

# 通胀温和修复，市场风险偏好回升

——鑫元周观点（2026.04.06-2026.04.12）

## 一、核心观点

**宏观方面**，国家统计局公布3月物价数据，CPI同比温和上涨1.0%，核心CPI超季节性回落；PPI同比由降转涨0.5%，结束连续41个月下降态势，为2022年9月以来首次上涨，显示工业领域价格修复态势明显。往后看，通胀温和回升与政策持续发力共振，二季度宏观经济有望延续平稳运行。海外方面，中东局势出现重大转折，美伊于4月7日宣布达成为期两周的双向停火协议。但停火首日以色列即对黎巴嫩发动大规模空袭，造成约300人死亡，停火协议的脆弱性凸显。美国3月CPI同比上涨3.3%，汽油价格创近60年最大单月涨幅，能源价格指数贡献了当月整体涨幅的近3/4，但核心通胀仍然平稳，花旗预计年内降息时点推迟至9月，富国银行不再预期2026年降息，全球风险资产仍具不确定性。

**权益市场方面**，美国3月CPI数据符合预期，美联储年内倾向于按兵不动；美伊谈判虽带来短期降温，但双方分歧仍大，中东冲突持久性及其对全球通胀的影响或超市场预期，贵金属（黄金）波动区间预计4550-4850美元。A股分母端无新边际变化，分子端关注“十五五”规划纲要带来的投资主线。A股反弹周期已进入中后段，风险偏好修复空间有限，市场资金持续“缩圈”聚焦而非扩散。行业配置建议关注电力设备及新能源、机械设备、通信、石油石化、煤炭等方向，谨慎对待美容护理、食品饮料、房地产等板块。核心逻辑在于以稳健组合配置渡过外部冲击反复期，等待战争风险彻底消除后的明确信号。

**固收市场方面**，当前债市交易逻辑在“避险”与“通胀”之间反复切换，核心矛盾在于外部通胀压力与内部经济成色的博弈。尽管油价短期回落，但若后续油价维持高位，叠加基数效应，PPI同比在二季度大概率将持续回升。历史上在PPI同比回升阶段，短端利率往往难以持续“免疫”。同时，国内经济虽在政策前置发力下呈现阶段性回暖，但其回升是短期脉冲还是趋势性企稳，仍需4-5月数据验证。后续需要关注的关键变量包括：一是二季度国债、特别国债、专项债发行总量或有所增加，供给压力可能对债市收益率构成一定上行压力；二是物价水平有望延续修复，如果国内物价回升主要由供给侧冲击因素形成，央行货币政策的宽松基调就不会改变，债市收益率大幅趋势性上行的概率有限；三是外部地缘局势的变化将直接

影响通胀预期和避险情绪的走向。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

中共中央总书记习近平会见中国国民党主席郑丽文。习近平强调，我们愿在坚持“九二共识”、反对“台独”的共同政治基础上，同包括中国国民党在内的台湾各政党、团体和社会各界人士一道，加强交流对话，为两岸谋和平、为同胞谋福祉、为民族谋复兴，把两岸关系的未来牢牢掌握在中国人自己手中。“台独”是破坏台海和平的罪魁祸首，我们决不姑息、决不容忍。

国家主席习近平就服务业发展作出重要指示。突出需求牵引、改革攻坚、科技赋能、开放合作，努力开创服务业高质量发展新局面。全国服务业大会4月7日至8日召开，国务院总理李强出席会议并讲话指出，聚焦生产生活重点领域，分层分类推动服务业发展。业内专家预计，服务业发展将迎来诸多实质性利好，相关实施方案及配套专项政策有望陆续出台，推动服务业量质齐升，产业规模稳步向百万亿级目标迈进。

3月CPI同比温和上涨，PPI同比由降转涨。4月10日，国家统计局公布数据显示，3月份CPI环比下降0.7%，同比上涨1.0%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%。受春节长假后消费需求季节性回落影响，食品价格环比下降2.7%，服务价格环比下降1.1%。工业消费品价格上涨2.2%，其中汽油价格由降转涨，上涨3.8%。PPI同比由上月下降0.9%转为上涨0.5%，结束连续41个月下降态势，为2022年9月以来首次上涨。PPI环比上涨1.0%，已连续6个月上涨，涨幅比上月扩大0.6个百分点，为48个月以来最大涨幅。受国际原油等价格大幅上涨影响，石油和天然气开采业价格环比上涨15.8%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨5.8%。

### （二）海外宏观

美国3月CPI同比上涨3.3%，汽油价格创近60年最大涨幅。4月10日，美国劳工部公布数据显示，美国3月消费者价格指数（CPI）同比上涨3.3%，高于2月的2.4%；环比上涨0.9%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国3月核心CPI同比上涨2.6%，环比上涨0.2%。受伊朗战事影响，美国能源价格指数上涨明显，成为拉动当月物价上涨的主要因素。数据显示，美国能源价格指数在3月份环比上涨10.9%，为自2005年9月以来最大单月涨幅，贡献了当月整体涨幅的近3/4。美联社指出，汽油价格出现近60年来最大单月涨幅，导致美国3月份通胀大幅飙升，这给美联储的抗通胀努力带来重大挑战，也加剧了物价上涨对白宫所造

成的政治压力。

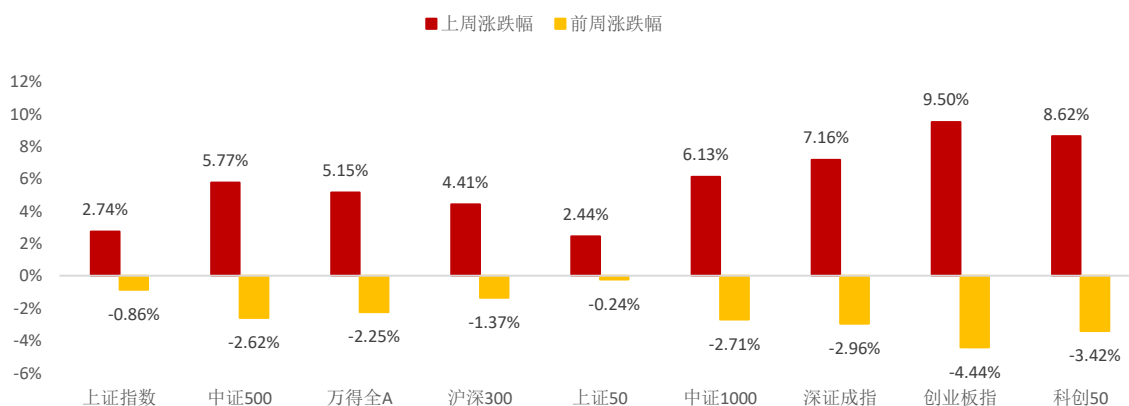
**美伊达成停火协议但局势仍存变数。**上周中东局势出现重大转折。4月7日，美国总统特朗普宣布美伊达成双向停火协议，为期两周。4月8日凌晨，伊朗最高国家安全委员会发表声明称接受巴基斯坦提出的停火提议，伊朗时间当天凌晨3时30分停火协议正式生效。4月10日，美伊双方在巴基斯坦首都伊斯兰堡启动谈判，伊朗伊斯兰议会议长卡利巴夫率领代表团参加。然而停火首日即生变数，以色列4月8日对黎巴嫩发动大规模空袭，造成约300人死亡、1150人受伤，为自3月2日以来单日死亡人数最高的一次。伊朗方面要求黎巴嫩停火作为谈判前提条件，并于4月9日再次关闭霍尔木兹海峡。以色列总理内塔尼亚胡表示，美伊停火并非战争结束，以色列“仍有更多目标需要完成”，“随时准备重返战斗”。中方表示，武力换不来和平，政治解决才是出路，当务之急是立即停火止战。

### 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 股宽基指数悉数上涨。上证指数上涨 2.74%，万得全 A 上涨 5.15%，沪深 300 上涨 4.41%，创业板指上涨 9.50%，科创 50 上涨 8.62%。从行业板块看，上周**通信、电子、机械设备**领涨，**银行、煤炭、公用事业**领跌。

##### 2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/4/10	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	16.9	↑	0.39	58.0	↑	4.64	95.2%	97.4%	96.6%
深证成指	34.4	↑	1.90	82.9	↑	6.22	95.2%	99.3%	99.0%
上证 50	11.3	↑	0.06	53.7	↑	0.80	78.2%	77.7%	70.6%
沪深 300	14.2	↑	0.31	65.7	↑	6.93	85.7%	86.3%	82.0%
中证 500	35.9	↑	1.65	67.8	↑	2.42	80.1%	97.8%	97.1%
中证 1000	48.7	↑	2.53	71.2	↑	7.36	71.2%	91.6%	89.6%
创业板指	42.2	↑	3.36	39.3	↑	11.47	37.7%	49.6%	52.4%
科创 50	168.7	↑	12.33	95.7	↑	3.78	95.7%	95.7%	95.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

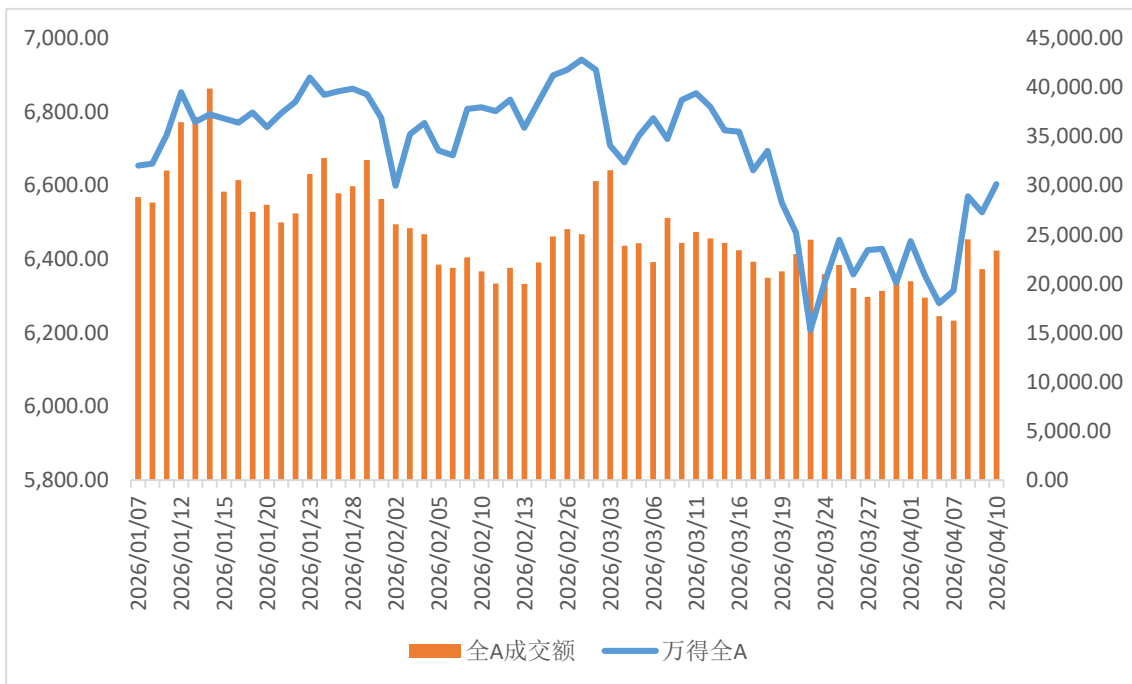
	2026/4/10	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数		
农林牧渔(申万)	25.4	↑	0.47	23.56%	↑	2.01	23.6%	37.2%	46.3%
基础化工(申万)	33.5	↑	1.84	80.14%	↑	4.77	80.1%	96.8%	95.8%
钢铁(申万)	31.7	↑	0.37	67.74%	↑	0.44	67.7%	89.1%	85.5%
有色金属(申万)	28.9	↑	1.35	36.27%	↑	2.79	36.3%	58.9%	66.4%
电子(申万)	68.3	↑	6.25	88.94%	↑	7.49	88.9%	96.2%	94.9%
家用电器(申万)	14.2	↑	0.25	28.43%	↑	4.63	28.4%	30.6%	30.1%
食品饮料(申万)	20.3	↓	0.01	15.14%	↓	0.03	15.1%	6.4%	8.5%
纺织服饰(申万)	27.1	↑	0.77	58.90%	↑	3.57	58.9%	72.8%	66.5%
轻工制造(申万)	34.2	↑	1.45	66.40%	↑	3.56	66.4%	98.4%	97.8%
医药生物(申万)	35.3	↑	0.30	42.40%	↑	1.82	42.4%	64.4%	64.5%
公用事业(申万)	20.4	↑	0.15	49.48%	↑	2.00	49.5%	55.9%	56.5%
交通运输(申万)	18.8	↑	0.13	61.49%	↑	0.92	61.5%	79.8%	78.6%
房地产(申万)	69.4	↑	3.79	99.75%	↑	1.42	99.7%	99.6%	99.5%
商贸零售(申万)	43.8	↑	1.50	87.66%	↑	2.68	87.7%	95.1%	93.5%
社会服务(申万)	44.2	↑	1.47	40.86%	↑	4.49	40.9%	44.2%	25.9%
综合(申万)	107.6	↑	32.01	99.59%	↑	9.31	99.6%	100.0%	100.0%
建筑材料(申万)	35.3	↑	1.65	88.09%	↑	2.89	88.1%	99.8%	99.7%
建筑装饰(申万)	14.8	↑	0.63	75.07%	↑	1.04	75.1%	99.6%	99.9%
电力设备(申万)	41.0	↑	2.65	59.68%	↑	8.00	59.7%	76.2%	68.3%
国防军工(申万)	82.2	↑	2.70	69.93%	↑	2.22	69.9%	92.5%	90.1%
计算机(申万)	80.2	↑	4.48	85.63%	↑	4.12	85.6%	86.6%	82.2%
传媒(申万)	42.8	↑	2.72	57.58%	↑	6.70	57.6%	80.0%	76.1%
通信(申万)	59.0	↑	5.57	89.63%	↑	2.60	89.6%	100.0%	100.0%
银行(申万)	6.1	↓	0.07	38.80%	↓	3.16	38.8%	43.4%	56.6%
非银金融(申万)	11.9	↑	0.49	1.62%	↑	1.24	1.6%	0.9%	1.2%
汽车(申万)	28.3	↑	1.24	74.30%	↑	6.31	74.3%	60.4%	47.4%
机械设备(申万)	42.8	↑	2.85	74.06%	↑	2.62	74.1%	98.8%	98.7%
煤炭(申万)	21.0	↑	0.01	78.88%	↓	0.07	78.9%	98.6%	98.2%
石油石化(申万)	24.3	↑	0.29	83.58%	↑	0.84	83.6%	98.4%	98.4%
环保(申万)	30.5	↑	1.31	61.11%	↑	2.24	61.1%	96.7%	97.6%
美容护理(申万)	35.0	↑	0.32	39.74%	↑	1.73	39.7%	33.4%	22.6%

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，上周综合、电子、通信估值上行最多，银行、食品饮料、煤炭下行最多。当前房地产、综合、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。

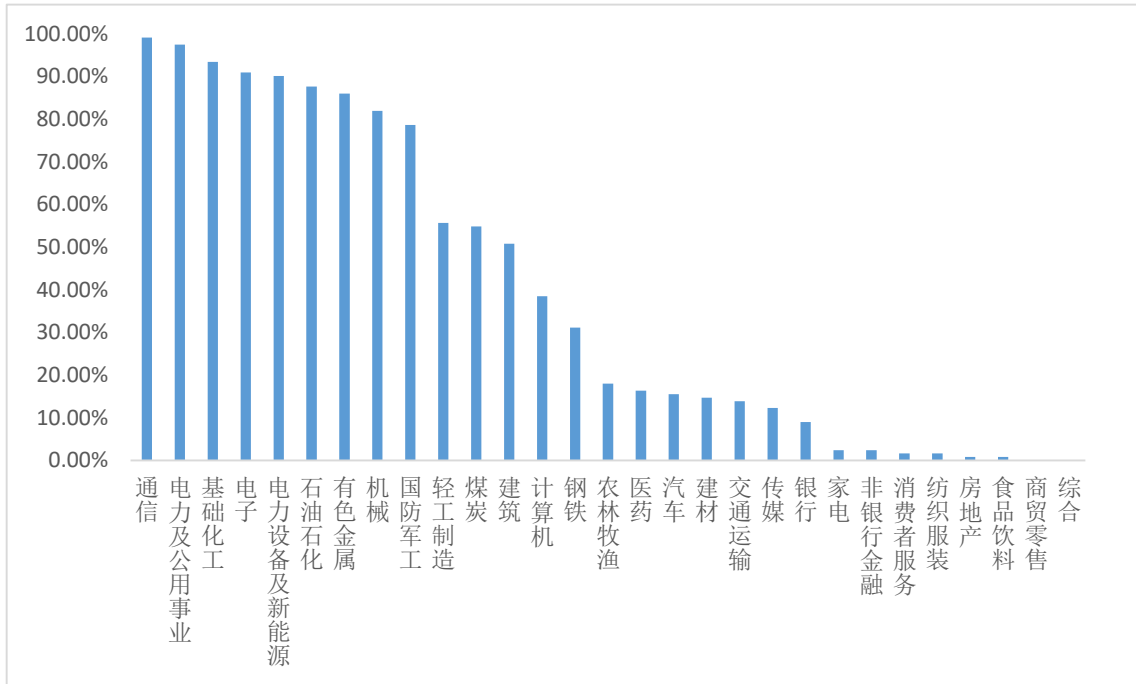
### 3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



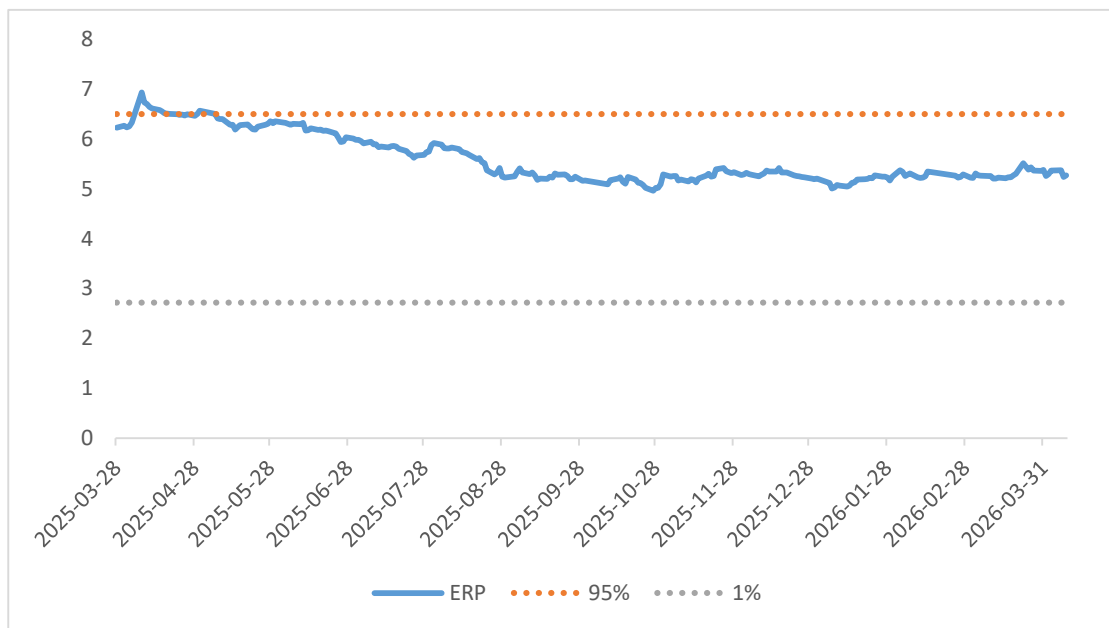
数据来源：Wind

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

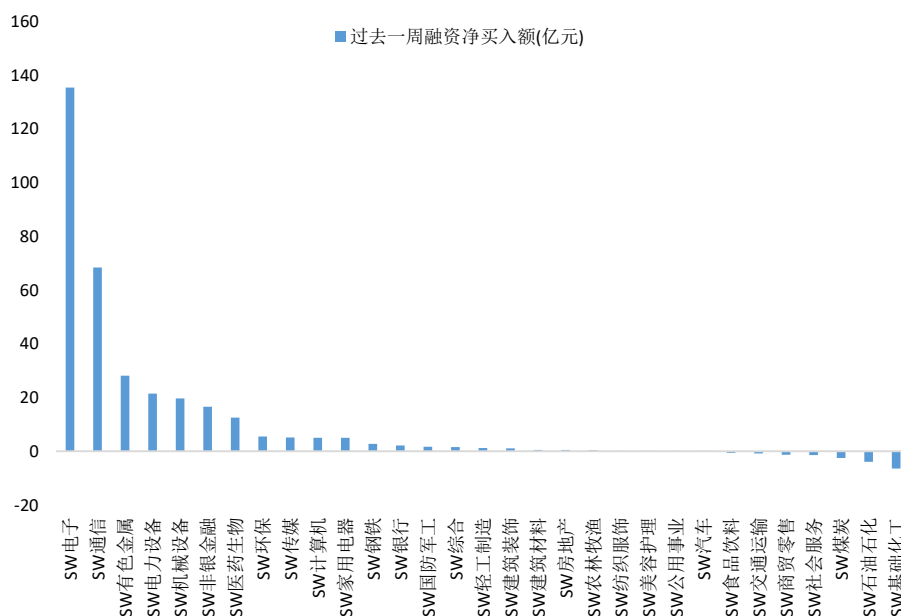
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上涨。从行业拥挤度的角度，通信、电力及公用事业、基础化工的拥挤度较高。

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 50.44% 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

4月9日，两融资金占比为9.50%，4月3日为9.01%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至4月10日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、有色金属。

图5：上周两融资金行业流向（亿元）

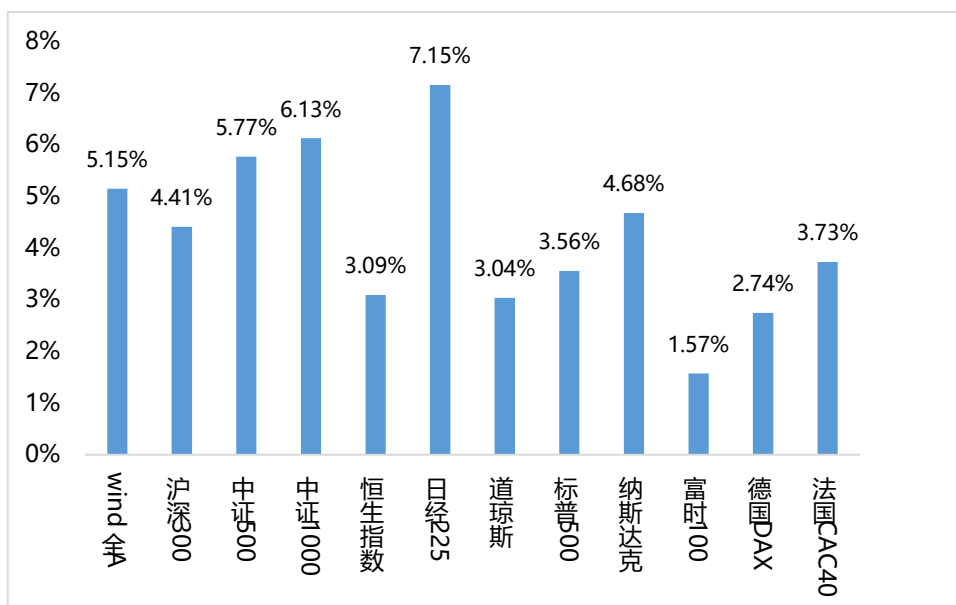


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指上涨3.04%，标普500上涨3.56%，纳指上涨4.68%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.57%，德国上涨2.74%，法国上涨3.73%；亚太股市方面，日经指数上涨7.15%，恒生指数上涨3.09%。

图6：上周海外主要指数涨跌

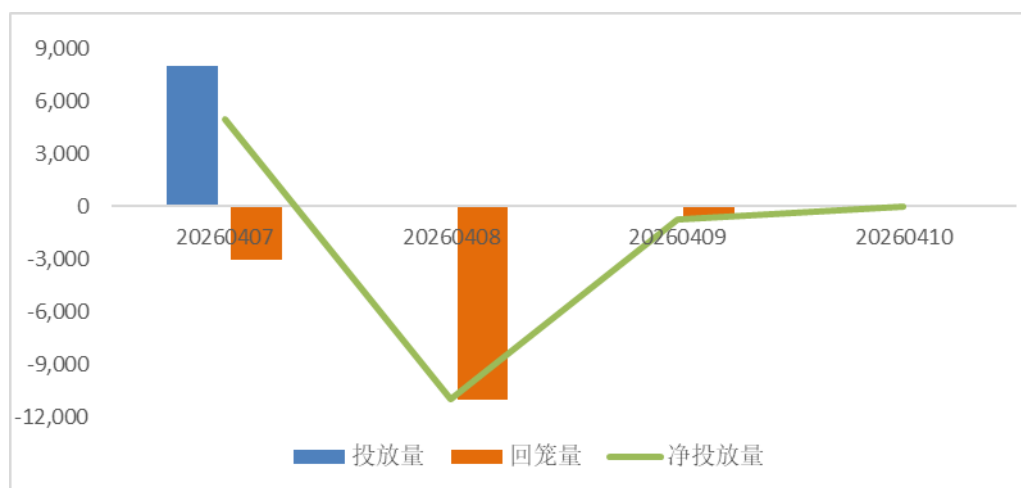


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 35 亿元逆回购和 8000 亿元买断式逆回购操作，因有 3040 亿元逆回购、11000 亿元买断式逆回购及 700 亿元国库现金定存到期，整体上实现净回笼 6705 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 1400 亿元，地方政府债计划发行 1472 亿元，整体净缴款-3318 亿元。

表 3：4 月 13 日-4 月 17 日政府债发行缴款

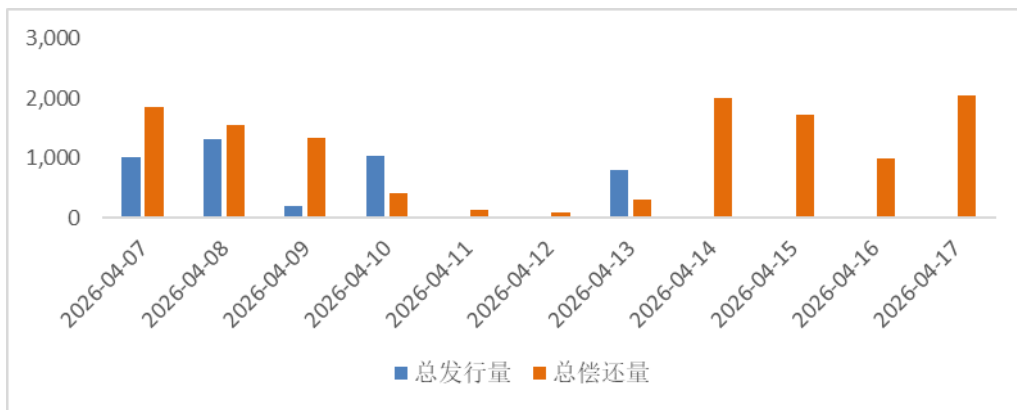
单位：亿元

	4 月 13 日	4 月 14 日	4 月 15 日	4 月 16 日	4 月 17 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	60	1400	719	0	0	0	511	0	182
到期	0	730	0	55	5402	264	1250	44	0	10
缴款	1322	424	0	60	1400	719	0	0	0	511
净缴款	1016		5		-3547		-1294		502	

**同业存单发行：**本周（4月13-17日）存单到期7309亿元，较前一周的5150亿元进一步提升。

图8：同业存单到期与发行

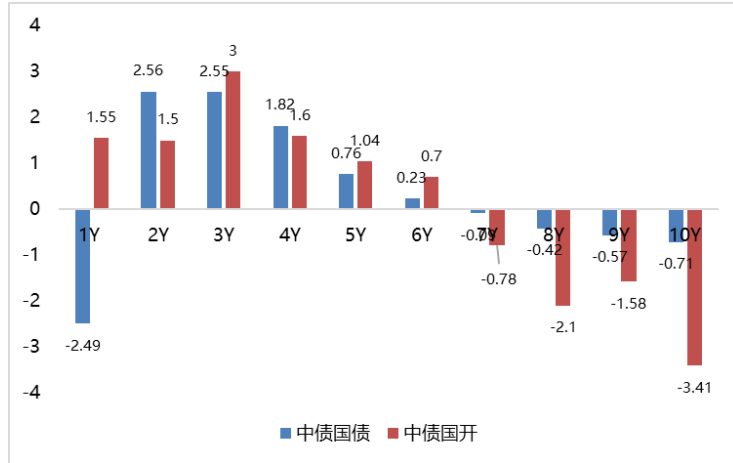


**回购市场：**上周资金面整体宽松，资金利率维持低位。具体来看，上周二上周三央行维持5亿元的逆回购操作，买断式逆回购缩量续作，缩量规模3000亿元，但资金面维持宽松格局，周三R001降至1.27%的低位；随着央行持续小额操作，资金利率缓慢上行。截至上周五，R001收于1.29%，较前一周下行0.23BP；R007收于1.4%，较前一周上行0.6BP。

**票据利率：**上周票据市场交投情绪恢复，票据利率整体呈震荡走势。上周初大行积极进场配置，买盘情绪跟着释放，票价先涨后回落；上周尾由于一级市场供给充足，卖盘力强增强，大行上调报价，各期限利率有所上移。

### （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	14.81	19.39	25.95	41.37
环比	5.04	-1.79	-1.47	-1.31
年初以来	-6.17	8.32	10.43	10.97
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	24.35	15.38	18.72	45.98
2016 年以来分位数	24.92%	77.10%	85.75%	43.69%

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 4 月 12 日）

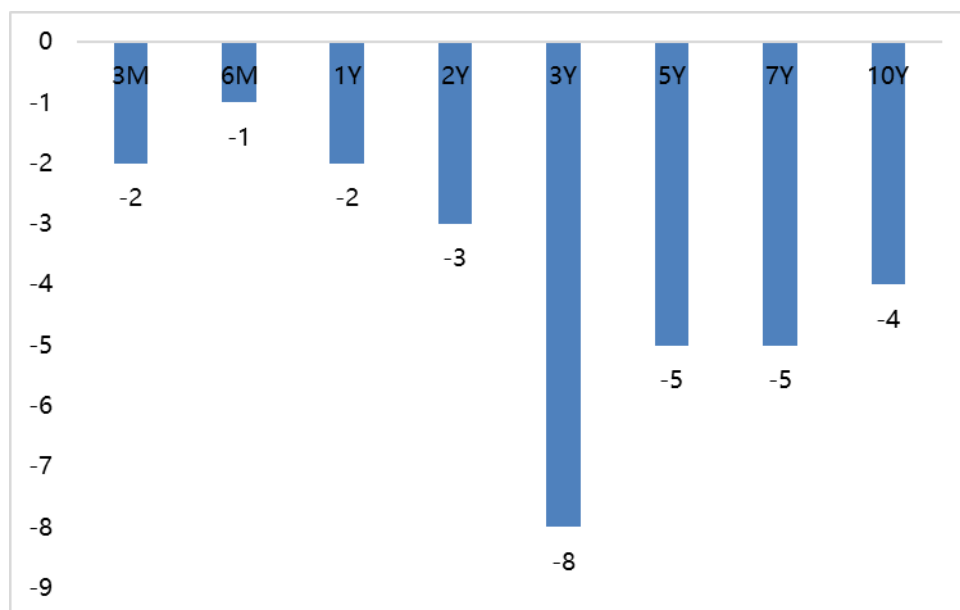
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	11.67	10.47	11.89	15.54	15.98
环比	-4.09	-3.77	-5.57	-4.07	-3.68
年初以来	-20.67	-24.76	-25.37	-18.1	-29.14
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.35	34.38	36.80	41.02	42.41
2016 年以来分位数	3.12%	0.27%	0.04%	0.58%	0.55%

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涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2.49BP 至 1.2113，3 年期上行 2.55BP 至 1.3594，5 年期上行 0.76BP 至 1.5533，10 年期下行 0.71BP 至 1.8128。

长期限高等级票据信用利差全部收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.09BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.77BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.57BP。

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全线下跌。1 年期美债收益率下行 2BP，3 年期美债收益率下行 8BP，10 年期美债收益率下行 4BP。

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

上周美元指数下跌，在岸和离岸人民币汇率微涨。上周美元指数下跌 1.49%，在岸和离岸人民币汇率全线上涨，中间价上涨 0.40%，即期汇率上涨 0.68%，离岸人民币汇率上涨 0.90%。

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	98.6997	6.8654	6.8333	6.8248
对照日期	100.1943	6.8929	6.8803	6.8865
涨跌	-1.49%	0.40%	0.68%	0.90%

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，上周国家统计局公布 3 月物价数据，CPI 同比温和上涨 1.0%，核心 CPI 超季节性回落，显示下游需求表现一般；PPI 同比由降转涨 0.5%，结束连续 41 个月下降态势，为 2022 年 9 月以来首次上涨，显示工业领域价格修复态势明显。往后看，通胀温和回升与政策持续发力共振，二季度宏观经济有望延续平稳运行。海外方面，上周中东局势出现重大转折，美伊于 4 月 7 日宣布达成为期两周的双向停火协议并于 4 月 8 日正式生效，双方于 4 月 10 日在巴基斯坦伊斯兰堡启动谈判。但停火首日以色列即对黎巴嫩发动大规模空袭，造成约 300 人死亡，停火协议的脆弱性凸显。美国 3 月 CPI 同比上涨 3.3%，汽油价格创近 60 年最大单月涨幅，能源价格指数贡献了当月整体涨幅的近 3/4，但核心通胀整体弱于预期，花旗预计年内降息时点推迟至 9 月，富国银行不再预期 2026 年降息，全球风险资产仍具不确定性。

### （二）权益市场展望和策略

上周五公布的美国 3 月 CPI 数据符合预期，并没有因为中东战争出现超预期的大幅上涨，通胀中枢也没有受到能源上涨的影响。油价仍然是除就业以外，影响美联储货币政策的最重要因素。美伊谈判带来了整体降温，但双方分歧仍大，当下美联储更倾向于年内按兵不动。这也使得贵金属在利率层面受到的抑制暂时消除。但接下来二至三周的中东战局新变化都会给黄金带来较大波动，预计黄金大致的波动区间会在 4550-4850 美元。如果未来一段时间，黄金超预期波动，例如再次下探到之前的 4200-4400 美元区间，那将会是一个很好的加仓机会。美伊谈判并无新的边际信息可以定价。未来一周主要看双方是否会遵守停战协议、霍尔木兹海峡的通航数量，以及美国舰队的集结进展。美伊谈判，让全球风险资产停止继续滑入风险偏好降低的状态，开始重回风险偏好中性。仓位：维持中性仓位。全球风险资产暂时停止滑入风险偏好降低状态。A 股市场依旧处于我们 3 月 23 日以来提示的反弹周期，目前看反弹周期已进入中后段。一方面市场的风险偏好因为美伊停战谈判已得到了较大的修复，向上的修

复空间有限。另一方面，在风偏修复的背景下，市场的资金依然在持续缩圈聚焦。暂时没有看到赚钱板块在扩容，或是有大量新增资金的快速流入。目前市场资金青睐的方向主要包括 AI 硬件、新能源、涨价和红利。下周相对收益预计仍来源于上述方向。弹性交易方向：景气方向：AI 硬件；对冲方向：新能源和涨价资产。行业配置：建议关注：电力设备及新能源、机械设备、通信、石油石化、煤炭；建议谨慎：美容护理、食品饮料、房地产、商贸零售、纺织服饰。

### （三）债券市场展望和策略

受地缘冲突影响，当前全球资产均处在十字路口，若美伊冲突短期结束带动油价温和回落，那么则延续此前宽松交易的逻辑，即居民资产配置再平衡的股债主线，只要股市不言顶，债市就难有趋势性行情；若美伊冲突长期化导致油价长期处在高位，那么美国以及中国 PMI 超预期上行就难以为继，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。随着本周末美伊重启谈判，重点关注双方的谈判结果。

展望后市，本月债市大概率延续区间震荡格局，多空力量均缺乏决定性优势，市场将在以下核心变量的博弈中寻找方向。其一，资金面的可持续性。当前资金利率已处于年初以来低位。从季节性规律看，4 月因跨季扰动消退、财政支出放量，资金面通常趋于宽松。但需注意，央行通过“地量”逆回购和买断式逆回购净回笼，已传递出引导资金利率向政策利率回归的意图，短端进一步下行的空间正在收窄，且相关交易已较为拥挤。在政策利率未作调整的情况下，资金及短端进一步下行的空间较往年 4 月明显收窄。其二，通胀预期与基本面验证。当前债市交易逻辑在“避险”与“通胀”之间反复切换，核心矛盾在于外部通胀压力与内部经济成色的博弈。尽管油价短期回落，但若后续油价维持高位，叠加基数效应，PPI 同比在二季度大概率将持续回升。历史上在 PPI 同比回升阶段，短端利率往往难以持续“免疫”。同时，国内经济虽在政策前置发力下呈现阶段性回暖，但其回升是短期脉冲还是趋势性企稳，仍需 4-5 月数据验证。其三，供给压力与配置需求。二季度通常是债券供给的高峰期，预计特别国债的发行计划可能提前公布并带来供给冲击。但另一方面，理财规模季节性增长、摊余债基 5 月开放高峰等因素，将为信用债带来一定的配置需求支撑。避险资金在权益市场波动加剧的背景下也有流入债市的趋势。

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。