

两会政策定调经济，AI 产业持续趋热

——鑫元周观点（2025.3.3-2025.3.9）

一、核心观点

宏观方面，两会顺利召开，2025 年政府工作报告为今年经济工作和宏观政策做出整体部署。2025 年中国经济增长目标为 5%左右，与去年相同，CPI 上涨目标由去年的 3%下降至 2%左右，城镇调查失业率与城镇新增就业人口目标均与去年保持不变。2025 年赤字率拟按 4%左右安排，较上年提高 1 个百分点，赤字规模达 5.66 万亿元，增加 1.6 万亿元。特别国债发行规模扩大，包括 1.3 万亿元超长期特别国债和 5000 亿元特别国债，地方政府专项债券规模增至 4.4 万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房等。宏观政策方面，今年将更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展。

另外，国家统计局发布了 2025 年 2 月份全国 CPI 和 PPI 数据，显示物价超预期回落。CPI 同比增速降至-0.7%，低于市场预期的-0.4%，主要受春节错月、食品价格下跌和汽车降价促销等因素影响。核心 CPI 同比转负，主要源于春节错位影响和节后服务价格回落。PPI 同环比降幅收窄，新兴制造行业价格降幅趋缓，显示供需关系持续改善。

进出口数据方面，3 月 7 日，海关总署发布 2025 年 1-2 月外贸数据。数据显示，1-2 月出口增速走弱，有前期抢出口效应减弱、关税影响、基数影响、工作日较少等多种因素。总体来看虽有韧性，但关税政策仍面临较大不确定性，尤其是后续部分国家是否会进行转嫁关税的操作，影响中国对非美国国家的出口。

海外方面，非农数据显示美国就业市场整体保持平稳，失业率维持在 4.1%的历史低位，但薪资增速有所放缓，整体看美国经济仍无明显衰退迹象。

权益市场方面，从市场成交金额来看，万得全 A 成交金额在 1.5 万亿-2 万亿区间运行，市场波动与成交金额变化紧密相连，当成交金额突破区间上沿时，短期波动增大，后续经历缩量、风偏降低，再重新聚焦和放量的过程。若市场成交金额能稳定在该区间，分母中期宽松预期与行业结构化分子景气将共同推动中国科技创新牛市发展。地产方面，今年以来重点城市地产销售数据反馈较好，15 城二手房成交年初至今累计同比 26.8%，35 城新房年初至今

累计同比-7.7%，二手房成交量超预期，后续可观察二手房价企稳及一线城市新房市场变化，宏观上地产内需复苏和非美外需对冲特朗普关税影响，使宏观基本面维持平稳。美国经济数据下行但未断崖式下滑，鲍威尔乐观言论缓解市场悲观情绪，后续需关注 2 月美国 CPI 数据和 3 月美联储议息会议对关税政策影响的判断，美联储政策决定基于经济数据而非市场预期。人工智能产业方面，DeepSeek 重塑产业逻辑，阿里 QWQ-32B 模型强化大模型迭代与技术平权，Manus 出现催化应用端，人工智能生态逐渐完善，AI 交易从上游算力硬件端向中下游软件服务和应用端切换，AI 行情迎来更广范围、更强赚钱效应阶段，AI Agent 和机器人是 3 月重点关注方面，人工智能产业趋势明确，建议全面拥抱 AI，关注产业新催化，把握交易节奏加快布局。

固收市场方面，上周债市先下后上，上半周债市情绪修复主要来自针对两会财政政策的预期博弈和大行融出回升所带来的资金面边际转松。而随着上周四的四部委会议上央行释放短期侧重结构型货币政策以及规范机构买债行为的信号，市场下修降息预期导致收益率大幅调整。全周来看，2 年期、10 年期以及 30 年期国债收益率分别上行 8bp、8.5bp 以及 7bp。信用债收益率各期限调整 1-7bp 且长端调整幅度更大，利差被动收窄，表明尽管当前债市波动，理财负债端尚未出现明显赎回。当前受地产基本面的不确定性以及科技股引导的股市情绪上行压制，短期预计债市仍未走出震荡格局。

二、宏观动态

（一）国内宏观

今年前两个月我国外贸开局总体平稳，出口规模创历史同期新高。据海关统计，2025 年前 2 个月，我国货物贸易进出口总值 6.54 万亿元，同比下降 1.2%（与去年同期相比，今年前两个月少了 2 个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长 1.7%）。其中，出口 3.88 万亿元，规模创历史同期新高，同比增长 3.4%；进口 2.66 万亿元，同比下降 7.3%。

2 月份全国居民消费价格同比下降 0.7%。国家统计局 3 月 9 日发布数据显示，2025 年 2 月份，全国居民消费价格同比下降 0.7%。其中，城市下降 0.7%，农村下降 0.7%；食品价格下降 3.3%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 0.9%，服务价格下降 0.4%。1-2 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

十四届全国人大三次会议在京开幕。国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5%左右；城镇调查失业率 5.5%左右，城镇新增就业 1200 万人以上；居民消费价格涨幅 2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平

衡；粮食产量 1.4 万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低 3%左右，生态环境质量持续改善。

国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》。意见提出，科学设计、精准实施再贷款等结构性货币政策工具，为做好金融“五篇大文章”提供良好货币金融环境；深化资本市场投资端改革，壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；加大对突破关键核心技术的科技型企业的股权融资支持力度；发挥多层次资本市场支持科技创新关键枢纽作用，着力投早、投小、投长期、投硬科技。

央行等五部门联合召开金融支持民营企业高质量发展座谈会。会议要求，要实施好适度宽松的货币政策，发挥好结构性货币政策工具作用，强化监管引领，引导金融机构“一视同仁”对待各类所有制企业，增加对民营和小微企业信贷投放。各方要增强协同联动，推动完善融资配套机制，下大气力解决民营企业融资难、融资贵问题，共同营造更优的民营企业发展环境。

2025 年国民经济和社会发展计划草案提出，实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境政策举措；加快拓展文化、旅游、健康、养老、托幼、家政、数字等服务消费；清理对消费的不合理限制。扩大有效益的投资，2025 年安排中央预算内投资 7350 亿元，优化完善专项债券管理机制，实施好投向领域“负面清单”管理、下放项目审核权限等措施。

证监会主席吴清表示，加快推进新一轮资本市场改革开放。逐项打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点，多渠道增强战略性力量储备。加快健全专门针对科技企业的支持机制。聚焦科技创新活跃、体现新质生产力方向的领域，用好“绿色通道”、未盈利企业上市等制度，稳妥实施科创板第五套上市标准，更精准支持优质科技企业发行上市。在即将推出的公募基金改革方案中，将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重。

（二）海外宏观

2 月非农略微不及市场预期。美国劳工统计局公布的就业形势报告显示，2 月非农略微不及市场预期，失业率意外走高至 4.1%。具体数据显示，美国 2 月份季调后非农就业人口增加 15.1 万人，低于市场预期的 16 万人，1 月数据从 14.3 万人下修至 12.5 万人，去年 12 月数据从 30.7 万人修正至 32.3 万人。

美联储“褐皮书”显示，自 1 月中旬以来，整体经济活动略有上升。大多数地区的价格温和上涨，但多个地区报告，相较于上一报告期，价格上涨速度有所加快；就业人数总体上略有上升，各区表现不一。大多数地区联系人预计关税将导致提价，有个别报告显示公司提

前提高了价格。

美国 2 月 ADP 就业人数增 7.7 万人，预期增 14 万人，前值从增 18.3 万人修正为增 18.6 万人。美国 1 月工厂订单环比升 1.7%，为 2024 年 7 月以来最大增幅，预期升 1.6%，前值由降 0.9%修正为降 0.6%。美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 为 53.5，预期 52.6，前值 52.8。

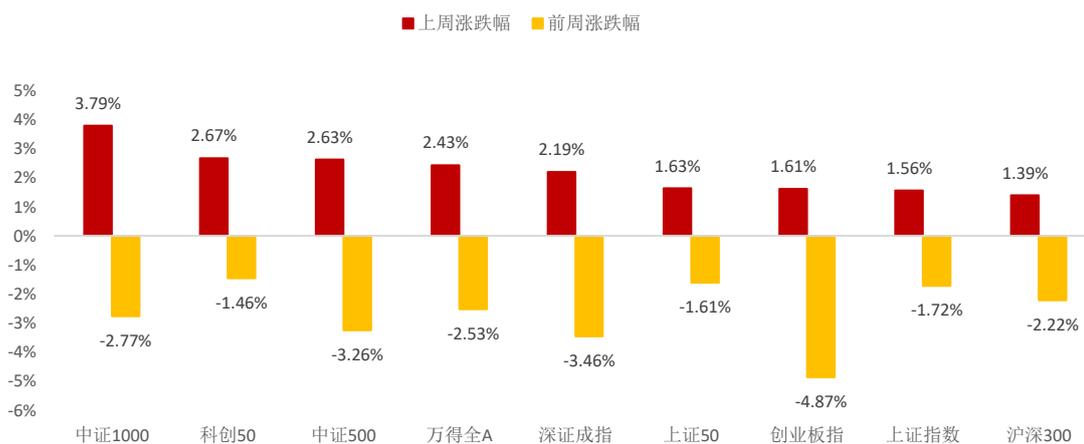
美联储主席鲍威尔表示，美联储不需要急于调整利率。劳动市场稳健，整体处于平衡状态。通胀水平略高于 2%的目标，但正逐步接近该目标。关于特朗普政府政策及其经济影响的不确定性仍然很高。一些近期的通胀预期调查和市场指标因关税而上升。美联储已充分准备好静待更清晰的局势。

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 股各宽基指数悉数上涨。截至 3 月 7 日，中证 1000 上涨 3.79%，科创 50 上涨 2.67%，中证 500 上涨 2.63%，涨幅居前。从行业板块看，上周**有色金属、国防军工、计算机**领涨，**石油石化、综合、房地产**领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

2025/3/7	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	14.5	↑	0.15	40.7	↑	2.88	69.9%	84.6%	79.8%
深证成指	25.9	↑	0.53	55.3	↑	4.28	53.9%	61.0%	48.0%
上证 50	10.8	↑	0.10	49.5	↑	2.42	74.1%	74.9%	65.9%
沪深 300	12.6	↑	0.07	44.0	↑	1.38	59.8%	65.5%	59.4%
中证 500	28.9	↑	0.63	47.4	↑	4.06	59.9%	90.8%	87.1%
中证 1000	39.6	↑	1.29	54.4	↑	5.92	54.4%	76.9%	77.8%
创业板指	33.9	↑	0.38	15.9	↑	0.32	16.9%	29.1%	33.1%
科创 50	115.6	↑	2.09	99.9	↓	0.08	99.9%	99.9%	99.9%

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）

	2025/3/7	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)	22.2	↑	0.25	11.37%	↑	0.48	11.4%	19.6%	27.4%
基础化工(申万)	24.4	↑	0.53	46.41%	↑	2.40	46.4%	79.9%	73.3%
钢铁(申万)	28.8	↑	0.72	69.33%	↑	0.36	69.3%	99.9%	99.8%
有色金属(申万)	20.5	↑	1.36	19.38%	↑	3.79	19.4%	33.3%	46.8%
电子(申万)	60.6	↑	1.61	83.25%	↑	2.27	83.3%	98.9%	98.4%
家用电器(申万)	15.3	↑	0.07	46.78%	↑	1.19	46.8%	52.4%	57.1%
食品饮料(申万)	20.4	↑	0.15	16.09%	↑	0.35	16.1%	6.5%	9.1%
纺织服饰(申万)	20.2	↑	0.28	15.68%	↑	2.26	15.7%	24.9%	28.7%
轻工制造(申万)	25.3	↑	0.33	35.02%	↑	1.73	35.0%	60.2%	45.6%
医药生物(申万)	31.2	↑	0.31	27.84%	↑	1.05	27.8%	47.9%	54.2%
公用事业(申万)	16.5	↓	0.08	8.29%	↓	0.36	8.3%	1.1%	1.6%
交通运输(申万)	16.4	↑	0.06	42.86%	↑	0.58	42.9%	53.0%	66.2%
房地产(申万)	36.1	↓	0.28	97.63%	↓	0.24	97.6%	95.9%	94.3%
商贸零售(申万)	34.6	↑	0.20	71.56%	↑	0.46	71.6%	85.7%	80.0%
社会服务(申万)	24.6	↑	1.00	5.36%	↑	1.64	5.4%	9.2%	12.9%
综合(申万)	58.0	↓	0.52	74.69%	↓	0.40	74.7%	88.1%	83.3%
建筑材料(申万)	27.0	↑	0.72	76.62%	↑	1.52	76.6%	99.8%	99.8%
建筑装饰(申万)	9.5	↓	0.01	27.60%	↓	0.20	27.6%	44.1%	55.4%
电力设备(申万)	32.2	↑	0.25	31.52%	↑	1.15	31.5%	53.8%	46.4%
国防军工(申万)	69.1	↑	4.43	58.89%	↑	10.04	58.9%	83.9%	84.7%
计算机(申万)	83.3	↑	5.17	92.92%	↑	2.60	92.9%	98.8%	98.3%
传媒(申万)	42.3	↑	2.09	58.15%	↑	3.78	58.1%	84.7%	82.1%
通信(申万)	35.4	↑	1.72	35.11%	↑	8.60	35.1%	54.2%	68.5%
银行(申万)	6.0	↑	0.07	39.61%	↑	2.43	39.6%	45.9%	63.3%
非银金融(申万)	15.7	↑	0.19	42.18%	↑	3.56	42.2%	56.1%	65.2%
汽车(申万)	28.9	↑	0.81	79.61%	↑	3.63	79.6%	66.6%	53.2%
机械设备(申万)	36.1	↑	1.82	68.93%	↑	0.91	68.9%	97.3%	100.0%
煤炭(申万)	10.7	↑	0.05	48.86%	↑	0.47	48.9%	76.8%	80.2%
石油石化(申万)	15.4	↓	0.24	35.28%	↓	2.01	35.3%	60.5%	66.2%
环保(申万)	21.1	↑	0.42	23.27%	↑	3.29	23.3%	40.1%	49.5%

美容护理(申万) 33.4 ↑ 0.68 35.83% ↑ 2.59 35.8% 33.1% 22.9%

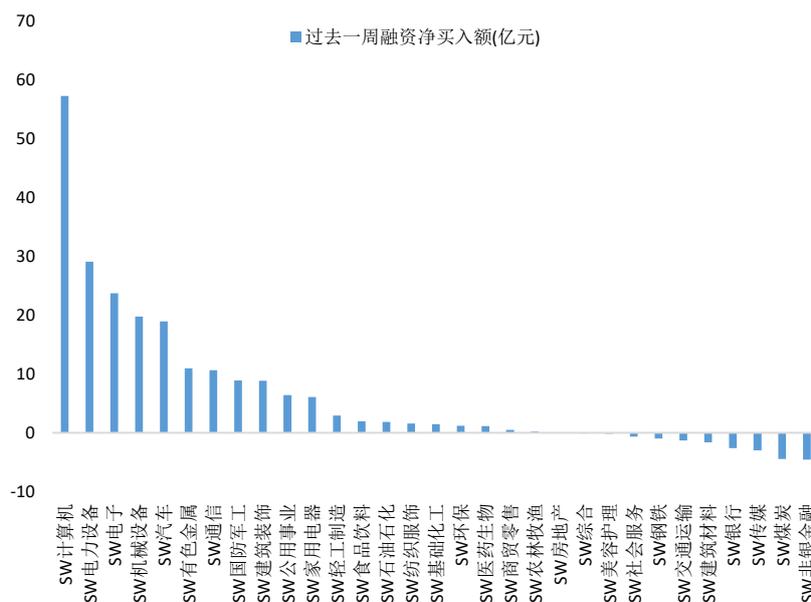
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和行业指数估值多数上行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机、国防军工、传媒**估值上行最多，**综合、房地产、石油石化**下行最多。当前**房地产、计算机、电子、汽车、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、农林牧渔、纺织服饰、有色金属**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

3月6日，两融资金占比为10.4%，2月28日为8.9%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至3月7日，上周融资净买入的前三行业为**计算机、电力设备、电子**。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

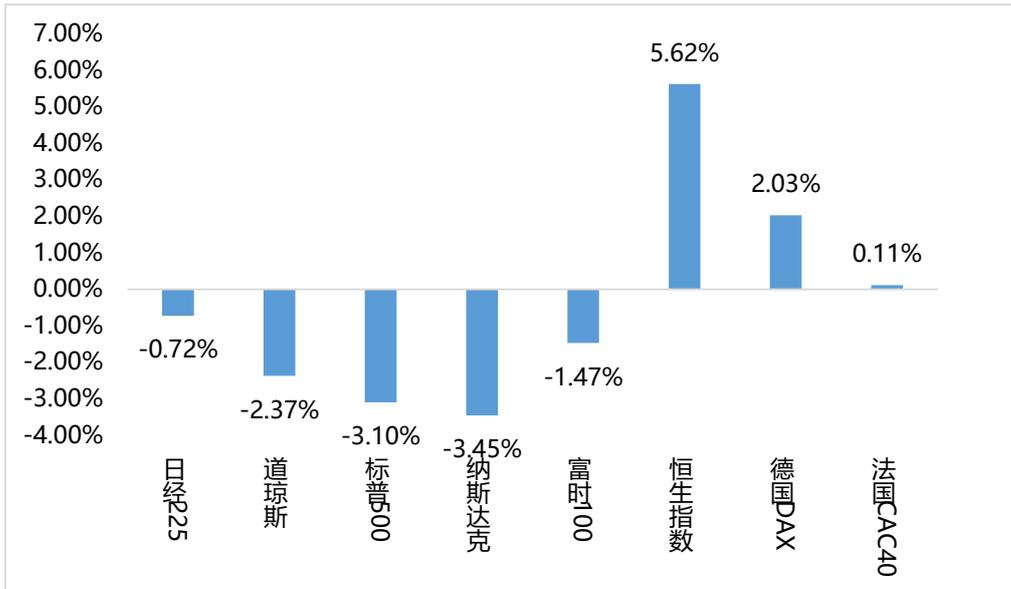


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周海外股市分化。美国股市方面，道指下跌2.37%，标普500下跌3.10%，纳指下跌3.45%；欧洲股市方面，德国DAX上涨2.03%，英国富时100下跌1.47%，法国CAC40上涨0.11%；亚太股市方面，日经225指数下跌0.72%，恒生指数上涨5.62%。

图5：上周海外主要指数涨跌

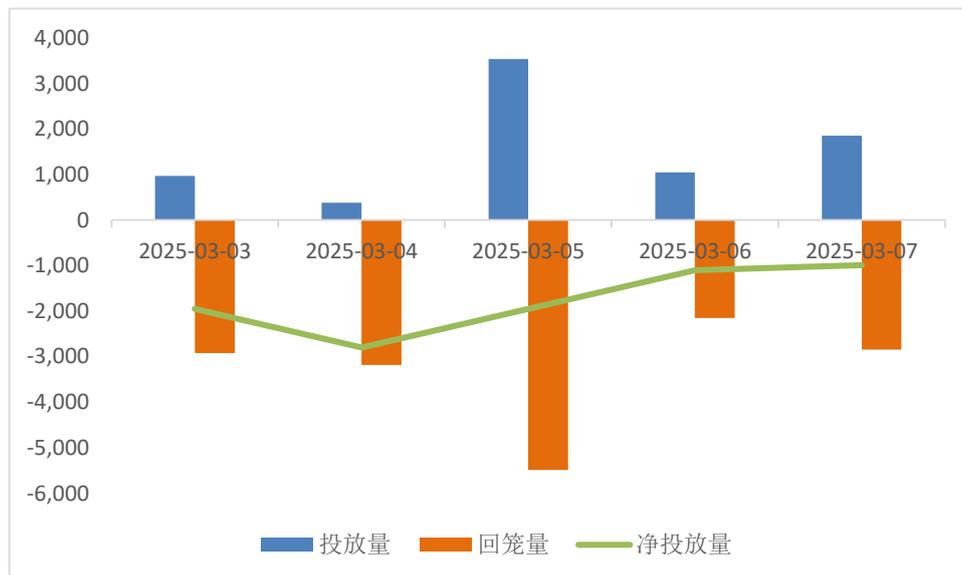


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 7779 亿元逆回购操作，因有 16592 亿元逆回购到期，实现净回笼 8813 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 850 亿，地方政府债计划发行 867 亿，整体净缴款 3343.38 元。

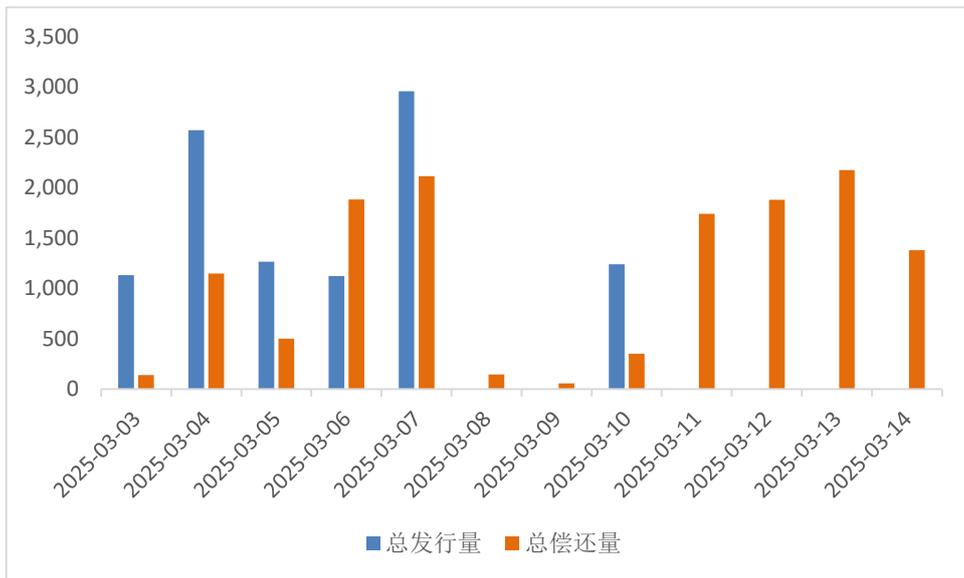
表 1：3 月 10 日-3 月 14 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3月10日		3月11日		3月12日		3月13日		3月14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	300	477	0	277	550	0	0	67	0	46
到期	802.2	0	0	12.8	0	0	800.9	0	0	291.72
缴款	2630	950	300	477	0	277	550	0	0	67
净缴款	2777.8		764.2		277		-250.9		-224.72	

同业存单发行：本周期到 7583 亿元，到期压力较前一周的 5977 亿元有所上升，且后续周单周到期量都在 7000 亿元以上。

图 7：同业存单到期与发行



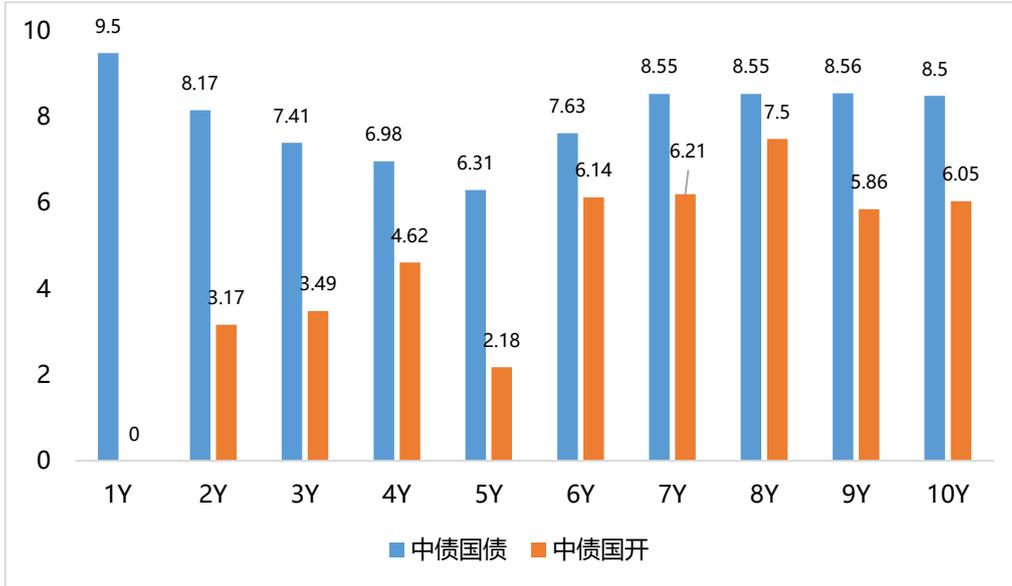
回购市场：月初首周，资金面边际修复，不过资金价格仍偏贵。从加权利率看，R001 在 1.74-1.81% 区间震荡，周均值环比下行 21bp。R007 则由 2.3% 的高位回落至 1.8% 一线，周均值环比下行 49bp。不过相比于 7 天逆回购利率，R001 仍高出 24-31bp。

票据利率：月初时点，市场交投活跃度下降明显，买盘机构大多观望为主，适量配置托收票。由于上月末票价下跌幅度较大，且市场对本月的看涨预期影响下，月初第一个交易日票据利率高开，5-6M 票价开盘在 1.20% 附近，而月初规模因素影响消退，短票出口增多，供需博弈下，短票价格上行幅度更大。随后，上周二至上周三，大行活跃度低迷，票源供给缓步回暖，卖盘情绪始终高于买方，票价小幅上行。上周四和上周五，部分大行进场配置，买盘情绪回

暖，中小行和非银跟随进场逐步收票，卖盘压价出票，供需情绪走低，票价止涨回落。

(三) 债券市场

图 8：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（2025 年）

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	3.76	7.49	13.3	-1.05
环比	-2.09	-1.10	2.19	41.00
年初以来	-17.22	-3.58	-2.22	-31.45
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	26.39	15.65	18.65	49.24
2016 年以来分位数	3.48%	8.88%	23.07%	10.14%

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（2025 年 3 月 9 日）

中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	39.92	34.77	35.02	42.49	45.26
环比	0.04	0.27	-0.51	0.83	4.69
年初以来	7.58	-0.46	-2.24	8.85	0.14
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.40	36.27	38.72	42.74	44.03

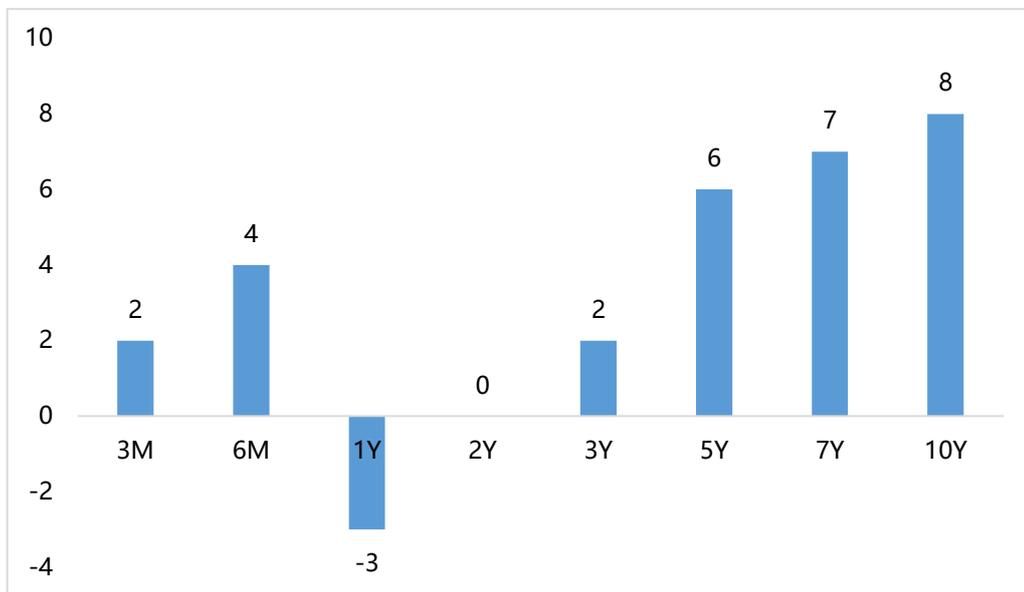
2016 年以来分位数	45.02%	47.93%	38.14%	53.90%	54.38%
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 9.5BP 至 1.5547，3 年期上行 7.41BP 至 1.5923，5 年期上行 6.31BP 至 1.6672，10 年期上行 8.5BP 至 1.8002。

长期限高等级票据信用利差分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.04BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.27BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.51BP。

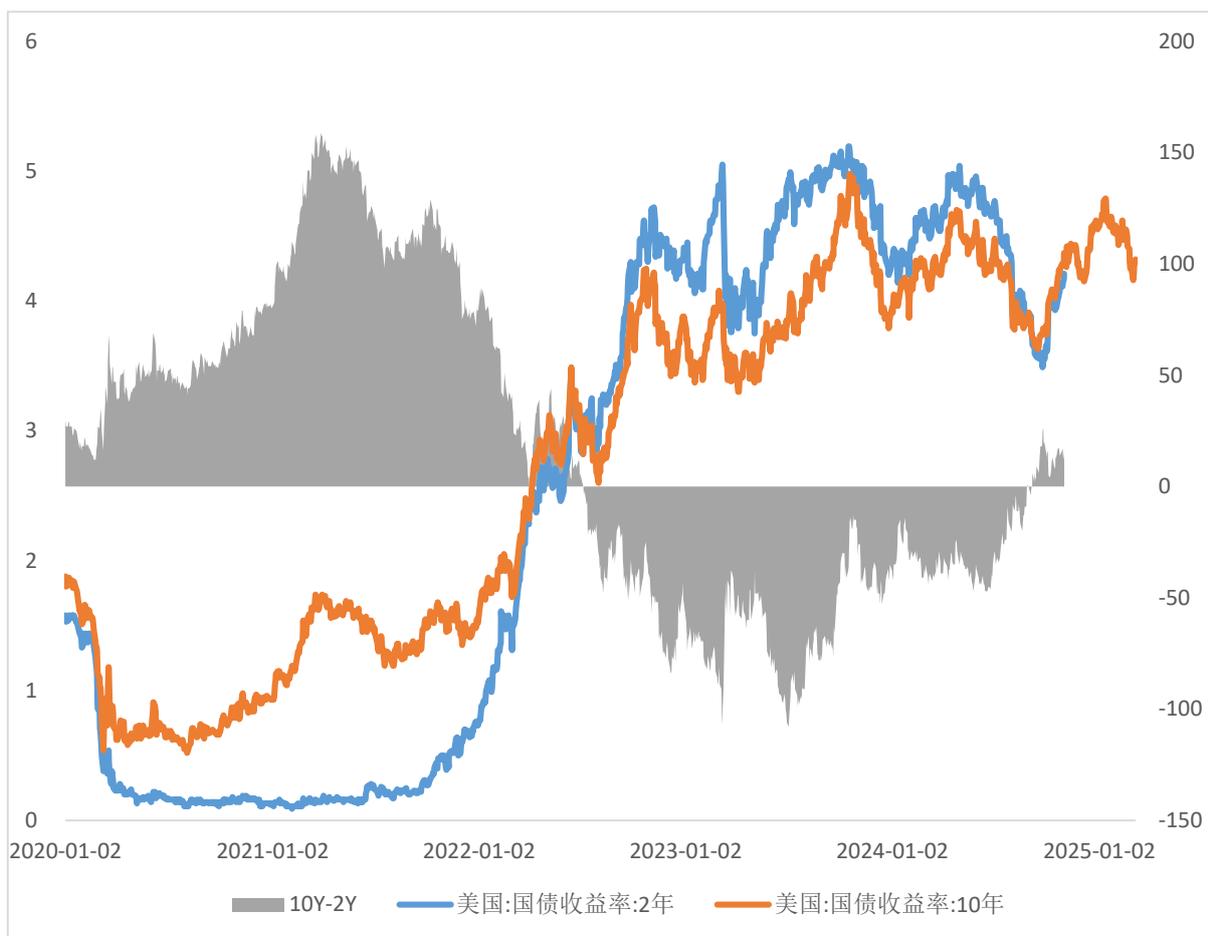
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率分化。上周 10 年期美债收益率上行 8BP，10 年期国债收益率上行 8.5BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 3BP，3 年期美债收益率上行 2BP，10 年期美债收益率上行 8BP。

图 10：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（三）外汇市场

上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。上周美元指数下行 3.41%，中间价升值 0.05%，即期汇率升值 0.63%，离岸人民币汇率升值 0.71%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
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	103.8945	7.1705	7.2382	7.2435
对照日期	107.5644	7.1738	7.2838	7.2950
涨跌	-3.41%	0.05%	0.63%	0.71%

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

展望来看，中国正构建"稳增长"与"促转型"并行的经济战略。财政政策多管齐下：消费端以民生补贴、以旧换新刺激内需；投资端依托专项债、准财政工具；风险端补充银行资本金，形成经济"托底之盾"。同时，聚焦智能网联汽车、人工智能、智能制造等新兴产业，打造经济"进攻之矛"。科技板块呈现"技术-企业"双轮驱动，消费板块在服务、新兴、平替领域展现潜力，政策持续加码，推动内需成为增长主引擎。这一布局兼顾短期稳定与长期动能，助力经济高质量发展。

海外方面，近期美国经济数据连续低于预期，主要受三大因素扰动：财税政策不确定性、抢进口扩大逆差、政府效率部裁员影响居民消费预期。就业市场方面，2月非农新增就业人数15.1万，失业率4.1%，劳动力参与率62.4%，平均时薪环比增速放缓。财政支出削减、企业裁员、逆全球化关税和移民减少等因素可能进一步影响经济增长和就业，市场预期美联储降息时点可能前移。

（二）权益市场展望和策略

展望未来，市场成交金额的波动区间可能会继续维持，当其稳定在1.5万亿-2万亿区间时，将为科技创新牛市提供有力支撑。地产市场有望在二手房成交量超预期的基础上，观察到二手房价企稳以及一线城市新房率先见底，进而带动拿地和新开工面积的回暖，为宏观经济平稳运行提供支撑。美国经济与政策方面，需持续关注相关数据和会议结果，以判断其对全球金融市场的影响。人工智能产业将延续其发展势头，参考过往产业路径，AI行情有望在更广泛的领域释放赚钱效应，AI Agent和机器人等应用将成为市场焦点，产业从主题投资向景气度投资转变，细分景气板块不断涌现。

在投资策略上，应密切关注万得全A成交金额变化，把握市场节奏，当成交金额接近区间边界时，提前调整仓位和资产配置。在市场缩量时保持谨慎观望，等待放量信号再行动，同时关注风偏变化，合理调整投资组合的风险结构。聚焦人工智能主线，全面拥抱这一产业大趋势，深入挖掘AI在各行业的应用机会，如AI Agent和机器人等领域，积极布局相关投资标的。同时，关注产业新催化因素，如技术突破、政策支持等，把握交易节奏，在市场波动中寻找最佳买入时机。随着人工智能产业的发展，细分景气板块将不断涌现，如之前的光模块，需深入研究各细分领域，筛选出具有高成长性和投资价值的板块进行重点布局，并关注板块轮动节奏，适时调整投资组合，以获取更高收益。此外，还需合理配置其他资产，实现资产组合多元化，关注宏观经济形势和政策变化，适当配置受益于宏观基本面平稳的行业，

如消费、金融等。在投资过程中，加强研究与风险控制，深入研究人工智能产业及相关上市公司，了解其核心技术、业务模式等，为投资决策提供支持。同时，设定合理的止损止盈点，定期评估和调整投资组合，确保其符合市场变化和投资目标的要求。

（三）债券市场展望和策略

国内债市收益率长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性反转需要看到私人部门信用周期被实质性驱动，今年春节以来可以看到地产旺季表现出了企稳迹象，特别是一线城市二手房价格的回暖，后续能否实质性驱动私人部门信贷有待进一步观察。尽管我们认为春节以来的地产企稳、新质生产力、科技股重估等现象，更多反映宏观叙事逻辑的转变带动居民部门的预期改善，而非宏观实际的变化，但也不可否认的是预期改善下的股市及房价的上涨均能带动经济脉冲式上行。2月份超预期的PMI数据显示土木建筑业出现了较为明显的需求改善，叠加上三四月的楼市小阳春，预计对基本面存在月度级别的支撑。

展望来看，当前基本面现实仍处在磨底阶段，M1增速仍处在低位，通胀回升前景并不确定，国内债市的长期逻辑依然是看多。从四季度央行货币政策执行报告看，宽松肯定是大方向，但央行会更注重政策节奏的把握，周四的四部委会议央行态度也明确了当前结构性货币政策的优先级更高。短期基于汇率压力以及国内经济数据尚可的情况下，维持资金面紧平衡是大概率的事，后续放松节点需要等到经济基本面再度走弱或央行下场配合财政发债。策略层面，即便当前债市大方向依然看多，但受到持续收紧的资金面、股市的情绪面波动以及短期基本面改善难以证伪的影响，债市可能存在月度级别的震荡行情。随着两会的政策博弈结束，由于基本面无法给出证伪信号，财政不及预期更多的是一个利多出尽，后续行情演绎取决于机构行为，不排除银行自营盘止盈带来的第二次超跌的可能性。建议根据风险偏好控制仓位，等待左侧的多头信号，比如一线城市二手房价格重新拐头向下等。信用债方面，当前信用利差仍在历史相对低位，在配置需求仍在的情况下利差大幅走阔的概率较低，但信用债利率整体跟随利率债市场会导致其利差存在一定的波动。受资金面影响，部分短端已跌出一定的性价比，比如短久期城投等。

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。