

国内政策筑底，海外预期博弈

——鑫元周观点（2025.12.22-2025.12.28）

一、核心观点

宏观方面，国内政策延续稳增长+调结构倾向：工业利润在 11 月显著回落，指向内需修复仍偏慢、工业品价格压力未除。货币端强调把握力度节奏、促进融资成本低位运行并维护资本市场稳定，宽松更偏“稳预期、保流动性”的渐进方式；地产支持更多体现为地方端边际放松（北京优化限购与按揭/公积金条件），而非全国性强刺激。人民币离岸汇率阶段性“破 7”更多受美元走弱与季节性结汇推动，央行同时强调防范汇率超调。海外方面，美联储降息预期升温叠加政治对货币政策的扰动，使美元与利率波动加大；贸易摩擦仍是扰动项（美国推迟对华芯片关税至 2027），资金在风险资产与贵金属间切换，短期更利于“国内政策托底、海外波动加剧”的定价框架。

权益市场方面，一、美元承受贬值压力，表明对于特朗普政府遵守财政纪律的不信任，以及即便财政宽松也难以实现真实的经济增长。但 26 年美国财政大概率是宽松的，这一逻辑已经开始抢跑了，本周大宗商品资产开始进入主升。因圣诞节假期，海外处于经济数据空窗期，无重要数据公布。国内出口维持强势，外需依旧不弱，总体经济向好。二、下周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1) 市场流动性和整体风偏水平，维持中性状态。结构性方向比整体仓位更为重要。2) 美国软着陆预期下的财政宽松逻辑开始抢跑，重启通胀预期。3) 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。2、行业选择：1) 弹性交易方向：商业航天+锂电中游材料+免税封关+海外谷歌链。需要有对短期波动率加大的容忍度，不要追涨杀跌，更应反向操作。2) 行业配置：建议关注：有色金属、基础化工、非银金融、国防军工、石油石化；建议谨慎：综合、计算机、医药、传媒、电力及公用事业。

固收市场方面，本周债市整体呈现震荡分化格局。在央行加量续做 MLF、跨年资金面超预期充裕的支撑下，短端债券持续走强，1 年期国债收益率显著下行；而长债交投情绪则较为纠结，在降准预期、明年超长债供给等消息面以及权益市场波动的扰动下，整体表现胶着。1 年期与 10 年期国债的期限利差走阔至 50BP 以上。周内 LPR 维稳、央行货政委 Q4 例会未对

市场形成显著方向指引，债市短暂扰动后重回震荡。年末时点下，市场多空势能均有所收敛，整体交投清淡。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-1bp、1bp、-6bp 收于 2.22%、1.84%、1.29%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、7bp 收于 39bp、55bp。本周宏观层面的增量信息有限，由降息引发的风险偏好改善仍在持续，黄金、白银、铜等均创出历史新高，整体符合此前我们对于宽松交易的主线逻辑的判断。目前权益市场已走出八连阳行情，预计市场情绪脉冲仍然向上。我们认为当前流动性过于宽松的环境下债市反而不用过于悲观，但债市要走出趋势性行情需看到风偏彻底扭转或央行释放进一步宽松信号。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

十四届全国人大常委会第十九次会议表决通过了关于召开十四届全国人大四次会议的决定。根据决定，十四届全国人大四次会议于 2026 年 3 月 5 日在北京召开。政协第十四届全国委员会日前召开第四十五次主席会议，审议通过了关于召开政协第十四届全国委员会第四次会议的决定（草案），建议全国政协十四届四次会议于 2026 年 3 月 4 日在北京召开。生态环境法典草案、民族团结进步促进法草案、国家发展规划法草案将提请十四届全国人大四次会议审议。

国务院总理李强主持召开国务院“十五五”规划《纲要草案》编制工作领导小组会议，深入研究《纲要草案》编制工作。李强指出，要谋划一批能够带动全局的重大工程、重大项目、重大载体，既为未来发展积聚新动能、培育竞争力，又为当前扩大内需、稳定经济运行提供支撑。

国家统计局发布数据显示，1-11 月份，规模以上工业企业利润增速有所回落，但仍然延续 8 月份以来的增长态势，以装备制造业、高技术制造业为代表的新动能行业保持较快增长，工业经济转型升级有序推进。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 66268.6 亿元，同比增长 0.1%；11 月份，规模以上工业企业利润同比下降 13.1%。

国家创业投资引导基金正式启动，在国家层面由财政出资 1000 亿元，在区域基金及子基金层面，预计将撬动万亿级社会资本参与。集成电路、人工智能、量子科技、脑机接口、航空航天、氢能储能等战略性新兴产业和未来产业将是基金投资重点领域。

上交所发布指引，支持正处于大规模商业化关键时期的商业火箭企业，适用第五套上市

标准登陆科创板。指引明确，商业火箭企业主营业务为“商业火箭自主研发、制造和提供航天发射服务”，在申报时“至少实现采用可重复使用技术的中大型运载火箭发射载荷首次成功入轨的阶段性成果”。

美方拟自 2027 年起对中国半导体产品征收关税。外交部发言人林剑回应表示，中方坚决反对美方滥施关税，无理打压中国产业。如果美方一意孤行，中方必将坚决采取相应措施，维护自身正当权益。

外汇市场迎来标志性时刻。12月25日，离岸人民币对美元盘中升破“7”整数关口，为15个月来首次，最高触及6.9985。与此同时，在岸人民币对美元逼近“7”关口，最高触及7.0053，创15个月新高。分析称，2025年人民币对美元汇率显著走强，尤其是11月下旬以来呈加速升值态势，但人民币对一篮子货币汇率仍小幅贬值。预计2026年，人民币对美元汇率或保持强势，6.8是关键点位，但需警惕回调。出口企业应专注主业，用套期保值或人民币结算来对冲风险。

北京市进一步优化调整住房限购政策。一是放宽非京籍家庭购房条件，购买五环内商品住房的社保或个税缴纳年限由“3年”调减为“2年”，五环外由“2年”调减为“1年”。二是多子女家庭五环内可多购买1套房。另外，商贷利率不再区分首套房和二套房，二套房公积金贷款最低首付比例下调至25%。

央行货币政策委员会召开第四季度例会，研究下阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。促进社会综合融资成本低位运行。会议再次强调维护资本市场稳定，但未提及房地产市场。

全国工业和信息化工作会议在京召开。会议强调，培育壮大新兴产业和未来产业。打造集成电路、新型显示、新材料、航空航天、低空经济、生物医药等新兴支柱产业。支持人工智能攻关。有序开展卫星物联网等新业务商用试验。创建首批国家新兴产业发展示范基地，建设一批创新型产业集群。开展未来产业重点细分赛道创新任务揭榜挂帅，完善具身智能、元宇宙等的创新发展政策。加强6G技术研发。

(二) 海外宏观

受美联储降息预期以及加剧避险需求的地缘政治紧张局势提振，本周国际贵金属期货普遍收涨。今年以来，银价涨幅是黄金两倍多。这轮行情由工业需求强劲与供应趋紧共同推动，更因散户投资者大举涌入而急剧放大。从实物银条到白银ETF，普通投资者的热情推高了交

易量，也加剧了市场波动。分析警告，白银市场容易出现急涨急跌行情，当前散户主导的狂热正将价格推向风险边缘。

美国总统特朗普发帖称，希望接替鲍威尔的下一任美联储主席在经济和市场表现良好时降息，而不是因通胀担忧提前“扼杀行情”。他批评当前市场逻辑已变成“好消息反而利空股市”，强调低利率有助于推动股市上涨、提振经济和改善住房负担，说股市上涨可能推动美国的GDP一年增长10个、15个甚至20个或是更多的百分点。

被视为美联储主席热门人选的哈塞特认为，人工智能繁荣在推动经济增长的同时压低了通胀，美国在降息节奏上远远落后于全球其他央行。美联储理事米兰表示，如果美联储明年不继续降息，可能面临引发经济衰退的风险。他还表示，预计短期内不会出现经济下行，但失业率上升应促使美联储官员继续降息。

乌克兰总统泽连斯基公布俄乌“和平计划”草案20点细节，包括乌克兰加入欧盟、向乌克兰提供类似北约第五条集体防御条款的保障、乌克兰将尽快举行选举等。但关键的领土问题仍未解决，目前的方案包括“维持现状”、在顿巴斯地区建立潜在的“自由经济区”等。泽连斯基表示，不同意草案中提出的要求乌克兰放弃加入北约的要求，乌方不会放弃加入北约。

日本内阁批准了总额达122.3万亿日元的年度预算案，为该国史上最大规模财政计划。12月26日，高市早苗在内阁批准2026财年预算后表示，“国家政府的初始预算预计将实现自1998年以来首次基本财政收支盈余。”据财务省预测，该预算在国家层面的基本财政盈余预计达1.34万亿日元。债务依赖度也因此降至24.2%，创1998年以来最低水平。

日本最大核电站将于明年1月20日重启。东京电力公司社长小早川智明称，将于明年1月20日重启柏崎刈羽核电站6号机组。这将是2011年“3·11”东日本大地震引发福岛第一核电站事故后，东京电力公司旗下首个重启的核电机组。

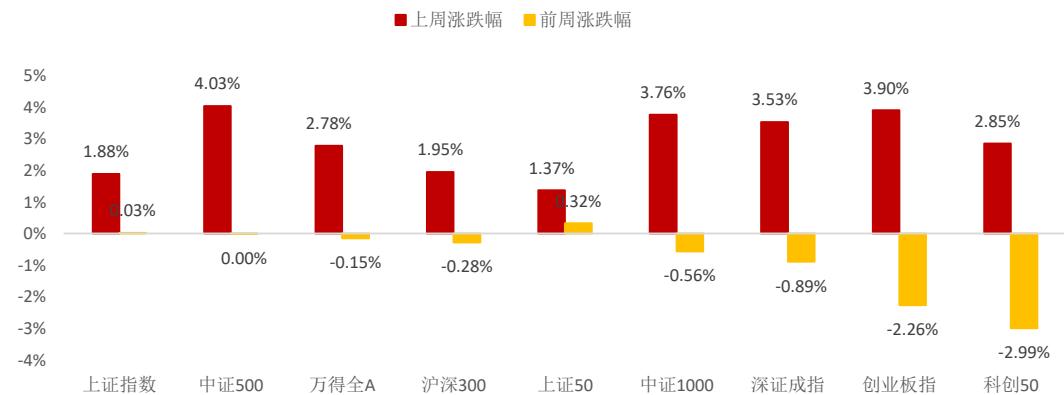
今年全球并购交易总额突破4万亿美元，达到4.5万亿美元，创下历史第二高水平，仅次于2021年并购狂潮。其中一半以上来自美国，以美国企业为标的的交易规模达到2.3万亿美元。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：本周A股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

本周 A 股宽基指数普遍上涨。截至 12 月 26 日，中证 500 上涨 4.03%、创业板指上涨 3.90%、中证 1000 上涨 3.76%，涨幅居前。从行业板块看，本周有色金属、国防军工、电力设备领涨，美容护理、社会服务、银行领跌。

2、权益市场估值

图：本周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/12/26	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	16.5	↑ 0.27	55.3	↑ 3.65	93.0%	97.2%	96.2%
深证成指	31.4	↑ 0.99	76.8	↑ 5.68	86.7%	93.0%	90.6%
上证 50	11.8	↑ 0.08	59.4	↑ 1.05	87.2%	86.0%	81.2%
沪深 300	14.1	↑ 0.18	64.5	↑ 3.73	84.6%	85.7%	81.0%
中证 500	33.8	↑ 1.25	64.1	↑ 4.29	77.1%	98.2%	97.6%
中证 1000	46.4	↑ 1.62	65.7	↑ 2.38	65.7%	87.6%	85.4%
创业板指	41.3	↑ 1.39	36.5	↑ 4.36	34.5%	47.4%	51.0%
科创 50	160.7	↑ 5.31	96.7	↑ 0.56	96.7%	96.7%	96.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：本周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	25/12/26	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)	24.1	↑ 0.07	18.20%	↑ 0.21	18.2%	29.9%	39.8%
基础化工(申万)	30.3	↑ 1.28	71.03%	↑ 5.14	71.0%	92.6%	90.0%
钢铁(申万)	32.3	↑ 1.02	69.86%	↑ 1.23	69.9%	92.4%	89.7%
有色金属(申万)	28.3	↑ 1.70	35.55%	↑ 2.65	35.5%	58.5%	67.2%
电子(申万)	66.3	↑ 3.26	88.70%	↑ 4.24	88.7%	97.8%	97.1%
家用电器(申万)	14.7	↑ 0.02	39.94%	↑ 0.44	39.9%	45.3%	49.4%

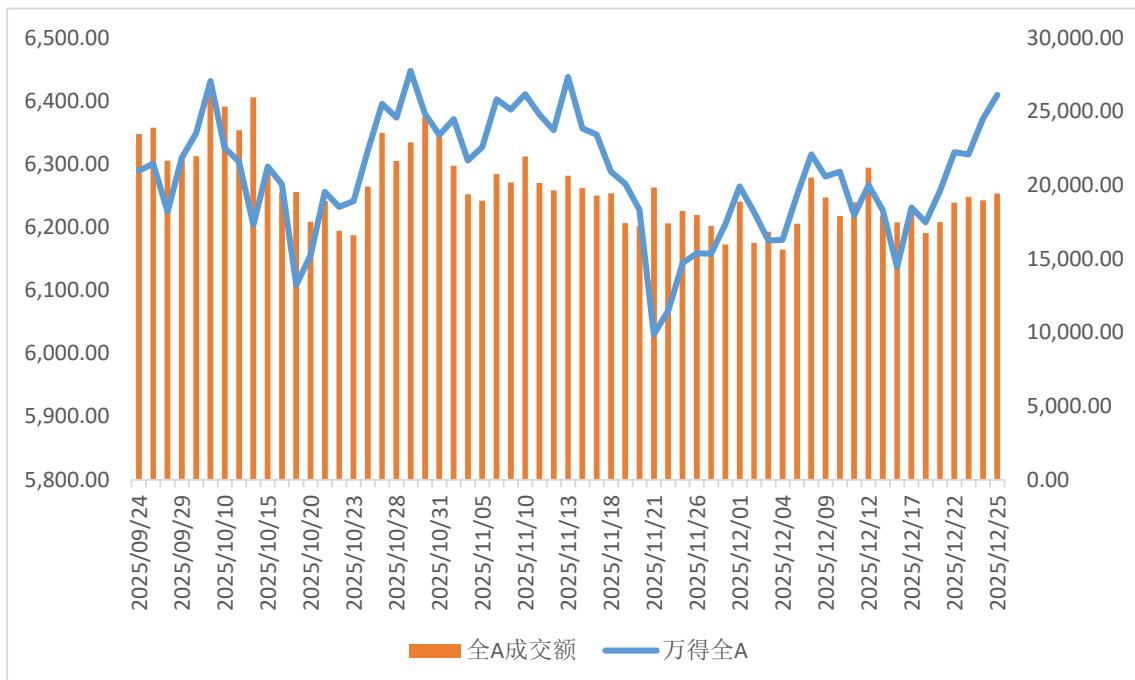
食品饮料(申万)	21.3	↓	0.12	21.19%	↓	0.57	21.2%	14.1%	18.9%
纺织服饰(申万)	27.6	↑	0.14	61.78%	↑	0.48	61.8%	77.6%	72.5%
轻工制造(申万)	33.0	↑	0.61	64.45%	↑	0.88	64.5%	99.2%	98.9%
医药生物(申万)	37.0	↓	0.12	52.12%	↓	0.60	52.1%	72.0%	68.5%
公用事业(申万)	19.9	↑	0.18	41.97%	↑	2.12	42.0%	46.9%	49.9%
交通运输(申万)	18.5	↑	0.26	60.35%	↑	1.69	60.3%	78.6%	78.2%
房地产(申万)	59.8	↑	0.90	97.88%	↑	0.10	97.9%	96.5%	95.3%
商贸零售(申万)	52.2	↑	0.17	98.81%	↓	0.01	98.8%	99.9%	99.9%
社会服务(申万)	46.3	↓	0.58	47.47%	↓	1.11	47.5%	50.2%	33.0%
综合(申万)	55.7	↑	1.21	72.85%	↑	1.95	72.9%	84.4%	79.0%
建筑材料(申万)	29.3	↑	1.27	79.43%	↑	2.89	79.4%	97.6%	96.7%
建筑装饰(申万)	12.8	↑	0.30	70.87%	↑	1.67	70.9%	96.7%	99.1%
电力设备(申万)	40.2	↑	1.98	58.09%	↑	6.03	58.1%	75.9%	67.5%
国防军工(申万)	88.7	↑	5.16	74.51%	↑	2.52	74.5%	98.9%	98.6%
计算机(申万)	84.8	↑	1.78	90.79%	↑	1.14	90.8%	94.3%	92.3%
传媒(申万)	42.6	↓	0.11	57.66%	↓	0.30	57.7%	81.0%	77.4%
通信(申万)	50.2	↑	2.01	83.36%	↑	4.35	83.4%	99.5%	99.4%
银行(申万)	6.3	↓	0.06	48.28%	↓	3.32	48.3%	55.6%	68.8%
非银金融(申万)	13.5	↑	0.27	11.49%	↑	2.95	11.5%	10.9%	14.7%
汽车(申万)	29.2	↑	0.73	79.90%	↑	3.08	79.9%	68.4%	57.4%
机械设备(申万)	38.8	↑	1.58	72.00%	↑	1.88	72.0%	98.5%	100.0%
煤炭(申万)	17.8	↓	0.12	76.69%	↓	0.22	76.7%	98.1%	97.5%
石油石化(申万)	20.4	↑	0.60	67.55%	↑	4.15	67.5%	90.0%	94.8%
环保(申万)	29.4	↑	0.55	59.98%	↑	0.60	60.0%	97.5%	98.9%
美容护理(申万)	37.6	↓	0.40	49.79%	↓	1.82	49.8%	45.3%	30.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

本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，本周国防军工、电子、通信估值上行最多，社会服务、美容护理下行最多。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。

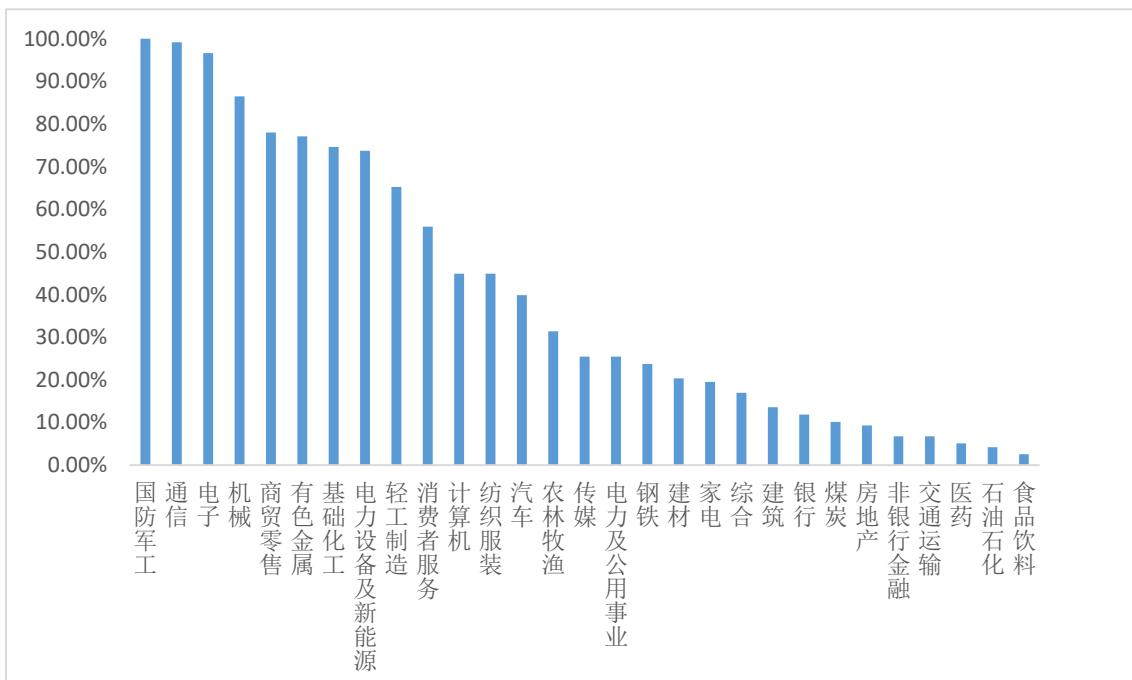
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



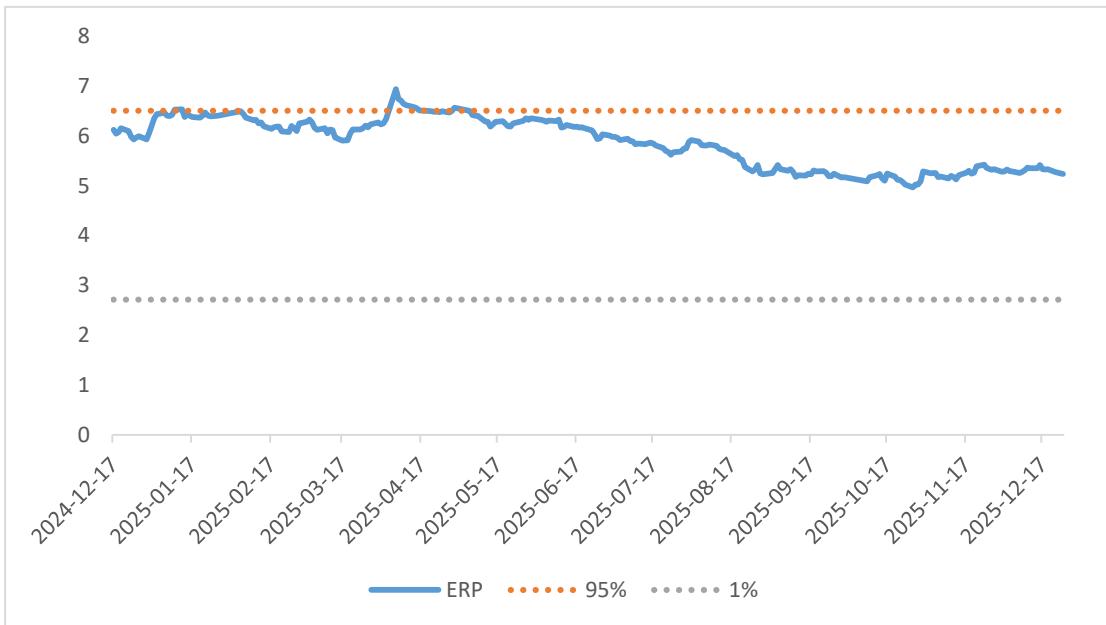
数据来源：Wind

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

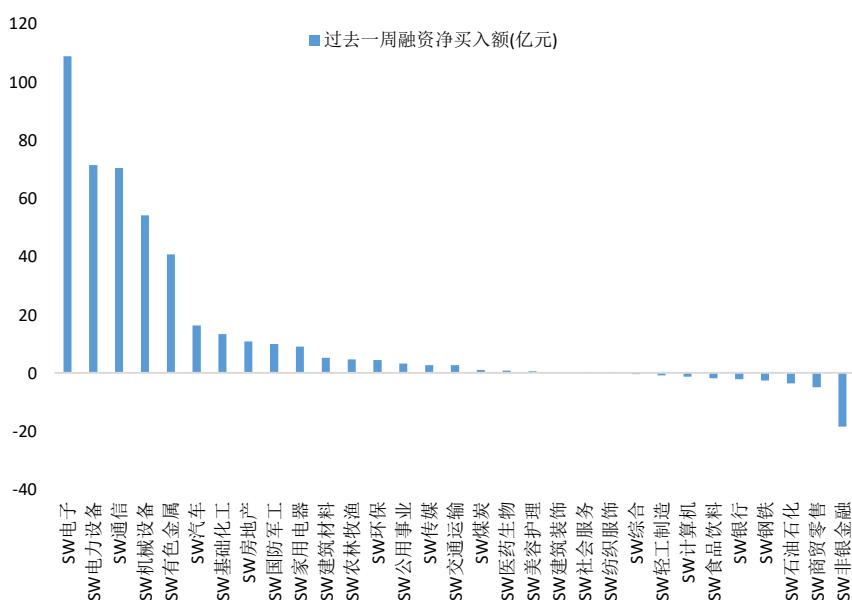
本周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，本周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，国防军工、通信、电子的拥挤度较高。

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5.24%，处于历史48.14%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25日，两融资金占比为11.31%，12月18日为10.21%，反映出杠杆资金加仓意愿略有提升。截至12月26日，本周融资净买入的前三行业为电子、电力设备、通信。

图：本周两融资金行业流向（亿元）



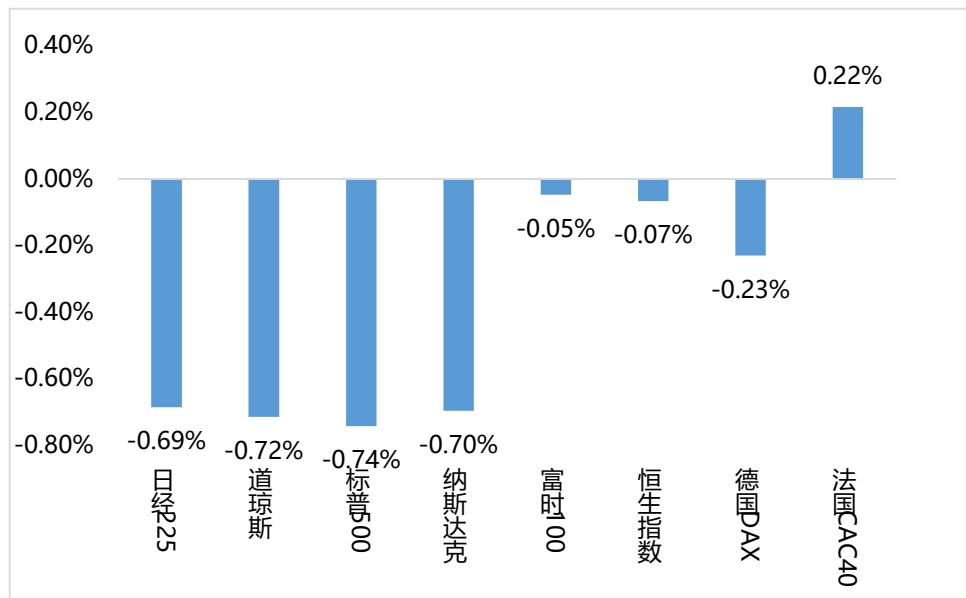
5、

数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

本周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指下跌 0.72%，标普 500 下跌 0.74%，纳指下跌 0.70%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.05%，德国下跌 0.23%，法国上涨 0.22%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.69%，恒生指数下跌 0.07%。

图 11：本周海外主要指数涨跌



数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资本市场

公开市场操作：本周央行进行 4227 亿元逆回购操作、2100 亿元国库现金定存和 4000 亿元 MLF 操作，因有 4575 亿元逆回购、1200 亿元国库现金定存及 3000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 1552 亿元。

图：本周公开市场操作情况



政府债发行：下周国债计划发行 0 亿元，地方政府债计划发行 260 亿元，整体净缴款 138 亿

元。

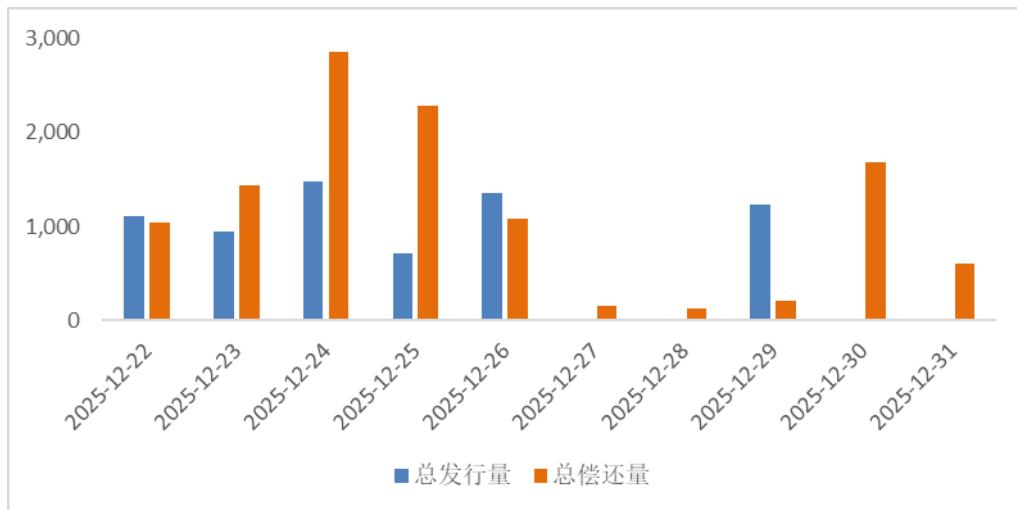
图：12月29日-12月31日政府债发行缴款

单位：亿元

	12月29日		12月30日		12月31日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	260	0	0
到期	0	36.02	0	65	0	20.51
缴款	0	0	0	260	0	0
净缴款		-36		195		-21

同业存单发行：下周（12月29-31日）存单到期2791亿元，较前一周的8686亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行



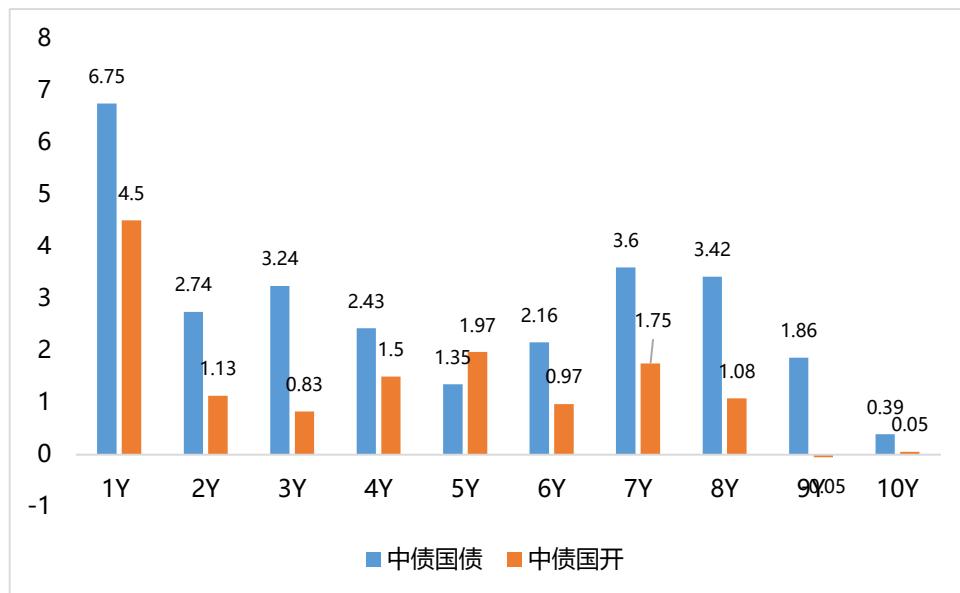
回购市场：本周资金面整体均衡宽松。前三日央行连续维持净回笼，但资金面宽松不改，DR001由1.27%逐步下到1.26%，R001维持在政策利率下方。25日开始，银行融入7天资金可以跨年，DR007价格快速上行，单日上行10.4BP至1.48%，26日继续上行4BP，收在1.52%。截至周五，R001收于1.35%，较前一周下行0.67BP，R007收于1.53%，较前一周上行1.16BP。

票据利率：本周票据转贴市场情绪由买方主导逐步转向卖方主导，利率先下后上。前3日主要大行降价进场配置，利率下行，周四开始大行需求收敛，卖盘出票活跃，票价反弹，全周利率呈现先下行后上涨的态势。

。

（三）债券市场

图14：本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	4.04	21.32	23.32	33.52
环比	-3.51	-1.89	-0.96	2.40
年初以来	-16.94	10.25	7.8	3.12
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	24.78	15.26	18.55	46.50
2016 年以来分位数	5.97%	86.61%	79.84%	32.91%

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 25 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.16	18.92	20.22	24.64	24.68
环比	-5.98	0.81	1.71	0.63	1.77
年初以来	-19.18	-16.31	-17.04	-9	-20.44
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	43.23	34.99	37.39	41.61	43.09
2016 年以来分位数	2.04%	6.69%	7.98%	8.22%	7.54%

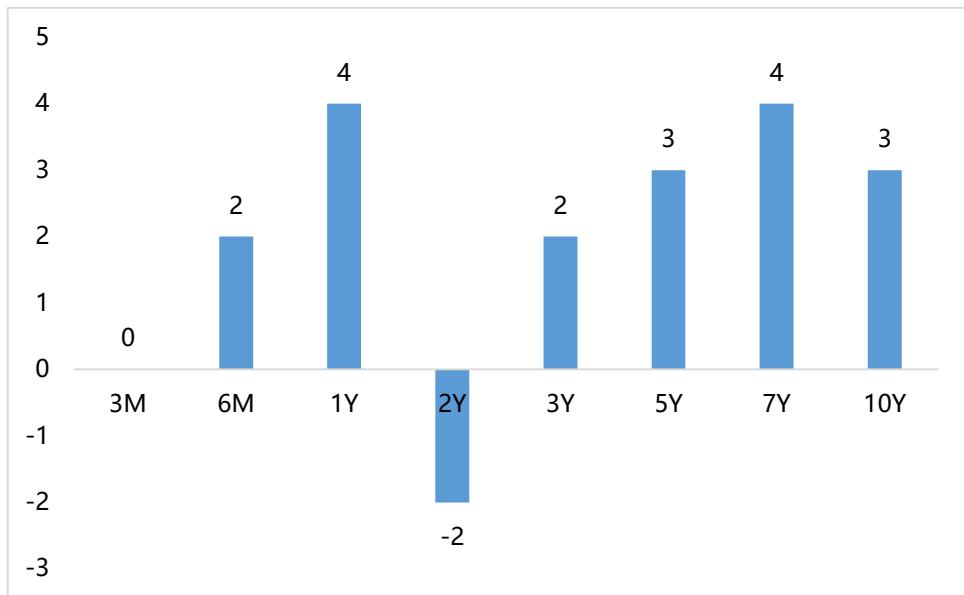
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

本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 6.27BP，3 年期上行 3.24BP，5 年期上行 1.35BP，10 年期上行 0.39BP。

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 5.98BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.81BP；中债 3 年期 AAA 级中短

期票据信用利差走阔 1.71BP。

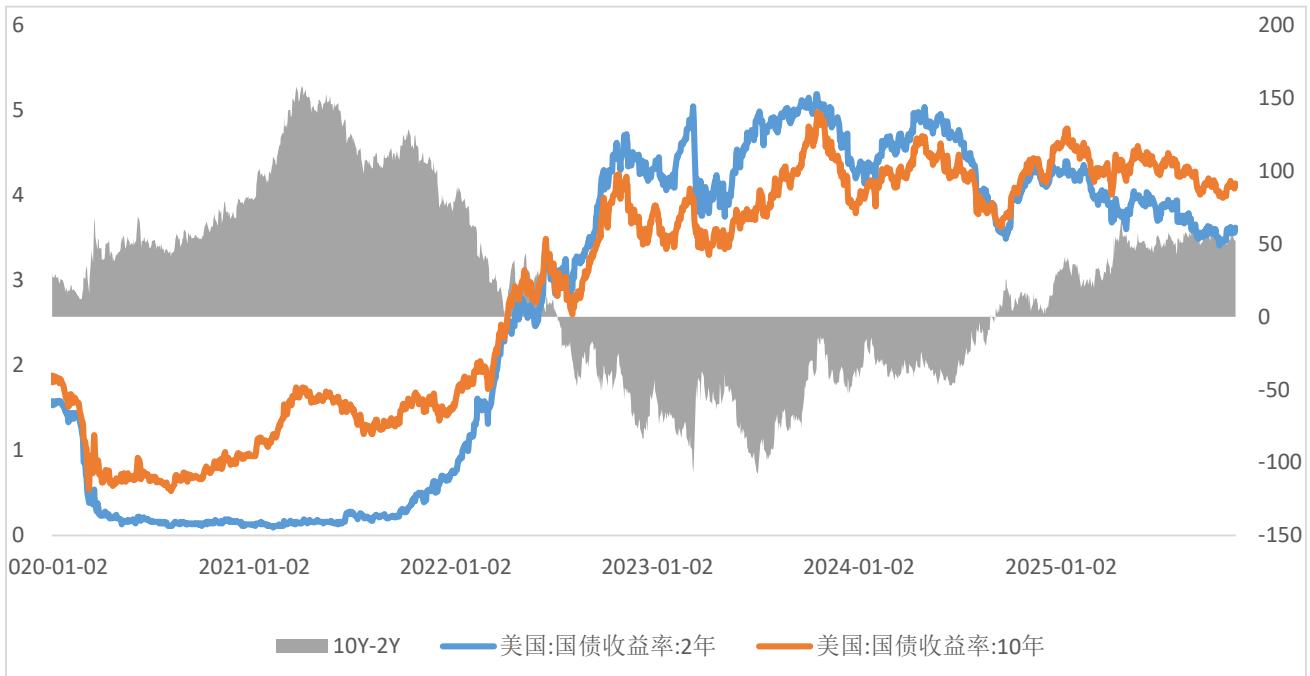
图 15：本周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

本周美债各期限收益率多数上行。全周来看，1 年期美债收益率上行 4BP，3 年期美债收益率上行 2BP，10 年期美债收益率上行 3BP。

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

本周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。本周美元指数上涨 0.23%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.30%，即期汇率贬值 0.42%，离岸人民币汇率贬值 0.39%。

表 4：本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	98.2603	7.0572	7.0382	7.0313
对照日期	98.0341	7.0358	7.0085	7.0042
涨跌	0.23%	-0.30%	-0.42%	-0.39%

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，国内政策延续稳增长+调结构倾向：工业利润在 11 月显著回落，指向内需修复仍偏慢、工业品价格压力未除。货币端强调把握力度节奏、促进融资成本低位运行并维护资本市场稳定，宽松更偏“稳预期、保流动性”的渐进方式；地产支持更多体现为地方端边际放松（北京优化限购与按揭/公积金条件），而非全国性强刺激。人民币离岸汇率阶段性“破 7”更多受美元走弱与季节性结汇推动，央行同时强调防范汇率超调。海外方面，美联储降息预期升温叠加政治对货币政策的扰动，使美元与利率波动加大；贸易摩擦仍是扰动项（美国推迟对华芯片关税至 2027），资金在风险资产与贵金属间切换，短期更利于“国内政策托底、海外波动加剧”的定价框架。

国内方面，工业利润再度走弱：1—11 月规上工业企业利润同比仅+0.1%，但 11 月单月同比-13.1%，盈利端对“需求偏弱、价格偏低”的敏感度上升，意味着稳增长仍需政策托底。央行货币政策委员会四季度例会延续“适度宽松”取向，强调增量与存量政策协同、综合运用工具并把握力度节奏，同时重申维护资本市场稳定，更偏向跨年流动性与信用底盘管理；对房地产未再着墨，也侧面反映货币端更重“稳预期”而非单点救市。结构政策继续偏向硬科技：国家创投引导基金以千亿财政资金撬动万亿社会资本，叠加科创板商业火箭“第五套标准”细化，强化耐心资本对新质生产力的支持。人民币离岸汇率阶段性“破 7”主要受美元走弱与季节性结汇驱动，短期利于情绪修复但需警惕回摆；北京放松限购与下调二套公积金首付，仍属“因城施策”边际加码。

国际方面，美联储降息预期升温叠加政治对货币政策的扰动，可能放大美债利率与美元波动；贵金属中白银在工业需求、供应偏紧与资金追涨下快速上行，波动风险同步抬升。贸易与地缘仍是外生变量：美方宣布将对华芯片关税推迟至 2027 年实施，短期利于缓和但不改中期博弈；乌方披露新的 20 点和平框架，但领土与北约问题仍难落地。展望跨年，需重点关注国内信用与地产成交能否跟随政策改善，以及海外降息路径、贸易摩擦与地缘事件对风险资产与大宗商品的二次冲击。

(二) 权益市场展望和策略

一、美元承受贬值压力，表明对于特朗普政府遵守财政纪律的不信任，以及即便财政宽松也难以实现真实的经济增长。但 26 年美国财政大概率是宽松的，这一逻辑已经开始抢跑了，本周大宗商品资产开始进入主升。因圣诞节假期，海外处于经济数据空窗期，无重要数据公布。国内出口维持强势，外需依旧不弱，总体经济向好。二、下周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1) 市场流动性和整体风偏水平，维持中性状态。结构性方向比整体仓位更为重要。2) 美国软着陆预期下的财政宽松逻辑开始抢跑，重启再通胀预期。3) 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。2、行业选择：1) 弹性交易方向：商业航天+锂电中游材料+免税封关+海外谷歌链。需要有对短期波动率加大的容忍度，不要追涨杀跌，更应反向操作。2) 行业配置：建议关注：有色金属、基础化工、非银金融、国防军工、石油石化；建议谨慎：综合、计算机、医药、传媒、电力及公用事业。

(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。但目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。

本周风险资产涨势明显，主要是宽松交易的延续。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，近期资金面整体均衡偏松，叠加基本面依然偏弱，债市短期顺风条件仍在。但当前机构行为偏离历史较多且交易盘占比明显上升，债市波动有所放大。央行给定 1.75%-1.85%区间使得债市上有顶，近期 10y 债在 1.85%以下徘徊，少有冲破也迅速回归，因此关注 1.85%关键点位及以上的配置价值。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，若市场再度交易降准降息，可能带动中枢下行。长端方面，10y 债可能仍将维持“上有顶、下有底”的状态，近期债市扰动要素逐渐落地，交易盘情绪有所改善，多空博弈均衡下债市可能企稳，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。