

国内 CPI 超预期回升，美国劳工市场平衡偏弱

——鑫元周观点（2026. 01. 05-2026. 01. 11）

一、核心观点

宏观方面，通胀数据方面，12 月 CPI 同比上涨 0.8%，较前月上升 0.1 个百分点，环比由降转涨录得 0.2%，食品项环比明显强于去年，对 CPI 同比读数形成支撑。12 月 PPI 同比-1.9%，较前月上升 0.3 个百分点，环比由 0.1%转为 0.2%。当前 PPI 的结构特征比较明显，同时景气度有所改善。

海外方面，1 月 9 日，美国劳工部公布 25 年 12 月非农数据，非农就业人数增加 5 万人，预估增 7 万人，10-11 月合计下修 7.6 万人。失业率 4.4%，前值也下修至 4.5%。时薪环比 0.33%，略快于前月的 0.24%。本次非农数据和失业率均低于预期，新增非农就业集中在个别服务业，依旧描绘了美国就业市场“低招聘+低裁员”的格局。

权益市场方面，12 月美国新增非农就业低于预期，失业率回落略超预期。市场反馈中性。在全球总量经济向上的情况下，流动性边际上进一步宽松的概率有限。财政货币双宽预期仍支持市场继续维持相应的风险偏好。上周我们认为，财政宽松引发再通胀的交易逻辑，刺激总量分子的贝塔性复苏。相应地，以 AI 为代表的结构性分子逻辑，短期会受到一定的削弱”。本周依旧维持该判断，纳指明显跑输道指。国内 CPI 同比和环比均出现上涨，PPI 在资源品价格上涨的支持下，环比涨幅扩大，同比降幅收窄。预计 2026 年通胀温和回升，大概率呈现出一定的结构性特征。经济仍在复苏的过程中。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。3) 市场短期风险偏好维持高位，较为适合弹性交易和主题交易。2、行业选择：1) 弹性交易方向：商业航天+半导体国产替代+AI 应用分支。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，把握各个方向的轮动节奏。2) 行业配置：建议关注：国防军工、基础化工、机械、有色金属、电子；建议谨慎：食品饮料、电力及公用事业、综合、农林牧渔、交通运输。

固收市场方面，债市遭遇“开门黑”，收益率先上后下，阶段性见顶后迎来反弹。26 年

开年以来，A 股迎来春季躁动，债市潜在利空情绪持续发酵，对冲基金新规落地利好，债市迎来新年“三连跌”，主要长债收益率上行面临整数点位考验，10y 国债逼近 1.9%，10y 国开债逼近 2.0%，30y 国债盘中升破 2.33%，与之相对，沪指连阳冲上 4100 点，股债冰火两重天。后半周随着利空因素的初步释放，市场情绪边际回暖，利率高位配置价值显现，超长端重回 2.3%附近点位。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 5bp、3bp、-5bp 收于 2.30%、1.88%、1.29%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、8bp 收于 42bp、59bp。后续资金面大概率维持均衡，叠加基本面仍不强势、宽货币预期仍在，债市整体仍在顺风环境。但需重点关注未来 1-2 周的宏观数据表现以观察年初经济开门红对基本面预期的扰动，以及供给可能承压下宽货币配合操作的情况。此外，短期权益强势下股债跷跷板短期演绎和扰动程度边际回落的可能。展望来看，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。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

我国外汇储备创十年新高，黄金储备 14 个月连增。截至 2025 年 12 月末，我国外汇储备规模为 33579 亿美元，环比上升 115 亿美元，再创 2015 年 12 月以来新高；黄金储备规模为 7415 万盎司，环比增加 3 万盎司，为连续第 14 个月增加。

2025 年 12 月，我国 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅创 2023 年 3 月份以来最高。核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续 4 个月保持在 1%以上。CPI 环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.2%。PPI 同比下降 1.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点；环比上涨 0.2%，连续 3 个月上涨。

中国人民银行部署 2026 年重点工作，要求灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具，保持流动性充裕。完善结构性货币政策工具体系。完善金融市场监管指标体系，探索开展金融市场宏观审慎管理。强化金融市场监管执法，持续打击金融市场违法违规活动。加强对银行间债券市场、货币市场、外汇市场、票据市场、黄金市场及有关衍生品的监管。强化虚拟货币监管，持续打击相关违法犯罪活动。

工信部等八部门印发《“人工智能+制造”专项行动实施意见》。目标是到 2027 年，我国人工智能关键核心技术实现安全可靠供给，产业规模和赋能水平稳居世界前列。《意见》提出，有序推进高水平智算设施布局。培育重点行业大模型。支持端侧模型、开发应用工具链等技术突破。

市场监管总局和国家网信办联合发布《直播电商监督管理办法》和《网络交易平台规则监督管理办法》。剑指“仅退款”“全网最低价”乱象及直播电商假冒伪劣、虚假营销等突出问题。中央网信办表示，将以此为契机，针对直播电商领域虚假宣传、低俗“擦边”、私域直播诱骗老年人消费等问题，持续开展集中整治。

经报国务院批准，中国石油化工集团与中国航空油料集团实施重组。两家企业重组后，将充分发挥炼化一体化、航油供应保障体系等多方面优势，减少中间环节，降低供应成本，推动产业链高质量发展。

近段时间以来，外卖平台服务行业拼补贴、拼价格、控流量等问题突出，挤压实体经济，加剧行业“内卷式”竞争，社会各方面反映强烈。国务院反垄断反不正当竞争委员会办公室决定，对外卖平台服务行业市场竞争状况开展调查、评估。美团、淘宝闪购、京东外卖均表示将积极配合。

证监会召开资本市场财务造假综合惩防体系跨部门工作推进座谈会。会议认为，资本市场财务造假综合惩防体系建设已进入深化落实的关键阶段，必须坚持问题导向和系统思维打好综合惩防“组合拳”。进一步增强行政、刑事、民事协同，深化重大案件行刑衔接，完善民事追责支持机制，对财务造假和第三方配合造假一体打击。强化公司治理内生约束，组织开展新一轮公司治理专项行动。

房地产界颇具代表性的职业经理人郁亮，结束 35 年万科生涯。万科 A 公告，因到龄退休，郁亮向董事会提请辞去公司董事、执行副总裁职务。万科董事会将按照法定程序尽快完成董事补选工作。截至公告披露日，郁亮持有万科 739.49 万股股票，以 1 月 8 日收盘价计算，市值逾 3600 万元。

针对“上市绿色通道被叫停”传闻，宇树科技辟谣。称相关报道与事实情况不符，公司未涉及申请“绿色通道”相关事宜。相关报道误导公众认知，已严重侵害宇树科技合法权益。公司已向主管部门反映，同时督促相关方撤回不实报道。目前，宇树科技上市工作正常推进。

国家主席习近平同韩国总统李在明举行会谈。习近平指出，80 多年前，中韩两国付出巨大民族牺牲，赢得抗击日本军国主义的胜利。今天更应携手捍卫二战胜利成果，守护东北亚和平稳定。会谈后，两国元首共同见证签署科技创新、生态环境、交通运输、经贸合作等领域 15 份合作文件。

商务部举行例行新闻发布会，回应近期热点问题。对于 Meta 以 20 亿美元收购人工智能平台 Manus，商务部新闻发言人何亚东表示，企业从事对外投资、技术出口、数据出境、跨

境并购等活动，须符合中国法律法规，履行法定程序。商务部将会同相关部门对此项收购开展评估调查。对于两用物项对日出口管制，何亚东表示，涉及民事用途的不会因此受到影响。

美国总统特朗普已同意推动一项旨在加强对俄制裁的法案。该法案为特朗普提供了阻止中国、印度、巴西等国购买廉价俄罗斯石油的砝码。外交部发言人毛宁对此表示，中俄之间的正常经贸能源合作不针对第三方，也不应当受到干扰和影响。

（二）海外要闻

黄金正式超越美国国债，三十年来首次成为全球规模最大的储备资产。据世界黄金协会最新数据，若假设 2025 年底央行持有的黄金储备规模不变，以年底价格计算，美国海外全球官方黄金储备价值已达 3.93 万亿美元，正式超越海外官方持有的美债规模，后者截至去年 10 月份的价值接近 3.88 万亿美元。

美联储 2026 年 1 月降息预期彻底落空。美国 2025 年 12 月季调后非农就业人口增加 5 万人，低于市场预期的 6 万人，11 月数据下修 8000 人至增加 5.6 万人，10 月则从减少 10.5 万人进一步下修至减少 17.3 万人；12 月失业率降至 4.4%，低于预期的 4.5%。数据公布后，市场预期美联储 1 月降息的可能性几乎为零。

美国总统特朗普称，已取消此前预计的对委内瑞拉第二波军事打击。但出于安全保障目的，所有美国舰船都维持原地部署。特朗普还宣布，将通过房利美和房地美购买 2000 亿美元抵押贷款债券，此举旨在压低房贷利率，降低购房成本。

美国国会预算办公室预计，美国 GDP 增速将在 2026 年加快至 2.2%，2026 年 PCE 通胀率为 2.7%，2028 年为 2.1%。美国失业率将在 2026 年降至 4.6%，并在 2028 年进一步降至 4.4%。美联储利率将在 2026 年第四季度降至 3.4%。

美国商务部公布数据显示，2025 年 10 月美国贸易逆差环比大幅收窄 39%，降至 294 亿美元，创 2009 年 6 月以来最低水平。当月美国出口额增长 2.6%，达到 3020 亿美元的历史新高；进口额则下降 3.2%，其中商品进口额下跌 4.5%。

美国上周初请失业金人数升至 20.8 万人，略低于市场预期，仍处于历史低位区间，前值上修 1000 人至 20 万人。美国挑战者报告显示，去年 12 月裁员人数为 35,553 人，创 17 个月新低。

2026 年国际消费类电子产品展览会（CES 2026）1 月 6 日拉开帷幕。英伟达 CEO 黄仁勋宣布，新一代 AI 芯片平台 Vera Rubin 全面投产，AI 推理性能较 Blackwell 提升 5 倍，成本

降至 1/10。黄仁勋表示，AI 进入“会思考”下半场，物理 AI 的 ChatGPT 时刻即将到来。英伟达还推出全球首款开源 VLA 自动驾驶推理模型 Alpamayo，首款搭载英伟达全栈 DRIVE 系统的车型将于一季度在美国上路。

桥水基金创始人达利欧发布年度复盘称，2025 年最大的投资故事不是美股强劲表现，而是货币价值的剧烈变化和资产配置的全球性转移。美国股市高回报很大程度上是法定货币贬值带来的“计价幻觉”，黄金才是真正的赢家。达利欧同时发出警告，此前推动科技股大涨的人工智能热潮“目前已步入泡沫初期阶段”。

乌克兰总统泽连斯基在塞浦路斯访问期间表示，目前与美欧伙伴的谈判达到了一个新的水平，有望在 2026 年上半年结束与俄罗斯的冲突。泽连斯基称，乌方与其欧洲伙伴、美国以及所有“意愿联盟”的参与者一起，并称目前谈判达到了一个新阶段，冲突可能在塞浦路斯担任欧盟轮值主席国期间结束。

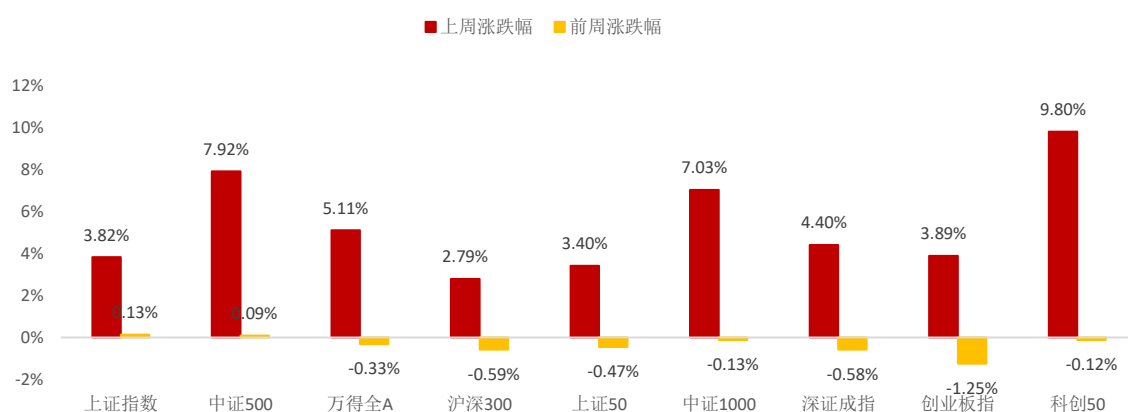
知情人士透露，由于政府的经济刺激措施，日本央行可能在本月会议上上调经济增长预期，但在基准利率方面预计将按兵不动，同时继续密切关注日元疲软的影响。

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 股宽基指数大幅上涨。上证指数上涨 3.82%，万得全 A 上涨 5.11%，沪深 300 上涨

2.79%，创业板指上涨 3.89%，科创 50 上涨 9.80%。从行业板块看，上周国防军工、传媒、有色金属领涨，银行领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/1/11	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	17.1	↑ 0.55	59.6	↑ 3.28	97.3%	100.0%	100.0%
深证成指	32.6	↑ 1.34	79.0	↑ 4.94	90.3%	95.8%	94.4%
上证 50	12.0	↑ 0.17	62.1	↑ 2.62	91.0%	90.7%	87.5%
沪深 300	14.4	↑ 0.24	67.9	↑ 3.65	88.8%	89.1%	85.3%
中证 500	36.4	↑ 2.63	68.6	↑ 4.34	81.3%	100.0%	100.0%
中证 1000	49.4	↑ 3.07	72.6	↑ 7.27	72.6%	94.1%	92.4%
创业板指	42.6	↑ 1.84	40.7	↑ 6.11	39.2%	50.4%	53.4%
科创 50	175.3	↑ 14.13	97.8	↑ 1.24	97.8%	97.8%	97.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2026/1/11	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	↑ 0.23	18.35%	↑ 0.82	18.3%	30.1%	39.9%
基础化工(申万)	31.8	↑ 1.57	76.82%	↑ 6.28	76.8%	96.6%	95.4%
钢铁(申万)	33.0	↑ 0.95	71.00%	↑ 1.45	71.0%	92.8%	90.4%
有色金属(申万)	30.9	↑ 2.46	38.78%	↑ 2.86	38.8%	63.7%	71.9%
电子(申万)	71.5	↑ 5.23	93.00%	↑ 4.38	93.0%	99.2%	98.9%
家用电器(申万)	15.2	↑ 0.34	47.95%	↑ 5.78	47.9%	54.4%	60.1%
食品饮料(申万)	21.3	↑ 0.45	21.04%	↑ 3.95	21.0%	14.1%	18.8%
纺织服饰(申万)	28.5	↑ 0.74	63.69%	↑ 1.44	63.7%	79.7%	74.9%
轻工制造(申万)	33.8	↑ 1.04	66.15%	↑ 2.10	66.1%	99.6%	99.4%
医药生物(申万)	39.0	↑ 2.75	66.57%	↑ 18.82	66.6%	79.2%	74.1%
公用事业(申万)	19.8	↑ 0.50	41.64%	↑ 5.09	41.6%	46.4%	49.8%
交通运输(申万)	18.5	↑ 0.06	59.98%	↑ 0.43	60.0%	77.9%	77.8%
房地产(申万)	62.3	↑ 3.04	98.27%	↑ 0.58	98.3%	97.2%	96.2%
商贸零售(申万)	53.4	↑ 2.07	98.94%	↑ 0.85	98.9%	100.0%	100.0%
社会服务(申万)	48.1	↑ 2.13	51.14%	↑ 4.56	51.1%	52.7%	36.5%
综合(申万)	63.5	↑ 8.06	81.03%	↑ 8.54	81.0%	96.4%	95.1%
建筑材料(申万)	29.9	↑ 1.06	80.83%	↑ 2.83	80.8%	99.1%	98.8%
建筑装饰(申万)	13.5	↑ 0.78	73.48%	↑ 2.82	73.5%	98.7%	100.0%
电力设备(申万)	41.4	↑ 2.03	61.48%	↑ 6.04	61.5%	78.5%	71.2%
国防军工(申万)	103.7	↑ 12.26	80.03%	↑ 5.02	80.0%	100.0%	100.0%
计算机(申万)	92.8	↑ 7.13	94.35%	↑ 2.98	94.3%	98.4%	97.8%
传媒(申万)	49.0	↑ 5.61	72.97%	↑ 13.45	73.0%	95.6%	94.1%
通信(申万)	50.4	↑ 0.92	83.90%	↑ 2.21	83.9%	99.5%	99.4%
银行(申万)	6.3	↓ 0.12	45.84%	↓ 5.85	45.8%	52.9%	67.0%
非银金融(申万)	13.6	↑ 0.37	13.63%	↑ 4.61	13.6%	13.8%	18.4%
汽车(申万)	30.2	↑ 0.69	84.48%	↑ 3.26	84.5%	75.8%	67.5%
机械设备(申万)	41.4	↑ 2.12	73.23%	↑ 1.01	73.2%	99.0%	100.0%
煤炭(申万)	18.9	↑ 1.20	77.87%	↑ 1.50	77.9%	99.3%	99.1%

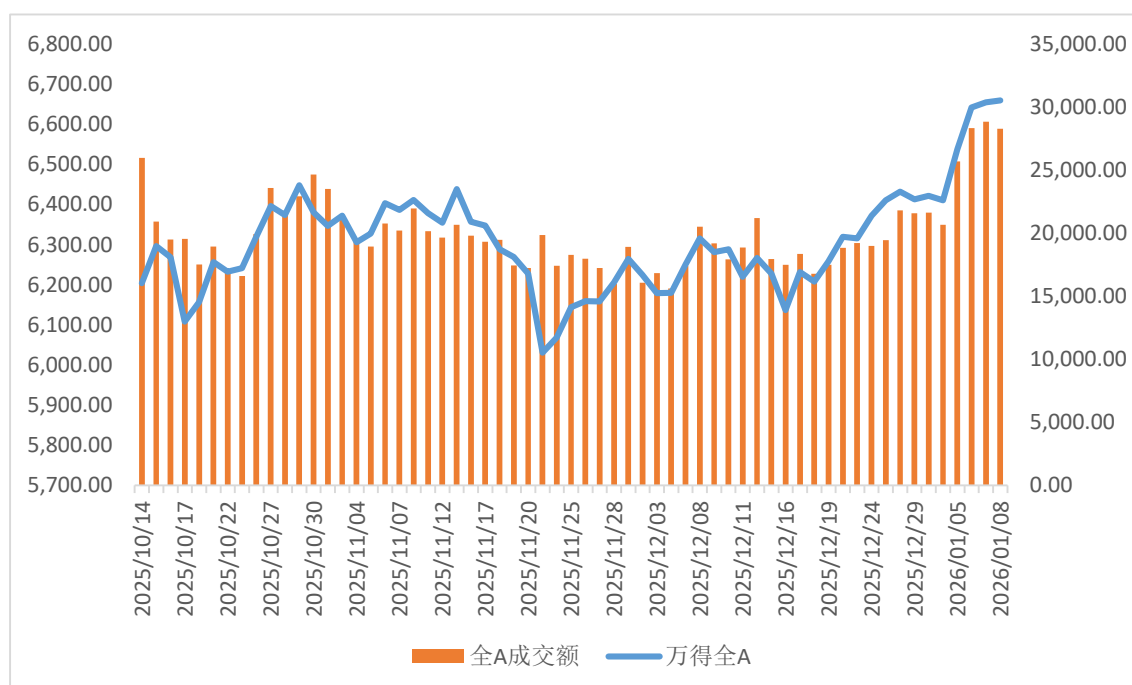
石油石化(申万)	20.5	↓	0.68	67.92%	↓	3.53	67.9%	90.1%	94.9%
环保(申万)	30.0	↑	0.99	60.66%	↑	1.06	60.7%	98.0%	99.4%
美容护理(申万)	38.9	↑	0.96	54.90%	↑	3.63	54.9%	51.2%	36.2%

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，上周国防军工、计算机、电子估值上行最多，银行、石油石化下行最多。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。

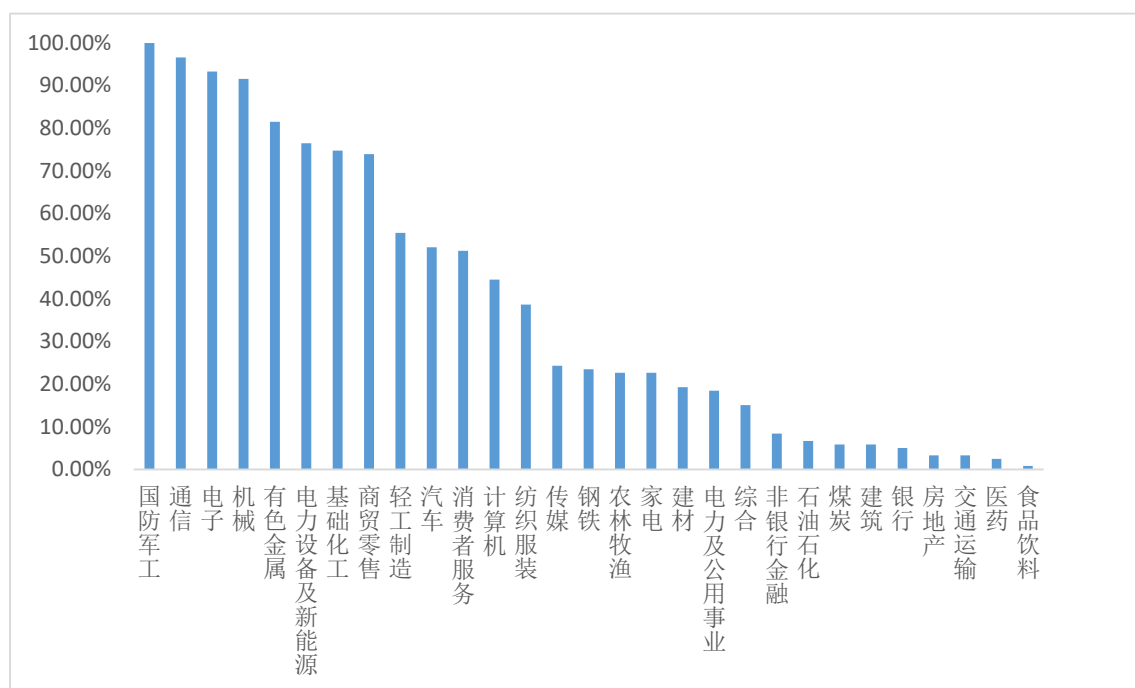
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



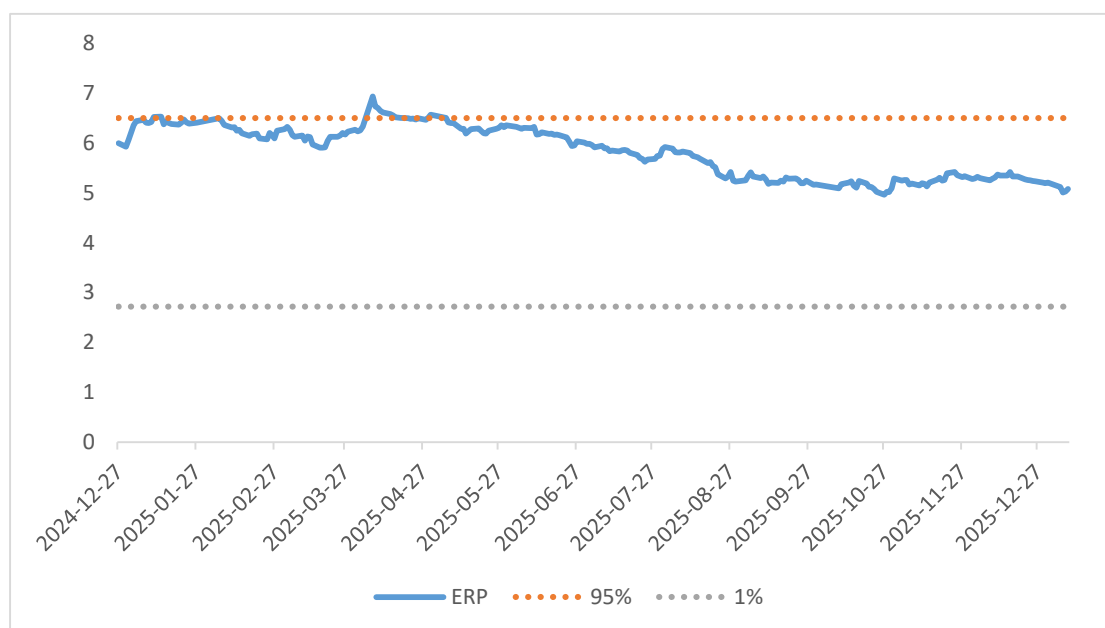
数据来源：Wind

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，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工、通信、电子的拥挤度较高。

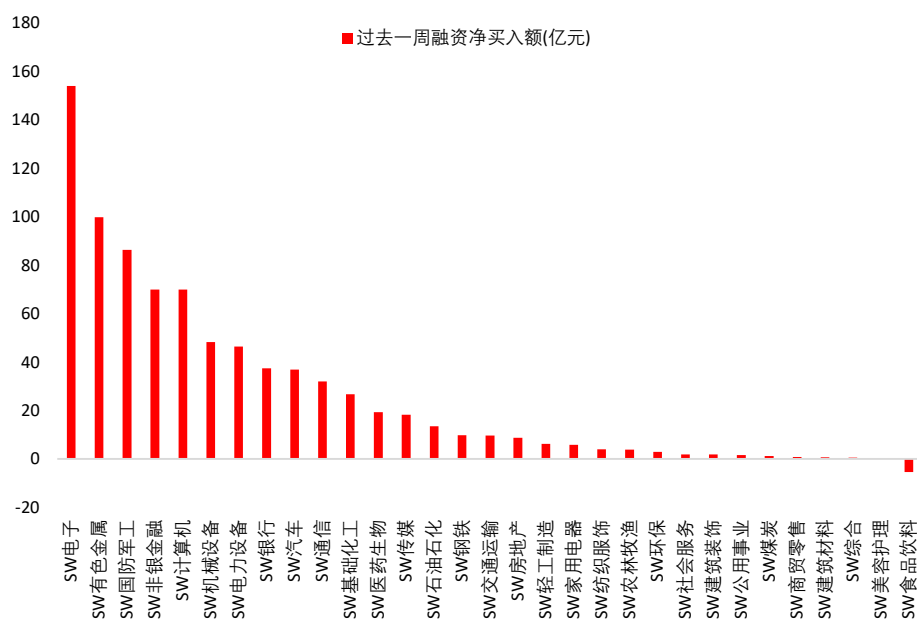
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.08%，处于历史 42.85%

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

1月9日，两融资金占比为4.89%，12月31日为4.89%，反映出杠杆资金加仓意愿大幅下降。截至1月9日，上周融资净买入的前三行业为电子、有色金属、国防军工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

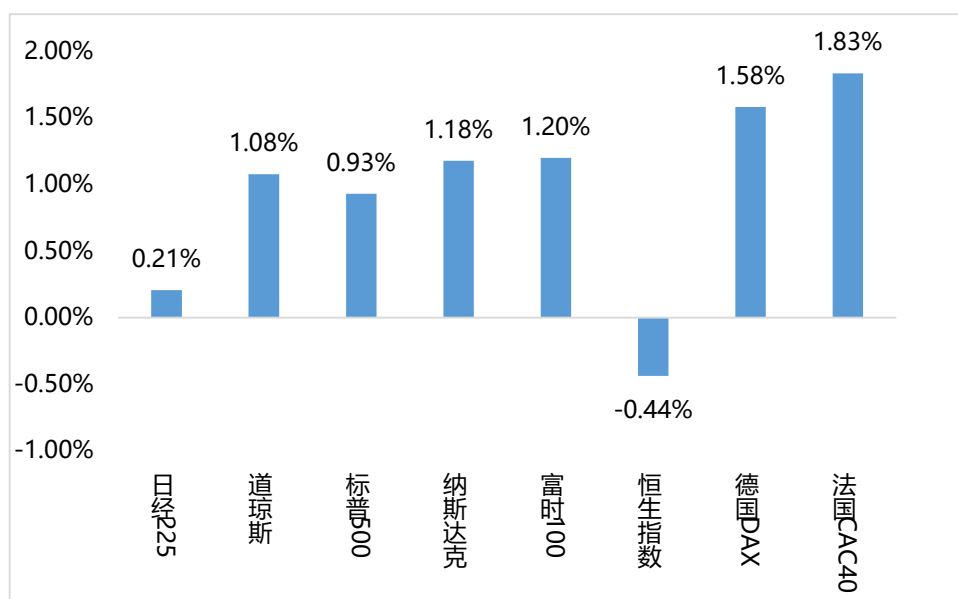


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨1.08%，标普500上涨0.93%，纳指上涨1.18%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.20%，德国上涨1.58%，法国上涨1.83%；亚太股市方面，日经指数上涨0.21%，恒生指数下跌0.44%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

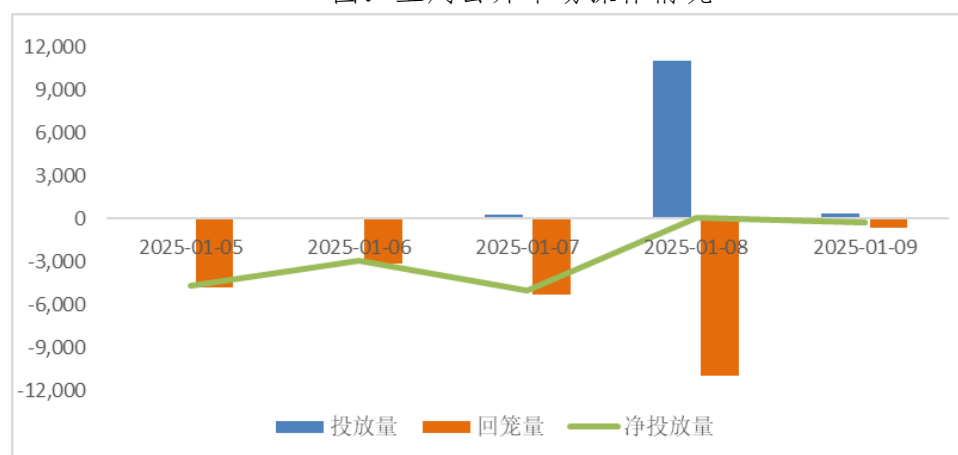


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 1022 亿元逆回购操作和 11000 亿元买断式逆回购操作，因有 13236 亿元逆回购、11000 亿元买断式逆回购和 600 亿元国库现金定存到期，整体上实现净回笼 12814 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 1670 亿元，地方政府债计划发行 702 亿元，整体净缴款-931 亿元。

图：1 月 12 日-1 月 16 日政府债发行缴款

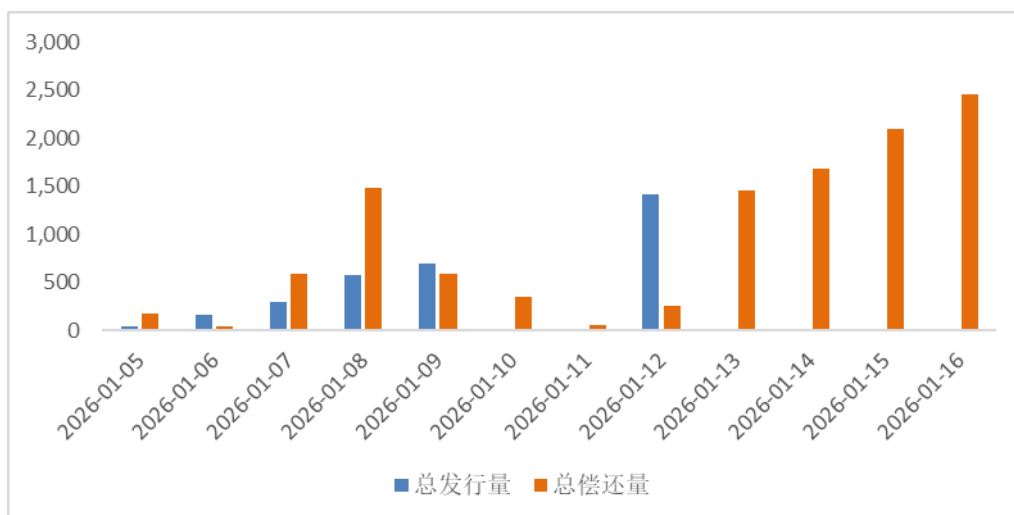
单位：亿元

	1 月 12 日		1 月 13 日		1 月 14 日		1 月 15 日		1 月 16 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	249	0	0	1670	0	0	453	0	0
到期	0	30	0	0	0	121	5062	0	0	0
缴款	1800	0	0	249	0	0	0	1670	0	453

净缴款	1770	249	-11	-3392	453
-----	------	-----	-----	-------	-----

同业存单发行：本周（1月12-16日）存单到期8339亿元，较前一周显著回升。

图：同业存单到期与发行

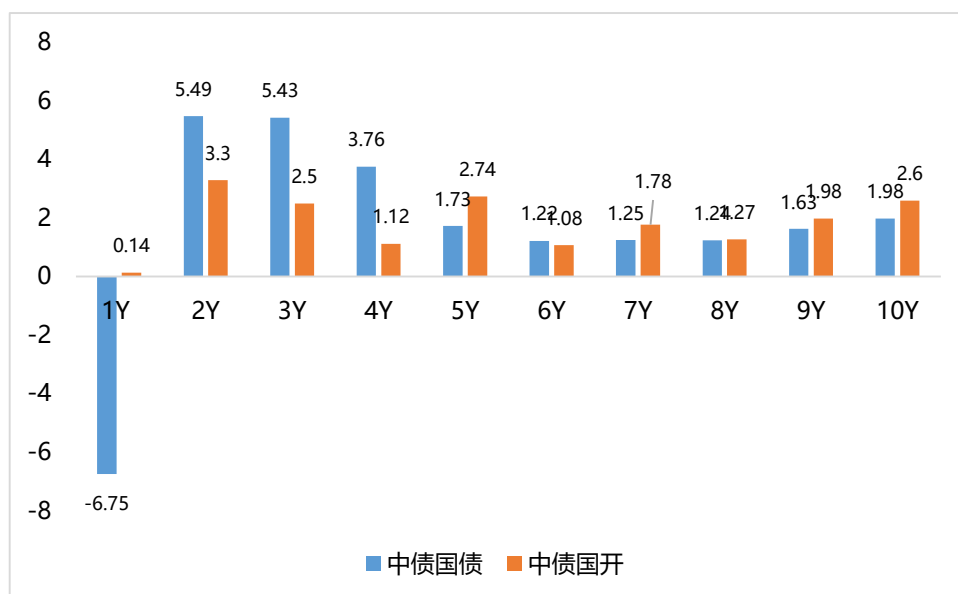


回购市场：上周资金面整体均衡宽松。跨年结束，扰动因素减少加上财政支出的作用，资金价格回归低位。尽管央行大额回笼，但资金面如期转为宽松，前两日 R001 维持在 1.33%附近，后续随着回笼导致缺口堆积，资金价格略有上升，但整体仍位于政策利率下方。截至上周五，R001 收于 1.35%，较前一周下行 10.88BP，R007 收于 1.52%，较前一周下行 64.02BP

票据利率：上周票据转贴市场整体先涨后跌。上周初买盘配置意愿较为谨慎，观望情绪浓厚，票据利率持续上行；随着利率逐步上行到合意位置，买票配置需求释放遂进场收票，票价震荡回落。

（三）债券市场

图 14：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（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	17.19	19.45	22.31	36.25
环比	12.18	-3.70	0.25	-0.98
年初以来	-3.79	8.38	6.79	5.85
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	24.69	15.30	18.58	46.38
2016 年以来分位数	27.55%	77.75%	75.36%	36.92%

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（2026 年 1 月 9 日）

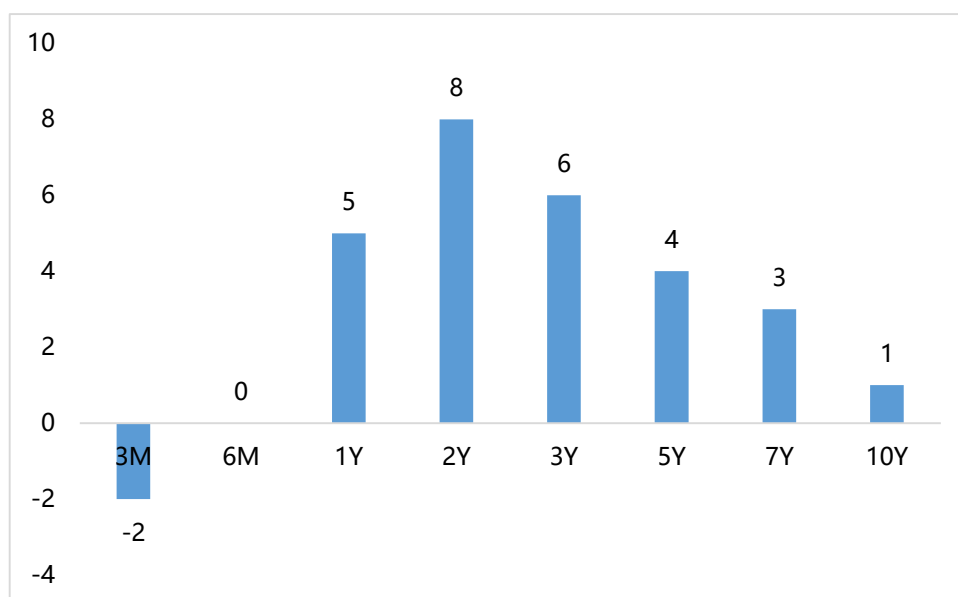
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	11.59	11.8	16.74	21.23	16.72
环比	1.99	-1.16	-1.94	-0.93	-1.81
年初以来	-20.75	-23.43	-20.52	-12.41	-28.4
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	43.08	34.89	37.29	41.51	42.96
2016 年以来分位数	1.83%	0.32%	2.75%	4.03%	0.88%

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上行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 6.75BP，3 年期上行 5.43BP，5 年期上行 1.73BP，10 年期上行 1.98BP。

长期限高等级票据信用利差多数收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.99BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.16BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.94BP。

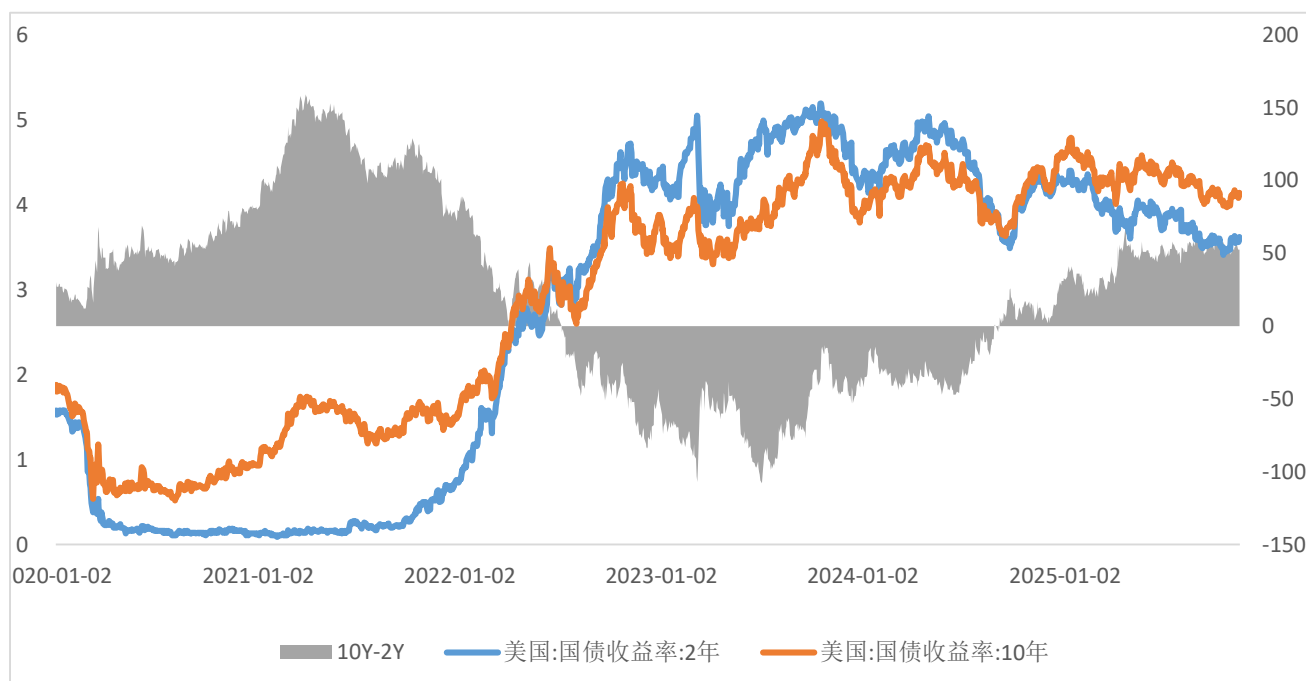
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数上行。全周来看，1 年期美债收益率上行 5BP，3 年期美债收益率上行 6BP，10 年期美债收益率上行 1BP。

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。上周美元指数上涨 0.82%，在岸和离岸人民币汇率涨跌不一，中间价升值 0.15%，即期汇率贬值 0.02%，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	99.1368	7.0128	6.9821	6.9760
对照日期	98.3291	7.023	6.9806	6.9829
涨跌	0.82%	0.15%	-0.02%	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，1月9日，美国劳工部公布25年12月非农数据，非农就业人数增加5万人，预估增7万人，10-11月合计下修7.6万人。失业率4.4%，前值也下修至4.5%。时薪环比0.33%，略快于前月的0.24%。本次非农数据和失业率均低于预期，新增非农就业集中在个别服务业，依旧描绘了美国就业市场“低招聘+低裁员”的格局。2025全年美国新增非农就业58.4万人，明显低于2023和2024年水平。经过疫情至今6年的调整，我们认为如今美国就业市场已经处于供求相对平衡的状态。鉴于特朗普的非常规提前披露数据行为，我们建议后续加强对白宫经济顾问委员会（CEA）相关新闻和研究的关注。降息预期方面，我们依旧预计美联储将在1月议息会议暂停降息，并认为鲍威尔任期内或还有一次降息。

（二）权益市场展望和策略

12月美国新增非农就业低于预期，失业率回落略超预期。市场反馈中性。在全球总量经济向上的情况下，流动性边际上进一步宽松的概率有限。财政货币双宽预期仍支持市场继续维持相应的风险偏好。上周我们认为，财政宽松引发再通胀的交易逻辑，刺激总量分子的贝塔性复苏。相应地，以AI为代表的结构性分子逻辑，短期会受到一定的削弱¹。本周依旧维持该判断，纳指明显跑输道指。国内CPI同比和环比均出现上涨，PPI在资源品价格上涨的支持下，环比涨幅扩大，同比降幅收窄。预计2026年通胀温和回升，大概率呈现出一定的结构性特征。经济仍在复苏的过程中。

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。3）市场短期风险偏好维持高位，较为适合弹性交易和主题交易。2、行业选择：1）弹性交易方向：商业航天+半导体

国产替代+AI 应用分支。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，把握各个方向的轮动节奏。2) 行业配置：建议关注：国防军工、基础化工、机械、有色金属、电子；建议谨慎：食品饮料、电力及公用事业、综合、农林牧渔、交通运输。

（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。

新年以来风险资产走出了明显的趋势行情，我们短期技术指标在超买修复后重现上行趋势，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，10y 国债近期在 1.88%上下徘徊，预计短期继续大幅上行的动力有限，因此关注当前点位的配置价值显现。短端方面，受央行态度及操作影响，资金面整体均衡偏松，短期收益博取赔率有限，但资金宽松较为确定的情况下关注交易性机会；长端方面，当前位置配置性价比已经显现，若根据往年 1 月存在季节性收益率下行概率，则对于配置盘来讲建议把握当前年初开门红加仓机会。长端方面，10y 国债可能仍将维持“上有顶、下有底”的状态，仍然建议把握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。