



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《假期消费温和增长，文旅消费多元扩容》 - 2026.01.05

宏观观点

海外宏观周报：降息或先行，缩表存约束

● 核心观点：

上周五，美国总统特朗普提名凯文·沃什担任下一任美联储主席。沃什曾于2006-2011年担任美联储理事，八年前曾接受特朗普总统面试，与鲍威尔角逐美联储主席职位，但最终未能当选。任职美联储理事期间，沃什整体立场偏鹰，并对美联储过度扩张资产负债表持批评态度，但于近期转向支持特朗普的关税政策及加快降息立场。市场将其政策倾向概括为“降息+缩表”。提名消息公布后，美元阶段性走强，贵金属在多头获利了结下显著回落。

当前 FOMC 政策决议由 12 名成员投票形成。根据《联邦储备法》，FOMC 主席由委员会成员自行选举产生，理论上可以与美联储主席并非同一人，尽管这一情形在历史上尚未出现。主席在决策机制中仅拥有一票，政策需获得多数支持方可通过。

历史上亦曾出现主席并非压倒性主导的情形。例如，1963 年 5 月，时任主席马丁仅以 6-5 的微弱优势赢下政策表决；1986 年，沃尔克在关于贴现率调整的理事会表决中亦曾被多数否决。更多的掣肘通常并不体现在最终投票阶段，而是在会前内部沟通与协商中出现。因此，美联储主席的政策空间受到委员之间共识的影响，通常而言也需要符合当前经济运行的状态。

在当前背景下，新增就业动能趋弱，流动性环境边际收紧（2025 年 11 月 SOFR-ONRRP 息差上升曾引发风险资产调整），若此时推进缩表，可能加剧金融条件收紧与资产价格波动。从宏观约束条件看，相较于缩表，降息路径在沃什正式上任后更具现实可行性，而资产负债表收缩节奏或需要更审慎的安排。

● 风险提示：

若通胀大幅超预期，或就业表现重新走强、推升工资增速，将导致美联储降息节奏推迟或幅度受限。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国初请失业金人数 (万人)	4
图表 2: 美国续请失业金人数 (万人)	4
图表 3: 美国 FHFA 房价指数增速 (%)	5
图表 4: 美国标普/CS 房价指数 (20 个大中城市) 增速 (%)	5
图表 5: 美国 PPI 与核心 PPI 增速 (%)	5
图表 6: 本周重要数据与事件	6
图表 7: 市场定价年内 2 次降息	10

1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周五，美国总统特朗普提名前美联储理事凯文·沃什担任下一任美联储主席。这一提名还需获得参议院批准。在美联储任职期间，沃什持鹰派货币政策立场，并对美联储过度扩张资产负债表持批评态度，但近年来转向支持特朗普的关税政策及加快降息立场。

美联储 2026 年 1 月议息会议维持政策利率不变，符合市场预期。美联储理事米兰·沃勒投下反对票，他们主张应降息 25 个基点。对于未来的货币政策路径，鲍威尔暗示降息周期仍未结束，但已接近尾声。

经济数据方面，美国续请失业金人数呈现下降趋势，反映出就业市场有所企稳。FHFA 房价指数和标普/CS 20 个大中城市房价指数均出现止跌企稳，反映降息政策对利率敏感部门起到了积极的支撑作用。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



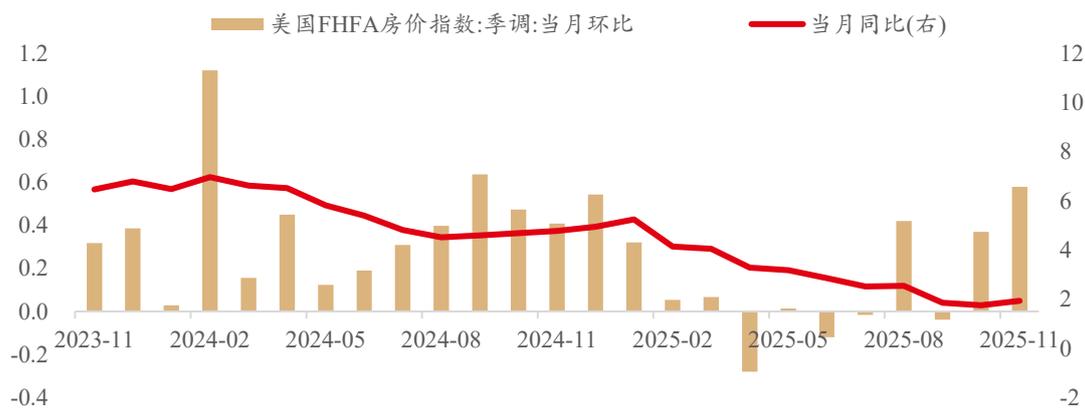
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



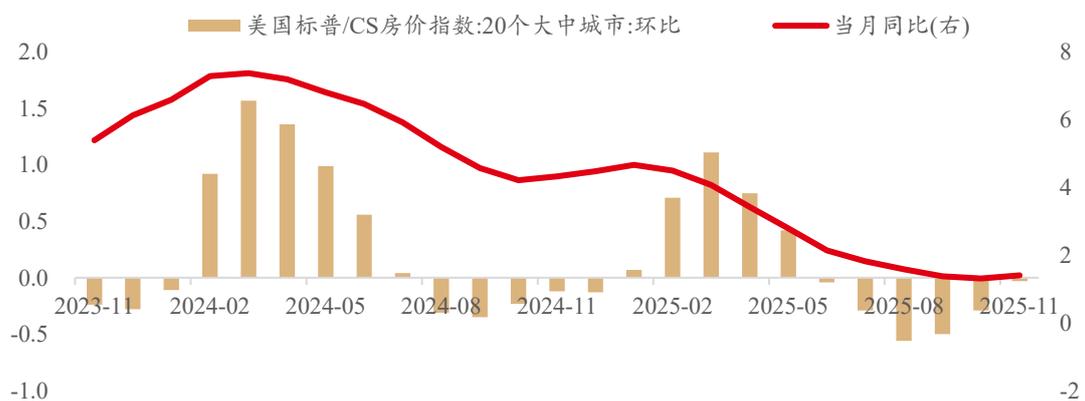
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国 FHFA 房价指数增速 (%)



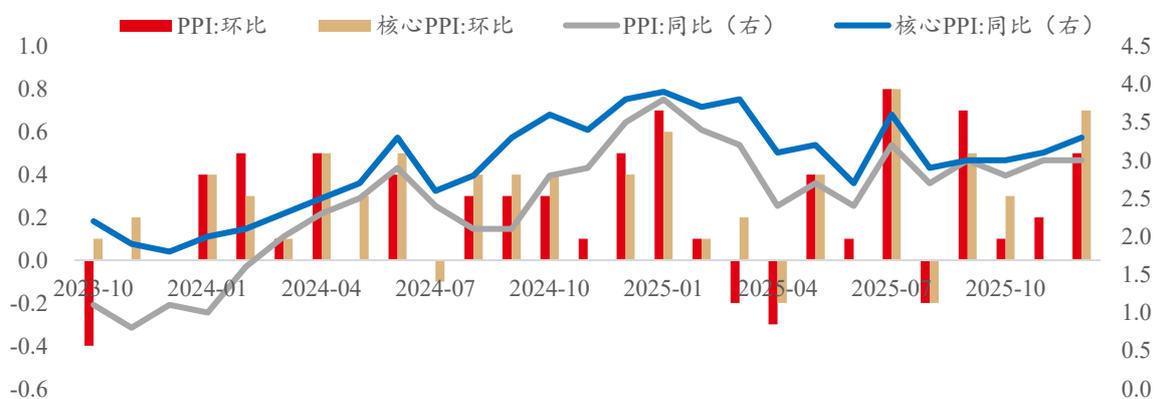
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国标普/CS 房价指数 (20 个大中城市) 增速 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国 PPI 与核心 PPI 增速 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表6: 本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2026/2/2 16:50		法国 1 月制造业 PMI 终值	51	
2026/2/2 16:55		德国 1 月制造业 PMI 终值	48.7	
2026/2/2 17:00		欧元区 1 月制造业 PMI 终值	49.4	49.4
2026/2/2 17:30		英国 1 月制造业 PMI 终值	51.6	
2026/2/2 22:45		美国 1 月标普全球制造业 PMI 终值	51.9	
2026/2/2 23:00		美国 1 月 ISM 制造业 PMI	47.9	48.3
2026/2/2 7:50	日本央行公布 1 月货币政策会议审议委员意见摘要			
2026/2/3 1:30	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话			
2026/2/3 15:45		法国 1 月 CPI 月率初值	0.10%	
2026/2/3 23:00		美国 12 月 JOLTs 职位空缺(万人)	714.6	
2026/2/3 22:40	美联储理事鲍曼发表讲话			
2026/2/4 16:50		法国 1 月服务业 PMI 终值	47.9	
2026/2/4 16:55		德国 1 月服务业 PMI 终值	53.3	
2026/2/4 17:00		欧元区 1 月服务业 PMI 终值	51.9	51.9
2026/2/4 17:30		英国 1 月服务业 PMI 终值	54.3	54.2
2026/2/4 18:00		欧元区 1 月 CPI 年率初值	1.90%	
2026/2/4 18:00		欧元区 1 月 CPI 月率初值	0.20%	
2026/2/4 18:00		欧元区 12 月 PPI 月率	0.50%	
2026/2/4 21:15		美国 1 月 ADP 就业人数(万人)	4.1	4.5
2026/2/4 22:45		美国 1 月标普全球服务业 PMI 终值	52.5	
2026/2/4 23:00		美国 1 月 ISM 非制造业 PMI	54.4	53.3
2026/2/5 20:30		美国 1 月挑战者企业裁员人数(万人)	3.5553	
2026/2/5 21:30		美国至 1 月 31 日当周初请失业金人数(万人)	20.9	
2026/2/5 23:00		美国 1 月全球供应链压力指数	0.51	
2026/2/5 20:00	英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告			
2026/2/5 20:30	英国央行行长贝利召开货币政策新闻发布会			
2026/2/5 21:15	欧洲央行公布利率决议			

2026/2/5 21:45	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会			
2026/2/5 23:50	2027年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克参加有关货币政策的对话与问答环节			
2026/2/6 21:30	美国1月失业率	4.40%	4.40%	
2026/2/6 21:30	美国1月季调后非农就业人口(万人)	5	7	
2026/2/6 21:30	美国1月平均每小时工资年率	3.80%		
2026/2/6 21:30	美国1月平均每小时工资月率	0.30%	0.30%	
2026/2/6 21:30	美国2025年非农就业基准变动终值(未季调)(万人)	-91.1		
2026/2/6 23:00	美国2月一年期通胀率预期初值	4.00%		
2026/2/6 23:00	美国2月密歇根大学消费者信心指数初值	56.4	55	

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. FOMC:

上周美联储在 FOMC 上决定维持利率不变，这是去年 9 月以来首次暂停降息。声明整体略微偏鹰，美联储表示经济增长稳固，失业率已出现一些企稳迹象。委员们以 10-2 的投票比例通过此次的利率决定，两票反对票来自美联储理事米兰和沃勒，他们支持降息 25 个基点。

鲍威尔表示，美国经济根基稳固，通胀略高于目标，但主要由关税推动，就业市场逐步走软，失业率企稳。总体而言，经济比 12 月的预测更为强劲。通胀表现大致符合预期。关税很可能是一次性价格上涨，通胀超调的大部分来自关税，而非需求。很难判断通胀和就业哪种风险更大，只是认为两者都已减弱。

对于未来的货币政策路径，鲍威尔暗示降息周期仍未结束，但已接近尾声。他表示没人预计下次会议会加息。当前政策立场适宜，利率水平可能接近中性，也可能略偏紧缩。

2. 美联储理事沃勒:

沃勒在会议上投下反对票，支持降息 25 个基点，因为当前政策仍在过度抑制经济活动。通胀因关税而上升，但鉴于通胀预期已稳定，货币政策应忽略这些影响。沃勒对就业增长持相当怀疑态度，听说多家公司计划在 2026 年进行裁员，就业面临大幅恶化的重大风险。预计去年疲弱的就业数据将被下调，以反映 2025 年就业几乎零增长。货币政策应更接近中性水平，中性水平可能在 3% 左右，而目前利率区间为 3.50% - 3.75%。

3. 亚特兰大主席博斯蒂克:

博斯蒂克强调需要明确通胀回归 2% 的证据，保持耐心和观望态度。通胀停滞两年，部分关税影响预计持续至 2026 年上半年，需警惕通胀风险。就业风险已大幅降低，通胀与就业风险目前处于平衡状态。美联储资产负债表规模大致合适，他建议逐步退出危机期间扩大的 MBS 持仓，最好只持有与市场相

匹配的美国国债。同时他强调美联储的决策由 12 人投票，而非等同于主席的个人观点。降息两次非基准情形，通胀可能持续顽固。

4. 圣路易联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆认为当前通胀并非全部由关税引起，因此进一步降息并不可取，当前政策已属中性，经济无需刺激。风险总体平衡，只有在就业市场恶化或通胀下行时才需要进一步降息。他希望生产率增长能够持续，但指出现在作出判断还为时过早，不能依赖这一增长。预计在信贷条件和财政政策的推动下，经济将继续以高于趋势水平的速度增长。预计通胀将降至 2% 左右，但他认为通胀可能在较长时间内维持在 2% 以上，进一步降息可能加剧通胀预期。穆萨莱姆认为就业市场大幅下滑的风险已降低，经济顺风有望提振 2026 年经济增长。同时他肯定沃什完全可以胜任美联储主席一职。

5. 美联储理事米兰：

美联储理事米兰预计沃什将接替其在美联储理事会的职位，认为沃什是理想人选。米兰强调缩减资产负债表是正确的政策方向，放松管制有助于实现这一目标。他认为当前不存在通胀问题，短期内减税和放松管制将支持经济增长。债券市场并不让人担忧，一直处于区间波动。米兰表示尚未确定未来去向，仍在等待结果。

图表7：市场定价年内2次降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/3/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	87.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.7%	70.9%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	15.2%	50.0%	33.5%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	6.2%	27.5%	44.2%	21.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	3.0%	15.5%	34.8%	34.3%	12.2%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.8%	5.9%	20.0%	34.7%	29.2%	9.4%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.9%	9.0%	23.2%	33.5%	24.8%	7.3%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.9%	9.0%	23.2%	33.5%	24.8%	7.3%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.9%	8.9%	23.1%	33.4%	24.9%	7.4%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.8%	8.6%	22.4%	32.9%	25.3%	8.4%	0.4%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.8%	8.5%	22.2%	32.8%	25.4%	8.5%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.8%	8.5%	22.2%	32.8%	25.4%	8.5%	0.5%	0.0%
2027/9/15	0.2%	1.6%	7.7%	20.6%	31.5%	26.3%	10.5%	1.5%	0.1%
2027/10/27	0.2%	1.5%	7.1%	19.4%	30.5%	26.8%	12.0%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.2%	1.4%	6.8%	18.6%	29.8%	27.0%	13.0%	2.9%	0.3%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若通胀大幅超预期，或就业表现重新走强、推升工资增速，将导致美联储降息节奏推迟或幅度受限。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048