半年经济平稳收官，权益市场热度不减

——鑫元周观点（2025.07.14-2025.07.20）

一、核心观点

宏观方面，上半年国内经济运行平稳但结构分化，生产强、外需稳、内需波动的格局延续，实际 GDP 与名义 GDP 剪刀差有所扩大；海外方面，美国 6 月通胀低于预期，美国经济软着陆与美联储降息预期升温。上半年国内经济运行总体平稳，GDP 实际同比录得 5.3%，超出市场预期。上半年经济表现显著减轻了下半年经济增长压力，全年完成 5%的年初既定 GDP 增长目标难度不大。结构上来看，宏观经济结构分化的格局延续。生产表现强劲，6 月工业增加值同比增长 6.8%，显著高于预期；出口表现平稳，6 月美元计价出口同比增长 5.9%，在关税扰动下展现出较强韧性；内需延续波动，6 月社会消费品零售总额和全社会固定资产投资总额分别增长 4.8%和 2.8%，均较前值有所回落且弱于市场预期。受物价持续低位运行的影响，上半年名义 GDP 增速录得 4.3%，实际 GDP 与名义 GDP 剪刀差有所扩大。海外方面，美国宏观经济软着陆预期升温，6 月美国核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。数据发布后，交易员预测美联储在 9 月开始降息，到年底前将累计降息近两次。

权益市场方面，美联储主席解雇事件再度上演特朗普 TACO 交易。市场依旧定价未来宽货币政策对于大而美法案宽财政的支持，不会改变。通胀数据继续支持美国经济软着陆的预期，结构性景气存在于人工智能方向上。国内央行对于市场流动性的呵护不改，货币政策继续支持财政储备发力。预计结构性货币工具会是未来进一步宽松的主要方向。财政储备发力和反内卷，共同推动 M1 超预期改善。短期大规模刺激政策的必要性降低，但结构性的支持不会少。

本周权益策略建议： 1、仓位：市场仍处于小幅的风偏提升阶段，维持中性仓位。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括银行、保险、石油石化、公用事业、环保、煤炭、电信运营商；建议逢低加仓。2）如有短线波段交易的需求，可继续参与短线品种的轮动交易：1）高位短线品种：CPO+PCB、金融互联网、港股创新药、可控核聚变、稳定币；2）低位品种（需要提前埋伏）：光伏、券商、地产链、半导体。如果出现短期热度过高，股价快速上涨，建议多做止盈，仓位可回补其他短线方向，或回补稳定类红利资产。3、关注中报业绩预喜的行业，以及雅鲁藏布江水电站开工对于基建板

块的拉动。4、观察 7 月底的重要会议是否会给出新的政策指引，是否会从依赖外部结构性分子景气，向内部结构性分子叙事的演化。

固收市场方面，上周债市围绕二季度经济数据、股债跷跷板交易，历经税期，在股市持续冲击下，央行先后投放流动性呵护资金面，债市整体调整风险不大。前半周随着二季度经济数据陆续出炉，债市的主要定价参考切换至基本面，多重利好下，债市一度迎来近期较大幅度上涨，而随着利多情绪快速兑现，市场情绪回归平淡，收益率波幅较为集中于超长端。上周五尾盘央行发布了取消对债券回购的质押券进行冻结的规定的征求意见，债市一度回暖。全周来看，信息真空期下债市回归窄幅震荡主旋律，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1.4bp、0bp、-2bp 收于 1.89%、1.66%、1.35%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 1bp、2bp 收于 22bp、32bp。上周披露的 6 月社融数据超预期，叠加上股市情绪面的持续上行，整体压制债市长端走势。我们认为当前拉动国内金融数据超预期的动能主要来自海外，内需依然处在相对偏弱的位置。但海外能够拉动国内需求的故事本身处在难以证伪的阶段，特别是大而美法案通过后，远端需求预期是偏强的。而在美国降息预期的带动下，全球风险偏好也处在上行周期，即便当前国内权益市场计入了过多的政策预期，且地产高频数据也在开始走弱。在内外宏观均处在强预期环境下，短期债市难改震荡格局。

二、宏观动态

（一） 国内宏观

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《坚定不移推进高水平对外开放》。文章指出，要不断扩大高水平对外开放。过去中国经济发展是在开放条件下取得的，未来中国经济实现高质量发展也必须在更加开放条件下进行。要以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应。

中央城市工作会议 7 月 14 日至 15 日在北京举行。这是时隔近十年后，党中央再次召开的最高规格的城市工作会议。会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。会议部署 7 个方面重点任务，包括着力优化现代化城市体系，着力建设富有活力的创新城市、绿色低碳的美丽城市、便捷高效的智慧城市等。

我国经济半年度“成绩单”公布，上半年经济表现亮眼。上半年国内 GDP 为 66.05 万亿元，同比增长 5.3%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。上半年固定资产投资增长 2.8%，其中房地产开发投资下降 11.2%。6 月份，规模以上工业增加值同比增

长 6.8%，社会消费品零售总额增长 4.8%。国家统计局副局长盛来运指出，中国的政策“工具箱”丰富，也在加强政策储备，会根据市场变化适时推出。

央行发布上半年金融数据。数据显示，今年上半年，我国社会融资规模增量为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元；人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，M2 余额同比增长 8.3%。央行相关负责人表示，将继续实施好适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏。中国不寻求通过汇率贬值获取国际竞争优势，人民币汇率在双向波动中保持基本稳定具有坚实基础

海关总署发布上半年进出口数据。数据显示，以人民币计，今年上半年，我国货物贸易进出口总值 21.79 万亿元，创历史同期新高，同比增长 2.9%。其中，出口增长 7.2%，进口增长 2.3%。6 月份，我国进出口整体、出口、进口同比全部实现增长，且增速都在回升。6 月稀土出口 7742.2 吨，1-6 月累计出口 32569.2 吨，同比增长 11.9%。

雅鲁藏布江下游水电工程开工，国务院总理李强出席开工仪式。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

（二） 海外宏观

美国 6 月 CPI 助长降息预期。美国 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，为 2 月以来最高，符合市场预期。6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。数据发布后，交易员预测美联储在 9 月开始降息，到年底前将累计降息近两次。

美国稳定币监管立法进入实施阶段。美国国会众议院以 308 票赞成、122 票反对的结果通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（Genius Act），旨在对加密货币监管进行重大立法改革。美国总统特朗普在白宫正式签署 Genius Act，标志着美国稳定币监管立法进入实施阶段。

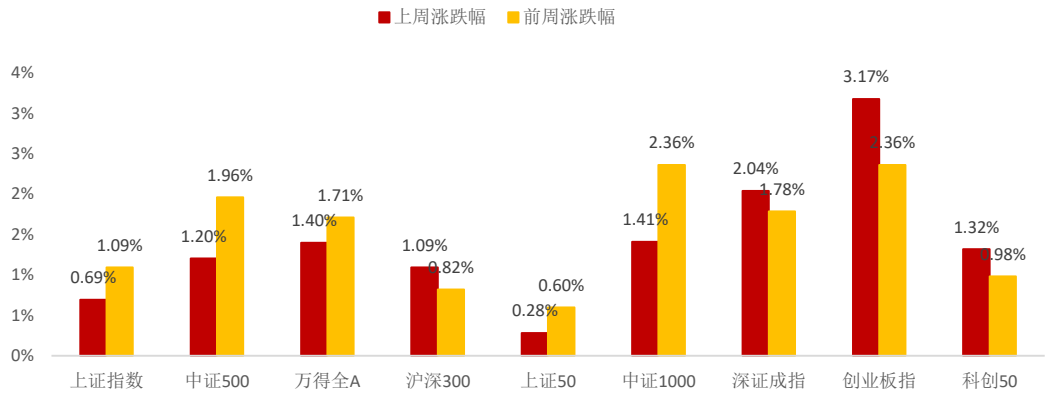
美国关税风险有所抬头。美国总统特朗普表示，药品关税可能将于月底推出，芯片关税时间表和药品类似，但不那么复杂；正在研究 5-6 项贸易协议，8 月 1 日前可能达成 2-3 项贸易协议，将很快发布对较小国家的关税信函，可能对所有小国家征收约 10%的统一关税。将有 150 个国家收到关税支付通知。正与印度谈判，双方接近达成协议。

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 股宽基指数悉数上涨。截至 7 月 18 日，创业板指上涨 3.17%，涨幅居前。从行业板块看，上周通信、医药生物、汽车领涨，传媒、房地产、公用事业领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/7/18	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	15.4	↑	0.09	46.7	↑	1.20	78.8%	92.3%	89.7%
深证成指	27.7	↑	0.47	62.8	↑	3.70	66.3%	77.5%	69.1%
上证 50	11.4	↑	0.01	56.1	↑	0.13	83.6%	86.2%	81.3%
沪深 300	13.4	↑	0.08	55.0	↑	1.18	75.1%	80.8%	74.9%
中证 500	29.8	↑	0.36	52.7	↑	2.03	65.9%	93.8%	91.5%
中证 1000	40.2	↑	0.56	57.7	↑	2.46	57.7%	80.2%	80.8%
创业板指	33.9	↑	0.83	17.8	↑	1.30	19.3%	32.6%	37.6%
科创 50	139.8	↑	1.92	98.8	↑	0.90	98.8%	98.8%	98.8%

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）

	2025/7/18	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)	17.4	↓	0.31	5.37%	↓	0.74	5.4%	9.0%	12.4%

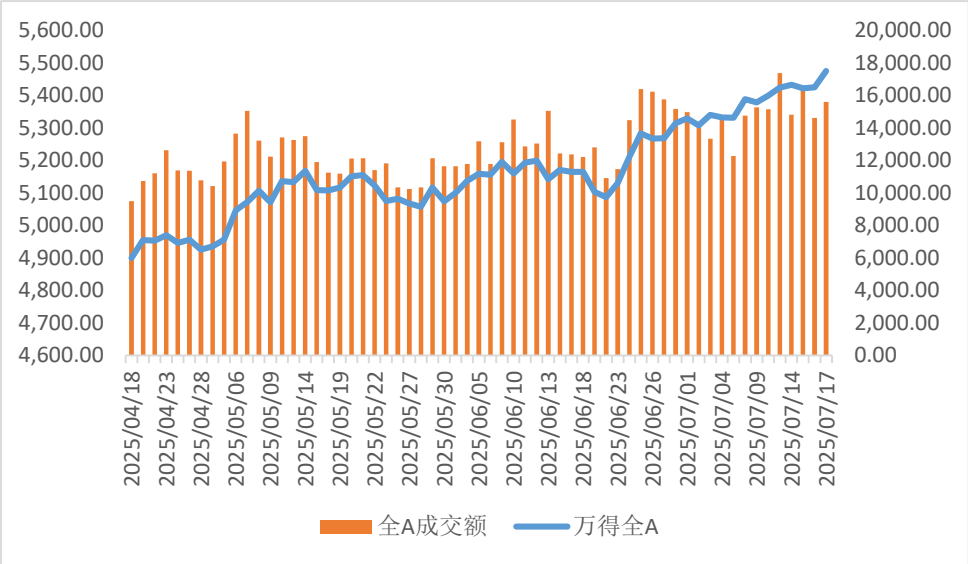
基础化工(申万)	25.8	↑	0.46	52.37%	↑	1.65	52.4%	85.7%	80.7%
钢铁(申万)	36.9	↑	0.09	80.19%	↑	0.03	80.2%	100.0%	100.0%
有色金属(申万)	20.2	↑	0.37	20.63%	↑	1.47	20.6%	34.7%	47.8%
电子(申万)	54.4	↑	1.18	73.38%	↑	2.75	73.4%	91.1%	88.1%
家用电器(申万)	14.3	↑	0.27	31.62%	↑	4.54	31.6%	35.1%	36.0%
食品饮料(申万)	20.9	↑	0.14	17.98%	↑	0.67	18.0%	9.4%	13.0%
纺织服饰(申万)	26.1	↑	0.06	57.02%	↑	0.32	57.0%	74.9%	69.8%
轻工制造(申万)	28.8	↑	0.01	51.40%	↓	0.02	51.4%	82.1%	75.4%
医药生物(申万)	37.3	↑	1.46	55.27%	↑	8.03	55.3%	76.5%	74.1%
公用事业(申万)	18.4	↓	0.25	26.85%	↓	3.32	26.9%	26.2%	33.4%
交通运输(申万)	16.3	↓	0.03	42.53%	↓	0.37	42.5%	52.0%	64.4%
房地产(申万)	41.3	↓	0.92	99.03%	↓	0.47	99.0%	98.4%	97.8%
商贸零售(申万)	38.9	↑	0.10	84.09%	↑	0.26	84.1%	97.4%	96.4%
社会服务(申万)	43.6	↑	0.45	41.19%	↑	1.27	41.2%	46.9%	26.9%
综合(申万)	45.0	↑	0.98	45.58%	↑	1.68	45.6%	59.1%	43.8%
建筑材料(申万)	27.6	↓	0.05	78.02%	↓	0.16	78.0%	99.5%	99.3%
建筑装饰(申万)	11.1	↓	0.07	61.07%	↓	0.57	61.1%	90.2%	98.3%
电力设备(申万)	31.5	↑	0.16	29.52%	↑	0.89	29.5%	49.7%	46.1%
国防军工(申万)	83.8	↑	1.97	73.38%	↑	0.75	73.4%	100.0%	100.0%
计算机(申万)	86.3	↑	1.75	94.06%	↑	0.44	94.1%	99.7%	99.5%
传媒(申万)	43.2	↓	1.04	60.39%	↓	1.69	60.4%	86.9%	84.9%
通信(申万)	35.9	↑	2.56	39.06%	↑	12.28	39.1%	59.3%	72.9%
银行(申万)	7.0	↓	0.07	79.05%	↓	2.82	79.1%	83.5%	86.5%
非银金融(申万)	15.1	↓	0.19	34.32%	↓	2.73	34.3%	44.9%	53.2%
汽车(申万)	26.7	↑	0.86	70.28%	↑	4.24	70.3%	55.1%	38.3%
机械设备(申万)	33.2	↑	0.95	66.83%	↑	2.86	66.8%	93.2%	95.3%
煤炭(申万)	12.6	↓	0.11	64.10%	↓	1.34	64.1%	94.4%	93.7%
石油石化(申万)	16.9	↑	0.17	48.11%	↑	0.76	48.1%	77.1%	83.8%
环保(申万)	25.4	↓	0.15	56.94%	↓	0.36	56.9%	95.8%	99.7%
美容护理(申万)	37.9	↓	0.05	52.45%	↓	0.27	52.5%	48.8%	33.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周**通信、国防军工、计算机**估值上行最多，**传媒、房地产、农林牧渔**下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、钢铁、银行**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、食品饮料、有色金属、公用事业、电力设备**板块估值处于历史较低水平。

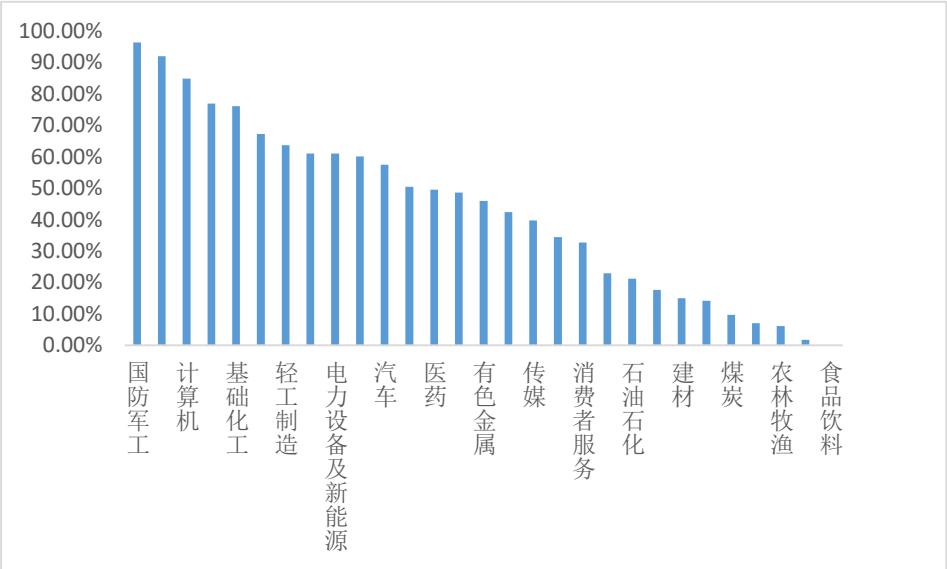
3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



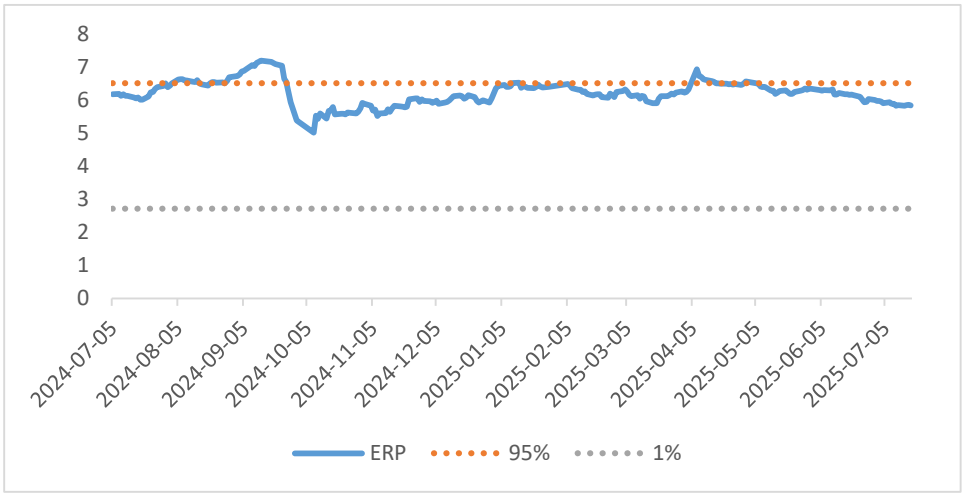
数据来源 ：Wind

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

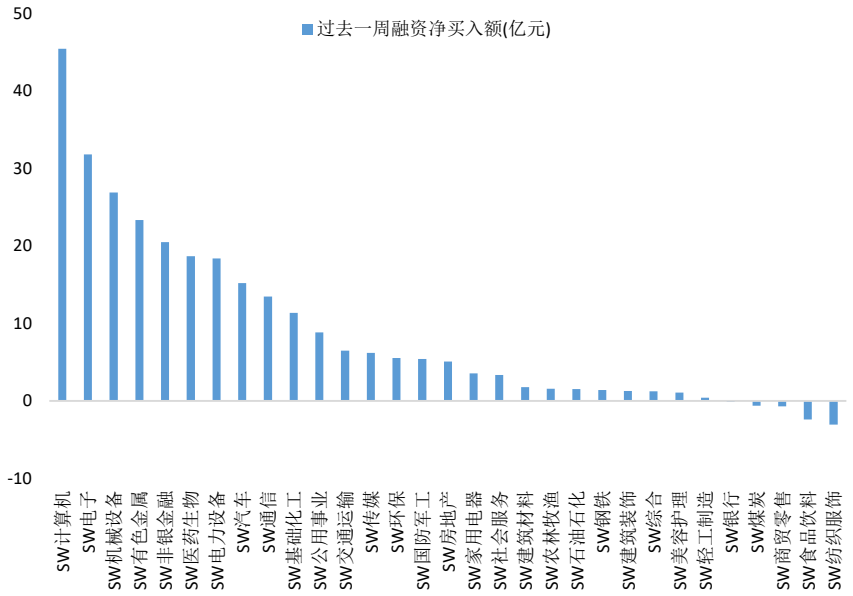
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，计算机的拥挤度较高。

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 5.85%，处于历史 71.92%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

7 月 17 日，两融资金占比为 9.78%，7 月 10 日为 9.33%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 7 月 18 日，上周融资净买入的前三行业为**计算机、电子、机械设备**。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

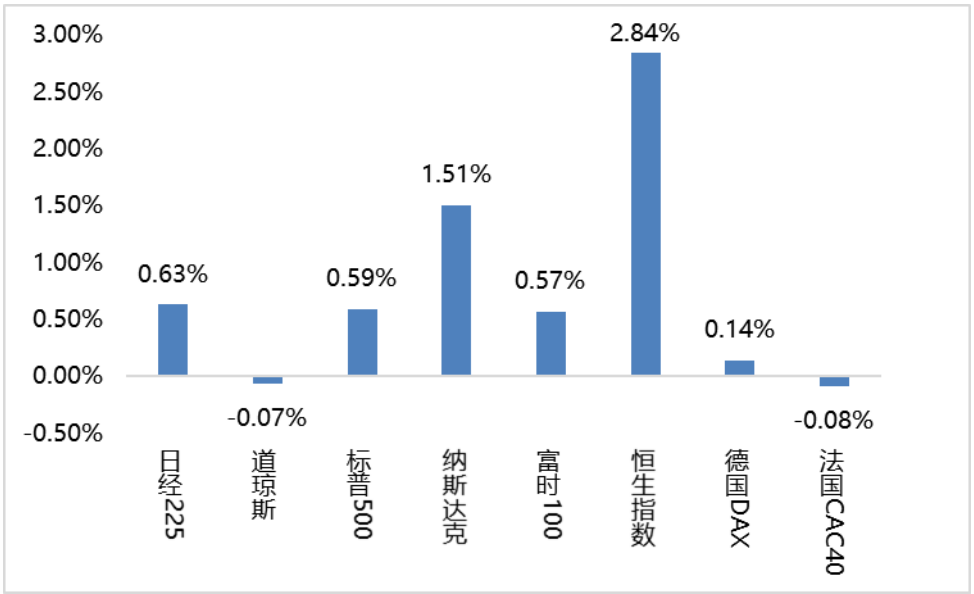


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数上涨。美国股市方面，道指下跌 0.07%，标普 500 上涨 0.59%，纳指上涨 1.51%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.57%，德国上涨 0.14%，法国下跌 0.08%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.63%，恒生指数上涨 2.84%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

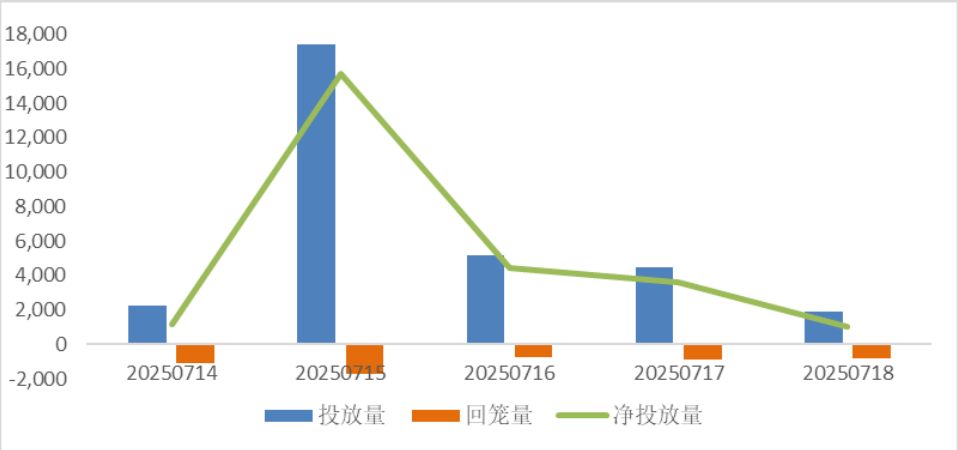


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 17268 亿元逆回购操作和 14000 亿元买断式逆回购操作，因有 4257 亿元 7 天期逆回购和 1000 亿元 1 年期 MLF 到期，整体实现净投放 26011 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 3750 亿元，地方政府债计划发行 3758 亿元，整体净缴款 2399 亿元。

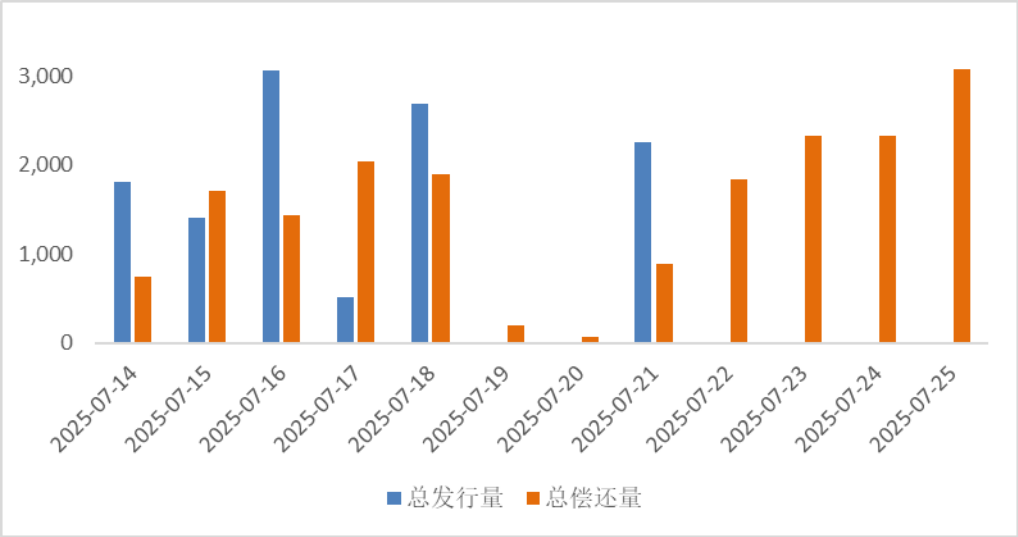
表 1：7 月 21 日-7 月 25 日政府债发行缴款

单位：亿元

	7 月 21 日		7 月 22 日		7 月 23 日		7 月 24 日		7 月 25 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	1141	0	1514	600	277	3150	109	0	717
到期	0	705.81	0	137.02	0	128.62	0	105.07	3953.1	69.45
缴款	0	707	0	1141	0	1514	600	277	3150	109
净缴款	2		1004		1385		772		-764	

同业存单发行：本周（7 月 21-7 月 25 日）存单到期 10699 亿元，升至年内相对高点（今年以来存单单周到期规模中枢为 6198 亿元）。不过后续一周（7 月 28 日-8 月 1 日）存单到期量将回落至 4000+亿元。

图 10：同业存单到期与发行

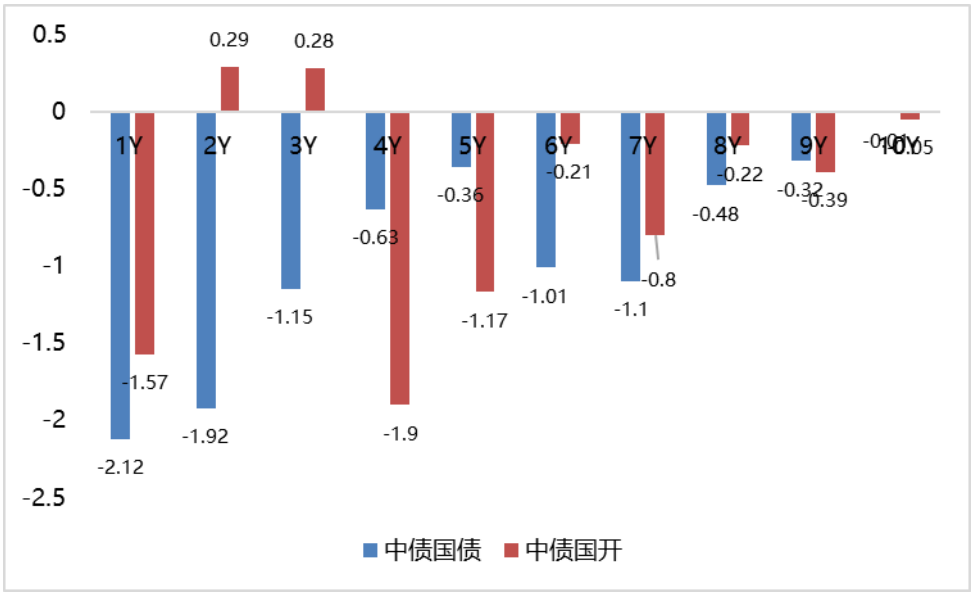


回购市场：7 月 14-18 日，税期扰动下，资金面快速收敛，央行随即加大投放力度，呵护市场，资金面紧张情绪有所缓释。税期之后，资金面渐趋平稳。7 月大税期影响下，上周初流动性迅速收敛，税期首日（15 日）隔夜利率单日跳升 10bp 左右，R001、DR001 迅速攀升至 1.50%以上，分别升至 1.57%、1.53%；R007 与 DR007 也分别升至 1.59%、1.57%，升幅分别为 5、3bp。随后两日走款，央行加大逆回购续作规模，单日净投放量均在 3000 亿以上（15-17 日税期三天，公开市场净投放量分别为 1735、4446、3605 亿元），资金利率转为下行，市场情绪逐步修复。税期之后，18 日央行依然保持 1000 亿元+的逆回购净投放，资金面渐趋平稳，隔夜利率重回 1.5%（OMO+10bp）之下。R001、DR001 分别为 1.49%、1.46%；7 天资金利率也逐步向 1.50%靠拢，R007 与 DR007 均收于 1.51%。

票据利率：上周市场风格较为一致，跨年票持续受到买盘青睐，主要大行延续每日降价配置 1 月到期票，带动买盘情绪稳步释放，足月票价逐步走低，从 0.89%一路降至 0.8%附近。而年内票的交投活跃度则相较一般，供给力量稍强于需求，票价呈现区间震荡。

（三）债券市场

图 11：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	**5.53**	**12.13**	**13.96**	**15.8**
环比	0.97	0.79	0.35	0.13
年初以来	-15.45	1.06	-1.56	-14.6
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	25.57	15.33	18.45	47.27
2016 年以来分位数	7.08%	28.35%	26.55%	18.63%

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 7 月 20 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	**16.63**	**14.72**	**18.12**	**24.36**	**28.06**
环比	-1.24	-3.18	-3.44	-0.95	-0.43
年初以来	-15.71	-20.51	-19.14	-9.28	-17.06
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	44.57	35.78	38.20	42.36	43.77
2016 年以来分位数	0.21%	0.46%	3.10%	5.57%	9.88%

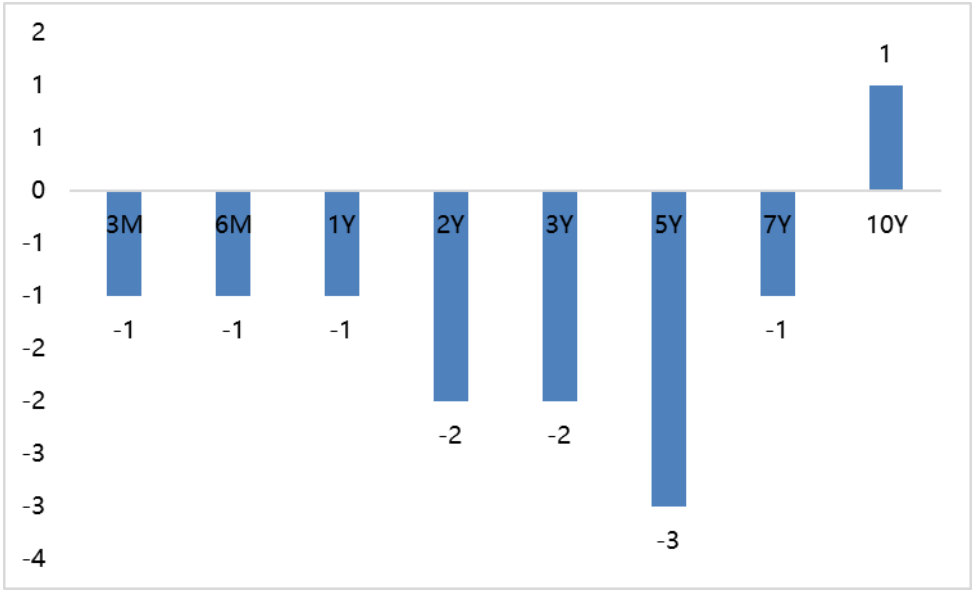
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2.12BP 至 1.3490，3 年期下行 1.15BP 至 1.4043，5 年期下行 0.36BP 至 1.5256，10 年期下行 0.01BP 至 1.6652。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.24BP，

中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.18BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.44BP。

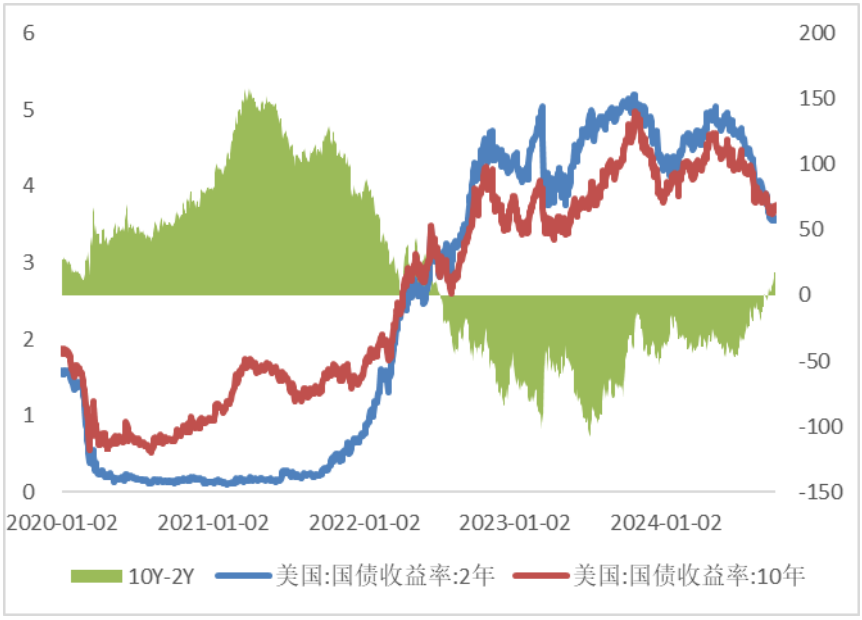
图 12：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数下行。上周 10 年期美债收益率上行 1BP，10 年期国债收益率下行 0.01BP，中美利差倒挂程度增大。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率下行 2BP，10 年期美债收益率上行 1BP。

图 13：10 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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.60%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.03%，即期汇率升值 0.08%，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	98.46	7.1498	7.1766	7.1810
对照日期	97.8731	7.1475	7.171	7.1736
涨跌	0.60%	-0.03%	-0.08%	-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，上半年国内经济运行平稳但结构分化，生产强、外需稳、内需波动的格局延续，实际 GDP 与名义 GDP 剪刀差有所扩大；海外方面，美国 6 月通胀低于预期，美国经济软着陆与美联储降息预期升温。上半年国内经济运行总体平稳，GDP 实际同比录得 5.3%，超出市场预期。上半年经济表现显著减轻了下半年经济增长压力，全年完成 5%的年初既定 GDP 增长目标难度不大。结构上来看，宏观经济结构分化的格局延续。生产表现强劲，6 月工业增加值同比增长 6.8%，显著高于预期；出口表现平稳，6 月美元计价出口同比增长 5.9%，在关税扰动下展现出较强韧性；内需延续波动，6 月社会消费品零售总额和全社会固定资产投资总额分别增长 4.8%和 2.8%，均较前值有所回落且弱于市场预期。受物价持续低位运行的影响，上半年名义 GDP 增速录得 4.3%，实际 GDP 与名义 GDP 剪刀差有所扩大。海外方面，美国宏观经济软着陆预期升温，6 月美国核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。数据发布后，交易员预测美联储在 9 月开始降息，到年底前将累计降息近两次。

（二）权益市场展望和策略

权益市场方面，美联储主席解雇事件再度 TACO。市场依旧定价未来宽货币政策对于大而美法案宽财政的支持，不会改变。通胀数据继续支持美国经济软着陆的预期，结构性景气存在于人工智能方向上。国内央行对于市场流动性的呵护不改，货币政策继续支持财政储备发力。预计结构性货币工具会是未来进一步宽松的主要方向。财政储备发力和反内卷，共同推

动 M1 超预期改善。短期大规模刺激政策的必要性降低，但结构性的支持不会少。

本周权益策略建议： 1、仓位：市场仍处于小幅的风偏提升阶段，维持中性仓位。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括银行、保险、石油石化、公用事业、环保、煤炭、电信运营商；建议逢低加仓。2）如有短线波段交易的需求，可继续参与短线品种的轮动交易：1）高位短线品种：CPO+PCB、金融互联网、港股创新药、可控核聚变、稳定币；2）低位品种（需要提前埋伏）：光伏、券商、地产链、半导体。如果出现短期热度过高，股价快速上涨，建议多做止盈，仓位可回补其他短线方向，或回补稳定类红利资产。3、关注中报业绩预喜的行业，以及雅鲁藏布江水电站开工对于基建板块的拉动。4、观察 7 月底的重要会议是否会给出新的政策指引，是否会从依赖外部结构性分子景气，向内部结构性分子叙事的演化。

（三）债券市场展望和策略

当前市场对于债市的方向相对明确，即中长期在基本面弱修复、资产荒延续、货币宽松预期下，债牛趋势未改，主要的分歧在于短期节奏。国内基本面变化方面，经济总量平稳但地产和社零偏弱符合预期，但社融偏强且信贷冲量并未拐头向下整体超出市场预期。从现有的线索看，我们认为是同样超预期的出口支撑了国内的需求侧，驱动来自海外而并非国内，往后看，在关税影响以及美国补库透支效应影响下，出口短期大概率会回落，但在美国降息预期以及大而美法案的支撑下，预计出口仍能维持较高韧性。那么只要国内地产处在弱平的状态，基本面对于利率下行的驱动效应是在下降的。政策方面，尽管市场对于 7 月政治局会议的总量型政策期待不高，但我们仍然建议关注是否有结构型的举措，以推进国内“反内卷”工作，这是逐步改善居民预期并带动存贷比扭转的关键。总而言之，我们依然处在经济走平的初期，宽货币的进程仍在，债市中期做多逻辑依然稳固，但不可否认的是随着政策带来基本面的转变正逐步积累并慢慢改变市场预期，利率特别是长端下行空间可能已经有限。

策略层面，随着近期政策层开始关注并尝试解决当前国内企业有量没利润的状态，如果去年“924”是政策态度的拐点，而今年“反内卷”则是政策方向的拐点，因此弱现实更多的对债市起到支撑而并非驱动下行。当然我们认为当前股市对“反内卷”本身过度交易短期情绪而忽视了长期效应，本轮“反内卷”与 15-16 年供给侧改革相比，首先体量更大，其次以光伏、汽车等结构性行业有待出清，并非过去的落后产能，并且从激励目标来看，由于上述行业中民企居多，因此从中央到地方乃至企业的诉求各不相同，整体有待观察执行层面落地情况。除非政策层能够采用比如生育补贴等方式直接补贴至居民部门，抑或在补贴企业部门

的同时提高最低工资标准的方式打通企业端利润至居民端收入的传导路径，否则私人部门信用周期很难起来。考虑到本轮股市轮涨行情中 AI 下游应用端仍有拔估值空间，在一定催化下股市情绪仍有向上脉冲动力，那么近期情绪或供给冲击将会提供波段操作的买点，当市场节奏重新切回弱现实，建议等会议落地后逢调整买入，窄幅波动下逢调整加仓及靠近前低后的止盈操作胜率较高，进一步突破需要看到央行态度的变化。中长期看，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和解，而特朗普带来的中美脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。

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。