**中长期资金入市加速，权益市场量能成关键**

——鑫元周观点（2025.1.20-2025.1.26）

**一、核心观点**

**宏观方面，**六部委联合发文推动中长期资金入市，并于1月23日举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况，明确了稳步提高中长期资金投资A股规模和比例。12月广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出同比增速回升；一般公共预算同比加速上行、政府性基金收入增速转正。海外方面，特朗普于1月20日正式宣誓就职美国总统，其就职演讲和发布的总统行政令显示大部分政策符合预期，但关税方面表态较市场预计更为平和，全球资本市场风险偏好上行。

**权益市场方面**，分母中期宽松逻辑不变，分子变化不大，量能影响短期走势，上周万得全A成交量多维持在1.2万亿中枢附近，市场向上突破需量能达1.5万亿左右，若量能缩减至1万亿以下，市场或进入减量状态，春节假期后市场可能做出方向性选择。上周海外焦点在于特朗普就职后的行动，其政策着眼于美国优先，短期对中国政策涉及较少，现阶段美国经济软着陆概率较大，美元进入中性震荡平台，纳指修复分母紧缩预期，大宗商品修复此前因强美元逻辑导致的下跌。上周人工智能板块受美国重启星门计划、国内豆包模型进展、C 端产品加速落地等因素刺激持续上涨，维持 “人工智能领域的配置是当下重要方向” 的建议。同时，中长期资金加快入市会为红利资产带来增量资金，受追捧的红利资产应股息率高、分红稳定、主营业务增速稳健、产品价格波动小且资本开支可控，其中更推荐银行。

**固收市场方面**，过去一周海外靴子初步落地，关税担忧有所缓和，国内政策端推动中长期资金入市节奏，市场风险偏好有所提升，资金面仍然偏紧，高频数据显示对美抢出口支撑同比高景气，一线新房二手房成交仍然保持韧性，但1月EPMI超季节性回落，若订单如EPMI订单一样弱于季节性，则制造业PMI有回落到50%以下的风险，央行提前而非顺延操作MLF，虽然投标上下限均下移10bp，但中标利率不变、且仅仅操作2000亿元、当月净回笼7950亿元，特朗普在达沃斯论坛喊话美联储降息后美元迅速走弱，人民币汇率大幅走强，多只货币ETF基金午后拉升逼近涨停颇受市场关注，债券收益率在多空因素交织下仍维持窄幅震荡走势。

**二、宏观动态**

1. **国内宏观**

**财政部：2024年全国一般公共预算收入21.97万亿元，比上年增长1.3%。**2024年全国一般公共预算收入21.97万亿元，同比增长1.3%，结束2024年以来月度累计收入持续负增长的态势，全年实现正增长。2024年与房地产和土地相关的收入依然是负增长。2024年契税收入5170亿元，同比下降12.5%，四季度房地产交易更趋活跃，但依然难改全年缩量的状态。另外，2024年国有土地使用权出让收入4.87万亿元，同比下降16%。

**中央金融办、证监会等六部门联合印发推动中长期资金入市实施方案。**方案重点引导商业保险资金、全国社会保障资金、基本养老保障资金、企业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。主要举措包括：提升商业保险资金A股投资比例与稳定性；优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制，稳步提升社保基金股票投资比例；扩大基本养老保险基金委托投资规模；提高企业年金基金市场投资运作水平；提高权益类基金规模和占比；优化资本市场投资生态。

**国务院新闻办公室于1月23日上午9时举行新闻发布会，证监会等多部门相关负责人就“长钱入市”介绍。**中长期资金将全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社保基金五年以上长周期考核安排。未来三年公募基金持有A股流通市值每年至少增长10%；力争大型国有保险公司从今年起每年新增保费的30%用于投资A股；第二批保险资金长期股票投资试点规模1000亿元，春节前批复500亿元投资股市；将适时推动两项资本市场支持工具扩面增量。

**央行、证监会近日联合召开股票回购增持再贷款座谈会。**座谈会进一步发挥政策工具稳定资本市场作用。金融机构表示，主动开展市值管理的上市公司是经营效益较好、管理层对自身业务发展有充分信心的优质企业，股票回购增持贷款有望成为新的业务增长点，下一步将充分发挥客户和网点优势，持续完善对上市公司和主要股东的综合性金融服务，实现银行与企业共同发展。

1. **海外宏观**

**美国初请失业金人数增至22.3万，创三年新高。**美国上周初请失业金人数增加6000人至22.3万人，创三年新高，预期为22万人。前一周续请失业金人数增加4.6万人至189.9万人，创2021年11月以来最高。

**日本去年12月核心CPI同比涨幅创16个月新高。**日本2024年12月核心CPI同比升3.0%，为2023年8月以来最大升幅，为连续40个月同比上升。食品及能源价格持续上涨是推升CPI的主要因素。

**日本加息25个基点，利率水平达近17年来最高。**日本央行如期加息25个基点至0.5%，为去年7月以来首次恢复加息，加息幅度为2007年2月以来最大，利率水平达到2008年10月以来最高。同时，日本央行还上调了2024-2026财年核心CPI预期。日本央行表示，如果经济和价格走势符合预期，将继续提高政策利率。

**特朗普宣誓就任美国第47任总统。**当地时间1月20日，美国当选总统特朗普正式宣誓就任美国第47任总统。美国当选副总统万斯也正式宣誓就任美国副总统。特朗普宣布将签署一系列行政令，包括宣布南部边境进入国家紧急状态，并派遣军队抵御所谓非法移民“灾难性入侵”；宣布国家能源紧急状态，加大传统能源开采，结束拜登政府“绿色新政”，撤销电动车优惠政策以拯救美国传统汽车工业；建立对外税务局，对外国进口产品加征关税；宣布美国政府将只承认男女两个性别；将“墨西哥湾”改名为“美国湾”；将扩张美国领土，把美国国旗插上新的地平线；将把美国宇航员送往火星。

**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股各宽基指数多数上涨。**截至1月24日，创业板指上涨2.64%，中证1000上涨1.65%，深证成指上涨1.29%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信、计算机、电子**领涨。

**2、权益市场估值**

图2：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/24** | **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 | 14.1 | ↑ 0.01 | 36.5 | ↑ 0.13 | 62.8% | 77.1% | 72.3% |
| 深证成指 | 24.6 | ↑ 0.41 | 50.5 | ↑ 2.11 | 45.2% | 47.3% | 34.0% |
| 上证50 | 10.7 | ↓ 0.06 | 46.2 | ↓ 2.17 | 68.8% | 70.2% | 60.4% |
| 沪深300 | 12.4 | ↓ 0.01 | 41.8 | ↓ 0.17 | 56.6% | 61.6% | 56.2% |
| 中证500 | 27.4 | ↑ 0.57 | 39.6 | ↑ 2.31 | 51.2% | 85.8% | 81.1% |
| 中证1000 | 36.4 | ↑ 0.60 | 38.6 | ↑ 4.97 | 38.6% | 55.6% | 56.4% |
| 创业板指 | 33.7 | ↑ 1.62 | 15.6 | ↑ 2.44 | 16.7% | 29.0% | 33.1% |
| 科创50 | 83.6 | ↓ 0.25 | 93.0 | ↓ 0.71 | 93.0% | 93.0% | 92.7% |

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）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/24** | **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) | 21.7 | ↓ 0.18 | 10.51% | ↓ 0.05 | 10.5% | 18.2% | 25.7% |
| 基础化工(申万) | 23.0 | ↓ 0.08 | 42.09% | ↓ 0.21 | 42.1% | 72.9% | 64.7% |
| 钢铁(申万) | 26.0 | ↑ 0.19 | 67.30% | ↑ 0.44 | 67.3% | 98.3% | 97.6% |
| 有色金属(申万) | 19.4 | ↓ 0.17 | 16.12% | ↓ 0.39 | 16.1% | 27.9% | 39.4% |
| 电子(申万) | 56.0 | ↑ 1.56 | 77.13% | ↑ 2.84 | 77.1% | 96.3% | 95.0% |
| 家用电器(申万) | 15.1 | ↓ 0.12 | 43.88% | ↓ 1.90 | 43.9% | 49.2% | 54.1% |
| 食品饮料(申万) | 19.5 | ↓ 0.42 | 13.04% | ↓ 1.00 | 13.0% | 3.2% | 4.5% |
| 纺织服饰(申万) | 19.6 | ↑ 0.11 | 9.54% | ↑ 0.87 | 9.5% | 14.9% | 16.9% |
| 轻工制造(申万) | 24.0 | ↓ 0.04 | 27.93% | ↓ 0.22 | 27.9% | 48.3% | 33.4% |
| 医药生物(申万) | 29.6 | ↑ 0.02 | 24.17% | ↑ 0.13 | 24.2% | 41.8% | 48.9% |
| 公用事业(申万) | 16.5 | ↓ 0.05 | 8.37% | ↓ 0.10 | 8.4% | 1.1% | 1.6% |
| 交通运输(申万) | 16.4 | ↓ 0.16 | 42.82% | ↓ 1.12 | 42.8% | 53.1% | 66.6% |
| 房地产(申万) | 35.0 | ↓ 0.47 | 97.36% | ↓ 0.34 | 97.4% | 95.4% | 93.6% |
| 商贸零售(申万) | 34.0 | 0.00 | 70.42% | ↓ 0.04 | 70.4% | 85.2% | 79.1% |
| 社会服务(申万) | 23.0 | ↑ 0.14 | 3.05% | ↑ 0.20 | 3.1% | 5.3% | 7.5% |
| 综合(申万) | 58.8 | ↓ 0.62 | 75.90% | ↓ 0.62 | 75.9% | 90.3% | 86.4% |
| 建筑材料(申万) | 24.1 | ↓ 0.31 | 69.97% | ↓ 0.64 | 70.0% | 96.7% | 95.7% |
| 建筑装饰(申万) | 9.2 | ↓ 0.04 | 20.48% | ↓ 1.01 | 20.5% | 34.5% | 44.8% |
| 电力设备(申万) | 30.6 | ↑ 0.37 | 25.40% | ↑ 0.77 | 25.4% | 44.0% | 41.6% |
| 国防军工(申万) | 64.2 | ↓ 0.63 | 47.54% | ↓ 1.87 | 47.5% | 70.5% | 72.3% |
| 计算机(申万) | 68.5 | ↑ 4.10 | 79.98% | ↑ 5.92 | 80.0% | 83.2% | 77.7% |
| 传媒(申万) | 37.5 | ↑ 0.59 | 45.27% | ↑ 2.73 | 45.3% | 71.0% | 66.4% |
| 通信(申万) | 34.0 | ↑ 1.71 | 28.48% | ↑ 7.26 | 28.5% | 45.0% | 60.6% |
| 银行(申万) | 5.9 | ↑ 0.01 | 36.70% | ↑ 0.30 | 36.7% | 41.6% | 58.2% |
| 非银金融(申万) | 16.0 | ↑ 0.35 | 46.88% | ↑ 4.50 | 46.9% | 63.1% | 72.4% |
| 汽车(申万) | 26.0 | ↑ 0.42 | 68.31% | ↑ 1.86 | 68.3% | 52.2% | 32.5% |
| 机械设备(申万) | 31.6 | ↑ 0.72 | 61.44% | ↑ 5.26 | 61.4% | 86.5% | 89.0% |
| 煤炭(申万) | 11.4 | ↓ 0.22 | 55.19% | ↓ 1.71 | 55.2% | 86.8% | 87.8% |
| 石油石化(申万) | 15.7 | ↓ 0.52 | 37.67% | ↓ 4.48 | 37.7% | 64.5% | 70.0% |
| 环保(申万) | 19.6 | ↓ 0.03 | 12.23% | ↓ 0.18 | 12.2% | 21.2% | 27.8% |
| 美容护理(申万) | 32.3 | ↓ 0.06 | 31.33% | ↓ 0.37 | 31.3% | 28.7% | 19.0% |

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周各宽基指数估值上下不一，各行业估值上下不一**。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**计算机**估值上行最多。当前**房地产、计算机、电子、综合、商贸零售**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、纺织服饰、农林牧渔、环保**板块估值处于历史较低水平。

**3、权益市场资金**

**1月23日，两融资金占比为9.72%，1月17日为8.98%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。**截至1月24日，上周融资净买入的前三行业为**通信、石油石化机械设备**。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

数据来源：Wind、鑫元基金

**4、海外权益市场**

**上周海外股市分化**。美国股市方面，道指上涨2.15%，标普500上涨1.74%，纳指上涨1.65%；欧洲股市方面，德国DAX上涨2.35%，英国富时100下跌0.03%，法国CAC40上涨2.83%；亚太股市方面，日经225指数上涨3.85%，恒生指数上涨2.46%。

图5：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：**上周央行共开展24515亿元7天期逆回购操作和2000亿元MLF操作，因有14848亿元7天期逆回购到期，实现净投放11667亿元。

图6：上周公开市场操作情况

**政府债发行：**本周国债无发行计划，地方政府债计划发行68.6亿，整体净缴款1840元。

表1：1月27日政府债发行缴款

单位：亿元

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 1月27日 | |
| 国债 | 地方债 |
| 发行 | 0 | 68.6 |
| 到期 | 450 | 0 |
| 缴款 | 2290 | 0 |
| 净缴款 | 1840 | |

**同业存单发行：**本周到期284亿元，低于前一周的6041亿元，其后两周分别为3927亿元、2130亿元，整体到期压力不大。

图7：同业存单到期与发行

**回购市场：**资金面延续紧张状态，跨年价格为过去五年同期最高。支持跨年的R007从上周一的2.33%持续上行至3.16%，R014从2.68%上行至4.13%，3-4%的跨年资金成本远高于2024年同期的2%左右，也是近五年同期最高。隔夜利率有所回落，主要是上周日调休，非银更多拆借2天以上资金跨周末，因而R001从上周一的2.27%回落至上周五的1.85%。

**票据利率：**市场交投活跃度较上周有所提振，临近月末，规模因素及大行操作影响市场，票据利率波幅加大。上周初，标杆大行降价进场配置，带动买盘中小行跟随，卖盘出票谨慎，票价快速下行。上周中，随着买盘情绪收敛，叠加票源供给攀升，票价再度回暖。周尾，市场情绪日内反转，票价波幅加大。

**（三）债券市场**

图8：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）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 中债国债期限利差 | | | | |
| **项目** | **3-1** | **5-3** | **10-5** | **10-R007** |
| **期限利差** | **0.38** | **12.2** | **19.08** | **-150.29** |
| 环比 | -1.51 | -2.81 | -3.78 | -2.91 |
| 年初以来 | -20.6 | 1.13 | 3.56 | -180.69 |
| 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 | 26.66 | 15.71 | 18.67 | 50.20 |
| 2016年以来分位数 | 1.23% | 25.32% | 55.48% | 0.53% |

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1月26日）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 中债中短期票据信用利差 | | | | | |
| **项目** | **AAA：1Y** | **AAA：2Y** | **AAA：3Y** | **AAA：4Y** | **AAA：5Y** |
| **信用利差** | **36.44** | **27.9** | **31.87** | **38.53** | **38.55** |
| 环比 | 3.36 | -3.29 | -1.49 | 1.33 | -1.22 |
| 年初以来 | 4.1 | -7.33 | -5.39 | 4.89 | -6.57 |
| 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 | 45.53 | 36.33 | 38.79 | 42.80 | 44.07 |
| 2016年以来分位数 | 34.39% | 23.51% | 25.36% | 38.18% | 28.97% |

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为2016至今

**上周中债国债收益率和中债国开收益率分化。**其中，中债国债1年期收益率上行7.82BP至1.3399，3年期上行6.31BP至1.3437，5年期上行3.5BP至1.4657，10年期下行0.28BP至1.6565。

**长期限高等级票据信用利差分化。**中债1年期AAA级中短期票据信用利差走阔3.36BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差收紧3.29BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差收紧1.49BP。

图9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周美债收益率分化。**上周10年期美债收益率上行2BP，10年期国债收益率下行0.28BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1年期美债收益率下行4BP，3年期美债收益率基本持平，10年期美债收益率上行2BP。

图10：10年期和2年期美债收益率走势

数据来源：Wind、鑫元基金

1. **外汇市场**

**上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。**上周美元指数下行1.74%，中间价上行0.26%，即期汇率上行1.19%，离岸人民币汇率升值1.32%。

表4：上周美元及人民币汇率升贬值

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 美元和人民币汇率 | | | | |
| **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 | 107.4804 | 7.1705 | 7.2412 | 7.2443 |
| 对照日期 | 109.3792 | 7.1889 | 7.3284 | 7.3410 |
| 涨跌 | -1.74% | 0.26% | 1.19% | 1.32% |

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，六部委联合发文推动中长期资金入市，并于1月23日举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况，明确了稳步提高中长期资金投资A股规模和比例。12月广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出同比增速回升；一般公共预算同比加速上行、政府性基金收入增速转正。海外方面，特朗普于1月20日正式宣誓就职美国总统，其就职演讲和发布的总统行政令显示大部分政策符合预期，但关税方面表态较市场预计更为平和，全球资本市场风险偏好上行。**推动中长期资金入市较为实质的政策有3点：一是明确了稳步提高中长期资金投资A股规模和比例。对于公募基金，明确公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%。对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从2025年开始，每年新增保费的30%用于投资A股。二是加快推动险资设立私募证券投资基金。2025年上半年第二批保险公司设立私募基金投资股票试点，不低于1000亿元，春节前先批500亿元。预计第二批试点更加灵活，可以是单家或多家保险公司发起设立。三是延长了考核周期。公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金等，都全面建立实施3年以上长周期考核。12月广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出同比增速较11月的4.6%回升至10.7%、录得于年内相对高位，或体现地方置换债集中发行后资金加快拨付、有助于改善广义政府部门现金流。12月广义财政（一般公共预算+政府性基金）赤字录得1.96万亿元、较去年同期多增832亿元、显示财政延续温和扩张态势。海外方面，特朗普就职首日一共签署了多项行政令，是其就职演说的落地和延伸，主要聚焦于内政领域，其中《美国优先的贸易政策》更受国内投资者关注。关于此前备受关注的关税问题，其就职的首日并未有过多阐述，而移民与边境、能源问题的优先级更高。此外，特朗普任期内AI基础设施建设投入预计增加，OpenAI宣布成立Stargate Project公司，计划在未来四年内投资 5000 亿美元AI基础设施。

**（二）权益市场展望和策略**

随着中长期资金入市步伐加快，其投资规模和比例有望显著提升，这将优化资本市场投资者结构，增强投资行为的长期性和稳定性，为市场带来慢牛行情。权益市场方面，分母端的中期宽松逻辑保持不变，但分子端暂无显著变化。量能水平成为短期走势的关键因素，上周万得全A成交量维持在1.2万亿中枢附近，若要向上突破，需达到1.5万亿水平；若量能持续萎缩至1万亿元以下，市场可能进入减量状态。预计春节假期结束后，市场将做出方向性选择。

海外方面，上周焦点集中在美国新任总统特朗普的政策行动。其上任初期政策聚焦于美国优先，包括成立对外税务局、解决移民边境问题、推动石油开采等，同时关注短期见效的投资领域，如人工智能。现阶段美国经济软着陆的概率较大，美元进入中性震荡平台，纳指有望修复前期过分悲观的预期，大宗商品也将逐步完成此前因强美元逻辑导致的下跌修复。

在行业板块方面，上周人工智能板块继续上涨，自12月中旬推荐以来，表现十分出色。文章维持对人工智能及机器人板块的重点配置建议。同时，随着中长期资金加快入市，红利资产也将迎来更多增量资金。在红利资产中，更推荐银行，因其股息率较高且分红稳定，主营业务增速稳健，产品受价格波动影响小，未来资本开支可控。

**（三）债券市场展望和策略**

展望后续市场，尽管机构配置压力仍在加大，但当前市场可能过度定价货币宽松力度及节奏，而财政和货币政策自有其决策逻辑，鉴于中美关系迎来阶段性缓和，则政策对冲节奏可能进一步后置，短期内除非出现基本面超预期下行压力，否则债券市场短期内可能面临多头博弈宽松预期落空后的阶段性调整。大方向上仍然维持去年10月初的判断，即当前仍然处于并且很有 可能长期处于924决策层态度转变后的政策试错期，宏观层面预计仍将面临内外部严峻形势，政策利率仍然远高于实体经济能够提供的回报水平，无风险利率需要长期保持低位助力化债和大规模财政支出，债券市场中长期维度仍将维持长牛格局，短期维度考虑到春节前后仍然处于前期政策成效验证及增量政策真空期，海外不确定因素仍有可能反复，预计债券收益率短期仍以低位窄幅区间震荡为主，向下有效突破仍需要等待内外部因素共振带来的政策利率调整窗口。

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。