

# 中国经济增速达标但结构承压，政策托底与外部扰动下股债市场展望

——鑫元周观点（2026. 01. 19-2026. 01. 23）

## 一、核心观点

宏观方面，2025 年中国 GDP 增速实现 5.0% 目标但四季度边际放缓，内需偏弱与地产拖累仍在，人口继续负增长，增长结构呈“供强需弱”。政策端财政金融协同加码促消费与民间投资，叠加央行结构性利率下调并释放降准降息空间，同时资本市场监管以“业绩基准”约束风格漂移、强化长期考核，意在稳增长、稳预期与稳市场；短期有望托底，但复苏弹性仍取决于就业收入与地产修复。海外方面，美国增长与通胀数据韧性使市场对联储短期降息预期降温，但围绕联储独立性、关税与地缘风险的扰动上升，推动贵金属再创新高、美元走弱。整体看，风险偏好政策托底与外部不确定性之间拉锯。

权益市场方面，一、海外长期日债收益率的飙升（30 年期日本国债收益率 3.6%），叠加特朗普关于格林兰岛的威胁，也促使美债收益率和贵金属齐涨。日债和美债收益率的上升会直接压制风险资产价格，同时带来流动性冲击。在债务问题、全球经济复苏以及地缘政治的影响下，超长端的债券收益率仍有上行空间。过去三周我们判断：“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”。接下来一段时间会是包括微软、Meta、特斯拉、谷歌、苹果等美国 AI 巨头的财报公布期，观察是否在 AI 应用上有新的边际变化？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。二、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，叠加超长端债券收益率上涨，市场风险偏好继续维持在上游环节。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，电力设备作为供电上游，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，经过一周时间，降波效果显著。4）资金流向带来权重股承压，小市值方向占优，但做右侧加速较易形成亏损，应降低交易频率，避免反复追涨杀跌带来的磨损。2、行业选择：1）弹性交易方向：上周提到”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”。本周如期反弹之后，需要管理人明确技术面和基本面之间的比例，进行一定的仓位调整。例如国产算力、半导体和电力设备方向更偏后者，需要强有力的数据支持；AI 应用和商业航天更偏向前者，需要更多更新的叙事。2) 行业配置：建议关注：有色金属、基础化工、机械、电子、建材；建议谨慎：农林牧渔、非银金融、银行、食品饮料、煤炭。

**固收市场方面**，上周债市表现回暖，超长端为周内领涨主线，现券收益率在交易盘的助力下突破 2.25%，较月内高点下行约 9bp，期货市场同步走强，TL 合约上周累涨超 1%，最高报价 112.63，创年内新高。具体来看，周初经济成绩单符合预期影响有限；上周中随着权益市场降温与外围避险信号发酵，债市多头情绪得以提振，超长端收益率快速下行至 2.25% 阻力位；上周尾央行超额续作 MLF 及行长发声，推动降息预期重燃，债市迎来做多催化剂。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 -1bp、-1bp、4bp 收于 2.29%、1.83%、1.28%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、-5bp 收于 46bp、55bp。上周披露了 12 月经济数据，整体符合全年目标和市场预期，呈现供强需弱的特征。政策端，LPR 连续 8 个月保持不变，但央行此前明确降准降息仍有空间，结构性宽松基调未改。展望来看，短期债市将维持震荡格局，核心博弈供给压力与配置力量平衡。资金面虽受春节前提现与税期扰动，但央行流动性呵护意图明确，预计整体宽松态势延续。10y 国债收益率大概率在 1.80%-1.90% 区间波动，政府债供给放量与股市“春季躁动”构成压制，而银行保险等配置盘入场将形成支撑。整体来看，债市处于“利空定价、利多蓄势”的平衡期，经济复苏基础不牢与货币政策宽松空间构成长期支撑，短期内震荡调整后仍具备配置价值，无需过度悲观。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

**中国经济 2025 年“成绩单”出炉。**据国家统计局初步核算，2025 年我国 GDP 同比增长 5%，达到 140.19 万亿元，其中第四季度增长 4.5%；规模以上工业增加值同比增长 5.9%，制造业规模继续保持全球第一；服务业增加值增长 5.4%，占 GDP 比重提高到 57.7%；社会消费品零售总额同比增长 3.7%，最终消费支出对经济增长贡献率达到 52%；固定资产投资同比下降 3.8%，其中房地产开发投资下降 17.2%。2025 年末全国人口 140489 万人，全年出生人口 792 万人，死亡人口 1131 万人，人口总量同比减少 339 万人。

**财政金融协同促内需一揽子政策出炉。**其中，首次设立五千亿元民间投资专项担保计划，

引导银行新增投放五千亿元中小微企业民间投资贷款。首次实施中小微企业贷款贴息政策，覆盖新能源汽车、工业母机等十四个“重点产业链及上下游产业”、生产性服务业领域，以及农林牧渔相关领域。优化实施服务业经营主体贷款贴息、个人消费贷贴息、设备更新贷款贴息等政策，个人信用卡账单分期纳入贴息范围。

央行行长潘功胜表示，2026 年将继续实施好适度宽松的货币政策，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。今年降准降息还有一定的空间。要继续维护好金融市场的平稳运行。做好预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强债券市场、外汇市场、货币市场、票据市场、黄金市场监督管理。建立在特定情景下向非银机构提供流动性的机制性安排。继续用好支持资本市场的两项货币政策工具，支持资本市场稳定发展。

国有六大行集体发布公告，落实个人消费贷款财政贴息政策，优化相关服务。消费贷贴息政策执行期间，部分优质客户在享受贴息后，消费贷实际利率可进入“2%”区间。这一水平，甚至低于当前新发放的住房贷款利率。

根据央行公告，自 1 月 19 日起，再贷款、再贴现利率下调 0.25 个百分点。下调后，3 个月、6 个月和 1 年期支农支小再贷款利率分别为 0.95%、1.15% 和 1.25%，再贴现利率为 1.5%，抵押补充贷款利率为 1.75%，专项结构性货币政策工具利率为 1.25%。

针对“十五五”时期如何推动房地产高质量发展，住建部部长倪虹表示，将重点抓好两方面工作：一是有序推动“好房子”建设；二是加快构建房地产发展新模式，有序搭建房地产开发、融资、销售等基础制度。在商品房销售上，推进现房销售制，实现“所见即所得”。

证监会正式发布公募基金业绩比较基准指引，中国基金业协会同步发布操作细则，自今年 3 月 1 日起施行。新规重点从精准画像、全流程监管、与薪酬挂钩和信息透明等 4 个方面发力，直指“基准模糊”“风格漂移”“基金盲盒”等行业痛点。新规明确了存量产品基准调整过渡期一年。

公募基金 2025 年四季报披露收官，中际旭创成为公募基金第一大重仓股。据券商中国统计，公募基金 2025 年四季度仓位聚焦电子、电力设备等核心赛道，光模块龙头中际旭创和新易盛，超越宁德时代和腾讯控股，成为主动权益基金前两大重仓股。

央行召开 2026 年支付结算工作会议，要求加快建设人民币跨境支付体系，推进跨境支付互联互通，推动跨境支付体系多元化、多层次发展。严格实施支付机构穿透式监管和支付业务功能监管。

针对欧盟新网络安全政策方案或将中国企业彻底排除出欧洲移动通信网络，外交部发言人郭嘉昆表示，敦促欧盟避免在保护主义的错误道路上越走越远。否则，中方必将采取必要措施，坚决维护中国企业合法权益。

## （二）海外宏观

全球金属市场掀起新一轮上涨高潮，以期货即月合约收盘价计，金银齐创 2020 年来最大单周涨幅，进入 2026 年以来保持每周累涨。纽约期银和伦敦现货白银均史上首次突破 100 美元关口，黄金连续第五个交易日盘中创历史新高，进一步逼近 5000 美元大关。美元走弱、投资者资金大规模流出货币和主权债券，加之特朗普抨击美联储威胁央行独立性、美欧关系恶化以及地缘政治局势动荡，均加剧了避险情绪，共同推动金属持续上涨。

**格陵兰岛危机峰回路转。**美国总统特朗普宣布，已与北约秘书长吕特就格陵兰岛问题达成协议框架。如果这项方案最终得以落实，将对美国 and 所有北约成员国都大有裨益。特朗普表示，将不会实施原定于 2 月 1 日生效的关税措施。

在过去一周，美国总统特朗普先是扬言要对欧洲征收关税以换取其对格陵兰岛的主权，随后在达沃斯世界经济论坛上与北约秘书长马克·吕特达成协议后，又突然撤回了上述关税威胁，令投资者们感到措手不及。美国银行全球研究部的数据显示，截至上周三的一周内，全球股票基金录得有史以来最大的资金流出，其中美国股票基金单周净流出了 168 亿美元。

美国总统特朗普表示，美国正调集重兵前往伊朗，许多舰艇正在向伊朗行进。他还表示，对所有与伊朗进行贸易往来的国家加征 25% 的关税很快就会生效。另外，美国对与伊朗能源和航运体系相关的多家实体及船只实施新一轮制裁。

日本众议院议长额贺福志郎在众议院全体会议上宣读解散诏书，日本众议院正式解散。这也是日本众议院 60 年来首次在国会例会开幕日解散。

日本央行维持基准利率在 0.75% 不变，同时上调 2026 财年经济增长及通胀预期。日本央行行长植田表示，将密切关注日元走弱的影响，若债券长期利率异常上升，将购买国债稳定市场。

最新调查显示，多数经济学家预计，美联储将在本季度维持基准利率不变，并可能在美联储主席鲍威尔任期于 5 月结束前继续按兵不动。这一判断较上月出现明显转向，当时多数受访者仍预计 3 月前至少会降息一次。不过，多数经济学家仍预计今年晚些时候将至少出现两次降息。

美国 2025 年第三季度 GDP 终值年化环比增长 4.4%，高于 4.3% 的初值，创下近两年来最快增速。美联储青睐的通胀指标——11 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，均符合预期。美国上周初请失业金人数 20 万人，低于预期的 21 万人。

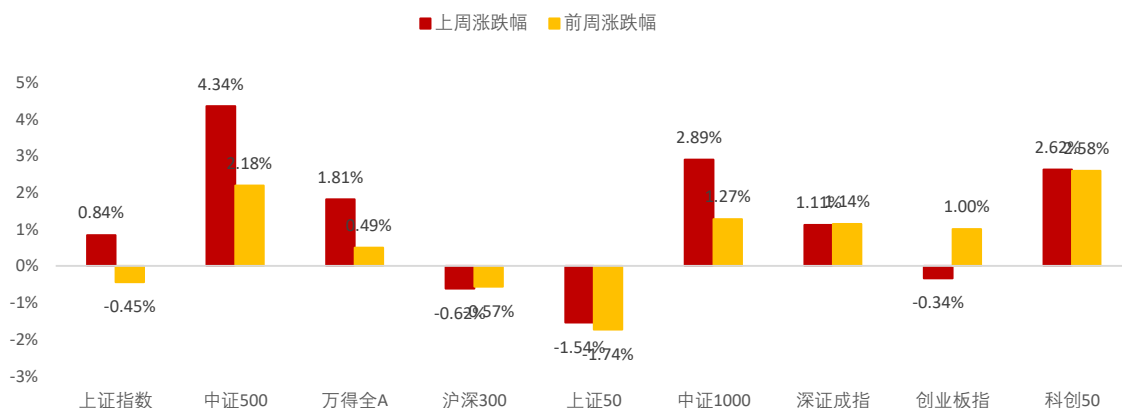
美国财长贝森特透露，特朗普正接近提名下一任美联储主席，已将候选人范围缩小至四人，最终决定可能在下周公布。贝森特还首次回应美国“斩杀线”现象，并“甩锅”拜登政府。

### 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。上证指数上涨 0.84%，万得全 A 上涨 1.81%，沪深 300 下跌 0.62%，创业板指下跌 0.34%，科创 50 上涨 2.62%。从行业板块看，上周**建筑材料、石油石化、钢铁**领涨，**非银金融、通信、银行**领跌。

##### 2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

表：宽基指数PE (TTM)

	2026/1/23	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	↑ 0.08	59.5	↑ 0.20	97.2%	99.8%	99.7%
深证成指	33.3	↑ 0.37	80.4	↑ 1.10	92.1%	97.2%	96.2%
上证50	11.5	↓ 0.26	55.7	↓ 4.59	81.6%	81.9%	76.0%
沪深300	14.1	↓ 0.14	62.7	↓ 3.75	82.1%	83.5%	78.2%
中证500	38.9	↑ 1.52	70.7	↑ 0.93	82.7%	100.0%	100.0%
中证1000	51.5	↑ 1.54	74.2	↑ 1.14	74.2%	95.6%	94.2%
创业板指	43.0	↓ 0.03	41.6	↑ 0.03	40.1%	51.1%	54.2%
科创50	180.4	↑ 3.05	98.5	↑ 0.35	98.5%	98.5%	98.5%

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)

表：申万一级行业PE (TTM)

	2026/1/23	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)	23.4	↑ 0.10	16.54%	↑ 0.13	16.5%	27.1%	36.4%
基础化工(申万)	34.4	↑ 2.37	81.76%	↑ 3.94	81.8%	98.9%	98.5%
钢铁(申万)	34.8	↑ 2.41	76.42%	↑ 6.61	76.4%	95.7%	94.2%
有色金属(申万)	33.8	↑ 1.95	43.90%	↑ 3.62	43.9%	71.4%	76.1%
电子(申万)	75.4	↑ 1.10	96.77%	↑ 1.32	96.8%	99.8%	99.8%
家用电器(申万)	15.1	↓ 0.01	47.04%	↓ 0.14	47.0%	53.4%	58.9%
食品饮料(申万)	20.6	↓ 0.30	15.44%	↓ 1.61	15.4%	6.5%	8.7%
纺织服饰(申万)	29.6	↑ 1.28	65.44%	↑ 2.01	65.4%	81.6%	76.9%
轻工制造(申万)	35.0	↑ 1.62	68.62%	↑ 3.61	68.6%	100.0%	100.0%
医药生物(申万)	38.5	↓ 0.19	63.04%	↓ 1.58	63.0%	77.1%	72.3%
公用事业(申万)	20.3	↑ 0.45	48.29%	↑ 5.98	48.3%	54.6%	55.8%
交通运输(申万)	18.6	↑ 0.31	60.96%	↑ 2.42	61.0%	79.4%	78.6%
房地产(申万)	63.2	↑ 3.11	98.34%	↑ 0.71	98.3%	97.3%	96.3%
商贸零售(申万)	53.8	↑ 1.17	98.91%	↑ 0.26	98.9%	99.9%	99.9%
社会服务(申万)	50.7	↑ 1.49	54.93%	↑ 2.30	54.9%	55.7%	40.6%
综合(申万)	63.9	↑ 1.10	81.23%	↑ 0.48	81.2%	96.4%	95.2%
建筑材料(申万)	32.5	↑ 2.75	84.13%	↑ 3.81	84.1%	100.0%	100.0%
建筑装饰(申万)	13.9	↑ 0.28	73.89%	↑ 0.41	73.9%	99.0%	100.0%
电力设备(申万)	43.2	↑ 1.49	70.34%	↑ 7.64	70.3%	82.2%	76.2%
国防军工(申万)	103.2	↑ 4.61	79.81%	↑ 2.05	79.8%	99.8%	99.8%
计算机(申万)	96.1	↓ 0.31	95.33%	↓ 0.15	95.3%	99.3%	99.0%
传媒(申万)	51.0	↑ 1.25	76.74%	↑ 2.38	76.7%	97.2%	96.3%
通信(申万)	50.0	↓ 1.06	82.50%	↓ 2.60	82.5%	98.8%	98.5%
银行(申万)	5.9	↓ 0.17	34.00%	↓ 5.62	34.0%	36.6%	48.7%
非银金融(申万)	13.1	↓ 0.19	6.98%	↓ 2.24	7.0%	5.5%	7.3%
汽车(申万)	31.1	↑ 0.79	88.38%	↑ 3.53	88.4%	82.2%	76.2%
机械设备(申万)	43.3	↑ 1.08	74.50%	↑ 0.70	74.5%	99.8%	100.0%
煤炭(申万)	18.5	↑ 0.19	77.45%	↑ 0.16	77.4%	98.6%	98.1%
石油石化(申万)	22.0	↑ 1.57	74.23%	↑ 6.74	74.2%	93.7%	97.7%
环保(申万)	31.5	↑ 1.42	62.77%	↑ 1.98	62.8%	99.1%	100.0%
美容护理(申万)	39.9	↑ 1.11	57.79%	↑ 3.21	57.8%	55.0%	40.6%

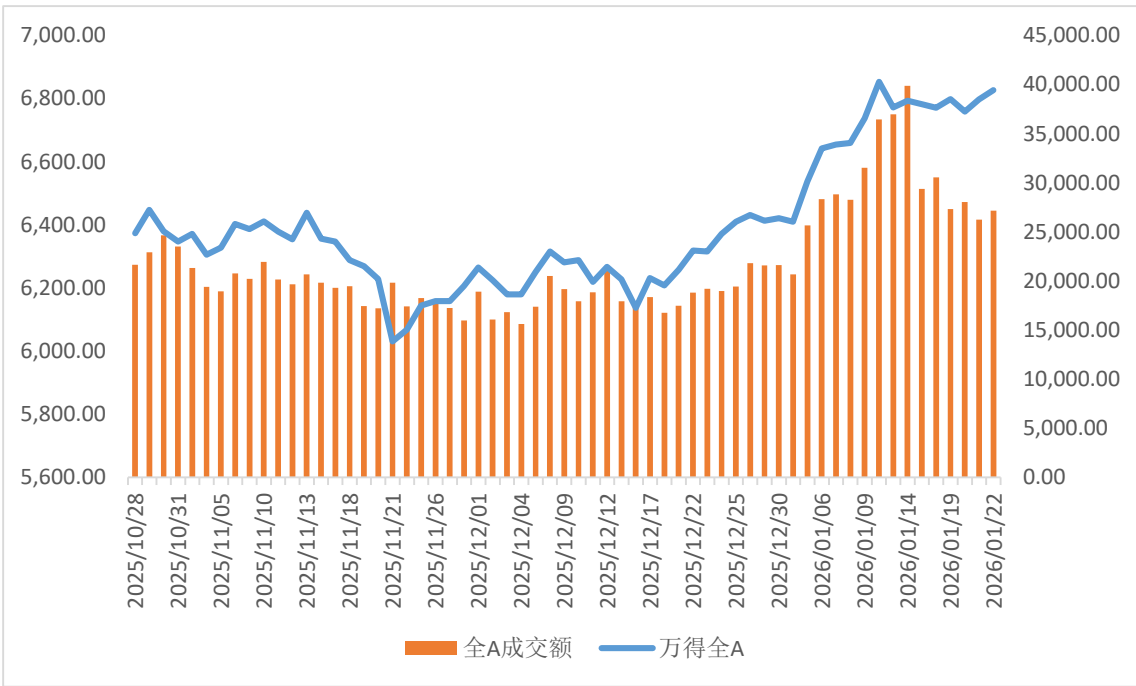
数据来源：Wind、鑫元基金

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、房地产、钢铁估值上行最多，通信、计算机、食品饮料下行最多。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。

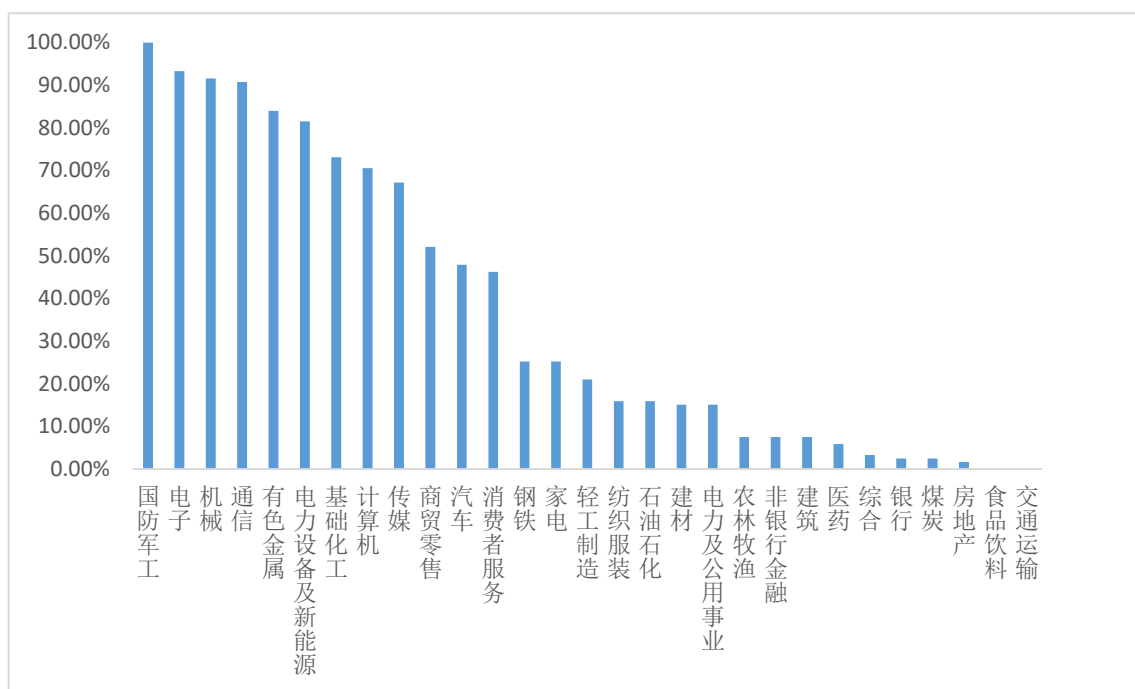
3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



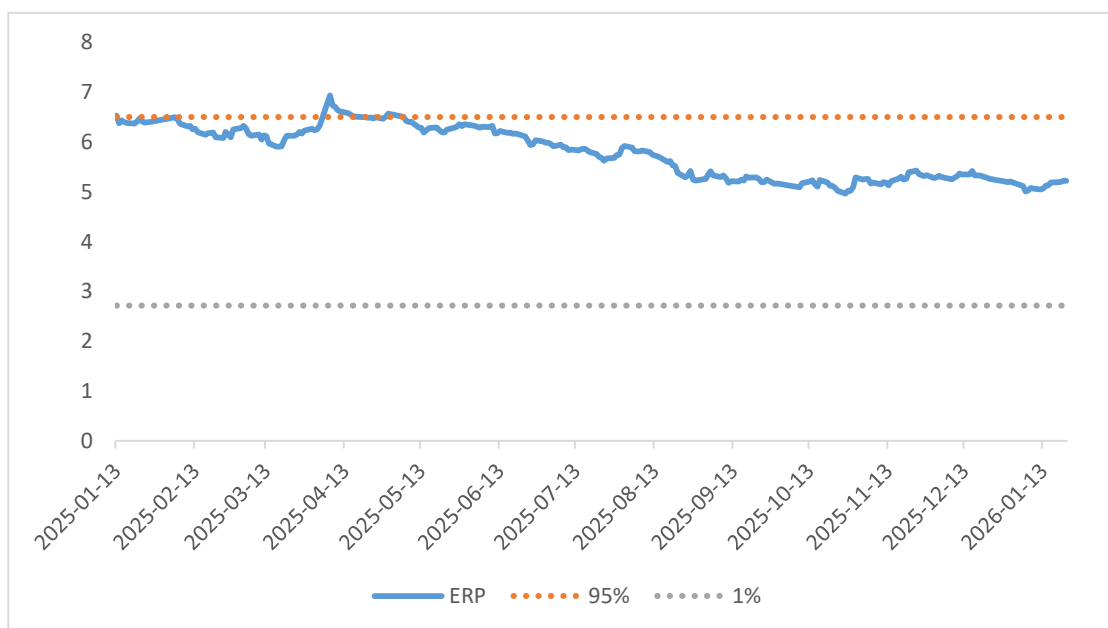
数据来源：Wind

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，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工、电子、机械的拥挤度较高。

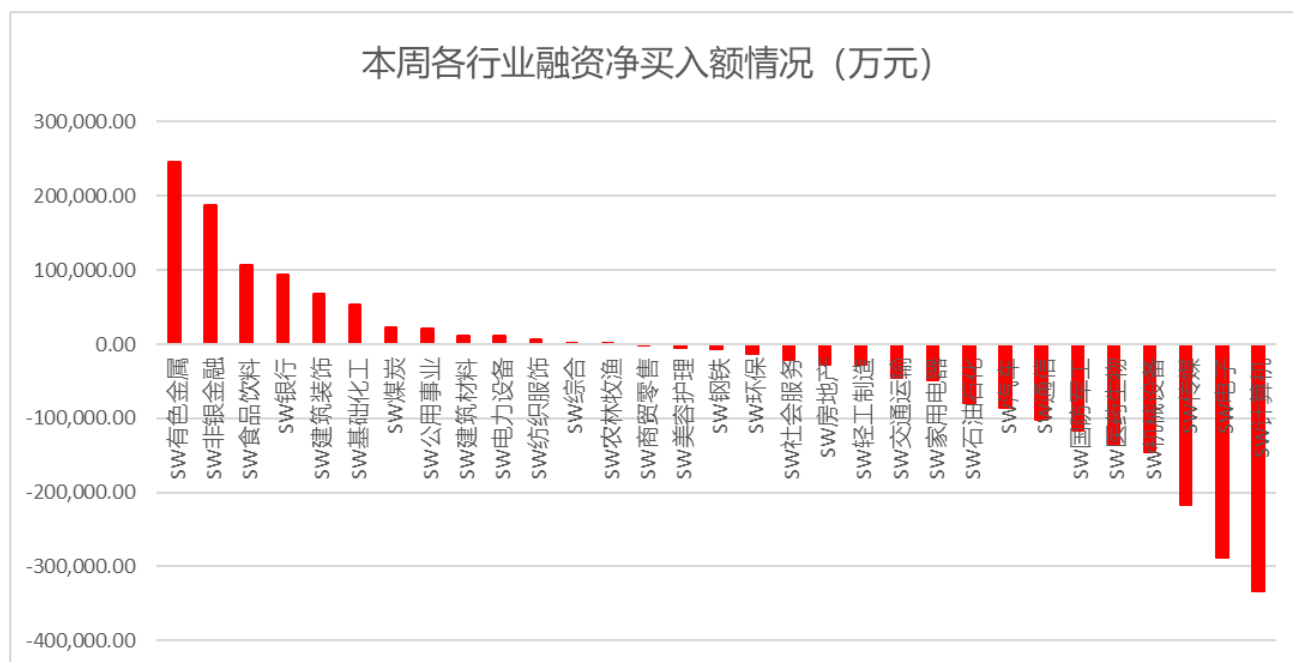
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.22%，处于历史 47.71% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。



#### 4、权益市场资金

1月23日，两融资金占比为9.86%，1月16日为10.98%，反映出杠杆资金加仓意愿大幅下降。截至1月23日，上周融资净买入的前三行业为有色金属、非银金融、食品饮料。

图7：上周两融资金行业流向（亿元）

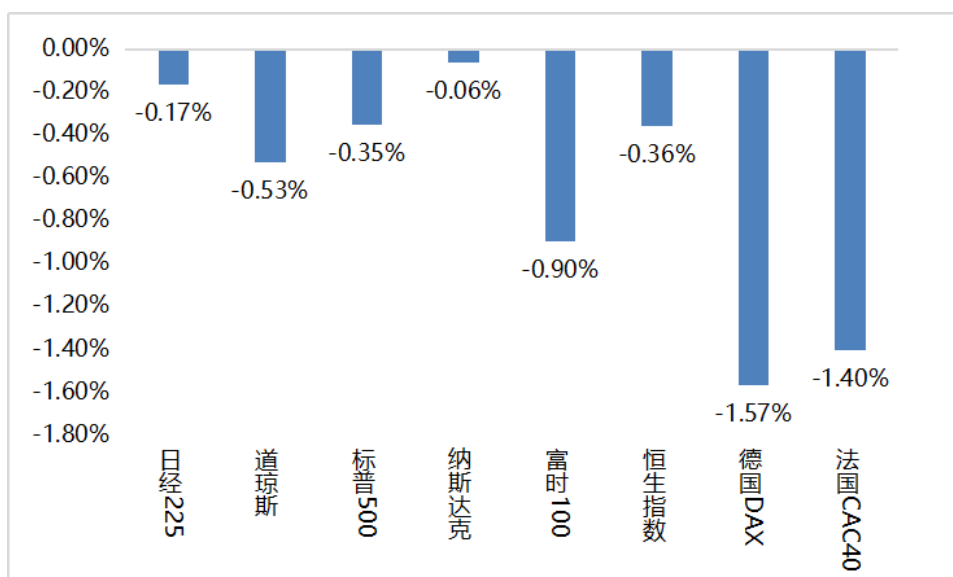


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 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0.53%，标普500下跌0.35%，纳指下跌0.06%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.90%，德国下跌1.57%，法国下跌1.40%；亚太股市方面，日经指数下跌0.17%，恒生指数下跌0.36%。

图8：上周海外主要指数涨跌

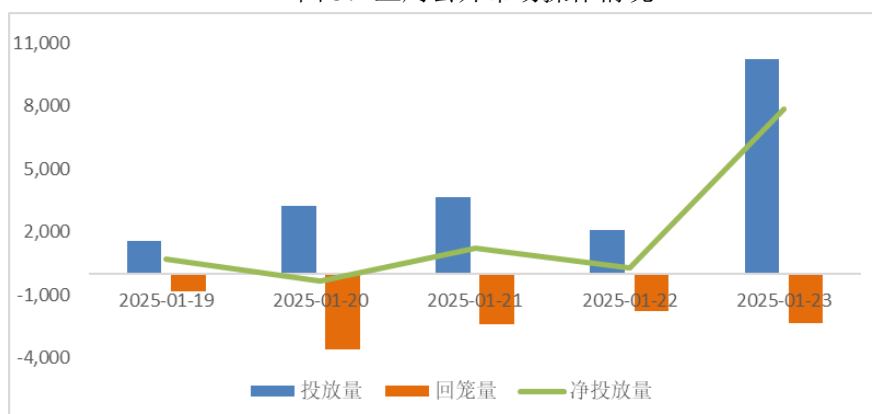


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 11810 亿元逆回购操作和 9000 亿元 MLF 操作，因有 9515 亿元逆回购及 1500 亿元国库现金定存到期，整体上实现净投放 9795 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 0 亿元，地方政府债计划发行 4393 亿元，整体净缴款 5150 亿元。

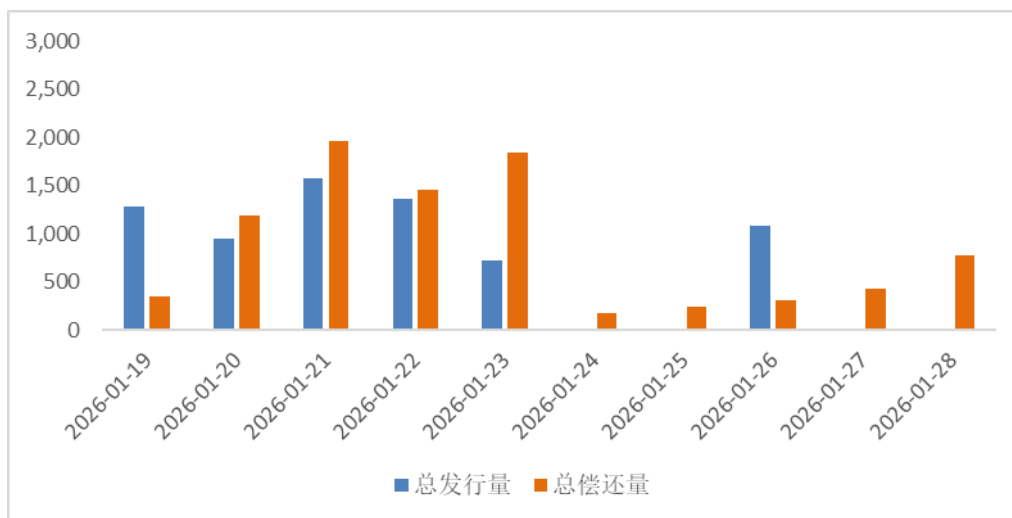
图 10：1 月 26 日-1 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

	1 月 26 日		1 月 27 日		1 月 28 日		1 月 29 日		1 月 30 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	464	0	1142	0	487	0	1737	0	562
到期	0	192.1	0	0	731.5	256.64	401.9	152.5	0	95.56
缴款	3150	0	0	464	0	1142	0	487	0	1737
净缴款	2958		464		154		-67		1641	

**同业存单发行：**本周（1月26-30日）存单到期4670亿元，较前一周的6799亿元有所回落。

图 11：同业存单到期与发行

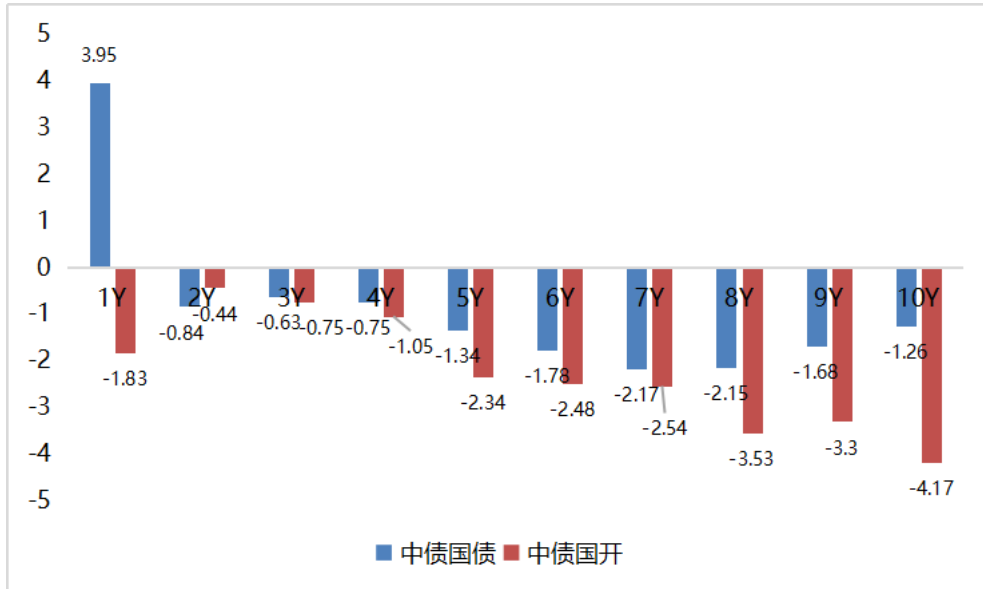


**回购市场：**上周受税期扰动，资金面波动加大。上周一税期未至，资金面整体均衡偏松，资金价格小幅上行。上周二到上周四为税期，市场面临的资金压力明显上升，资金价格明显上行，截至上周四 R001 累计上行 10.7BP 至 1.48%。不过上周四尾盘央行公布将于 1 月 23 日投放 9000 亿元 MLF，超额续作 7000 亿元，呵护态度比较明显，且随着税期结束，上周五资金面的主要扰动因素解除，资金价格回落。截至上周五，R001 收于 1.47%，较前一周上行 9.2BP，R007 收于 1.54%，较前一周上行 2.23BP

**票据利率：**上周票据转贴市场整体小幅震荡，利率波动有限。上周一大行进场配置，带动中小行跟随，卖方压价出票，价格整体小幅下行，午后买票收敛，价格小幅上行；上周二上午买卖双方拉锯，午后大行涨价收票，卖盘情绪活跃，价格微涨；周三早盘延续上涨行情，随着大行进场带动买方需求释放，长期票价回调；上周四周五，买方双方互相博弈，票据价格短期震荡，中长期小幅下行。

### （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	14.04	17.42	23.33	29.38
环比	-4.58	-0.71	0.08	-3.49
年初以来	-6.94	6.35	7.81	-1.02
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	24.66	15.31	18.59	46.31
2016 年以来分位数	22.56%	65.69%	79.86%	27.96%

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	9.62	10.54	14.49	20.14	17.05
环比	-0.82	-1.30	-2.68	-2.74	-1.09
年初以来	-22.72	-24.69	-22.77	-13.5	-28.07
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	42.95	34.79	37.21	41.43	42.86
2016 年以来分位数	1.47%	0.32%	0.68%	3.42%	1.19%

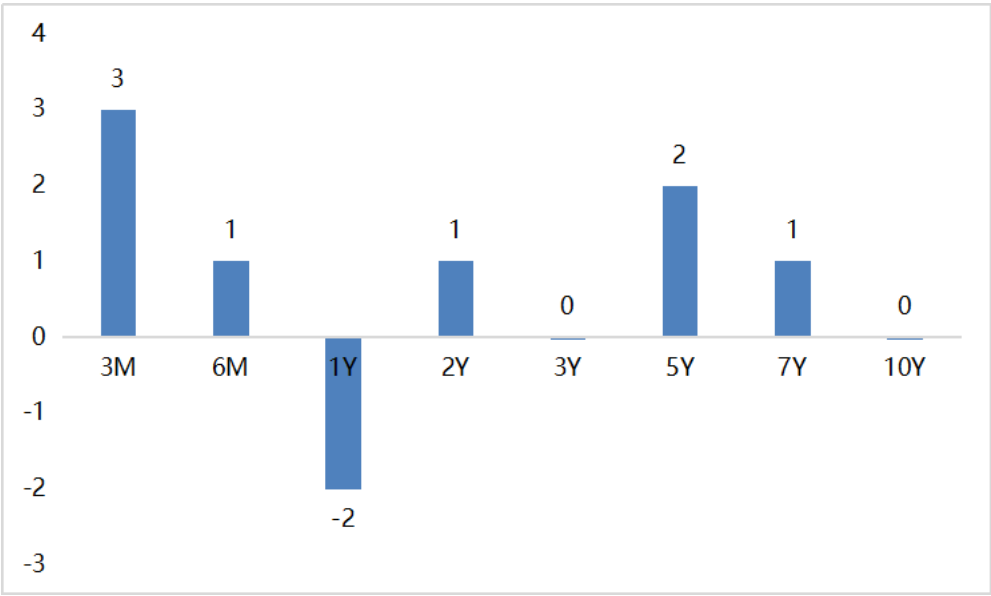
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.95BP 至 1.2819，3 年期下行 0.63BP 至 1.4223，5 年期下行 1.34BP 至 1.5965，10 年期下行 1.26BP 至 1.8298。

长期限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 0.82BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.30BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 2.68BP。

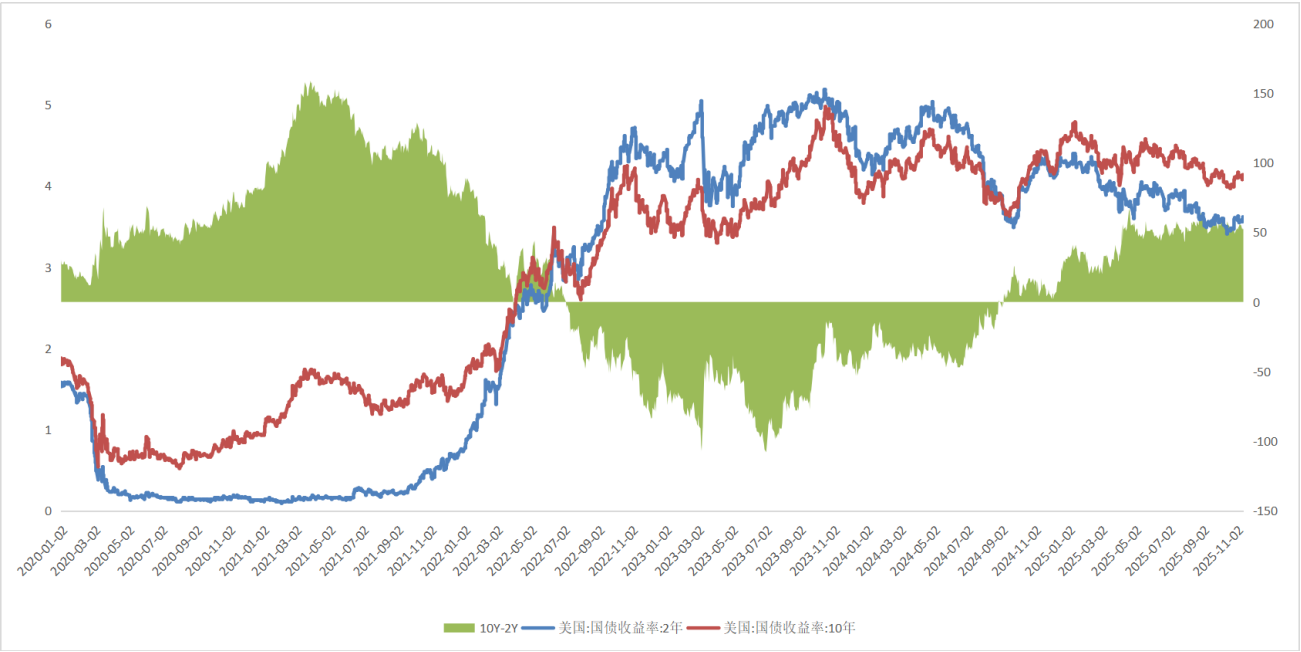
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

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

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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 1.88%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.21%，即期汇率升值 0.07%，离岸人民币汇率升值 0.27%。

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	97.5053	6.9929	6.9642	6.9487
对照日期	99.3691	7.0078	6.969	6.9674
涨跌	-1.88%	0.21%	0.07%	0.27%

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 年中国 GDP 增速实现 5.0% 目标但四季度边际放缓，内需偏弱与地产拖累仍在，人口继续负增长，增长结构呈“供强需弱”。政策端财政金融协同加码促消费与民间投资，叠加央行结构性利率下调并释放降准降息空间，同时资本市场监管以“业绩基准”约束风格漂移、强化长期考核，意在稳增长、稳预期与稳市场；短期有望托底，但复苏弹性仍取决于就业收入与地产修复。海外方面，美国增长与通胀数据韧性使市场对联储短期降息预期降温，但围绕联储独立性、关税与地缘风险的扰动上升，推动贵金属再创新高、美元走弱。整体看，风险偏好在政策托底与外部不确定性之间拉锯。

国内方面，2025 年 GDP 同比增长 5.0% 完成目标，但四季度回落至 4.5%，呈现“生产韧性较强、内需修复偏慢”的结构特征：工业与服务业支撑仍在，而消费与投资走弱、房地产投资继续大幅下滑，人口总量延续负增长。政策端，财政金融协同通过担保与贴息等工具引导信用投向消费与民间投资；货币端，央行下调结构性政策利率并强调仍有降准降息空间，兼顾维护金融市场平稳、汇率基本稳定与特定情景向非银提供流动性安排，体现“稳增长+防风险”并重。监管层面，公募基金业绩比较基准新规落地并与薪酬考核挂钩，预计将约束风格漂移、提升长期资金配置效率。外部摩擦上，欧盟网络安全政策动向引发中方明确反对并提示反制风险，需关注科技链与出口预期扰动。

国际方面，避险情绪升温与美元走弱推动金银延续强势，白银突破 100 美元、黄金逼近

5000 美元反映全球对安全资产再定价。美国三季度 GDP 终值上修至 4.4%，11 月核心 PCE 同比 2.8%、环比 0.2%，显示增长与通胀仍偏韧性，路透调查亦显示多数经济学家转向预计联储一季度按兵不动、降息窗口后移。同时，围绕联储主席人选的提名推进与独立性争议抬升政策不确定性。地缘与贸易风险亦在上行：特朗普就格陵兰问题撤回对欧关税威胁、但对与伊朗交易国家加征 25%关税及制裁表态强化尾部风险，可能扰动能源与贸易链。在此背景下，外部扰动对风险资产定价的边际影响上升，策略上宜在顺周期修复与避险交易之间保持弹性。

## （二）权益市场展望和策略

一、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。二、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）弹性交易方向：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。