

## 一、核心观点

**宏观方面**，国内方面，2026年1-2月工业企业盈利呈现明显改善，尤其是有色冶炼及电子计算机行业引领盈利回升，与年初以来PPI上行态势一致，上中游与下游行业分化加剧。美国总统特朗普宣布，他将于5月14日至15日对中国进行国事访问，在北京与习近平主席举行会晤。海外方面，中东冲突从战事升级，转为谈判和冲突并行。美以对伊朗多处工业及核相关设施发动空袭。伊朗则以无人机和导弹还击，并警告报复美以关联的工业企业。对伊朗能源设施的打击再推迟10天；特朗普同时否认急于同伊朗达成协议，并表示美国对伊朗的军事行动正在继续，坚称是伊朗方面寻求重启谈判。

**权益市场方面**，上一周黄金价格瞬时触及4100美元后企稳反弹，上周五收报4500美元附近，基本符合我们的判断。上周五黄金的走势已经呈现出了一定的衰退定价，即黄金与原油走向的负相关有所减弱。展望本周，如果黄金继续定价衰退，就有机会向上反弹到4600-4700美元；同时也存在因为部分央行抛售黄金，再次下探4200-4400美元的可能。如我们在开战以来的策略观点：“中东地区冲突的持久性及其对于全球通胀的影响会超过市场预期。所谓的速胜论和特朗普TACO即能结束冲突，都是一厢情愿。”战争不同于贸易谈判，随着战争的持续，各方在物资人员损失、军事成本、国内民意、敌对方的恨意等方面会非线性地加深，造成停战条件的差距愈加扩大。此外，随着战争的持续，参加各方进一步增加：也门胡塞武装、黎巴嫩真主党、阿联酋等海湾国家，加上历史上的地缘和宗教矛盾，新仇旧恨，停战难度呈几何级增加。在特朗普的TACO预期管理与西方金融主导权的价格调控之下，纽约WTI原油价格和布伦特原油价格，与中东及亚太现货价格形成明显的背离。但当霍尔木兹海峡封锁超过一个月之后，其所造成的原油缺口将在产业链的各个层级实现较为明显的传导。特别是对能源对外依存度较高且制造业发达的亚太地区，造成影响。纽约WTI原油价格和布伦特原油价格也将出现显著的补涨，对之前过于拥挤的AI交易带来抑制。若美国的地面行动一旦展开，海湾地区的冲突必将再度升级，油价和风险资产将出现反向的剧烈波动。同时海外股市对于“油气价格大幅上涨对全球总量分子带来衰退影响”的定价并未结束。综上，全

球风险资产将继续处于 risk off 的状态。

**固收市场方面**，上周债市整体呈现震荡分化格局，核心特征为短债受益于资金面韧性而偏强，超长端在利差压缩行情后陷入反复，长债修复空间受限，各期限表现不一。上周初受大类资产流动性冲击影响债市普跌，但超长端已显露抗跌性；随后外部风险缓释叠加央行 MLF 操作预告提振，超长端在基金强劲买入下迎来顺畅下行；进入上周中，尽管避险情绪有所支撑，但超长端利差压缩受阻，在权益反弹与券商等机构波段操作下转为震荡回调；临近周末资金面不紧反松进一步巩固中短债强势，而超长端延续偏弱。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-3bp、-1bp、-1bp 收于 2.35%、1.82%、1.25%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-3bp、0bp 收于 53bp、57bp。当前市场主线依旧来自地缘，特别是油价走势，若后续油价继续维持在高位，那么全球制造业需求周期拐头向下的概率在增加，宽松交易也难以以为继。宏观逻辑的变动也同样影响机构行为的变化，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，关注本周披露的 3 月份 PMI 数据。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**国家主席习近平在河北雄安新区考察**，并主持召开深入推进雄安新区高质量建设和发展座谈会。习近平强调，要牢牢把握雄安新区作为北京非首都功能疏解集中承载地的首要功能定位，努力建设新时代创新高地和推动高质量发展样板。

**国务院常务会议听取当前我国服务业发展情况汇报**，研究加快建设分级诊疗体系有关政策措施。会议强调，要充分挖掘服务业发展潜力，推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，促进生活性服务业高品质多样化便利化发展。要聚焦带动性强的重点领域，完善政策配套和体制机制，加大财税、金融、要素保障等支持，扩大服务业市场准入和开放领域，充分释放市场活力。

**美国总统特朗普宣布**，他将于 5 月 14 日至 15 日对中国进行国事访问，在北京与习近平主席举行会晤。外交部发言人林剑对此表示，中美双方就特朗普总统访华事保持着沟通。

国家统计局发布数据显示，今年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 1.02 万

亿元，同比增长 15.2%，增速较上年全年加快 14.6 个百分点。其中，规模以上高技术制造业利润同比增长 58.7%。

**针对美对华两起 301 调查，商务部发布公告**，分别就美国破坏全球供应链相关做法和措施、美国阻碍绿色产品贸易相关做法和措施，对等发起两项贸易壁垒调查。下一步，商务部将根据调查情况采取相应措施，坚决捍卫自身正当权益。

**国家对成品油价格采取临时调控措施，为 13 年来首次调控**。国内成品油调价窗口 3 月 23 日 24 时开启，根据现行价格机制计算，国内汽、柴油价格每吨分别应上调 2205 元、2120 元，调控后实际上调 1160 元、1115 元，折合成升价分别上调 0.87 元左右、0.95 元左右。专家表示，如后期国际油价继续大幅上涨，国家可能会采取一些财税支持政策。

**央行行长潘功胜在中国发展高层论坛 2026 年年会上发表《中国高质量发展与全球经济再平衡》主题演讲**。潘功胜指出，人民银行将坚持支持性的货币政策立场，为经济稳定增长、高质量发展和金融市场平稳运行创造良好的货币金融环境；将继续实施适度宽松的货币政策，综合运用存款准备金率、政策利率、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕；将稳步推动金融业的高水平开放，深化金融市场互联互通、支付系统跨境互联，便利更多投资者投资中国金融市场。

**国家互联网应急中心、中国网络空间安全协会联合发布 OpenClaw 安全使用实践指南**，面向普通用户、企业用户、云服务商以及技术开发者等，提出安全防护建议。其中，对于普通用户的建议包括：使用专用设备、虚拟机或容器安装 OpenClaw，并做好环境隔离，不宜在日常办公电脑上安装；不使用管理员或超级用户权限运行 OpenClaw 等。对于云服务商，建议包括：做好云主机基础安全层面的安全评测与加固，做好安全防护能力部署、接入，做好供应链及数据安全防护。

**中办、国办发布《关于加快建立长期护理保险制度的意见》**，目标是用三年左右时间，基本建立适应我国基本国情，覆盖全民、统筹城乡、公平统一、安全规范、可持续的长期护理保险制度。意见明确，长期护理保险费率统一控制在百分之零点三左右。

**商务部部长王文涛会见荷兰外贸与发展合作大臣舍尔茨玛**。王文涛表示，中方愿与荷方通过经贸混委会等平台加强政策交流，通过对话协商妥善解决两国经贸合作中的问题。双方还就中荷半导体合作以及安世半导体问题交换了意见。

**市场监管总局召开 2026 年第一次企业公平竞争座谈会强调，将加强反垄断监管执法，加强企业合规指导**，深入整治“内卷式”竞争，深化竞争领域制度型开放。五矿集团、中建集

团、宁德时代、比亚迪、奇瑞汽车、滴滴、美团等企业有关负责人参加。

证监会 2026 年将研究制定资本市场法治建设规划，加快重点领域立法修法，提高制度包容性、适应性和竞争力、吸引力。全面落实依法从严打击证券违法活动的工作要求，坚持监管执法“长牙带刺”、有棱有角，严厉打击各类证券期货违法犯罪活动。

沪深交易所将“轻资产、高研发投入”认定标准适用范围拓展至主板公司，符合条件的主板公司再融资补流可以突破限额用于研发投入，进一步提高再融资灵活性。其中，“轻资产”认定标准为实物资产占总资产比重不高于 20%；“高研发投入”认定标准为最近三年平均研发投入占营收比重不低于 15%，或者最近三年累计研发投入不低于 3 亿元且最近三年平均研发投入占营收比例不低于 5%。

## （二）海外宏观

当地时间 3 月 27 日，美国和以色列对伊朗发动的军事打击进入第 28 天，美以对伊朗多处工业及核相关设施发动空袭。伊朗则以无人机和导弹还击，并警告报复美以关联的工业企业。伊朗伊斯兰革命卫队发表声明称，霍尔木兹海峡目前已经关闭，任何试图通过该海峡的行为都将遭到严厉打击。伊朗官员称考虑退出《不扩散核武条约》；一名伊朗高级安全官员警告，若美国发动地面行动，将遭对等反制。

美国总统特朗普表示，将针对伊朗能源设施的打击再推迟 10 天，至美国东部时间 2026 年 4 月 6 日晚 8 点。特朗普同时否认急于同伊朗达成协议，并表示美国对伊朗的军事行动正在继续，坚称是伊朗方面寻求重启谈判。特朗普警告伊朗，应尽快在和平协议问题上“认真起来”，否则将面临严重后果。伊朗通过中间人回应美 15 点停火提议，明确提出必须停止敌方的侵略与恐怖行径；必须创造客观条件，确保战争不再重演；必须明确承诺赔偿战争损失并加以落实；必须推动所有战线及地区内参与战事的抵抗组织结束行动。

美国国防部官员称，五角大楼正在考虑向中东增派多达 1 万人的地面部队，以便在美国总统特朗普权衡与伊朗和平谈判的同时，为其提供更多军事选择。以色列国防部长卡茨表示，将进一步升级对伊朗的打击行动，扩大打击范围，覆盖更多目标和区域。也门胡塞武装表示，将毫不犹豫地履行其责任和义务，支持伊朗，对抗以色列及其“美国帮凶”。

美国总统特使威特科夫表示，预计本周将与伊朗方面举行会谈。美国副总统万斯在本周早些时候一次电话通话中“批评以色列总理内塔尼亚胡对本次美以伊冲突的预测过于乐观”，认为内塔尼亚胡“夸大了伊朗政权更迭的可能性”。一名美国官员表示，在美方与伊朗“停火谈判”中，万斯“发挥了主导作用”，而以色列正试图破坏谈判。

美国政府通过巴基斯坦向伊朗提出一份包含 15 项条件的结束冲突方案，涵盖核计划、导弹能力及地区问题。美方主要要求包括：拆除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约 60% 高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施，并允许国际原子能机构（IAEA）全面核查等。同时，美方还要求伊朗停止支持地区盟友武装，禁止对其提供资金、指挥及武器支持，并限制弹道导弹项目的规模与射程，仅用于防御用途，同时确保霍尔木兹海峡保持开放。作为交换条件，伊朗可能获得全面解除国际制裁、美国支持其发展民用核项目，以及取消“快速恢复制裁”机制。据了解，美方正考虑推动为期一个月的停火，以便就上述条款展开进一步谈判。

多名美国官员和知情人士透露，美国国防部正在制定针对伊朗的所谓“最后一击”军事选项。美方内部讨论的方案包括对伊朗主要石油出口枢纽及关键岛屿实施封锁或军事行动，同时也考虑在霍尔木兹海峡拦截伊朗石油运输。此外，美军还准备了针对伊朗核设施的打击预案，包括深入内陆实施地面行动或发动大规模空袭。伊朗方面称，已组织超过一百万人为地面战斗做准备，并警告如果发动地面入侵，将开辟新战线，曼德海峡将是下一个目标。

俄工业家和企业家联盟主席亚历山大·绍欣透露，俄总统普京与企业界人士会面时表示，希望中东战事在今后几周内结束。普京明确表示，中东战事给作为能源出口大国的俄罗斯带来了超额利润，但这种情况不会持续太久。俄罗斯财政部和相关企业不应期待长期的“意外之财”。

美联储理事米兰表示，当前美联储政策正无端拖累经济。美联储应在年内逐步降息至中性利率水平。受油价冲击影响，将今年整体通胀预测上调至百分之二点七。米兰在上周的美联储会议中是唯一投票支持降息的官员。

美国证券交易委员会主席阿特金斯表示，加密货币公司的代币化创新豁免可能在几周内出台。该机构很快将就一系列与未来规则制定相关的问题征求意见，其中包括一项拟议的创新豁免，该豁免可以作为链上资产的监管沙盒。

伊朗战争引发的能源冲击正将全球金融市场推入一场罕见的多资产同步溃败。股票、债券与黄金在 3 月同步下跌，MSCI 全球指数重挫 9%，黄金下跌 15%，“60-40”组合遭遇三年最惨单月。市场的核心恐惧在于滞胀风险。

美伊冲突持续拖累市场情绪，标普 500 指数连续五周下跌，特朗普三度口头干预均告失效，原油正从期货价格向实物供应传导，亚洲库存已近极限，非洲 4 月初、欧洲 4 月中旬相继承压能源价格持续攀升，正通过多重渠道向宏观经济传导。华尔街已普遍上调通胀预期，

并削减了对美联储年内降息的押注。

欧洲央行行长拉加德表示，如果当前能源成本飙升有可能引发更广泛的通货膨胀，欧洲央行将采取果断迅速的行动，但目前仍在评估中东局势造成的冲击，如有必要将在任何会议上调整政策。

芝加哥联储主席古尔斯比表示，通胀目前是美国经济面临的主要风险，不排除加息可能，但如果伊朗冲突迅速得到解决，今年晚些时候仍可能进行降息。

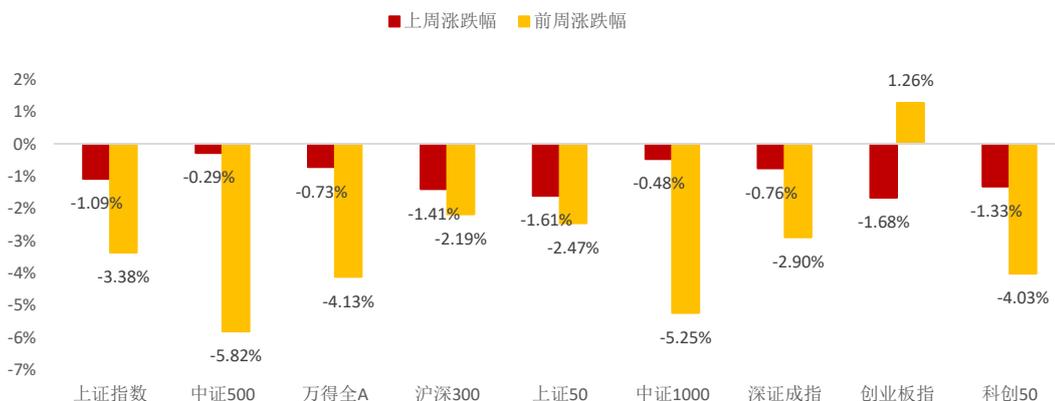
美国总统特朗普将于 4 月 3 日向美国国会提交年度预算请求。知情人士透露，特朗普正寻求大幅增加国防开支，同时继续削减美国国内机构规模。特朗普提出的国家安全支出规模或将高达 1.5 万亿美元，创历史新高。

### 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 1.10%，万得全 A 下跌 0.73%，沪深 300 下跌 1.41%，创业板指下跌 1.68%，科创 50 下跌 1.33%。从行业板块看，上周**有色金属、公用事业、基础化工**领涨，**非银金融、计算机、农林牧渔**领跌。

##### 2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/3/27	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	16.5	↓	0.07	54.8	↓	1.32	91.3%	94.4%	92.5%
深证成指	31.8	↓	0.02	76.9	↓	0.04	86.7%	91.7%	89.0%
上证 50	11.3	↓	0.16	53.4	↓	2.24	77.8%	77.2%	70.0%
沪深 300	13.9	↓	0.11	60.3	↓	1.55	78.9%	79.7%	73.2%
中证 500	35.2	↑	0.14	67.0	↑	0.10	79.7%	97.4%	96.6%
中证 1000	47.0	↓	0.18	66.6	↓	0.52	66.6%	86.7%	84.3%
创业板指	40.6	↓	0.62	33.8	↓	2.27	31.7%	44.5%	47.9%
科创 50	161.8	↓	2.51	93.8	↓	0.78	93.8%	93.8%	93.6%

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)

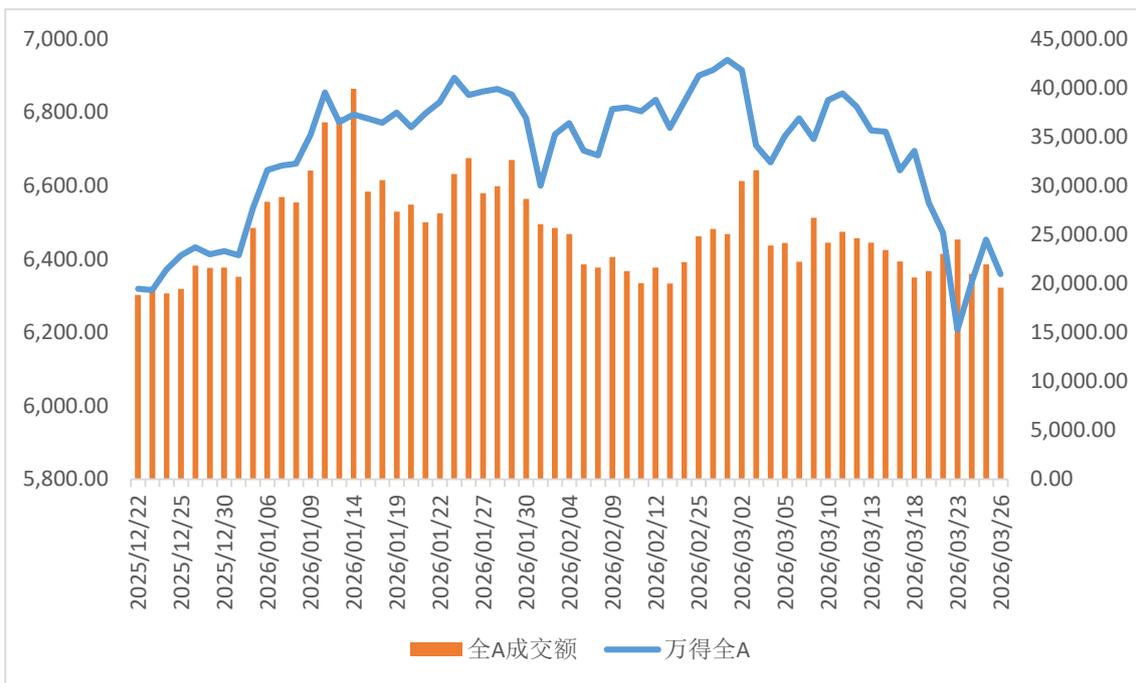
	2026/3/27	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数		
农林牧渔(申万)	23.1	↓	0.77	16.39%	↓	1.97	16.4%	26.6%	35.5%
基础化工(申万)	33.5	↑	1.08	80.10%	↑	1.76	80.1%	96.9%	95.8%
钢铁(申万)	31.8	↑	0.08	67.92%	↑	0.15	67.9%	89.4%	85.9%
有色金属(申万)	28.0	↓	0.62	34.42%	↓	1.32	34.4%	56.0%	64.1%
电子(申万)	64.1	↓	1.74	84.32%	↓	2.76	84.3%	94.1%	92.2%
家用电器(申万)	13.9	↓	0.12	22.84%	↓	2.14	22.8%	24.6%	22.7%
食品饮料(申万)	20.1	↓	0.22	14.14%	↓	0.77	14.1%	5.5%	7.4%
纺织服装(申万)	27.4	↑	0.36	59.88%	↑	1.16	59.9%	74.3%	68.3%
轻工制造(申万)	33.4	↓	0.24	64.35%	↓	0.64	64.3%	97.0%	96.0%
医药生物(申万)	34.5	↓	0.68	37.93%	↓	3.78	37.9%	60.3%	61.2%
公用事业(申万)	22.2	↑	0.65	61.47%	↑	3.46	61.5%	68.4%	65.2%
交通运输(申万)	18.6	↓	0.18	60.60%	↓	1.27	60.6%	78.4%	77.3%
房地产(申万)	68.3	↑	0.26	99.23%	↑	0.14	99.2%	98.7%	98.3%
商贸零售(申万)	43.9	↓	0.38	87.96%	↓	0.30	88.0%	95.3%	93.7%
社会服务(申万)	45.2	↓	0.35	43.90%	↓	0.66	43.9%	46.7%	29.0%
综合(申万)	63.9	↓	0.49	80.69%	↓	0.32	80.7%	95.2%	93.6%
建筑材料(申万)	32.8	↑	1.52	84.02%	↑	2.57	84.0%	98.7%	98.3%
建筑装饰(申万)	13.7	↓	0.13	73.12%	↓	0.40	73.1%	97.3%	97.8%
电力设备(申万)	41.9	↓	0.09	63.10%	↓	0.29	63.1%	78.7%	71.7%
国防军工(申万)	83.0	↓	1.62	70.29%	↓	1.16	70.3%	93.1%	90.8%
计算机(申万)	79.0	↓	3.19	84.59%	↓	2.70	84.6%	85.2%	80.3%
传媒(申万)	41.3	↓	0.88	53.68%	↓	1.87	53.7%	74.2%	69.1%
通信(申万)	53.7	↓	0.40	87.23%	↓	0.30	87.2%	99.6%	99.5%
银行(申万)	6.1	↓	0.05	40.49%	↓	1.93	40.5%	46.0%	59.8%
非银金融(申万)	11.6	↓	0.32	0.74%	↓	0.75	0.7%	0.2%	0.3%
汽车(申万)	27.8	↑	0.28	71.86%	↑	1.55	71.9%	57.0%	42.7%
机械设备(申万)	40.2	↑	0.30	71.62%	↑	0.11	71.6%	96.4%	96.9%
煤炭(申万)	22.0	↑	0.15	80.41%	↑	0.14	80.4%	99.8%	99.7%
石油石化(申万)	24.4	↑	0.48	83.83%	↑	1.15	83.8%	98.7%	98.7%
环保(申万)	30.4	↓	0.10	60.62%	↓	0.29	60.6%	96.5%	97.2%
美容护理(申万)	34.9	↓	2.14	39.33%	↓	7.64	39.3%	32.9%	22.0%

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**建筑材料、基础化工、公用事业**估值上行最多，**计算机、美容护理、电子**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。

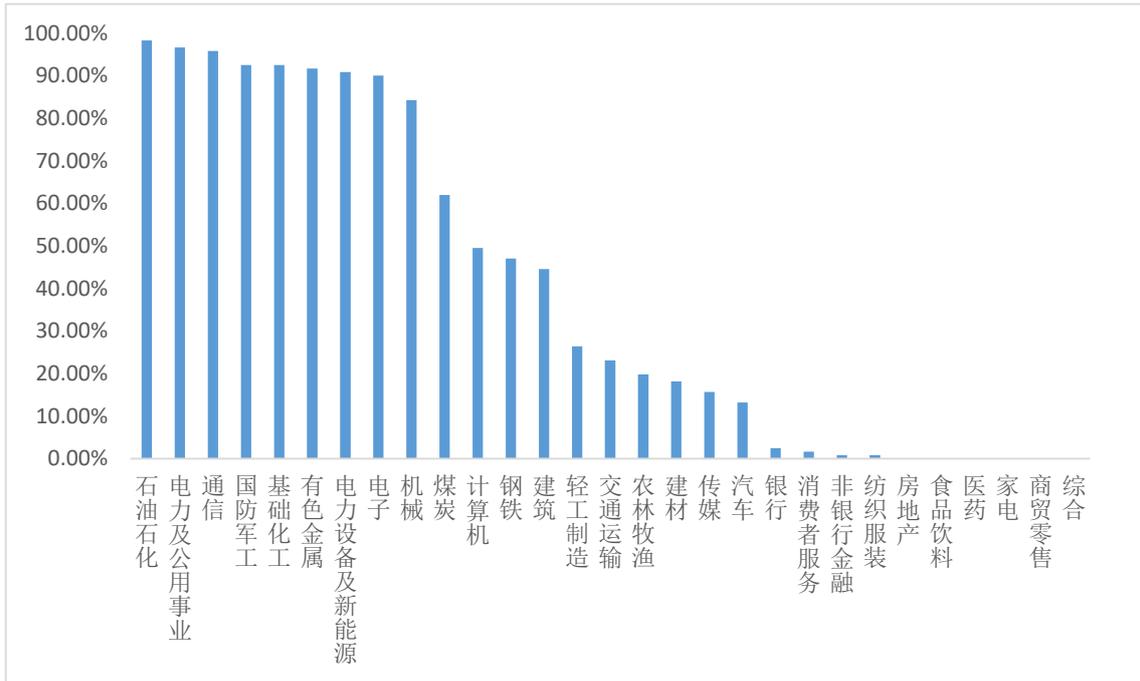
### 3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



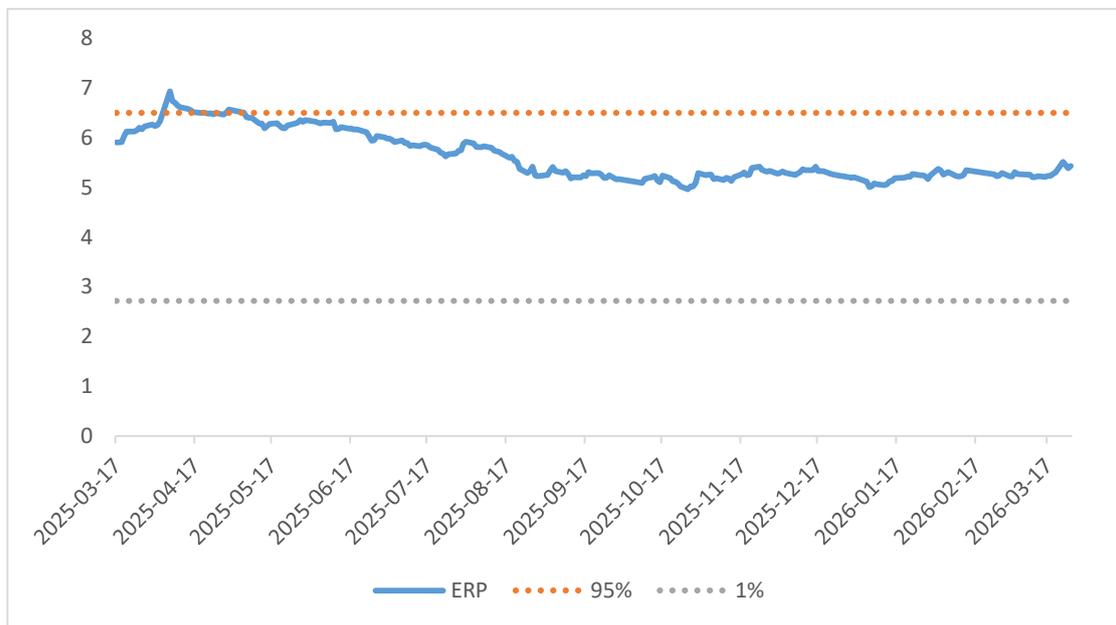
数据来源：Wind

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

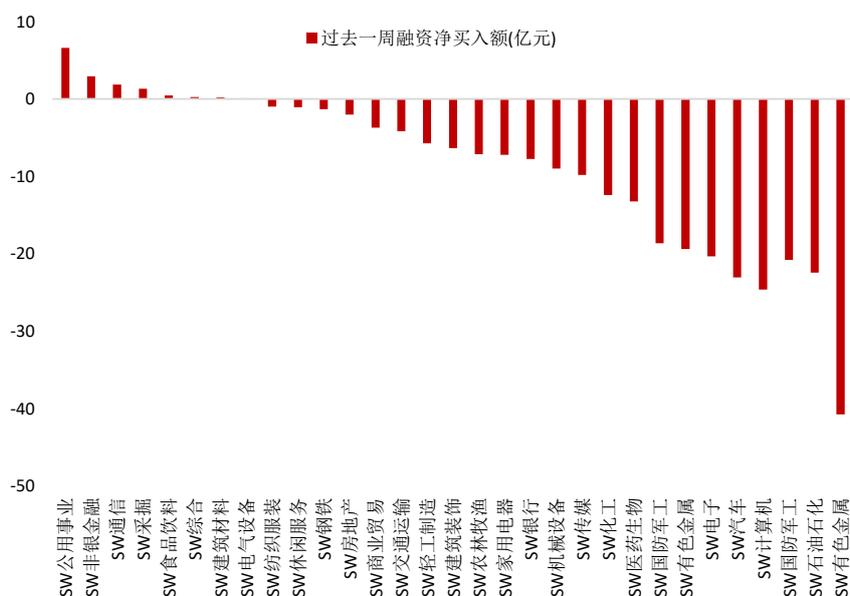
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，石油石化、电力及公用事业、通信的拥挤度较高。

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 5.43%，处于历史 59.17% 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27日，两融资金占比为4.15%，3月20日为4.08%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至3月27日，上周融资净买入的前三行业为公用事业、非银金融、通信。

图 5：上周两融资金行业流向（亿元）

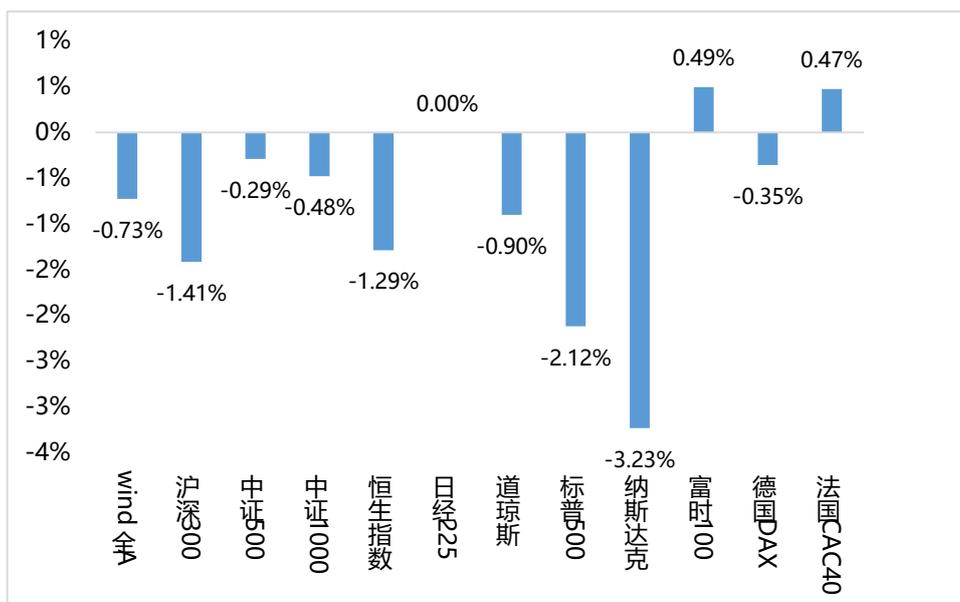


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指下跌0.90%，标普500下跌2.12%，纳指下跌3.23%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.49%，德国下跌0.35%，法国上涨0.47%；亚太股市方面，日经指数平收，恒生指数下跌1.29%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

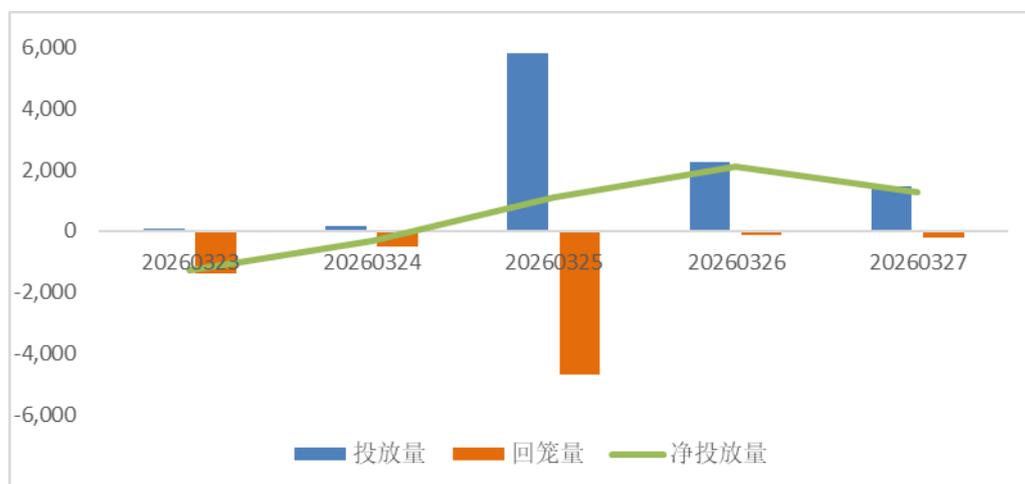


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 4742 亿元逆回购操作及 5000 亿元 MLF 操作，因有 2423 亿元逆回购及 4500 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 2819 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 0 亿元，地方政府债计划发行 1184 亿元，整体净缴款 150 亿元。

表 3：3 月 30 日-4 月 3 日政府债发行缴款

单位：亿元

	3 月 30 日	3 月 31 日	4 月 1 日	4 月 2 日	4 月 3 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	0	0	255	0	发行	0	0	0	255
到期	0	686	0	42	0	到期	0	686	0	42
缴款	0	369	0	0	0	缴款	0	369	0	0
净缴款	-317		-42		-263		487		285	

同业存单发行：本周（3月30日-4月3日）存单到期1551亿元，降至历史相对低位。

图8：同业存单到期与发行

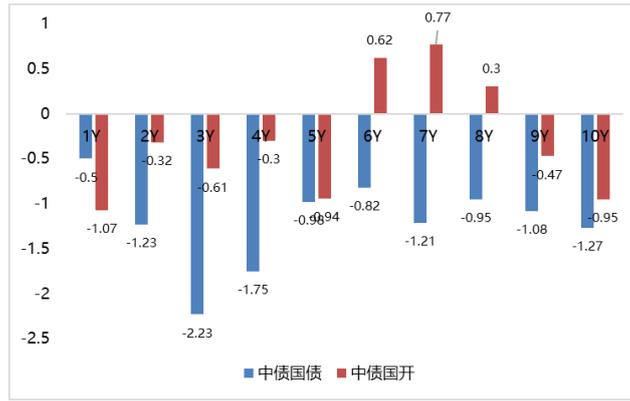


**回购市场：**上周资金面整体均衡偏松，资金维持平稳。具体来看，上周初虽然央行公开市场净回笼，但资金依然较为充裕，各期限价格变动不大；上周三央行投放略有增多，公开市场保持净投放，由于7D资金可以跨季，当日R007上行4.5BP至1.52%；后续两日央行继续维持净投放，临近月末在央行的呵护下，资金面平稳运行，7D资金利率有所回落。截至上周五，R001收于1.39%，较前一周下行0.09BP；R007收于1.51%，较前一周上行3BP。

**票据利率：**上周票据转贴市场呈现整体震荡走势。上周初大行降价进场收票，带动市场买盘情绪高涨，利率快速下行；随后卖盘出票力量逐渐增强，利率反弹；后续大行再度降价进场，长期票据利率下行。

### （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	7.1	22.99	26.45	31.03
环比	-1.73	1.25	-0.29	-4.27
年初以来	-13.88	11.92	10.93	0.63
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	24.39	15.36	18.69	46.01
2016 年以来分位数	11.88%	91.29%	87.22%	31.14%

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）

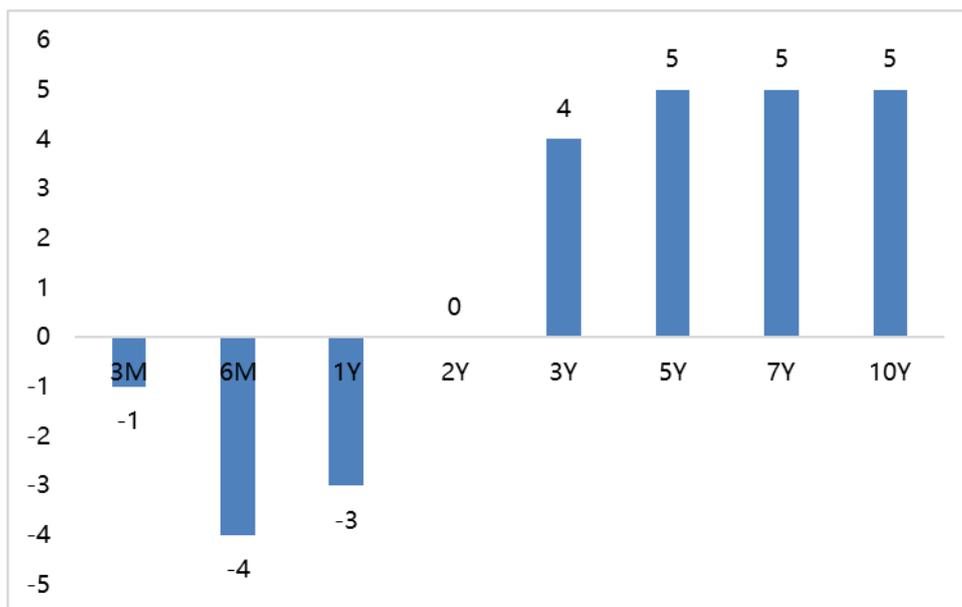
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.75	13.56	18.53	21.26	20.9
环比	0.05	-1.20	-0.37	-0.86	-1.70
年初以来	-18.59	-21.67	-18.73	-12.38	-24.22
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.45	34.45	36.87	41.09	42.49
2016 年以来分位数	4.14%	1.99%	7.15%	5.20%	5.04%

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全线下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.5BP 至 1.2518，3 年期下行 1.23BP 至 1.2964，5 年期下行 0.98BP 至 1.5527，10 年期下行 1.72BP 至 1.8172。

长等级高等级票据信用利差多数收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.05BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.20BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.37BP。

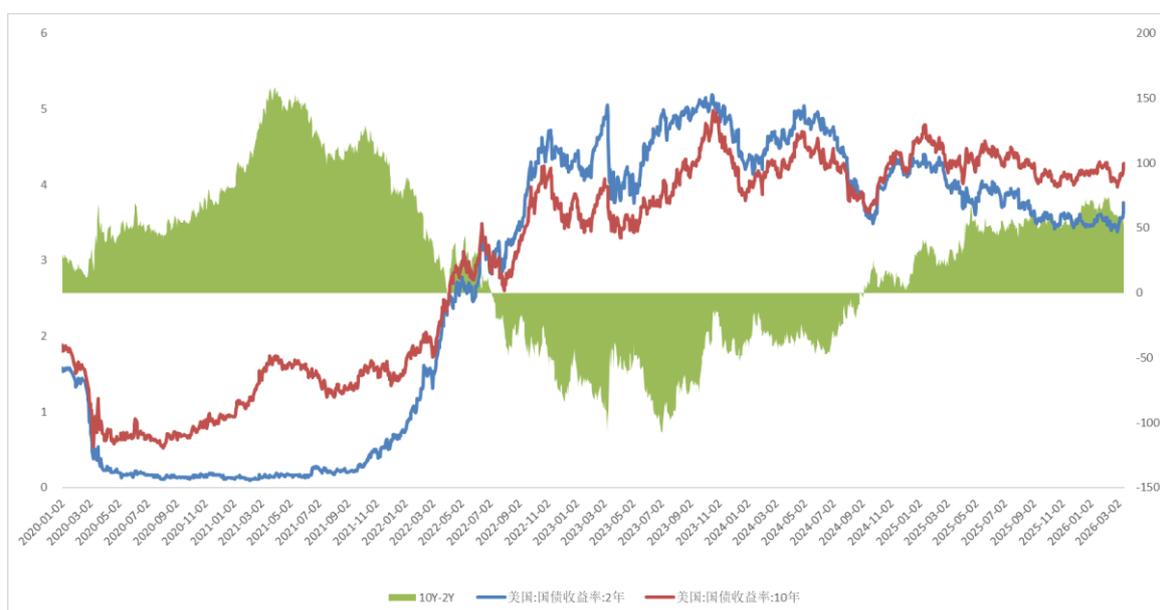
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1年期美债收益率下行3BP，3年期美债收益率上行4BP，10年期美债收益率上行5BP。

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 0.67%，在岸和离岸人民币汇率涨跌不一，中间价下跌 0.35%，即期汇率下跌 0.42%，离岸人民币汇率下跌 0.20%。

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	100.1745	6.9141	6.9105	6.9198
对照日期	99.51	6.8898	6.8817	6.9062
涨跌	0.67%	-0.35%	-0.42%	-0.20%

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

国内方面，工业企业利润增速较 25 年四季度的-5.7%回升至 15.2%，收入增速亦从 25 年 4 季度的-2.3%上行至 5.3%，利润率（季调后）较 25 年 4 季度的 5.2%回升至 5.7%。具体而言，计算机通信和有色冶炼行业对整体工业企业盈利增速的贡献分别为 8.1、6.1 个百分点，二者合计贡献整体工业企业盈利增速的超过 9 成，主要受到全球 AI 需求持续增长及有色价格上涨等因素提振。“涨价潮”亦带动煤炭、化工等行业利润增速较去年 4 季度进一步上行，而汽车、医药、电力供应等中下游行业盈利增速有所回落。海外方面，美国政府通过巴基斯坦向伊朗提出一份包含 15 项条件的结束冲突方案，涵盖核计划、导弹能力及地区问题。美方主要要求包括：拆除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约 60%高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施，并允许国际原子能机构（IAEA）全面核查等。伊朗通过中间人回应美 15 点停火提议，明确提出必须停止敌方的侵略与恐怖行径；必须创造客观条件，确保战争不再重演；必须明确承诺赔偿战争损失并加以落实；必须推动所有战线及地区内参与战事的抵抗组织结束行动。

### （二）权益市场展望和策略

上周一黄金价格瞬时触及 4100 美元后企稳反弹，上周五收报 4500 美元附近，基本符合我们之前的判断。上周五黄金的走势已经呈现出了一定的衰退定价，即黄金与原油走向的负相关有所减弱。展望本周，如果黄金继续定价衰退，就有机会向上反弹到 4600-4700 美元；同时也存在因为部分央行抛售黄金，再次下探 4200-4400 美元的可能。如我们在开战以来的策略观点：“中东地区冲突的持久性及其对于全球通胀的影响会超过市场预期。所谓的速胜论和特朗普 TACO 即能结束冲突，都是一厢情愿。”战争不同于贸易谈判，随着战争的持续，各方在物资人员损失、军事成本、国内民意、敌对方的恨意等方面会非线性地加深，造成停战条件的差距愈加扩大。此外，随着战争的持续，参加各方进一步增加：也门胡塞武装、黎

巴嫩真主党、阿联酋等海湾国家，加上历史上的地缘和宗教矛盾，新仇旧恨，停战难度呈几何级增加。在特朗普的 TACO 预期管理与西方金融主导权的价格调控之下，纽约 WTI 原油价格和布伦特原油价格，与中东及亚太现货价格形成明显的背离。但当霍尔木兹海峡封锁超过一个月之后，其所造成的原油缺口将在产业链的各个层级实现较为明显的传导。特别是对能源对外依存度较高且制造业发达的亚太地区，造成影响。纽约 WTI 原油价格和布伦特原油价格也将出现显著的补涨，对之前过于拥挤的 AI 交易带来抑制。若美国的地面行动一旦展开，海湾地区的冲突必将再度升级，油价和风险资产将出现反向的剧烈波动。同时海外股市对于“油气价格大幅上涨对全球总量分子带来衰退影响”的定价并未结束。综上，全球风险资产将继续处于 risk off 的状态。

仓位：维持中性仓位，全球风险资产处于风险偏好降低的状态，权益市场显著承压。虽然接下一段时间，市场会有所反弹，但并不意味着压力最大阶段即将过去。本周市场依然还处于反弹的阶段，但会因为中东战局的边际影响，出现反复高波，类似上周的走势。成交金额降至 1.8-1.9 万亿区间，显示市场本身下跌动能有限。4 月初的海外就业数据和通胀数据会验证战争带来的实质性影响。在此之前，市场仍然延续结构性分子景气+上游供给稀缺的交易逻辑。弹性交易方向：景气方向：光模块+光纤光缆；对冲方向：储能及电池材料。行业配置：建议关注：电力设备及新能源、基础化工、通信、石油石化、建筑材料；建议谨慎：计算机、农林牧渔、电子、美容护理。

### **（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。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。

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：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。