

地缘关税政策交织，股债市场分化前行——鑫元周观点

(2026. 03. 09-2026. 03. 13)

一、核心观点

宏观方面，上周“十五五”规划纲要正式落地，政策重心并非简单延续稳增长，而是将科技创新体系化攻坚、人工智能单列、安全底线抬升、绿色转型深化、人口民生优化与高水平开放放在同一框架下统筹推进，意味着未来五年宏观治理将更强调安全与发展并重、供需协同和效率统筹。同期2月CPI同比升至1.3%、不含食品和能源项同比1.8%，PPI同比下降0.9%且已连续3个月收窄，前两个月人民币贷款增加5.61万亿元、社融增量9.6万亿元、M2同比增长9%，说明总量金融支持仍然充足，但价格和信用修复仍带有政策推动与春节扰动特征，内需中枢尚待进一步夯实。海外方面，霍尔木兹海峡受阻已成为上周全球宏观交易的核心变量，油气运输受扰、战略储备集中释放、欧美通胀预期与利率路径被重新定价，美国2月CPI虽然仍维持在2.4%、核心2.5%的相对平稳区间，但尚未反映战事推升油价后的滞后影响；整体看，全球正在从“通胀回落、宽松可期”的叙事，切换到“能源冲击下的类滞胀压力测试”。

权益市场方面，当下中东地区冲突每周都在升级，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。即便特朗普想尽快结束，但最终结果依然难以预测。全球资产维持处于risk off的状态。从海外股市的表现来看，油气价格大幅上涨对全球总量分子的定价并未结束，仍需要时间。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。国内十五五规划纲要对各行业给出了明确的方向和目标，后续23个专栏在各个方向上展开将带来市场新的投资主线。仓位：维持中性仓位。全球风险资产处于risk off的状态，权益市场显著承压。油气类对冲品种维持高波动的惯性，动能会因为审美疲劳而有所减弱，因此右侧加仓的胜率会显著弱于左侧。上周提到“科技资产逢低买入，博取反弹收益”的回补时点也会更为严苛。本周预计市场仍将维持宽幅震荡的局面，大涨大跌都是不可持续的。但需要关注流动性是否存在整体中枢下行的趋势。弹性交易方向：能源成本上行带来的供给变化，例如煤化工、储能、算电协同。

行业配置：建议关注：石油石化、公用事业、电力及新能源设备、基础化工、银行；建议谨慎：汽车、商贸零售、社会服务、美容护理、传媒。

固收市场方面，上周国内债券市场经历了明显的波动与调整。在宏观基本面呈现结构性分化、政策进入“两会”后落地观察期、资金面维持均衡但外部地缘冲突引发通胀预期的多重因素交织下，债市由此前的震荡格局转向空头力量增强。现券收益率普遍上行，国债期货尤其是超长端品种出现较大幅度下挫。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 6bp、3bp、-1bp 收于 2.37%、1.81%、1.28%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 5bp、4bp 收于 55bp、54bp。情绪面的转变是上周债市下跌的直接推手，市场从温和乐观转向谨慎甚至悲观。后续市场情绪主要受两大因素主导：一是地缘政治的不可预测性，特别是油价走势；二是机构行为的变化。在权益市场面临阻力位且外部不确定性加大的背景下，保险等大资金出于防风险和再平衡的需要，可能存在由短久期债券向长久期债券切换的动力，以对冲权益风险。这种配置力量的切换，在一定程度上为后续超长债提供了潜在买盘，但在当前调整阶段，市场更多是交易“通胀恐慌”和“止盈离场”，整体情绪偏向脆弱。债市可能进入一个“逆风”环境下的再定价过程。基本上，需要密切关注即将公布的 1-2 月经济数据合拢情况以及油价向 PPI 的传导效应；政策面上，降准降息预期虽存但短期内难以兑现，市场需要寻找新的平衡点；资金面虽有保障，但无法提供额外的做多动能。

二、宏观动态

（一）国内宏观

“十五五”规划纲要 3 月 13 日正式发布，这是未来五年我国经济社会发展的一份“施工图”。十四届全国人大四次会议 3 月 12 日表决通过了关于国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要的决议，决定批准这个规划纲要。规划纲要共分为 18 篇，部署 16 个方面重大战略任务，“精准有效、支撑有力”是突出的特点。规划纲要还提出 6 个方面 109 项重大工程，聚焦民生福祉，部署了一揽子务实举措。

国务院副总理何立峰将于 3 月 14 日-17 日率团赴法国与美方举行第六轮中美经贸磋商。针对美方将对中国等经济体发起 301 调查，商务部新闻发言人表示，中方保留采取一切必要措施的权利，坚决捍卫自身正当权益。外交部发言人郭嘉昆表示，中方在处理中美经贸问题上的立场是一贯、明确的，反对各种形式的单边关税措施，关税战、贸易战不符合任何一方的利益，双方应该在平等、尊重互惠基础上协商解决有关问题。

十四届全国人大四次会议在圆满完成各项议程后，3 月 12 日下午在北京人民大会堂闭幕。

大会批准政府工作报告、“十五五”规划纲要、2026年国民经济和社会发展规划、2026年中央预算等，通过生态环境法典、民族团结进步促进法、国家发展规划法。

美国将对包括中国在内的16个主要贸易伙伴的“过剩工业产能”启动两项新的贸易调查。根据美国贸易代表办公室官员的说法，这可能导致新的关税。外交部发言人郭嘉昆对此表示，所谓“产能过剩”是一个伪命题，中方反对以此为借口进行政治操弄。欧盟委员会表示，若美方违反贸易协议将作出“坚决回应”。

2026年度国家立法新看点出炉。其中，围绕构建高水平社会主义市场经济体制，将制定国有资产法，修改企业破产法、税收征收管理法等。围绕加快建设金融强国，将制定金融法、金融稳定法，修改中国人民银行法、银行业监督管理法。今年还将加强人工智能等领域立法研究。

俗称“龙虾”的开源AI智能体OpenClaw近期持续爆火，官方提示安全风险。多地掀起“养龙虾”政策竞速，继深圳龙岗区、无锡高新区之后，常熟市、合肥高新区、杭州萧山区以及南京栖霞区、江宁区也出台专项扶持政策。工信部网络安全威胁和漏洞信息共享平台监测发现OpenClaw开源AI智能体部分实例在默认或不当配置情况下存在较高安全风险，极易引发网络攻击、信息泄露等安全问题，建议在部署和应用OpenClaw时充分核查公网暴露情况、权限配置及凭证管理情况，关闭不必要的公网访问。证券业紧急按下“养虾”暂停键，目前已有至少20家券商下发关于“养虾”的内部合规提醒或相关通知。国内多所高校警示OpenClaw存在执行失控等高危风险，严禁在校园网或特定工作环境中使用。苏州人工智能协会也发布OpenClaw理性应用倡议书。

央行行长潘功胜主持召开经济金融专家座谈会表示，下一阶段，央行将构建科学稳健的货币政策体系，继续实施好适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，为经济持续向好向优创造适宜的货币金融环境。

春节假期因素叠加消费需求恢复，中国2月CPI同比上涨1.3%，为近三年来最高，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.8%。受国际大宗商品价格上行，国内部分行业需求快速增长、宏观政策持续显效等因素影响，全国PPI同比下降0.9%，连续3个月降幅收窄。

国务院常务会议讨论通过《国务院2026年重点工作分工方案》，研究建立地方财政补贴负面清单管理机制。会议强调，要靠前发力、提质增效，拿出务实管用的政策措施，推动各项工作加快落地见效。对地方财政补贴实施负面清单管理，制定全国统一的地方财政补贴负面清单。

证监会部署落实两会精神，要求强化境内外、期现货市场联动监测监管，不断巩固和加强中国特色稳市机制建设，更大力度推动上市公司完善治理、提升价值。发布实施深化创业板改革方案，加快优化再融资机制。突出打大、打恶、打重点，严厉打击财务造假、操纵市场、内幕交易、虚假陈述等违法违规行为，加快健全私募基金“1+N+X”监管制度体系。

央行公布数据显示，今年前两个月人民币贷款增加 5.61 万亿元；社会融资规模增量 9.6 万亿元，同比多增 3162 亿元。2 月末，M2 同比增长 9%，社会融资规模存量同比增长 8.2%。2 月份企业新发放贷款平均利率、个人住房新发放贷款平均利率均约 3.1%。

（二）海外宏观

美以伊冲突导致全球能源运输要道霍尔木兹海峡“梗阻”。海运数据显示，3 月 1 日至今，仅 77 艘船只通过霍尔木兹海峡。与之相比，去年 3 月 1 日至 11 日，通过这一海峡的船只达 1229 艘。

美国对伊朗霍尔木兹海峡的封锁与哈尔克岛打击行动，正将全球能源市场推向数十年来最严峻的供应危机。柴油、航空燃油等成品油短缺已开始向实体经济蔓延，亚洲、欧洲和北美的能源价格全线飙升。摩根大通警告，本周供应缺口将逼近每日 1200 万桶；高盛数据显示，海峡石油流量已从 1900 万桶骤降至 60 万桶，RBC 预计将挑战每桶 147 美元历史高位。

美国总统特朗普声称，美国正从军事、经济及其他方面彻底摧毁伊朗，美军本周将对伊朗进行“猛烈空袭”。美国官员透露，随着伊朗持续封锁霍尔木兹海峡，五角大楼正向中东地区调派更多海军陆战队部队和军舰。另有报道称，美国国防部考虑增派驱逐舰，为霍尔木兹海峡护航做准备。

伊朗最高领袖穆杰塔巴·哈梅内伊发表就任最高领袖以来的首份声明。声明称，伊朗不会放弃复仇，将继续采取包括封锁霍尔木兹海峡在内的战略手段，并在必要时开辟新的战线，呼吁邻国关闭境内被美国利用的军事基地，伊朗打击目标仅针对相关军事设施。声明指出，伊朗无论如何都要从敌人那里获得赔偿。与此同时，伊朗副外长称，伊朗已允许部分船只通过霍尔木兹海峡。

国际能源署（IEA）同意释放 4 亿桶战略石油储备，以应对伊朗战争导致的能源供应中断风险，这是该机构历史上规模最大的一次协调释放行动。七国集团能源部长发表联合声明称，原则上支持必要时动用战略储备稳定能源市场。特朗普表示，美国将“略微”削减战略石油储备来降低油价。日本首相高市早苗宣布，最早于 3 月 16 日释放约 8000 万桶战略石油储备。德国也确认将释放 240 万吨储备。特朗普预计，油价将在战争结束后大幅回落。他将此次冲

突定性为“一次小规模行动”，并称“可能还会持续一段时间”。

美国最新通胀数据出炉，2月季调后CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.4%，核心CPI环比上涨0.2%，同比上涨2.5%，均符合市场预期。不过，市场普遍认为，2月数据并未体现伊朗局势引发的油价飙升影响，美联储何时再次降息仍然需要更多数据。

苹果公司宣布降低中国应用商店佣金率，自3月15日起，Apple App内购买及付费App的标准佣金率将由30%改为25%。苹果小型开发者计划以及小程序合作伙伴计划项下符合条件的苹果App内购买以及第一年后的自动续费订阅佣金率将由15%改为12%。腾讯对此表示，将一如既往地携手各方合作伙伴，共同为用户提供更优质的产品与服务。网易表示，将继续坚持用户导向，加码投入原创内容与技术研发，与各方一道共建繁荣的原创内容生态。

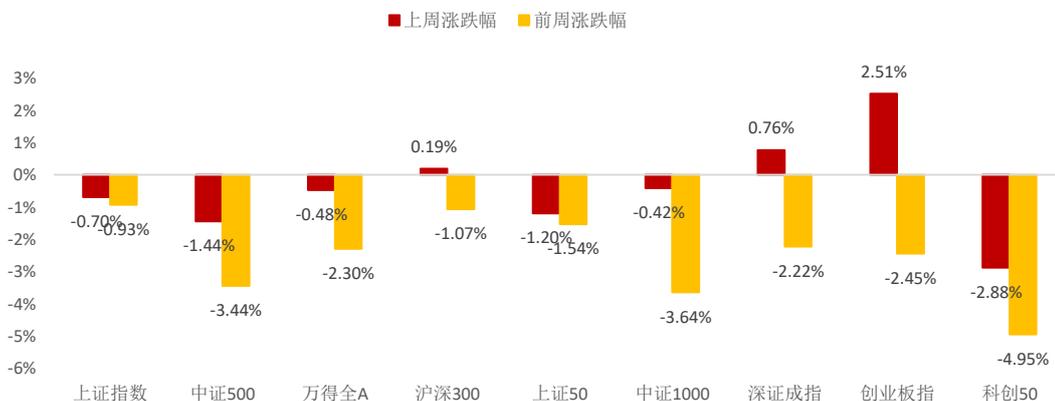
能源价格飙升正在重塑欧洲利率交易。利率互换市场已定价欧洲央行年内两次25基点加息，而上周市场仅预期一次加息。货币市场定价英国央行年内加息15基点，而在美伊冲突之前，市场还预期英国央行今年有两次25个基点的降息。

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 股宽基指数涨跌不一。上证指数下跌 0.70%，万得全 A 下跌 0.48%，沪深 300 上涨 0.19%，创业板指上涨 2.51%，科创 50 下跌 2.88%。从行业板块看，上周煤炭、电力设备、建筑装饰领涨，国防军工、石油石化、综合领跌。

2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/3/13	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	17.1	↓	0.07	59.1	↓	0.57	96.3%	98.5%	97.9%
深证成指	32.7	↓	0.10	78.9	↓	0.60	89.8%	94.6%	92.8%
上证 50	11.5	↓	0.07	55.5	↓	1.59	80.9%	80.9%	74.8%
沪深 300	14.2	↑	0.02	65.4	↑	0.28	85.5%	86.1%	81.6%
中证 500	37.1	↓	0.44	68.6	↓	0.67	80.8%	98.3%	97.7%
中证 1000	49.9	↓	0.10	72.4	↓	0.31	72.4%	93.2%	91.1%
创业板指	40.9	↓	0.77	35.2	↓	2.43	33.3%	45.8%	48.9%
科创 50	161.7	↓	3.57	94.1	↓	0.98	94.1%	94.1%	93.9%

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)

	2026/3/13	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)	25.0	↑	0.71	21.42%	↑	1.76	21.4%	34.6%	44.6%
基础化工(申万)	36.3	↑	0.13	83.01%		0.00	83.0%	99.6%	99.4%
钢铁(申万)	35.7	↓	0.59	77.31%	↓	0.87	77.3%	95.4%	93.9%
有色金属(申万)	32.5	↓	1.24	40.84%	↓	2.92	40.8%	66.5%	73.2%
电子(申万)	68.4	↓	2.58	88.98%	↓	2.67	89.0%	96.3%	95.0%
家用电器(申万)	14.4	↑	0.08	33.62%	↑	1.49	33.6%	36.7%	38.0%
食品饮料(申万)	20.4	↑	0.04	15.22%	↑	0.20	15.2%	6.3%	8.4%
纺织服装(申万)	28.5	↓	0.20	63.08%	↓	0.50	63.1%	78.3%	73.3%
轻工制造(申万)	34.7	↑	0.70	68.01%	↑	1.78	68.0%	99.4%	99.2%
医药生物(申万)	36.1	↓	0.06	46.78%	↓	0.31	46.8%	67.5%	65.7%
公用事业(申万)	22.1	↑	0.66	61.03%	↑	3.48	61.0%	68.0%	64.6%
交通运输(申万)	18.7	↓	0.22	61.18%	↓	1.22	61.2%	79.5%	78.3%
房地产(申万)	62.1	↓	0.39	97.53%	↓	0.22	97.5%	96.0%	94.6%
商贸零售(申万)	47.0	↓	0.89	90.77%	↓	0.56	90.8%	95.6%	94.1%
社会服务(申万)	47.4	↓	0.43	49.56%	↓	0.81	49.6%	51.4%	35.1%
综合(申万)	70.0	↓	3.15	84.43%	↓	3.66	84.4%	98.4%	97.9%
建筑材料(申万)	33.6	↓	0.40	85.21%	↓	0.75	85.2%	99.1%	98.8%
建筑装饰(申万)	14.7	↑	0.58	74.62%	↑	0.47	74.6%	99.5%	100.0%
电力设备(申万)	43.3	↓	0.04	71.01%	↓	0.43	71.0%	82.3%	76.4%
国防军工(申万)	90.7	↓	9.32	73.81%	↓	4.82	73.8%	97.0%	96.0%
计算机(申万)	86.3	↓	1.83	90.46%	↓	1.13	90.5%	93.4%	91.2%
传媒(申万)	43.9	↓	1.44	59.58%	↓	3.62	59.6%	83.2%	79.6%
通信(申万)	52.8	↑	0.09	86.49%	↑	0.07	86.5%	99.6%	99.4%
银行(申万)	6.1	↑	0.08	41.60%	↑	3.25	41.6%	47.6%	61.8%
非银金融(申万)	12.2	↓	0.24	2.12%	↓	0.88	2.1%	0.8%	1.0%
汽车(申万)	28.8	↓	0.54	77.47%	↓	2.50	77.5%	64.8%	53.1%
机械设备(申万)	42.6	↓	1.07	73.67%	↓	1.05	73.7%	98.4%	98.3%
煤炭(申万)	22.4	↑	1.10	80.56%	↑	0.84	80.6%	99.9%	99.9%

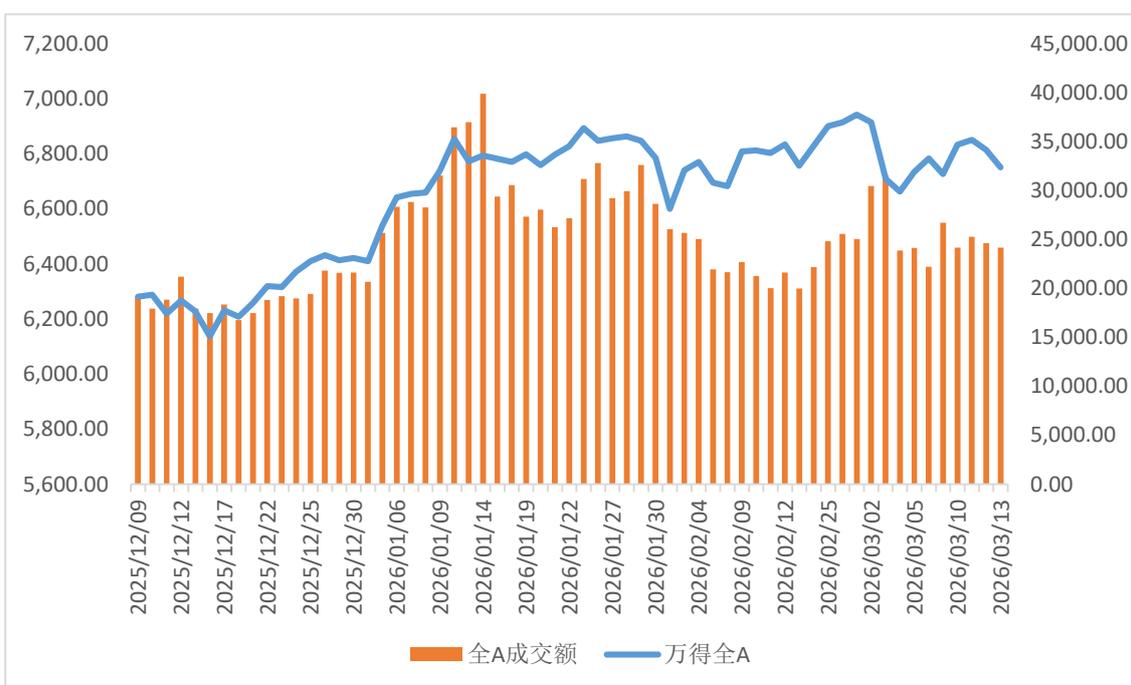
石油石化(申万)	25.1	↓	1.15	84.87%	↓	2.91	84.9%	99.1%	99.0%
环保(申万)	32.1	↓	0.28	63.24%	↓	0.51	63.2%	99.0%	99.4%
美容护理(申万)	37.9	↓	0.47	50.54%	↓	2.13	50.5%	46.0%	31.0%

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，上周煤炭、农林牧渔、轻工制造估值上行最多，国防军工、综合、电子下行最多。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、食品饮料、农林牧渔板块估值处于历史较低水平。

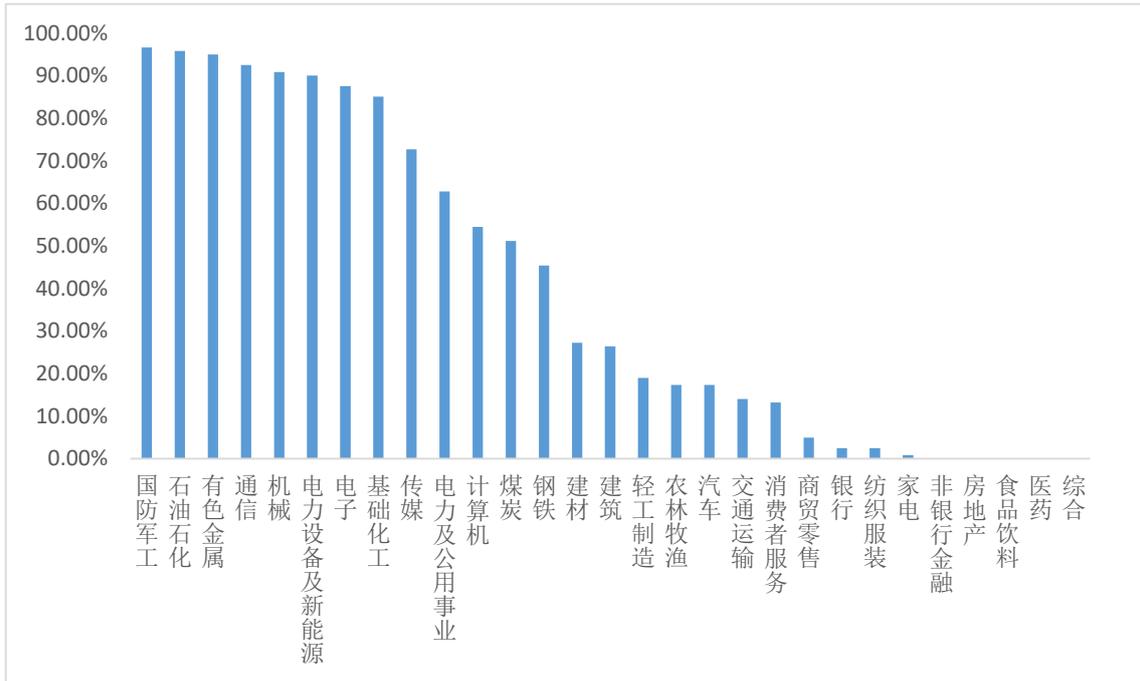
3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



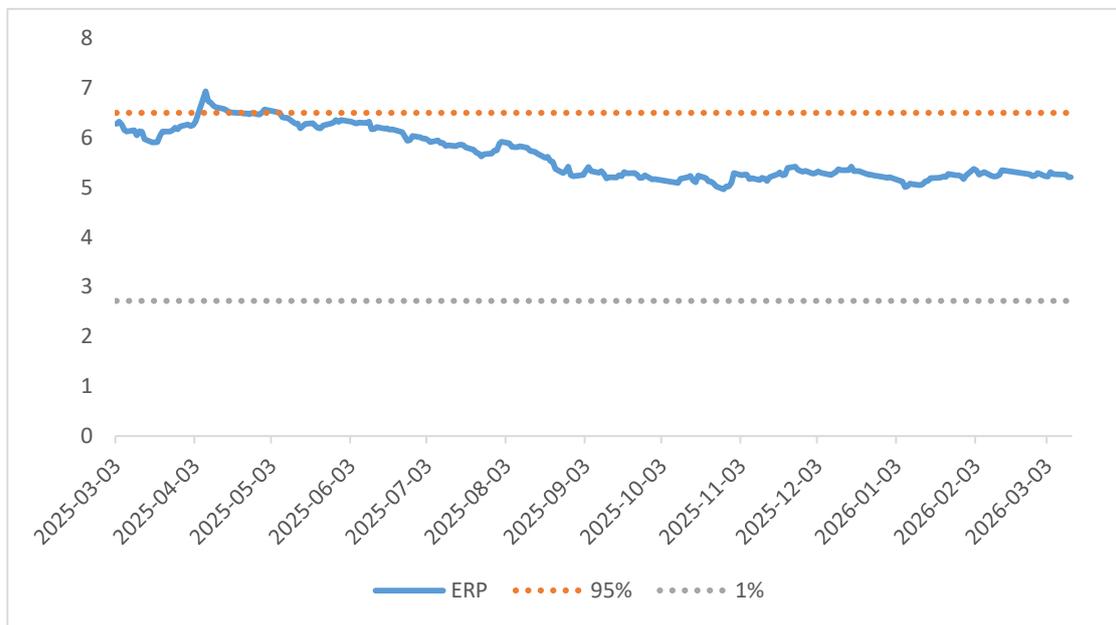
数据来源：Wind

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

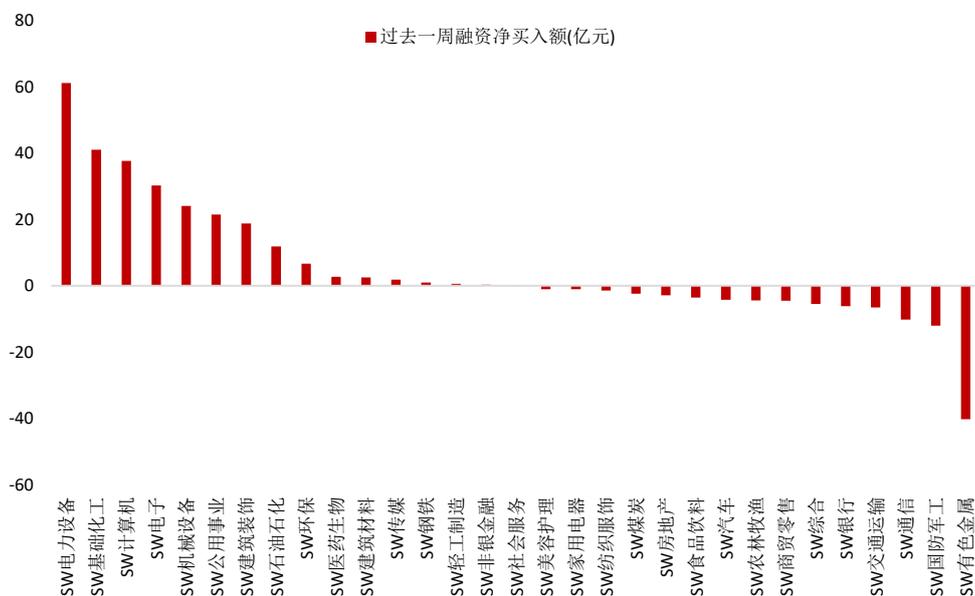
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，国防军工、石油石化、有色金属的拥挤度较高。

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 5.21%，处于历史 46.78% 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13日，两融资金占比为4.31%，3月6日为4.44%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至3月13日，上周融资净买入的前三行业为电力设备、基础化工、计算机。

图5：上周两融资金行业流向（亿元）

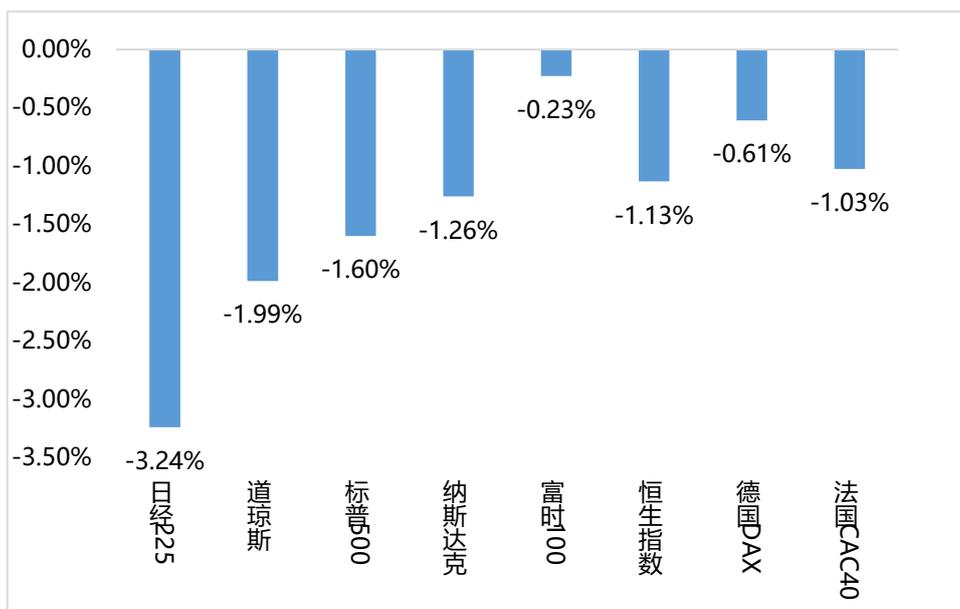


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市全部下跌。美国股市方面，道指下跌1.99%，标普500下跌1.60%，纳指下跌1.26%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.23%，德国下跌0.61%，法国下跌1.03%；亚太股市方面，日经指数下跌3.24%，恒生指数下跌1.13%。

图6：上周海外主要指数涨跌

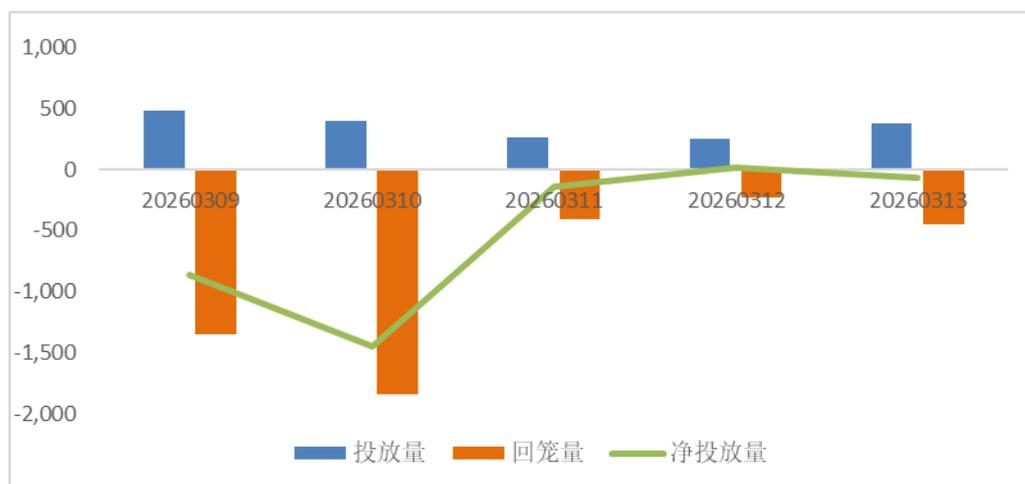


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 1765 亿元 7 天期逆回购操作，因有 2776 亿元 7 天期逆回购及 1500 亿元国库现金定存到期，整体上实现净回笼 2511 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 5150 亿元，地方政府债计划发行 3422 亿元，整体净缴款 2363 亿元。

表 3：3 月 16 日-3 月 20 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 16 日	3 月 17 日	3 月 18 日	3 月 19 日	3 月 20 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	74	0	1144	1550	397	0	1357	3600	450
到期	3541	807	0	0	0	243	600	248	0	20
缴款	3300	0	0	74	0	1144	1550	397	0	1357
净缴款	-1048		74		901		1099		1337	

同业存单发行：本周（3月16-20日）存单到期11733亿元，较前一周的9924亿元大幅提升，到期压力升至年内高点。

图 8：同业存单到期与发行



回购市场：上周央行持续回笼资金，资金利率小幅上涨，不过大行净融出始终维持在 5 万亿以上，市场流动性比较充足，各期限融入难度不大。具体来看，上周初伴随央行连续净回笼叠加北交所打新资金冻结，隔夜利率呈上行趋势；而上周四央行微调操作，由净回笼转为净投放一定程度平抑了市场对资金面的担忧，资金利率小幅回落。截至上周五，R001 收于 1.39%，较前一周上行 0.34BP；R007 收于 1.50%，较前一周上行 1.13BP。

票据利率：上周票据转贴市场呈现先震荡后上涨的走势。上周初供需双方维持弱平衡，票据利率窄幅波动；随着票源供给增多，卖方力量逐渐增强，而买盘收票意向收敛，供方力强稍强，各期限票据利率上涨；上周五早盘冲高后，卖盘有所收敛，而买盘逐步入场，票价有所回调，午后供需两弱，整体呈震荡走势。

（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	9.36	19.15	25.24	31.1
环比	1.65	2.03	0.55	2.20
年初以来	-11.62	8.08	9.72	0.7
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	24.46	15.33	18.67	46.06
2016 年以来分位数	15.22%	76.66%	84.46%	31.35%

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 15 日）

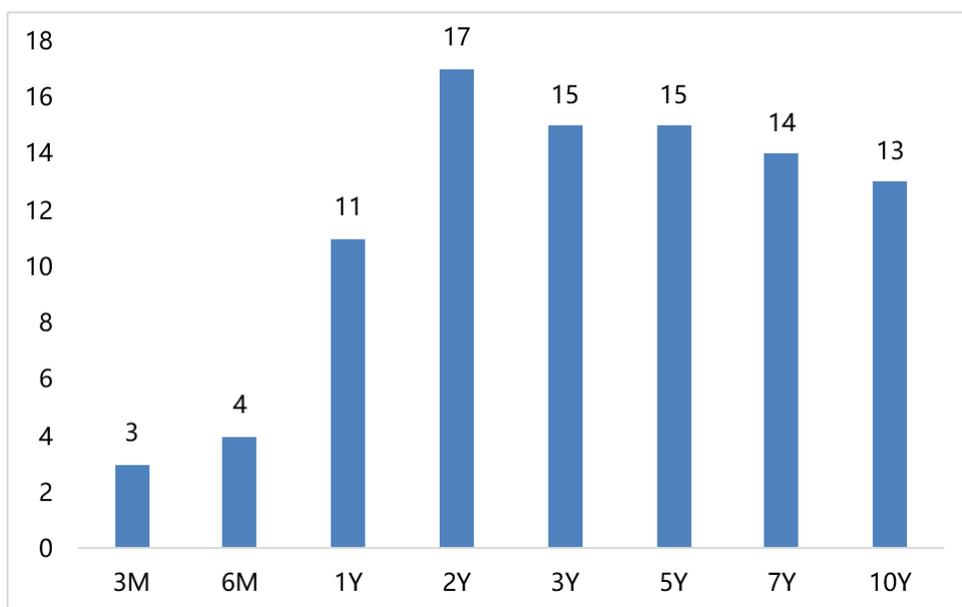
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.56	15.18	18.59	21.36	20.76
环比	-0.09	1.49	2.48	1.27	2.29
年初以来	-18.78	-20.05	-18.67	-12.28	-24.36
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.56	34.53	36.94	41.17	42.57
2016 年以来分位数	3.77%	3.14%	7.18%	5.18%	4.83%

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多数上行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.9 BP 至 1.2858，3 年期上行 0.75BP 至 1.3629，5 年期上行 2.78BP 至 1.5341，10 年期上行 3.33BP 至 1.781。

长时期高等级票据信用利差多数走扩。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.09BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 1.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 2.48BP。

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 年期美债收益率上行 11BP，3 年期美债收益率上行 15BP，10 年期美债收益率上行 13BP。

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

上周美元指数上涨，在岸和离岸人民币汇率微跌。上周美元指数上涨 1.56%，在岸和离岸人民币汇率涨跌不一，中间价升值 0.08%，即期汇率下跌 0.07%，离岸人民币汇率升值 0.02%。

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	100.504	6.9007	6.903	6.9077
对照日期	98.9558	6.9025	6.8981	6.9093
涨跌	1.56%	0.03%	-0.07%	0.02%

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，上周“十五五”规划纲要正式落地，政策重心并非简单延续稳增长，而是将科技创新体系化攻坚、人工智能单列、安全底线抬升、绿色转型深化、人口民生优化与高水平开放放在同一框架下统筹推进，意味着未来五年宏观治理将更强调安全与发展并重、供需协同和效率统筹。同期 2 月 CPI 同比升至 1.3%、不含食品和能源项同比 1.8%，PPI 同比下降 0.9%且已连续 3 个月收窄，前两个月人民币贷款增加 5.61 万亿元、社融增量 9.6 万亿元、M2 同比增长 9%，说明总量金融支持仍然充足，但价格和信用修复仍带有政策推动与春节扰动特征，内需中枢尚待进一步夯实。海外方面，霍尔木兹海峡受阻已成为上周全球宏观交易的核心变量，油气运输受扰、战略储备集中释放、欧美通胀预期与利率路径被重新定价，美国 2 月 CPI 虽然仍维持在 2.4%、核心 2.5%的相对平稳区间，但尚未反映战事推升油价后的滞后影响；整体看，全球正在从“通胀回落、宽松可期”的叙事，切换到“能源冲击下的类滞胀压力测试”。

国内方面，“十五五”纲要是上周最重要的政策变量。其边际变化可概括为六点：科技创新从点状突破转向“基础设施—攻关能力—产业培育”的体系化布局；人工智能首次以“人工智能+行动”独立成专栏；安全底线进一步上移；绿色发展从约束指标走向全面转型核心战略；人口与民生从传统兜底转向“投资于人”；同时新增“对外开放平台功能提升专栏”，主动引领对外开放。指标层面，研发投入增速维持 7%以上，高价值发明专利目标升至每万人 22 件以上，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重升至 12.5%，非化石能源消费比重首次成为约束性指标，粮食与能源综合生产能力目标也明显抬升，这意味着政策落脚点已从单纯追求速度，转向“新质生产力+安全韧性+民生质量”的组合。短期数据层面，2 月通胀回升更多由春节和服务消费带动，PPI 虽改善但仍处负区间，显示需求修复好于此前但尚未形成自发性价格上行；前两月金融总量保持较快增长、贷款利率维持低位，叠加国务院部署年

度重点工作、研究全国统一的地方财政补贴负面清单，以及中美将于法国举行第六轮经贸磋商但美方又重启针对“过剩产能”的 301 式调查，整体上看国内政策仍将维持“稳增长+促改革+防外部冲击”的组合，后续重点关注财政资金落地、重大工程开工与外需摩擦扰动。国际方面，美以伊冲突导致霍尔木兹海峡运输显著受阻，部分船只需与伊朗海军协调通行，数据显示本月迄今仅 77 艘船通过；IEA 宣布释放 4 亿桶战略石油储备、日本也将释放约 8000 万桶储备，但市场仍在按高油价和潜在供给缺口重新定价，欧元区两年期通胀对冲指标已升至约 2.5%，市场一度押注欧洲央行转向加息。与此同时，美国 2 月 CPI 同比 2.4%、核心 2.5%，数据本身并不失控，但尚未计入战事后的能源冲击，因此美联储更可能维持观察姿态。往后看，只要霍尔木兹风险没有实质缓解，全球宏观主线就仍是“能源冲击—通胀预期回升—增长预期下修”，对应大类资产上风险资产波动加大、能源与通胀敏感资产相对占优；若海峡逐步恢复通行，油价与利率预期也可能快速回摆。

（二）权益市场展望和策略

美元指数向上突破 100，做空美元的策略翻转成为做多美元，让此前因美元黄昏叙事逻辑上涨的贵金属承压。贵金属在尝试重新定价未来一段时间内，通胀新中枢位置在哪？最近的一次美元指数从低位向上突破 100，还是在四年之前俄乌开战的时刻。当时俄乌战争带来通胀预期回升，加息预期出现，强势美元利空成长股，尤其是拥挤度高的区域。当下中东地区冲突每周都在升级，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。即便特朗普想尽快结束，但最终结果依然难以预测。全球资产维持处于 risk off 的状态。现在谈滞胀过于悲观，但什么时候能结束或者说最终结束变得可预测，都没有足够的信心，所以降低风险敞口是当前全球投资者的一致性选择。从海外股市的表现来看，油气价格大幅上涨对全球总量分子的定价并未结束，仍需要时间。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。国内十五五规划纲要对各行业给出了明确的方向和目标，后续 23 个专栏在各个方向上展开将带来市场新的投资主线。

仓位：维持中性仓位。全球风险资产处于 risk off 的状态，权益市场显著承压。油气类对冲品种维持高波动的惯性，动能会因为审美疲劳而有所减弱，因此右侧加仓的胜率会显著弱于左侧。上周提到“科技资产逢低买入，博取反弹收益”的回补时点也会更为严苛。下周预计市场仍将维持宽幅震荡的局面，大涨大跌都是不可持续的。但需要关注流动性是否存在

整体中枢下行的趋势。弹性交易方向：能源成本上行带来的供给变化，例如煤化工、储能、算电协同。行业配置：建议关注：石油石化、公用事业、电力及新能源设备、基础化工、银行；建议谨慎：汽车、商贸零售、社会服务、美容护理、传媒。

（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。

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，投资策略上建议转向“防守为先”。对于交易盘而言，短期博反弹的难度加大，应控制仓位，快进快出，不宜追高。考虑到若无降息等实质利好支撑，反弹窗口可能正在关闭。对于配置盘而言，若收益率进一步上行，可逐步加大配置力度，因为从中长期看，货币政策宽松的大方向未变，且保险等机构的再平衡需求将提供下方保护。在期限选择上，可关注 30 年-10 年国债利差压缩的机会，利用可能的调整逐步构建哑铃型仓位，以应对当前复杂多变的市场环境。

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。