



地缘冲突加剧扰动全球市场，股债策略聚焦防御与波段机会

——鑫元周观点（2026.02.23-2026.03.01）

一、核心观点

宏观方面，春节过后人民币汇率继续快速升值，上周五央行将商业银行远期售汇业务外汇风险准备金率从 20% 下调至 0，在一定程度上缓和人民币过快升值的压力，体现了央行保持人民币汇率在合理均衡水平基本稳定的政策意图。从历史经验看，调降远期售汇业务的外汇风险准备金率能够阻缓人民币升值步伐，但无法根本扭转人民币汇率的升值趋势，预期人民币汇率在弱美元以及结汇需求的带动下仍将偏强运行。海外方面，美国与以色列对伊朗发动联合军事打击，中东地区紧张局势骤然升温，以色列总理内塔尼亚胡表示此次军事行动的目标是推翻伊朗政权，美国总统特朗普表示军事行动结束后将接管伊朗政府。军事行动预期将对全球金融市场造成较大扰动。

权益市场方面，美以宣布袭击伊朗，伊朗随即做出反击，中东地缘局势进一步升级。在伊朗最高领袖身亡之后，市场有预期伊朗问题将较快结束，但如果伊朗后续的反击强度超预期，冲突可能长期化，从而压制市场风险偏好，需要等待后续局势的进一步明朗。海外 AI 科技企业的财报季继续，英伟达财报继续超预期，重资产数据中心的 Coreweave 在 Q1 的指引明显低于预期，HALO（重资产、低淘汰率）的交易策略成为当前的主要方向。能源、军工、有色资产和 TMT 科技类资产的走势需要等待伊朗局势的进一步明朗。此外，3 月开始进入两会时间，密切关注相关政策预期和十五五规划纲要审议情况。行业配置方面，建议关注石油石化、有色金属、电子、交通运输、银行，建议谨慎房地产、食品饮料、商贸零售、家电、医药。

固收市场方面，上周国内债券市场在“资产荒”逻辑深化与宏观预期修正的博弈中，呈现出“收益率平坦化下行、多空分歧隐现”的格局。春节后，尽管央行通过精准对冲维护了流动性的合理充裕，但市场的主要驱动逻辑已从单纯的资金面宽松切换至基本面验证、机构行为分化以及供需结构的再平衡。随着重要会议临近以及交易盘止盈压力增大，市场进一步走强的动力有所减弱，进入震荡调整阶段。月末调休日，受国际局势突发变动影响，市场避险情绪升温，现券普遍下行超 1BP。展望后市，债市可能进入一个“低收益率+高波动”的新阶段。基本面的弱修复和资金面的平稳为债市提供了安全垫，但偏低的利率水平和潜在供给

压力又限制了上行空间。过去一周市场所展现出的“交易盘主导、配置盘观望”特征提示我们，未来的行情将更多是结构性的。

二、宏观动态

中共中央政治局 2 月 27 日召开会议，讨论“十五五”规划纲要草案和政府工作报告。会议指出，做好今年政府工作，要实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。

中国人民银行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0。这是央行时隔近 3 年半央行再次使用该工具，本次下调远期售汇风险准备金率实质上是合理退出前期措施，促进外汇政策回归中性。央行表示，下一步，将继续引导金融机构优化对企业汇率避险服务，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

央行发布《关于银行业金融机构人民币跨境同业融资业务有关事宜的通知》。通知表示支持境内银行顺应市场需求，按照依法合规、风险可控的原则开展人民币跨境同业融资业务。引入逆周期调节机制，《通知》明确将境内银行人民币跨境同业融资净融出余额与其资本水平、资金实力相挂钩，通过跨境业务调节参数、宏观审慎调节参数进行调节。参数初始值的设置统筹兼顾业务发展和风险防范的需要。

德国总理弗里德里希·默茨于 2 月 25 日至 26 日对中国进行首次正式访问。国家主席习近平会见默茨时指出，中国和德国分别是世界第二、第三大经济体，中德关系不仅关乎两国利益，也对欧洲和世界有重要辐射效应。习近平对下一步中德关系发展提出三点意见：一是要做相互支持的可靠伙伴；二是要做开放互利的创新伙伴；三是要做相知相亲的人文伙伴。

上海市五部门联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》（“沪七条”）。新政重点调减限购政策：非沪籍居民购买外环内住房社保年限从 3 年降至 1 年，缴纳社保满 3 年可增购 1 套；持居住证满 5 年可购 1 套，无需社保。公积金家庭贷款最高额度可达到 324 万元。只要沪籍家庭新购住房是其名下唯一住房，即可暂免征收房产税。

美国及以色列对伊朗发动联合军事打击。2 月 28 日，美国与以色列对伊朗发动大规模联合军事打击，将地区紧张局势推至新的临界点。两名美国官员向美国媒体透露，打击“正在进行中”，并明确表示“不是小规模打击”，空袭旨在摧毁伊朗安全机构。以色列总理内塔

尼亚胡随后宣布，此次军事行动的目标是推翻伊朗政权，决不允许伊朗拥有核武器。美国总统特朗普在“真实社交”平台发布的一段8分钟视频中证实，美国已对伊朗发动“重大作战行动”，并对伊朗喊话称，“等行动结束，接管你们的政府”。

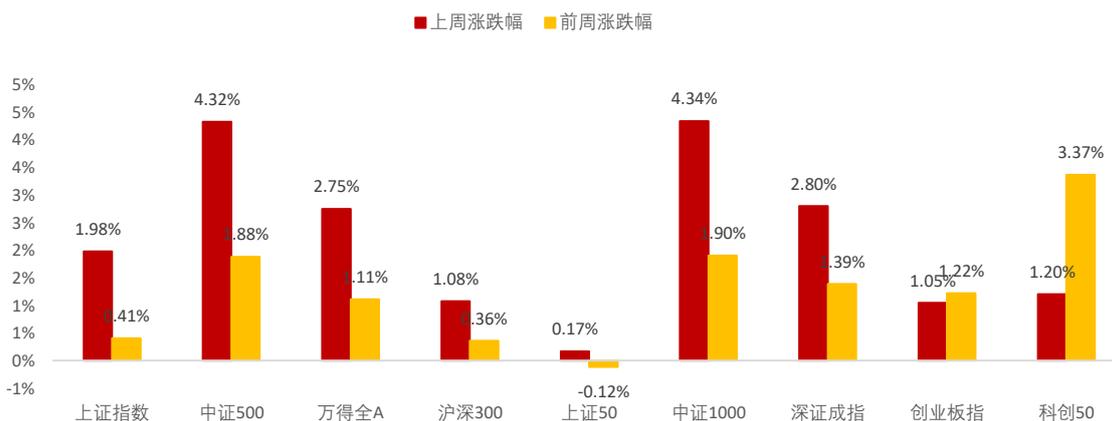
美国总统特朗普在国会发表其第二任期的首次国情咨文演讲。特朗普在演讲中宣布，将绕过最高法院裁决、通过其他法律途径持续加征关税，并明确提出以关税收入取代个人所得税。特朗普表示，更倾向于用外交手段解决伊朗核问题，但绝不允许伊朗拥有核武器。特朗普演讲也存在一些不准确的数据和误导性观点，比如：12个月内，他从世界各地为美国获得超过18万亿美元的投资承诺；油价在2.3美元以下；关税由外国支付等。

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 股宽基指数多数上涨。上证指数上涨 1.98%，万得全 A 上涨 2.75%，沪深 300 上涨 1.08%，创业板指上涨 1.05%，科创 50 上涨 1.20%。从行业板块看，上周**钢铁、有色金属、基础化工**领涨，**传媒、商贸零售、食品饮料**领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

2026/2/27	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	17.2	↑	0.27	60.0	↑	1.18	97.2%	99.8%	99.7%
深证成指	33.7	↑	1.04	81.3	↑	3.45	93.3%	97.9%	97.2%
上证 50	11.5	↓	0.03	55.5	↓	0.80	81.1%	81.1%	75.0%
沪深 300	14.1	↑	0.12	63.7	↑	2.51	83.2%	83.9%	78.6%
中证 500	38.8	↑	1.29	70.7	↑	1.17	82.7%	99.9%	99.9%
中证 1000	52.3	↑	2.12	74.8	↑	1.81	74.8%	96.1%	94.8%
创业板指	43.3	↑	1.20	42.7	↑	4.15	41.3%	52.0%	55.2%
科创 50	165.6	↑	0.15	95.3	↓	0.19	95.3%	95.3%	95.1%

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)

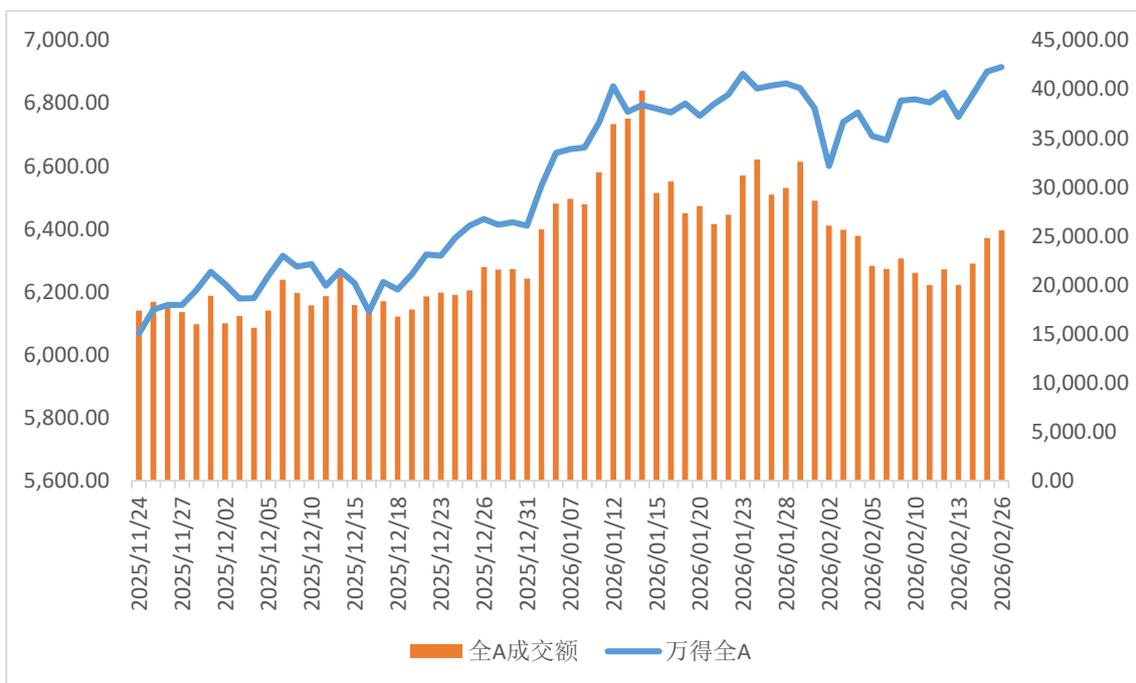
	2026/2/27	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	23.7	↑	0.92	17.64%	↑	1.62	17.6%	28.8%	38.3%
基础化工(申万)	36.3	↑	2.48	83.05%	↑	2.31	83.0%	99.7%	99.7%
钢铁(申万)	37.7	↑	4.17	79.20%	↑	6.76	79.2%	96.6%	95.5%
有色金属(申万)	35.7	↑	3.19	49.43%	↑	8.39	49.4%	78.4%	79.8%
电子(申万)	75.2	↑	2.97	96.63%	↑	3.46	96.6%	99.6%	99.5%
家用电器(申万)	14.8	↓	0.07	41.62%	↓	1.65	41.6%	47.2%	51.5%
食品饮料(申万)	21.0	↓	0.33	18.18%	↓	3.02	18.2%	10.4%	13.8%
纺织服饰(申万)	29.5	↑	0.45	65.25%	↑	0.79	65.3%	81.2%	76.6%
轻工制造(申万)	35.3	↑	0.55	69.72%	↑	1.60	69.7%	99.9%	99.9%
医药生物(申万)	37.2	↑	0.19	53.18%	↑	1.19	53.2%	71.8%	68.1%
公用事业(申万)	20.7	↑	0.98	53.72%	↑	13.16	53.7%	61.2%	59.9%
交通运输(申万)	19.1	↑	0.67	63.06%	↑	3.69	63.1%	82.6%	80.7%
房地产(申万)	65.8	↑	0.44	98.76%	↑	0.03	98.8%	98.0%	97.3%
商贸零售(申万)	49.6	↓	0.83	93.77%	↓	1.74	93.8%	97.2%	96.3%
社会服务(申万)	49.7	↑	0.78	53.37%	↑	1.70	53.4%	54.3%	38.9%
综合(申万)	73.1	↑	0.53	88.07%	↑	0.62	88.1%	99.6%	99.4%
建筑材料(申万)	35.5	↑	1.47	88.25%	↑	2.10	88.2%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	14.2	↑	0.68	74.17%	↑	1.15	74.2%	99.2%	100.0%
电力设备(申万)	43.2	↑	0.77	70.39%	↑	4.35	70.4%	82.2%	76.3%
国防军工(申万)	102.4	↑	4.96	79.68%	↑	2.64	79.7%	99.7%	99.6%
计算机(申万)	93.2	↑	0.48	94.21%	↑	0.39	94.2%	98.0%	97.3%
传媒(申万)	48.6	↓	2.65	71.66%	↓	5.66	71.7%	93.8%	91.7%
通信(申万)	53.0	↑	2.43	86.88%	↑	2.72	86.9%	99.9%	99.9%
银行(申万)	5.9	↓	0.06	34.38%	↓	2.00	34.4%	37.2%	49.2%
非银金融(申万)	12.8	↓	0.16	4.29%	↓	1.50	4.3%	2.9%	3.8%
汽车(申万)	30.1	↓	0.06	83.83%	↓	0.35	83.8%	74.9%	66.4%
机械设备(申万)	44.9	↑	1.76	75.86%	↑	1.40	75.9%	100.0%	100.0%
煤炭(申万)	20.6	↑	1.15	79.19%	↑	1.08	79.2%	100.0%	100.0%
石油石化(申万)	24.3	↑	1.29	83.87%	↑	4.54	83.9%	99.1%	99.4%
环保(申万)	32.9	↑	2.16	64.30%	↑	2.43	64.3%	100.0%	100.0%
美容护理(申万)	39.5	↑	0.58	56.92%	↑	2.08	56.9%	53.7%	39.3%

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、钢铁、有色金属估值上行最多，传媒、商贸零售、食品饮料下行最多。当前房地产、电子、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。

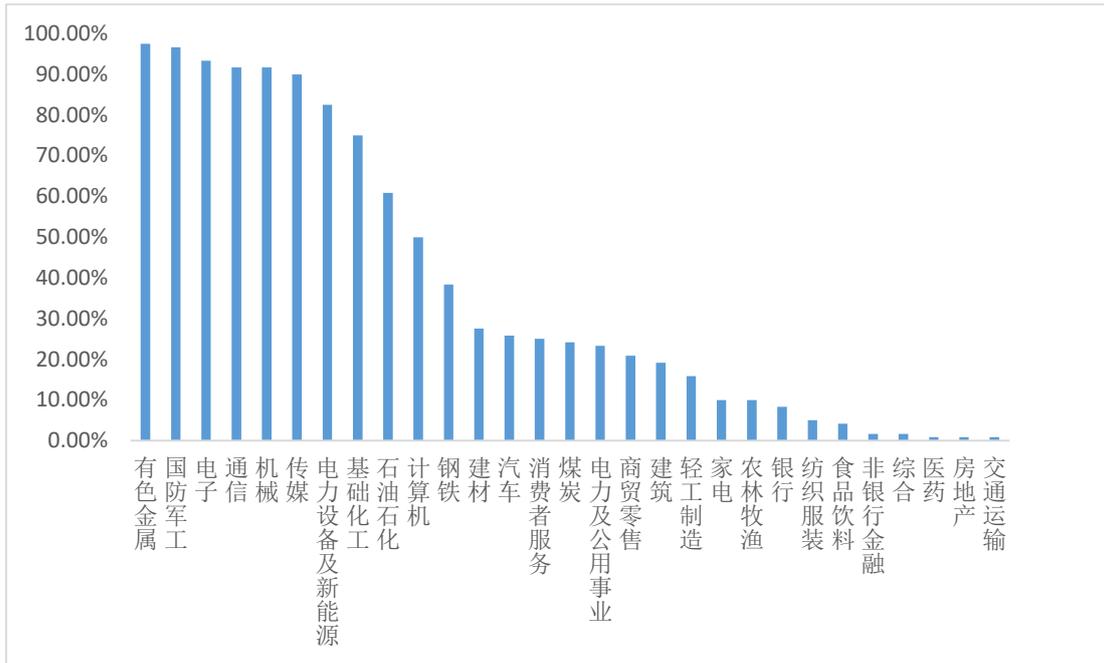
3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



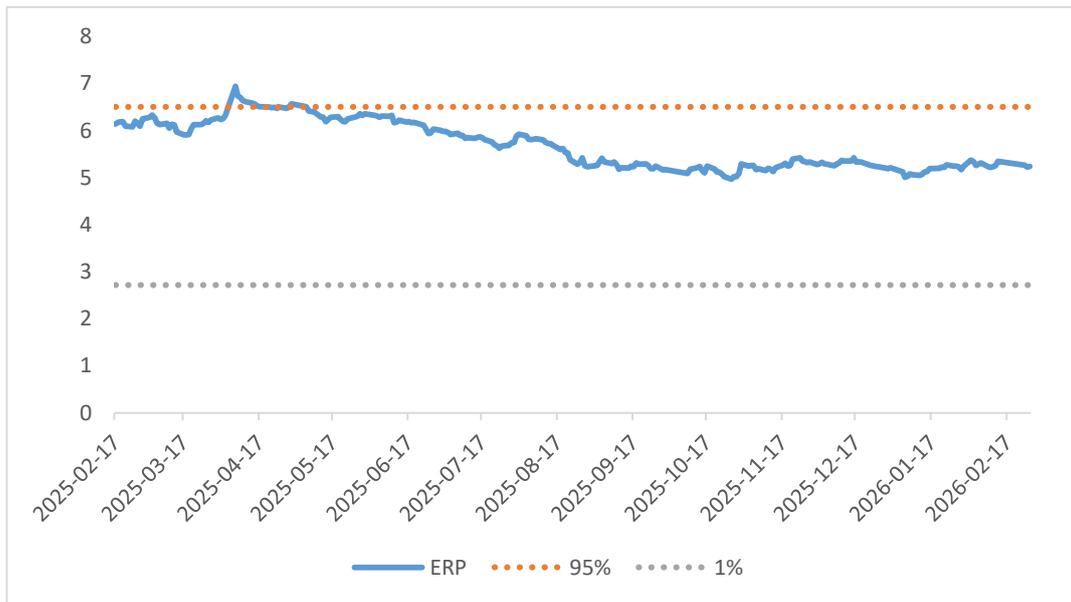
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind、鑫元基金

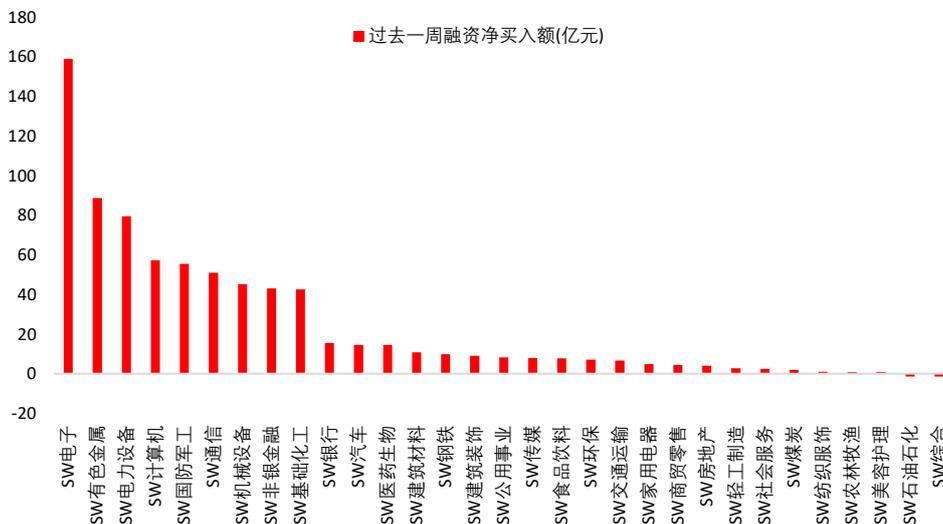
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场小幅放量上行。从行业拥挤度的角度，有色金属、国防军工、电子的拥挤度较高。

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 5.24%，处于历史 48.48% 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

2月27日，两融资金占比为4.53%，2月13日为8.96%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至2月27日，上周融资净买入的前三行业为电子、有色金属、电力设备。

图7：上周两融资金行业流向（亿元）

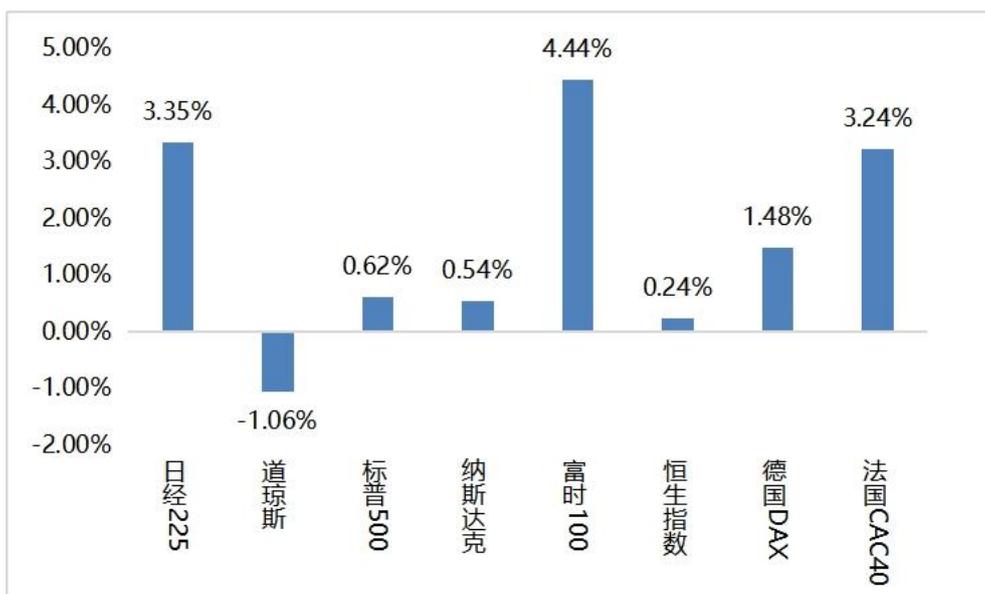


数据来源：Wind、鑫元基金

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1.06%，标普500上涨0.62%，纳指上涨0.54%；欧洲股市方面，英国富时100上涨4.44%，德国上涨1.48%，法国上涨3.24%；亚太股市方面，日经指数上涨3.35%，恒生指数上涨0.24%。

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 16410 亿元逆回购操作、6000 亿元 MLF 操作，因有 22524 亿元逆回购、1500 亿元国库现金定存及 3000 亿元 MLF 到期，整体上实现净回笼 4614 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 450 亿元，地方政府债计划发行 2498 亿元，整体净缴款 2120 亿元。

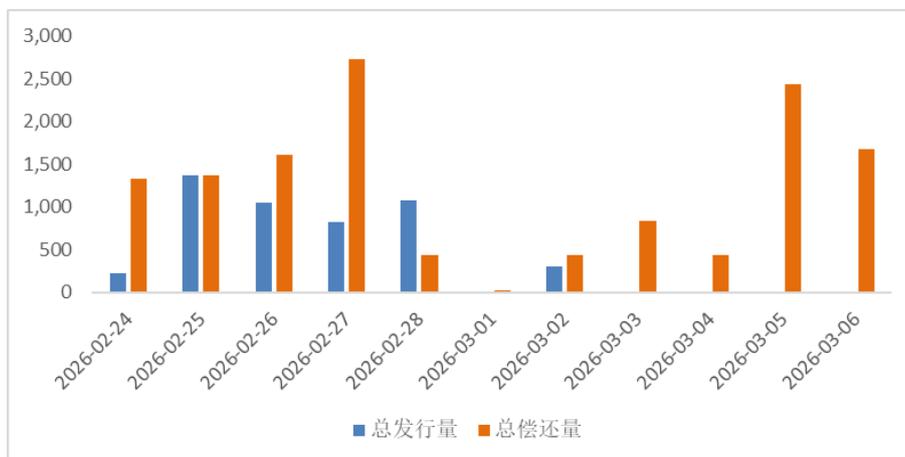
图 10：3 月 2 日-3 月 6 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 2 日		3 月 3 日		3 月 4 日		3 月 5 日		3 月 6 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	573	0	1292	450	0	0	634	0	0
到期	0	182	0	26	300	13	1200	441	0	1
缴款	0	892	0	573	0	1292	450	0	0	634
净缴款	710		547		979		-750		634	

同业存单发行：本周（3 月 2-6 日）存单到期 5830 亿元，较前一周有所回落。

图 11：同业存单到期与发行



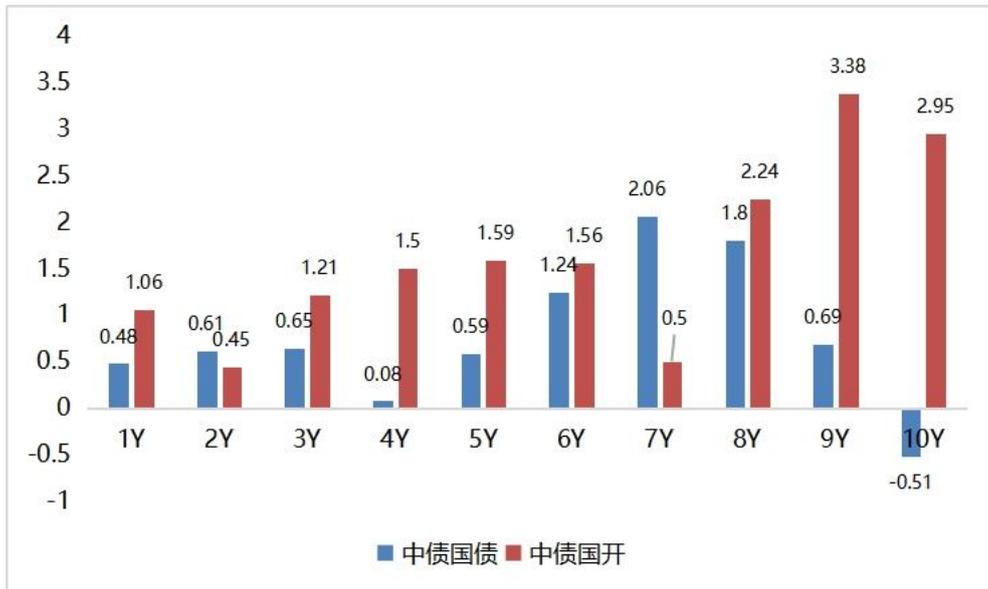
回购市场：上周为春节后首周，主要受超 2 万亿元逆回购到期、跨月和税期因素共同影

响，资金面整体均衡。节后首日逆回购大额净回笼，叠加税期因素影响，资金价格边际有所抬升；随着走款开始，中小银行融出有所减少，上周三隔夜价格继续小幅上行；不过央行持续投放呵护市场，资金面逐步转松，截至上周六，R001 收于 1.34%，较前一周上行 1.11BP；R007 收于 1.51%，较前一周上行 16.27BP。

票据利率：上周票据转贴市场呈现冲高后回调的走势。上半周在买卖双方博弈下利率震荡上行，由于大行缺席加上卖盘增多，上周三周四利率快速拉升；上周五买盘进场，票据利率回落；上周六由于非银参与度下降，卖盘积极出票，利率小幅反弹，随着大行降价进场收票，票价小幅回落。

(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	6.1	16.73	23.78	25.85
环比	0.17	-0.06	-1.10	0.35
年初以来	-14.88	5.66	8.26	-4.55
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	24.53	15.32	18.64	46.14
2016 年以来分位数	10.20%	60.91%	80.54%	24.82%

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 27 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
----	---------	---------	---------	---------	---------

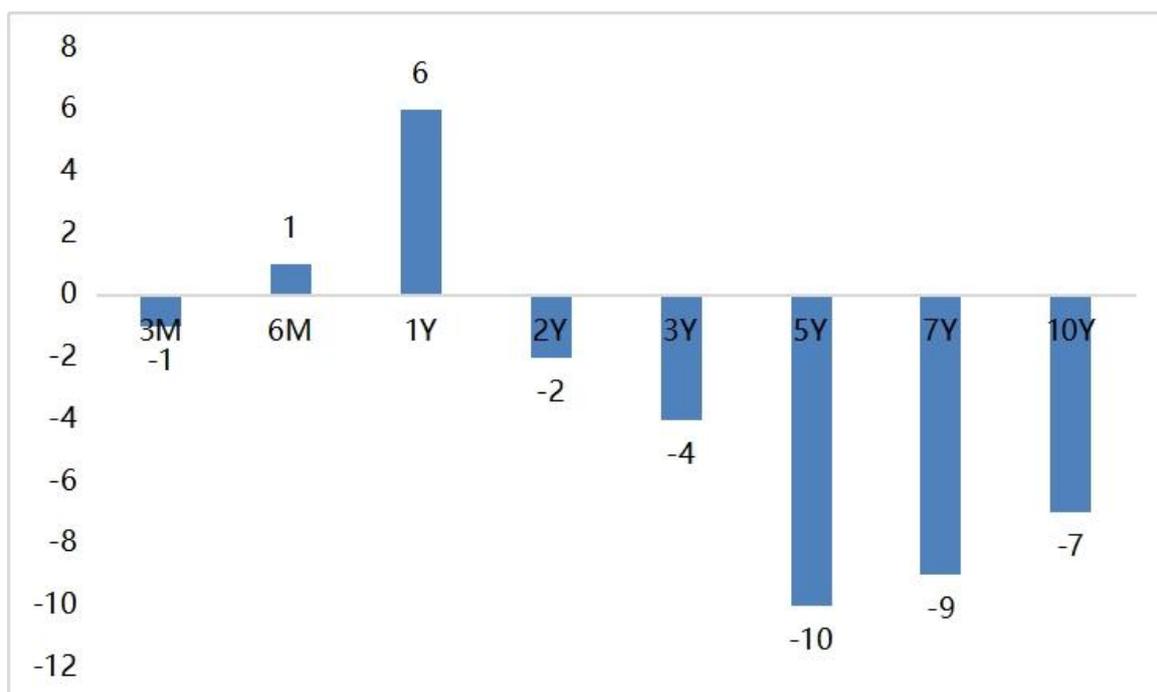
信用利差	9.64	12.64	14.38	21.15	18.72
环比	-0.71	1.08	0.00	1.70	-1.23
年初以来	-22.7	-22.59	-22.88	-12.49	-26.4
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	42.69	34.62	37.03	41.26	42.68
2016年以来分位数	1.65%	1.10%	0.79%	4.81%	2.96%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.48BP 至 1.3216，3 年期上行 0.65BP 至 1.3826，5 年期上行 0.59BP 至 1.5499，10 年期下行 0.51BP 至 1.7877。

长时期高等级票据信用利差表现不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.71BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.08BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差保持不变。

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 6BP，3 年期美债收益率下行 4BP，10 年期美债收益率下行 7BP。

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 0.81%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.24%，即期汇率升值 0.80%，离岸人民币汇率升值 0.58%。

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	97.6443	6.9228	6.8559	6.8612
对照日期	96.8592	6.9398	6.9114	6.9011
涨跌	0.81%	0.24%	0.80%	0.58%

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，春节过后在大规模结汇需求的推动下，人民币汇率继续快速升值，美元兑人民币汇率一度升破 6.85。上周五，央行将远期售汇业务外汇风险准备金率从 20% 下调至 0，以期在一定程度上缓解人民币过快升值的压力，体现了央行保持人民币汇率在合理均衡水平基本稳定的意图。从历史经验来看，调降远期售汇业务的外汇风险准备金率能够减缓人民币升值步伐，但无法扭转人民币汇率的升值趋势，预期短期人民币汇率在弱美元以及结汇需求

的带动下仍将偏强运行。海外方面，美国与以色列对伊朗发动联合军事打击，中东地区紧张局势骤然升温，以色列总理内塔尼亚胡表示此次军事行动的目标是推翻伊朗政权，美国总统特朗普表示军事行动结束后将接管伊朗政府。军事行动预期将对全球金融市场造成明显扰动，比特币等风险资产下跌，贵金属、原油等大宗商品价格或将显著上行。

（二）权益市场展望和策略

之前提到：“纽约时报称特朗普倾向在未来数日对伊朗实施初步打击，且可能将在未来数月发动大规模打击，这一举措将在激化海外地缘矛盾。悬而未决的伊朗问题，也将影响市场的风险偏好”。2月28日美以宣布袭击伊朗，伊朗随即做出反击，中东地缘局势进一步升级。在伊朗最高领袖身亡之后，市场有预期伊朗问题将较快结束；但如果伊朗后续的反击强度和政权重组超预期地强，甚至出现强化的情况，伊朗冲突的长期化预期，又会压制市场的风险偏好。等待本周局势的进一步明朗。海外AI科技企业的财报季继续：英伟达财报继续超预期，重资产数据中心的Coreweave在Q1的指引明显低于预期。HALO（重资产、低淘汰率）的交易策略成为当前的主要方向。本周权益策略建议 1、仓位：维持中性仓位。1）本周市场波动的重要影响因素在于伊朗问题。情景一：在伊朗最高领袖身亡之后，市场预期伊朗问题将较快结束，风险资产低开后回升，类似1月初委内瑞拉带来的影响；情景二：如果伊朗后续的反击强度和政权重组均超预期地强，甚至出现强化的情况，伊朗冲突的长期化预期，又会压制市场的风险偏好，造成风险资产的持续调整。2）综合来看，目前情景一的概率略高，能源、军工、有色资产和TMT科技类资产的趋势需要等待伊朗局势的进一步明朗。3）3月开始进入两会时间，密切关注相关政策预期和十五五规划纲要审议情况。2、行业选择：1）弹性交易方向：暂无，等待海外地缘局势的进一步明朗化。2）行业配置：建议关注：石油石化、有色金属、电子、交通运输、银行；建议谨慎：房地产、食品饮料、商贸零售、家电、医药。

（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，换句话说，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。

过去一周，国内债券市场在经济修复预期反复与政策宽松延后的博弈中，呈现出收益率平坦化下行的格局。从宏观环境看，经济修复成色不足，实体融资需求面临考验，同时通胀温和可控，基本面对债市构成支撑。政策面上，央行延续精准调控思路，通过多种工具熨平资金波动，虽降准降息等总量工具暂未落地，但维持流动性合理充裕的态度明确，为市场提供稳定环境。资金面平稳是债市走强的基础，节后现金回流叠加央行呵护，流动性合理充裕，非银与银行间的流动性分层亦有所缓解。情绪与行为层面，随着收益率行至低位，市场出现分化：一方面，踏空压力驱使基金、券商等交易盘追涨；另一方面，配置盘边际力量减弱，恐高情绪抬头，市场稳定性高度依赖交易型资金。供需格局仍是核心变量，供给端政府债发行偏快制约长端空间，需求端交易盘接棒配置盘，虽增加行情弹性，也放大了后续波动风险。

策略方面，建议采取“稳健防御、波段增厚”的哑铃型策略。短端方面，可关注同业存单及中短端高等级信用债的票息价值，在资金面平稳的环境下，短端品种的确性较高。长端方面，鉴于交易盘主导下的波动加剧，不建议盲目追涨，可等待供给扰动或情绪降温带来的回调机会，逢低布局关键期限的利率债。对于凸性较好的品种，如5年期国开债、8-10年期地方债，可继续挖掘其利差压缩的机会。总体而言，3月债市大概率维持区间震荡，应降低对资本利得的预期，更多通过精选品种和灵活调仓来获取超额收益。

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。