

人民银行结构性降息，把握再通胀与结构性机会

——鑫元周观点（2026. 01. 12-2026. 01. 18）

一、核心观点

宏观方面，国内方面，12 月社融、信贷总量均超出市场预期，显示年末政策托底与季节性冲量的双重效应；12 月出口同比延续上行，低基数对读数有支撑，环比表现强于季节性，产业链优势和出口多元化的支撑的结构特征延续。国新办举行新闻发布会，央行出席并推出了一系列包括结构性降息在内的货币政策工具。海外方面，美国 12 月核心 CPI 弱于预期，房租对通胀的拉动上升，二手车价格走低导致核心商品偏弱。美国总统特朗普表示，更倾向于让哈塞特继续担任现有职务。

权益市场方面，目前美国经济数据反馈的是总量经济上行趋势，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，难以继续支持估值扩张。过去二周判断：“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”。台积电超预期的业绩指引并不表明 AI 整体产业链泡沫担忧的消除，仅是反映了上游环节的结构性紧缺，是个股阿尔法而非行业性贝塔。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）海外总量分子向好，再通胀预期重启，市场风险偏好维持在上游环节。2）上游环节并不局限于以有色金属为代表的上游资源品，可以向更为广泛的各行业上游环节扩散：例如 AI 产业链上游的芯片制造和半导体设备环节。3）市场短期进入波动率降低的过程，降低交易频率，避免反复追涨杀跌带来的磨损。2、行业选择：1）在降波过程中，建议减少弹性交易方向的仓位。如果之前在商业航天和 AI 应用分支等方向上有仓位，可等待反弹，观察未来的主线方向，再做仓位调整。2）行业配置：建议关注：有色金属、传媒、国防军工、机械、计算机；建议谨慎：食品饮料、农林牧渔、综合、银行、家电。

固收市场方面，债市在权益市场调整、政策博弈与资金面波动的共同作用下，呈现高波动的区间震荡格局。收益率走势更多是“被动反应式”，市场交易行为偏短期化、波段化。

上半周在资金面收紧和交易盘抛压下，行情反复纠结，超长端国债收益率在 2.30% 关键位反复拉锯。市场在等待明确的催化剂。下半周交易所融资保证金比例调整政策催化触发权益市场避险交易，债市开启一波流畅上涨。尽管周四央行发布会后出现获利了结波动，但调整幅度整体有限，周五在股市继续走弱下债市再度企稳。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 0bp、-4bp、-5bp 收于 2.30%、1.84%、1.24%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 4bp、1bp 收于 46bp、60bp。本周央行在国新办出席了新闻发布会，推出了结构性降息等一系列货币政策工具，整体符合市场预期。尽管央行提到“降准降息还有一定的空间”，但考虑到 12 月出口保持较强韧性，且此次结构性降息后央行或等待政策效果，短期全面降息迫切度不高，关注为配合财政政策前置发力，降准落地的可能。市场对 12 月金融数据整体反应平淡，市场或关注 1 月份信贷开门红情况以及出口、通胀等数据。展望来看，当前基本面预期对债市方向偏不利，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）国内要闻

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取提振消费专项行动进展情况汇报并研究加快培育服务消费新增长点等促消费举措，部署做好清理拖欠企业账款行动和保障农民工工资支付有关工作，审议通过《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定（草案）》。会议指出，要完善促消费长效机制，制定和实施好扩大消费“十五五”规划、城乡居民增收计划，加快清理消费领域不合理限制。

加拿大总理卡尼应邀对中国进行正式访问。双方就深化经贸合作达成广泛共识，签署《中国—加拿大经贸合作路线图》。根据最新调整安排，加方将给予中国电动汽车每年 4.9 万辆的配额，配额内享受 6.1% 的最惠国关税待遇，不再征收 100% 附加税，配额数量将按一定比例逐年增长。

央行打出“组合拳”支持经济高质量发展。其中包括：下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点；合并使用支农支小再贷款与再贴现额度，增加支农支小再贷款额度 5000 亿元，总额度中单设 1 万亿元民营企业再贷款，重点支持中小民营企业；科技创新和技术改造再贷款额度增加 4000 亿元并扩大支持范围；拓展碳减排支持工具支持领域；将商业用房购房贷款最低

首付比例下调至 30%。央行表示，今年降准降息还有一定空间。

经证监会批准，沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例从 80%提高至 100%。此次调整仅限于新开融资合约，调整实施前已存续的融资合约及其展期仍按照调整前的相关规定执行。分析指出，近期融资交易明显活跃，市场流动性相对充裕，根据法定的逆周期调节安排，适度提高融资保证金比例至 100%，有助于适当降低杠杆水平，切实保护投资者合法权益，促进市场长期稳定健康发展。

居民换房退个税政策续期至 2027 年底。财政部、税务总局、住建部联合发布公告，自 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策。对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个税予以退税优惠。

我国首次明确政府投资基金布局和投向。国家发改委等四部门联合发布《关于加强政府投资基金布局规划和投向指导的工作办法》，要求基金支持重大战略、重点领域和市场难以有效配置资源的薄弱环节，推动科技创新和产业创新深度融合，着力培育新兴支柱产业，不得投向限制类、淘汰类以及政策明令禁止的产业领域。

全国商务工作会议 1 月 10 日至 11 日在北京召开。会议指出，2026 年全国商务系统要重点做好八个方面工作，其中包括：深入实施提振消费专项行动，打造“购在中国”品牌；健全现代市场和流通体系，推进全国统一大市场建设；推动贸易创新发展，打响“出口中国”品牌；塑造吸引外资新优势，擦亮“投资中国”品牌；对接国际高标准经贸规则，更大力度推进开放高地建设等。

证监会召开 2026 年系统工作会议。会议强调，坚持稳字当头，巩固市场稳中向好势头。全方位加强市场监测预警，及时做好逆周期调节，强化交易监管和信息披露监管，进一步维护交易公平性，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落。启动实施深化创业板改革，持续推动科创板改革落实落地，提高再融资便利性和灵活性。抓紧推动合格境外投资者优化方案落地，扩大期货特定品种开放范围，提升跨境投融资便利性。

证监会就《衍生品交易监督管理办法(试行)》公开征求意见。征求意见稿指出，参与衍生品交易及相关活动的各方不得通过衍生品交易实施操纵市场、内幕交易、利用未公开信息交易、违规减持、利益输送等违法违规行为。证监会遵循审慎监管原则，健全衍生品市场监测监控制度，可以对衍生品交易实施逆周期调节管理。

经济数据方面，据海关统计，2025 年我国外贸进出口达 45.47 万亿元，同比增长 3.8%，

连续 9 年保持增长。其中，12 月份进出口 4.26 万亿元，同比增长 4.9%，刷新月度规模最高纪录。中国 12 月稀土出口同比激增 32%至 4392 吨，全年出口达 62585 吨。

2025 年我国社会融资规模增量累计为 35.6 万亿元，比上年多 3.34 万亿元；全年人民币贷款增加 16.27 万亿元，人民币存款增加 26.41 万亿元。2025 年 12 月末，广义货币（M2）余额 340.29 万亿元，同比增长 8.5%，全年净投放现金 1.31 万亿元。

2025 年我国全社会用电量历史性突破 10 万亿千瓦时，达到 10.4 万亿千瓦时，同比增长 5%。这一数字在全球单一国家中尚属首次，相当于美国全年用电量的两倍多，超过欧盟、俄罗斯、印度、日本四个经济体的年用电量总和。

人工智能方面，近日，清华大学基础模型北京市重点实验室发起 AGI-Next 前沿峰会，引发业界关注。会议认为，大模型竞争已从“Chat”转向“Agent”阶段，重心从榜单分数位移至真实环境的复杂任务执行。行业预判 2026 年为商业价值落地元年，技术路径正向可验证强化学习（RLVR）演进。面对“中国反超”议题，领军者持冷静态度，将领先概率评估为 20%以内，认为中美在算力投入结构、新范式引领及 toB 生态上的本质差距。

台积电 2025 年第四季度业绩远超预期，连续第七个季度实现两位数增长。财报显示，台积电 2025 年第四季度净利润同比飙升 35%至约 160 亿美元，创历史新高，毛利率首度突破 60%。台积电将 2026 年资本开支指引大幅上调至 520 亿-560 亿美元，较此前预期高出近四成。

商品方面，深圳水贝市场传出“白银商家爆雷大案”，涉案价值约 2 亿元。多名网友通过社交平台发帖称，水贝一银楼突然关店停业，多人在此购买的贵金属板料未能兑付，老板也联系不上。多位涉事商户透露，“跑路”传闻不实，老板没有跑但确实也交不出钱和货。全市场首只千亿元级黄金 ETF 诞生。截至 1 月 14 日，华安黄金 ETF 流通规模达到 1007.62 亿元，成为国内首只突破千亿的黄金 ETF，并稳居亚洲最大规模黄金 ETF 之位。

（二）海外要闻

世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告，将 2026 年全球经济增长预期上调至 2.6%，比上次预测值高出 0.2 个百分点。报告预计，美国 GDP 增速将在 2026 年达到 2.2%，欧元区经济增速将放缓至 0.9%，日本经济增速将放缓至 0.8%。

当地时间 15 日，美国白宫新闻秘书莱维特表示，特朗普及其团队正在密切关注伊朗局势，并保留所有选项。莱维特称，特朗普与以色列总理内塔尼亚胡进行了通话，但她不会在未经总统本人明确批准的情况下透露二者谈话细节。同日，特朗普暂缓决定是否对伊朗发动军事

打击。多名美国、以色列及阿拉伯国家消息人士称，军事选项仍在桌面上，但不确定性明显上升。

美国白宫发布声明称，美国将从1月15日起对部分进口半导体、半导体制造设备和衍生品加征25%进口从价关税。英伟达H200芯片和超威半导体MI325X均在此次加征关税范围内。用于数据中心、研发、维修和公共部门等领域的半导体产品不在此次加征关税范围之内。

美国参议院通过一项法案，批准向多家联邦科研机构提供数十亿美元资金，否决了特朗普政府此前提出的对科研和航天领域进行大幅削减的预算方案。

美国联邦最高法院周三再次未就特朗普政府关税政策的合法性作出裁决，意味着全球市场仍需等待至少到下周，才能知晓这项标志性经济政策的最终命运。

美国司法部已就美联储总部翻修相关事宜，对美联储主席鲍威尔启动刑事调查。鲍威尔对此回应称，此举史无前例，应结合特朗普政府对美联储的持续威胁这一背景来看待，目的是就降息问题进一步向他施压。特朗普表示，尽管美国司法部威胁要对美联储主席鲍威尔展开刑事调查，但他目前并无解雇鲍威尔的计划。

关于下一任美联储主席人选也有最新消息。美国总统特朗普在白宫活动中称赞其经济顾问凯文·哈塞特，并表示，在考虑下一任美联储主席人选之际，他可能更倾向于让哈塞特继续担任现有职务（国家经济委员会主任）。华尔街分析师指出，这是特朗普在美联储主席人选问题上的重大转向，哈塞特此前是其重点考虑的人选之一。在特朗普发表相关言论后，前美联储理事凯文·沃什跃升为角逐美联储主席的最热门人选。

经济数据方面，美国财政部表示，美国2025年12月预算赤字为1450亿美元，创当月历史新高，市场预期为1500亿美元，而2024年12月的赤字为870亿美元。美国2026财年迄今赤字为6020亿美元，而2025财年同期赤字为7110亿美元。

美国2025年12月CPI同比上涨2.7%，核心CPI上涨2.6%，均与前值持平。

美国上周初请失业金人数下降9000人至19.8万人，显著低于市场预期21.5万人，为去年11月以来最低水平。四周移动平均值降至20.5万，创两年新低。

此外，多位美联储官员发表讲话。美联储保尔森表示，倾向于在下次会议上维持利率不变。美联储副主席杰斐逊表示，利率处于与中性水平相符的区间；当前的政策立场“定位良好”；预计短期内经济将增长2%，今年失业率将保持稳定；美联储已做好充分准备来决定是否对利率进行进一步调整。美联储理事鲍曼表示，目前的货币政策仍具有温和的限制性，如果就业形势未能改善，官员们应准备好进一步下调利率。2026年票委、费城联储主席保尔森

重申，如果通胀如预期持续回落、劳动力市场趋于稳定，美联储可能在今年晚些时候进一步下调利率。

日本首相高市早苗已正式向执政联盟高层传达了将于1月23日解散众议院、提前举行大选的决定。主要选举日程方案是“1月27日发布公告、2月8日投计票”和“2月3日发布公告、2月15日投计票”。

日本央行金融市场部将于2月26日召开“市场操作会议”，讨论近期市场发展、央行操作、国债市场流动性和功能性以及货币市场。日本央行行长植田和男重申，若经济和物价发展符合预期，将继续加息。

知情人士透露，尽管日本央行在本月政策会议上可能维持利率不变，但汇率因素或将促使其重新评估加息时点，甚至可能被迫提前行动。日本央行官员认为，日元疲软对物价的影响力正在增强。美国财政部周三发表声明称，美国财长斯科特·贝森特周一会见了日本财务大臣片山皋月，并“强调了制定和传达稳健货币政策的必要性”。

韩国央行维持基准利率在2.5%不变，连续第五次按兵不动，符合市场预期。韩国央行行长李昌镛指出，该行关注房价、债务和汇率波动。如果想通过政策利率来稳定外汇市场，那么就必须将利率上调200至300个基点。

2026年有望迎IPO超级周期，几家估值排名全球前列的科技企业正筹备上市。消息称，OpenAI正与Cooley等多家顶级律所就IPO准备工作进行洽谈；Anthropic已聘请律所Wilson Sonsini协助上市准备；SpaceX已面试并准备确定牵头IPO的银行。

英伟达对一篇技术论文中有关数据中心铜需求量数据进行了修正，将每吉瓦机架铜母线用量从“50万吨”大幅下调至200吨。调整后，市场对铜未来需求的预期或将下调。

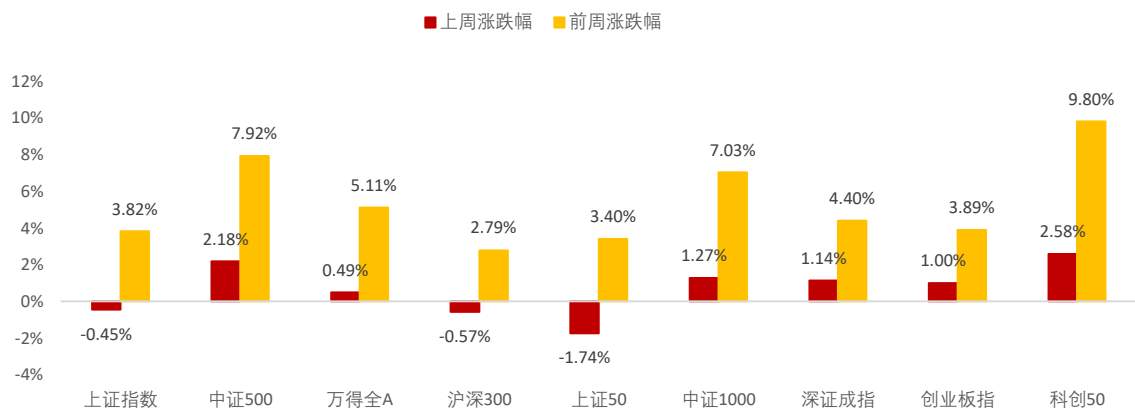
苹果与谷歌达成了一项价值可能高达50亿美元的AI合作，将使用谷歌的Gemini模型为iPhone提供功能支持并改进Siri语音助手。

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 股宽基指数涨跌不一。上证指数微跌 0.45%，万得全 A 上涨 0.49%，沪深 300 下跌 0.57%，创业板指上涨 1.00%，科创 50 上涨 2.58%。从行业板块看，上周**计算机、电子、有色金属**领涨，**国防军工、房地产、农林牧渔**领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/1/18	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	17.0	↓ 0.12	59.1	↓ 0.35	97.0%	99.6%	99.4%
深证成指	32.9	↑ 0.36	79.6	↑ 0.72	91.0%	96.1%	94.8%
上证50	11.7	↓ 0.27	58.7	↓ 4.89	86.2%	84.5%	79.3%
沪深300	14.2	↓ 0.18	65.6	↓ 2.93	85.8%	86.5%	82.1%
中证500	37.4	↑ 0.94	69.3	↑ 0.45	81.7%	100.0%	100.0%
中证1000	50.0	↑ 0.61	73.1	↑ 0.45	73.1%	94.5%	92.8%
创业板指	43.0	↑ 0.40	41.5	↑ 0.87	40.1%	51.1%	54.2%
科创50	177.3	↑ 2.06	98.2	↑ 0.35	98.2%	98.2%	98.1%

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）

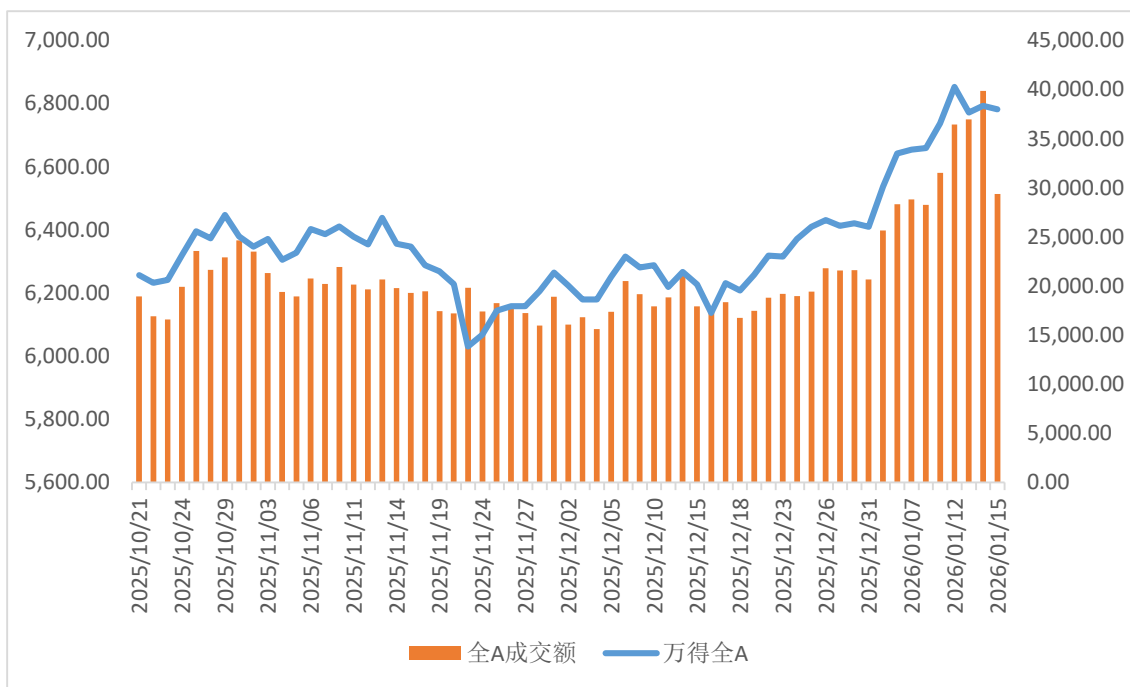
	2026/1/18	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
农林牧渔(申万)	23.3	↓ 0.79	16.41%	↓ 1.94	16.4%	26.9%	36.1%
基础化工(申万)	32.0	↑ 0.28	77.82%	↑ 1.00	77.8%	97.0%	96.0%
钢铁(申万)	32.4	↓ 0.62	69.81%	↓ 1.19	69.8%	92.1%	89.4%
有色金属(申万)	31.9	↑ 0.95	40.29%	↑ 1.51	40.3%	66.1%	73.8%
电子(申万)	74.3	↑ 2.77	95.45%	↑ 2.45	95.4%	99.6%	99.5%
家用电器(申万)	15.1	↓ 0.05	47.18%	↓ 0.77	47.2%	53.6%	59.2%
食品饮料(申万)	20.9	↓ 0.45	17.05%	↓ 3.99	17.1%	8.7%	11.6%
纺织服饰(申万)	28.3	↓ 0.16	63.43%	↓ 0.26	63.4%	79.2%	74.5%
轻工制造(申万)	33.3	↓ 0.46	65.02%	↓ 1.13	65.0%	98.9%	98.6%
医药生物(申万)	38.7	↓ 0.26	64.62%	↓ 1.95	64.6%	77.9%	73.1%
公用事业(申万)	19.9	↑ 0.05	42.31%	↑ 0.67	42.3%	47.4%	50.4%
交通运输(申万)	18.3	↓ 0.17	58.54%	↓ 1.44	58.5%	75.7%	76.8%
房地产(申万)	60.0	↓ 2.25	97.63%	↓ 0.64	97.6%	96.1%	94.8%
商贸零售(申万)	52.6	↓ 0.79	98.65%	↓ 0.29	98.7%	99.7%	99.6%
社会服务(申万)	49.2	↑ 1.13	52.63%	↑ 1.49	52.6%	53.9%	38.1%
综合(申万)	62.8	↓ 0.65	80.75%	↓ 0.27	80.8%	96.0%	94.6%
建筑材料(申万)	29.7	↓ 0.21	80.32%	↓ 0.51	80.3%	98.4%	97.9%
建筑装饰(申万)	13.6	↑ 0.04	73.48%	↓ 0.01	73.5%	98.6%	99.8%
电力设备(申万)	41.8	↑ 0.36	62.69%	↑ 1.22	62.7%	79.4%	72.3%
国防军工(申万)	98.6	↓ 5.09	77.76%	↓ 2.28	77.8%	99.7%	99.6%
计算机(申万)	96.4	↑ 3.56	95.48%	↑ 1.13	95.5%	99.4%	99.2%
传媒(申万)	49.7	↑ 0.70	74.36%	↑ 1.39	74.4%	96.4%	95.1%
通信(申万)	51.1	↑ 0.68	85.10%	↑ 1.20	85.1%	99.6%	99.5%
银行(申万)	6.1	↓ 0.19	39.62%	↓ 6.23	39.6%	44.7%	58.6%
非银金融(申万)	13.3	↓ 0.36	9.21%	↓ 4.41	9.2%	8.3%	11.1%
汽车(申万)	30.3	↑ 0.10	84.86%	↑ 0.38	84.9%	76.5%	68.4%
机械设备(申万)	42.2	↑ 0.79	73.80%	↑ 0.57	73.8%	99.3%	99.9%
煤炭(申万)	18.3	↓ 0.58	77.28%	↓ 0.59	77.3%	98.4%	97.9%
石油石化(申万)	20.4	↓ 0.06	67.49%	↓ 0.43	67.5%	89.7%	94.3%
环保(申万)	30.1	↑ 0.12	60.79%	↑ 0.13	60.8%	98.0%	99.3%
美容护理(申万)	38.8	↓ 0.06	54.58%	↓ 0.31	54.6%	50.8%	35.8%

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，上周电子、计算机、社会服务估值上行最多，国防军工、房地产下行最多。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。

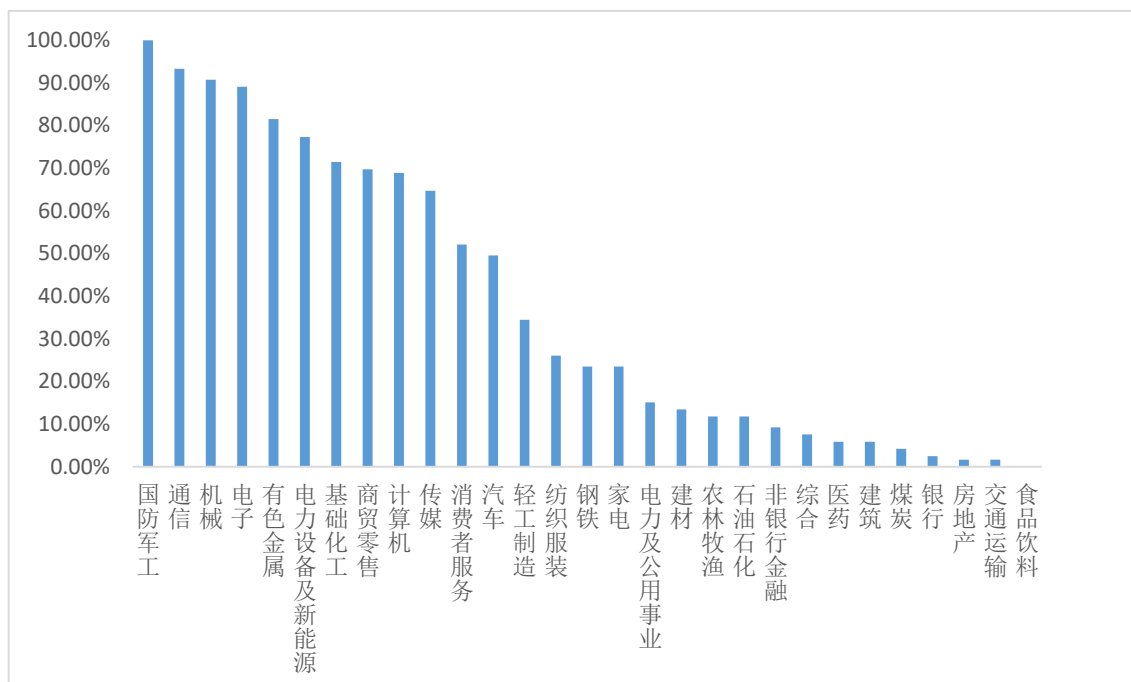
3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



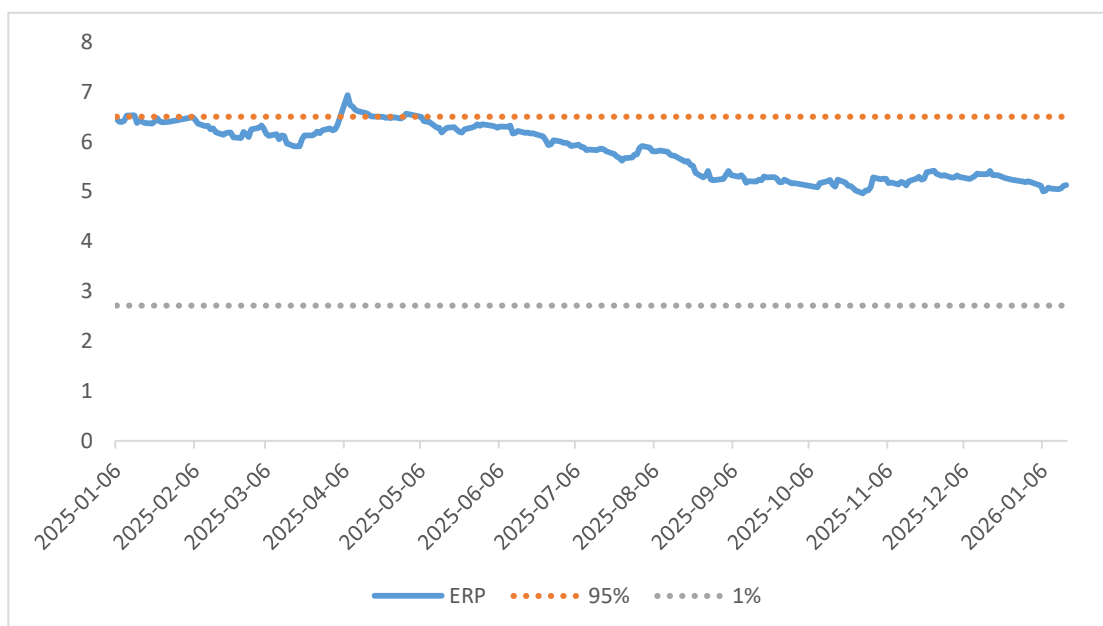
数据来源：Wind

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

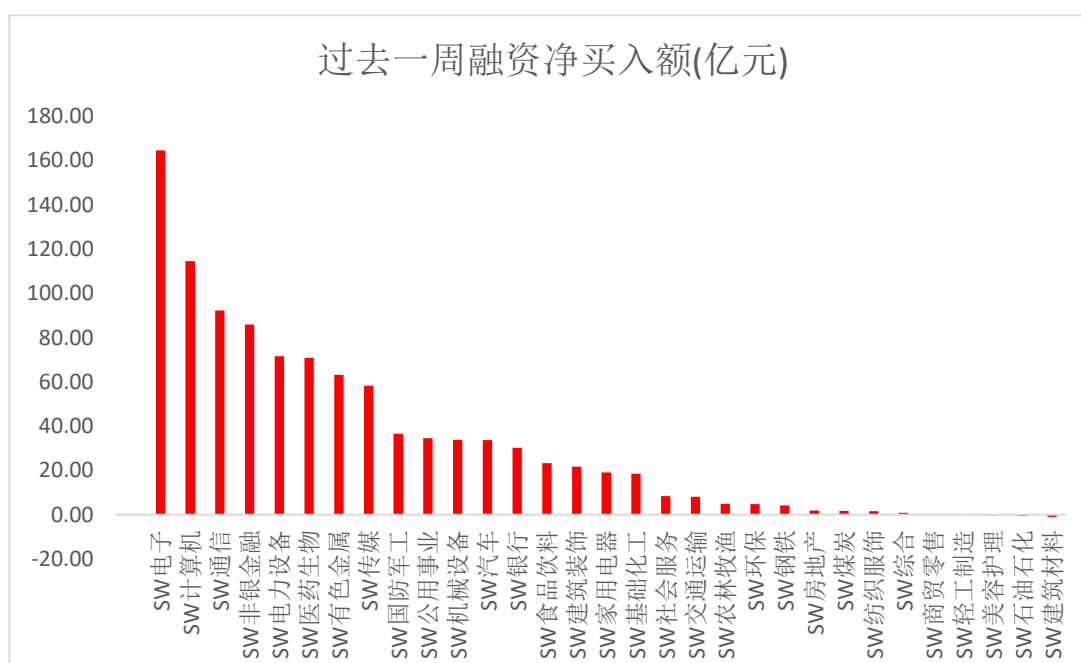
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，本周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工、通信、机械的拥挤度较高。

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 5.13%，处于历史 44.48% 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 16 日，两融资金占比为 5.40%，1 月 9 日为 10.94%，反映出杠杆资金加仓意愿大幅下降。截至 1 月 16 日，本周融资净买入的前三行业为电子、计算机、通信。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

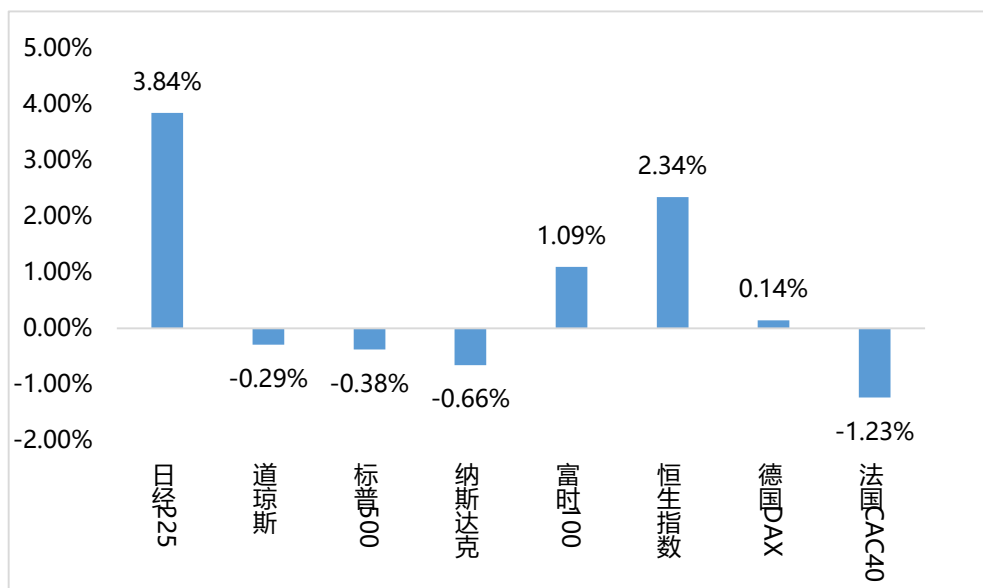


数据来源：Wind、鑫元基金

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 0.29%，标普 500 下跌 0.38%，纳指下跌 0.66%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.09%，德国上涨 0.14%，法国下跌 1.23%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.84%，恒生指数上涨 2.34%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

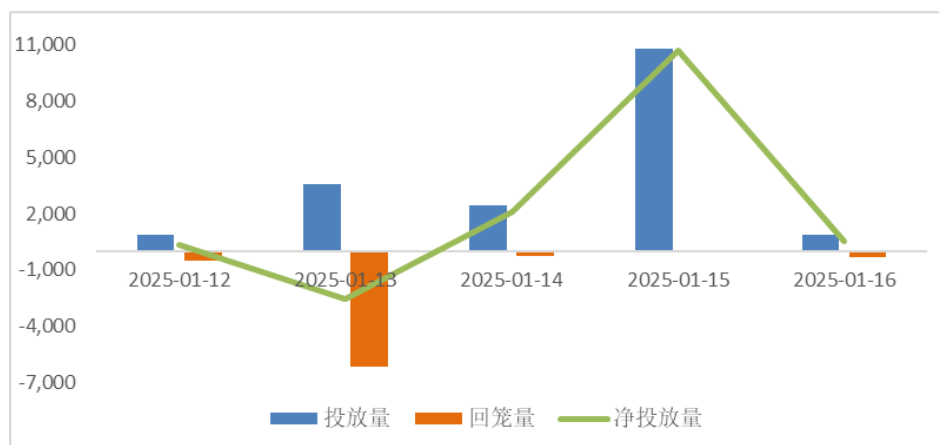


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 9515 亿元逆回购操作和 9000 亿元买断式逆回购操作，因有 1387 亿元逆回购、6000 亿元买断式逆回购到期，整体上实现净投放 11128 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 4750 亿元，地方政府债计划发行 2316 亿元，整体净缴款 2065 亿元。

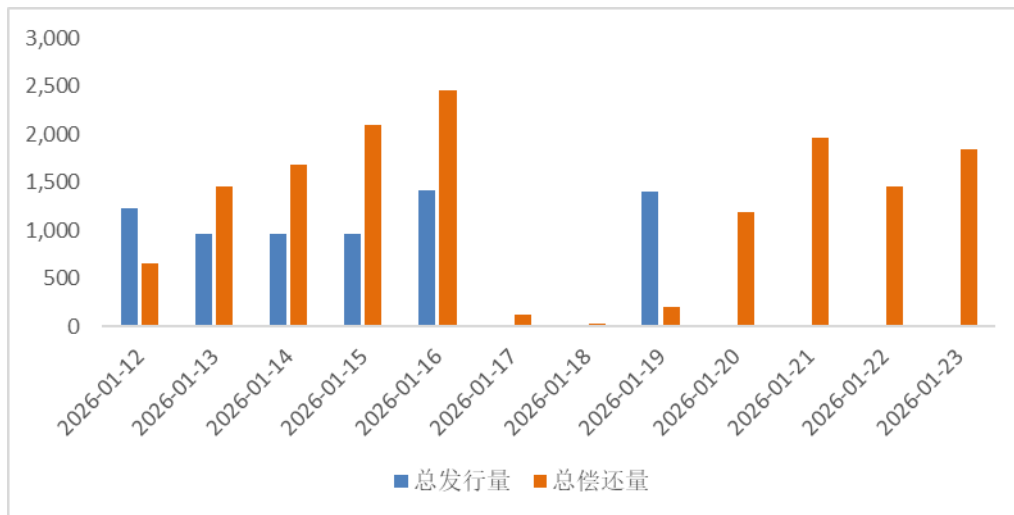
图 10：1 月 19 日-1 月 23 日政府债发行缴款

单位：亿元

	1 月 19 日		1 月 20 日		1 月 21 日		1 月 22 日		1 月 23 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	711	0	117	1600	0	0	1488	3150	0
到期	0	52	556	92	0	121	1156	0	0	0
缴款	0	0	0	711	0	117	1600	0	0	1488
净缴款	-52		63		117		449		1488	

同业存单发行：本周（1 月 19-23 日）存单到期 6799 亿元，较前一周的 8339 亿元有所回落。

图 11：同业存单到期与发行

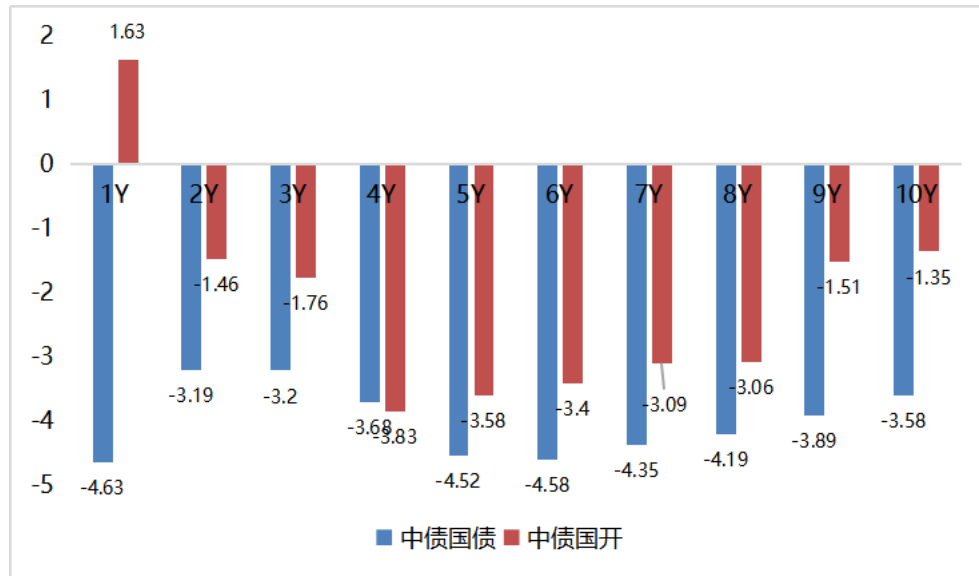


回购市场：上周资金面整体先收敛后转松。前三日资金维持收敛主要基于以下几个因素，首先大行融出规模持续下降，由前一周 6 万亿高点降至 4.9 万亿左右；其次 13 日买断式逆回购到期后 15 日才续作，期间带来一定的资金缺口压力；最后北交所新股发行资金冻结影响资金面。周四央行续作买断式逆回购，加上逆回购大额净投放，资金转松，价格回落。截至上周五，R001 收于 1.37%，较前一周上行 2.54BP，R007 收于 1.51%，较前一周下行 0.2BP

票据利率：上周票据转贴市场前两日跌后回调，后续窄幅震荡。周一大行进场收票带动买方需求释放，票价走低；周二下午卖盘供给增多，买方较为谨慎，票价小幅回弹；后续几日买卖双方力量趋于均衡，票据利率整体维持窄幅震荡。

（三）债券市场

图 12：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 1：中债国债期限利差（2026 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	18.62	18.13	23.25	32.87
环比	1.43	-1.32	0.94	-3.38
年初以来	-2.36	7.06	7.73	2.47
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	24.68	15.30	18.58	46.35
2016 年以来分位数	29.88%	70.16%	79.51%	32.51%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 2：中债中短期票据信用利差（2026 年 1 月 16 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	10.44	11.84	17.17	22.88	18.14
环比	-1.15	0.04	0.43	1.65	1.42
年初以来	-21.9	-23.39	-20.09	-10.76	-26.98
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	43.02	34.84	37.25	41.47	42.91
2016 年以来分位数	1.71%	0.36%	3.34%	5.57%	1.87%

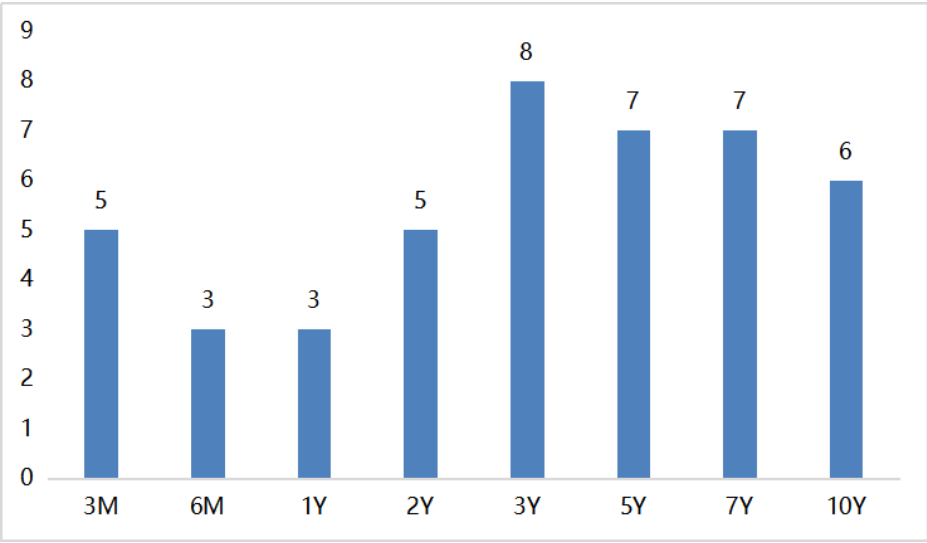
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.63BP 至 1.2424，3 年期下行 3.20BP 至 1.4286，5 年期下行 4.52BP 至 1.6099，10 年期下行 3.58BP 至 1.8424。

长限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.15BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.04BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 0.430BP。

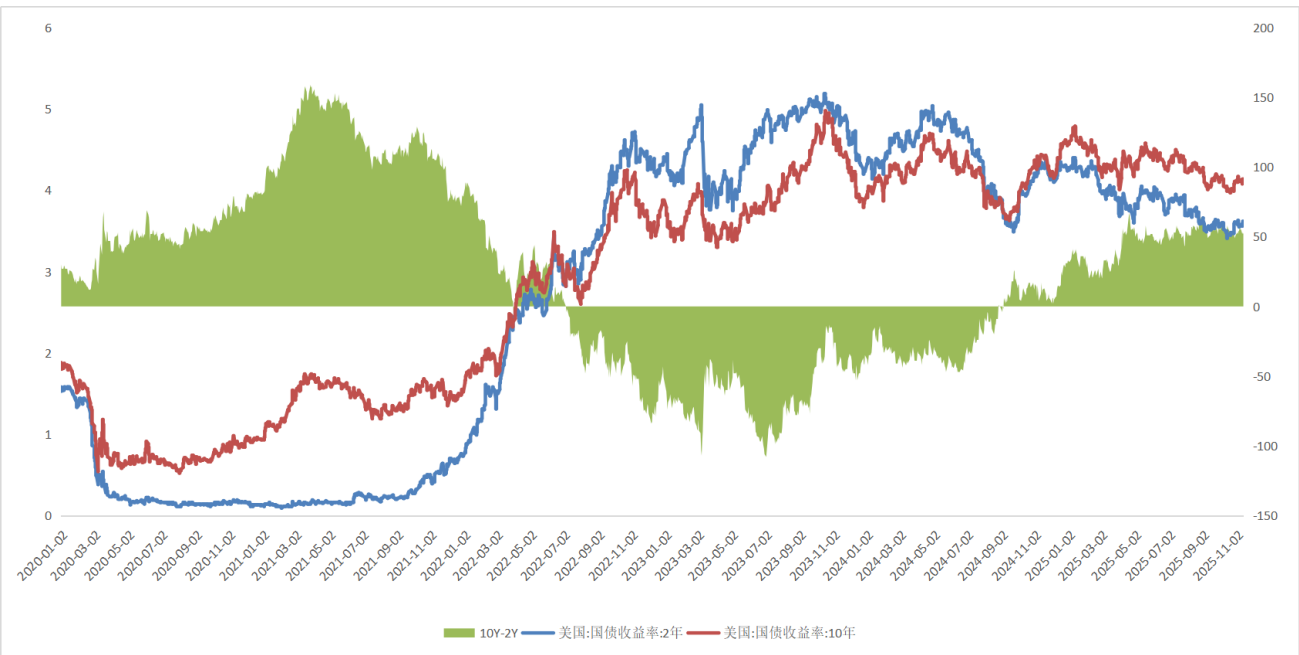
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率上行 3BP，3 年期美债收益率上行 8BP，10 年期美债收益率上行 6BP。

图 14：10 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 0.23%，在岸和离

岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.07%，即期汇率升值 0.19%，离岸人民币汇率升值 0.12%。

表 3：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	99.3691	7.0078	6.969	6.9674
对照日期	99.1368	7.0128	6.9821	6.9760
涨跌	0.23%	0.07%	0.19%	0.12%

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

国内方面，12 月社融、信贷总量均超出市场预期，显示年末政策托底与季节性冲量的双重效应；12 月出口同比延续上行，低基数对读数有支撑，环比表现强于季节性，产业链优势和出口多元化的支撑的结构特征延续。国新办举行新闻发布会，央行出席并推出了一系列包括结构性降息在内的货币政策工具。海外方面，美国 12 月核心 CPI 弱于预期，房租对通胀的拉动上升，二手车价格走低导致核心商品偏弱。美国总统特朗普表示，更倾向于让哈塞特继续担任现有职务。社融方面，12 月社会融资规模增量为 2.21 万亿元，同比少增 6457 亿元，存量增速较 11 月下滑 0.2 个百分点至 8.3%；政府债券融资 6864 亿元，同比少增 10702 亿元，主因 24 年再融资债发行带来的高基数；非金融企业贷款新增 10700 亿元，同比多增 5800 亿元，成为支撑信贷总量的主力；12 月居民贷款新增-916 亿元，同比多减 4416 亿元，短期与中长期贷款均表现偏弱。中国 12 月出口（以美元计价）同比 6.6%，预期 3.1%；进口同比 5.7%，预期 0.9%。贸易顺差 1141.4 亿美元，前值 1116.8 亿美元。机电类产品仍旧维持较高的正贡献，AI 资本开支溢出、产业技术优势与企业出海布局对等整体板块有利好，集成电路、汽车及其底盘增速上行，船舶增速有所回落。箱包、鞋靴、家具与家电等劳动密集性的传统产业链整体延续负增，边际有所分化，海外圣诞备货等对玩具、箱包等有所拉动。央行公布货币政策，包括下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点；将支农支小再贷款与再贴现打通使用，增加 5000 亿额度；并在总额度中单设民营企业再贷款，额度 1 万亿元；增加科技创新和技术改造再贷款额度 4000 亿，并扩大支持范围；将商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%（此前为 50%）。12 月 CPI 同比 2.7%，预期 3.1%，前值 2.7%；核心 CPI 同比 2.6%，预期 2.7%，前值 2.6%。美国 12 月 CPI 环比 0.3%，持平预期；核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%。往前看，一季度美国的非农与通胀数据需要更多关注上行风险。

（二）权益市场展望和策略

目前美国经济数据反馈的是总量经济上行趋势，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，即流动性宽松难以继续支持估值扩张。过去二周判断：“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”。台积电超预期的业绩指引并不表明 AI 整体产业链泡沫担忧的消除，仅是反映了上游环节的结构性紧缺，是个股阿尔法而非行业性贝塔。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) 海外总量分子向好，再通胀预期重启，市场风险偏好维持在上游环节。2) 上游环节并不局限于以有色金属为代表的上游资源品，可以向更为广泛的各行业上游环节扩散：例如 AI 产业链上游的芯片制造和半导体设备环节，同样在反馈对于上游的偏好。3) 市场短期进入波动率降低的过程，降低交易频率，避免反复追涨杀跌带来的磨损。2、行业选择：1) 在降波过程中，建议减少弹性交易方向的仓位。如果之前在商业航天和 AI 应用分支等方向上有仓位，可等待反弹，观察未来的主线方向，再做仓位调整。2) 行业配置：建议关注：有色金属、传媒、国防军工、机械、计算机；建议谨慎：食品饮料、农林牧渔、综合、银行、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，估值驱动的行市是有上边际的。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，考虑到地缘短期暂无恶化的现象，海外叙事的逻辑并没有被打破，当前权益市场情绪依旧处在上行区间，尽管短期面临监管降温措施，但我们认为这并不能改变中长期趋势，甚至也改变不了短期方向。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，近期监管释放权益市场降温信号，受此影响权益市场有所走弱，股债跷跷板对债市压制可能减弱。本次会议央行给定收益率新的合意区间为 1.8%-1.9%，节前或在此区间震荡运行，当前已回落至 1.84%左右，接近区间偏下水平，预计收益率下行空间有限，把握波段机会。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，目前短端收益博取赔率有限；长端方面，央行给定 1.8%-1.9%新的合意区间，在给定区间上下限的约束下，当前点位后续下行空间有限，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。