

市场处于高波阶段，关注开年数据成色

——鑫元周观点（2026.02.02-2026.02.09）

一、核心观点

宏观方面，国内方面，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话；国务院常务会议研究促进有效投资政策措施；国务院总理李强主持召开国务院第十次全体会议，讨论政府工作报告稿和“十五五”规划纲要草案。海外方面，美股大幅调整带动全球风险偏好下行，但上周五抄底资金涌入，美国三大股指全线收涨；澳洲、英国和欧央行相继公布利率决议，政策取向出现明显分化。

权益市场方面，现阶段处于贵金属高波动带动的全球风险 risk-off 阶段。由于贵金属突发的高波动锁死或者说消灭了部分流动性。短期上，全球大类资产配置的交易员，需要在包括美股、商品等风险资产做一个风险偏好再平衡，降低风偏和仓位暴露是必要的选择。目前进入去杠杆高波的下半场，从 A 股的实际走势来看，周初大概率会完成第一段的反弹（对应贵金属反弹），下半场还有二次探底的需求。目前白银在 64 元/盎司附近探明了第一个底部，有利于贵金属的降波；A 股在 2 月 4 日见高点之后，也开始进入降波过程，本周初有望完成降波，进入春节红包时间。行业选择方面，建议关注 AI 应用+半导体+商业航天等弹性交易方向，行业配置方面，建议关注：建材、石油石化、通信、国防军工、计算机；建议谨慎：综合、汽车、医药、电力设备及新能源、消费者服务。

固收市场方面，上周债市在 PMI 数据超预期回落、流动性宽松、地方债发行结果尚可、贵金属行情反复等多重因素交织下震荡运行，超长债收益率突破震荡区间下沿，周内下行至 2.222%，创年内新低。展望来看，本周重点观察开年通胀数据成色，同时关注央行对春节流动性的呵护，大概率资金跨节无虞；叠加当前权益压制退坡，尽管供给可能承压但大环境上债市顺风条件仍在。此外，1 月配置盘季节性开门红抢配是主要支持力量，但 10y 国债当前接近 1.8% 下限附近位置，收益率向下突破线索尚未关注到，阶段性赔率不足下配置盘增配性价比下降，绝对低位下交易盘入场动力有限，因此对上行利空扰动定价或在边际累积，我们认为 10y 国债收益率下行动力有限。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院常务会议研究促进有效投资政策措施，要求创新完善政策措施，加力提效用好用好中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债券等资金和新型政策性金融工具。在基础设施、城市更新、公共服务、新兴产业和未来产业等重点领域，深入谋划推动一批重大项目、重大工程。

中国人民银行等八部门联合发文，明确虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动，境内一律严格禁止。境内外任何单位和个人未经同意不得在境外发行挂钩人民币的稳定币，境内主体及其控制的境外主体不得在境外发行虚拟货币。禁止在境内开展现实世界资产代币化相关活动；未经同意、备案等，任何单位和个人不得赴境外开展现实世界资产代币化业务。

证监会公布《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》，自公布之日起施行。指引所称境内资产境外发行资产支持证券代币是指，以境内资产或相关资产权利所产生的现金流为偿付支持，利用加密技术及分布式账本或类似技术，在境外发行代币化权益凭证的活动。证监会对境内资产境外发行资产支持证券代币依法依规进行严格监管。

国家主席习近平同美国总统特朗普通电话。习近平指出，美方有美方的关切，中方有中方关切。中方可言必信，行必果，说到做到。只要双方秉持平等、尊重、互惠的态度相向而行，就可以找到解决彼此关切的办法。习近平强调，台湾问题是中美关系中最重要问题。台湾是中国的领土，中方必须捍卫国家主权和领土完整，永远不可能让台湾分裂出去。美方务必慎重处理对台军售问题。

国务院总理李强主持召开国务院第十次全体会议，讨论政府工作报告稿和“十五五”规划纲要草案。李强指出，宏观政策要靠前发力，财政资金尽可能提前安排。要密切跟踪形势变化，突出稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，做好政策预研储备，根据需要及时推出。

预制菜食品安全国家标准公开征求意见，重点从食品安全和营养健康方面对预制菜作出规定。其中明确，预制菜不得使用防腐剂，保质期最长不应超过12个月。主食、净菜、即食食品和中央厨房制作的菜肴不属于预制菜。

市场传闻马斯克团队近期秘密走访多家中国光伏企业，并重点考察了有异质结、钙钛矿技术路线的光伏企业。对此，协鑫集团、晶科能源、TCL中环、高测股份证实有过接洽。受此消息影响，A股光伏概念股集体爆发，晶科能源、泽润新能等十多只股票涨停。晶科能源、高测股份盘后发布公告称，未与相关团队开展任何合作。晶盛机电、双良节能也提示“太空光伏”投资风险。中国光伏行业协会指出，太空光伏技术仍处早期探索阶段，产业化尚不成

熟。

上金所发布通知，自 2 月 9 日收盘清算时起，Au（T+D）等合约的保证金比例从 17%调整为 18%，下一交易日起涨跌幅限制从 16%调整为 17%；Ag（T+D）合约的保证金比例从 23%调整为 24%，下一交易日起涨跌幅限制从 22%调整为 23%。

（二）海外宏观

抄底资金涌入，上周五美国三大股指全线收涨，道指涨 2.47%报 50115.67 点，创历史新高，标普 500 指数涨 1.97%报 6932.3 点，纳指涨 2.18%报 23031.21 点。英伟达涨近 8%，市值增加 3250 亿美元，卡特彼勒涨超 7%，领涨道指。万得美国科技七巨头指数涨 1.02%，特斯拉涨超 3%，微软涨近 2%。纳斯达克中国金龙指数涨 3.71%，世纪互联涨超 10%。上周道指累计上涨 2.5%，标普 500 指数跌 0.1%，纳指跌 1.84%。

美联储理事杰斐逊表示，美联储的利率立场对于稳健的经济状况而言“处于有利位置”，这表明他并不急于恢复美联储在 1 月份暂停的降息。通胀率停滞在美联储 2%的目标之上，但他预计今年晚些时候通胀将重拾回落势头。他估计，与此同时，经济看起来总体健康，可能在 2026 年实现约 2.2%的增长。

上周，三国央行相继公布利率决议，政策取向出现明显分化。澳洲联储重启加息，而英国央行和欧洲央行则选择维持利率不变。上周二，澳洲联储宣布将关键利率上调 25 个基点，从 3.6%升至 3.85%，成为今年首个加息的主要货币当局。澳洲联储表示，此次加息主要源于国内通胀压力持续存在，私人需求增长快于预期，且 2025 年下半年通胀压力明显回升。

“AI 编程大战”打响第一枪。OpenAI 发布 GPT-5.3-Codex，称其为迄今为止能力最强的编程代理。此次发布的时间点被精准安排在 Anthropic 推出其旗舰模型升级版 Claude Opus 4.6 的同一时刻。OpenAI 还宣布推出全新企业级平台 Frontier。Frontier 将作为“智能中枢”，把企业内部分散的系统与数据整合在一起，以完成诸如文件操作、代码运行等任务。

亚马逊发布最新财报，预计今年资本支出将达 2000 亿美元，远超市场预期。这是迄今最新迹象表明美国科技企业短期内不会放缓其巨额人工智能投资。财报显示，亚马逊第四季度销售净额 2133.9 亿美元，预估 2114.9 亿美元，每股收益 1.95 美元，预估 1.96 美元。公司预计一季度净销售 1735 亿-1785 亿美元，预估 1755.4 亿美元。亚马逊股价盘后一度跌超 11%。

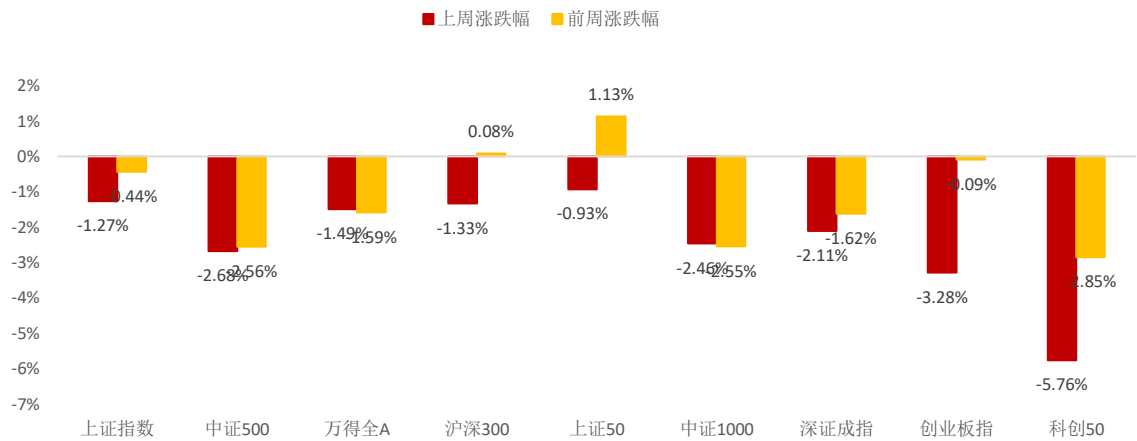
史上最贵独角兽诞生。马斯克旗下 SpaceX 正式宣布换股合并 xAI，整合人工智能、火箭、天基互联网、移动设备直连的通信。合并后的公司估值将达 1.25 万亿美元，对 SpaceX 估值为 1 万亿美元，xAI 估值 2500 亿美元。新公司仍预计将于今年晚些时候进行 IPO。

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 股宽基指数多数下跌。上证指数下跌 1.27%，万得全 A 下跌 1.49%，沪深 300 下跌 1.33%，创业板指下跌 3.28%，科创 50 下跌 5.76%。从行业板块看，上周**食品饮料、美容护理、电力设备**领涨，**有色金属、通信、电子**领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/2/6	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	16.9	↓ 0.22	58.2	↓ 1.11	96.0%	98.6%	98.2%
深证成指	32.2	↓ 0.53	78.2	↓ 1.23	88.9%	94.1%	92.1%
上证 50	11.6	↓ 0.13	56.9	↓ 2.43	83.3%	82.6%	77.0%
沪深 300	14.0	↓ 0.13	62.2	↓ 3.58	81.2%	82.7%	77.1%
中证 500	36.9	↓ 1.03	68.7	↓ 0.99	81.0%	99.1%	98.7%
中证 1000	49.1	↓ 1.16	72.0	↓ 1.22	72.0%	93.0%	91.1%
创业板指	41.6	↓ 1.08	37.2	↓ 4.05	35.4%	47.6%	50.8%
科创 50	162.4	↓ 11.66	95.3	↓ 1.48	95.3%	95.3%	95.2%

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）

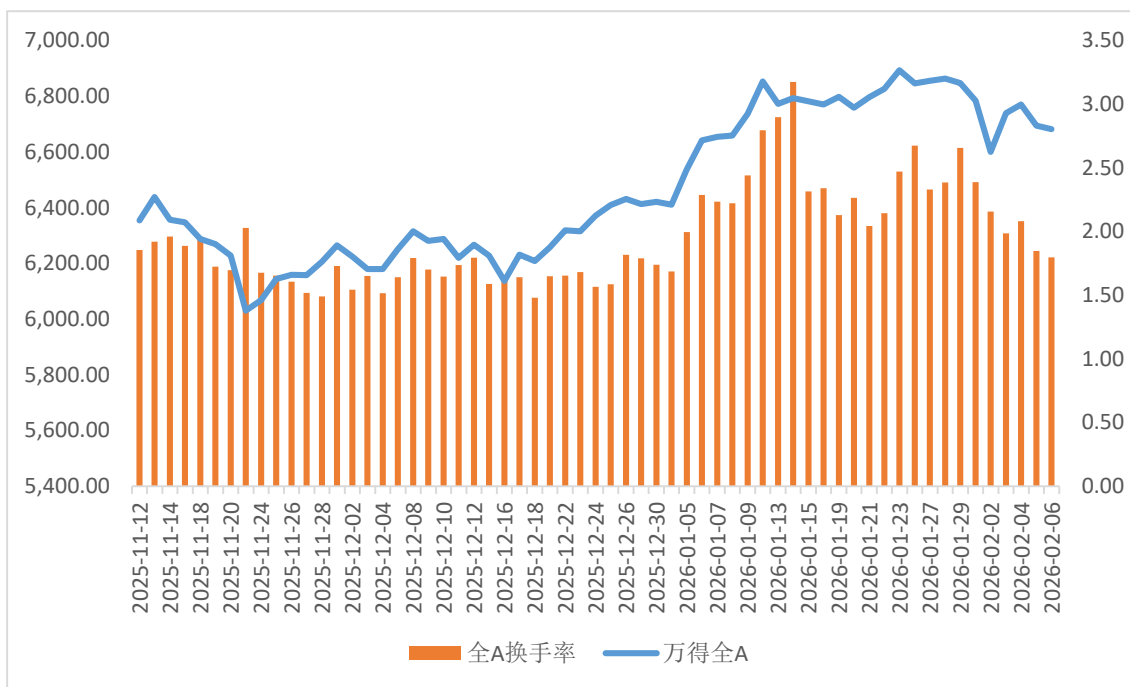
	2026/2/6	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	23.3	↓	0.44	16.49%	↓	0.76	16.5%	27.0%	36.1%
基础化工(申万)	33.5	↓	0.70	80.61%	↓	0.82	80.6%	98.0%	97.3%
钢铁(申万)	33.1	↓	1.14	70.97%	↓	4.08	71.0%	92.2%	89.6%
有色金属(申万)	32.0	↓	2.98	40.41%	↓	7.13	40.4%	66.1%	73.5%
电子(申万)	69.8	↓	3.76	90.49%	↓	4.03	90.5%	97.4%	96.6%
家用电器(申万)	14.8	↑	0.17	42.54%	↑	3.75	42.5%	48.5%	53.1%
食品饮料(申万)	21.8	↑	0.91	24.07%	↑	6.69	24.1%	18.0%	23.9%
纺织服饰(申万)	29.9	↑	0.43	66.19%	↑	1.14	66.2%	82.6%	78.1%
轻工制造(申万)	34.6	↑	0.05	67.78%	↑	0.12	67.8%	99.9%	99.9%
医药生物(申万)	37.3	↑	0.04	53.94%	↑	0.33	53.9%	72.5%	68.8%
公用事业(申万)	20.0	↑	0.03	44.04%	↑	0.60	44.0%	49.5%	51.9%
交通运输(申万)	18.7	↑	0.35	61.40%	↑	2.63	61.4%	80.0%	79.1%
房地产(申万)	65.8	↑	4.00	98.92%	↑	0.99	98.9%	98.2%	97.6%
商贸零售(申万)	51.3	↓	0.15	97.27%	↓	0.51	97.3%	98.4%	97.8%
社会服务(申万)	49.0	↓	0.04	52.06%	↓	0.15	52.1%	53.1%	37.2%
综合(申万)	63.0	↑	2.06	80.73%	↑	1.76	80.7%	95.8%	94.3%
建筑材料(申万)	33.2	↑	0.49	84.85%	↑	0.41	84.8%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	13.5	↓	0.23	73.00%	↓	0.66	73.0%	97.8%	98.7%
电力设备(申万)	42.0	↑	0.96	63.76%	↑	3.57	63.8%	79.8%	72.9%
国防军工(申万)	95.3	↑	0.06	76.17%	↓	0.03	76.2%	98.9%	98.5%
计算机(申万)	88.6	↓	2.77	92.31%	↓	1.17	92.3%	95.6%	94.1%
传媒(申万)	49.5	↓	1.51	73.64%	↓	3.15	73.6%	95.4%	93.9%
通信(申万)	49.2	↓	3.74	80.77%	↓	6.01	80.8%	97.5%	96.8%
银行(申万)	6.1	↑	0.10	39.46%	↑	3.79	39.5%	44.4%	58.1%
非银金融(申万)	13.1	↓	0.08	7.58%	↓	0.95	7.6%	6.1%	8.2%
汽车(申万)	29.7	↑	0.09	81.44%	↑	0.51	81.4%	70.9%	61.1%
机械设备(申万)	42.0	↑	0.19	73.37%	↑	0.14	73.4%	98.6%	99.1%
煤炭(申万)	19.1	↓	0.12	77.89%	↓	0.16	77.9%	99.1%	98.7%
石油石化(申万)	23.2	↓	0.52	80.52%	↓	2.06	80.5%	97.2%	98.6%
环保(申万)	30.6	↑	0.03	61.63%	↑	0.06	61.6%	98.1%	99.5%
美容护理(申万)	39.9	↑	1.44	57.77%	↑	4.68	57.8%	54.9%	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**房地产、综合、美容护理**估值上行最多，**电子、通信、有色金属**下行最多。当前**房地产、商贸零售、计算机**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。

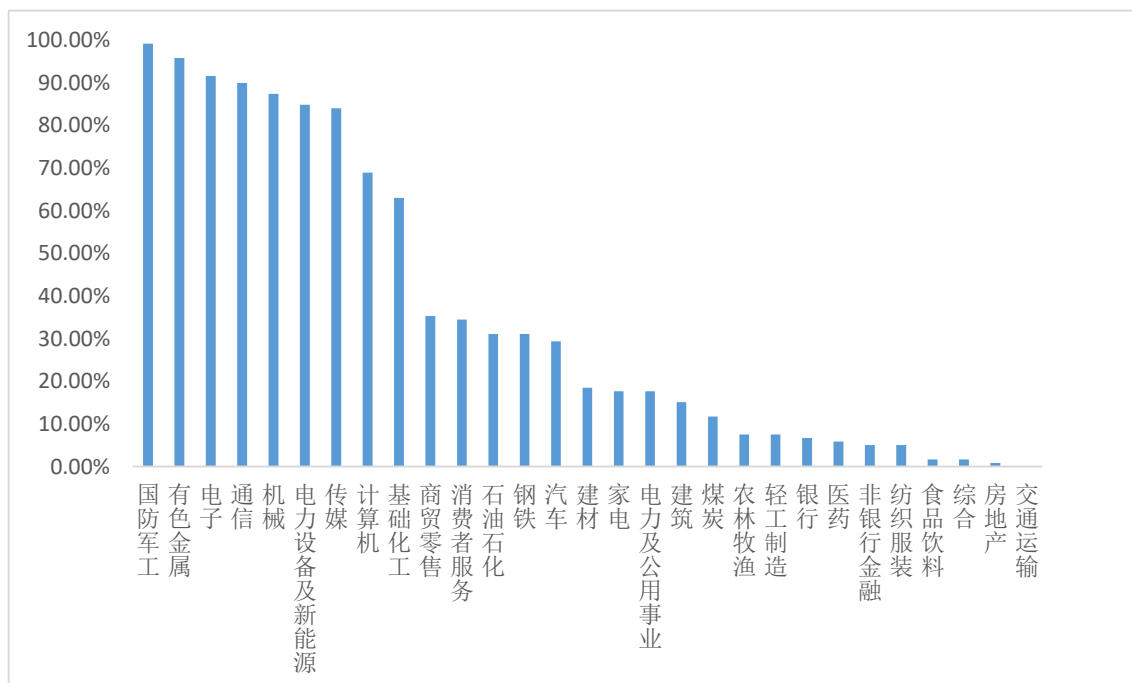
3、权益市场情绪

图 4：全市场换手率 (%)



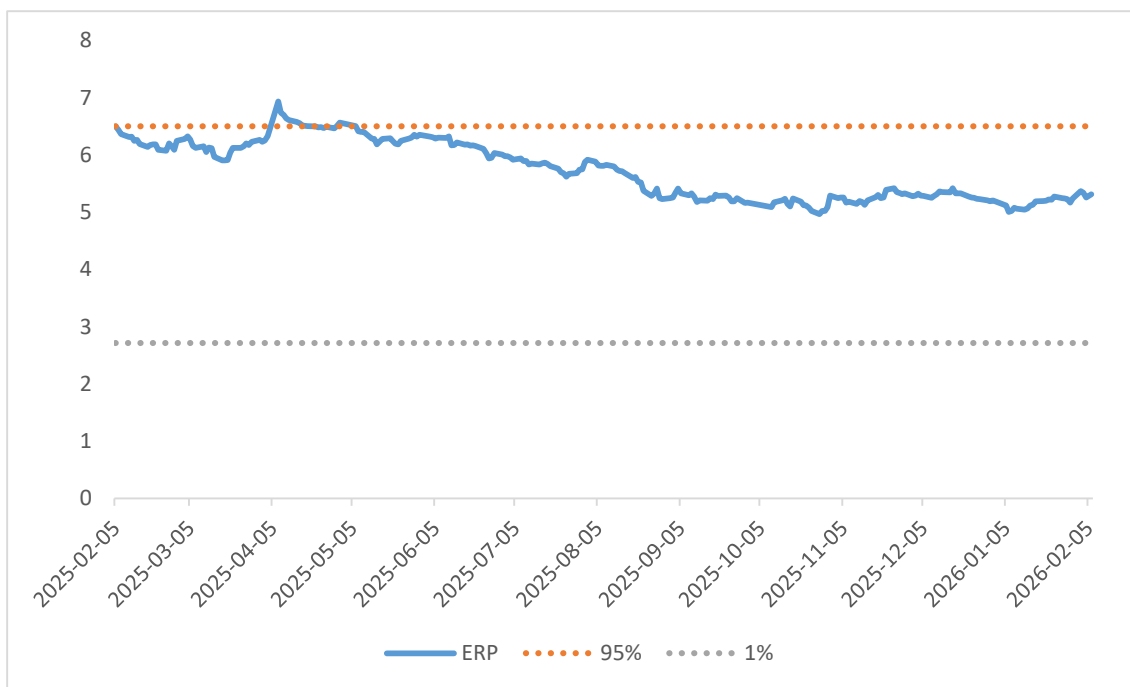
数据来源：Wind

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

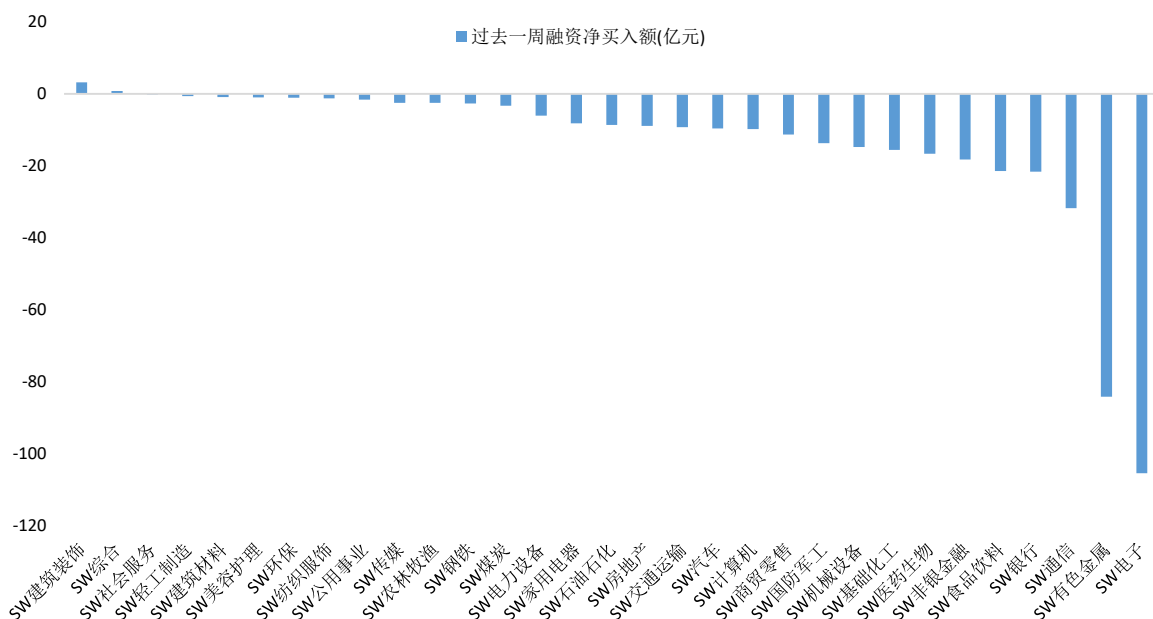
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，市场保持震荡。从行业拥挤度的角度，国防军工、有色金属、电子行业拥挤度较高。

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 5.31%，处于历史 53.08% 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

2 月 6 日，两融资金占比为 4.11%，1 月 30 日为 9.33%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 2 月 6 日，上周融资净买入的前三行业为建筑装饰、综合、社会服务。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

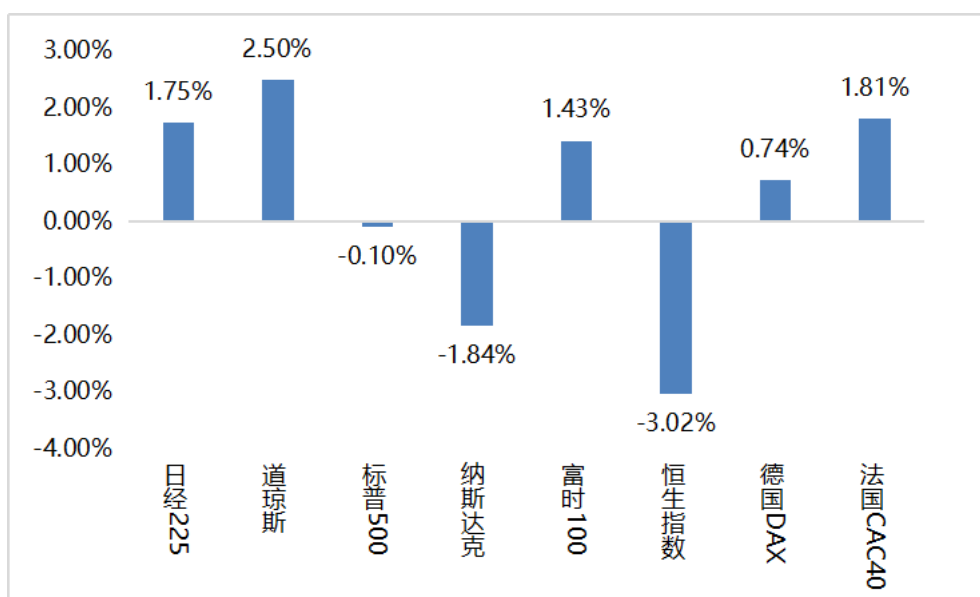


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨 2.50%，标普 500 下跌 0.10%，纳指下跌 1.84%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.43%，德国上涨 0.74%，法国上涨 1.81%；亚太股市方面，日经指数上涨 1.75%，恒生指数下跌 3.02%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

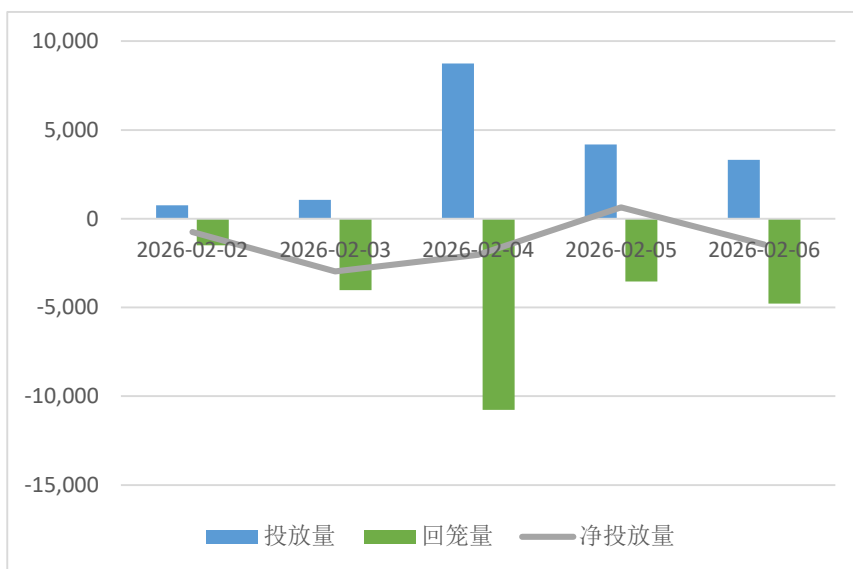


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 10055 亿元逆回购操作和 8000 亿元买断式逆回购操作，因有 17615 亿元 7 天期逆回购到期和 7000 亿元买断式逆回购到期，实现净回笼 6560 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 1300 亿元，地方政府债计划发行 3221 亿元，整体净缴款 6437 亿元。

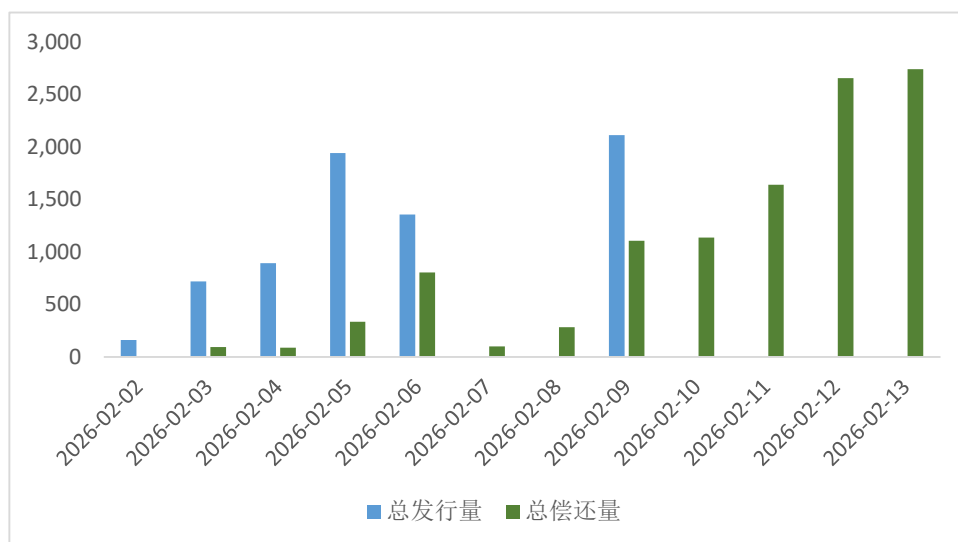
图 10：2 月 9 日-2 月 14 日政府债发行缴款

单位：亿元

	2 月 9 日		2 月 10 日		2 月 11 日		2 月 12 日		2 月 13 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	2258	1300	913	0	50	0	0	0	0
到期	0	4.5	600	0	0	0	556	16.3	0	0
缴款	1520	572	0	2258	1300	913	0	50	0	0
净缴款	3088		1658		2213		-506		-16	

同业存单发行：本周（2 月 9-14 日）存单到期 9782 亿元，到期压力升至相对高位。

图 11：同业存单到期与发行

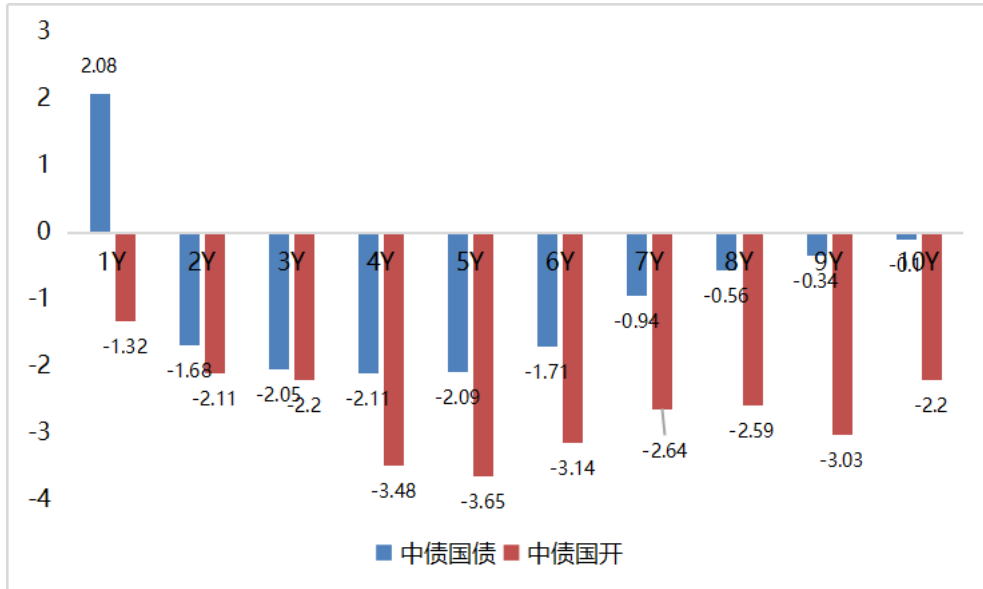


回购市场：上周月初财政支出的作用以及央行的呵护下，资金面维持宽松，上周内面临逾 4600 亿元的政府债缴款压力，资金利率仍保持稳步下行的态势。R001 由周初的 1.43% 逐日回落至周五的 1.36%，R007 上周一至上周四基本持稳于 1.55% 附近，上周五进一步下行至 1.53%，支持跨节的 R014 在上周三触及 1.63% 的周内高点后连续回落，收于 1.59%

票据利率：上周转贴市场整体呈现“先抑后扬、低开后震荡上行”的运行格局。上周初受标杆大行持续降价收票影响，票据利率快速下探；随后随着卖盘集中释放、票源供给显著增加，叠加大行高价配置需求回升，市场供需情绪逐步抬升，票价震荡走高，并在上周四、上周五延续上行态势。从期限结构看，6—8 月国股票据始终是市场交易主线，短期限 3 月利率波动幅度相对较大，中长期利率整体跟随市场情绪震荡上行。

（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	6.02	17.43	25.5	28.14
环比	-4.13	-0.04	1.99	11.03
年初以来	-14.96	6.36	9.98	-2.26
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	24.60	15.32	18.61	46.22
2016 年以来分位数	9.85%	65.63%	85.32%	26.90%

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 2 月 6 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	11.85	15.13	16.53	21.52	21.29
环比	2.02	2.66	1.21	3.24	3.98
年初以来	-20.49	-20.1	-20.73	-12.12	-23.83
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	42.82	34.71	37.12	41.34	42.77
2016 年以来分位数	2.73%	2.33%	2.97%	4.87%	4.75%

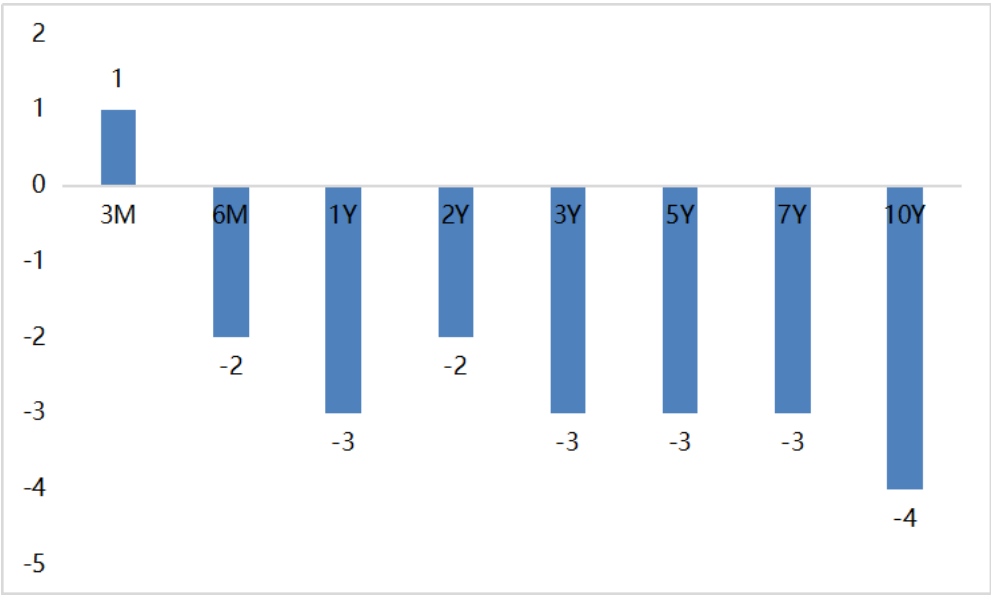
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

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 2.08BP 至 1.3207，3 年期下行 2.05BP 至 1.3809，5 年期下行 2.09BP 至 1.5552，10 年期下行 0.10BP 至 1.8102。

长期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走阔 2.02BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.66BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 1.21BP。

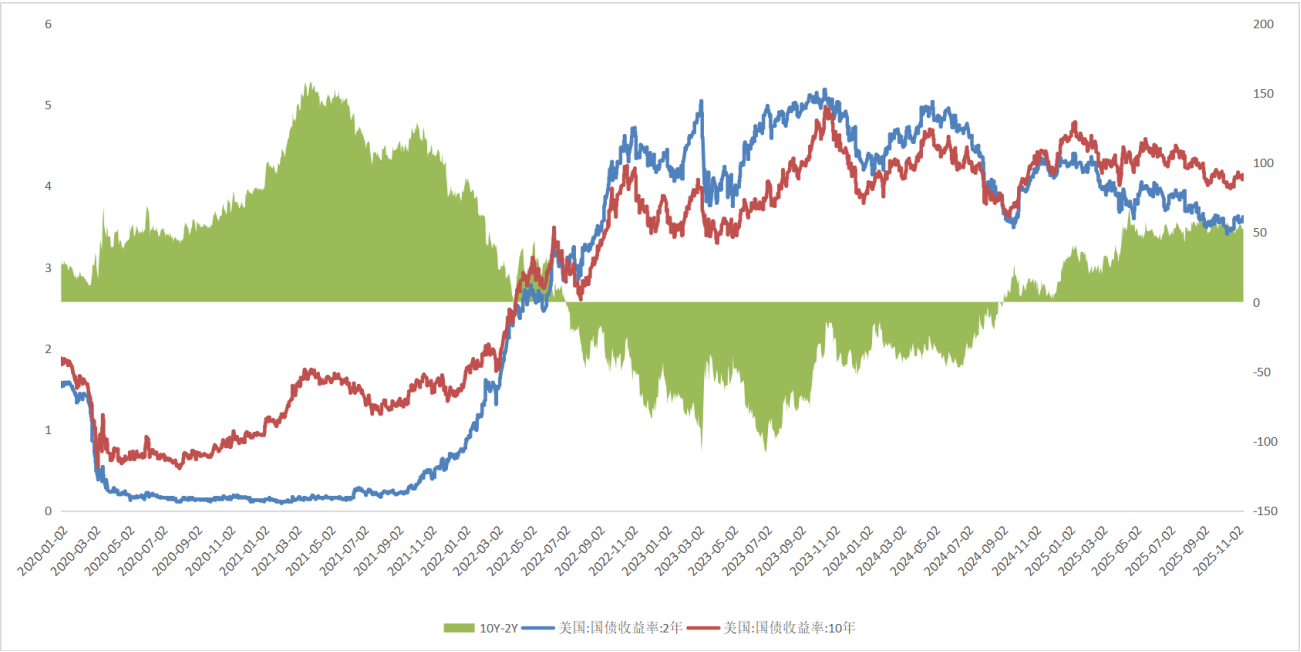
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 3BP，3 年期美债收益率下行 3BP，10 年期美债收益率下行 4BP。

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 0.51%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.13%，即期汇率升值 0.12%，离岸人民币汇率升值 0.42%。

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	97.6102	6.959	6.9401	6.9298
对照日期	97.1152	6.9678	6.9486	6.9589
涨跌	0.51%	0.13%	0.12%	0.42%

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，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话；国务院常务会议研究促进有效投资政策措施；国务院总理李强主持召开国务院第十次全体会议，讨论政府工作报告稿和“十五五”规划纲要草案。海外方面，美股大幅调整带动全球风险偏好下行，但上周五抄底资金涌入，美国三大股指全线收涨；澳洲、英国和欧央行相继公布利率决议，政策取向出现明显分化。习近平与特朗普通电话，强调台湾问题是中美关系中最重要的问题；美方务必慎重处理对台军售问题。国务院常务会议研究促进有效投资政策措施，要求在基础设施、城市更新、公共服务、新兴产业和未来产业等重点领域，深入谋划推动一批重大项目、重大工程。李强在国务院全体会议指出，宏观政策要靠前发力，财政资金尽可能提前安排。美股市场参与者对 AI 对现有商业模式颠覆的焦虑。AI 初创企业 Anthropic 推出的新型自动化工具上周二引发市场对软件股的恐慌性抛售，法律软件和数据服务公司首当其冲。此外 Alphabet 资本支出计划翻倍至约 1800 亿美元，加剧了市场对高投入能否带来回报的担忧。亚马逊今年支出指引 2000 亿意外爆表，盘后跳水超 10%。但上周五美国三大股指全线收涨，道指涨 2.47%，创历史新高，标普 500 指数涨 1.97%，纳指涨 2.18%。三国央行相继公布利率决议，政策取向出现明显分化。澳洲联储重启加息，而英国央行和欧洲央行则选择维持利率不变

（二）权益市场展望和策略

现阶段处于贵金属高波动带动的全球风险 risk-off 阶段。由于贵金属突发的高波动锁死或者说消灭了部分流动性。短期上，全球大类资产配置的交易员，需要在包括美股、商品等

风险资产做一个风险偏好再平衡，降低风偏和仓位暴露是必要的选择。反馈到非美市场，体现为资金从非美回流美国。因此现阶段是狭义流动性变化带来的风险资产波动率上升，下跌驱动因素中情绪和交易结构的因素要远大于基本面因素。谷歌等美国 AI 巨头财报数据显示一体化的互联网云厂商形成了一定的 AI 商业闭环；同时继续加大资本开支，市场认为将会吞噬原有 saas 软件服务商的份额。上游设备和存储厂商基本能维持住震荡。

本周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1）现阶段，海外狭义流动性导致的风险资产再平衡，需要等待贵金属完成降波之后，让各类风险资产恢复对应的锚定。在降波之前的各类波动是相当无序，且容易带来较高的交易损耗。2）国内权益市场在全球狭义流动性变化和自身内部筹码变化的影响下，上周形成了显著的高波特征。我们上周明确建议“操作上不建议做任何形式的追涨杀跌，之前大量流动性的换手，没有造成指数的大幅波动，但仍需一个内在的降波过程。在降波中谨慎操作。”3）本周的建议基本与 2 月 4 日的盘中策略相同：“目前进入去杠杆高波的下半场，从 A 股的实际走势来看，周初大概率会完成第一段的反弹（对应贵金属反弹），下半场还有二次探底的需求。目前白银在 64 元/盎司附近探明了第一个底部，有利于贵金属的降波；A 股在 2 月 4 日见高点之后，也开始进入降波过程，本周初有望完成降波，进入春节红包时间。2、行业选择：1）弹性交易方向：AI 应用+半导体+商业航天。所谓的模型吞噬软件，主要集中在 to C 端环节，即相对简单的工具类软件，而面向 B 端的深度应用，模型是很难替代。我们坚定看好 AI 应用在国内市场的 B 端机会。2）行业配置：建议关注：建材、石油石化、通信、国防军工、计算机；建议谨慎：综合、汽车、医药、电力设备及新能源、消费者服务。

（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。

上周贵金属和权益市场的余震仍在，国内权益市场也确认了情绪面的见顶回落，当前市

场高度一致的持仓受到波动率的冲击最大。但无论是宏观还是基本面的角度，我们认为流动性宽松以及 AI 产业向上的叙事并没有发生根本性的变化，这轮市场的调整更多的是流动性的利空落地。国内权益市场情绪周期见顶回落弱化市场赚钱效应，在当前基本面边际转弱、央行呵护资金面宽松的背景下节前债市市场环境仍然偏利多。

策略方面，短端在结构性降息后，宽货币一定程度上被定价，短期收益博取赔率有限，关注春节前后资金面波动的博弈机会，长端方面，10y 国债“上有顶下有底”状态演绎和给定区间上下限对于市场定价的边际约束下，当前下沿的配置赔率有限，建议阶段性收敛久期杠杆、保持定力，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。