

科技热点支撑股市，债券市场继续承压

——鑫元周观点（2025.02.17-2025.02.23）

一、核心观点

宏观方面，习近平总书记出席民营企业座谈会，讨论民营企业在当前经济环境下面临的挑战和机遇，民营企业信心未来有望得到改善。央行党委传达学习总书记在民营企业座谈会上的重要讲话精神，研究部署贯彻落实举措，扩大民营企业债券融资规模，强化民营企业债券风险分担；证监会党委表示，发挥资本市场平台作用，为民营企业做优做强提供更有力的资本市场支持。

权益市场方面，上周行情围绕“政策驱动+结构分化”展开：一是 AI 产业政策自上而下加速落地，国产算力、机器人等细分领域持续突破，人工智能仍是配置核心方向；二是市场震荡格局延续，全 A 换手率缩量至 56%，左侧布局安全边际提升，但计算机等行业拥挤度突破历史 95%分位数，短期或面临回调压力；三是估值分化显著，电子、计算机等高成长板块估值处于历史高位，而社会服务、公用事业等低估值板块修复空间较大；四是随着汇率企稳及外资金融机构陆续看多中国，外资回流可期；五是海外流动性边际改善（美债收益率震荡）与国内政策红利和科技创新共振，中期对市场形成支撑。综上，建议坚守人工智能主线，把握中小市值占优风格，短期规避高拥挤赛道，关注低估值板块轮动机会，长期布局新质生产力驱动的科技成长领域。

固收市场方面，上周债市资金面持续收敛，7 天及以上资金价格回升至 2.2%上方，债市在资金面偏紧，股市走强的影响下继续调整。全周来看，2 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别上行 11bp、6.5bp、8bp。信用债收益率跟随利率同时调整，但利差未出现明显上行，表明理财负债端暂未出现明显赎回。若后续债市延续调整，机构行为引发的赎回可能进一步扩大。此外，随着两会马上召开，政策预期也同样易导致债市短期波动加大。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍扩大高水平对外开放、做好 2025 年稳外资工

作有关情况。会上，商务部表示，各部门将推动出台若干配套文件，形成“1+N”稳外资政策组合拳，推动外企平等参与政府采购配套细则尽早落地见效；国家发改委表示，拟修订扩大《鼓励外商投资产业目录》，启动鼓励外资企业境内再投资政策制定；工信部表示，将持续提升电信领域对外开放水平；市场监管总局表示，持续推进外商投资便利化。

国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题，进行专题学习。国务院总理李强指出，要紧扣居民需要挖掘我国巨大消费潜力。要大力促进服务消费，全面提升教育、医疗、文化、体育、旅游、养老、家政服务等领域的供给水平。要大力促进科技消费，释放人工智能终端产品等消费潜力。要大力促进细分市场消费，顺应多元化、差异化趋势，开发优质产品和服务，激发新的消费需求。

央行召开 2025 年宏观审慎工作会议。会议认为，2024 年央行加快完善中央银行制度，健全宏观审慎政策和治理机制，加强金融重点领域宏观审慎管理。会议要求，2025 年，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，健全宏观审慎政策体系，创新宏观审慎政策工具。

国务院办公厅转发商务部、国家发改委《2025 年稳外资行动方案》。方案提出，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，落实全面取消制造业领域外资准入限制要求，鼓励跨国公司投资设立投资性公司，便利外国投资者在华实施并购投资，实施自由贸易试验区提升战略。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作。会议指出，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措，实施服务消费提质惠民行动。会议还审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》，听取 2024 年国务院部门办理全国人大代表建议和全国政协提案工作情况汇报。

国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议要求，国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期，在编制企业“十五五”规划中将发展人工智能作为重点；要加大资金投入，持续壮大发展人工智能的长期资本、战略资本、耐心资本；要优化人才引育，建立更加符合行业特点规律的人才评价体系。

（二）海外宏观

美国至 2 月 15 日当周初请失业金人数录得 21.9 万人，超预期。美国至 2 月 15 日当周初请失业金人数 21.9 万人，预期 21.5 万人，前值由 21.3 万人修正为 21.4 万人。美国 2 月 8 日当周续请失业救济人数 186.9 万人，预期 186.8 万人，前值 185 万人。美国至 2 月 15 日当周初请失业金人数四周均值 21.525 万人，前值由 21.6 万人修正为 21.625 万人。

美联储公布 1 月货币政策会议纪要。纪要显示，特朗普的初步政策建议引发了美联储对

通胀上升的担忧。美联储希望在决定再次降息之前看到“通胀方面的进一步进展”。委员会一致认为，最近的指标表明经济活动继续以稳健的速度扩张。目前通胀率仍然略高，经济前景不确定，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。

特朗普表示，将在未来一个月内宣布对汽车、半导体、制药以及木材等征收新关税。美国将于3月12日生效的额外铝关税将涵盖123种产品，包括芯片制造设备零部件和飞机零部件，这对依赖向美国出口的日本公司可能是一个打击。

美联储博斯蒂克预计2025年将降息两次，但认为存在普遍不确定性。美联储博斯蒂克表示，尽管不确定性普遍存在，并不预计会出现新的通胀潮。仍预计今年将有两次降息，但存在很大的不确定性。未来可能发生很多事情，从而导致降息幅度增多或减少。美联储使命面临的**最大风险来自通胀**；2%是目标，美联储还没有达到目标。目前的基准利率处于适度紧缩状态，相较于3%-3.5%的中性利率。

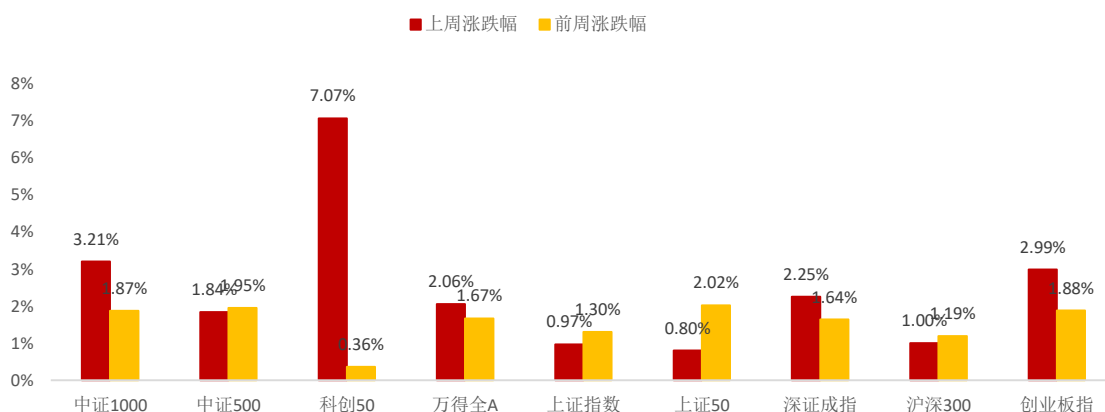
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周A股各宽基指数多数上涨。截至2月21日，科创50上涨7.07%，中证1000上涨3.21%，创业板指上涨2.99%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信、机械、电子**领涨。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数和行业指数估值多数上行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史

50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**电子**估值上行最多。当前**房地产、计算机、电子、汽车、综合**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、农林牧渔、纺织服饰、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/2/21	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	14.6	↑ 0.12	41.5	↑ 1.78	71.1%	86.3%	81.9%
深证成指	26.1	↑ 0.39	56.2	↑ 2.50	55.4%	63.5%	50.5%
上证 50	11.0	↑ 0.04	51.4	↑ 0.77	77.4%	78.6%	70.7%
沪深 300	12.8	↑ 0.06	46.0	↑ 0.89	62.9%	69.4%	62.4%
中证 500	29.1	↑ 0.80	48.0	↑ 4.91	60.8%	91.8%	88.5%
中证 1000	39.2	↑ 1.31	52.6	↑ 6.03	52.6%	74.4%	75.6%
创业板指	35.2	↑ 0.92	18.3	↑ 1.35	18.7%	32.3%	36.9%
科创 50	93.2	↑ 5.86	99.5	↑ 1.86	99.5%	99.5%	99.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2025/2/21	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)	22.2	↓ 0.04	11.08%	↑ 0.05	11.1%	19.1%	26.9%
基础化工(申万)	24.1	↑ 0.26	45.13%	↑ 1.10	45.1%	77.9%	70.8%
钢铁(申万)	27.2	↑ 0.08	68.39%	↑ 0.19	68.4%	98.9%	98.4%
有色金属(申万)	19.7	↓ 0.30	17.05%	↓ 0.67	17.0%	29.4%	41.3%
电子(申万)	62.0	↑ 4.04	84.73%	↑ 4.83	84.7%	99.7%	99.6%
家用电器(申万)	15.3	↓ 0.13	47.64%	↓ 1.52	47.6%	53.3%	58.2%
食品饮料(申万)	19.9	↑ 0.02	14.48%	↑ 0.18	14.5%	5.1%	7.2%
纺织服饰(申万)	19.8	↓ 0.19	11.58%	↓ 1.70	11.6%	18.2%	20.6%
轻工制造(申万)	24.9	↓ 0.15	32.85%	↓ 0.75	32.9%	56.6%	41.6%
医药生物(申万)	31.8	↑ 0.59	29.50%	↑ 1.88	29.5%	50.9%	57.2%
公用事业(申万)	16.7	↑ 0.03	9.51%	↑ 0.29	9.5%	2.5%	3.5%
交通运输(申万)	16.3	↓ 0.17	42.43%	↓ 1.37	42.4%	52.4%	65.8%
房地产(申万)	35.6	↓ 0.57	97.48%	↓ 0.45	97.5%	95.7%	93.9%
商贸零售(申万)	34.5	↓ 0.50	71.53%	↓ 1.33	71.5%	85.8%	80.0%
社会服务(申万)	24.3	↑ 0.19	4.66%	↑ 0.44	4.7%	8.0%	11.3%
综合(申万)	59.5	↑ 0.13	76.38%	↑ 0.28	76.4%	90.9%	87.2%
建筑材料(申万)	24.1	↓ 0.23	69.88%	↓ 0.67	69.9%	96.2%	95.0%
建筑装饰(申万)	9.5	↓ 0.05	26.14%	↓ 1.25	26.1%	42.0%	52.8%
电力设备(申万)	32.2	↑ 0.89	31.56%	↑ 4.02	31.6%	54.0%	46.5%
国防军工(申万)	66.9	↑ 0.68	54.19%	↑ 1.39	54.2%	77.7%	78.3%
计算机(申万)	85.2	↑ 2.62	93.63%	↑ 0.81	93.6%	99.5%	99.3%
传媒(申万)	43.6	↓ 0.53	59.90%	↓ 0.85	59.9%	87.4%	85.0%
通信(申万)	37.4	↑ 2.74	42.75%	↑ 10.87	42.8%	64.3%	77.2%
银行(申万)	6.0	↓ 0.06	37.91%	↓ 2.30	37.9%	43.4%	60.3%
非银金融(申万)	16.4	↑ 0.01	51.45%	↑ 0.17	51.4%	69.3%	77.8%

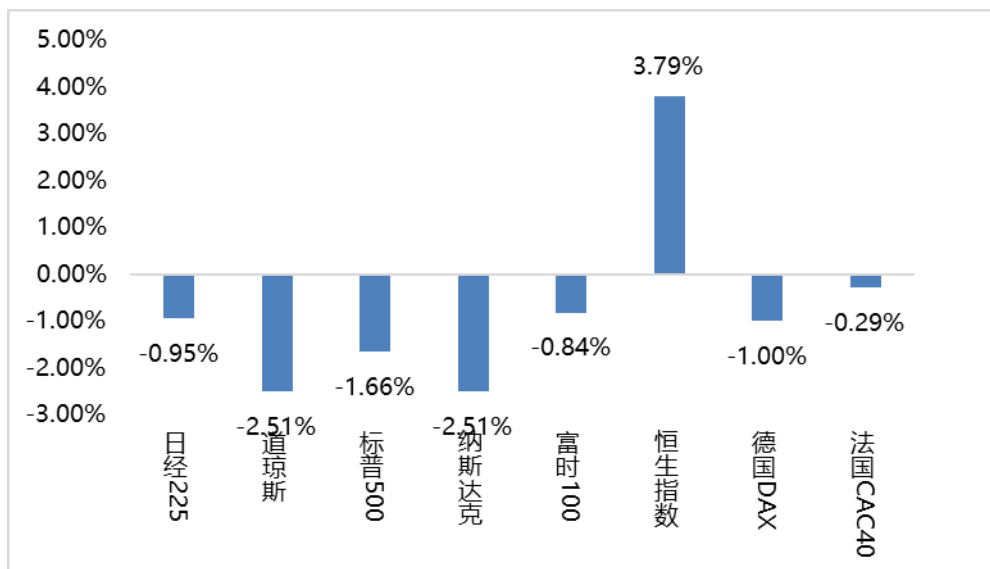
汽车(申万)	28.9	↑	1.02	79.52%	↑	4.62	79.5%	66.4%	52.8%
机械设备(申万)	35.1	↑	2.47	68.60%	↑	3.51	68.6%	97.1%	100.0%
煤炭(申万)	10.8	↓	0.49	49.72%	↓	4.55	49.7%	78.2%	81.5%
石油石化(申万)	15.6	↓	0.23	36.92%	↓	2.52	36.9%	63.1%	68.5%
环保(申万)	20.8	↑	0.44	21.11%	↑	3.13	21.1%	36.4%	45.1%
美容护理(申万)	32.9	↓	0.27	33.95%	↓	1.06	34.0%	31.2%	21.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指下跌 2.51%，标普 500 下跌 1.66%，纳指下跌 2.51%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.84%，德国下跌 1.00%，法国下跌 0.29%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.95%，恒生指数上涨 3.79%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

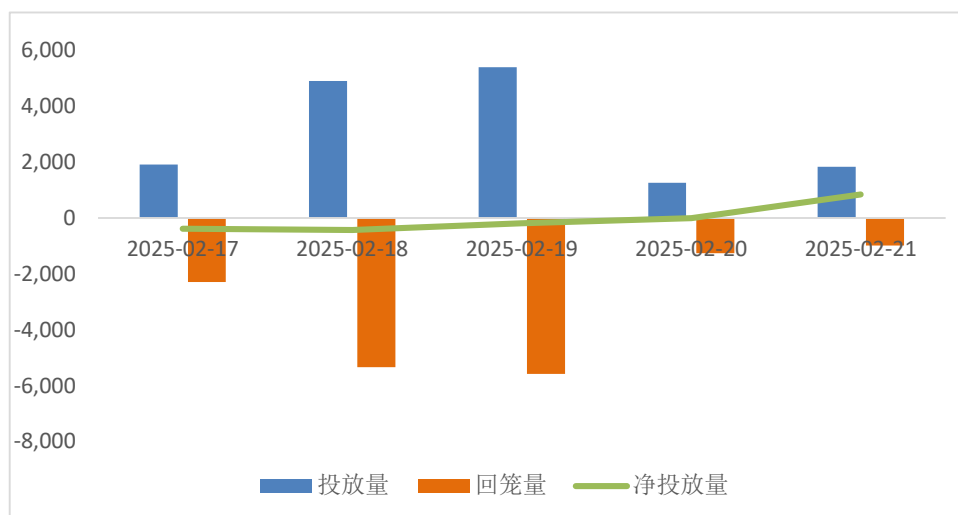


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 15261 亿元逆回购操作，因有 10443 亿元逆回购到期和 5000 亿元 MLF 到期，实现净回笼 182 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 2090 亿，地方政府债计划发行 4459.9 亿，整体净缴款 4470.3 元。

表 1：2 月 24 日-2 月 28 日政府债发行缴款

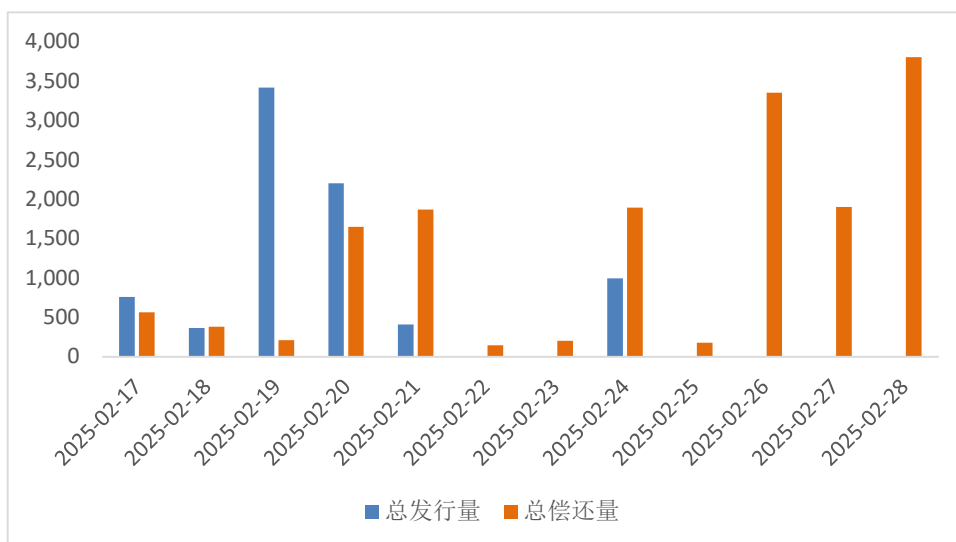
单位：亿元

	2 月 24 日		2 月 25 日		2 月 26 日		2 月 27 日		2 月 28 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	2090	289.6	0	1526.1	0	625.6	0	570.2	0	1448.4
到期	2536.6	56	0	0	0	16	602	4.8	0	22.3
缴款	0	2607.2	2090	289.6	0	1526.1	0	625.6	0	570.2
净缴款		14.6		2379.6		1510.1		18.8		547.2

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周到期 11470 亿元，创下单周历史新高，而后连续四周单周到期量都在 5000 亿元以上，到期压力相较 1 月至 2 月中旬显著加大。

图 13：同业存单到期与发行



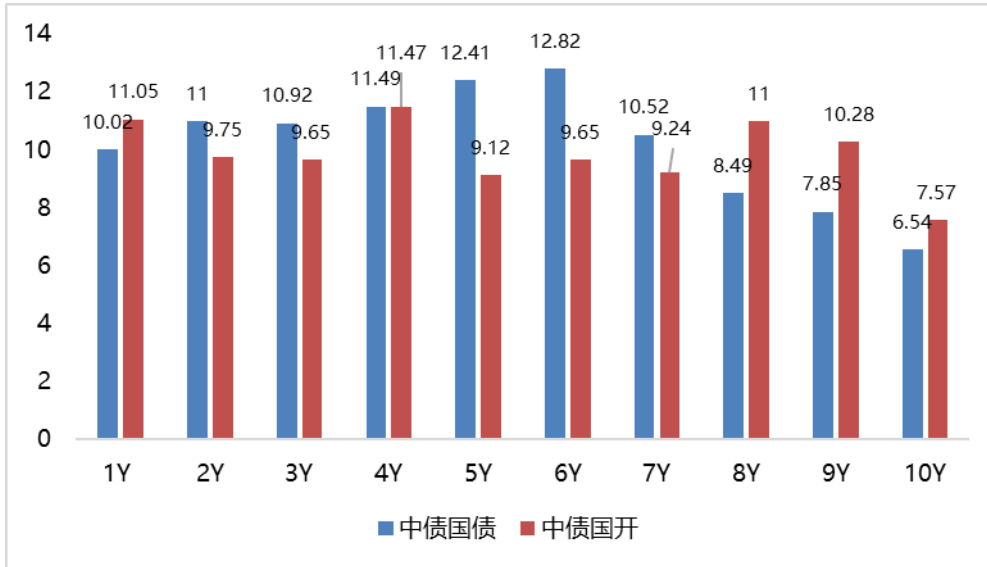
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：资金供需均在历史低位徘徊，暂未出现回升迹象。2月17-21日，银行体系日均净融出1.18万亿元，较前一周的1.44万亿元进一步下降，周内先上后下，从1.06万亿小幅上升至1.34万亿，后又下降至1.06万亿，整体在历史低位徘徊。资金需求也继续处于低位，从银行间质押式逆回购资金余额来看，2月17-21日在8.8-9.2万亿区间，仍然是2024年以来最低。

票据利率：供给方面，上周一级市场签发量在千亿水平稳步增多，票源供给相较充足。需求方面，上周大额逆回购到期叠加政府债发行和缴税时点临近，资金面整体呈偏紧状态，买盘收票需求有所抑制，叠加大行报价上行，票价有所抬升。但随着下旬临近，规模因素逐步显现，中小行收票需求释放，部分大行报价也有所下调，买盘活跃度提升，票价有所回调。整体来看，上周票价呈涨后回调的趋势，且日内波动有所增大。

(三) 债券市场

图 14：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 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	0.42	12.06	11.55	-59
环比	0.90	1.49	-5.87	-20.98
年初以来	-20.56	0.99	-3.97	-89.4
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	26.48	15.68	18.67	49.60
2016 年以来分位数	1.53%	24.75%	17.10%	2.54%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 2 月 23 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	33.95	28.98	29.7	33.75	39.44
环比	3.12	3.92	1.52	0.67	2.47
年初以来	1.61	-6.25	-7.56	0.11	-5.68
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.43	36.28	38.73	42.75	44.04
2016 年以来分位数	26.59%	27.63%	19.28%	21.29%	31.66%

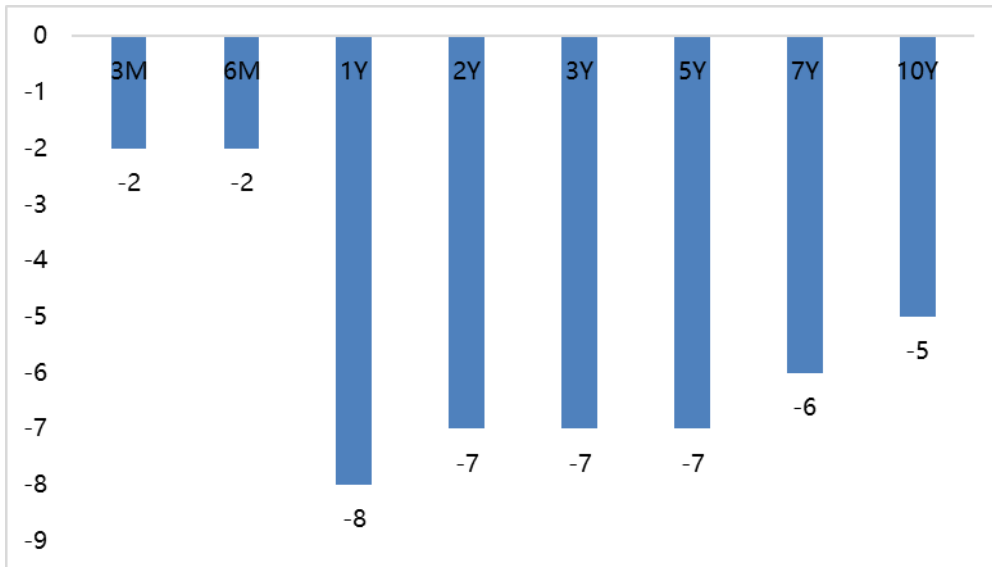
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 10.02BP 至 1.4797，3 年期上行 10.92BP 至 1.4839，5 年期上行 12.41BP 至 1.6045，10 年期上行 6.54BP 至 1.72。

长期限高等级票据信用利差长、短期均走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.12BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.92BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票

据信用利差走阔 1.52BP。

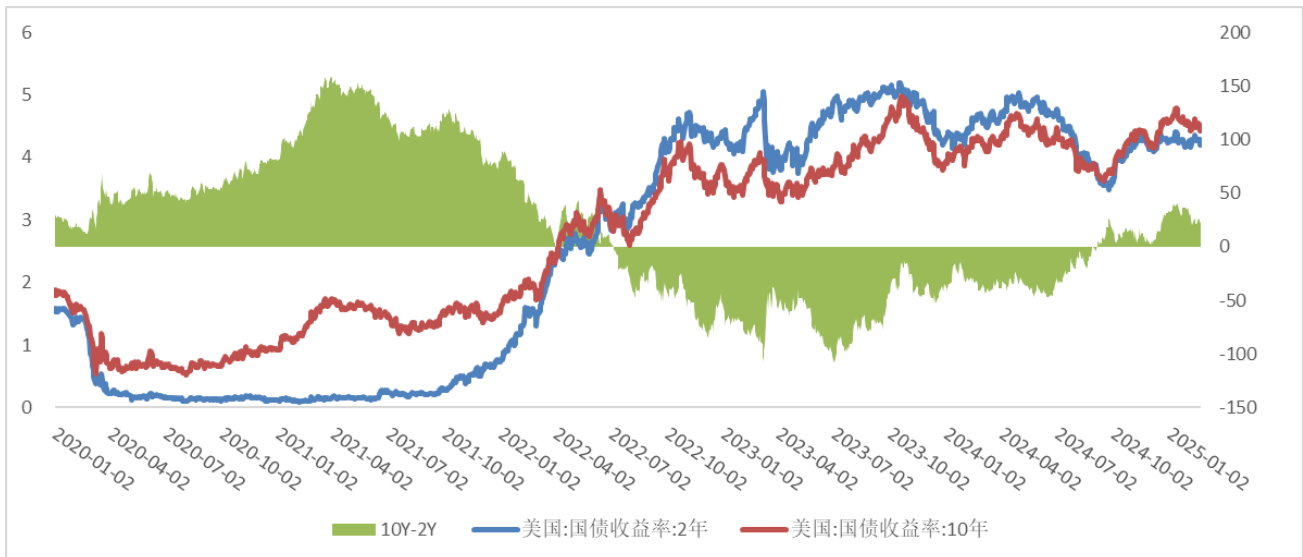
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 5BP，10 年期国债收益率上行 6.54BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 8BP，3 年期美债收益率下行 7BP，10 年期美债收益率下行 5BP。

图 16：10 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升值。上周美元指数下跌 0.14%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.01%，即期汇率升值 0.14%，离岸人民币汇率升值

0.10%。

表 4：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	106.6501	7.1696	7.2554	7.2524
对照日期	106.8037	7.1706	7.2654	7.2594
涨跌	-0.14%	0.01%	0.14%	0.10%

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，民企座谈会召开，但政策还在继续发酵。本次民企座谈会可谓是“牵一发而动全身”，科技创新政策从由私营企业主导的“自下而上”式、逐步切换为由中央主导的“自上而下”式，这也意味着座谈会结束后，还会伴随着部委和地方响应、出台政策措施、落实政策措施等传导链条。从 2018 年的经验来看，民企座谈会将为中小企业信心指数、企业经营状况指数等衡量微观主体活跃度的指标打开近半年的上行通道，也就是说民企座谈会的“余温”有望维持至少半年时间。

2023 年中以来，中国工业企业进入新一轮库存周期，但补库力度较弱，库存阶段频繁切换。2024 年四季度，工业行业整体进入主动去库存阶段，产成品库存同比增速持续回落，实际库存增长放缓，而营业收入增速则持续回升。细分行业库存状态分化明显，部分行业如石油开采加工、化工制造等处于主动去库存阶段，而电气机械、通用设备制造等则处于被动去库存阶段。展望未来，随着逆周期调节政策的加力提速，内需有望加快修复，企业经营预期改善，库存周期有望再度转向主动补库存阶段。

（二）权益市场展望和策略

上周 A 股各大指数虽悉数上涨，但走势一波三折，上周一在政策利好密集释放带动下高开，随后涨幅收窄，上证指数全周未能突破上周一高点，反映投资者情绪仍偏谨慎。当前市场成交额稳定在 1.5 万亿元以上，中小市值品种持续占优，通信、机械、电子等板块领涨。估值层面，宽基指数多数处于历史 50%分位数以下，电子、计算机、汽车等板块估值已升至历史高位，而社会服务、公用事业、农林牧渔等板块估值仍处低位，结构性机会显著。资金面上，两融资金加仓意愿下降，但杠杆资金仍偏好电子、机械设备等高景气赛道。政策端，

“AI+”战略深化推进，国产算力、智能驾驶等领域突破频出，人工智能作为新质生产力的核心方向，仍是配置主线。海外方面，美股受特朗普政策扰动下跌，美元指数与 10Y 美债收益率维持区间震荡；国内经济数据企稳与海外流动性改善共振，叠加政策底明确，9 月行情或迎支撑。策略上，短期需警惕计算机、传媒等拥挤度过高的行业回调风险，但中长期仍建议聚焦人工智能产业链，同时关注低估值板块的修复机会。

（三）债券市场展望和策略

国内债市收益率长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性反转需要看到私人部门信用周期被实质性驱动，但目前这一条件并不具备。春节以来的地产企稳、新质生产力、科技股重估等现象，更多反映宏观叙事逻辑的转变带动的居民部门的预期改善，而宏观实际的变化依然有待进一步观察。结合金融数据以及基本面数据看，1 月社融超预期增长的动力来自政府债券和企业信贷，前者依靠国债发行放量，而后者更多的依赖政策推动。从企业内生融资需求看，无论是 PMI 回落至 50 以下还是 PPI 仍在负值区间均表明企业经营压力依然明显。

展望来看，当前基本面现实仍处在磨底阶段，M1 增速仍处在低位，通胀回升前景并不确定，国内债市的底层逻辑依然是看多。从央行货币政策执行报告看，首先明确的是宽松仍然是大方向，降息大概率也是年内会实现的，但央行会更注重政策节奏的把握。特别当前基于汇率压力以及国内经济数据尚可的情况下，短期对政策期待过高并不现实。时点上预计要到二季度需求验证压力最大的时候，一方面川普将关税延期至 4 月 1 日意味着当前处在谈判阶段，对经济尚不构成现实压力，另一方面当前至两会期间都属于政策博弈期，政策预期仍是交易重心。策略层面，当前债市在资金面紧平衡的状态下情绪偏脆弱，特别是机构在长端抱团瓦解的情况下容易引发踩踏。官方制造业 PMI 披露至少要到本周六，交易情绪主导下债市依然面临调整压力，特别是权益风险偏好达到情绪高点时对债市带来的赎回压力，短期不排除赎回压力下长债超跌，建议根据风险偏好控制仓位，等待左侧的多头信号，比如资金面再度转松、地产旺季表现不及预期等。信用债方面，当前信用利差仍在历史相对低位，在配置需求仍在的情况下利差大幅走阔的概率较低，但信用债利率整体跟随利率债市场会导致其利差存在一定的波动。受资金面影响，部分短端已跌出一定的性价比，比如存单以及短久期城投等。

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。