

# 中东局势持续升级 全球资本市场扰动加剧

——鑫元周观点（2026.03.16-2026.03.20）

## 一、核心观点

**宏观方面**，开年生产、消费、固定资产投资等经济指标均好于预期，中国经济在外部环境扰动加剧的背景下展现出强大韧性。开年财政支出显著快于序时进度，特别是政府性基金支出同比大增，显示专项债发行使用效率明显提升。财政靠前发力助力开年宏观经济实现“开门红”。往后看，政策前置同时通胀回升，一季度宏观经济表现或相对较好。后续基本面走势仍有赖于中东局势的演化路径以及开年各项宏观政策的接续情况。海外方面，中东局势持续升级，地区能源基础设施成为攻击目标，原油价格高位上行，全球通胀预期抬升，叠加美联储 3 月议息会议表态偏鹰，全球风险资产受到明显冲击，贵金属价格在降息预期快速收敛的背景下大幅下挫，美元和美债收益率走高，中东局势后续走势成为当前资本市场关注的绝对焦点。

**权益市场方面**，上周贵金属进行通胀新中枢重新定价，黄金短期或在 4200-4400 美元/盎司止跌，美联储年内加息概率低，海外高利率预期支撑美元、压制成长股估值。中东冲突的持久度和对全球通胀的影响将超市场预期，叠加美元指数回升、油价破百、国内成品油价走高，全球资产陷入 risk off 状态，需等待海外股市完成油气涨价对盈利影响的定价，国内“十五五”规划 23 个专栏将成新投资主线。策略上维持中性仓位，上证指数短期内有望止跌反弹，流动性中枢有望企稳推动反弹，反弹中油气品种或跑输，科技和新能源有望占优。行业方面，弹性交易关注光伏储能、科技超跌反弹；配置上看好电力及新能源设备等板块，谨慎看待汽车、石油石化等板块。

**固收市场方面**，上周债市在 1-2 月经济数据超预期复苏的冲击下开局走弱，随后于“滞涨”预期与外围市场波动中反复拉锯，整体呈现震荡态势。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。尽管资金面和机构配置行为仍然有利于债市表现，但种种迹象表明基本面因素仍然在潜移默化中影响债券利率中枢。短期内

行情节奏取决于债券配置力量的变化，中期内继续关注通胀预期和经济复苏预期的变化。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**开年经济各项指标好于预期。**国家统计局公布数据显示，1-2月份，全国固定资产投资同比增长1.8%，扣除房地产开发投资后增长5.2%，房地产开发投资下降11.1%；规模以上工业增加值增长6.3%，服务业生产指数增长5.2%；社会消费品零售总额增长2.8%。各项指标好于预期，中国经济实现“开门红”。

**开年财政支出进度明显加快。**今年1-2月，我国财政收入4.42万亿元，同比增长0.7%。其中，税收收入3.64万亿元，增长0.1%，证券交易印花税增长1.1倍。财政支出靠前发力，达到4.67万亿元，同比增长3.6%，增速明显高于财政收入增速。

**中美在法国巴黎举行经贸磋商。**双方围绕关税安排、促进双边贸易投资、维护已有磋商共识等彼此关心的经贸议题，进行了坦诚、深入、建设性的交流磋商，形成了一些新的共识，并将继续保持磋商。双方同意，研究建立促进双边贸易投资的合作机制。针对美方近期出台有关301调查、企业制裁、市场准入限制等涉华消极举措，国务院副总理何立峰表示，中方将采取必要措施，坚决捍卫自身正当合法权益。

**《中华人民共和国金融法（草案）》向社会公开征求意见。**《草案》进一步明确央行职能定位，不断完善科学稳健的货币政策体系，积极推动构建宏观审慎管理体系，维护人民币币值稳定和金融稳定。对金融机构准入、经营、退出实施全周期管理；严厉打击财务造假等行为，全面加强金融监管。

### （二）海外宏观

**美以伊冲突持续升级。**伊朗伊斯兰革命卫队宣布，伊朗同美国和以色列的战争已进入“新阶段”。以色列总理内塔尼亚胡表示，对伊朗的军事行动将持续到必要时刻为止，以色列国防军总参谋长扎米尔声称对伊军事行动“还没过半”。美国总统特朗普表示，对以色列袭击伊朗油气设施“毫不知情”，已告知以色列不要攻击伊朗境内能源设施，美国将采取一切必要措施来维持油价稳定。美国财长贝森特称，可能在未来数日内解除对“已在海上”的伊朗石油制裁，并再次释放战略石油储备。消息人士透露，美国国防部官员已为向伊朗部署美国地面部队做好详细准备。也门胡塞武装称，为支持伊朗，该组织可能封锁曼德海峡。

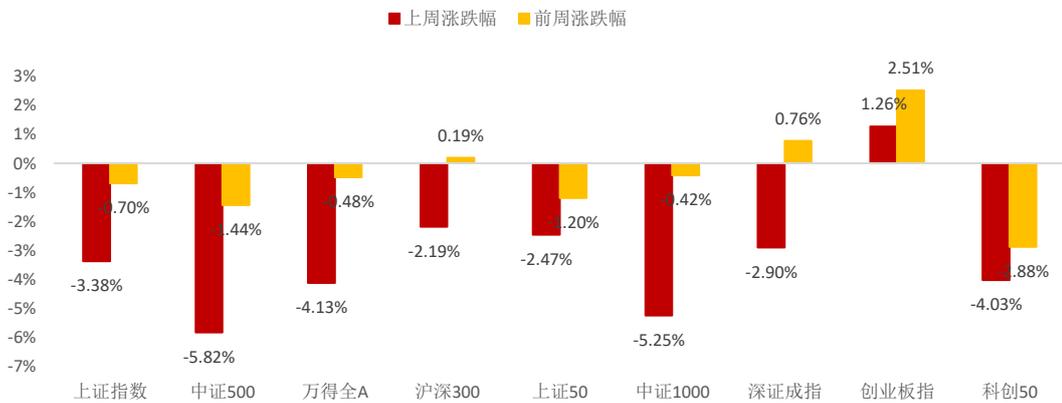
美联储3月议息会议决议按兵不动。美联储将联邦基金利率目标区间维持在3.50%-3.75%不变，符合市场预期。声明显示，委员们以11-1的投票比例通过此次的利率决定。美联储理事米兰对本次利率决议持反对意见，主张降息25个基点。声明指出，经济活动以稳固速度扩张；通胀在某种程度上依然高企；经济前景不确定性维持在高位，中东局势对美国影响存在不确定性。点阵图显示2026-2027年仅各降息1次，降息路径更加保守，凸显美联储在多重风险下的谨慎观望立场。

### 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 3.38%，万得全 A 下跌 4.13%，沪深 300 下跌 2.19%，创业板指上涨 1.26%，科创 50 下跌 4.03%。从行业板块看，上周通信、银行领涨，有色金属、基础化工、钢铁领跌。

##### 2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/3/20	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	16.6	↓	0.46	55.5	↓	3.73	92.6%	95.5%	94.0%
深证成指	31.8	↓	0.91	77.0	↓	3.01	86.8%	91.8%	89.1%
上证 50	11.4	↓	0.05	54.9	↓	0.86	80.1%	79.8%	73.4%
沪深 300	14.0	↓	0.18	61.8	↓	5.04	80.4%	81.6%	75.8%
中证 500	35.1	↓	2.04	66.9	↓	1.17	79.6%	97.4%	96.6%
中证 1000	47.2	↓	2.70	67.1	↓	5.28	67.1%	87.3%	84.8%

创业板指	41.2	↑	0.24	35.9	↑	0.71	34.0%	46.3%	49.6%
科创 50	164.3	↑	2.60	94.5	↑	0.42	94.5%	94.5%	94.4%

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)

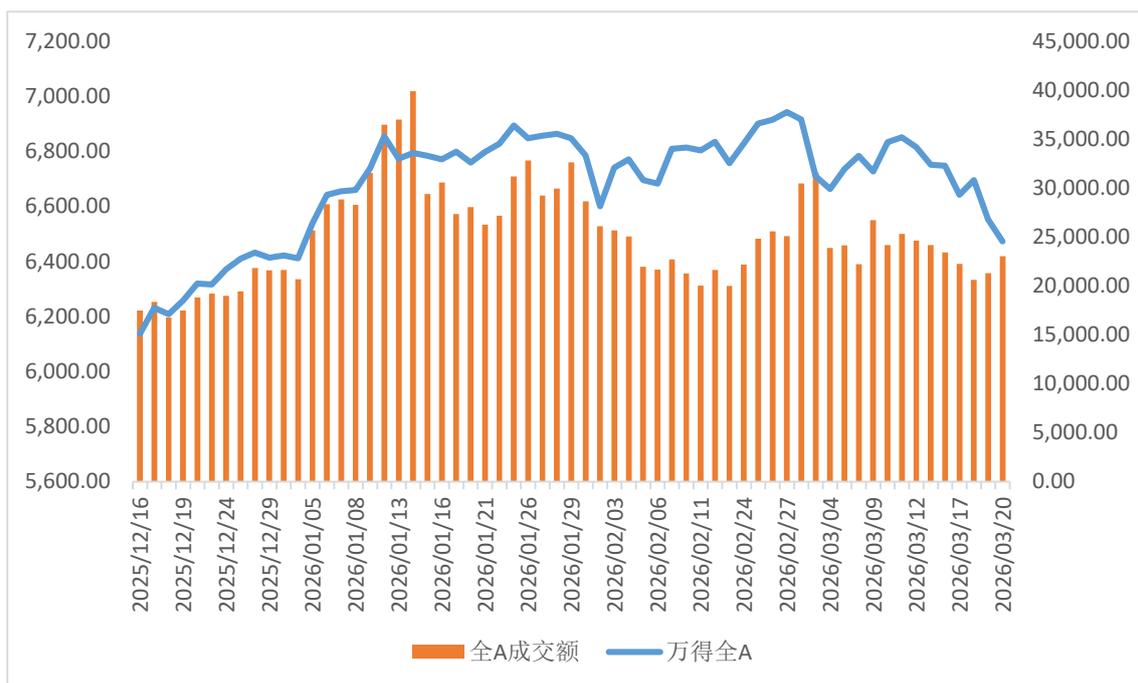
	2026/3/20	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	23.9	↓	1.09	18.36%	↓	3.06	18.4%	29.9%	39.6%
基础化工(申万)	32.4	↓	3.88	78.35%	↓	4.66	78.3%	95.8%	94.4%
钢铁(申万)	31.7	↓	3.98	67.77%	↓	9.54	67.8%	89.3%	85.8%
有色金属(申万)	28.7	↓	3.88	35.74%	↓	5.10	35.7%	58.2%	65.8%
电子(申万)	65.9	↓	2.51	87.08%	↓	1.90	87.1%	95.2%	93.5%
家用电器(申万)	14.0	↓	0.47	24.98%	↓	8.65	25.0%	26.7%	25.3%
食品饮料(申万)	20.3	↓	0.10	14.91%	↓	0.31	14.9%	6.0%	8.0%
纺织服饰(申万)	27.0	↓	1.46	58.72%	↓	4.36	58.7%	72.6%	66.3%
轻工制造(申万)	33.6	↓	1.12	64.99%	↓	3.02	65.0%	97.4%	96.6%
医药生物(申万)	35.2	↓	0.93	41.71%	↓	5.08	41.7%	64.0%	64.2%
公用事业(申万)	21.5	↓	0.57	58.01%	↓	3.02	58.0%	65.4%	62.8%
交通运输(申万)	18.8	↑	0.10	61.87%	↑	0.69	61.9%	80.6%	79.4%
房地产(申万)	68.0	↑	5.89	99.08%	↑	1.56	99.1%	98.5%	98.0%
商贸零售(申万)	44.3	↓	2.69	88.26%	↓	2.52	88.3%	95.3%	93.8%
社会服务(申万)	45.6	↓	1.83	44.56%	↓	5.00	44.6%	47.2%	29.6%
综合(申万)	64.4	↓	5.59	81.01%	↓	3.43	81.0%	95.6%	94.1%
建筑材料(申万)	31.3	↓	2.31	81.45%	↓	3.76	81.4%	98.1%	97.5%
建筑装饰(申万)	13.8	↓	0.91	73.52%	↓	1.10	73.5%	98.0%	98.7%
电力设备(申万)	42.0	↓	1.30	63.39%	↓	7.61	63.4%	79.0%	71.9%
国防军工(申万)	84.7	↓	5.99	71.45%	↓	2.36	71.4%	94.2%	92.3%
计算机(申万)	82.2	↓	4.05	87.29%	↓	3.17	87.3%	89.1%	85.5%
传媒(申万)	42.2	↓	1.68	55.56%	↓	4.02	55.6%	77.0%	72.3%
通信(申万)	54.1	↑	1.32	87.53%	↑	1.03	87.5%	100.0%	100.0%
银行(申万)	6.2	↑	0.03	42.42%	↑	0.82	42.4%	48.6%	62.8%
非银金融(申万)	11.9	↓	0.28	1.49%	↓	0.64	1.5%	0.4%	0.5%
汽车(申万)	27.6	↓	1.28	70.31%	↓	7.17	70.3%	54.6%	39.5%
机械设备(申万)	39.9	↓	2.68	71.51%	↓	2.16	71.5%	96.3%	96.8%
煤炭(申万)	21.9	↓	0.55	80.27%	↓	0.29	80.3%	99.8%	99.7%
石油石化(申万)	24.0	↓	1.15	82.68%	↓	2.19	82.7%	97.8%	98.1%
环保(申万)	30.5	↓	1.61	60.91%	↓	2.33	60.9%	96.7%	97.6%
美容护理(申万)	37.1	↓	0.82	46.98%	↓	3.56	47.0%	41.7%	27.3%

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**房地产、通信、交通运输**估值上行最多，**国防军工、综合、计算机**下行最多。当前**房地产、商贸零售、通信**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。

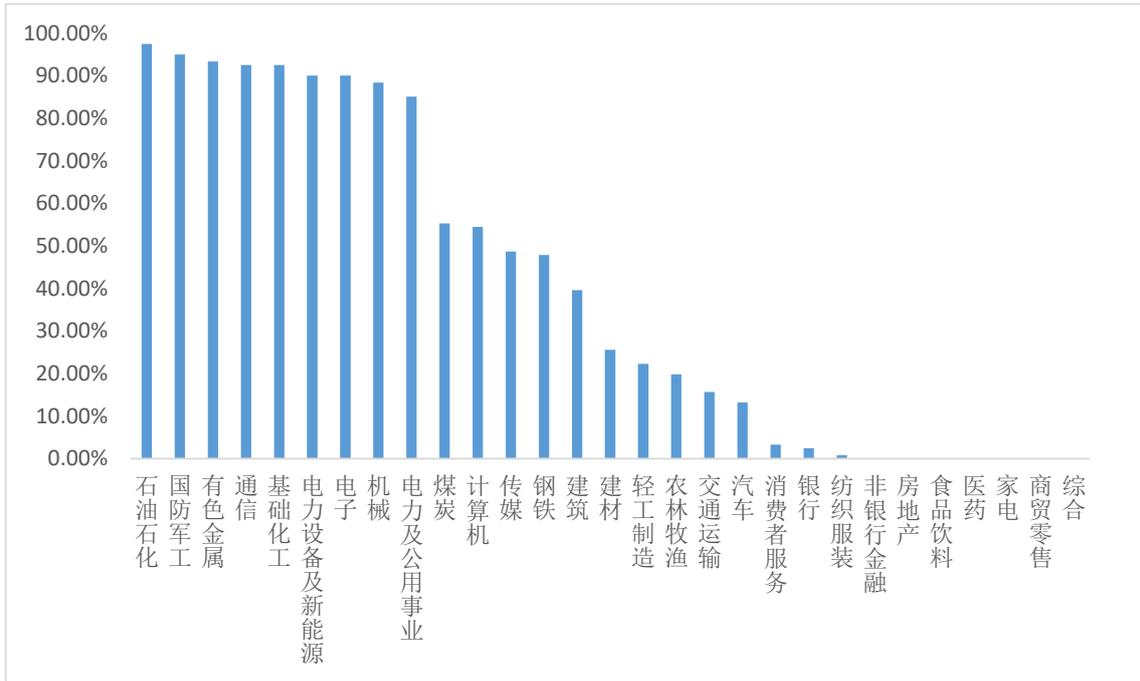
### 3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



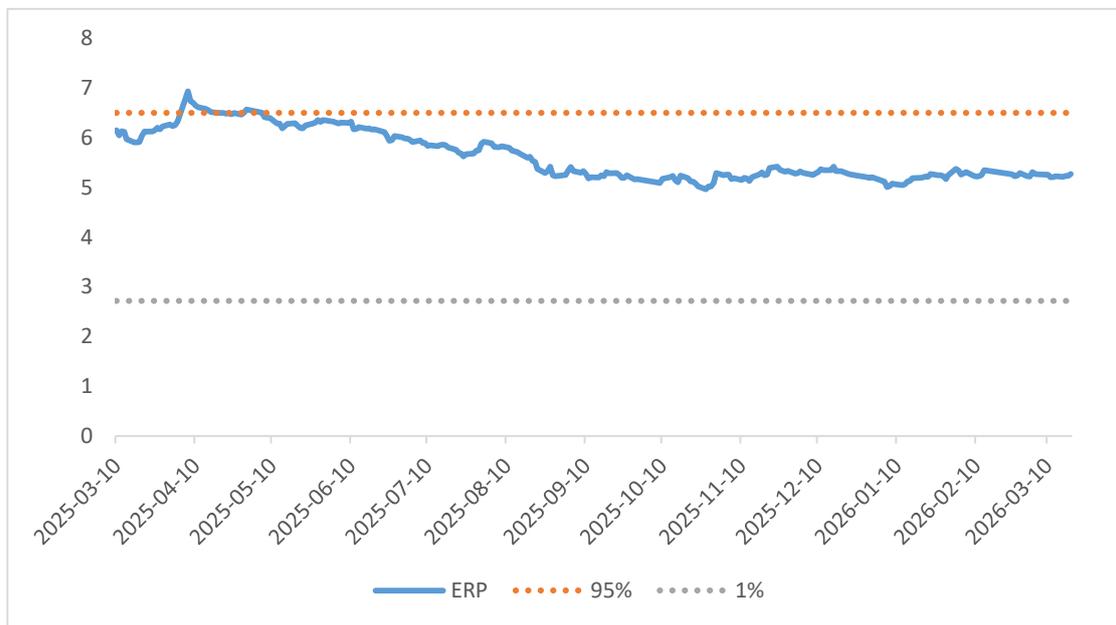
数据来源：Wind

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

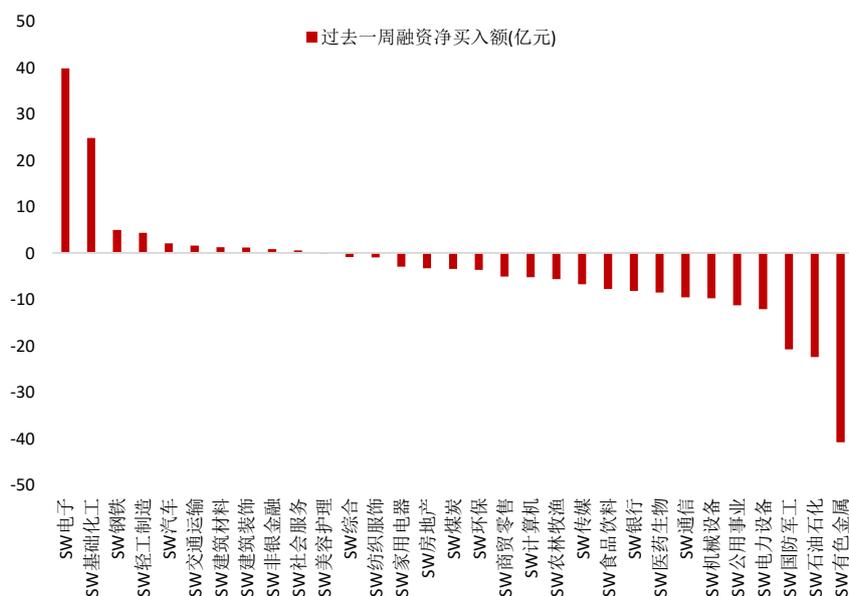
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量下行。从行业拥挤度的角度，石油石化、国防军工、有色金属的拥挤度较高。

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 5.27%，处于历史 50.65% 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20日，两融资金占比为4.08%，3月13日为4.31%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至3月20日，上周融资净买入的前三行业为电子、基础化工、钢铁。

图 5：上周两融资金行业流向（亿元）

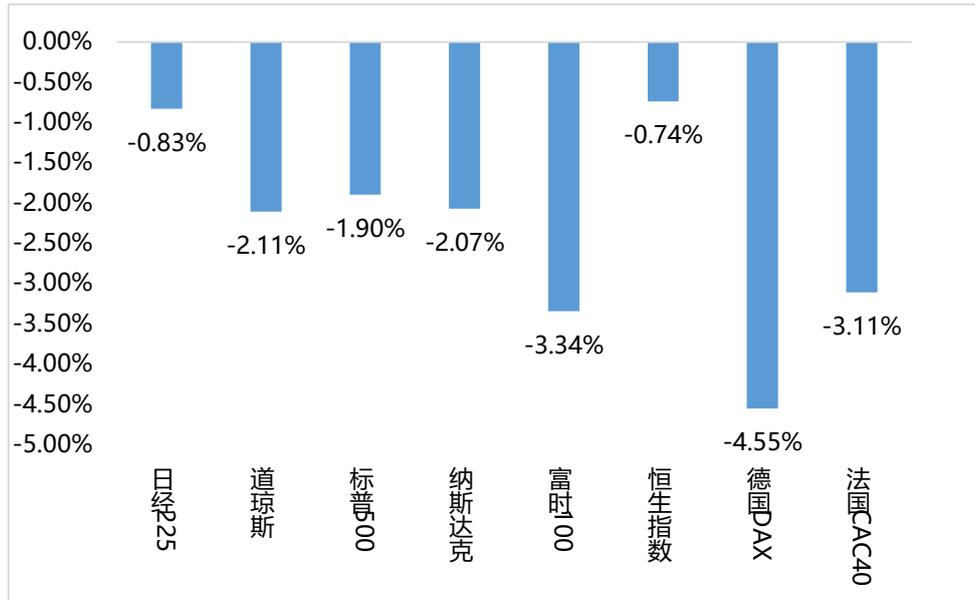


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 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2.11%，标普500下跌1.90%，纳指下跌2.07%；欧洲股市方面，英国富时100下跌3.34%，德国下跌4.55%，法国下跌3.11%；亚太股市方面，日经指数下跌0.83%，恒生指数下跌0.74%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

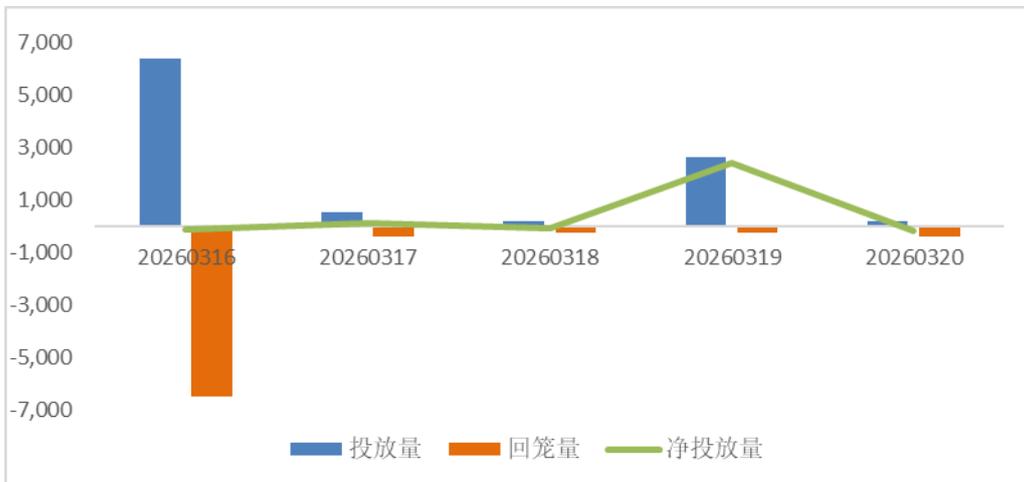


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行2423亿元逆回购操作、5000亿元买断式逆回购操作及2500亿元国库现金定存操作，因有1765亿元逆回购及6000亿元买断式逆回购到期，整体上实现净投放2158亿元。

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1750亿元，地方政府债计划发行3086亿元，整体净缴款5664亿元。

表3：3月23日-3月27日政府债发行缴款

单位：亿元

	3月23日		3月24日		3月25日		3月26日		3月27日	
	国债	地方债								
发行	0	508	1750	533	0	723	0	953	0	369
到期	0	490	0	314	0	174	1202	580	0	92

缴款	360 0	450	0	508	1750	533	0	723	0	953
净缴款	3561		193		2109		-1058		859	

**同业存单发行：**本周（3月23-27日）存单到期6993亿元，较前一周的11733亿元回落，略高于历史中性水平。

图8：同业存单到期与发行

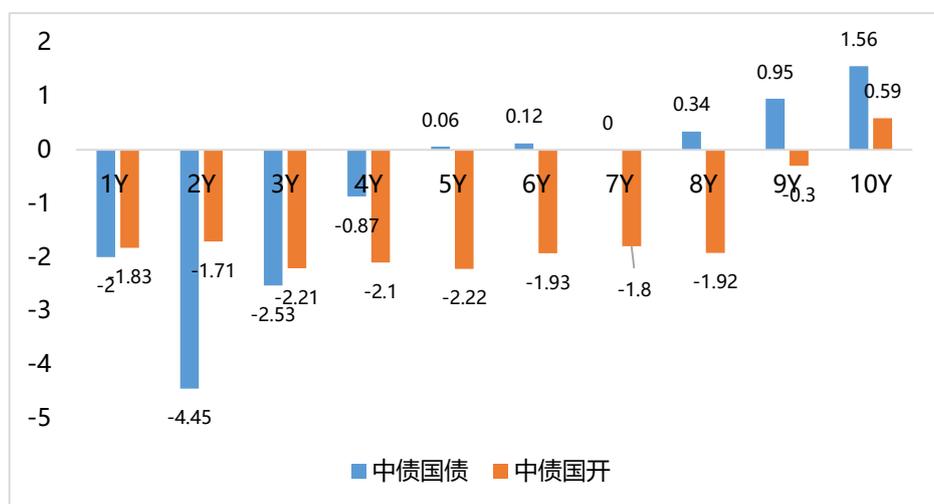


**回购市场：**上周央行总体净投放，资金利率维持平稳。具体来看，上周一至上周三为税期，央行继续精准操作，资金面整体均衡偏松，R001在1.4%附近，R007窄幅波动；税期过后，资金面延续均衡偏松格局，R001价格保持平稳，R007小幅下行，而14D资金因从上周三起可跨季，当日R014大幅上行6BP到1.59%，后两天持续回落。截至上周五，R001收于1.4%，较前一周上行0.45BP；R007收于1.48%，较前一周下行2.64BP。

**票据利率：**上周票据转贴市场整体震荡下行。大行持续进场配置，带动买盘情绪释放，是引起票据利率下行的核心原因；虽然上周中供需双方有所博弈，票据短暂波动，但在大行降价收票的引导下，长周期票价继续下行；上周尾由于买盘需求得到满足，情绪趋于平稳，票价企稳。

### （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	8.83	21.74	26.74	35.3
环比	-0.53	2.59	1.50	4.20
年初以来	-12.15	10.67	11.22	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	24.43	15.34	18.68	46.04
2016 年以来分位数	14.17%	88.06%	87.82%	36.57%

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 22 日）

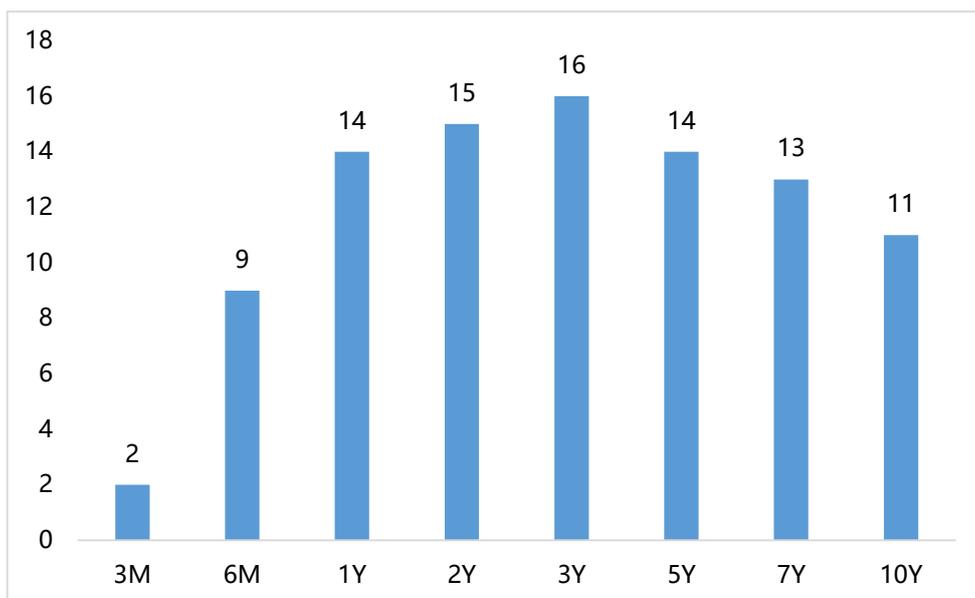
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.7	14.76	18.9	22.12	22.6
环比	0.14	-0.42	0.31	0.76	1.84
年初以来	-18.64	-20.47	-18.36	-11.52	-22.52
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.51	34.49	36.91	41.13	42.53
2016 年以来分位数	3.99%	2.66%	7.79%	6.19%	6.97%

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涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2BP 至 1.2568，3 年期下行 2.53BP 至 1.3451，5 年期上行 0.06BP 至 1.5625，10 年期上行 1.56BP 至 1.8299。

长时期高等级票据信用利差短期收窄，长期放宽。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 0.14BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.42BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 0.31BP。

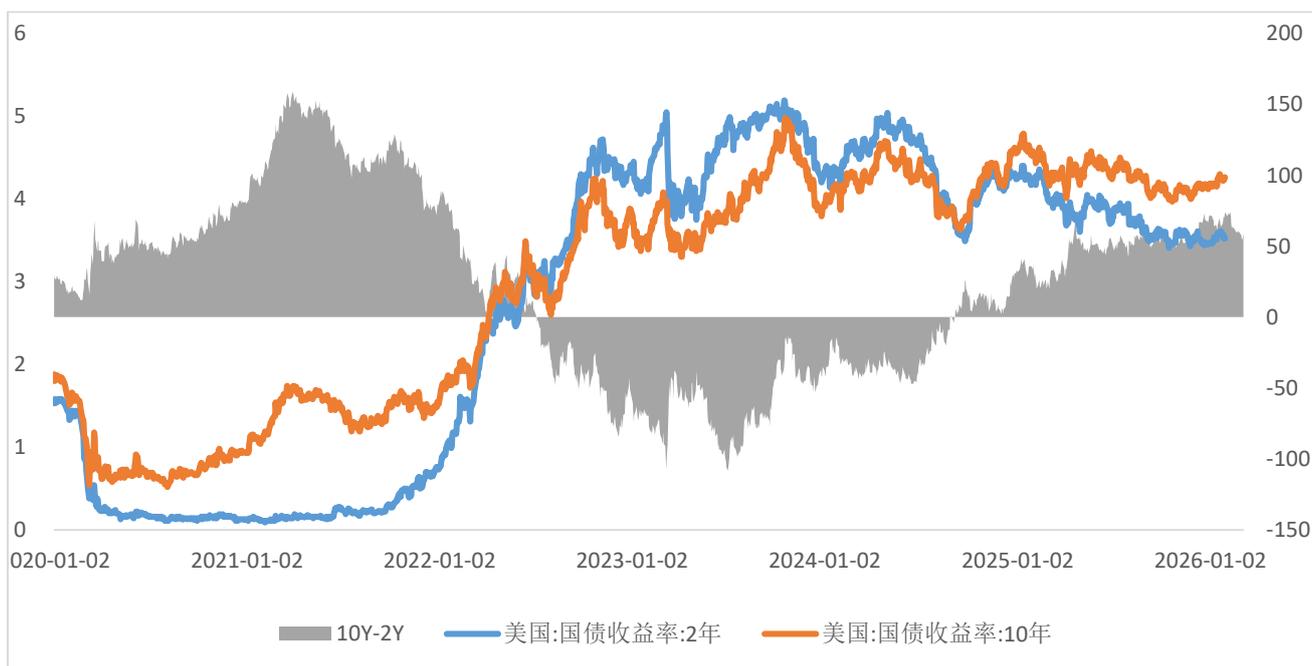
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 14BP，3 年期美债收益率上涨 16BP，10 年期美债收益率上涨 11BP。

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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.99%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.16%，即期汇率升值 0.31%，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	99.51	6.8898	6.8817	6.9062
对照日期	100.504	6.9007	6.903	6.9077
涨跌	-0.99%	0.16%	0.31%	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，开年生产、消费、固定资产投资等经济指标均好于预期，中国经济在外部环境扰动加剧的背景下展现出强大韧性。具体来看，在春节长假效应和国补资金提前下达等因素支持下，1-2月社会消费品零售总额同比增长2.8%，增速较前值明显回升，高于市场预期；在财政发力背景下，1-2月固定资产投资同比增长1.8%，增速有负转正且高于市场预期。开年财政收入总体符合预期，财政支出显著快于序时进度，特别是政府性基金支出同比大增，显示专项债发行使用效率明显提升，在财政积极发力的助力下，开年宏观经济实现“开门红”。往后看，政策前置的同时通胀回升，一季度宏观经济表现或相对较好。后续基本面走势仍有赖于中东局势的演化路径以及开年各项宏观政策的接续情况。海外方面，中东局势持续升级，地区能源基础设施成为攻击目标，原油价格高位上行，全球通胀预期抬升，叠加美联储3月议息会议表态偏鹰，全球风险资产受到明显冲击，贵金属价格在降息预期快速收敛的背景下大幅下挫，美元和美债收益率走高，中东局势后续走势成为当前资本市场关注的绝对焦点。

### （二）权益市场展望和策略

当前权益市场受多重海外因素扰动，全球资产陷入risk off状态，整体承压但短期存在反弹契机。贵金属正进行通胀新中枢重新定价，黄金短期预计在4200-4400美元/盎司止跌，美联储年内加息概率较低，但海外高利率预期持续支撑美元、压制成长股估值。中东冲突的持久度和对全球通胀的影响将超市场预期，叠加美元指数重回100附近、全球油价破百、国内成品油价走高，需等待海外股市完成油气涨价对盈利影响的定价。国内层面，“十五五”

规划纲要明确行业方向，后续 23 个专栏落地将催生新投资主线。上证指数短期内有望止跌反弹，前期下跌已部分释放流动性收紧和油价上涨的盈利压制，市场流动性中枢有望在 2 万亿上方企稳支撑反弹，反弹中油气品种或跑输，科技和新能源资产更具优势。整体仍需维持中性仓位，虽有反弹但市场压力未完全消退，行业配置上可关注电力及新能源设备、有色金属等板块，谨慎布局汽车、石油石化等领域，弹性交易可把握光伏储能景气方向和科技资产超跌反弹机会。

### **（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。但在伊以冲突下油价维持在高位的背景下，我们认为外需拉动内需的宽松交易的逻辑正在发生动摇。随着油价拉动消费品的全面上涨，海外总需求向上趋势的动能是在减弱的。

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。两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开始逐步建仓债券多头仓位。若收益率进一步上行，可逐步加大配置力度。建议利率债把握长端超跌修复机会，10 年期国债在 1.90% 上方积极加仓、1.70% 以下获利了结，短端受益于资金面宽松下行空间加大，曲线策略关注做平机会；信用债坚持票息为王，重点配置 3-5 年期中高等级城投债获取结构性收益。

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。