

国内政策积极 海外动荡再起

——鑫元周观点（2025. 12. 29-2026. 01. 04）

一、核心观点

宏观方面，前期两个“5000 亿”政策效果逐步显现，2025 年 12 月 PMI 产需均超季节性回升。年末宏观政策密集落地，首批“两重两新”项目资金下达，汽车以旧换新补贴实施细则发布，地产增值税政策优化，政策靠前发力明显。春节错位叠加政策发力，2026 年经济有望实现开门红。元旦期间海外地缘政治局势动荡不安，美国对委内瑞拉展开军事行动，抓获委内瑞拉总统马杜罗及其夫人，并带离委内瑞拉，美国对委内瑞拉的军事行动或将导致加勒比海地区局势动荡，外部不确定提升。

权益市场方面，市场开始抢跑 2026 年海外财政宽松的交易逻辑，财政宽松离不开货币宽松的配合，财政货币双宽预期支持市场继续维持较为积极的风险偏好。海外财政宽松引发再通胀的交易逻辑，刺激总量经济的贝塔性复苏，以 AI 为代表的结构性景气方向短期会受到一定的削弱。策略方面，建议继续维持中性仓位，财政宽松逻辑下，以有色、石油石化、基础化工等为代表的总量经济逻辑，或暂时优于结构性景气相对平淡的 AI 方向。行业配置层面，建议关注基础化工、石油石化、有色金属、国防军工、机械等的投资机会，建议对电力及公用事业、食品饮料、综合、医药、家电等保持谨慎。

固收市场方面，年末债市季节性下行行情 25 年不复存在，债市在超调与修复的主旋律中反复波折。从货币政策看，央行四季度重启国债买卖，但机构止盈情绪强烈，央行货政例会传递的信号偏“中性”，央行稳利率诉求持续。从供需格局来看，超长债供需力量变化是债市面临的最大问题之一。年末市场从赎回等短期问题，漂移到债市供需等长期问题，带动超长债利差开始重估，全国财政工作会议则进一步引发了市场对于明年供给侧的更大幅度担忧。各方担忧下债市行情弱势震荡，“股强债弱”是市场对来年行情预期大方向。年底赎回新规落地，考虑到新规对赎回费等相关规定明显放宽，行业短期冲击将小于此前担忧，预计债市会有预期差带来交易机会，但长端和超长端利率债需求缺位的问题并无实质性改善，债市震荡偏弱的概率仍偏大，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。

二、宏观动态

国家主席习近平发表二〇二六年新年贺词。习近平表示，2025年是“十四五”收官之年。5年来，我们踔厉奋发、勇毅前行，克服重重困难挑战，圆满完成目标任务，在中国式现代化新征程上迈出了稳健步伐。我国经济总量连续跨越新关口，今年预计达到140万亿元，经济实力、科技实力、国防实力、综合国力跃上新台阶，绿水青山成为亮丽底色，人民群众获得感幸福感安全感不断增强。5年历程极不寻常，成绩来之不易。大家拼搏进取、耕耘奉献，铸就了欣欣向荣的中国。

中央农村工作会议29日至30日在北京召开，部署2026年“三农”工作。国家主席习近平指出，2026年是“十五五”开局之年，做好“三农”工作至关重要。要锚定农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴，推动城乡融合发展。要毫不放松抓好粮食生产，促进良田良种良机良法集成增效，提升农业综合生产能力和质量效益。要提高强农惠农富农政策效能，促进粮食等重要农产品价格保持在合理水平，促进农民稳定增收。

我国12月PMI读数超季节性改善。中国12月官方制造业PMI为50.1，前值49.2。中国12月官方非制造业PMI为50.2，重返扩张区间，前值49.5；综合PMI产出指数为50.7，比上月上升1.0个百分点。中国12月标普制造业PMI为50.1，前值49.9。

国家发改委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，明确2026年“两新”政策的支持范围、补贴标准和工作要求。设备更新方面，总体延续2025年支持范围，在民生领域增加老旧小区加装电梯、养老机构设备更新，在消费基础设施领域增加商业综合体、购物中心、百货店、大型超市等线下消费商业设施的设备更新。消费品以旧换新方面，继续实施汽车报废更新和汽车置换更新补贴；继续实施家电以旧换新补贴，支持范围聚焦冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器等6类产品。发改委已向地方提前下达2026年第一批625亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划。

财政部、税务总局发布《关于个人销售住房增值税政策的公告》。个人（不含个体工商户中的一般纳税人）将购买不足2年的住房对外销售的，按照3%的征收率全额缴纳增值税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税；本公告自2026年1月1日起施行。

商务部等8部门办公厅印发《2026年汽车以旧换新补贴实施细则》。2026年，对个人消费者报废符合要求的汽车并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量的燃油乘用车，给予一次性补贴；对个人消费者

通过售卖方式转让登记在本人名下的乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油的乘用车，给予一次性补贴。

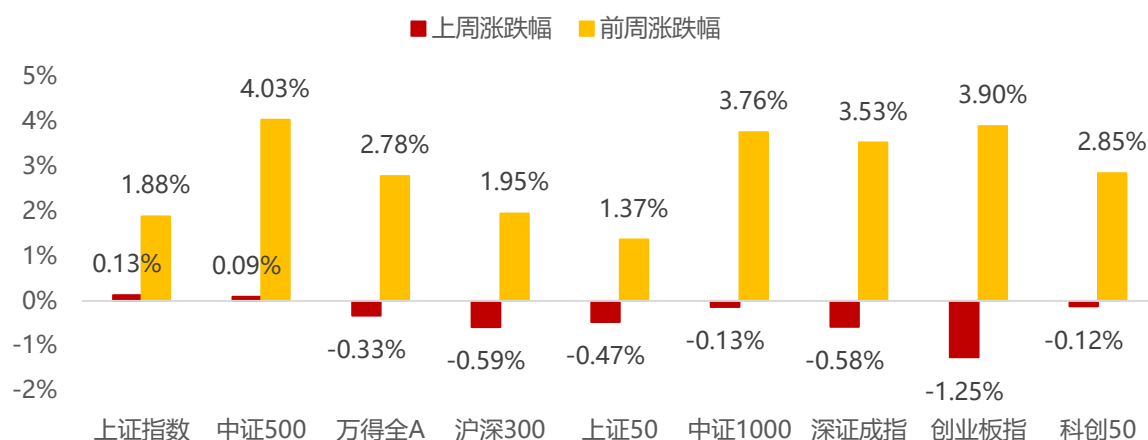
美国总统特朗普称，美方已成功对委内瑞拉实施打击，抓获委内瑞拉总统马杜罗及其夫人，并带离委内瑞拉。中国外交部发言人就美国对委内瑞拉实施军事打击答记者问称，美方的这种霸权行径，严重违反国际法，侵犯委内瑞拉主权，威胁拉美和加勒比地区和平与安全，中方坚决反对。敦促美方遵守国际法及联合国宪章宗旨和原则，停止侵犯别国的主权安全。联合国秘书长古特雷斯对委内瑞拉近期局势升级深感震惊。联合国安理会将于当地时间 1 月 5 日 10 时就美国对委内瑞拉军事行动举行紧急会议。

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 股宽基指数小幅调整。上证指数上涨 0.13%，万得全 A 下跌 0.33%，沪深 300 下跌 0.59%，创业板指下跌 1.25%，科创 50 下跌 0.12%。从行业板块看，上周**综合金融、国防军工、石油石化**领涨，**商贸零售、电力及公用事业、食品饮料**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

2025/12/31	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	16.6	↑	0.06	55.9	↑	1.04	94.1%	98.0%	97.3%
深证成指	31.2	↓	0.20	76.0	↓	1.34	85.4%	91.8%	89.0%
上证 50	11.8	↑	0.06	60.4	↑	1.20	88.4%	87.3%	82.9%
沪深 300	14.2	↑	0.03	64.9	↑	0.56	85.1%	86.2%	81.6%
中证 500	33.8	↓	0.03	64.1	↓	0.14	76.9%	98.2%	97.5%
中证 1000	46.3	↓	0.06	65.3	↓	0.33	65.3%	87.3%	85.0%
创业板指	40.8	↓	0.49	35.1	↓	1.42	33.1%	46.4%	50.0%
科创 50	161.1	↑	0.42	96.6	↓	0.13	96.6%	96.6%	96.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/1 2/31	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)	23.9	↓ 0.22	17.52%	↓ 0.68	17.5%	28.8%	38.5%
基础化工(申万)	30.2	↓ 0.10	70.55%	↓ 0.49	70.5%	92.1%	89.3%
钢铁(申万)	32.0	↓ 0.25	69.55%	↓ 0.31	69.5%	92.2%	89.4%
有色金属(申万)	28.5	↑ 0.12	35.92%	↑ 0.37	35.9%	59.0%	67.6%
电子(申万)	66.3	↓ 0.01	88.62%	↓ 0.09	88.6%	97.7%	96.9%
家用电器(申万)	14.8	↑ 0.11	42.17%	↑ 2.23	42.2%	48.1%	52.8%
食品饮料(申万)	20.9	↓ 0.48	17.09%	↓ 4.10	17.1%	8.7%	11.7%
纺织服装(申万)	27.8	↑ 0.13	62.25%	↑ 0.47	62.3%	78.2%	73.2%
轻工制造(申万)	32.8	↓ 0.20	64.05%	↓ 0.40	64.1%	98.8%	98.4%
医药生物(申万)	36.2	↓ 0.74	47.75%	↓ 4.38	47.7%	69.1%	67.4%
公用事业(申万)	19.3	↓ 0.53	36.54%	↓ 5.43	36.5%	39.0%	44.6%
交通运输(申万)	18.4	↓ 0.13	59.55%	↓ 0.80	59.5%	77.4%	77.8%
房地产(申万)	59.3	↓ 0.50	97.68%	↓ 0.19	97.7%	96.2%	94.9%
商贸零售(申万)	51.3	↓ 0.87	98.09%	↓ 0.72	98.1%	99.6%	99.4%
社会服务(申万)	46.0	↓ 0.29	46.58%	↓ 0.90	46.6%	49.5%	32.1%
综合(申万)	55.4	↓ 0.33	72.49%	↓ 0.36	72.5%	84.0%	78.4%
建筑材料(申万)	28.9	↓ 0.46	78.01%	↓ 1.43	78.0%	96.1%	94.8%
建筑装饰(申万)	12.8	↓ 0.04	70.66%	↓ 0.21	70.7%	96.4%	98.7%
电力设备(申万)	39.4	↓ 0.85	55.43%	↓ 2.66	55.4%	73.1%	63.8%
国防军工(申万)	91.4	↑ 2.74	75.02%	↑ 0.51	75.0%	99.5%	99.3%
计算机(申万)	85.7	↑ 0.96	91.37%	↑ 0.57	91.4%	95.1%	93.4%
传媒(申万)	43.4	↑ 0.84	59.52%	↑ 1.86	59.5%	83.8%	80.6%
通信(申万)	49.5	↓ 0.71	81.69%	↓ 1.67	81.7%	98.8%	98.6%
银行(申万)	6.4	↑ 0.06	51.69%	↑ 3.41	51.7%	59.0%	71.6%
非银金融(申万)	13.3	↓ 0.24	9.02%	↓ 2.47	9.0%	8.0%	10.7%
汽车(申万)	29.5	↑ 0.34	81.22%	↑ 1.32	81.2%	70.5%	60.3%
机械设备(申万)	39.3	↑ 0.51	72.22%	↑ 0.22	72.2%	98.6%	99.9%
煤炭(申万)	17.7	↓ 0.13	76.38%	↓ 0.32	76.4%	97.9%	97.2%
石油石化(申万)	21.1	↑ 0.77	71.45%	↑ 3.91	71.5%	92.2%	97.2%
环保(申万)	29.0	↓ 0.39	59.60%	↓ 0.38	59.6%	97.0%	98.7%

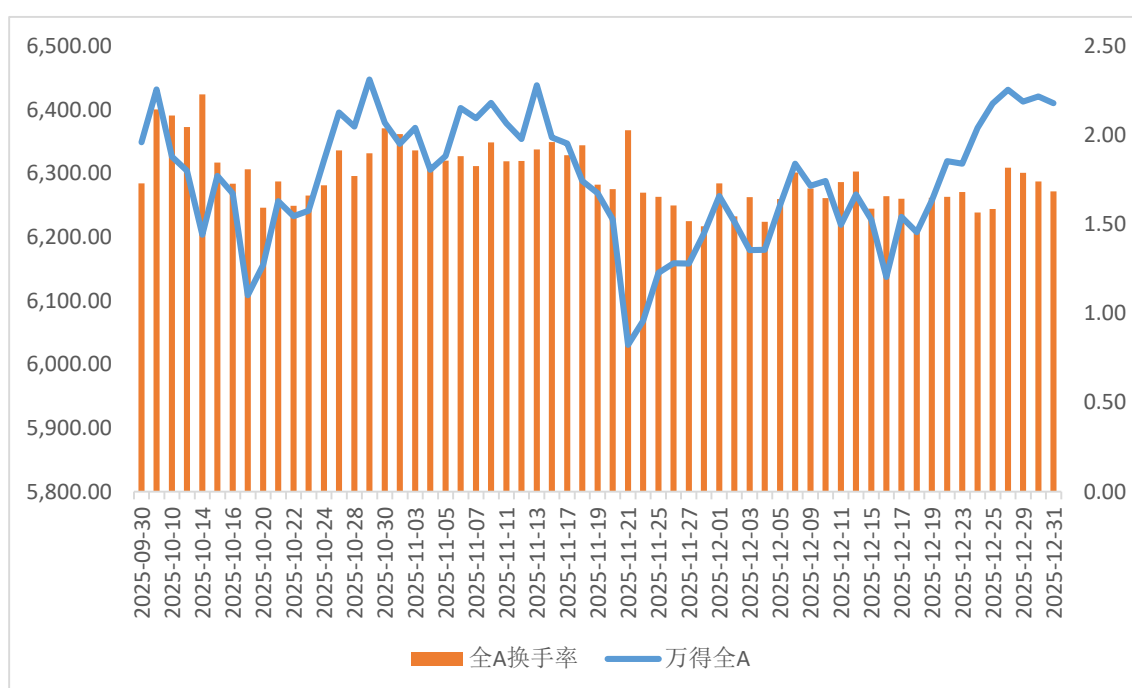
美容护理(申万)	37.9	↑	0.32	51.27%	↑	1.48	51.3%	47.0%	31.9%
----------	------	---	------	--------	---	------	-------	-------	-------

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**石油石化、银行、家用电器**估值上行最多，**公用事业、医药生物**下行最多。当前**房地产、商贸零售、计算机、电子**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。

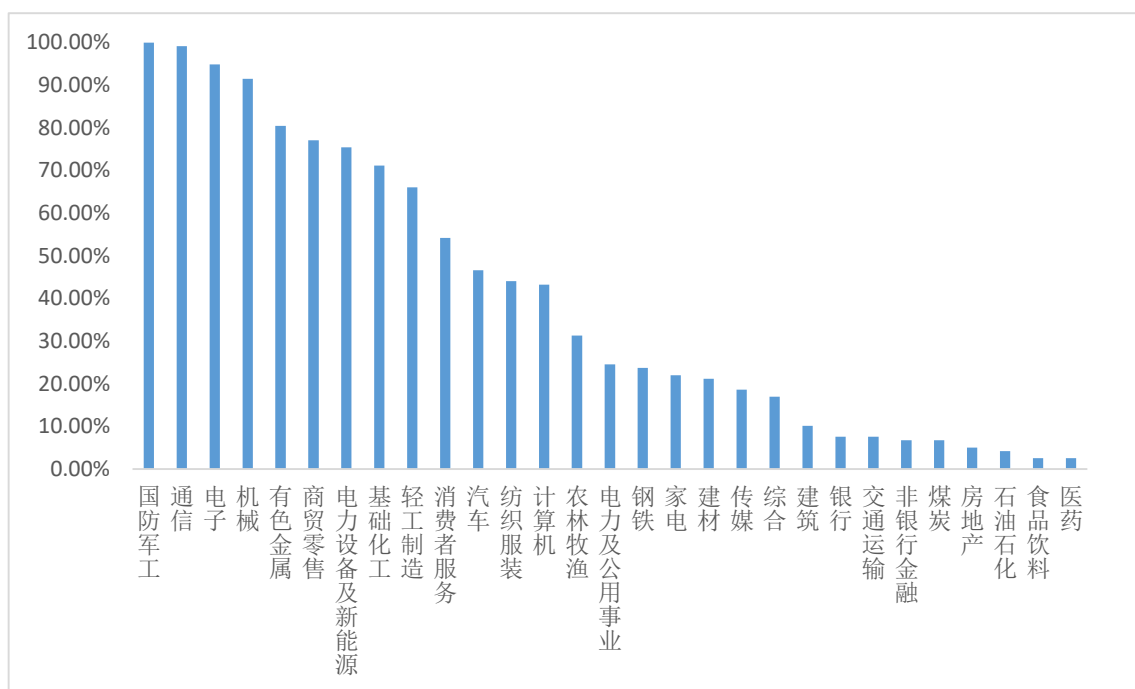
3、权益市场情绪

图：全市场换手率（%）



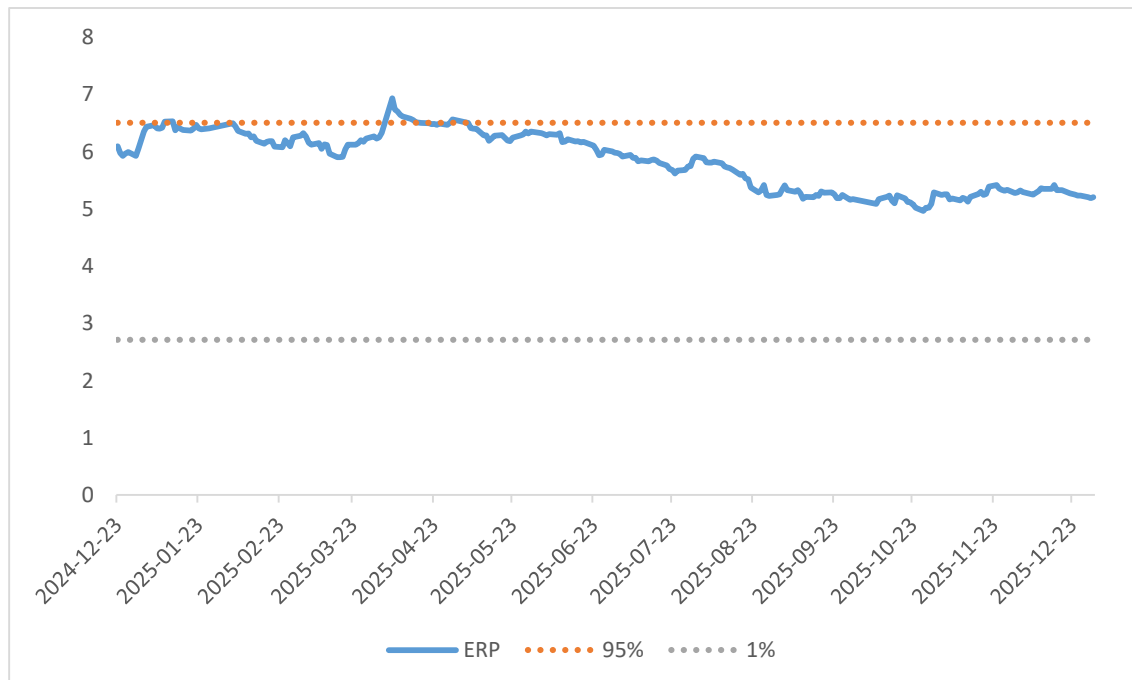
数据来源：Wind

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，市场保持震荡。从行业

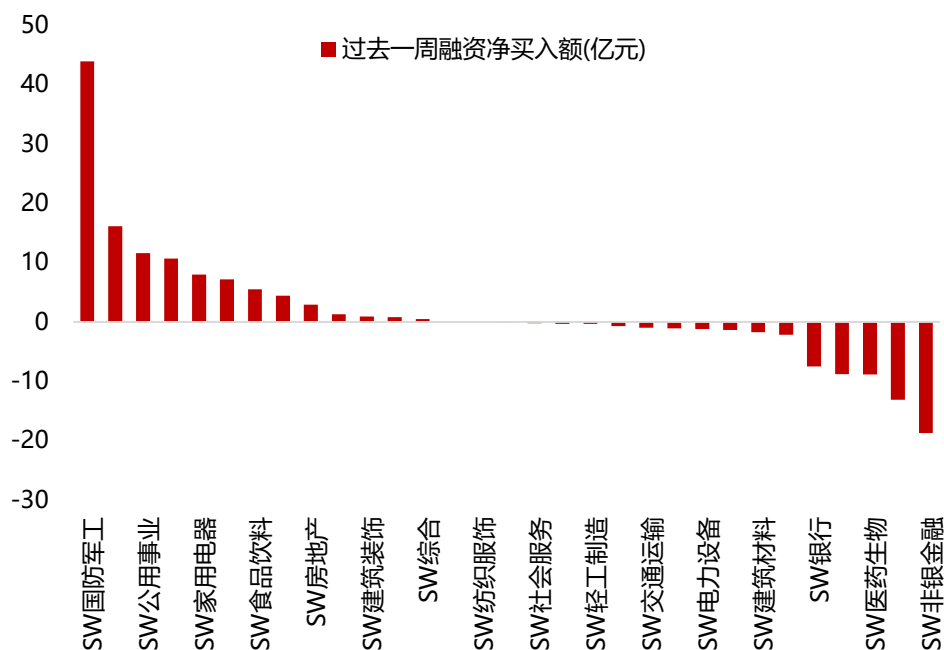
拥挤度的角度，国防军工、通信、电子行业拥挤度较高。

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仍为 5.21%，处于历史 47.12% 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 31 日，两融资金占比为 10.65%，12 月 26 日为 11.08%，反映出杠杆资金加仓意愿略有下降。截至 12 月 31 日，本周融资净买入的前三行业为国防军工、公用事业、家用电器。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

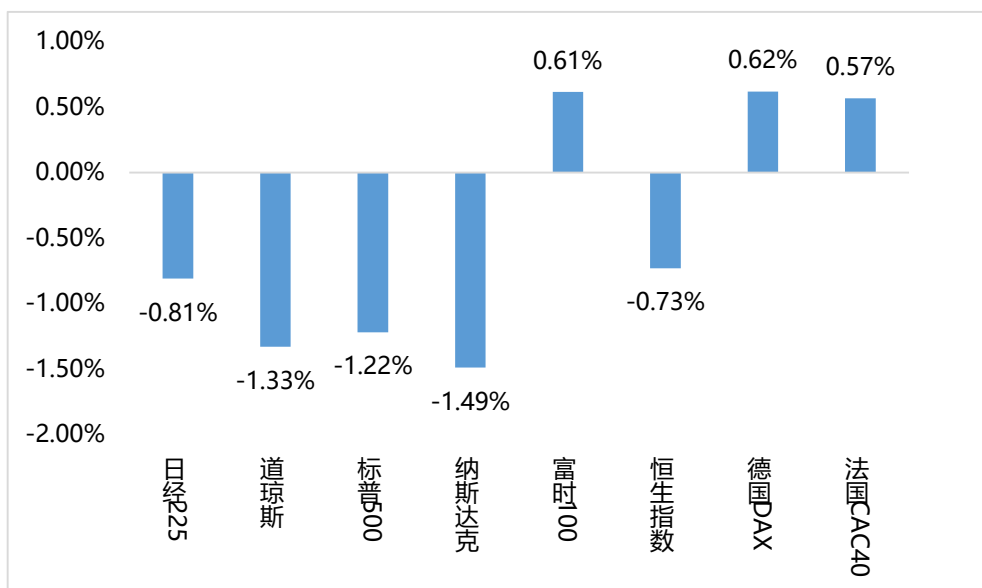


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 1.33%，标普 500 下跌 1.22%，纳指下跌 1.49%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.61%，德国上涨 0.62%，法国上涨 0.57%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.81%，恒生指数下跌 0.73%。

图：上周海外主要指数涨跌

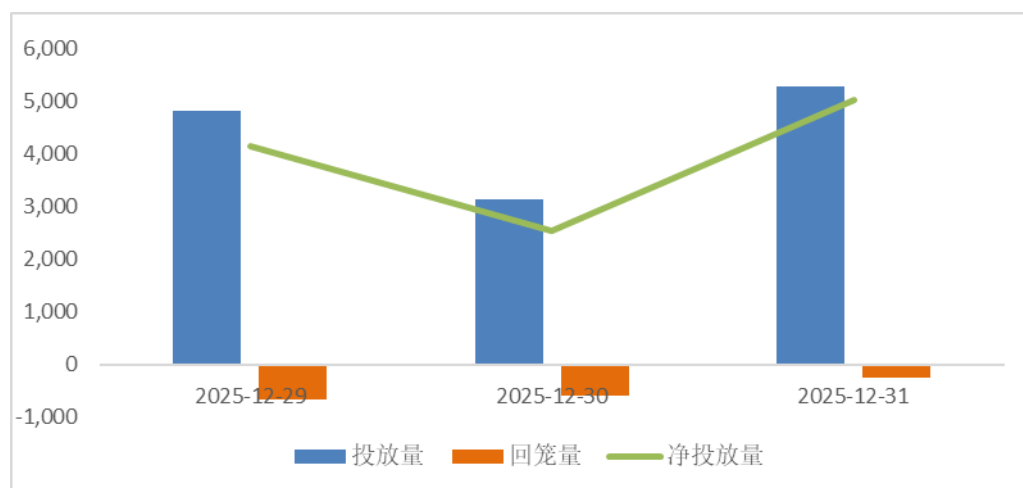


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 13236 亿元逆回购操作，因有 1526 亿元逆回购到期，整体上实现净投放 11710 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 400 亿元，地方政府债计划发行 1177 亿元，整体净缴款 1577 亿元。

表：1月5日-1月9日政府债发行缴款

单位：亿元

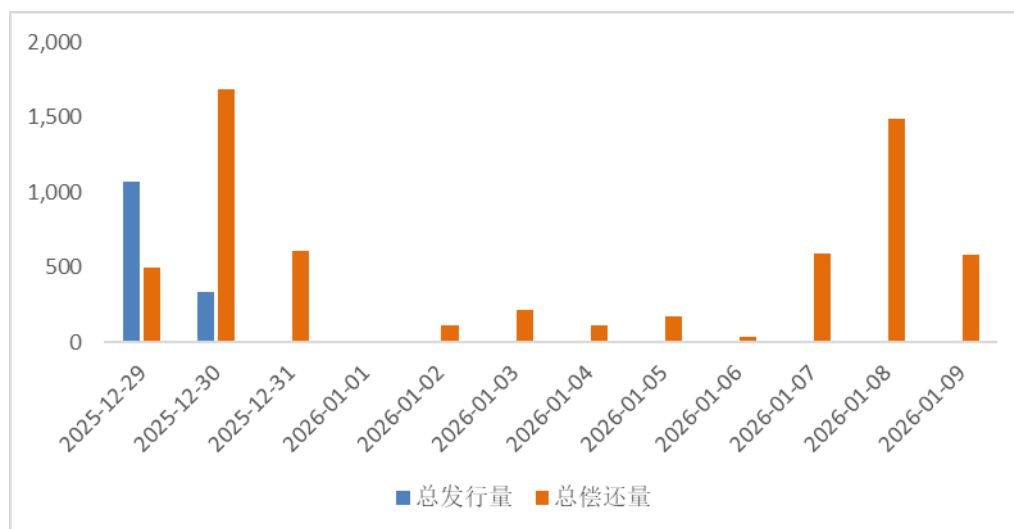
	1月5日		1月6日		1月7日		1月8日		1月9日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国	地方债	国债	地方债

							债			
发行	0	724	400	199	0	0	0	254	0	0
到期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
缴款	0	0	0	724	400	199	0	0	0	254
净缴款	0		724		599		0		254	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周（1月5-9日）存单到期 2882 亿元，较前一周的 2791 亿元略有增加。

图：同业存单到期与发行

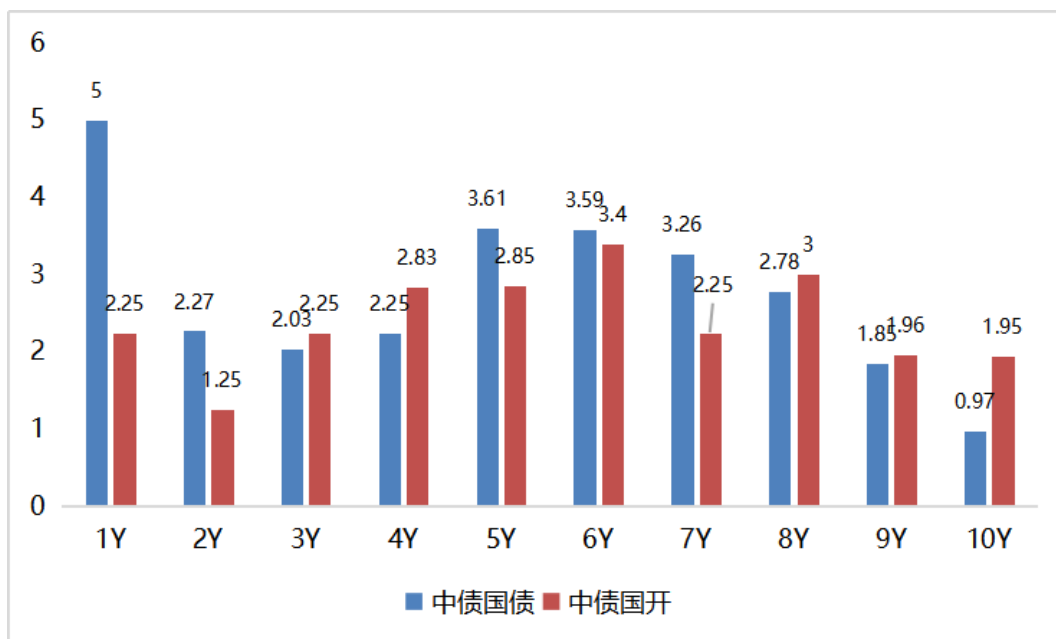


回购市场：上周资金面整体由均衡转向宽松，跨年资金价格上行。上周一央行净投放 4150 亿元，年内资金宽松，跨年资金价格正常抬升；上周二央行继续净投放，由于城农商行融出减少，资金有所收敛；上周三为跨年最后一日，央行继续呵护资金面，跨年资金成本大幅抬升，不过资金情绪日内边际转松。截至 12 月 31 日，R001 收于 1.46%，较前一周上行 11.18BP，R007 收于 2.16%，较前一周上行 62.95BP

票据利率：上周票据转贴市场整体维持波动趋势。29 日大行收票情绪不佳，但中小行需求释放，卖盘出票积极，票价整体上涨；30 日中小行继续释放配置需求，票源供给有所减弱，卖盘低价出票，票价大幅回落；31 日上午交投火爆，收口陆续离场，票价上涨，午后成交清淡，票价有所回落。

（三）债券市场

图：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：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	4.58	24.79	21.64	-30.86
环比	-2.97	1.58	-2.64	-61.98
年初以来	-16.4	13.72	6.12	-61.26
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	24.73	15.28	18.57	46.40
2016 年以来分位数	7.43%	94.68%	72.30%	4.92%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2025 年 12 月 31 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	16.61	15.7	19.41	23.33	19.83
环比	-2.53	-2.41	0.90	-0.68	-3.08
年初以来	-15.73	-19.53	-17.85	-10.31	-25.29
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	43.16	34.94	37.34	41.56	43.03
2016 年以来分位数	3.40%	1.92%	6.83%	5.96%	2.68%

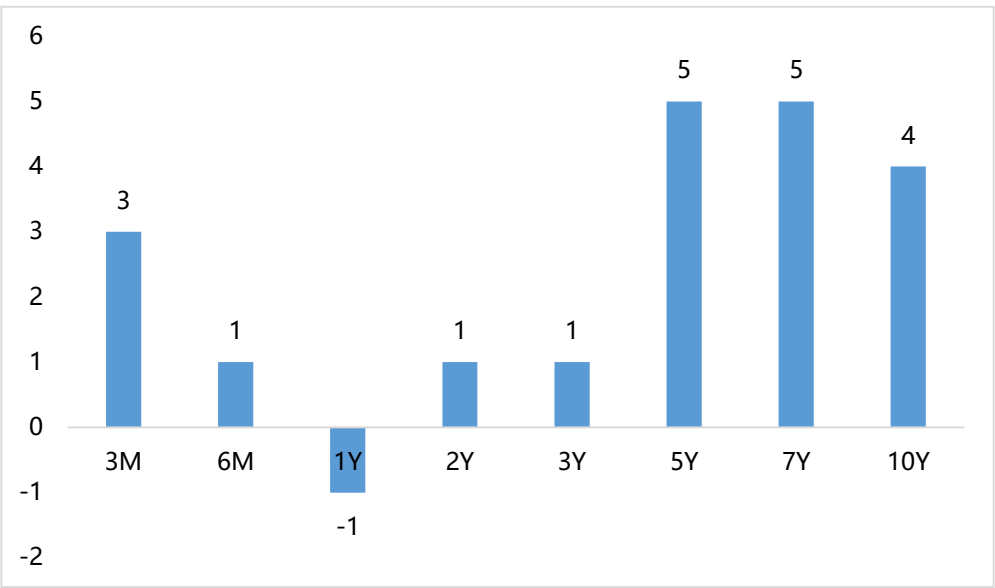
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

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 5.00BP 至 1.3372，3 年期上行 2.03BP 至 1.383，5 年期上行 3.61BP 至 1.6309，10 年期上行 0.97BP 至 1.8473。

长时期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 2.53BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.41BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 0.90BP。

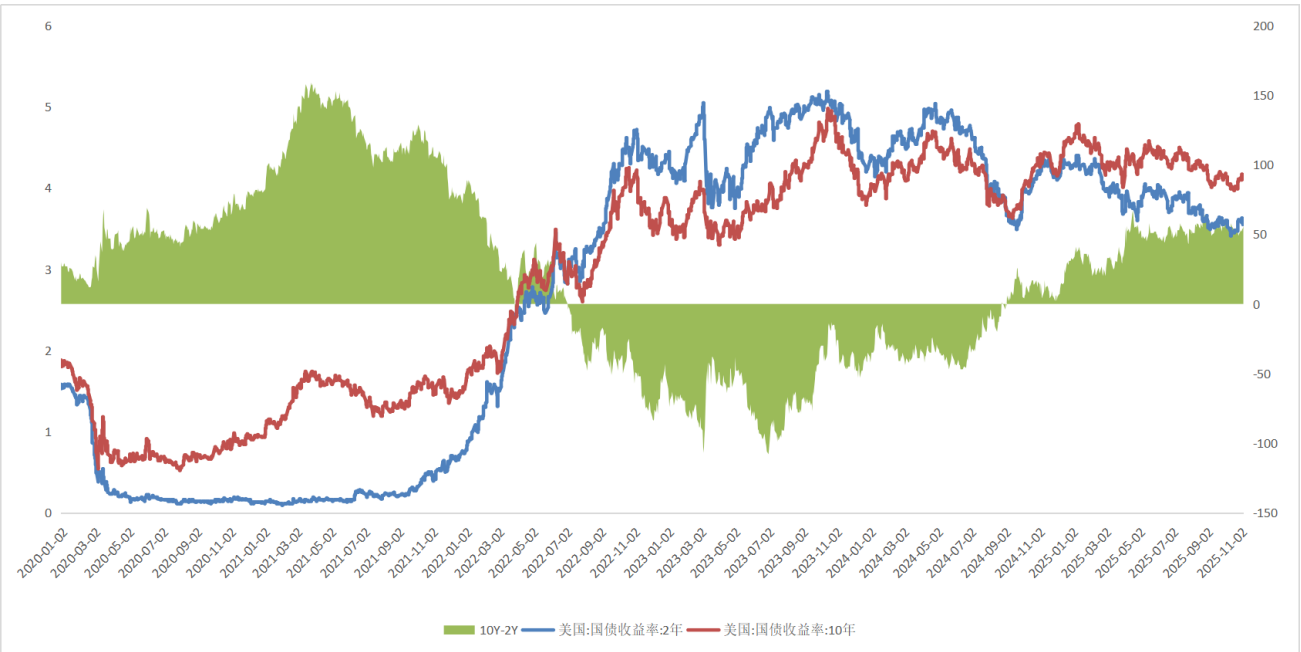
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 1BP，10 年期美债收益率上行 4BP。

图：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 0.24%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.10%，即期汇率升值 0.28%，离岸人民币汇率升值 0.41%。

表：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	98.2696	7.0288	6.989	6.9755
对照日期	98.0341	7.0358	7.0085	7.0042
涨跌	0.24%	0.10%	0.28%	0.41%

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，2025 年 12 月 PMI 产需均超季节性回升，年末各项政策密集落地，春节错位叠加政策发力，2026 年 1 月经济有望实现开门红；海外方面，元旦期间海外地缘政治局势动荡不安，美国对委内瑞拉展开军事行动，美国对委内瑞拉的军事行动可能导致加勒比海地区动荡并打压全球金融市场风险偏好。两个“5000 亿”政策落地见效，叠加年末生产冲量，2025 年 12 月 PMI 产需均超季节性回升。12 月官方制造业 PMI 上升 0.9%至 50.1%，重回扩张区间，上升幅度远高于季节性。其中，生产指数上升 1.7%至 51.7%，新订单指数上升 1.6%至 50.8%，产需均超预期回升。2025 年末各项政策密集落地，2026 年首批“两重两新”项目和资金下达、汽车以旧换新补贴实施细则发布、地产增值税政策优化，政策靠前发力推动 2026 年开年国内宏观经济稳中向好；元旦期间海外地缘政治局势动荡不安，美国对委内瑞拉展开军事行动，抓获委内瑞拉总统马杜罗及其夫人，并带离委内瑞拉，美国对委内瑞拉的军事行动可能导致加勒比海地区动荡并打压全球金融市场风险偏好。

（二）权益市场展望和策略

上周提到市场开始抢跑 2026 年海外财政宽松的交易逻辑，财政宽松离不开货币宽松的配合，财政货币双宽预期仍支持市场继续维持相应的风险偏好。海外财政宽松引发再通胀的交易逻辑，刺激总量经济的贝塔性复苏。相应地，以 AI 为代表的结构性景气方向，短期会受到一定的削弱。国内出口继续支撑 PMI 上行，总体经济向好。本周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1）海外财政宽松逻辑开始抢跑，重启再通胀预期，市场风险偏好转向上游。2）

财政宽松逻辑下，以有色、石油石化、基础化工等为代表的总量经济逻辑，暂时要优于结构性景气相对平淡的 AI 方向。2、行业选择：1）弹性交易方向：商业航天+机器人+国产算力。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：基础化工、石油石化、有色金属、国防军工、机械；建议谨慎：电力及公用事业、食品饮料、综合、医药、家电。

（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，换言之，估值驱动行情是有上边际的。但我们认为中期级别拉估值的行情或并没有结束，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。

本周风险资产走出了较为明显的利好兑现走势，我们认为一方面这是短期技术指标呈现超买有修复需求，另一方面也是节前的避险需求。我们认为后续向上的驱动依然没有结束，26 年降息次数仍然有向上博弈的空间。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，而部分地产企业展期、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。