

# 国内政策定调积极，海外货币宽松延续

——鑫元周观点（2025.12.08-2025.12.12）

## 一、核心观点

宏观方面，国内方面，中共中央政治局召开会议，分析研究2026年经济工作；中央经济工作会议定调明年经济政策，强调积极财政与宽松货币政策；海外方面，美联储年内第三次降息至3.50%-3.75%，鲍威尔称货币政策无预设路径，特朗普称沃什是美联储主席头号候选人。

权益市场方面，12月美联储议息会议靴子落地，降息幅度符合预期。虽然没有对进一步加速降息与否给出明确的态度，但整体表态偏鸽，未来剩余两次降息的预期不变。短期市场将聚焦于明年美国的宽财政措施和12月12日开始的技术性扩表。明年美国宽财政和提前扩表预示总量经济存在再通胀的可能，大宗商品维持强势也在给予验证。海外进入到总量分子扩张下的结构性分化，对于稀缺性和成长性的要求进一步提高。国内分子：出口数据维持强势，外需依旧不弱，总体经济向好。本周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1) 本周市场需要警惕波动率风险，在窄幅震荡三周之后，波动率放大的概率在增加。2) 外需主导的结构性分子景气是目前的主要交易逻辑，体现为海外算力的个股阿尔法机会和有色金属的贝塔性机会。3) 海外AI短期面临甲骨文业绩不及预期，引发对AI总体资本开支的质疑。这样的质疑会要求AI领域的投资更偏向核心的阿尔法逻辑。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1) 短期交易方向：商业航天继续活跃；海外算力的谷歌链机会。需要有对短期波动率加大的容忍度。2) 行业配置：建议关注：通信、有色、国防军工、机械、电子；建议谨慎：食品饮料、房地产、医药、建筑、计算机。

固收市场方面，政策预期为上周债市走向的核心动力，重磅会议接连落地，宽货币政策未发生转变，市场在利好刺激下快速冲高，多头情绪渐占主导，然市场做多信心并不稳固，止盈情绪下上周五债市迎来猛烈回调，空头反攻号角吹响，超长端活跃券单日上行超4BP，回升至2.25%上方，回吐上周多数涨幅。此外，公募赎回新规方案仍未明确，再传落地时间延后消息，上周基金连续三日买债，上周五转为出券主力。全周来看，30y、10y、1y国债收益率分别变化-1bp、-1bp、-1bp 收于2.25%、1.84%、1.39%。期限利差方面，30y-10y、10y-

1y 期限利差分别变化 0bp、0bp 收于 41bp、45bp。上周重要会议基本落地，整体并未释放出特别多的超预期信号。国内端来看，政治局会议以及中央经济工作会议政策基调未变，即在财政温和发力的基础上支持内需及发展新质生产力。海外端来看，美联储议息会议降息 25bp 符合市场预期，会后宣布重启扩表略超市场预期，由降息引发的风险偏好改善预计仍将持续。本周披露的金融数据呈现总量与结构分化的特征，单月社融增量超预期，但居民部门受地产拖累明显，对公端的票据冲量再现，表明当前内需偏弱的状态未见明显改善。结合会议基调以及经济数据，我们认为当前宏观背景下宽松交易的市场主线的基础相对坚实，那么在居民资产配置再平衡的过程中债市依旧承压。目前权益市场的情绪周期接近底部，后续各部门针对中央经济工作会议的部署会有所表态，容易带动权益市场的情绪脉冲，而悬而未决的基金费率新规也一定程度上制约了机构的配债需求。我们认为在看到风偏彻底扭转或央行释放进一步宽松信号前，债市难见趋势性行情。总体而言，远端依旧受美国降息周期+大美丽法案驱动全球总需求向上影响，债市上有顶，下有底状态或将延续。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作。会议强调，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

中央经济工作会议在北京举行，定调明年经济工作，强调要继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，重视解决地方财政困难。要继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。会议确定 8 方面重点任务，提出要优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制措施。推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模。坚持创新驱动，深化拓展“人工智能”。深入整治“内卷式”竞争。加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。倡导积极婚育观，努力稳定新出生人口规模。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。

中央金融委员会办公室主任何立峰在全国金融系统工作会议上强调，有力有序有效做好2026年金融重点工作。要继续着力做好防范化解地方中小金融机构风险、房地产企业涉金融风险、地方政府融资平台金融债务风险工作，严控增量、妥处存量、严防“爆雷”，严厉打击非法金融活动。

中央财办分管日常工作的副主任、中央农办主任韩文秀表示，我国主要经济指标表现好于预期；明年将根据形势变化出台实施增量政策；优化“两新”政策实施，给予地方更多自主空间；壮大领军创业投资机构和科技领军企业；出台地方政府招商引资鼓励和禁止事项清单；既要扩大出口，也要增加进口；积极稳妥推进碳达峰，培育氢能、绿色燃料等；要严防虚假化债、数字化债，不得违规新增隐性债务。

**史上最严公募基金销售行为规范即将出台。**证监会就公募基金销售行为规范征求意见，拟从宣传推介、直播销售、费用披露、绩效考核、廉洁从业等多个核心维度划定监管红线，剑指行业长期存在的“重销售、轻服务”等行业乱象。

美国总统特朗普称将批准向中国出售英伟达H200人工智能芯片，外交部发言人郭嘉昆回应表示，中方一贯主张，中美通过合作实现互利共赢。

**中国11月金融数据出炉。**据央行初步统计，前11个月，人民币贷款增加15.36万亿元；社会融资规模增量累计为33.39万亿元，超去年全年，比上年同期多3.99万亿元。11月末，M2同比增长8%，M1同比增长4.9%，社融存量同比增长8.5%，人民币贷款余额同比增长6.4%。普惠小微贷款、制造业中长期贷款、科技贷款增速持续高于全部贷款增速。

世界银行发布最新一期中国经济简报，预计2025年中国经济增长率为4.9%，较此前预期上调0.4个百分点。世行表示，中国政府更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策支撑了国内消费和投资。同时，中国出口市场更加多元化，为保持出口韧性提供了支撑。

国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》以及《商业健康保险创新药品目录》，自2026年1月1日起正式执行。本次医保药品目录调整新增114种药品，其中50种为1类创新药。

闻泰科技已正式向荷兰方面指定的安世半导体股权托管人迪里克等人发出函件，提议就安世半导体相关争议开展建设性会谈，以期通过对话弥合分歧、寻求符合各方利益的长期解决方案。

国务院总理李强同主要国际经济组织负责人举行“1+10”对话会。李强强调，今年中国经济顶压前行，取得新的发展成绩，我们有信心有能力完成全年经济社会发展目标任务。

商务部新闻发言人何亚东就欧盟电动汽车反补贴案表示，中欧双方本周刚刚举行了贸易救济对话，并将在下周继续磋商。中方欢迎欧方再次重启价格承诺磋商。

国家统计局公布数据显示，中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，创 2024 年 3 月以来最高；核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续 3 个月保持在 1% 以上。CPI 环比下降 0.1%，主要受服务价格季节性下降影响。11 月 PPI 环比上涨 0.1%，连续两个月上涨，高基数下同比降幅扩大至 2.2%。

海关总署发布数据显示，2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%。其中，出口 24.46 万亿元，增长 6.2%；进口 16.75 万亿元，增长 0.2%。11 月份，我国货物贸易增速回升，进出口总值 3.9 万亿元，增长 4.1%。其中，出口 2.35 万亿元，增长 5.7%；进口 1.55 万亿元，增长 1.7%。

## （二）海外要闻

美国总统特朗普 12 日表示，美国联邦储备委员会前理事凯文·沃什是下一任美联储主席职位的头号候选人，白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特也很出色。特朗普说，希望联邦基金利率一年后被降至“1%甚至更低”，以帮助美国财政部降低美国国债的高额融资成本。他还说，下任美联储主席应该在制定利率政策时咨询他的意见，但不必完全按照他的意见行事。

美联储货币政策委员会 FOMC 会后公布，降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.50% - 3.75%。这是美联储继 9 月 17 日、10 月 29 日降息后年内的第三次降息，幅度均为 25 个基点。会议投票为 9 票赞成、3 票反对，部分委员主张维持利率不变或更大降幅。会议声明指出经济温和扩张，就业增长放缓、失业率小幅上升，通胀仍处高位，委员会关注双重使命的双向风险。为维持银行体系流动性充足，自 12 月 12 日起启动每月约 400 亿美元的短期国债购买计划。美联储点阵图预测显示在 2026 年和 2027 年各有一次 25 个基点的降息。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策无预设路径，将逐次会议依据数据决策。通胀仍偏高，但非关税驱动的核心通胀已显著改善，若无新关税，商品通胀预计 2026 年第一季度见顶。利率已处于中性区间上端，政策正从限制性向中性过渡。为缓解市场压力，短期国债购买规模将在未来数月维持高位，预计 2026 年 4 月 15 日前完成。经济前景稳健，政府停摆结束支撑 2026 年增长预期。美国总统特朗普重申对美联储主席鲍威尔的批评。特朗普表示，降息幅度太小，本可以更大一些；美联储降息幅度本可以加倍。

美国总统特朗普正式签署行政令，为人工智能制定美国联邦政府监管“单一规则”，限制

各州监管人工智能的权力，并阻止各州现有相关法律的执行。

石油输出国组织(OPEC)对2026年全球石油供需的预测保持稳定，认为世界市场将保持平衡，这与普遍预测的供应过剩相悖。

美国财政部长贝森特提议转变金融稳定监督委员会(FSOC)的监管方向，从加强监管转向推动更宽松的监管环境。贝森特还将成立一个工作组，监测AI应用可能带来的金融稳定风险。

美国财政部表示，美国政府11月预算赤字降至1730亿美元。11月份的支出总额为5090亿美元，低于2024年11月的6690亿美元。

美国劳工统计局最新数据显示，美国第三季度就业成本指数同比涨幅放缓至3.5%，创近四年新低，环比涨幅也低于预期。

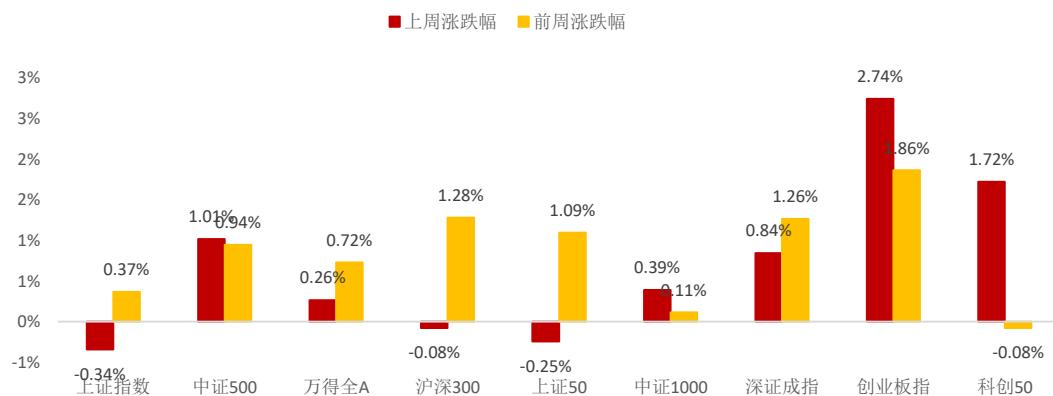
欧盟针对社交媒体平台X处以1.2亿欧元罚款。马斯克称将对处罚决定相关的欧盟高级官员作出回应。美国政府谴责欧盟的罚款举措，认为此举特别针对美国公司。

### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

图：上周A股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周A股宽基指数涨跌不一。截至12月12日，创业板指上涨2.74%、科创50上涨1.72%、中证500上涨1.01%，涨幅居前；上证指数下跌0.34%、上证50下跌0.25%、沪深300下跌

0.08%，跌幅居前。从行业板块看，上周通信、国防军工、电子领涨，煤炭、石油石化、钢铁领跌。

## 2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/12/12	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	16.2	↓ 0.09	52.8	↓ 1.21	89.2%	95.1%	93.4%
深证成指	30.4	↑ 0.17	73.0	↑ 0.52	80.6%	88.7%	84.7%
上证 50	11.7	↓ 0.12	58.7	↓ 2.19	86.4%	85.1%	80.1%
沪深 300	13.9	↓ 0.11	60.9	↓ 1.39	80.3%	82.1%	76.2%
中证 500	32.7	↑ 0.31	61.0	↑ 0.98	73.0%	95.8%	94.3%
中证 1000	46.6	↑ 0.16	66.4	↑ 0.32	66.4%	88.0%	85.9%
创业板指	40.7	↑ 0.92	34.9	↑ 2.92	32.9%	46.1%	49.7%
科创 50	152.3	↑ 2.72	95.8	↑ 0.50	95.8%	95.8%	95.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	25/12/12	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)	23.8	↓ 0.01	17.29%	↑ 0.05	17.3%	28.5%	38.3%
基础化工(申万)	28.2	↓ 0.64	61.69%	↓ 3.41	61.7%	85.4%	80.3%
钢铁(申万)	31.5	↓ 0.94	68.65%	↓ 1.18	68.6%	91.8%	89.0%
有色金属(申万)	26.2	↓ 0.01	32.27%	↑ 0.03	32.3%	53.2%	63.1%
电子(申万)	65.1	↑ 1.88	87.47%	↑ 2.41	87.5%	97.7%	96.8%
家用电器(申万)	14.7	↓ 0.29	39.09%	↓ 5.30	39.1%	44.2%	47.9%
食品饮料(申万)	21.2	↓ 0.36	20.34%	↓ 1.94	20.3%	13.0%	17.5%
纺织服饰(申万)	26.9	↓ 0.66	59.41%	↓ 2.10	59.4%	74.3%	68.2%
轻工制造(申万)	31.7	↓ 0.32	62.45%	↓ 0.67	62.4%	97.4%	96.6%
医药生物(申万)	37.1	↓ 0.37	52.99%	↓ 2.24	53.0%	72.3%	68.8%
公用事业(申万)	19.8	↓ 0.02	41.02%	↓ 0.08	41.0%	45.5%	48.8%
交通运输(申万)	17.9	↓ 0.28	55.99%	↓ 1.89	56.0%	72.2%	75.8%
房地产(申万)	59.1	↓ 1.59	97.80%	↓ 0.19	97.8%	96.4%	95.1%
商贸零售(申万)	48.8	↑ 0.15	93.67%	↑ 0.01	93.7%	98.9%	98.5%
社会服务(申万)	45.6	↓ 0.35	45.33%	↓ 1.03	45.3%	48.6%	30.7%
综合(申万)	55.3	↑ 0.64	72.49%	↑ 1.01	72.5%	84.1%	78.6%
建筑材料(申万)	27.8	↓ 0.44	76.14%	↓ 0.90	76.1%	94.9%	93.2%
建筑装饰(申万)	12.5	↓ 0.21	69.12%	↓ 1.16	69.1%	95.0%	97.6%
电力设备(申万)	39.5	↑ 0.42	55.67%	↑ 1.07	55.7%	73.6%	64.4%
国防军工(申万)	82.2	↑ 2.29	71.42%	↑ 1.39	71.4%	95.9%	94.5%
计算机(申万)	83.5	↓ 1.06	90.09%	↓ 0.66	90.1%	93.6%	91.3%
传媒(申万)	42.7	↑ 0.15	57.93%	↑ 0.38	57.9%	81.5%	78.0%
通信(申万)	48.6	↑ 2.88	80.26%	↑ 7.36	80.3%	98.8%	98.7%
银行(申万)	6.3	↓ 0.11	48.32%	↓ 6.13	48.3%	55.7%	69.0%

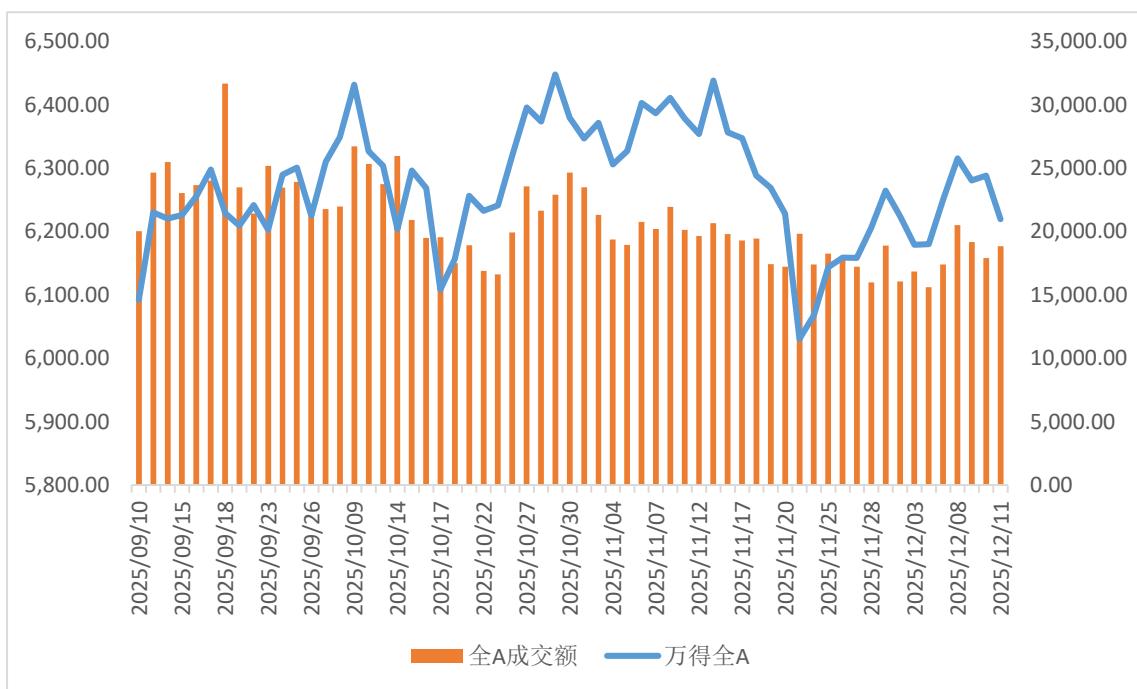
非银金融(申万)	12.9	↑	0.11	4.96%	↑	0.87	5.0%	3.4%	4.6%
汽车(申万)	28.5	↑	0.03	77.06%	↑	0.15	77.1%	64.1%	51.5%
机械设备(申万)	37.8	↑	0.52	71.02%	↑	0.71	71.0%	97.3%	98.4%
煤炭(申万)	17.9	↓	0.68	76.87%	↓	0.71	76.9%	98.5%	98.0%
石油石化(申万)	19.5	↓	0.71	61.21%	↓	4.95	61.2%	86.6%	90.2%
环保(申万)	28.7	↓	0.16	59.14%	↓	0.23	59.1%	96.5%	98.4%
美容护理(申万)	37.0	↓	0.59	47.42%	↓	1.61	47.4%	42.5%	27.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周通信、国防军工、电子估值上行最多，房地产、计算机、钢铁下行最多。当前房地产、商贸零售、计算机、电子、煤炭板块估值处于历史较高水平；非银金融、农林牧渔、食品饮料、有色金属、家用电器板块估值处于历史较低水平。

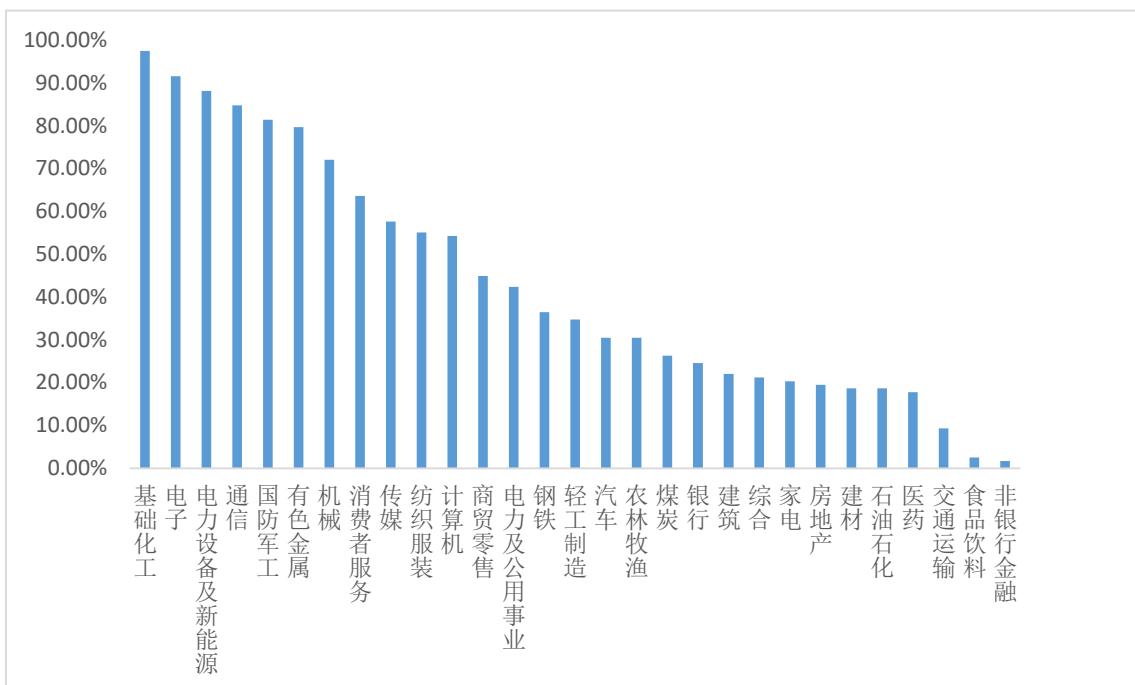
### 3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



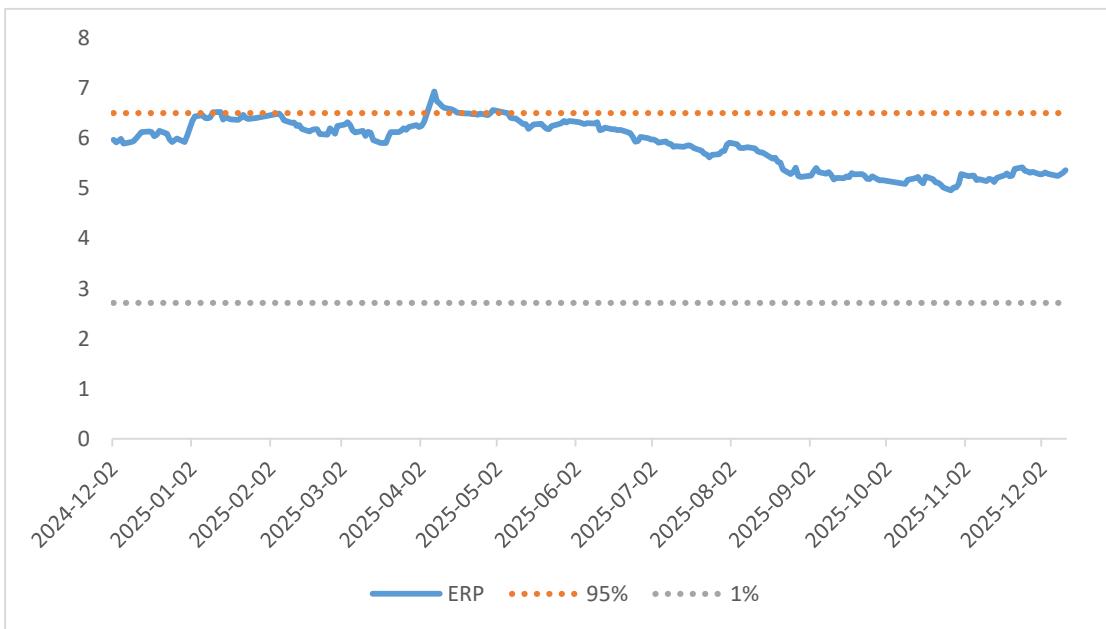
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：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，上周市场震荡。从行业拥挤度的角度，基础化工，电子，电力设备及新能源的拥挤度较高。

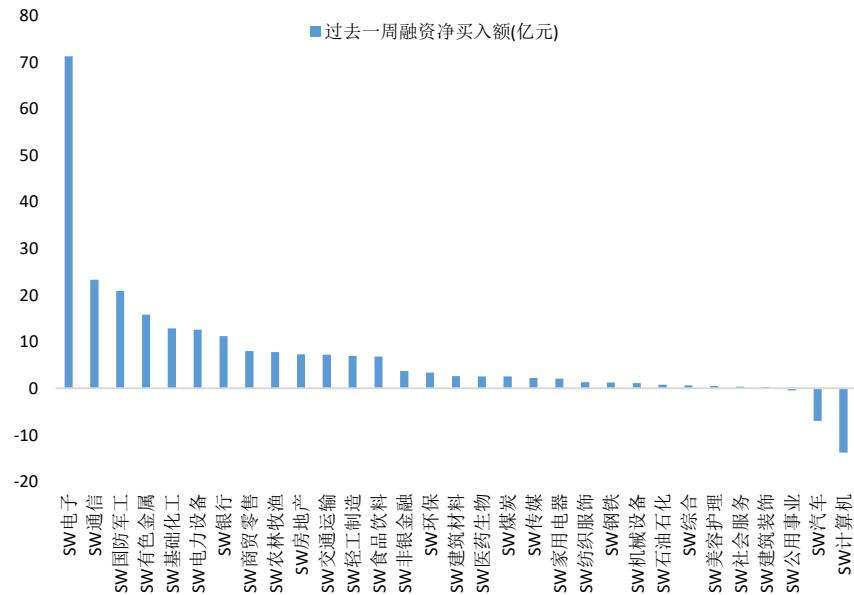
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.36%，处于历史 55.55% 的

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

12月11日，两融资金占比为9.85%，12月4日为9.86%，反映出杠杆资金加仓意愿略有下降。截至12月12日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、国防军工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

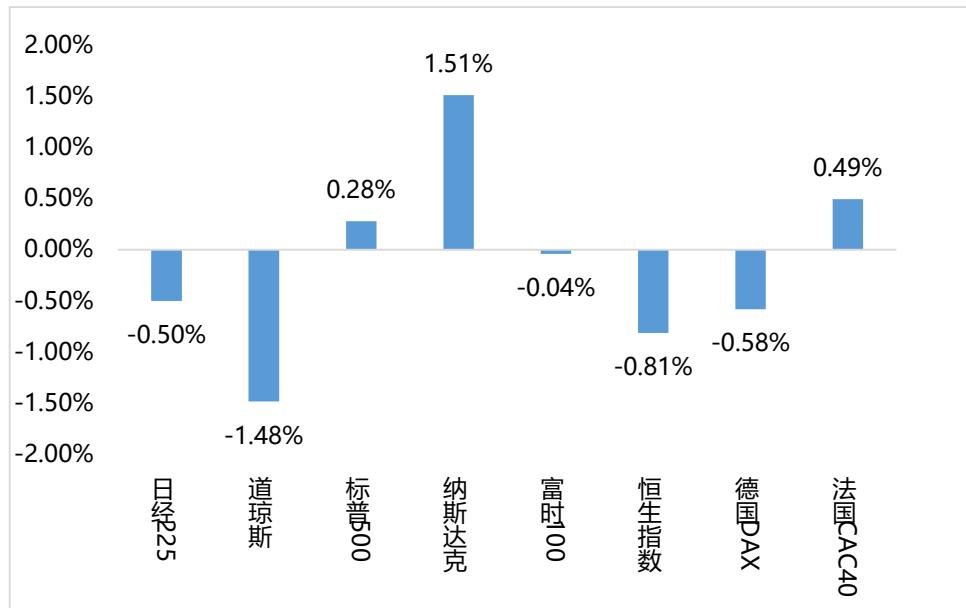


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指下跌1.48%，标普500上涨0.28%，纳指上涨1.51%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.04%，德国下跌0.58%，法国上涨0.49%；亚太股市方面，日经指数下跌0.50%，恒生指数下跌0.81%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

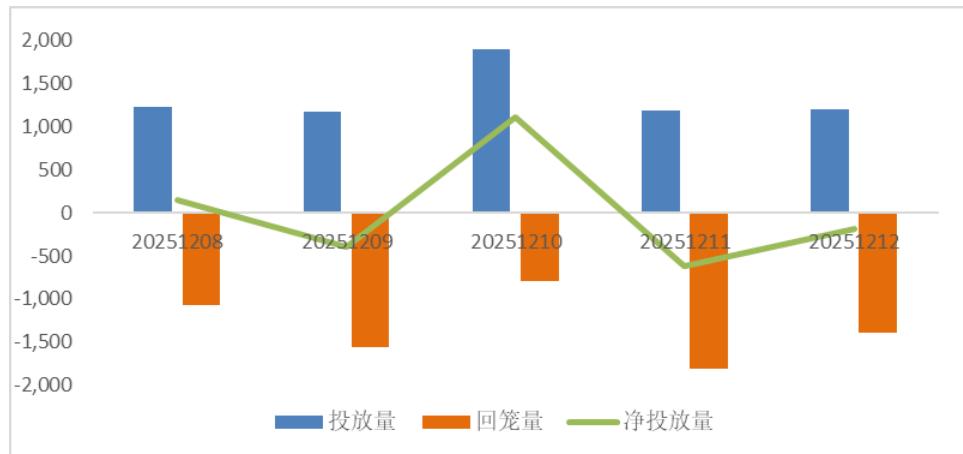


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 6685 亿元逆回购操作，因有 6638 亿元逆回购到期，整体上实现净投放 47 亿元。

图：上周公开市场操作情况



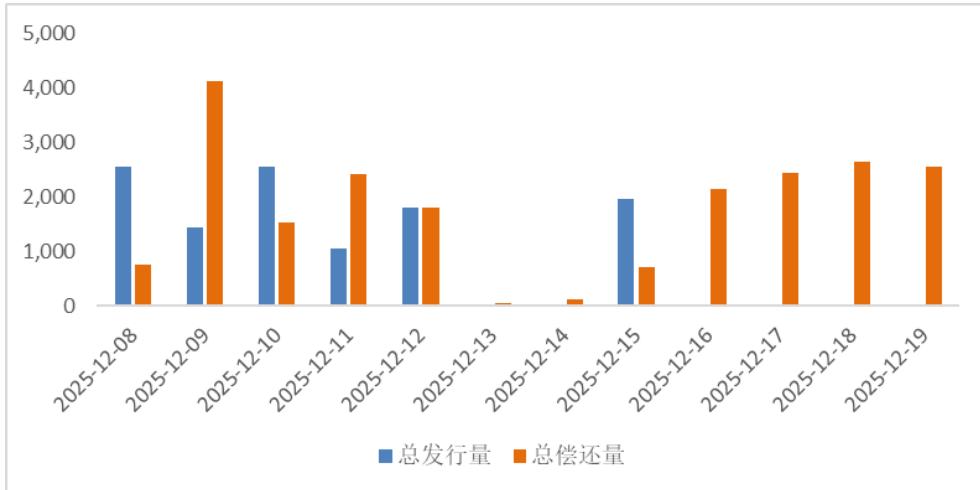
**政府债发行：**本周国债计划发行 1960 亿元，地方政府债计划发行 400 亿元，整体净缴款-839 亿元。

表 1：12月 15 日-12月 19 日政府债发行缴款

单位：亿元

	12月 15 日		12月 16 日		12月 17 日		12月 18 日		12月 19 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	55	0	23	0	0	0	322	1960	0
到期	3130	168.95	0	40.8	0	0	302.5	0	0	0
缴款	2240	163	0	55	0	23	0	0	0	322
净缴款	-896		14		23		-303		322	

数据来源：Wind、鑫元基金  
 同业存单发行：本周（12月15-19日）存单到期10648亿元，较前一周小幅提升。  
 图：同业存单到期与发行

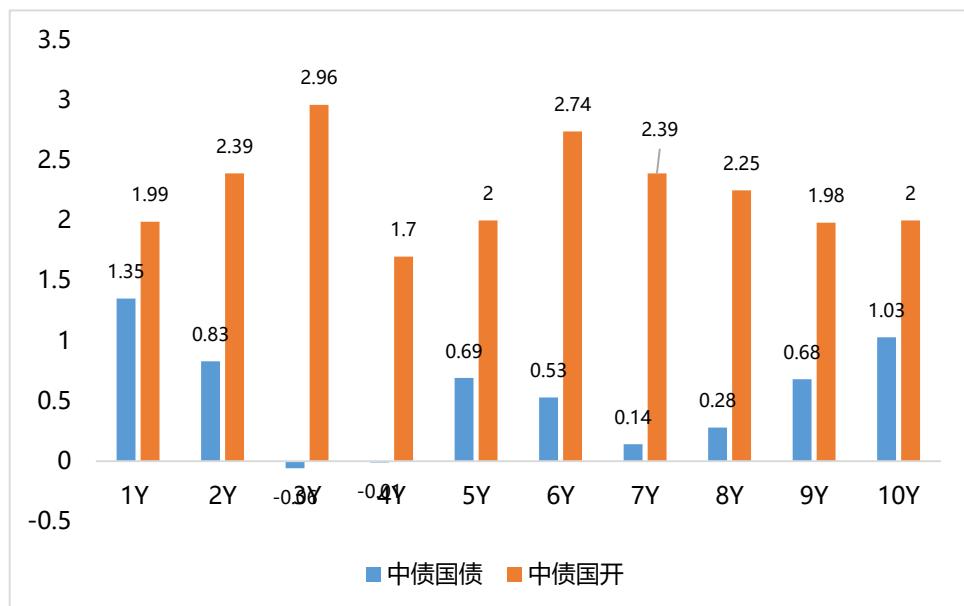


**回购市场：**上周资金面整体运行平稳。上周公开市场到期规模不大，且政府债净缴款规模为负，二者对资金面带来的扰动较小；央行每日维持公开市场投放，当周实现净投放47亿元，整体来看银行间资金面全周较为平稳。截至上周五，R001收于1.35%，较前一周下行2.46BP，R007收于1.51%，由于受跨税期影响，价格有所波动，较前一周上行1.12BP

**票据利率：**上周票据转贴市场先下后上，上周初买盘情绪释放，大行降价进场，价格下行；随后大行开始抬价，卖盘积极出票，票价回升；上周五买盘情绪由谨慎转为活跃，票价波动幅度加大。

### （三）债券市场

图14：上周利率债各期限收益率涨幅（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	1.41	21.93	21.51	35.59
环比	-1.41	0.75	0.34	2.38
年初以来	-19.57	10.86	5.99	5.19
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	24.87	15.23	18.54	46.56
2016 年以来分位数	1.97%	88.73%	71.55%	35.49%

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 12 月 12 日）

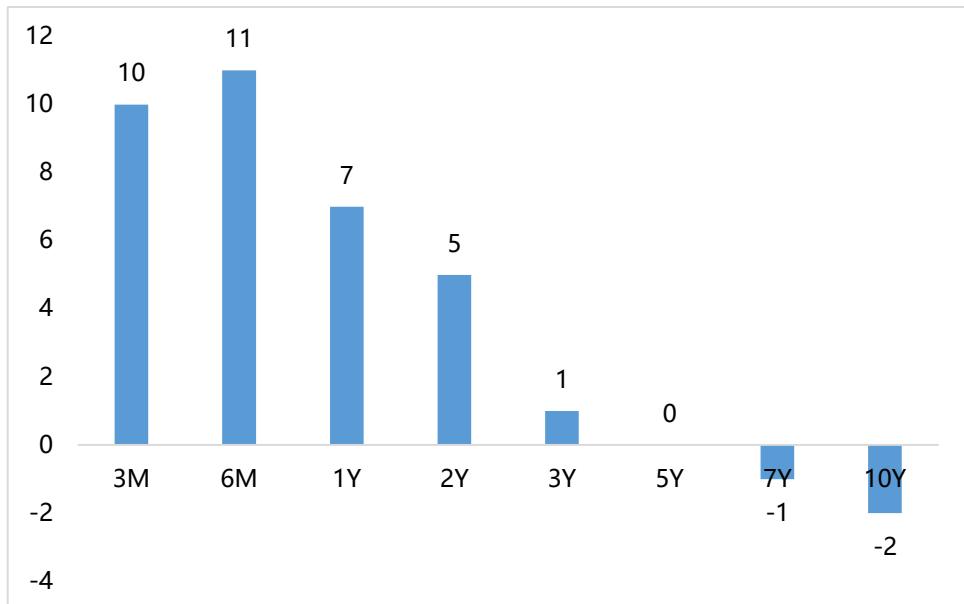
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	10.29	17.41	19.97	23.77	25.7
环比	-1.33	0.14	1.60	1.33	1.63
年初以来	-22.05	-17.82	-17.29	-9.87	-19.42
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	43.35	35.06	37.46	41.68	43.16
2016 年以来分位数	1.53%	3.86%	7.36%	6.48%	8.73%

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集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1.35BP，3 年期下行 0.06BP，5 年期上行 0.69BP，10 年期上行 1.03BP。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.33BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.14BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.60BP。

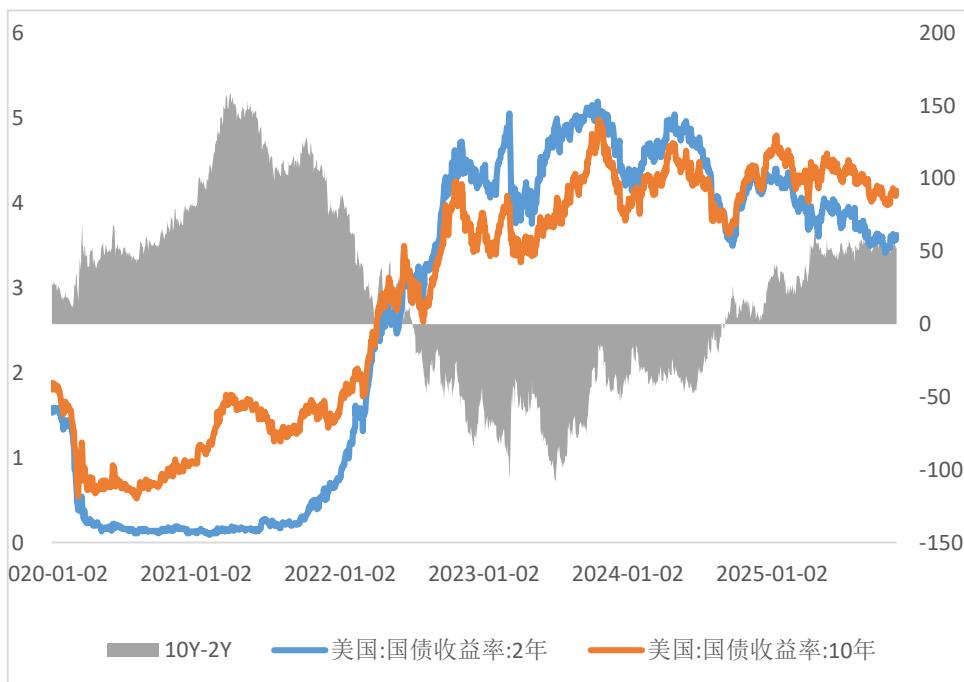
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。上周 1 年期美债收益率上行 7BP，3 年期美债收益率上行 1BP，10 年期美债收益率下行 2BP。

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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.71%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.18%，即期汇率贬值 0.23%，离岸人民币汇率贬值

0.26%。

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	99.1026	7.0764	7.0713	7.0719
对照日期	98.4012	7.0638	7.0554	7.0535
涨跌	0.71%	-0.18%	-0.23%	-0.26%

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

中央政治局会议与中央经济工作会议为2026年经济工作定调，释放出政策重心从“总量增长”向“结构优化”转换的清晰信号。2026年经济顶层设计明确了“重心转换、结构优化、长期为本”的路径。政策天平正从短期增速诉求，向深化改革、提升全要素生产率与培育新动能倾斜，经济增长的质感与韧性将更为关键。

### （二）权益市场展望和策略

12月美联储议息会议靴子落地，降息幅度符合预期。虽然没有对进一步加速降息与否给出明确的态度，但整体表态偏鸽，未来剩余两次降息的预期不变。短期市场将聚焦于明年美国的宽财政措施和12月12日开始的技术性扩表。明年美国宽财政和提前扩表预示总量经济存在再通胀的可能，大宗商品维持强势也在给予验证。海外进入到总量分子扩张下的结构性分化，对于稀缺性和成长性的要求进一步提高。国内分子：出口数据维持强势，外需依旧不弱，总体经济向好。本周权益策略建议1、仓位：维持中性仓位。1) 本周市场需要警惕波动率风险，在窄幅震荡三周之后，波动率放大的概率在增加。2) 外需主导的结构性分子景气是目前的主要交易逻辑，体现为海外算力的个股阿尔法机会和有色金属的贝塔性机会。3) 海外AI短期面临甲骨文业绩不及预期，引发对AI总体资本开支的质疑。这样的质疑会要求AI领域的投资更偏向核心的阿尔法逻辑。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1) 短期交易方向：商业航天继续活跃；海外算力的谷歌链机会。需要有对短期波动率加大的容忍度。2) 行业配置：建议关注：通信、有色、国防军工、机械、电子；建议谨慎：食品饮料、房地产、医药、建筑、计算机。

### （三）债券市场展望和策略

居民资产配置再平衡是当前国内股债主线，只要股市不言顶，赚钱效应就会不断驱动居民财富从债市流向股市，债市就难有趋势性行情。随着中美阶段性的关系缓和以及美联储预防性降息的落地，远端需求在大美丽法案的驱动下，宽松交易的大方向并没有发生变化。但当前国内股市上涨并非业绩驱动，而是宏观及产业叙事配合流动性宽松下的估值驱动行情，换句话而言，估值驱动的行情是有上边际的。但我们认为中期级别拉估值的行情并没有结束，一方面十五五规划落地后政策及产业叙事仍在，市场情绪易受消息面驱动上行；另一方面随着过去3年发行的大量大额存单到期，国内资产强者恒强的特征非常明显，股市依然握有资金面的优势。

上周风险资产波动明显，主要是重要会议前后资金有明显的止盈诉求。值得关注的是以铜、铝为代表的有色金属已经创历史新高，这表明产业以及宏观逻辑的叙事正在向上游资源品扩散，宽松交易依然是资产配置的主线逻辑。国内市场尽管缺乏交易热点，但短期也基本处在跌不动的状态，而万科展期、大额定存到期等事件也进一步拉开了国内固收资产与权益资产之间的收益差距，驱动资产配置的天平进一步向权益资产倾斜。往后看，国内金融数据同比继续回落容易造成权益市场估值承压，但其中部分原因是去年四季度整体基数较高，预计后续在政府融资的支撑下降幅可控。考虑到中美磋商已达成共识，地缘短期也暂无进一步恶化的现象，海外叙事的逻辑并没有被打破。当前权益市场情绪已接近底部区域，整体处在逢低做多的区间。对应到债市则缺乏明确单边驱动，但当前基本面边际转弱、央行呵护资金面宽松，但强调跨周期调节的情况下，债市仍“上有顶、下有底”，预计继续维持横盘震荡。

策略方面，目前中央经济工作会议给到的降准降息利多驱动已经兑现，市场对弱现实的定价趋于钝化。短端方面受央行态度及操作影响，资金面整体均衡偏松，短端以政策利率为下限，收益博取赔率有限。长端方面，10y 债短期仍将维持“上有顶、下有底”的状态，但近期扰动要素增加，大会影响有限、市场主线仍不十分明朗下机构行为交易盘情绪反转较快，短期债市可能波动放大，仍然建议把握 1.85%关键点位的配置机会，没有仓位的可考虑配置一定的底仓等待驱动。

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。