

关税政策再生波澜，密切关注两会动态

——鑫元周观点（2026.02.09-2026.02.15）

一、核心观点

宏观方面，习近平总书记在《求是》刊文重申内需主导与促消费、扩投资并举，强调居民增收、优化“两新”“两重”、发挥政策性金融工具和专项债作用，政策取向偏向“稳增长+托底投资回升”。海外方面，美最高法院判定部分关税缺乏法律授权后，美国转而推出并上调短期统一关税，贸易不确定性再起，美联储官员提示通胀上行时不排除重新讨论加息，风险资产与避险资产轮动或更频繁。

权益市场方面，海外方面，美国最高法院裁定特朗普此前基于 IEEPA 的关税违法后，其援引 1974 年贸易法第 122 条款加征 10%全球关税（有效期 150 天），后续 301 调查可能进一步升级关税，关税扰动将持续被市场计价。同时，特朗普拟对伊朗实施打击，地缘矛盾激化将影响全球市场风险偏好。此外，海外头部科技企业加码 AI 算力建设，带动美股光通信标的上涨。国内方面，春晚机器人表演及假期大模型迭代、使用量激增，彰显科技行业进步。策略上，维持中性仓位，节后兑现春节红包后市场将延续震荡，需关注关税、地缘风险及两会政策预期。行业选择上，弹性交易关注 AI 应用、半导体、机器人；配置端优先关注石油石化、通信等行业，谨慎对待房地产、食品饮料等板块，兼顾避险与科技成长主线。

固收市场方面，节前债市交投意愿趋于清淡，但央行暖意频释，14 天期 OMO 投放+买断式逆回购为跨节资金面注入充沛流动性、Q4 货政报告传递出较强的宽松信号；叠加节前因票息效应带来的持券过节需求以及权益压制减轻，债市短期走出了多头局面，长债一度走强突破震荡区间，10Y 国债下破此前强阻力位 1.8%，最低下至 1.77%下方，30Y 国债则行情偏慢，机构情绪仍相对比较谨慎。展望后市，在特朗普重举关税大棒、中东地缘冲突以及国内权益市场情绪周期见顶回落的背景下，债市整体面临较为友好的宏观环境。首先一季度经济数据仍有反复可能，稳增长仍需宽松货币环境保驾护航，且货币政策执行报告已定调积极，预计节后叠加两会前央行将维持流动性合理充裕，资金面有望维持平稳；其次一季度政府债供给高峰可能已经过去，后续净缴款压力将有所减轻；最后是两会公布的政策大概率不会超预期，在当前银行资产负债压力不大以及基金久期不高的情况下，交易盘及配置盘可能会轮番入场。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

2月16日出版的第4期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《当前经济工作的重点任务》。这是习近平总书记2025年12月10日在中央经济工作会议上讲话的一部分。文章强调，2026年经济工作头绪多，要抓住关键、纲举目张。坚持内需主导，建设强大国内市场。统筹促消费和扩投资，用好我国超大规模市场优势。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划，扩大优质商品和服务供给，优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制措施，释放文旅等服务消费潜力。着眼惠民生增后劲，推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施“两重”项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，高质量推进城市更新，有效激发民间投资活力。

商务部新闻发言人就美国最高法院公布关税诉讼案裁决结果答记者问。记者问：美东时间2月20日，美国最高法院公布关税诉讼案裁决结果，判定美国政府依据《国际紧急经济权力法》对相关贸易伙伴加征的对等关税、芬太尼关税等相关关税违法。请问商务部对此有何评价？商务部新闻发言人表示，我们注意到美国最高法院公布关税诉讼案裁决结果，正在对相关内容和影响进行全面评估。中方一贯反对各种形式的单边加征关税措施，反复强调贸易战没有赢家，保护主义没有出路。美方对等关税、芬太尼关税等单边措施既违反国际经贸规则，也违反美国内法，不符合各方利益。事实反复证明，中美双方合则两利，斗则俱伤。中方敦促美方取消对贸易伙伴加征的有关单边关税措施。我们也注意到，美方正在准备采取贸易调查等替代措施，以期维持对贸易伙伴加征的关税，中方将对此保持密切关注并坚定维护中方利益。

外交部表示，为进一步便利中外人员往来，中方决定自2026年2月17日起，对加拿大、英国持普通护照人员实施免签政策，两国持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过30天，可免办签证入境。上述免签政策实施至2026年12月31日。

玉渊谭天：美方新关税可能面临司法诉讼。“玉渊谭天”微博22日发文称，当地时间2月20日，美国发生了两件事。一是，美国最高法院裁决，美国政府援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所实施的关税措施，缺乏明确法律授权。在法律压力之下，美国政府发布行政令，宣布终止一系列关税措施。二是，美国政府转而援引《1974年贸易法》第122条。该条授权总统在出现严重国际收支问题时，可在150天内征收临时进口关税或通过配额限制进口。

根据美国政府行政令，美国将对进口商品征收 10% 的所谓“临时关税”，为期 150 天，仅有部分商品豁免。十几个小时后，美方又声称将其提高至 15%。美国最新加征的所谓“临时关税”，援引的是很久没有使用的《1974 年贸易法》第 122 条，理由是“从根本上解决美国国际收支失衡”，尤其是解决美国存在巨额贸易逆差的问题。但第 122 条的适用前提是，美国国际收支出现根本性的问题。法律上对此的判断依据并不是单一的货物贸易逆差，而是包括资本流动、商品和服务贸易在内的整体国际收支状况。从这个角度看，美国这项关税生效之后，很可能像此前一样面临被起诉的风险。

根据消息人士透露，近日，美军组织军机赴黄海我当面空域活动。中国人民解放军依法依规组织海空兵力全程跟监警戒、有效应对处置。

南部战区新闻发言人翟士臣海军大校表示，2 月 15 日至 16 日，中国人民解放军南部战区组织海空兵力位南海海域进行战备警巡。菲律宾拉拢域外国家组织所谓“联合巡航”，搅局南海，破坏地区和平稳定。战区部队将坚决捍卫国家领土主权和海洋权益，坚定维护地区和平稳定。

（二）海外宏观

当地时间 2 月 21 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，将把对全球商品加征 10% 的进口关税的税率水平提高至 15%。特朗普在文中称，“基于对美国联邦最高法院 20 日就关税问题作出的裁决进行全面、详尽且完整的审查——该裁决荒谬、措辞拙劣且极端反美”，“将自即日起，把目前对全球各国征收的 10% 统一关税，提高至完全被允许、并经过法律检验的 15% 水平。”特朗普表示，在接下来的几个月内，美国政府将确定并公布新的、在法律上允许的关税措施。

特朗普被曝考虑对伊朗先“小打”再“大打”。据美国《纽约时报》22 日报道，美国总统特朗普已告诉其顾问，他“倾向于在未来数日（对伊朗）进行初步打击”，然后在未来数月发动一场更大规模的军事打击，迫使伊朗“屈服”并按美方要求达成协议。

美国或需退还 1750 亿美元关税。美国最高法院裁定特朗普政府大规模关税政策违法。特朗普政府自 12 月 14 日起未提供关税征收数据。但美国宾夕法尼亚大学沃顿预算模型经济学家今天早些时候曾估计，基于美国《国际紧急经济权力法》征收的特朗普关税金额已超过 1750 亿美元。随着最高法院裁定其违法，这笔款项可能需要退还。

韩国首尔中央地方法院 2 月 19 日就前总统尹锡悦涉嫌发动内乱案作出一审宣判，判处尹锡悦无期徒刑。

高市早苗当选日本新任首相。当地时间2月18日，在日本参议院首相指名选举第二轮投票中，自民党总裁高市早苗获得过半票数，确认当选日本新任首相。

金正恩当选朝鲜劳动党总书记。朝鲜劳动党第九次代表大会2月22日继续举行，当天的会议讨论并修改了朝鲜劳动党章程，选举了朝鲜劳动党中央领导机构成员。大会表示全面支持和赞同关于再次推选金正恩任朝鲜劳动党最高职务的提议，推选金正恩任朝鲜劳动党总书记。

普京：发展三位一体核力量是绝对优先事项。当地时间23日是俄罗斯“祖国保卫者日”，俄罗斯总统普京发表视频讲话，表示俄罗斯将根据国际局势的发展，基于特别军事行动中获得的战斗经验，继续开展大规模加强陆海军的工作。普京强调，发展三位一体核力量依然是俄方绝对的优先事项，核力量作为俄罗斯安全的保障，能够有效保持战略威慑和世界力量平衡。普京表示，俄还将全面提升各军兵种的力量、战备状态、机动性以及在任何复杂条件下行动的能力，并将进一步加快研发先进武器系统的步伐。

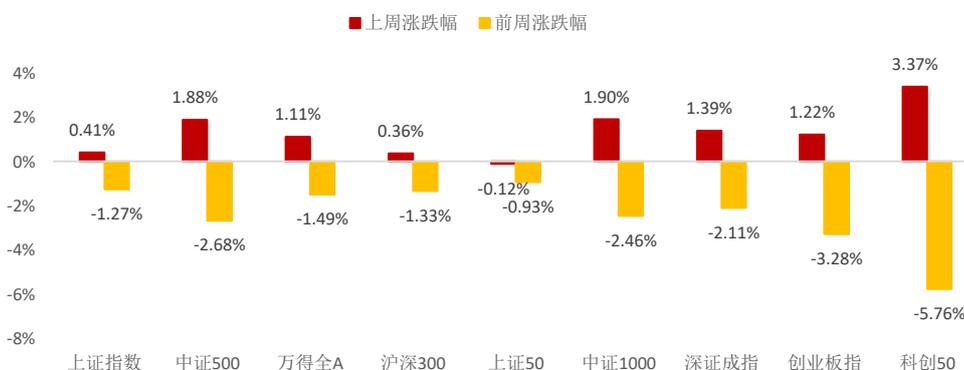
美联储博斯蒂克表示，中性利率可能比目前的政策利率低0.25到0.5个百分点，如果通胀走势“走错方向”并开始上升，美联储将不得不把加息选项摆到台面上。预计美国2026年GDP增长2.4%，2027年增长2.1%，并在2028年恢复至趋势水平。大量财政刺激即将到来，将对经济产生扩张效应，但会给通胀带来压力。

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

节前一周 A 股宽基指数多数下跌。上证指数下跌 0.44%，万得全 A 下跌 1.59%，沪深 300 上涨 0.08%，创业板指下跌 0.09%，科创 50 下跌 2.85%。从行业板块看，节前一周**石油石化、通信、煤炭**领涨，**国防军工、电力设备、军工**领跌。

2、权益市场估值

表 1：节前一周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/2/13	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	↑ 0.04	58.5	↑ 0.07	96.1%	98.5%	98.1%
深证成指	32.6	↑ 0.41	78.9	↑ 0.91	89.8%	94.8%	93.1%
上证 50	11.5	↓ 0.07	56.0	↓ 1.44	81.9%	81.7%	75.8%
沪深 300	14.0	↓ 0.03	61.8	↓ 0.54	80.7%	82.1%	76.3%
中证 500	37.5	↑ 0.64	69.3	↑ 0.54	81.5%	99.3%	99.0%
中证 1000	50.2	↑ 1.07	72.9	↑ 0.96	72.9%	94.0%	92.1%
创业板指	42.1	↑ 0.55	38.8	↑ 1.70	37.1%	48.8%	51.6%
科创 50	165.4	↑ 3.01	95.5	↑ 0.15	95.5%	95.5%	95.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

表 2：节前一周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2026/2/13	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)	22.8	↓ 0.47	16.02%	↓ 0.47	16.0%	26.2%	35.0%
基础化工(申万)	33.8	↑ 0.29	80.73%	↑ 0.13	80.7%	97.9%	97.1%
钢铁(申万)	33.5	↑ 0.44	72.44%	↑ 1.46	72.4%	93.2%	90.8%
有色金属(申万)	32.5	↑ 0.54	41.04%	↑ 0.62	41.0%	67.0%	73.9%
电子(申万)	72.2	↑ 2.46	93.17%	↑ 2.67	93.2%	98.5%	98.0%
家用电器(申万)	14.9	↑ 0.04	43.26%	↑ 0.73	43.3%	49.4%	54.3%
食品饮料(申万)	21.3	↓ 0.49	21.19%	↓ 2.87	21.2%	14.5%	19.3%
纺织服装(申万)	29.1	↓ 0.81	64.46%	↓ 1.73	64.5%	80.1%	75.2%
轻工制造(申万)	34.8	↑ 0.15	68.12%	↑ 0.34	68.1%	99.7%	99.7%
医药生物(申万)	37.0	↓ 0.30	51.99%	↓ 1.95	52.0%	71.1%	67.4%
公用事业(申万)	19.8	↓ 0.25	40.56%	↓ 3.48	40.6%	44.7%	47.9%
交通运输(申万)	18.4	↓ 0.26	59.36%	↓ 2.04	59.4%	76.8%	76.8%
房地产(申万)	65.3	↓ 0.45	98.73%	↓ 0.19	98.7%	97.9%	97.2%
商贸零售(申万)	50.5	↓ 0.82	95.51%	↓ 1.76	95.5%	97.7%	96.9%
社会服务(申万)	48.9	↓ 0.13	51.67%	↓ 0.39	51.7%	52.7%	36.7%
综合(申万)	72.6	↑ 9.62	87.45%	↑ 6.72	87.5%	99.5%	99.3%
建筑材料(申万)	34.0	↑ 0.83	86.15%	↑ 1.30	86.1%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	13.6	↑ 0.05	73.03%	↑ 0.03	73.0%	97.7%	98.5%
电力设备(申万)	42.5	↑ 0.45	66.04%	↑ 2.27	66.0%	80.6%	74.0%
国防军工(申万)	97.4	↑ 2.11	77.04%	↑ 0.87	77.0%	99.2%	99.0%
计算机(申万)	92.7	↑ 4.11	93.82%	↑ 1.51	93.8%	97.5%	96.7%
传媒(申万)	51.2	↑ 1.72	77.32%	↑ 3.69	77.3%	97.4%	96.5%

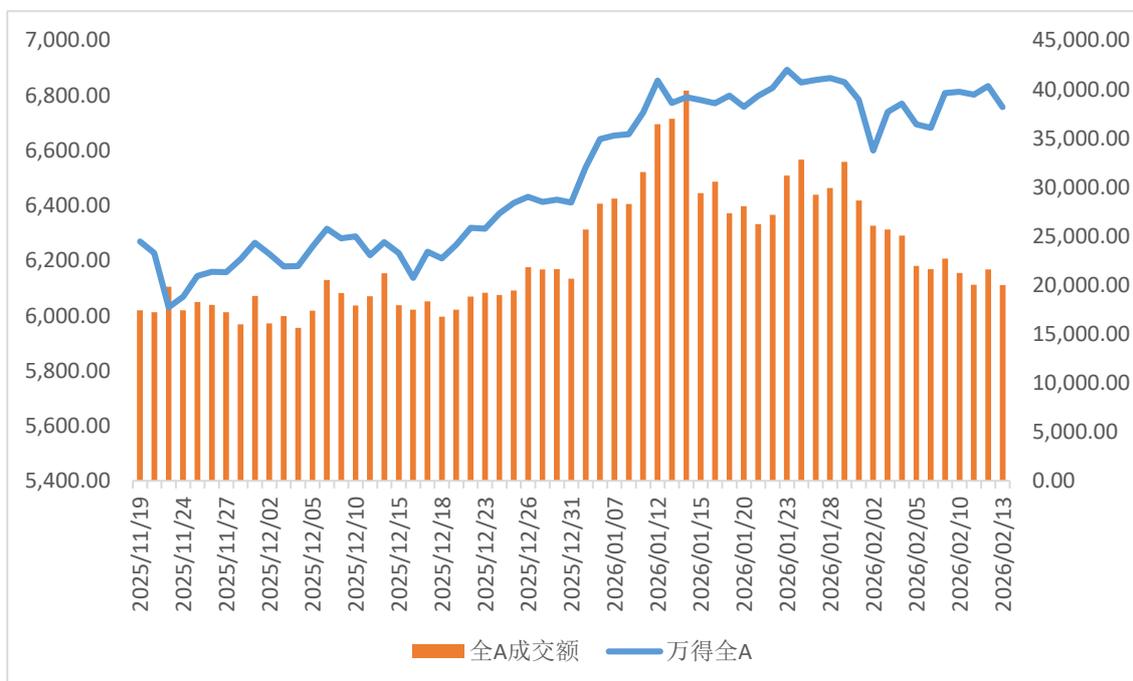
通信(申万)	50.6	↑	1.39	84.16%	↑	3.39	84.2%	98.8%	98.5%
银行(申万)	6.0	↓	0.08	36.39%	↓	3.07	36.4%	40.1%	52.9%
非银金融(申万)	12.9	↓	0.20	5.80%	↓	1.78	5.8%	4.3%	5.7%
汽车(申万)	30.2	↑	0.52	84.17%	↑	2.74	84.2%	75.4%	67.2%
机械设备(申万)	43.2	↑	1.13	74.46%	↑	1.09	74.5%	99.6%	99.8%
煤炭(申万)	19.4	↑	0.34	78.11%	↑	0.23	78.1%	99.3%	99.1%
石油石化(申万)	23.0	↓	0.21	79.32%	↓	1.20	79.3%	96.4%	97.9%
环保(申万)	30.8	↑	0.14	61.87%	↑	0.24	61.9%	98.2%	99.4%
美容护理(申万)	39.0	↓	0.91	54.84%	↓	2.93	54.8%	51.1%	36.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

节前一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，节前一周综合、计算机、电子估值上行最多，美容护理、商贸零售、纺织服饰下行最多。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。

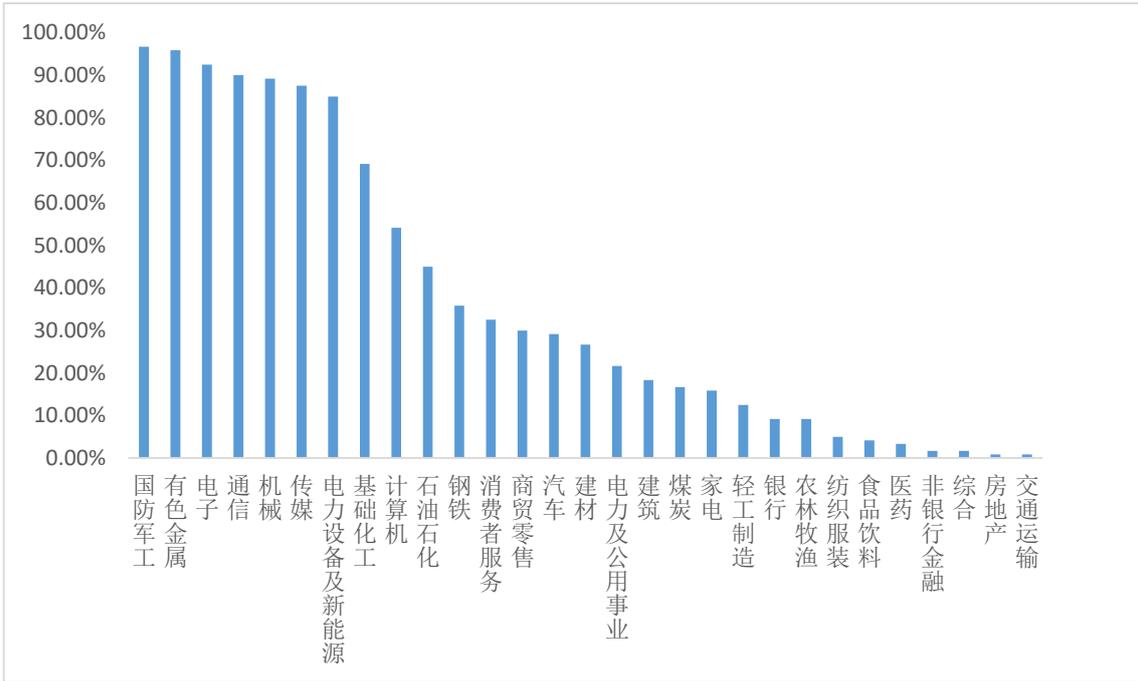
3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



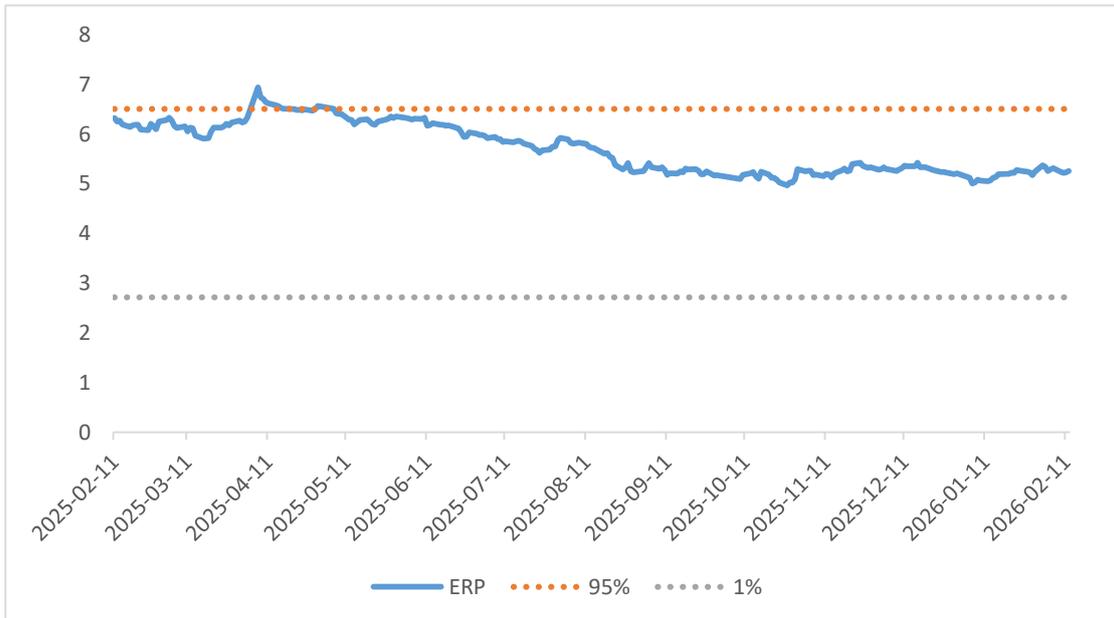
数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind、鑫元基金

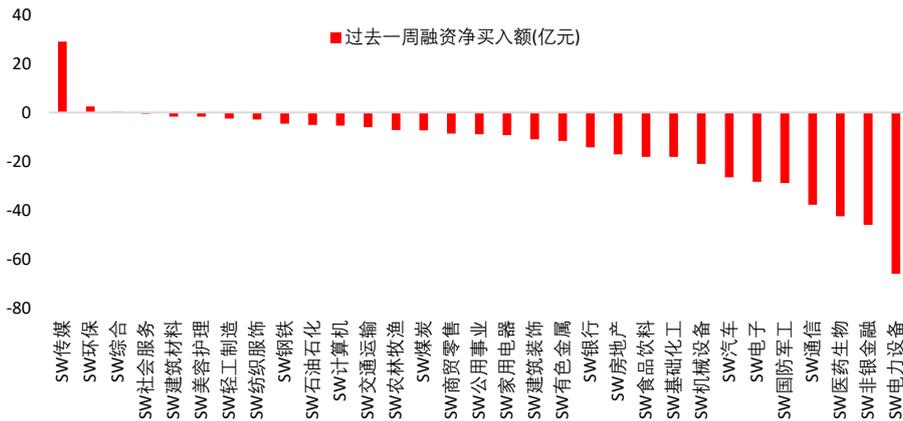
节前一周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，节前一周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，国防军工、有色金属、电子的拥挤度较高。

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 5.25%，处于历史 49.49% 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

2月13日，两融资金占比为 4.20%，2月6日为 8.79%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 2月13日，节前一周融资净买入的前三行业为传媒、环保、综合。

图 5：节前一周两融资金行业流向（亿元）

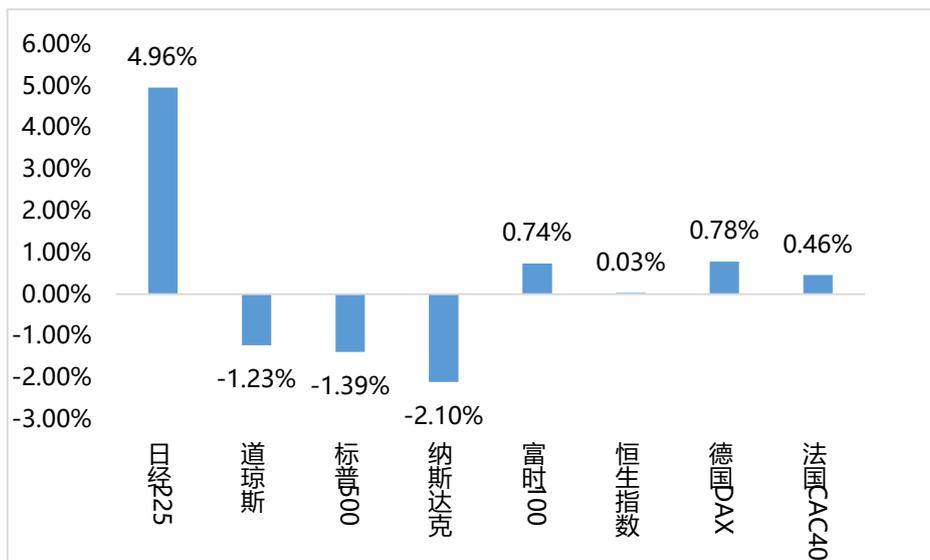


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

节前一周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 1.23%，标普 500 下跌 1.39%，纳指下跌 2.10%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.74%，德国上涨 0.78%，法国上涨 0.46%；亚太股市方面，日经指数上涨 4.96%，恒生指数上涨 0.03%。

图 6：节前一周海外主要指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：节前一周(2026.2.9-2026.2.15)央行进行 16524 亿元逆回购操作、1500 亿元国库现金定存和 1 万亿元买断式逆回购操作，因有 4055 亿元逆回购及 5000 亿元买断式逆回购到期，整体上实现净投放 18969 亿元。

图 7：节前一周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3850 亿元，地方政府债计划发行 2564 亿元，整体净缴款 1504 亿元。

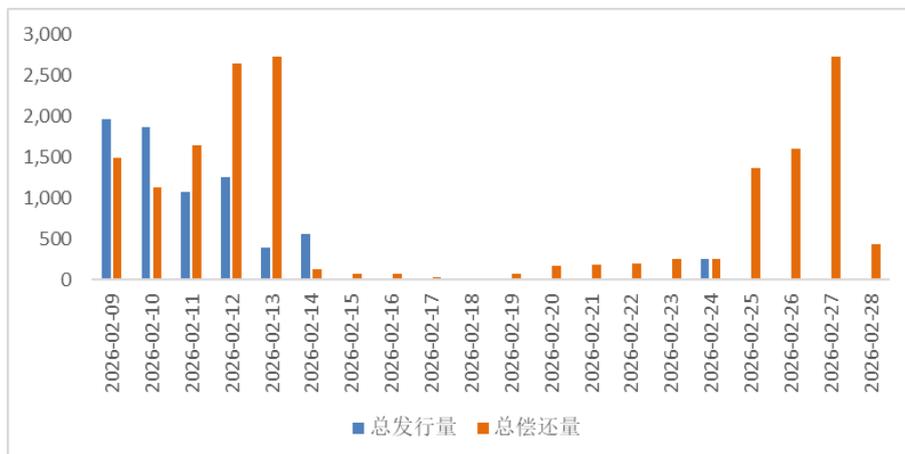
表 3：2 月 24 日-2 月 28 日政府债发行缴款

单位：亿元

	2 月 24 日		2 月 25 日		2 月 26 日		2 月 27 日		2 月 28 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	2650	0	1200	280	0	1392	0	892	0	0
到期	2643	380	0	0	550	4	0	441	0	1
缴款	0	0	2650	0	1200	280	0	1392	0	0
净缴款	-3023		2650		926		951		-1	

同业存单发行：本周（2 月 24-28 日）存单到期 7479 亿元，较前一周有所回落。

图 8：同业存单到期与发行

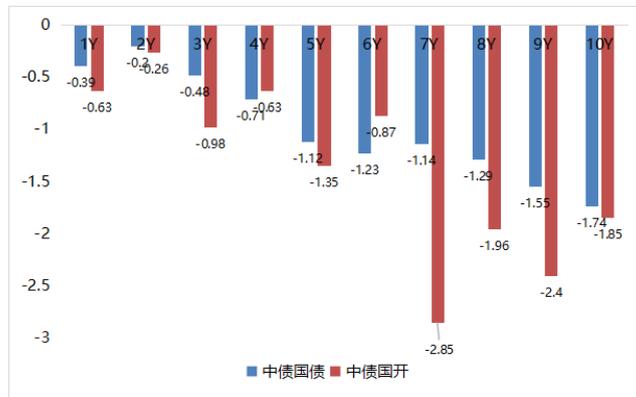


回购市场：节前一周为跨春节前一周，主要面对跨节及大量政府债净缴款压力，不过央行大力呵护资金面，资金利率虽有波动，但整体压力可控。2月9日至14日，央行每日维持净投放，累计净投放1.25万亿逆回购、1500亿国库现金定存及5000亿元买断式逆回购，不仅在短期资金上大力呵护，也释放了中长期资金，有效填补了春节资金缺口；节前一周隔夜利率R001最高升至1.46%，R007区间高点始终未突破1.60%，整体波动有限。

票据利率：节前一周票据转贴市场先下后上。周初大行进场收票对利率形成压制，随着大行上调报价、票源供给充裕且交投转为清淡的影响，周二开始利率上行。整体来看，临近节前，票据转贴市场交投活跃度下降，票据利率在高位窄幅震荡。

(三) 债券市场

图9：节前一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4：中债国债期限利差（2026年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.93	16.79	24.88	25.5
环比	-0.09	-0.64	-0.62	-2.64
年初以来	-15.05	5.72	9.36	-4.9
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	24.56	15.32	18.63	46.17
2016年以来分位数	9.67%	61.35%	83.97%	24.60%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为2016年至今

表5：中债中短期票据信用利差（2026年2月15日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	10.35	11.56	14.38	19.45	19.95
环比	-1.50	-3.57	-2.15	-2.07	-1.34
年初以来	-21.99	-23.67	-22.88	-14.19	-25.17
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

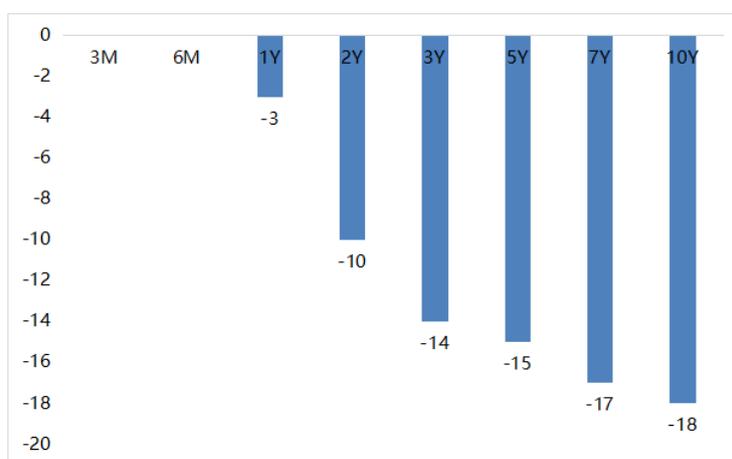
2016 年以来平均值	42.76	34.66	37.08	41.30	42.72
2016 年以来分位数	2.17%	0.51%	0.71%	3.08%	3.71%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

节前一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 0.39BP 至 1.3168%，3 年期下行 0.48BP 至 1.3761%，5 年期下行 1.12BP 至 1.544%，10 年期下行 1.74BP 至 1.7928%。

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 1.50BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.57BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.15BP。

图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

节前一周美债各期限收益率集体下跌。1 年期美债收益率下行 3BP，3 年期美债收益率下行 14BP，10 年期美债收益率下行 18BP。

图 11：10 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

节前一周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。节前一周美元指数下跌 0.77%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.28%，即期汇率升值 0.41%，离岸人民币汇率升值 0.42%。

表 6：节前一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	96.8592	6.9398	6.9114	6.9011
对照日期	97.6102	6.959	6.9401	6.9298
涨跌	-0.77%	0.28%	0.41%	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

宏观方面，习近平总书记在《求是》刊文重申内需主导与促消费、扩投资并举，强调居民增收、优化“两新”“两重”、发挥政策性金融工具和专项债作用，政策取向偏向“稳增长+托底投资回升”。海外方面，美最高法院判定部分关税缺乏法律授权后，美国转而推出并上调短期统一关税，贸易不确定性再起，美联储官员提示通胀上行时不排除重新讨论加息，风险资产与避险资产轮动或更频繁。

国内方面，政策线索更聚焦“扩内需”。《求是》刊文延续中央经济工作会议表述，强调内需主导、促消费与扩投资并举，提出居民增收、优化“两新”“两重”、发挥政策性金融工具与专项债作用，指向节后抓手仍是消费修复与有效投资协同发力。外部经贸冲击显著升温：美国最高法院裁定部分关税缺乏授权后，美方海关宣布将停止继续征收相关关税并待进一步指引，同时又依据 1974 年贸易法第 122 条推出并上调为期 150 天的临时统一关税，全球对关税不确定性的担忧再起；商务部表示正全面评估裁决影响，重申反对单边关税并关注美方替代措施。

国际方面，贸易与货币政策共同抬升波动：欧盟要求美方遵守既有贸易安排并强调政策可预期性；美联储官员博斯蒂克称若通胀“走错方向”不排除讨论加息，市场对利率路径的定价更易反复。中东风险亦在上行，路透称美方为可能的对伊朗行动做准备并同步推进谈判，能源与避险资产波动或加剧。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，2月20日美国最高法院以6:3裁决特朗普基于IEEPA的关税违法，其随即援引1974年贸易法第122条款，额外加征10%全球关税（有效期150天），该关税大概率为新一轮关税底部，后续301调查可能进一步升级，关税扰动将持续被市场计价。同时，特朗普倾向未来数日对伊朗实施初步打击、数月内发动大规模打击，将激化地缘矛盾，影响市场风险偏好。此外，Meta、OpenAI等海外头部科技企业加码AI算力建设，带动美股光通信标的涨幅明显。

国内方面，春晚机器人表演及假期大模型迭代、使用量激增，彰显科技行业进步。策略上维持中性仓位，节后兑现春节红包后市场仍将震荡，需关注关税、地缘风险及3月初两会政策预期。行业选择上，弹性交易关注AI应用、半导体、机器人；配置端优先关注石油石化、通信等行业，谨慎对待房地产、食品饮料等板块，兼顾避险与科技成长主线。

（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。

春节期间国内高频数据显示消费有所回暖，零售餐饮和出行均有明显增长，但电影票房以及地产销售表现偏弱，整体保持了弱平稳的状态，海外方面一是美伊冲突的可能性仍在增加，地缘的不确定性正在加剧，二是IEEPA法案被驳回后特朗普又基于122关税法案上调关税，增加了全球贸易的不确定性，三是全球权益市场开始出现分化，部分传统行业在新兴科技股的冲击下震荡回调。节后国内权益市场维持震荡行情的概率偏高，首先节前已经确认了情绪面的见顶回落，但在春季躁动的加持下至两会前后预计震荡偏强。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，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，春节后资金利率中枢的进一步明确，若资金面维持平稳，短端票息策略优于资本利得博弈；长端方面，利率低点或阶段性向 1.75% 方向试探，但 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，密切关注节后权益市场风险偏好，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。