8个欧洲国家加征关税，并引发美股大跌，但他没过几天又突然宣布取消加征关税，市场随即收复大部分失地。同时，周内日元的反复引发市场对政府干预汇市的预期，汇市巨震波及股市和贵金属市场，恐慌指数VIX小幅收涨，日元先贬后升美元大幅下挫，美日股市承压，金银联袂飙涨再创历史新高，人民币走升，A股延续回调分化，BDI指数大幅上扬。大宗商品分化加剧，金银联袂飙涨再创历史新高，有色有所式微小幅回调，能源转涨带动化工板块的强势，黑色系弱势依旧拖累商品表现，农产品涨跌互现。



板块速递

- 国内债市悉数反弹,股指涨跌互现走势分化,商品大类板块整体强势延续分化;
- 股市延续上周回调分化的特征,成长型风格表现明显强于价值型,中证500与1000双双收涨,沪深300与上证50则收跌;
- 国内商品大类板块整体强势延续分化, Wind商品指数周度涨跌幅10.07%, 10个商品大类板块指数中6个收涨4个收跌。具体商品大类表现来看,贵金属强势依旧,有色转跌,能源反弹支撑化工大幅上扬,油脂油料与谷物、软商品小涨,其他板块悉数收跌,煤焦钢矿与非金属建材跌幅居前。

上周期市板块涨跌幅



注:数据均来源于Wind、冠通研究

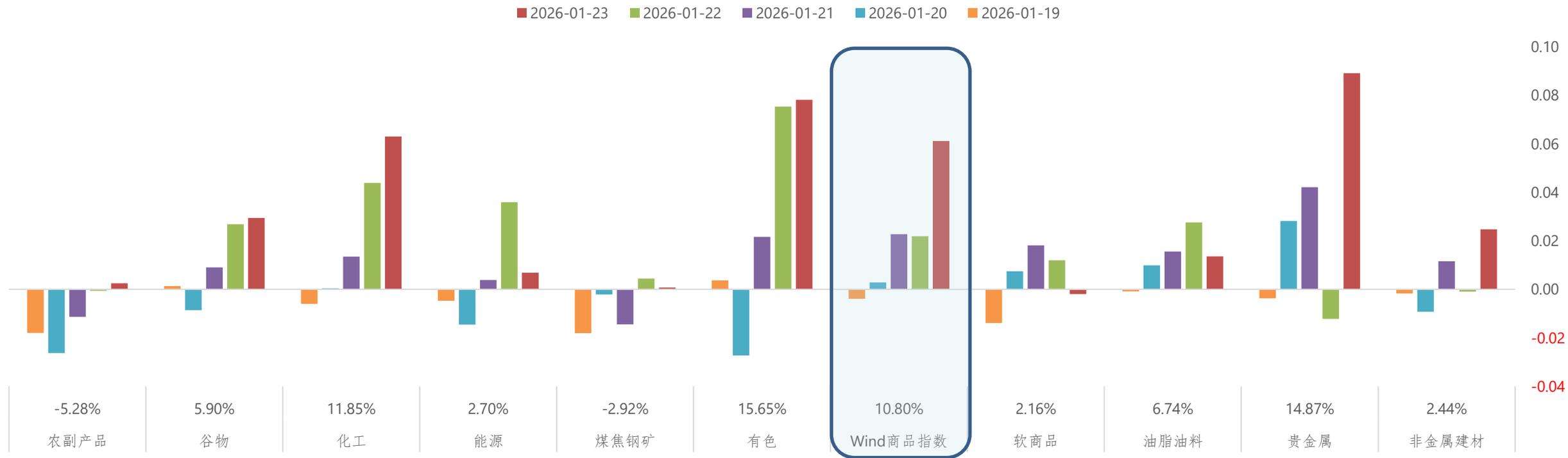
资金流向

上周，商品期货市场资金整体明显流入；

资金流入板块上，有色、化工和贵金属板块最为明显；

资金流出的板块有多个，农副产品板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

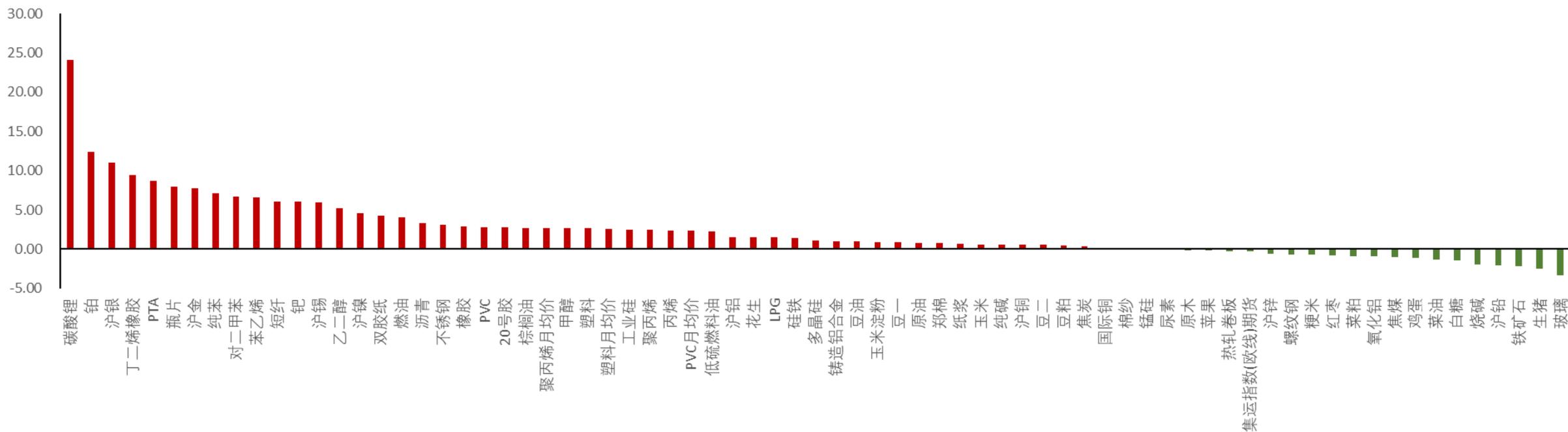


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

最近一周,国内主要商品期货多数收涨,从商品期货具体品种指数表现来看,上涨居前的商品期货品种为**碳酸锂、铂与沪银**;跌幅居前的商品期货品种为**玻璃、生猪和铁矿石**。

上周商品期货品种涨跌幅 (%)

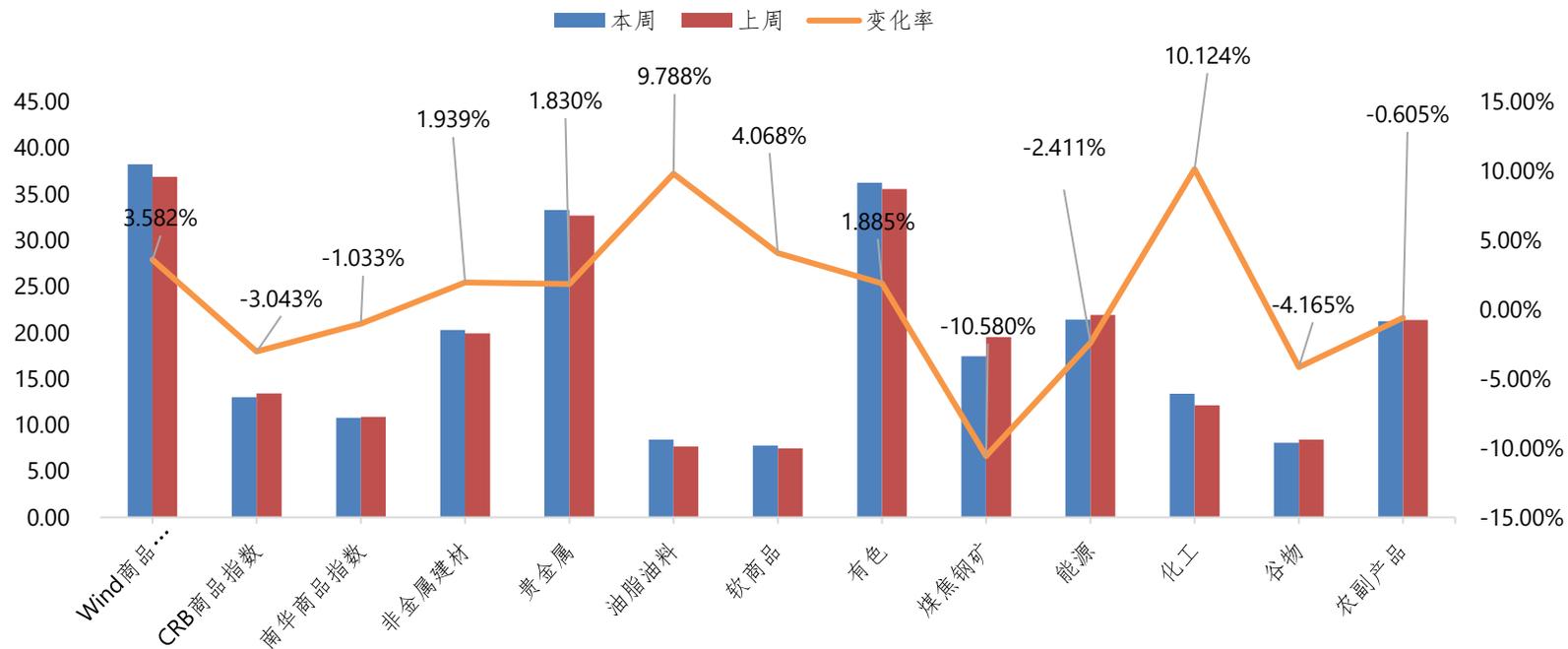


注:数据均来源于Wind、冠通研究

波动特征

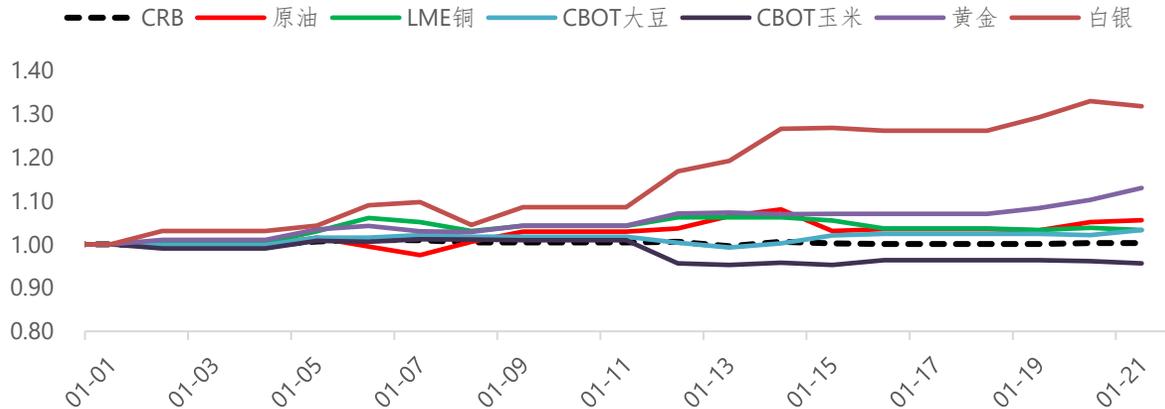
上周，国际CRB商品指数的波动率下降，国内的Wind商品指数波动率上扬，但南华商品指数的波动率下降；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，煤焦钢矿和谷物板块降波明显，化工和油脂油料板块的升波引人注目。

近一周商品指数波动率变动

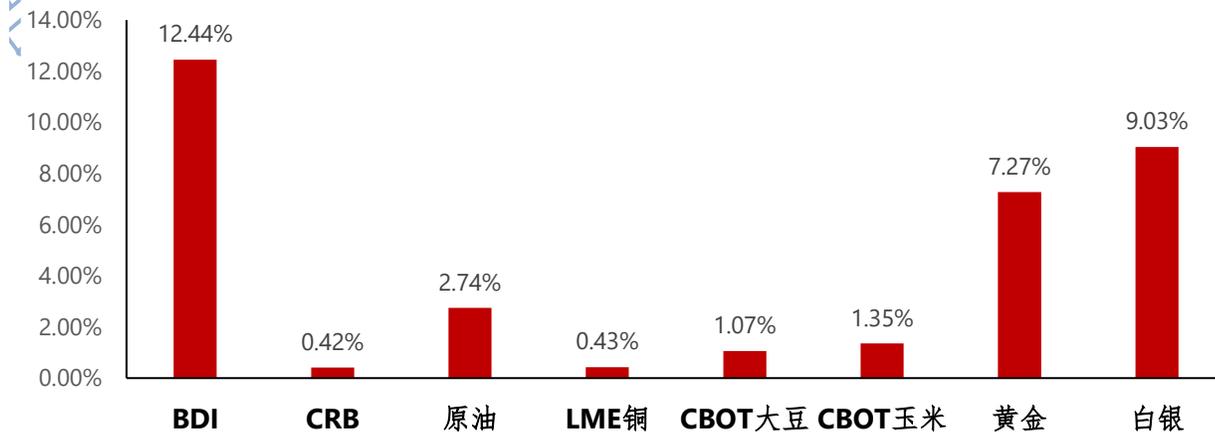


数据追踪——国际主要商品悉数收涨, BDI大涨, CRB小涨, 大豆玉米小涨, 铜油联袂涨, 金银飙升, 金银比不断创新低

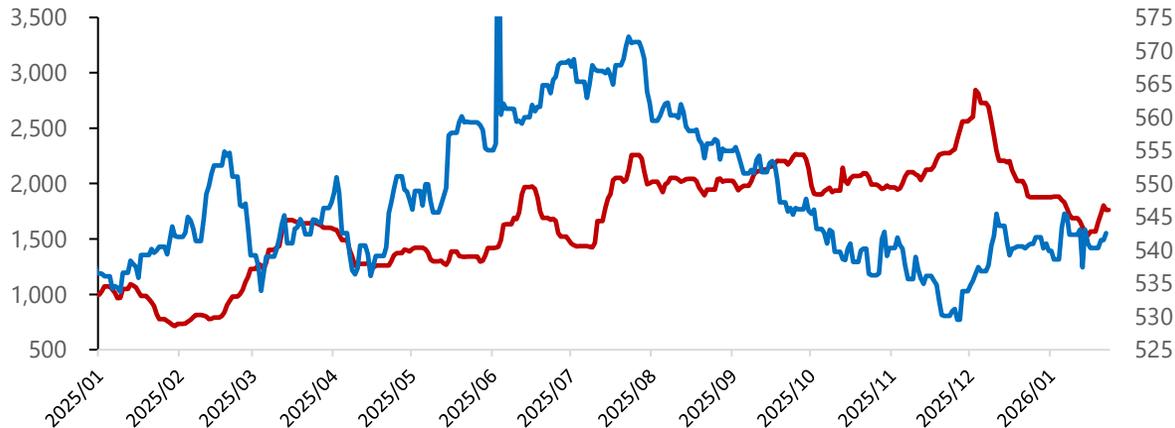
国际主要大宗商品2026年内收益表现



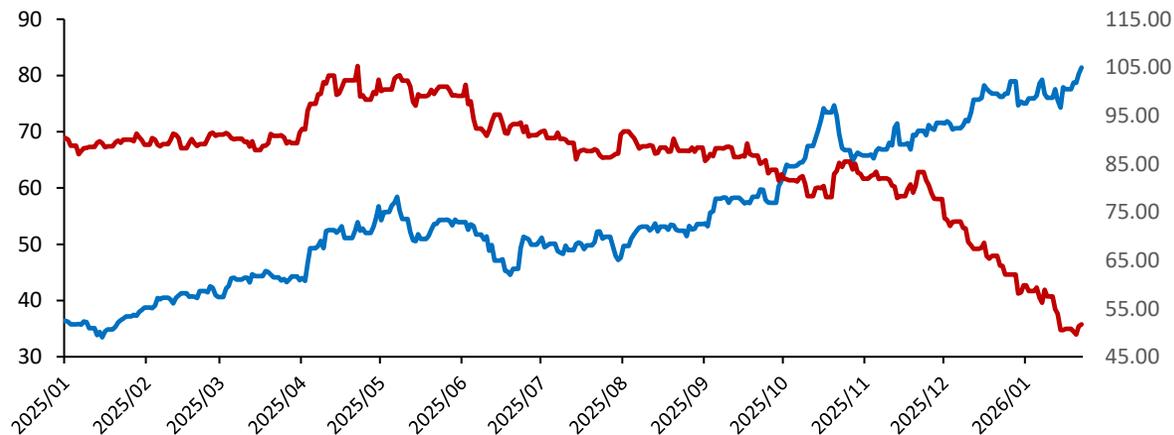
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴



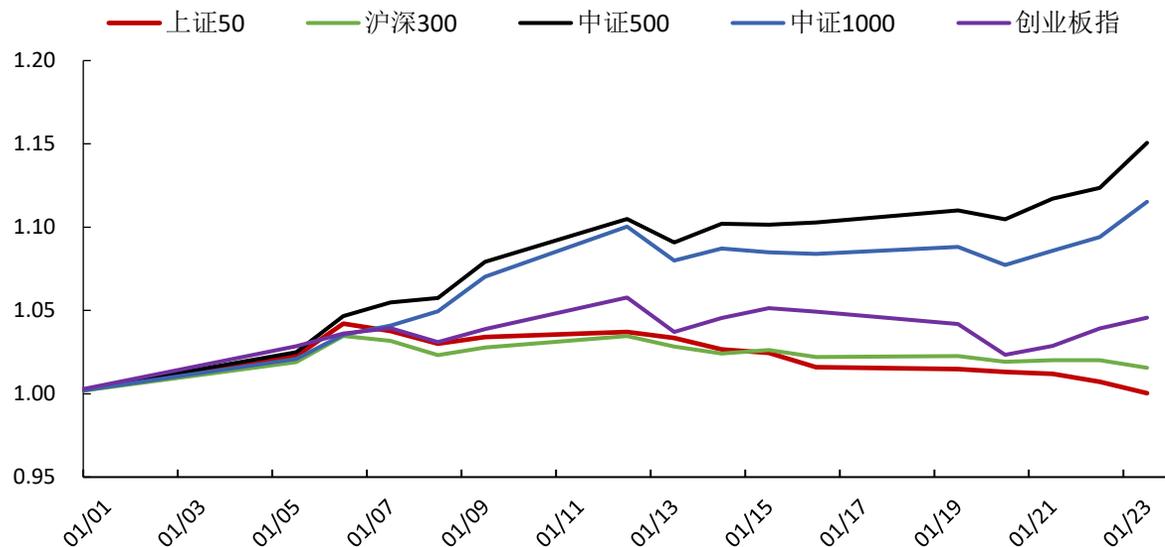
金油比 金银比:右轴



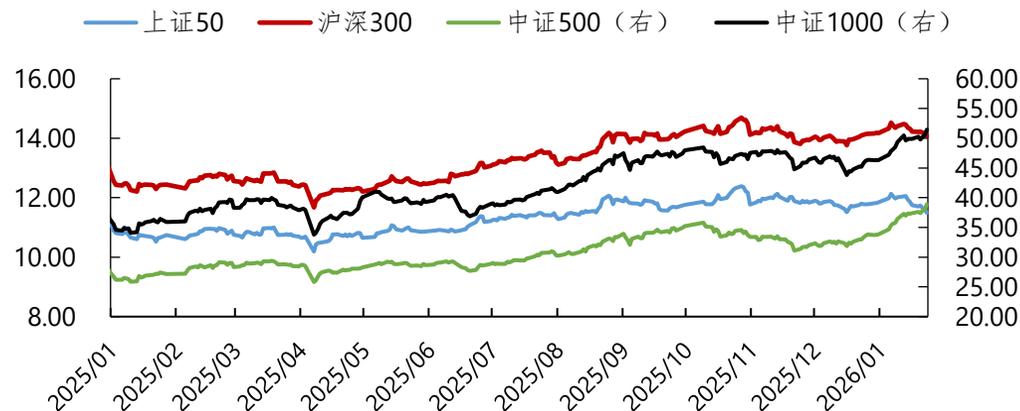
宏观逻辑—股指延续回调分化，估值变动劈叉，风险溢价ERP处于近一年低位

- 上一周，国内四大股指延续回调分化，风格上看，成长股表现较强劲，价值型股指承压收跌；
- 股指的估值变动劈叉，风险溢价ERP处于近一年低位。

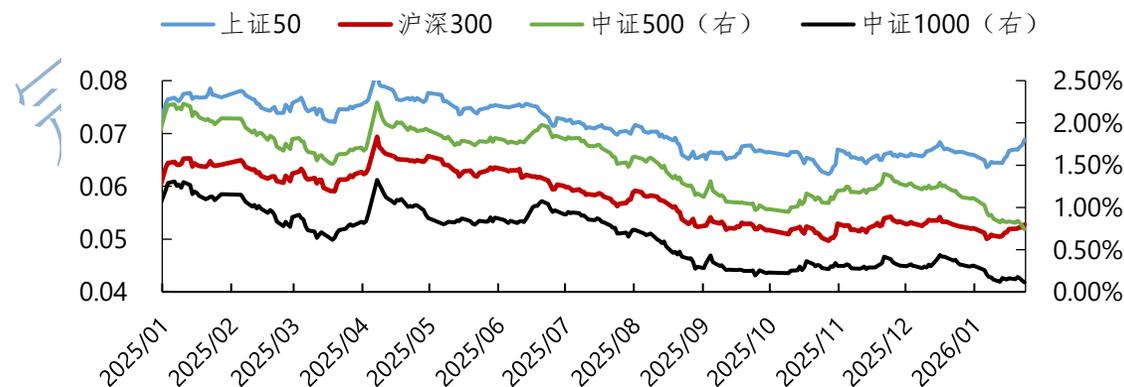
股票指数2026年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

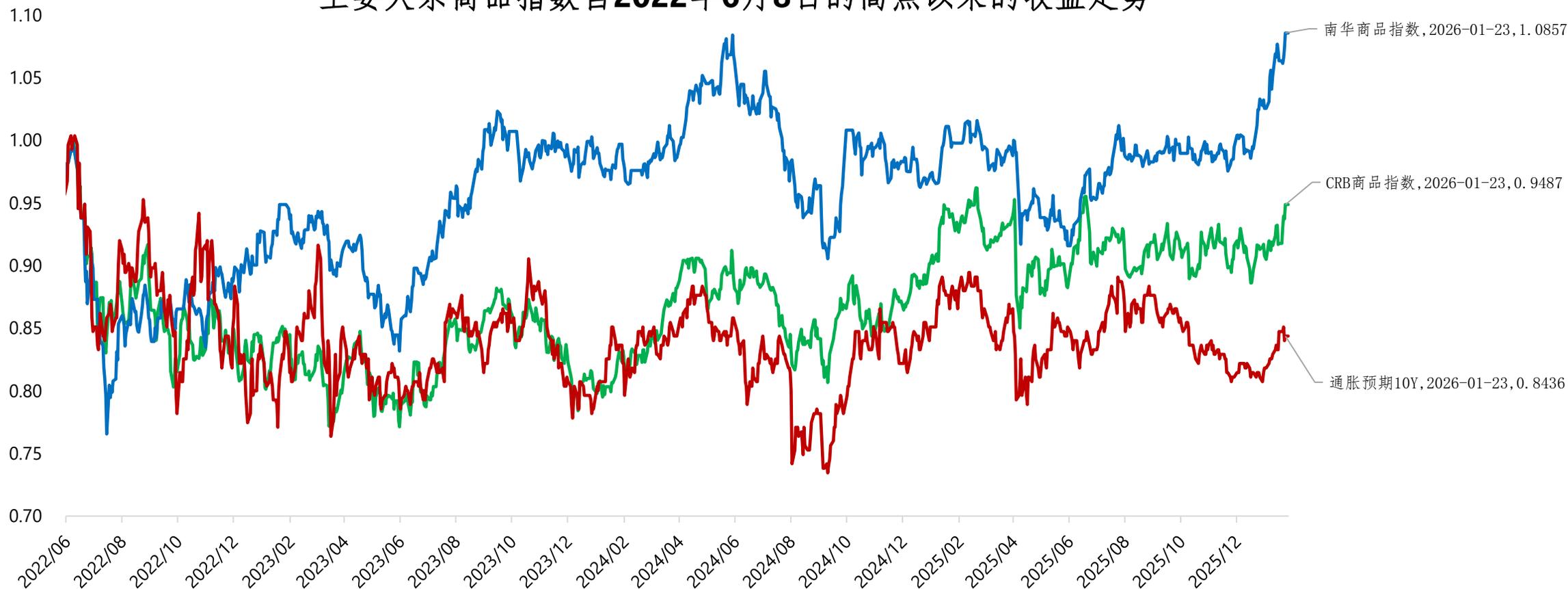


主要股指风险溢价



宏观逻辑—大宗商品价格指数强势上扬，通胀预期强劲反弹

主要大宗商品指数自**2022年6月8日**的高点以来的收益走势



股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市震荡回落，商品走势强劲，商品-股票收益差整体回升；
- 从商品的内外强弱风格来看，南华商品指数与CRB商品指数双双上扬，国内定价商品相对偏弱，国际定价商品表现强劲，内外商品期货收益差变动不大。

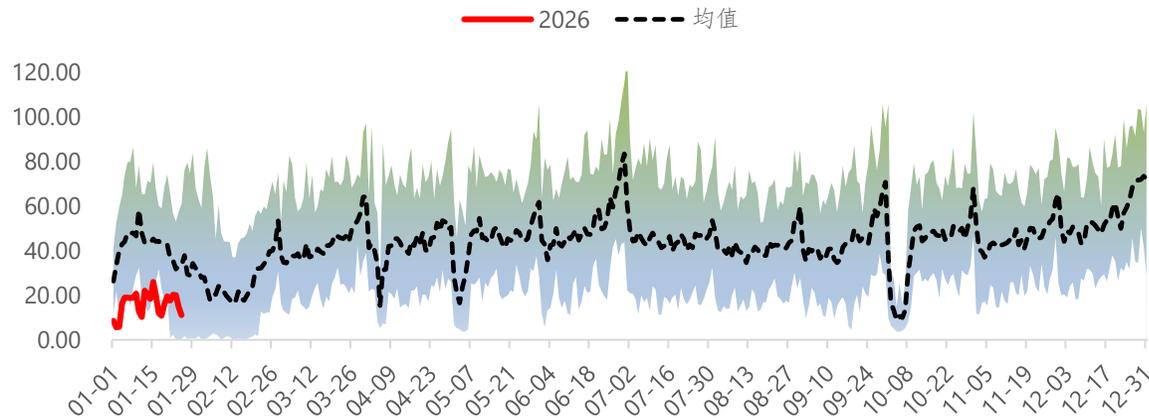


数据追踪——沥青开工率低位运行,地产销售疲弱依旧,运价分化加剧,短期资金利率震荡抬升

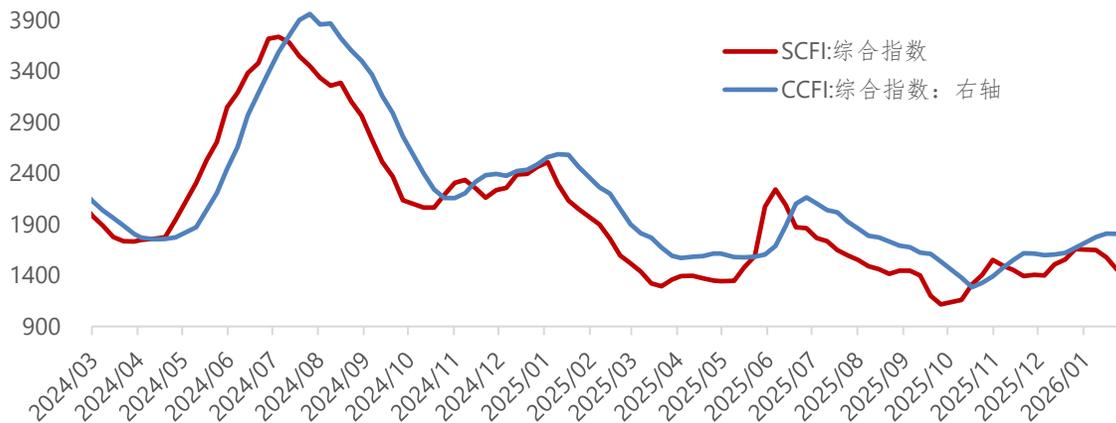
— 开工率:石油沥青装置



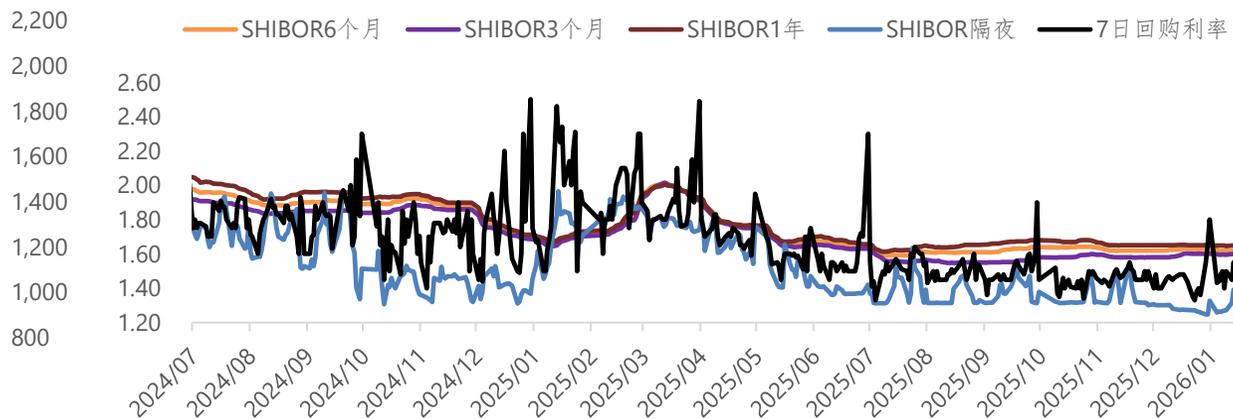
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位:万平方米)



国内出口运价指数



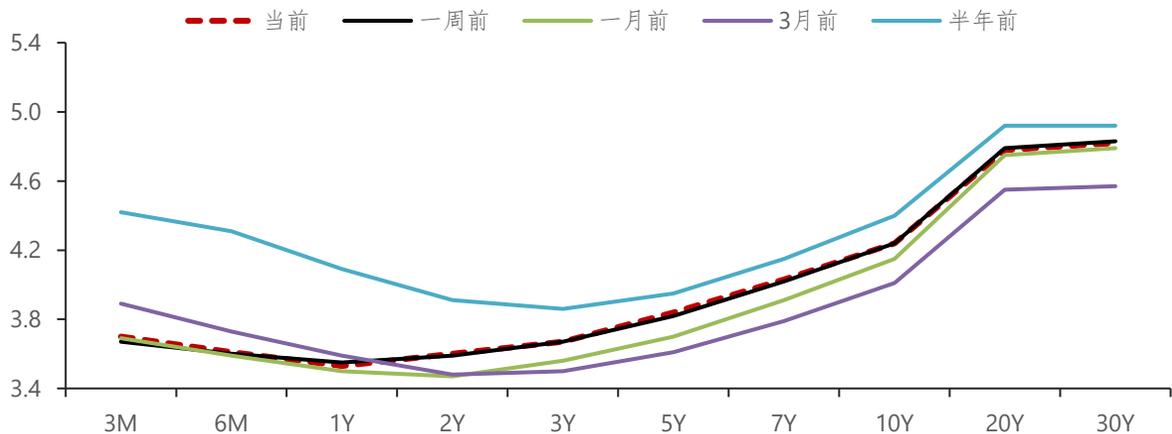
国内货币市场资金利率



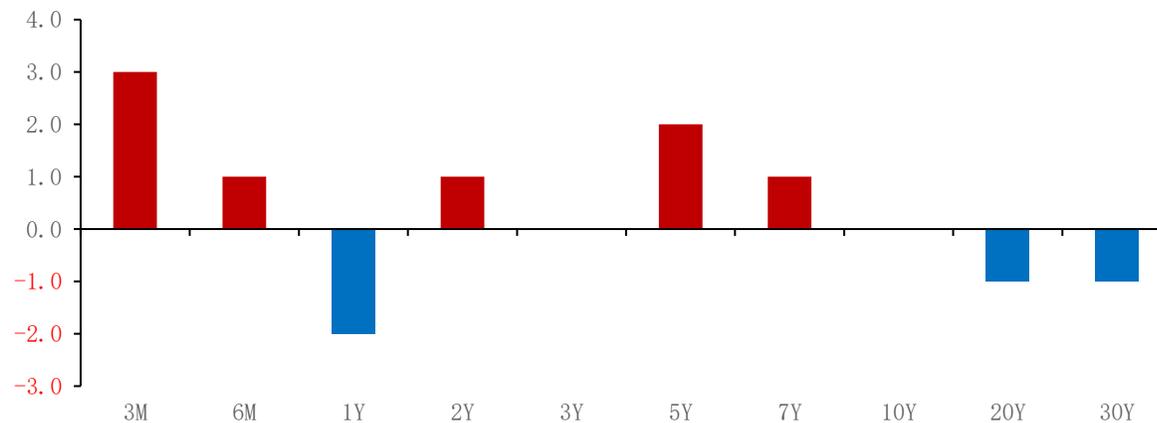
注:数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率涨跌互现,期限变动不大,期限利差窄幅震荡,实际利率承压,金价强势再创新高

美国国债收益率曲线%



美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %



美债实际收益率与金价



注:数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——美债利率走高,中美利差回落,通胀预期抬升,金融条件宽松,美元指数走低,人民币强势走升

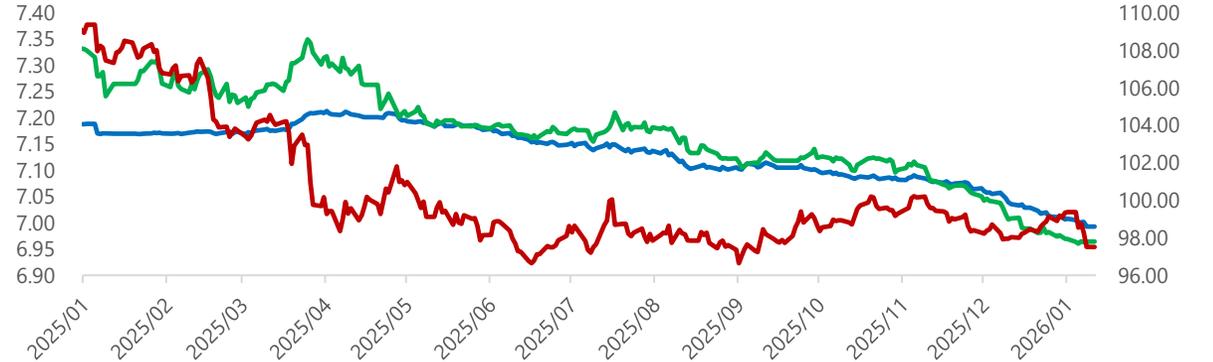
中美利差 (10Y) %

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



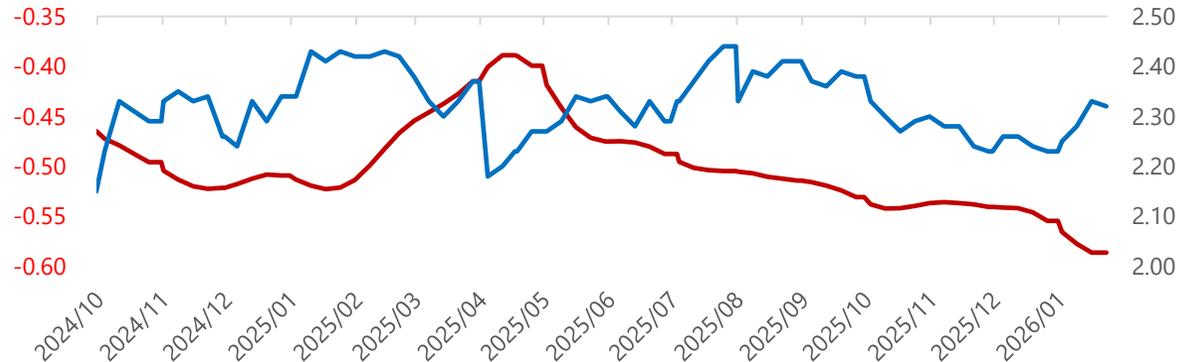
美元指数与人民币汇率

— 中国:中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



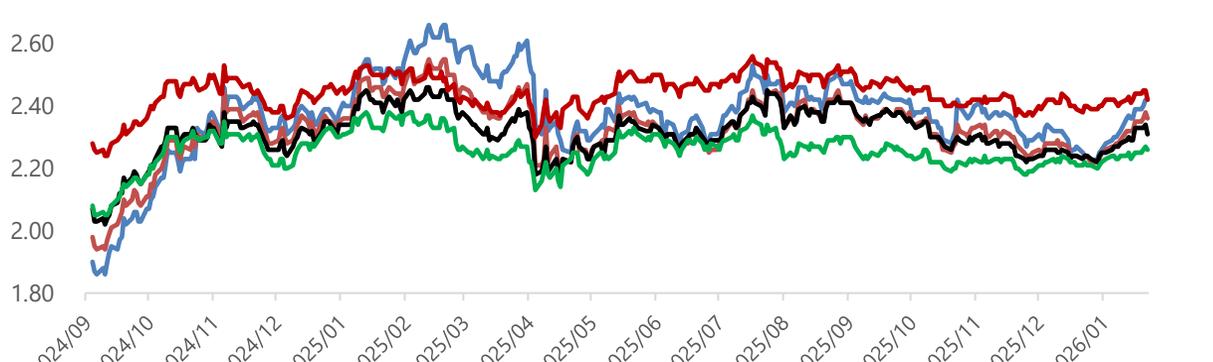
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



美国国债隐含通胀预期近期走势图%

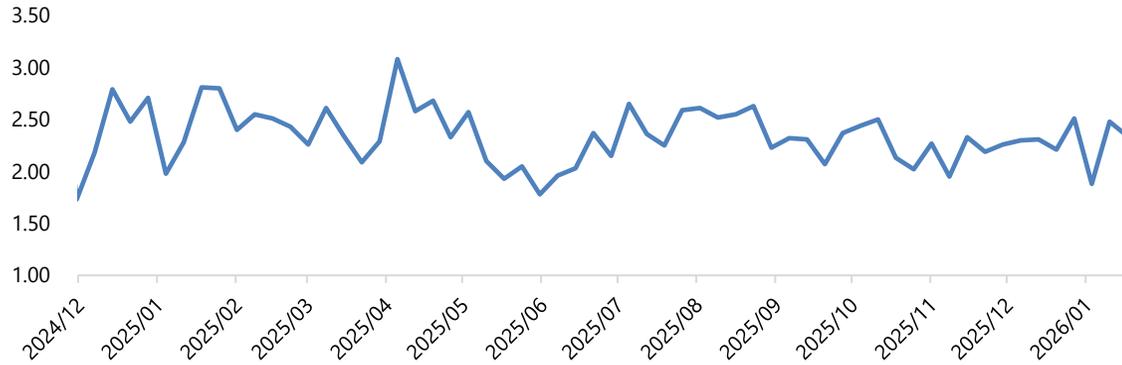
— 通胀预期:5年 — 通胀预期:7年 — 通胀预期:10年 — 通胀预期:20年 — 通胀预期:30年



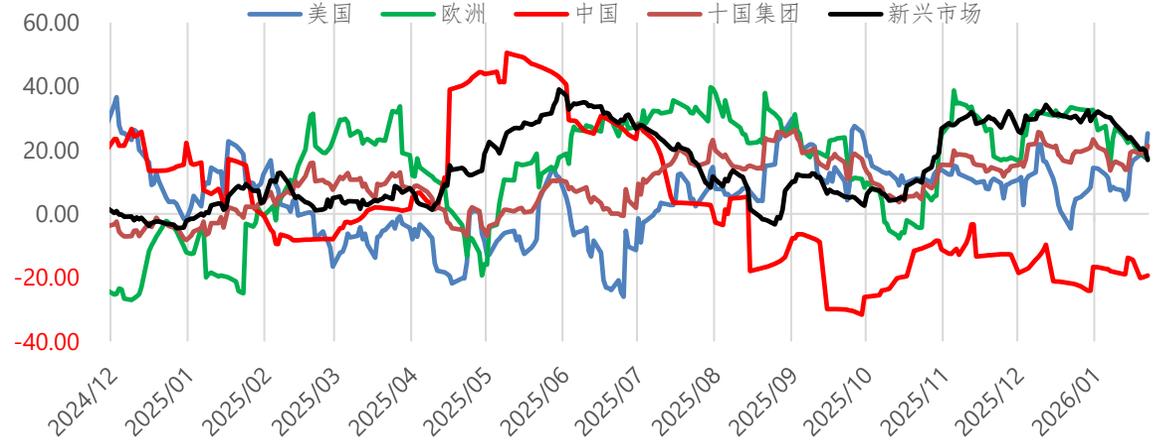
注:数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美国高频“衰退指标”强劲，花旗经济意外指数回升，美债利差10Y-3M大幅走扩后窄幅波动。

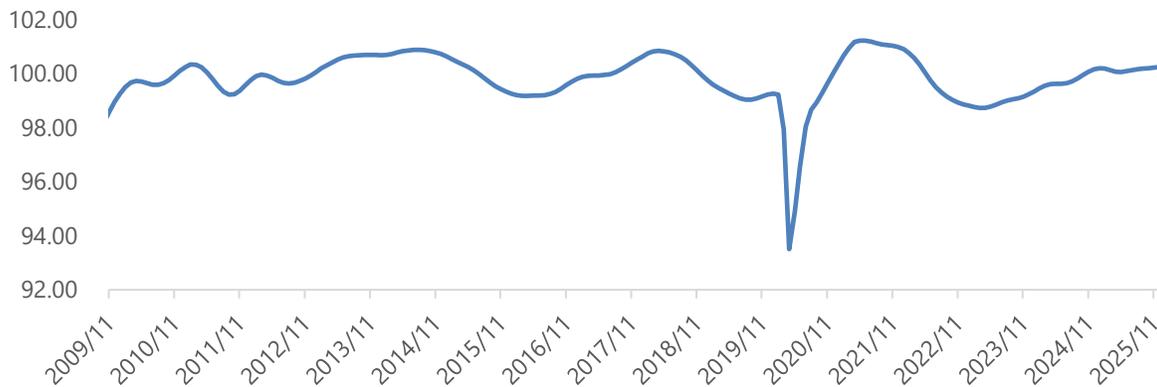
美国:周度经济指数走势图



花旗经济意外指数(%)



OECD综合领先指标:美国



美债10Y-3M利差走势图



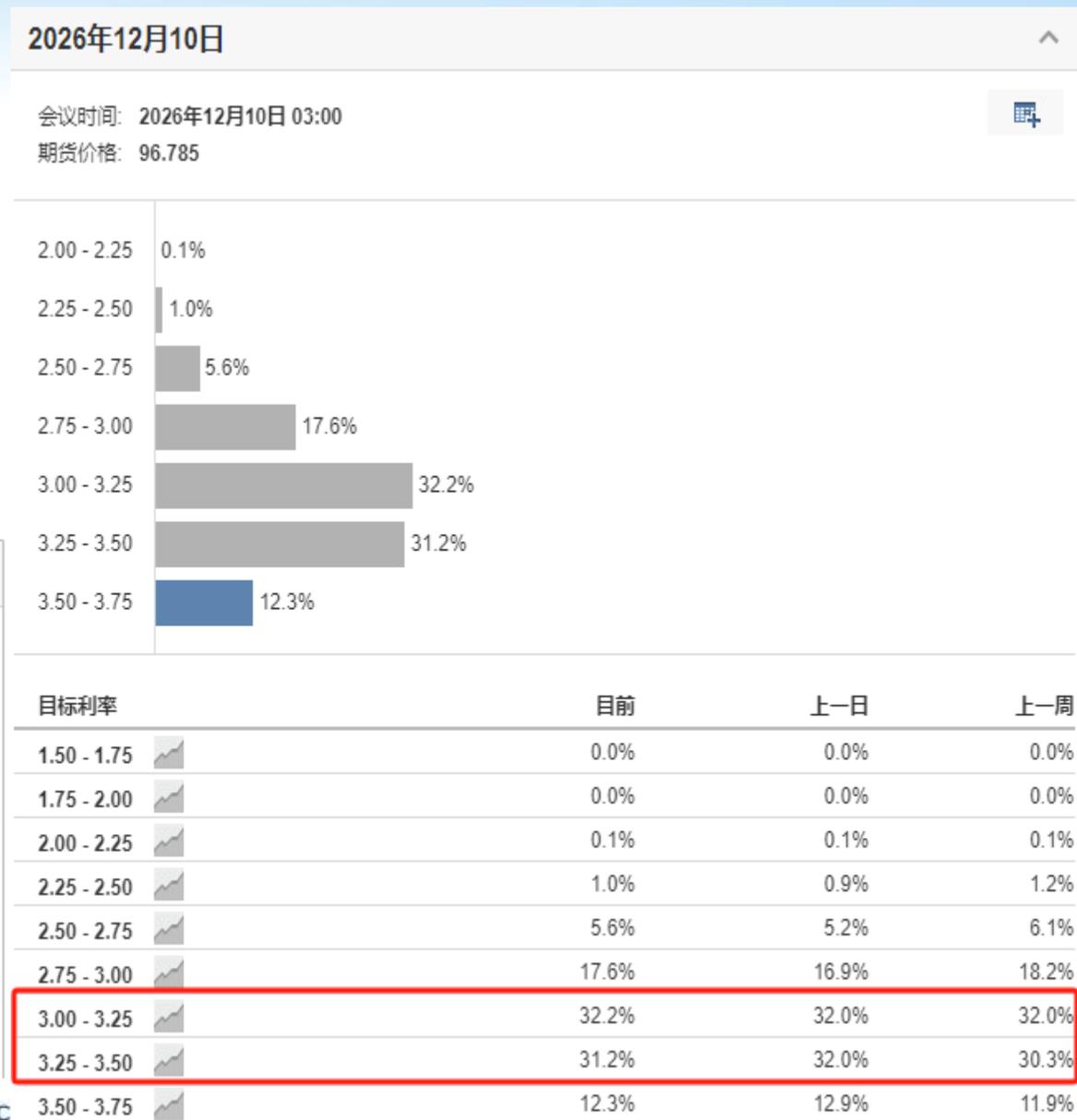
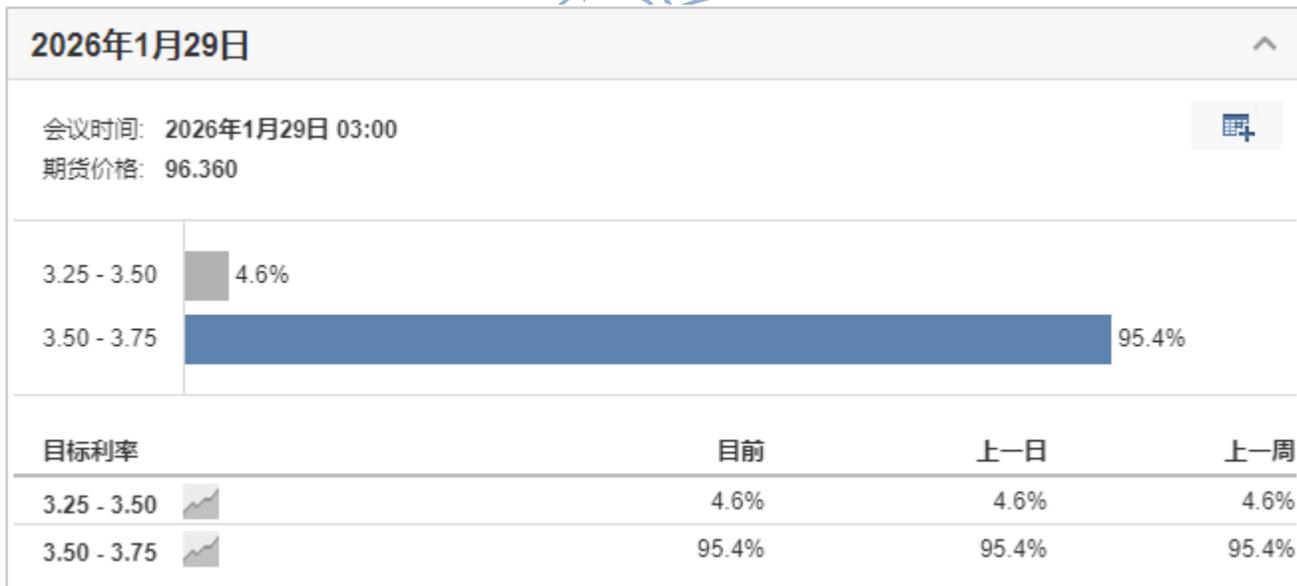
注:数据均来源于Wind、冠通研究

美联储降息预期: 1月大概率维持利率不变

CME的FedWatch工具显示:

美联储1月降息预期概率保持不变,维持利率不变在3.5-3.75%的预期概率为95.4%,与上周持平;而降息25bp到3.25-3.5%的预期概率则维持在4.6%。

对于2026年,市场预期仍旧有1-2次左右的降息空间。



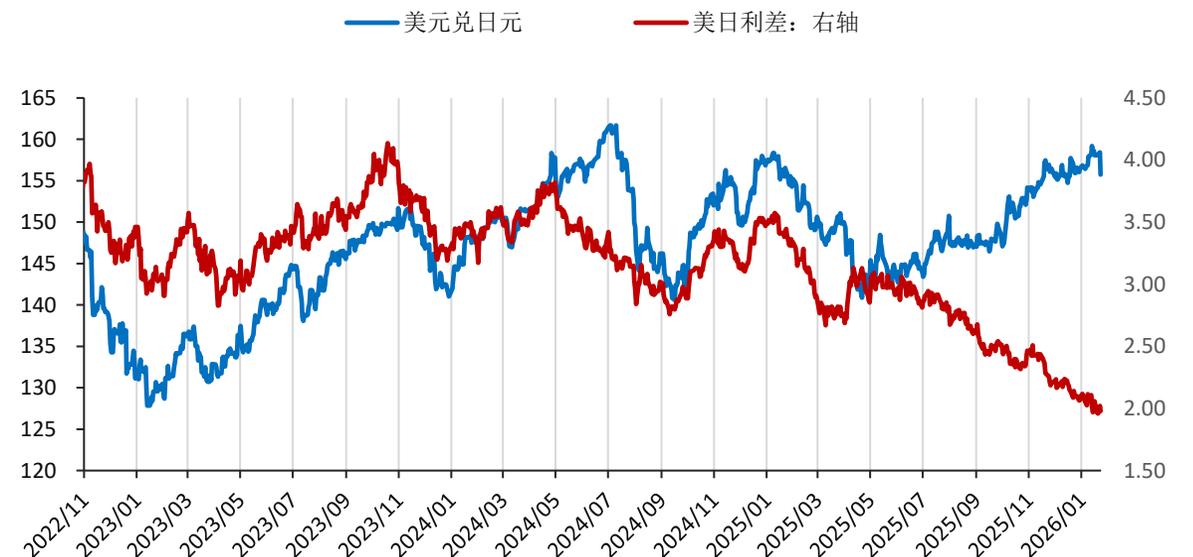
日央行维持利率不变，日元一度大幅走贬兵临160

北京1月23日电 日本央行宣布维持基准利率于0.75%不变，符合市场普遍预期。该决定以8比1的投票结果通过，审议委员高田创投下唯一反对票，主张将短期利率目标上调至1.0%，理由是价格稳定目标已基本实现，且海外经济处于复苏阶段，物价面临上行风险。日本央行在政策声明中指出，当前借贷成本处于三十年来最高水平，决策层需密切观察2025年12月加息对经济与物价的实际影响。

近日，日本首相高市早苗日前宣布暂停对食品征收消费税，并计划提前举行大选，引发金融市场波动。分析机构指出，日本央行当前处境微妙，既需通过政策信号抑制日元空头，又须避免因财政扩张预期加剧债券市场动荡。

日元日内在日本央行政策会议后再次走软，在行长植田和男的新闻发布会期间承受更多看跌压力，因其言论并未如市场预期般展现强硬立场。美元兑日元一度升至约159.22，随后快速跌至157.34。

日元与美日利差走势图



市场预期日美联合干预汇市, 叠加地缘风险, 全球资本市场进入避险模式

全球市场周一开盘即遭遇剧烈波动, 地缘政治风险、美国财政僵局以及汇市干预威胁共同引发了激烈的避险交易。市场行情显示出极度的避险特征。随着投资者对主权债券和法定货币的信心动摇, 资金大举涌入贵金属市场。现货黄金日内涨超1%, 报5037美元/盎司; 现货白银一度突破106美元/盎司, 日内涨幅近3%。汇市方面, 日元则在干预预期下强势反弹。美元指数一度下跌0.52%。美元兑日元受干预预期影响, 一度重挫0.89%至154.32, 目前交投于154.77附近。与此同时, 风险资产承压, 日经指数期货盘初下跌2.6%。纳指期货盘初跌超1%, 标普500指数期货下跌0.75%。这一轮市场动荡背后的核心逻辑在于美国总统特朗普重塑国际关系的举措、对美联储独立性的持续攻击, 以及美国政府月底关门风险的陡增, 正在重塑投资者的资产配置逻辑。市场不仅在定价地缘政治风险, 更在交易“货币贬值”预期, 导致资金从传统的美元和美债资产中撤离。与此同时, 汇率市场的博弈进入白热化阶段。日本政府对日元贬值的容忍度已降至冰点, 而美联储的罕见动作暗示美国可能默许甚至协助日本进行汇率干预。这种潜在的政策协同效应正在逼退日元空头, 成为短期内主导汇市的关键变量。



近期日元大幅波动关键原因总结

时间	关键事件	市场反应/汇率影响
1月10日-19日	媒体曝出首相高市早苗拟解散众议院, 并于19日正式宣布于23日解散。	市场对日本激进财政政策的担忧加剧, 日元承压贬值。
1月14日	市场抛售日债, 10年期国债收益率升至1999年以来高点。	美元兑日元一度下探至 159.45。
1月16日	日本财务大臣片山皋月进行口头干预, 警告将采取“一切可能手段”抑制日元贬值。	对投机情绪产生初步震慑, 但贬值趋势未根本扭转。
1月23日上午	日本央行宣布维持基准利率在0.75%不变-4; 行长植田和男新闻发布会未就日元疲软发表强硬言论。	市场对日本央行鹰派立场失望, 美元兑日元升至 159.20 上方。
1月23日下午	市场出现剧烈波动, 期初市场怀疑日本财务省进行“汇率测试”, 随后, 交易员报告纽约联储致电金融机构询问汇率, 市场预期日美联合干预日本汇市。	美元兑日元上演大逆转, 盘中两度拉升, 美元兑日元一度重挫约1.75%, 刷新去年12月24日以来低位至155.63, 美元重挫, 美股下跌, 金银价格飙升齐创历史新高。

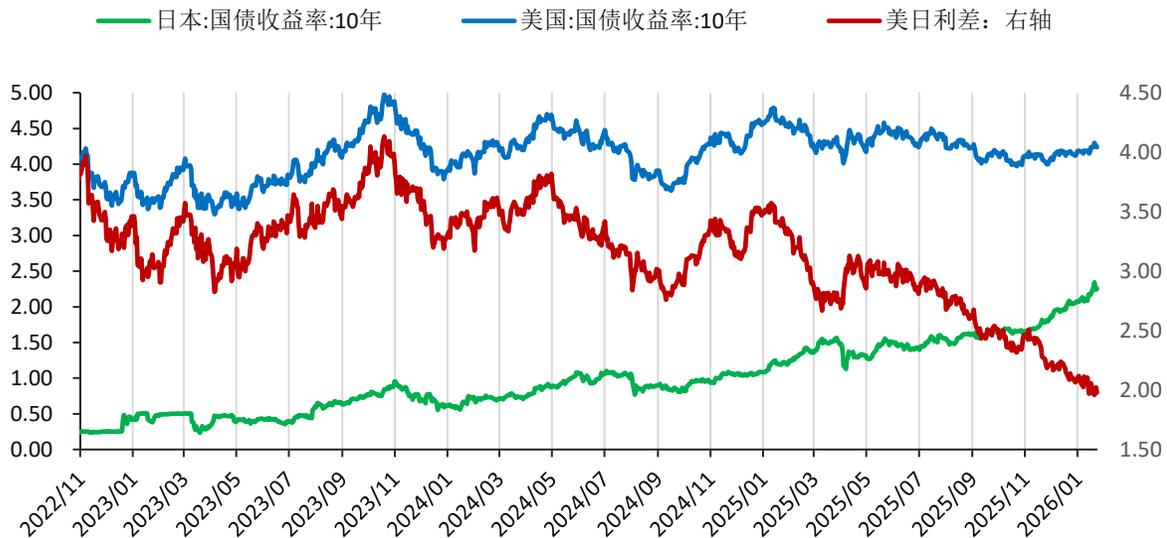
“日美联合干预汇市”的预期所造成的宏观逻辑转变

当前,日元波动已升级为一场围绕全球金融稳定的“协同行动”,短期走势由美日当局,尤其是美国的干预决心主导,但长期趋势仍取决于日本能否解决自身的财政与货币政策困境。

之前的市场逻辑是日本央行和财务省的“国内政策博弈”,而纽约联储代表美国财政部进行“汇率询价”,这一罕见举动被市场普遍解读为美国为联合干预“开绿灯”。这意味着干预级别与威慑力剧增:若真联合行动,将动用美元资金,力度远超日本单独干预;同时美国意图是关键——美国态度转变,主要担心日本国债崩盘会外溢,冲击美国国债市场的稳定,推高全球利率。

未来路径取决于以下两个层面的进展:1、联合干预是否落地:若真干预:日元将获强力支撑,但效果能否持久,仍要看后续日本政策;若仅口头警告:市场失望或导致日元回吐涨幅,再次测试160,可能迫使日本单独行动。2、日本国内根本问题:干预只能治标。市场仍紧盯2月8日大选结果及其揭示的财政政策路径,这是影响日元长期信心的根本。

日本、美国10年期国债收益率与美日利差走势图%



数据来源: Wind 冠通研究

“日美联合干预汇市”的预期所造成的宏观逻辑转变

维度	之前的逻辑	当前/新的逻辑
核心驱动	日本财政担忧 vs. 日本央行政策	美日联合干预预期 vs. 日本财政担忧
汇率关键位	160是心理关口	160成为明确的“政策红线”
市场焦点	日本央行何时加息	美日当局会否“真金白银”出手
直接影响	日元空头试探	触发大规模空头回补,日元暴涨

日元剧烈波动对大类资产的影响

长期作为全球廉价融资货币的日元，被大量借入并兑换成美元、欧元等，投资于全球高收益资产。一旦日元因干预或央行政策而快速、大幅升值，将引发以下连锁反应：
日元剧烈升值 → 全球日元套利交易被迫平仓 → 抛售海外资产、换回日元 → 全球市场流动性收紧与资产价格动荡。

资产类别	主要影响逻辑	影响方向
全球债市	套利资金抛售美债等核心持仓，以偿还日元借款。	利空（债券价格跌、收益率升）
全球股市	流动性收紧叠加债券收益率上升，打压估值，尤其冲击高估值板块。	利空（成长股压力更大）
外汇市场	直接干预或紧缩预期支撑日元；套利平仓减少其他货币需求。	日元走强，美元承压
避险资产（如黄金）	市场动荡与潜在美元走弱，共同形成支撑。	利好
大宗商品	美元定价支撑与全球需求预期受挫相互博弈。	震荡分化

日元的剧烈波动（特别是快速升值）已成为一个全球性系统风险变量，其影响远超出外汇市场本身。未来关键在于“美日联合干预”的力度，以及干预后日本央行是否会跟进紧缩政策，这两点将决定上述传导效应的范围和持续时间。

本周关注

- 周一（1月26日）：美国11月耐用品订单月率、德国1月IFO商业景气指数、美国1月达拉斯联储商业活动指数
- 周二（1月27日）：美国11月FHFA房价指数月率、美国11月S&P/CS20座大城市未季调房价指数年率、美国1月谘商会消费者信心指数、美国1月里奇蒙德联储制造业指数
- 周三（1月28日）：加拿大央行公布利率决议和货币政策报告、澳大利亚12月未季调CPI、德国2月Gfk消费者信心指数
- 周四（1月29日）：美联储FOMC公布利率决议、美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会、欧元区1月经济景气指数、美国11月贸易帐、巴西央行公布利率决议
- 周五（1月30日）：欧元区第四季度GDP年率初值、法国第四季度GDP、美国12月PPI、美国1月芝加哥PMI

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

注:本报告中宏观经济资讯与资本市场信息，来源于国家统计局、万得资讯、华尔街见闻、财联社、美联储、IMF等机构与财经媒体。

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢