



两会定调政策，海外扰动犹存——鑫元周观点

(2026. 03. 02-2026. 03. 06)

一、核心观点

宏观方面，十四届全国人大四次会议 3 月 5 日在京开幕，国务院总理李强作《政府工作报告》；2026 年政府工作报告将 GDP 增长目标设定为 4.5%-5%；在财政政策方面，2026 年广义财政赤字率较 2025 年小幅回落；货币政策层面，延续了“适度宽松”的总基调，强调要灵活高效运用降准、降息等多种政策工具，保持流动性充裕。海外方面，中东冲突持续升级，美国总统特朗普表示，与伊朗不会达成任何协议，除非其无条件投降；霍尔木兹海峡商业运输近乎“停摆”，全球能源市场遭受重创。2 月美国新增非农-9.2 万（预期 5.5 万），失业率略有增加。2 月新增失业主要来自极寒天气导致的返工延期和罢工等，对需求更重要的永久失业变化不大，维持对美国劳动力市场温和降温的判断。

权益市场方面，2026 年 3 月第一周 A 股宽基指数悉数下跌，科创 50 领跌 4.95%，石油石化、煤炭等板块领涨，传媒、计算机等领跌。估值呈分化态势，宽基指数多数估值超 50% 分位，上证 50、沪深 300 微升，其余宽基下行；行业端石油石化等估值上行，计算机等大幅下行，房地产等估值居历史高位，非银金融等处于低位。资金面上，两融资金占比下降，杠杆资金加仓意愿减弱，石油石化获融资净买入最多，电子、计算机遭大幅卖出。海外方面，中东冲突推升通胀预期，美国非农数据偏疲软支撑降息，AI 硬件发展遇瓶颈。国内两会明确十五五新兴与未来产业发展方向。策略上维持中性仓位，市场短期宽幅震荡，建议逢调整布局 AI 映射及十五五规划相关 TMT 资产，关注石油石化等板块，谨慎看待房地产、传媒等板块。

固收市场方面，上周债市在内外部重大事件影响下整体维持震荡态势。外部伊朗局势持续引发国际资本市场大幅波动，全球股市、商品市场、债市等悉数剧烈震荡，但国债债市于上周有所定价后，整体走出独立行情，长债收益率维持区间震荡，机构等待两会给出具体指引。随着两会逐步召开，各类经济指标整体符合预期，债市供需平衡实现难度不大，市场情绪持续稳定，经济主题记者会上，央行行长表示将灵活高效运用降准降息，财政部长宣布多项提振内需措施，债市情绪一度有所转空，但幅度极为有限。整体看，内外部双重因素影响

下，债市先后交易风险偏好、两会预期，但一周来仍未有趋势性行情，短端表现强于长端。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、0bp、-3bp 收于 2.28%、1.78%、1.29%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、4bp 收于 50bp、50bp。在节奏上，3 月中下旬是一个关键的决策点。随着两会政策落地、经济数据公布以及美联储议息会议结果明朗，市场不确定性将显著降低。若届时政策刺激力度克制且宏观数据未超预期，同时央行释放出宽松信号，将是追加久期的较好窗口。综上所述，过去一周的债市在多空平衡中平稳运行，而未来的关键在于把握预期差与供需格局的边际变化。建议保持战略定力，不过度追涨，也不盲目杀跌，在震荡中寻找确定性的结构性机会，静待变盘信号的明确。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平 5 日下午在参加他所在的十四届全国人大四次会议江苏代表团审议时强调，完成“十五五”经济社会发展目标任务，需要应对更加复杂的环境、解决更多深层次矛盾。江苏等经济大省处在改革开放前沿，要在研究新情况、解决新问题上下功夫、出经验。

十四届全国人大四次会议 3 月 5 日在京开幕，国务院总理李强作《政府工作报告》。《政府工作报告》提出，今年发展主要预期目标是：经济增长 4.5%-5%，在实际工作中努力争取更好结果；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；国际收支基本平衡；粮食产量 1.4 万亿斤左右；单位国内生产总值二氧化碳排放降低 3.8%左右。

十四届全国人大四次会议 3 月 6 日举行经济主题记者会。央行行长潘功胜表示，今年央行将实施适度宽松的货币政策，灵活高效地运用降准降息等多种货币政策工具，发挥增量和存量、货币政策和财政政策的集成协同效应。在数量上，将综合运用短、中、长期的政策工具，保证市场的流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格水平的预期目标相匹配。目前我国货币政策采用数量型和价格型调控并行的方式，未来将逐步淡化数量型中介目标，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性指标，为更好发挥利率调控的作用创造条件。

证监会主席吴清表示，近期将推出两项新的措施。第一项是深化创业板的改革，增设一套定位更精准、更具包容性的上市标准，积极支持新型消费、现代服务业等优质创新创业企

业登陆创业板。此次创业板改革将复制推广科创板的成熟有益经验，对符合条件的优质创新企业，尤其是在关键核心技术领域实现突破的企业推行 IPO 预先审阅；允许符合条件的在审企业面向老股东增资扩股；优化新股发行定价机制等。目前，深化创业板改革的总体方案已基本成型，待进一步完善后将择机发布。第二项是优化再融资机制，将进一步在制度规则层面，优化再融资注册机制。进一步的突出“扶优扶科”导向，对于治理和经营规范、市场认可度高的优质上市公司，大幅提升审核效率，将现行的科创板、创业板的轻资产、高研发投入的认定标准，进一步拓展到主板市场。

国家发改委主任郑栅洁表示，预计今年 GDP 增量超过 6 万亿元，能为稳就业、惠民生、防风险提供有力支撑。今年将会同财政部、人民银行等部门设立国家级并购基金，进一步畅通创业投资的退出渠道，提高创业资本周转效率，预计引导撬动各类资金规模超 1 万亿元。

央行行长潘功胜指出，将根据经济金融形势的变化和宏观经济的运行情况，引导和调控好利率水平，促进社会综合融资成本低位运行，强化利率政策执行和监督。对于一些不合理的、容易消减货币政策传导效果的市场行为加强规范，要求银行向企业明确展示贷款的年化综合融资成本，规范融资中间费。

财政部部长蓝佛安表示，今年继续实施更加积极的财政政策。在资金规模上，今年三个方面创了“新高”：一是支出总量创新高，首次超过 30 万亿元；二是新增政府债券规模创新高，达到 11.89 万亿元，为近年来力度最大；三是中央对地方转移支付创新高，支付总量达 10.42 万亿元，连续 4 年超 10 万亿元。政策协同是今年财政政策的一大亮点。蓝佛安介绍，今年中央财政专门安排 1000 亿元，推出财政金融协同促内需一揽子政策，撬动更大规模社会资源流向扩内需重点领域，叠加今年 2500 亿元消费品以旧换新政策，力度大于去年。初步匡算，千亿级的财政资金可支持惠及万亿级的信贷，实现“四两拨千斤”的效果。

“十五五”规划纲要草案提出 20 项主要指标。经济发展方面，围绕增长、结构、效率提出 3 项指标。其中，提出国内生产总值增长保持在合理区间、各年度视情提出。创新驱动方面，围绕创新投入及其成效提出 3 项指标。其中，提出全社会研发经费投入年均增长 7%以上。民生福祉方面，针对性提出就业、收入、教育、医疗、健康、“一老一小”等 7 项指标。绿色低碳方面，围绕降碳减污、生态环保等提出 5 项指标。其中，提出单位国内生产总值二氧化碳排放累计降低 17%，继续推动重点领域绿色低碳转型。安全保障方面，围绕粮食、能源生产能力提出 2 项指标，着力夯实国家安全重要基础保障。

“十五五”规划纲要草案提出 6 方面 109 项重大工程。引领新质生产力发展方面，围绕

产业基础能力和竞争力提升、新产业新赛道培育发展、前沿科技攻关、创新基础能力提升提出 28 项工程。构建现代化基础设施体系方面，围绕国家综合立体交通网、新型能源体系、新型基础设施、对外开放平台等提出 23 项工程。促进城乡融合发展方面，围绕新型城镇化建设、农业农村现代化建设提出 9 项工程。保障和改善民生方面，围绕社会主义文化繁荣发展、高质量教育体系建设、健康中国建设、优化“一老一小”服务、社会关爱服务提出 25 项工程。推动绿色低碳转型方面，围绕碳达峰碳中和、环境质量提升、生态保护修复提出 18 项工程。重点领域安全保障方面，围绕粮食、能源安全等提出 6 项工程。

《政府工作报告》提出 2026 年经济社会发展政策取向：继续实施更加积极的财政政策，赤字率拟按 4% 左右安排，赤字规模 5.89 万亿元，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，拟发行特别国债 3000 亿元，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元；继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；强化改革举措与宏观政策协同，持续放大“组合拳”效应。

证监会发布《关于短线交易监管的若干规定》，自 2026 年 4 月 7 日起施行。《规定》主要内容包括：明确适用主体和券种范围。规定买入卖出时均具备大股东、董监高身份和买入时不具备但卖出时具备的，需遵守短线交易制度。规定“其他具有股权性质的证券”包括存托凭证、可交债、可转债等，细化明确监管要求；明确持股和交易时点的认定计算标准。规定买卖时点为证券过户登记日，大股东持股比例按同一上市、挂牌公司在境内外已发行股份合并计算，境外投资者不同渠道持有的证券数量合并计算等，与有关规定做好衔接。

2026 胡润全球富豪榜发布，全球十亿美金企业家数量首次突破 4000 人大关，达到创纪录的 4020 位，较去年增加 578 位。114 位十亿美金企业家来自 AI 公司，其中 46 位新上榜。中国以 1110 位十亿美金企业家超越美国（1000 位），重新成为全球第一，新增人数达 287 位。埃隆·马斯克在六年内第五次成为世界首富，财富达 5.5 万亿元人民币，增长 89%。字节跳动创始人张一鸣以 5500 亿元人民币财富成为中国首富，财富增长 32%。

安世中国发布致客户公告函称，3 月 3 日 19:02 起，Nexperia B.V. 对中国区所有员工的办公账号进行了批量禁用，导致员工 Office 365、SAP 系统等关键办公环境无法正常访问，对安世中国区运营造成较大影响。受此影响，部分生产流程，如“客供晶圆到厂后的 SAP 下单转生产”环节出现中断，已在 SAP 中开单并进入生产流程的订单则未受影响。目前，中国区 IT 与业务部门已协同启动应急预案，优先恢复关键系统与生产调度。当前，大部分业务已

恢复运行，可保障基本生产运营。公司正全力降低对后续生产和交付的潜在影响。

（二）海外宏观

中东冲突持续升级，外交解决前景日趋黯淡。美国总统特朗普表示，与伊朗不会达成任何协议，除非其无条件投降。特朗普称不担心美国汽油价格上涨，这只是暂时的，价格很快就会大跌。美国能源部长赖特表示，美国海军计划尽快开始护送船只穿越霍尔木兹海峡，但护航行动须待局势稳定后方可启动。以色列称对伊行动进入下一阶段。伊朗伊斯兰革命卫队发言人表示，已做好长期战争准备，新型武器正在研发中，尚未大规模使用。

霍尔木兹海峡商业运输近乎“停摆”，全球能源市场遭受重创。美油主力合约大幅收涨 12.67%，报 91.27 美元/桶；布油主力合约涨 8.76%，报 92.89 美元/桶；美国天然气期货涨近 6%。消息面上，科威特已经开始削减部分油田产量，因为储存原油的空间已经不足。卡塔尔能源部长警告，若航运中断延续，油价可能在两到三周内冲至 150 美元/桶。花旗集团预计，由于霍尔木兹海峡运输受阻，全球原油市场每天损失约 700 万到 1100 万桶供应。

中东冲突局势持续升级，各方表态趋于强硬。伊朗外长阿拉格齐称，伊朗已做好应对美国地面部队侵袭国内的准备，并明确拒绝与美方重启谈判。伊朗常驻联合国代表团驳斥所谓伊朗封锁霍尔木兹海峡的说法，称其毫无根据，荒谬至极。伊朗尚未选出新任最高领袖。美国总统特朗普表示，必须参与确定伊朗下一任最高领袖人选，此言论遭伊朗方面强烈驳斥。以色列军方宣布对德黑兰发动第 13 轮空袭。美国据称正追加资源、以求支持战争持续“至少 100 天甚至到 9 月”。

美国 24 个州向美国国际贸易法院提起诉讼，要求阻止特朗普政府近期宣布实施的新关税措施。美国最高法院此前裁定，特朗普政府此前依据《国际紧急经济权力法》对多国产品加征关税的做法违法。在裁决后，特朗普并未接受败诉结果，转而援引《1974 年贸易法》第 122 条款，宣布对全球大多数产品征收 15% 的关税。

伊朗伊斯兰革命卫队司令顾问表示，霍尔木兹海峡已被关闭，伊方将打击所有试图从霍尔木兹海峡通过的船只。高盛评估伊朗冲击称，欧洲天然气恐涨 130%，油价每桶上涨 18 美元，相当于霍尔木兹海峡封锁 6 周。摩根大通分析师称，如果霍尔木兹海峡因中东冲突而完全关闭，那么中东产油国或许只能继续生产“至多 25 天”。

美国 2 月季调后非农就业人口减少 9.2 万人，为 2020 年以来第二次出现单月负增长，预期增 5.9 万人，前值从增 13.0 万人修正为增 12.6 万人。美国 2 月失业率 4.4%，预期 4.3%，前值 4.3%；平均时薪同比涨幅升至 3.8%，显示劳动力成本压力未减。中东局势升温推高油价，

就业萎缩与工资坚挺并存，市场对滞胀风险担忧加剧。

在美国最高法院公布推翻特朗普政府大多数关税的裁决一周多后，美国总统特朗普再尝“法庭败绩”。联邦上诉法院驳回了政府推迟关税退税之争后续步骤的请求。这意味着，超过 1750 亿美元被最高法院判定违法的关税将进入实质性的退款程序。

美国财政部长贝森特表示，关税税率很快就会恢复到最高法院否决特朗普对等关税之前的水平。被问及美国何时正式采用 15% 的全球关税税率时，他表示“可能在本周的某个时候”。

美国总统特朗普正式提名凯文·沃什出任下一任美联储主席。若获得参议院确认，沃什将接替现任美联储主席鲍威尔职务，任期为四年。提名程序下一步为参议院银行业委员会听证会，但共和党参议员蒂利斯可能因鲍威尔接受刑事调查而阻止提名进入审议程序。凯文·沃什将缓慢推进美联储缩表。沃什目标将美联储资产负债表规模恢复至 2008 年危机前水平。

美联储理事米兰表示，今年降息一个百分点是合适的，适宜在 3 月会议上继续降息；目前未因伊朗冲突爆发而改变前景展望。

美联储威廉姆斯表示，若通胀在关税影响消退后继续回落，美联储将有理由进一步降息。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，如果通胀降温，今年晚些时候进行一到两次降息可能是合适的，但中东战争可能会造成足以支持更长时间暂停行动的局面。

美国拟定新规，要求全球人工智能芯片出口必须获得许可。美国政府表示，审查流程将取决于人工智能芯片订单的规模。美国关注芯片审查是为了设定条件，而不是为了禁止芯片。英伟达和 AMD 产品出口到所有国家都需要获得批准。

美国上周初请失业金人数为 21.3 万人，预期 21.5 万人，前值自 21.2 万人修正至 21.3 万人；四周均值 21.575 万人，前值自 22.025 万人修正至 22.05 万人；至 2 月 21 日当周续请失业金人数 186.8 万人，预期 185 万人，前值自 183.3 万人修正至 182.2 万人。

日本政府通过《产业竞争力强化法》修正案。为促进企业设备投资，将针对全行业实施投资额部分从法人税额中扣除的政策。日本政策金融公库将提供长期低息融资，从税制和金融两方面支持成长投资。减税对象包括对机械、装置、建筑物、软件等的投资，大企业需满足 35 亿日元以上规模且利润率 15% 以上，中小企业为 5 亿日元以上，认定企业可扣除投资额的 7%。为应对特朗普政府关税等国际形势，允许最长 3 年结转扣除，并可选择全额在首年度费用化的“实时摊销”。

欧佩克+代表们表示，OPEC+（石油输出国组织及其盟友们）原则上同意，4月份将石油产量提高20.6万桶/日，进一步增产计划暂未确定，后续可能调整。OPEC+将于4月5日举行下一次会议。

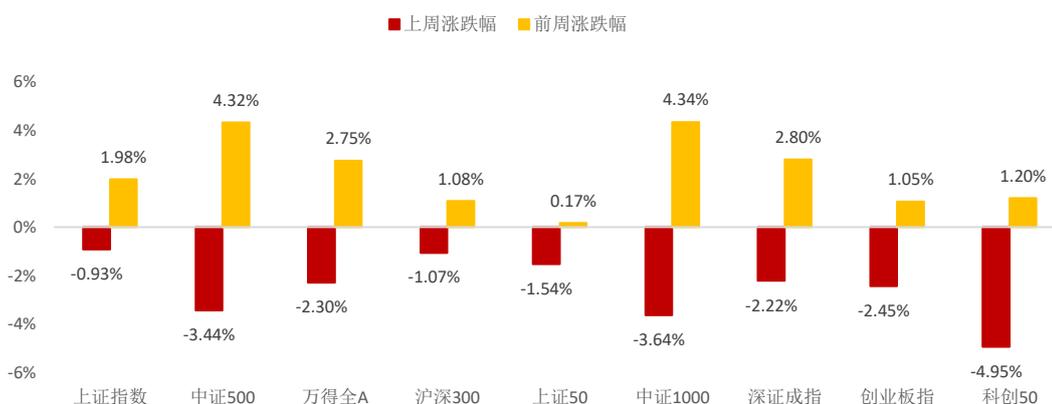
OpenAI 发布全新旗舰基础模型 GPT-5.4。与此前版本相比，GPT-5.4 最大变化在于强化 AI 智能体（Agent）能力。在 API 和 Codex 中，GPT-5.4 首次实现原生级“电脑操作”功能，支持智能体跨软件执行复杂工作流。GPT-5.4 还首次将原生电脑操控能力引入通用模型，能直接操作电脑软件、浏览网页、控制鼠标和键盘完成任务，并可与电子表格、金融分析工具等企业应用深度整合，深度嵌入微软 Excel 和谷歌表格。与此同时，OpenAI 已聘请 Cooley 和 Wachtell 两家律所筹备 IPO，最快今年四季度上市。

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 股宽基指数悉数下跌。上证指数下跌 0.93%，万得全 A 下跌 2.30%，沪深 300 下跌 1.07%，创业板指下跌 2.45%，科创 50 下跌 4.95%。从行业板块看，上周石油石化、煤炭、公用事业领涨，传媒、有色金属、计算机领跌。

2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/3/6	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	17.1	↓	0.08	59.6	↓	0.34	96.9%	99.2%	99.0%

深证成指	32.8	↓	0.84	79.3	↓	2.91	90.4%	95.2%	93.6%
上证 50	11.6	↑	0.08	56.5	↑	1.46	82.5%	81.9%	76.1%
沪深 300	14.2	↑	0.06	65.2	↑	2.03	85.2%	85.8%	81.3%
中证 500	37.5	↓	1.29	69.2	↓	1.27	81.4%	99.0%	98.7%
中证 1000	50.0	↓	2.33	72.7	↓	2.09	72.7%	93.5%	91.6%
创业板指	41.7	↓	1.61	37.5	↓	5.56	35.7%	47.7%	50.8%
科创 50	165.3	↓	0.30	95.1	↓	0.19	95.1%	95.1%	95.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

表 2：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2026/3/6	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)	24.3	↑	0.52	19.66%	↑	2.02	19.7%	32.1%	42.2%
基础化工(申万)	36.2	↓	0.09	83.01%	↓	0.04	83.0%	99.6%	99.5%
钢铁(申万)	36.2	↓	1.44	78.18%	↓	1.01	78.2%	96.0%	94.6%
有色金属(申万)	33.8	↓	1.96	43.76%	↓	5.67	43.8%	70.8%	75.6%
电子(申万)	70.9	↓	4.24	91.65%	↓	4.98	91.6%	97.7%	96.9%
家用电器(申万)	14.4	↓	0.44	32.14%	↓	9.48	32.1%	34.9%	35.7%
食品饮料(申万)	20.4	↓	0.60	15.02%	↓	3.16	15.0%	6.0%	8.0%
纺织服饰(申万)	28.7	↓	0.85	63.58%	↓	1.68	63.6%	79.1%	74.1%
轻工制造(申万)	34.0	↓	1.28	66.23%	↓	3.49	66.2%	98.7%	98.2%
医药生物(申万)	36.2	↓	1.02	47.09%	↓	6.09	47.1%	67.8%	65.8%
公用事业(申万)	21.5	↑	0.71	57.56%	↑	3.84	57.6%	65.2%	63.0%
交通运输(申万)	18.9	↓	0.19	62.40%	↓	0.66	62.4%	81.5%	80.1%
房地产(申万)	62.5	↓	3.22	97.75%	↓	1.01	97.7%	96.3%	95.1%
商贸零售(申万)	47.8	↓	1.77	91.33%	↓	2.44	91.3%	96.1%	94.7%
社会服务(申万)	47.8	↓	1.83	50.37%	↓	3.01	50.4%	51.8%	35.7%
综合(申万)	73.1	↑	0.02	88.09%	↑	0.02	88.1%	99.6%	99.4%
建筑材料(申万)	34.0	↓	1.48	85.96%	↓	2.28	86.0%	99.5%	99.4%
建筑装饰(申万)	14.1	↓	0.10	74.15%	↓	0.02	74.2%	99.1%	99.9%
电力设备(申万)	43.4	↑	0.14	71.44%	↑	1.05	71.4%	82.6%	76.8%
国防军工(申万)	100.0	↓	2.39	78.63%	↓	1.05	78.6%	99.3%	99.1%
计算机(申万)	88.1	↓	5.09	91.58%	↓	2.63	91.6%	94.7%	92.9%
传媒(申万)	45.3	↓	3.29	63.19%	↓	8.47	63.2%	87.7%	84.5%
通信(申万)	52.7	↓	0.36	86.42%	↓	0.46	86.4%	99.7%	99.6%
银行(申万)	6.0	↑	0.10	38.35%	↑	3.96	38.3%	42.8%	56.1%
非银金融(申万)	12.5	↓	0.33	3.00%	↓	1.29	3.0%	1.7%	2.2%
汽车(申万)	29.4	↓	0.75	79.98%	↓	3.85	80.0%	68.6%	58.1%
机械设备(申万)	43.7	↓	1.25	74.72%	↓	1.14	74.7%	99.5%	99.7%
煤炭(申万)	21.3	↑	0.78	79.72%	↑	0.53	79.7%	99.8%	99.8%
石油石化(申万)	26.3	↑	1.96	87.79%	↑	3.92	87.8%	99.8%	99.7%
环保(申万)	32.4	↓	0.53	63.75%	↓	0.55	63.8%	99.6%	99.9%

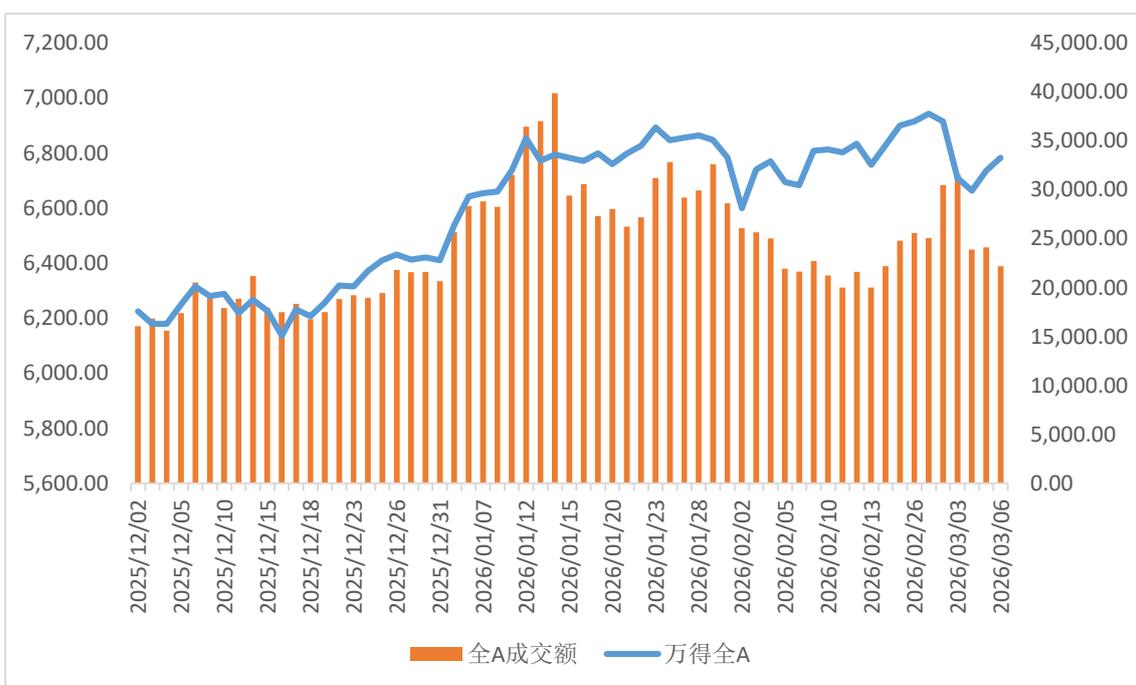
美容护理(申万) 38.4 ↓ 1.18 52.67% ↓ 4.25 52.7% 48.5% 33.5%

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，上周石油石化、煤炭、公用事业估值上行最多，计算机、电子、传媒下行最多。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、食品饮料、农林牧渔板块估值处于历史较低水平。

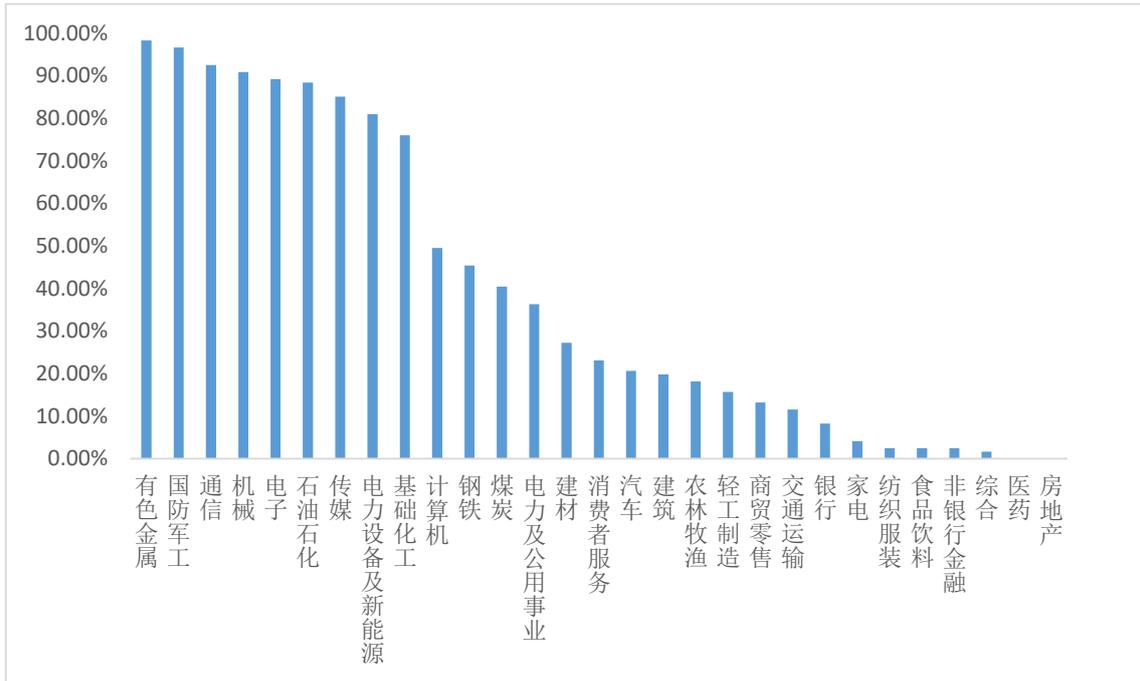
3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



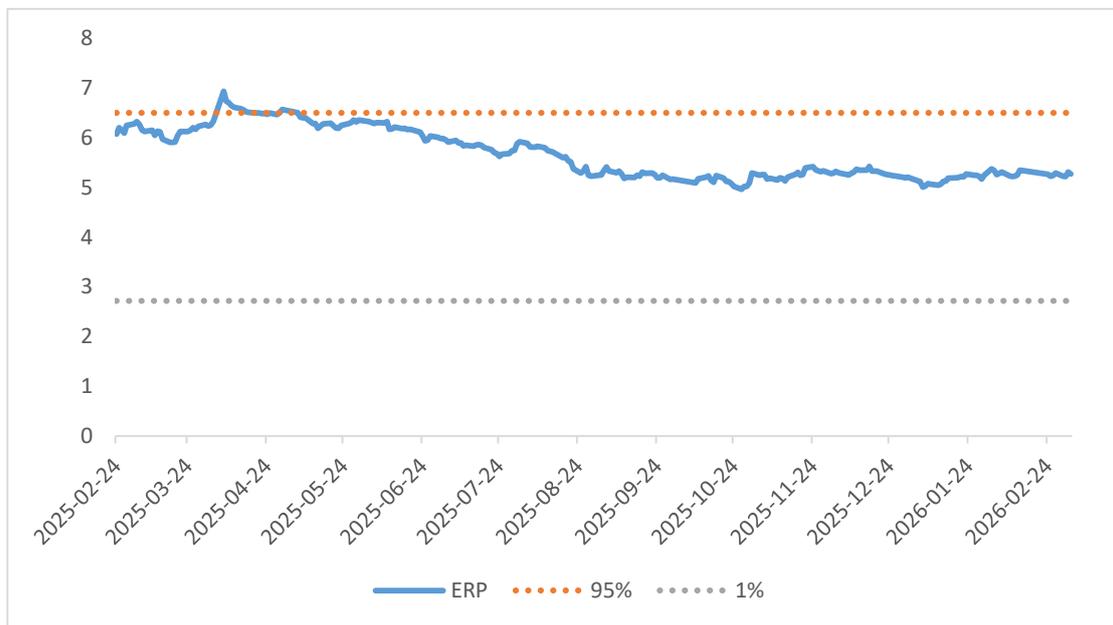
数据来源：Wind

图 3：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 4：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

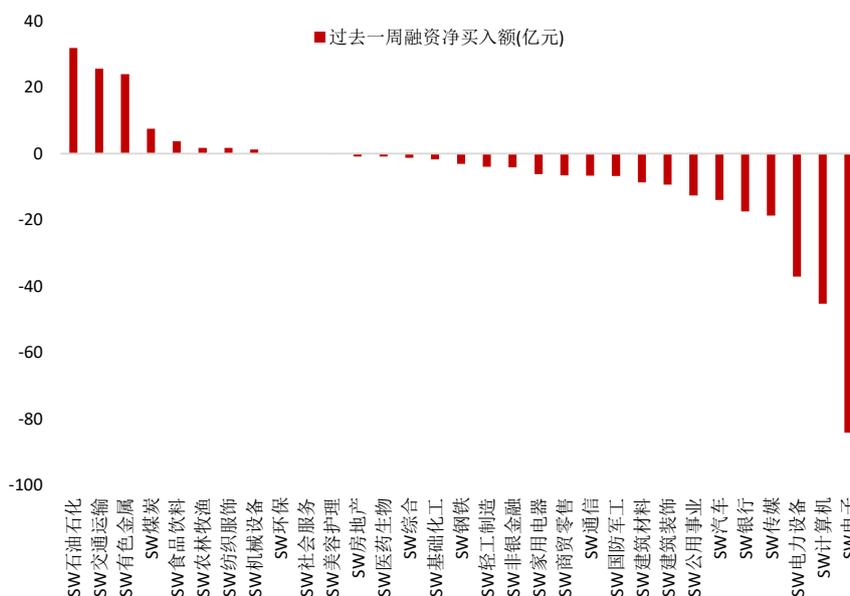
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，有色金属、国防军工、通信的拥挤度较高。

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 5.27%，处于历史 50.49% 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

3月6日，两融资金占比为4.44%，2月27日为4.53%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至3月6日，上周融资净买入的前三行业为石油石化、交通运输、有色金属。

图 5：上周两融资金行业流向（亿元）

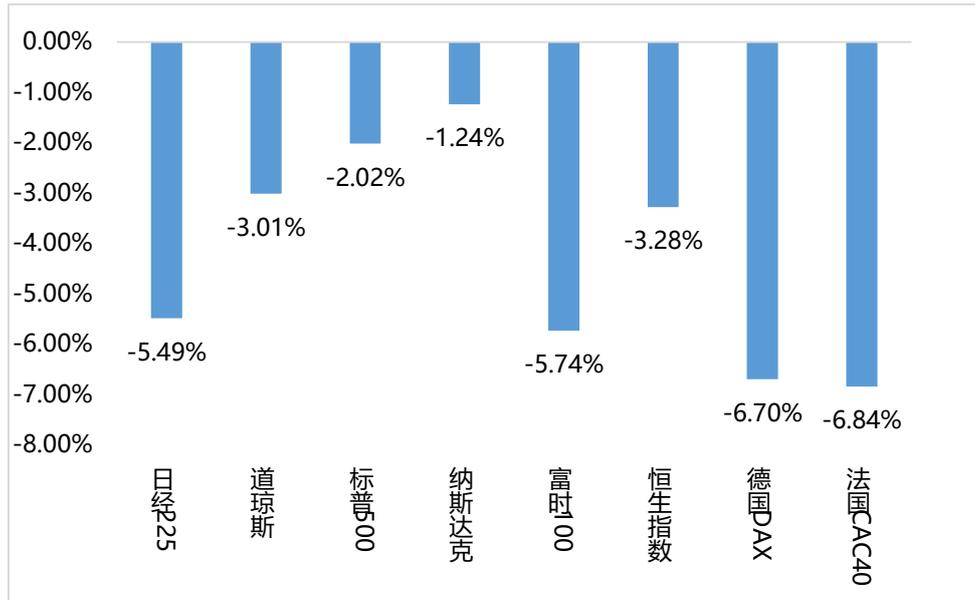


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌3.01%，标普500下跌2.02%，纳指下跌1.24%；欧洲股市方面，英国富时100下跌5.74%，德国下跌6.70%，法国下跌6.84%；亚太股市方面，日经指数下跌5.49%，恒生指数下跌3.28%。

图 6：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 1616 亿元逆回购操作和 8000 亿元 3 个月买断式逆回购操作，因有 15250 亿元逆回购及 10000 亿元买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 15634 亿元。

图 7：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3620 亿元，地方政府债计划发行 1355 亿元，整体净缴款 -2021 亿元。

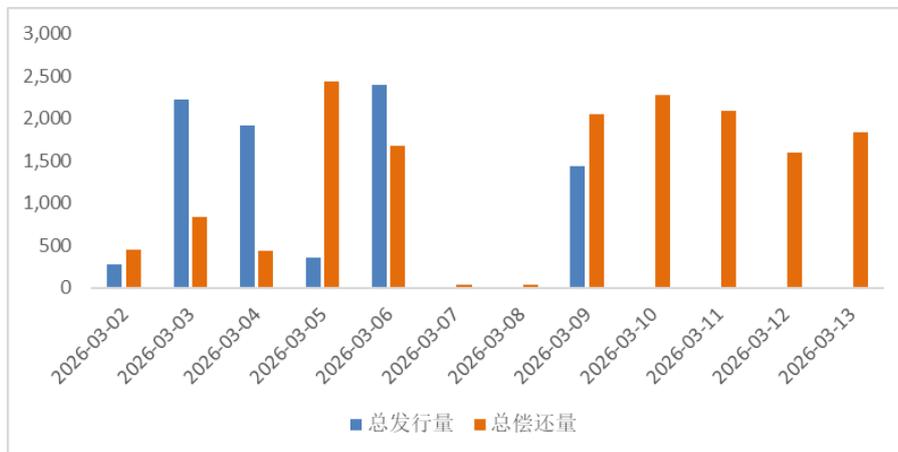
表 3：3 月 9 日-3 月 13 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 9 日		3 月 10 日		3 月 11 日		3 月 12 日		3 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	212	0	487	320	0	0	656	3300	0
到期	0	1.39	270	0	3119	210	600	0	0	63
缴款	340	227	0	212	0	487	320	0	0	656
净缴款	565		-58		-2842		-280		594	

同业存单发行：本周（3月9-13日）存单到期9924亿元，较前一周大幅提升，到期压力升至历史相对高位。

图 8：同业存单到期与发行

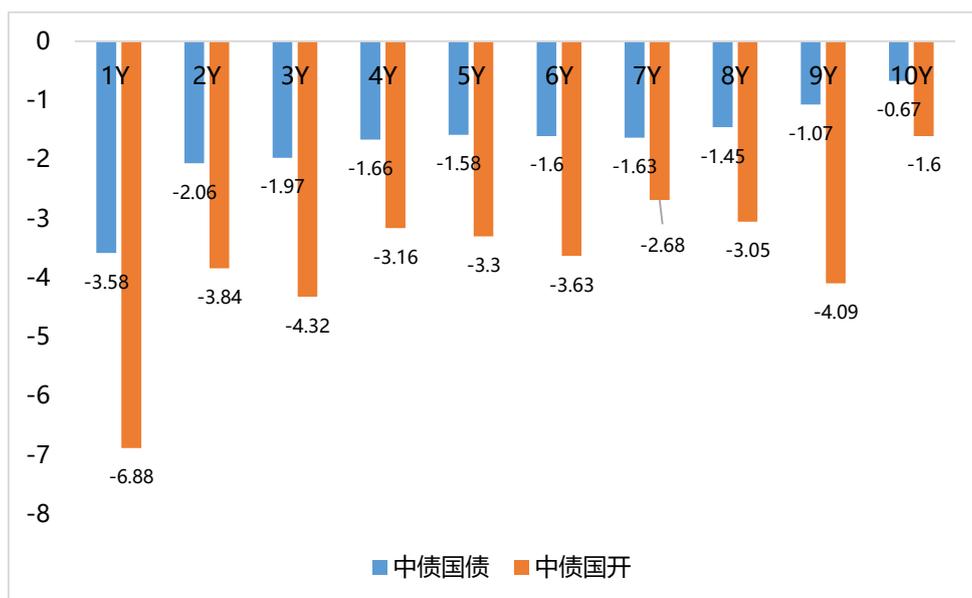


回购市场：上周为月初首周，扰动因素相对不多，虽然央行持续净回笼，但资金面呈现均衡宽松态势。上周初资金自发式宽松，资金价格持续下行，随着央行净回笼的规模不断累积，对流动性形成一定压力，上周四开始资金价格开始回升，尤其是上周四尾盘央行公布缩量续作买断式逆回购，资金利率进一步回升。截至上周五，R001 收于 1.39%，较前一周上行 4.78BP；R007 收于 1.49%，较前一周下行 1.54BP。

票据利率：上周票据转贴市场呈现先震荡后下行的走势。上周初市场供需双方处于博弈阶段，票价震荡上行；上周中大行进场收票带动中小行跟进，票据利率明显下行；随着供需力量趋于平衡，票据利率在下行后窄幅震荡。

(三) 债券市场

图 9：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 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	7.71	17.12	24.69	28.9
环比	1.61	0.39	0.91	3.05
年初以来	-13.27	6.05	9.17	-1.5
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	24.48	15.33	18.65	46.09
2016 年以来分位数	12.74%	63.76%	83.18%	28.03%

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 3 月 8 日）

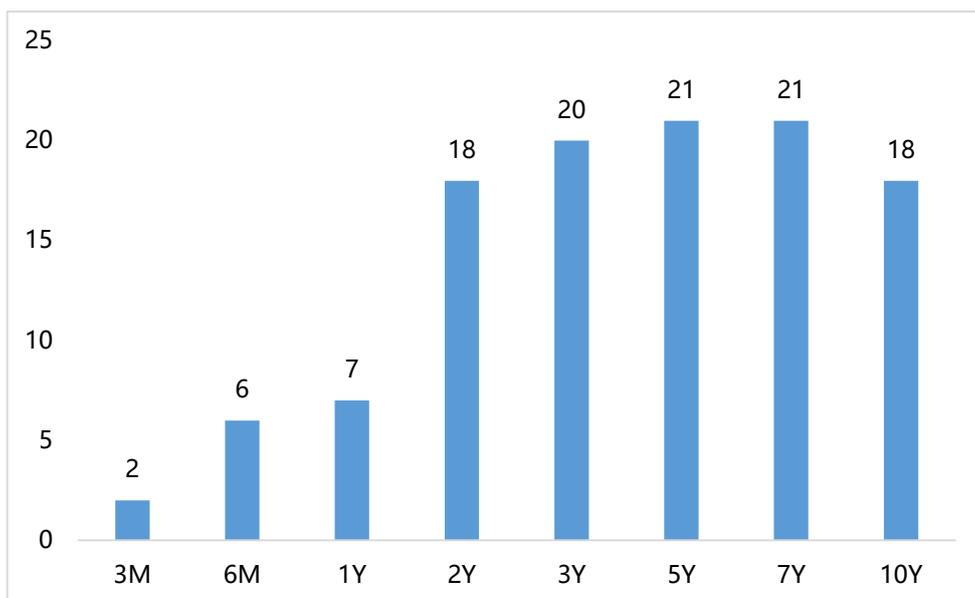
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.65	13.69	16.11	20.09	18.47
环比	4.01	1.05	1.73	-1.06	-0.25
年初以来	-18.69	-21.54	-21.15	-13.55	-26.65
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.62	34.57	36.98	41.21	42.62
2016 年以来分位数	3.66%	1.93%	2.99%	3.93%	2.71%

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下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3.58BP 至 1.2858，3 年期下行 1.97BP 至 1.3629，5 年期下行 1.58BP 至 1.5341，10 年期下行 0.67BP 至 1.781。

长时期高等级票据信用利差放宽。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 4.01BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 1.05BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 1.73BP。

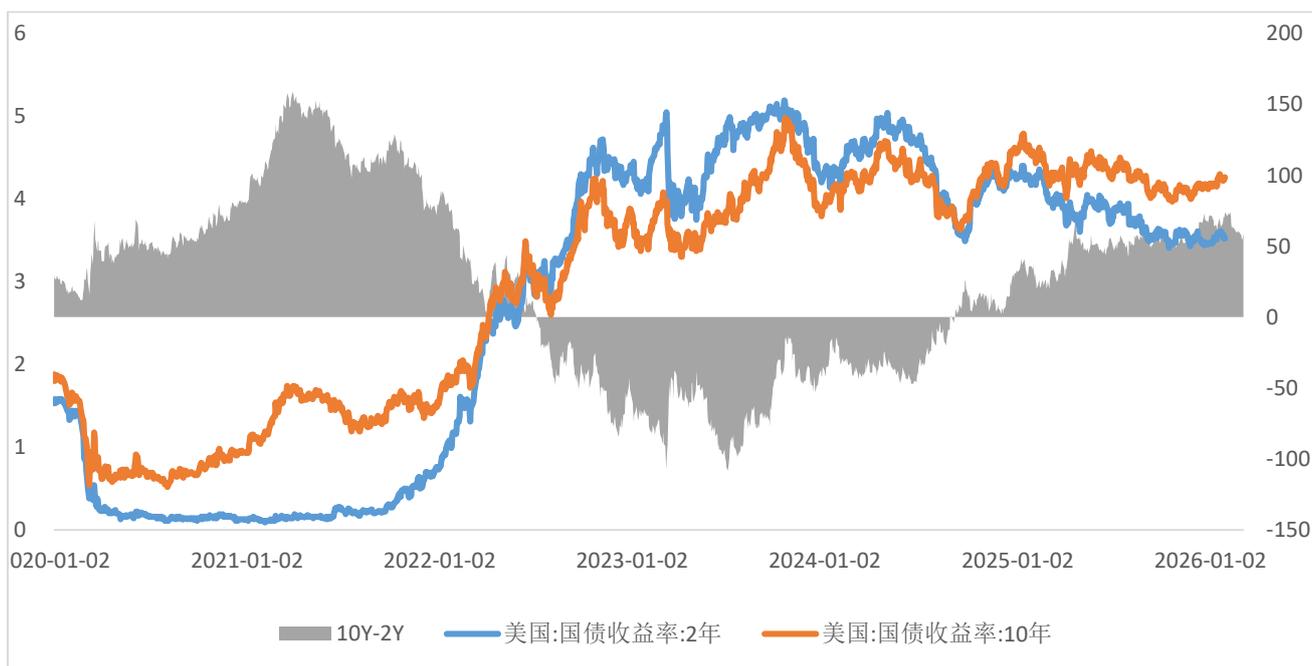
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上涨。1 年期美债收益率上涨 7BP，3 年期美债收益率上涨 20BP，10 年期美债收益率上涨 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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 1.34%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.29%，即期汇率贬值 0.62%，离岸人民币汇率贬值

0.70%。

表 6：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	98.9558	6.9025	6.8981	6.9093
对照日期	97.6443	6.9228	6.8559	6.8612
涨跌	1.34%	0.29%	-0.62%	-0.70%

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

2026 年政府工作报告将 GDP 增长目标设定为 4.5%-5%，较去年 5%的预期目标有所调降，略低于此前市场一致预期。在财政政策方面，2026 年广义财政赤字率较 2025 年小幅回落。其中，狭义财政赤字率维持 4%安排，与上年持平；超长期特别国债发行规模保持 1.3 万亿元不变，符合市场预期。资金投向上，8000 亿元继续支持“两重”建设，2000 亿元用于大规模设备更新，5000 亿元消费品以旧换新资金则调整为 2500 亿元（较上年减少 500 亿元），剩余 500 亿元投向尚未明确披露，市场推测可能用于促进服务消费扩容提质。特别国债发行规模 3000 亿元，用于补充国有大型商业银行资本金，规模较去年下降 2000 亿元。地方政府专项债券安排 4.4 万亿元，规模与 2025 年持平。在货币政策层面，政府工作报告的定调与 2024 年底中央经济工作会议保持高度一致，延续了“适度宽松”的总基调，强调要灵活高效运用降准、降息等多种政策工具，保持流动性充裕。加紧培育壮大新动能方面，政府工作报告指出，要“鼓励央企国企带头开放应用场景，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业。建立未来产业投入增长和风险分担机制，培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G 等未来产业”。伊朗伊斯兰革命卫队司令顾问表示，霍尔木兹海峡已被关闭，伊方将打击所有试图从霍尔木兹海峡通过的船只。高盛评估伊朗冲击称，欧洲天然气恐涨 130%，油价每桶上涨 18 美元，相当于霍尔木兹海峡封锁 6 周。摩根大通分析师称，如果霍尔木兹海峡因中东冲突而完全关闭，那么中东产油国或许只能继续生产“至多 25 天”。美国 2 月季调后非农就业人口减少 9.2 万人，为 2020 年以来第二次出现单月负增长，预期增 5.9 万人，前值从增 13.0 万人修正为增 12.6 万人。美国 2 月失业率 4.4%，预期 4.3%，前值 4.3%；

平均时薪同比涨幅升至 3.8%，显示劳动力成本压力未减。从非农的结构来看，教育医保的边际拖累最大，新增就业从 1 月修正后的 12.9 万降至 2 月的-3.4 万。本月医保就业减少主要原因是 Kaiser Permanente（美国最大非营利医疗提供商之一），涉及的 31,000 多名医疗工作者的开放式罢工(open-ended strike)。

(二) 权益市场展望和策略

海外方面，中东地区冲突不断升级，延长了市场对其持续时间的预期；霍尔木兹海峡运输陷入停滞，强化了全球通胀的预期；这些都是海外流动性和风险偏好的负面因素。美国 2 月非农数据大幅低于预期，又似乎从正面支持美联储降息，是海外流动性的正面因素。

短期任何扰动因素，都会带来全球风险资产的高波动，追涨杀跌容易遇到反向波动的冲击。

海外 AI 科技企业的财报季继续，无论是光进铜退还是铜进光退，其实都无法忽视 AI 硬件进步进入了一个相对瓶颈期，亟需英伟达在 3 月的 GTC 大会上对超低时延推理芯片/平台和数据中心形态上给出新的演进方向。HALO（重资产、低淘汰率）的交易策略是当前的主要方向。

国内两会关于十五五规划纲要提出培育壮大新兴产业和未来产业，包括打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业；重点培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G 等未来产业。

(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。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，换句话而言，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。

两会政策基本落地，从大数字看整体符合预期，即政策意图在于托底经济而非强刺激，这一点也符合市场共识。从结构角度看，大逻辑依旧是结构性向科技倾斜，我们认为缺乏对国内需求端强匹配的背景下，增量依然需要向海外寻找。当然市场本身对两会押注并不算太重，也使得债市本身波动并不大。周五发布会宽松预期再度落空，发力方向依然在结构性角

度，这意味着总量宽松力度有限。叠加上央行在发布会上对于当前利率区间总体满意的态度，表明利率偏离震荡中枢下行空间有限，在缺乏赚钱效应的前提下债市利率下行需要看到强驱动因素。预计总量金融数据前高后低，二季度开始见顶回落的概率较高，后续债市整体基本面环境偏顺风。短期资金面博弈重心依旧在地缘，油价维持高位导致大类资产配置逻辑转向滞胀，如果后续油价持续高企甚至有可能再度转向衰退交易，届时债市就会有不小的驱动因素，当然这只能走一步看一步。

策略方面，建议立足防御、择机博弈。杠杆策略上可保持适度杠杆，利用稳定的资金成本获取中短期品种的票息收益；久期管理宜采取区间操作，中短端（3-5年）作为底仓配置，长端（7-10年）逢调整买入、逢快速下行卖出，超长端则维持谨慎，等待供给压力明朗；品种选择上可关注国开债与国债的利差压降机会，信用债可适度进行信用下沉但需严控资质。时间窗口上，3月中下旬若政策刺激力度克制且央行释放宽松信号，将是追加久期的较好布局时机。

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。