



地缘风险未消 全球资产波动加剧

——鑫元周观点（2026. 04. 20-2026. 04. 24）

一、核心观点

宏观方面，上周国内政策延续“稳增长与促转型并重”的主线：高层就中东海湾局势与沙特沟通，强调霍尔木兹海峡正常通行的重要性，体现中国在能源安全与地区稳定中的利益关切；国务院常务会议聚焦科技创新和海洋经济，释放出围绕战略科技力量、海洋新兴产业和海洋能源资源培育新增长点的信号；4月LPR连续第11个月维持不变，表明在经济修复具备韧性、银行息差仍受约束、外部通胀不确定性抬升的背景下，货币政策短期更偏向保持定力和预留空间。国内成品油价格年内首次下调，对居民出行和部分物流成本形成阶段性缓冲，但国际油价波动仍需持续跟踪。海外方面，霍尔木兹海峡风险仍是全球宏观定价核心变量，能源冲击继续推升欧美通胀预期并扰动央行政策路径；美国经济数据呈现“生产修复、价格上行、信心走弱”的组合，欧洲则更接近增长转弱与成本抬升并存的类滞胀压力，全球资产仍处于地缘风险、通胀预期和降息预期反复博弈的环境中。

权益市场方面，美伊局势僵局暂未打破，但4月底美军海湾兵力集结或带来变局，市场对中东冲突的脱敏仅为短期，供应链与能源安全影响仍在扩散。黄金短期波动区间4550-4850美元，下探4500美元以下是加仓机会，突破5000美元或需战争全面结束。未来一周及五一假期是冲突各方决策关键期，当前风险资产反弹高位，若冲突再起易引发下行。策略上建议控制仓位、及时止盈：市场风险偏好修复已完成，创业板与海外科技指数修复幅度显著，持仓集中、景气验证不足易致情绪快速调整；Q2大盘价值占优，美联储降息预期推迟、地缘风险未出清，需规避高位回撤，等待明确加仓点。行业配置聚焦银行、公用事业、石油石化、煤炭、电力设备，对通信、电子、计算机、医药生物、非银金融保持谨慎。

固收市场方面，上周债市先扬后抑，整体呈现冲高回落态势。核心驱动因素在于资金面持续超预期宽松与机构行为主导的情绪切换，叠加特别国债供给扰动的落地冲击。前半周，税期及月末压力下资金面仍维持极度宽松，短端利率持续探底，1年期国债一度下行至1.13%；长端则在基金等机构强劲买盘推动下加速走牛，10年期国债收益率下探至1.725%的周内低点，有效突破“合意区间”下沿，30年期国债活跃券逼近2.2%续创阶段新低。后半周，随着长端

收益率完成最顺畅的下探，止盈情绪显著升温，尤其在超长期特别国债首发落地后，尽管发行利率低于二级，但市场反而走弱，叠加资金面边际收敛及银行配置盘力量减弱，基金由买转卖，长端全面回调，10年期国债回升至1.75%上方，30年期上行超过2BP至2.27%以上。全周短端受益于流动性宽松表现相对坚挺，而长端在创出阶段新高后遭遇止盈压制。全周来看，30y、10y、1y国债收益率分别变化0bp、0bp、-2bp收于2.25%、1.76%、1.14%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化-0bp、2bp收于49bp、62bp。近期市场正在从“总量好”转向“结构忧”，市场关注点已切换到内生动能的修复程度与政策持续性。外需与工业表现固然可圈可点，但地产、消费等内需领域修复节奏仍偏温和，信贷需求仍显不足，使得经济修复的“成色”尚不足以构成利率趋势性上行的驱动。与此同时，油价高企带来的输入性通胀担忧阶段性消退，PPI转正更多被解读为基数效应和外生冲击，而非需求拉动的全行业景气回升。今年市场对经济基本面的共识并非“强复苏”，而是物价水平会较2025年进一步改善、名义增长中枢小幅抬升。这意味着债市核心矛盾已从“利率中枢是否大幅上行”转向“短端利率在宽松呵护下的下行空间还有多大”。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家主席习近平应约同沙特王储兼首相穆罕默德通电话。针对当前中东海湾地区局势，习近平强调，中方主张立即、全面停火止战，支持一切有利于恢复和平的努力，坚持通过政治外交途径化解争端。霍尔木兹海峡应该保持正常通行，这符合地区国家和国际社会共同利益。中方支持地区国家构建睦邻、发展、安全、合作的共同家园，把前途命运掌握在自己手中，促进地区长治久安。穆罕默德表示，沙特致力于通过对话解决矛盾分歧，希望避免局势升级。

国务院常务会议研究科技创新有关工作，听取推动海洋经济高质量发展情况汇报。会议强调，要紧盯全球科技前沿动向，围绕国家战略需求与产业发展需要，加强原创性引领性科技攻关。要提高经略海洋能力，大力培育海洋生物医药、新材料等新兴产业，有序开发海洋能源资源。

中国4月贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期品种报3%，5年期以上品种报3.5%，连续11个月保持不变。此次LPR继续持平主要受政策利率稳定、银行净息差承压、国内经济修复韧性显现，以及外部通胀与海外政策等多重因素制约。分析认为，当前政策利率和市场利

率保持稳定，为后续政策灵活调整预留了充足空间，下一步货币政策仍将坚持适度宽松的基调。

国内油价迎年内首次下调。4月21日24时起，国内汽、柴油零售价格每吨分别下调555元、530元，全国平均来看：折合升价92号汽油、95号汽油、0号柴油分别下调0.44元、0.46元、0.45元。用92号汽油加满50升油箱将少花22元。

（二）海外宏观

伊朗局势最新消息方面，伊朗国防部发言人日前表示，霍尔木兹海峡仍处于伊朗掌控之下。而美军当地时间24日称，拦截了一艘驶向伊朗港口的伊朗船只。截至目前，美伊第二轮谈判仍未有定论。美方24日称伊朗近期释放“一些进展”，美谈判代表将于25日赴巴基斯坦。伊朗外长阿拉格齐24日抵达巴基斯坦，但暂无与美方直接会谈的日程安排。

上周五，美国司法部突然宣布撤销针对美联储及美联储主席鲍威尔的刑事调查，将该事项移交美联储监察长办公室处理。此举为美国总统特朗普提名的下一任美联储主席人选沃什确认程序扫清关键障碍。受此消息影响，美联储年内降息预期升温。

此前，美国参议院银行委员会举行有关美联储主席提名的听证会。美联储主席候选人沃什表示，如果获确认出任美联储主席，将保持货币政策的独立性，绝不会听命于美国总统特朗普行事。沃什指出，特朗普从未要求他作出降息的承诺，他也绝不会同意这样承诺。沃什希望对美联储进行多方面彻底改革，并建立一套全新的“通胀框架”。参议员蒂利斯坚称，司法部不结束对鲍威尔调查就不支持提名。

美国财政部文件显示，美国外国资产控制办公室更新特别指定国民清单，新增多名伊朗个人、企业及航空资产，涉及反恐及防扩散领域制裁。整体来看，此次制裁不仅针对伊朗境内主体，还覆盖其在中东及周边地区的跨国商业网络，显示美国持续强化对伊朗相关资金、物流及航空体系的限制力度。

美国贸易代表格里尔表示，美国盟友必须准备好为关键矿产支付“国家安全溢价”。他正在起草一份方案草案，提议建立关键矿产“友好国家俱乐部”，在参与国之间设定最低交易价格，并对外部供应商加征高额关税或设置其他贸易壁垒。

美国总统特朗普威胁称，如果英国政府不取消数字服务税，美国将对英国加征“高额关税”。英国数字服务税主要针对大型搜索引擎、社交平台 and 在线市场在英国获得的收入征税，税率为2%，涉及苹果、谷歌和META等大型科技企业。

美国经济数据方面，美国3月零售销售环比增长1.7%，创一年多来最大涨幅。伊朗战争

推动燃油价格升至 2022 年以来最高水平，带动加油站消费当月激增 15.5%，成为整体数据的主要拉动力。不包括加油站在内，零售销售额则环比增长 0.6%。密歇根大学公布终值数据显示，美国 4 月消费者信心指数从 3 月的 53.3 降至 49.8，虽略高于初值，仍创下自 1978 年有数据以来最低水平。

此外，美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值为 54，高于预期的 52.5，创 2022 年 5 月以来新高。服务业 PMI 升至 51.3，重返扩张区间。综合 PMI 初值录得 52，创三个月新高。商品与服务价格涨幅创 2022 年 7 月以来最大。美国上周初请失业金人数增加 6000 人，至 21.4 万人，略超市场预期，但仍处于近年历史健康水平。

欧洲方面，欧元区 4 月制造业 PMI 初值升至 52.2，高于市场预期的 50.9。但服务业 PMI 初值由上个月的 50.2 大幅下滑至 47.4，拖累综合 PMI 骤降至 48.6，自 2024 年底以来首次跌破荣枯线。德国、法国制造业维持扩张态势，但服务业超预期萎缩。

德国 ZEW 经济景气指数 4 月骤降至-17.2，创 2022 年 12 月以来最低水平，远差于经济学家预期的-5.0。欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数录得-20.4，预期-14，前值-8.5。德国经济和能源部长赖歇表示，德国政府将 2026 年经济增长预期下调至 0.5%，2027 年德国经济增长预期为 0.9%。今年 1 月份，德国政府预计 2026 年经济增长 1%。

伊朗冲突推高能源成本，英国 3 月 CPI 同比涨幅回升至 3.3%，符合市场预期。环比则上涨 0.7%，创 2025 年 4 月以来最大涨幅。市场预计，英国央行在 4 月 30 日的会议上“按兵不动”。

俄罗斯央行宣布将基准利率由 15%下调至 14.5%，符合市场预期。俄央行表示，将在未来几次会议上根据通胀放缓的可持续性评估进一步降息的可行性。

亚太方面，韩国第一季度 GDP 环比增长 1.7%，创 5 年半以来最高增速。同期，实际国内总收入（GDI）环比大增 7.5%，达到自 1988 年第一季度以来的单季最高水平。

日本 3 月出口总值同比增长 11.7%，较前值 4%大幅加快。日本 3 月核心 CPI 同比上升 1.8%，升幅超过 2 月的 1.6%，为时隔五个月首次提速。日本央行密切关注的“核心-核心 CPI”同比上涨 2.4%，仍保持在央行 2%目标之上。

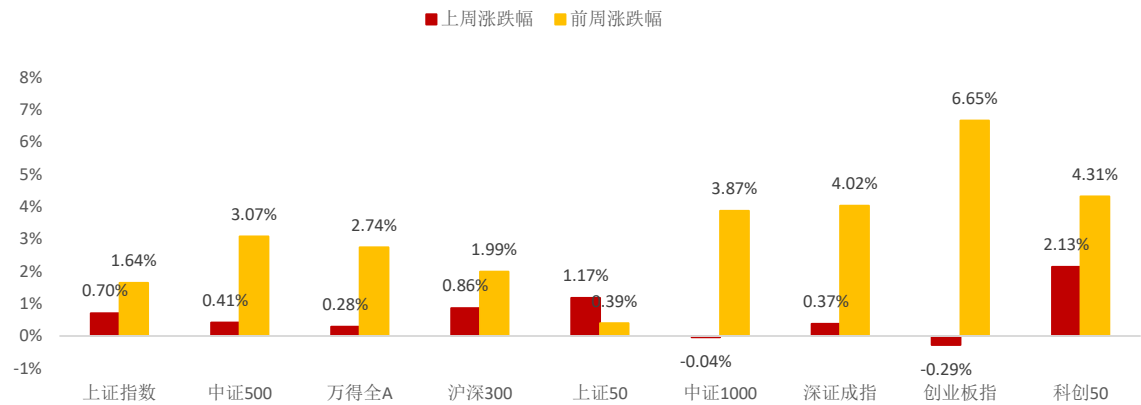
据多位知情人士透露，日本央行已基本形成共识，将在 4 月会议上按兵不动，把隔夜利率维持在 0.75%水平，以评估中东局势对经济与通胀前景的影响。消息人士称，当前外部不确定性较高，尤其是能源价格波动及其对国内物价的传导路径尚不明朗，使得政策当局更倾向于暂缓行动。

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。上证指数上涨 0.70%，万得全 A 上涨 0.28%，沪深 300 上涨 0.86%，创业板指下跌 0.29%，科创 50 上涨 2.13%。从行业板块看，上周煤炭、电子、石油石化领涨，农林牧渔、综合、传媒领跌。

2、权益市场估值

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/4/24	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	17.2	↑ 0.12	60.4	↑ 0.41	97.2%	99.6%	99.5%
深证成指	34.9	↑ 0.12	83.9	↑ 0.07	96.1%	99.4%	99.3%
上证 50	11.6	↑ 0.12	56.7	↑ 2.42	82.6%	82.1%	76.5%
沪深 300	14.5	↑ 0.14	69.6	↑ 1.71	90.5%	90.6%	87.5%
中证 500	36.5	↑ 0.01	68.1	↓ 0.03	80.3%	97.8%	97.1%
中证 1000	50.2	↑ 0.24	73.0	↑ 0.23	73.0%	93.6%	91.6%
创业板指	43.1	↑ 0.59	42.7	↑ 1.95	41.4%	52.6%	55.9%
科创 50	152.0	↓ 7.67	90.3	↓ 2.07	90.3%	90.3%	90.0%

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）

2026/4/24	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
-----------	--------	------	--------	---------	--------	--------

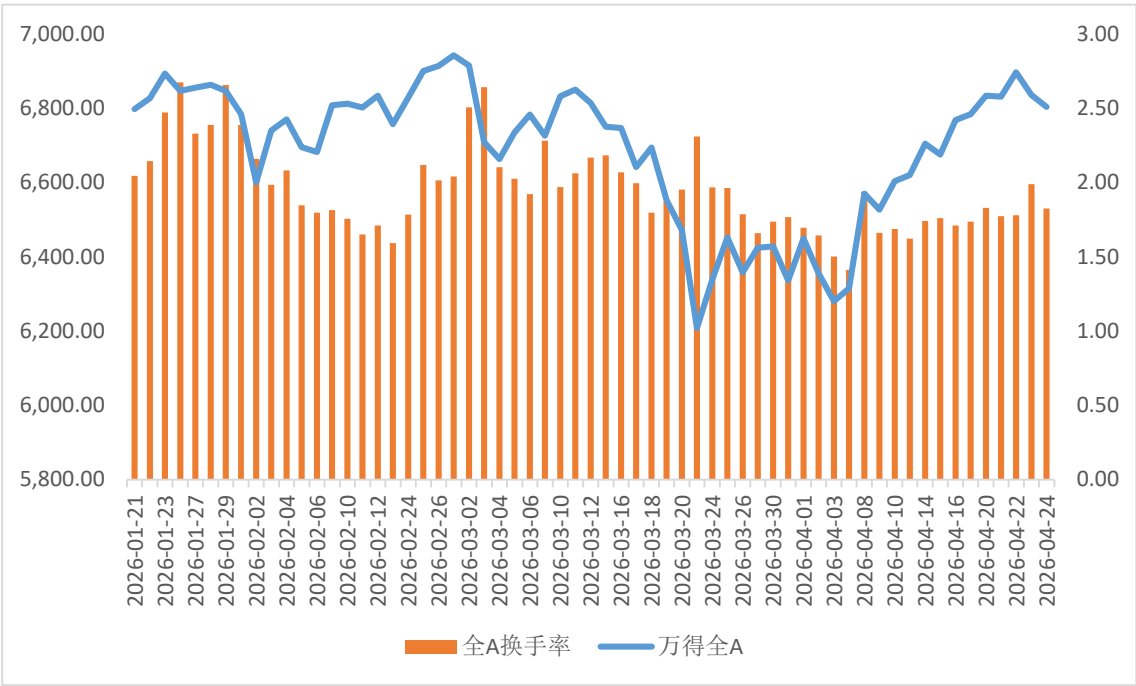
农林牧渔(申万)	29.8	↑	3.65	36.49%	↑	9.41	36.5%	51.4%	54.2%
基础化工(申万)	34.1	↑	0.25	81.04%	↑	0.56	81.0%	97.5%	96.7%
钢铁(申万)	34.0	↑	2.04	74.33%	↑	5.92	74.3%	93.6%	91.6%
有色金属(申万)	29.6	↓	0.51	37.24%	↓	0.59	37.2%	60.3%	67.6%
电子(申万)	75.1	↑	2.08	96.39%	↑	2.46	96.4%	99.4%	99.2%
家用电器(申万)	14.6	↑	0.20	38.63%	↑	4.75	38.6%	43.4%	46.7%
食品饮料(申万)	21.3	↑	0.58	21.83%	↑	4.81	21.8%	15.8%	20.8%
纺织服饰(申万)	27.1	↑	0.03	59.03%	↑	0.06	59.0%	73.0%	66.8%
轻工制造(申万)	34.8	↑	0.51	68.28%	↑	1.36	68.3%	99.1%	98.9%
医药生物(申万)	34.7	↓	0.35	38.82%	↓	1.87	38.8%	61.0%	61.6%
公用事业(申万)	21.2	↑	0.55	56.17%	↑	3.72	56.2%	63.8%	62.3%
交通运输(申万)	18.1	↓	0.41	56.02%	↓	3.77	56.0%	71.3%	72.7%
房地产(申万)	76.8	↑	3.44	100.00%	↑	0.03	100.0%	100.0%	100.0%
商贸零售(申万)	42.9	↑	0.27	85.96%	↑	0.46	86.0%	94.2%	92.4%
社会服务(申万)	44.4	↓	0.12	41.72%	↓	0.60	41.7%	44.9%	26.8%
综合(申万)	119.8	↓	3.47	99.81%	↓	0.19	99.8%	99.7%	99.7%
建筑材料(申万)	37.0	↓	0.31	89.48%	↓	0.52	89.5%	99.6%	99.5%
建筑装饰(申万)	15.4	↑	0.39	76.15%	↑	0.79	76.2%	99.6%	99.7%
电力设备(申万)	42.7	↑	0.04	67.26%	↑	0.21	67.3%	80.6%	74.2%
国防军工(申万)	85.6	↑	0.98	72.13%	↑	0.59	72.1%	94.9%	93.2%
计算机(申万)	81.0	↓	1.56	86.10%	↓	1.66	86.1%	87.3%	83.1%
传媒(申万)	42.8	↓	0.48	57.37%	↓	1.10	57.4%	79.5%	75.5%
通信(申万)	61.9	↓	2.19	93.36%	↓	3.09	93.4%	99.7%	99.7%
银行(申万)	6.2	↑	0.05	44.06%	↑	1.74	44.1%	50.7%	65.2%
非银金融(申万)	11.7	↓	0.13	1.16%	↓	0.44	1.2%	0.6%	0.8%
汽车(申万)	28.9	↓	0.34	77.80%	↓	1.68	77.8%	65.5%	54.2%
机械设备(申万)	43.7	↓	0.13	74.82%	↓	0.23	74.8%	99.2%	99.2%
煤炭(申万)	21.6	↑	0.79	79.92%	↑	1.32	79.9%	99.3%	99.0%
石油石化(申万)	15.6	↑	0.47	34.26%	↑	4.70	34.3%	55.0%	57.1%
环保(申万)	30.9	↑	0.03	61.90%	↑	0.01	61.9%	97.3%	97.9%
美容护理(申万)	35.2	↑	0.39	40.29%	↑	1.92	40.3%	34.0%	23.1%

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，上周农林牧渔、房地产、电子估值上行最多，综合、通信、计算机下行最多。当前房地产、综合、电子板块估值处于历史较高水平；非银金融、食品饮料、石油石化板块估值处于历史较低水平。

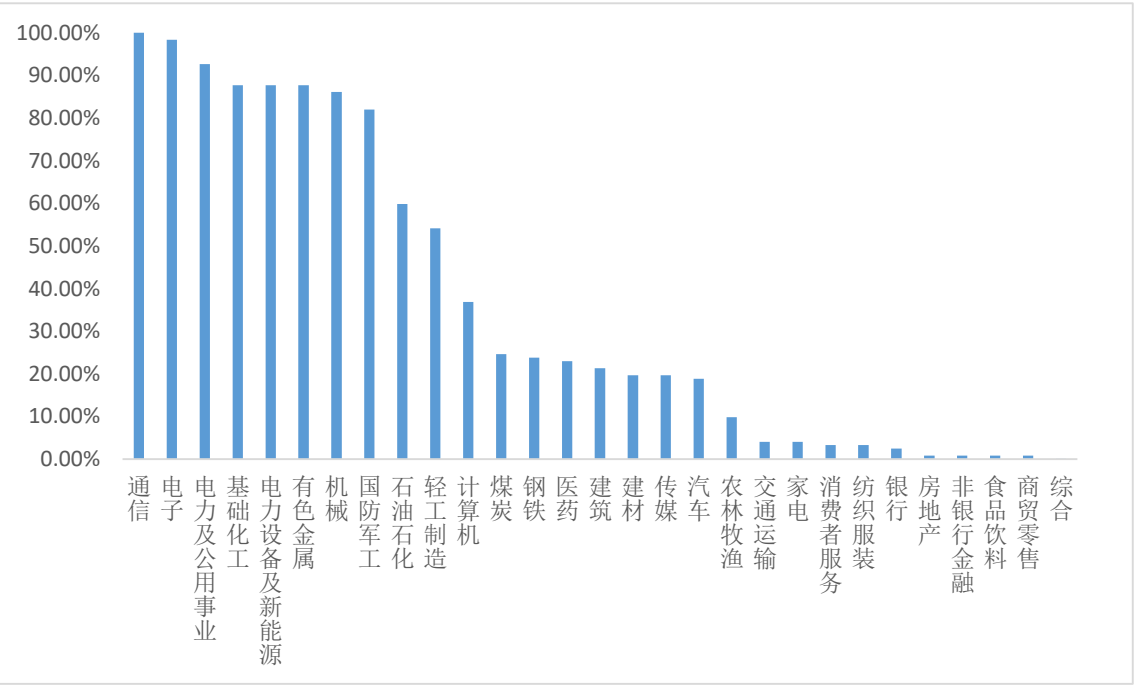
3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



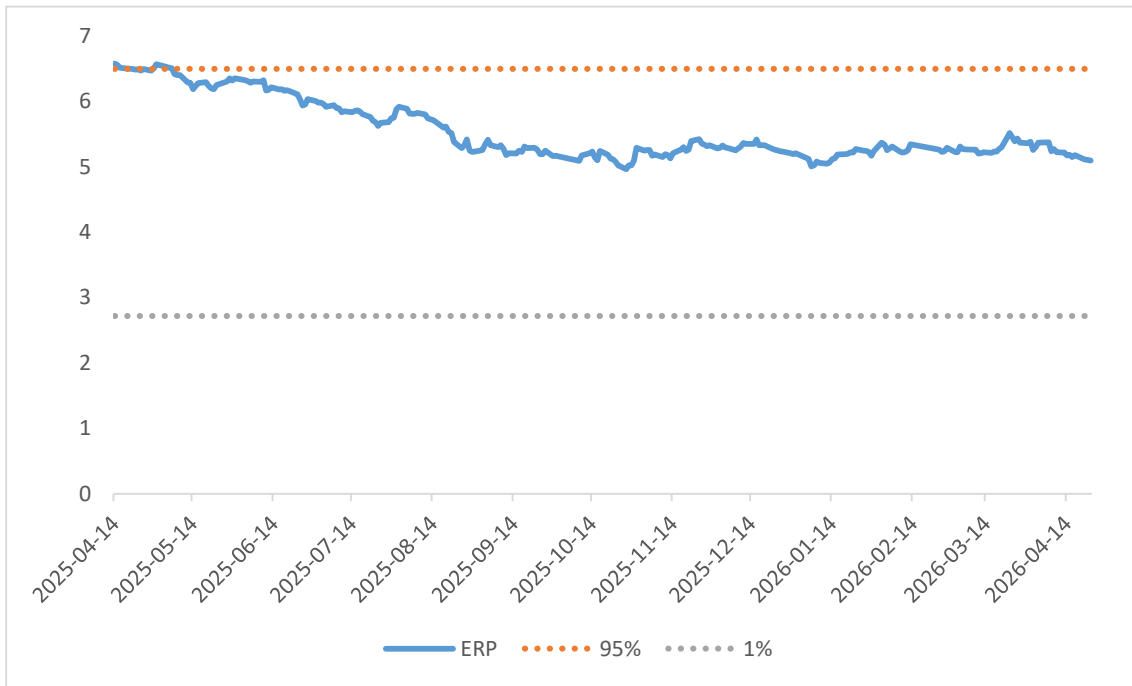
数据来源：Wind

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

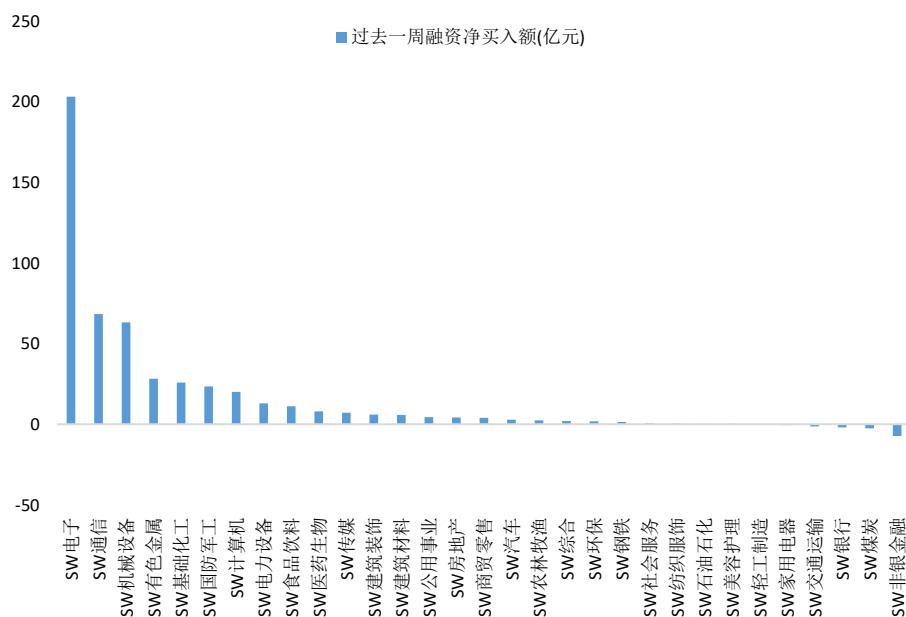
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，市场缩量上涨。从行业拥挤度的角度，通信、电子、电力及公用事业拥挤度较高。

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仍为 5.02%，处于历史 43.08% 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 23 日，两融资金占比为 10.03%，4 月 17 日为 10.10%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 4 月 24 日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、机械设备。

图 5：上周两融资金行业流向（亿元）

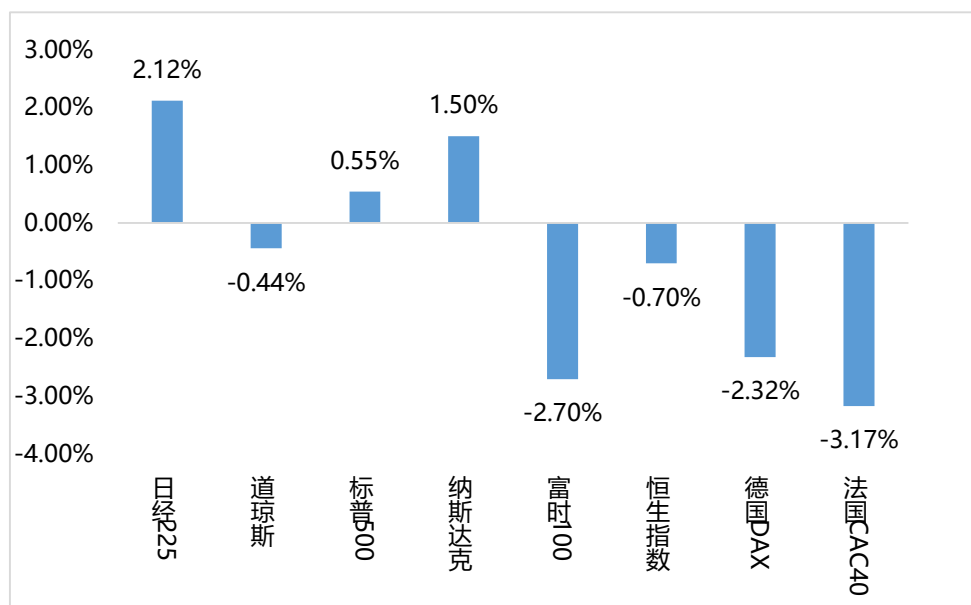


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.44%，标普 500 上涨 0.55%，纳指上涨 1.50%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 2.70%，德国下跌 2.32%，法国下跌 3.17%；亚太股市方面，日经指数上涨 2.12%，恒生指数下跌 0.70%。

图 6：上周海外主要指数涨跌



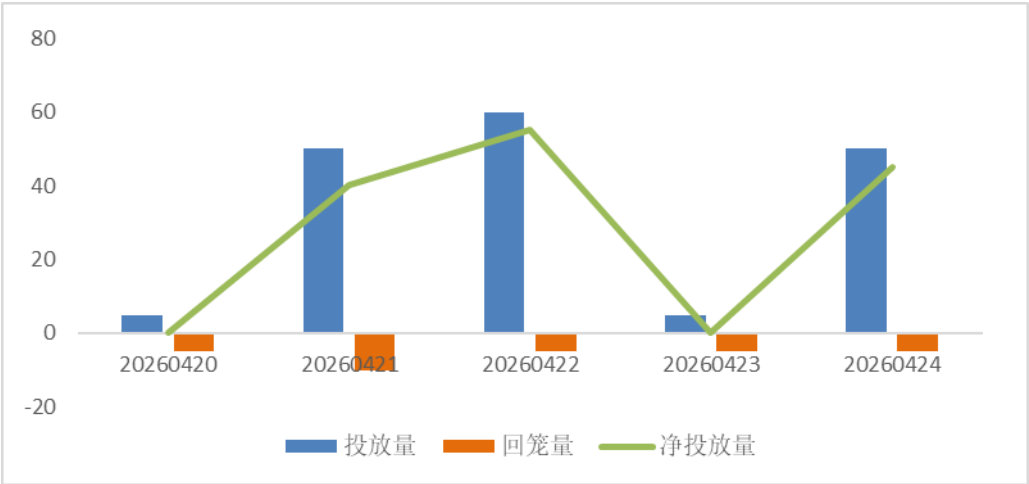
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 170 亿元逆回购操作，因有 30 亿元逆回购到期，整体上实现净投放 140

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 1395 亿元，整体净缴款 3719 亿元。

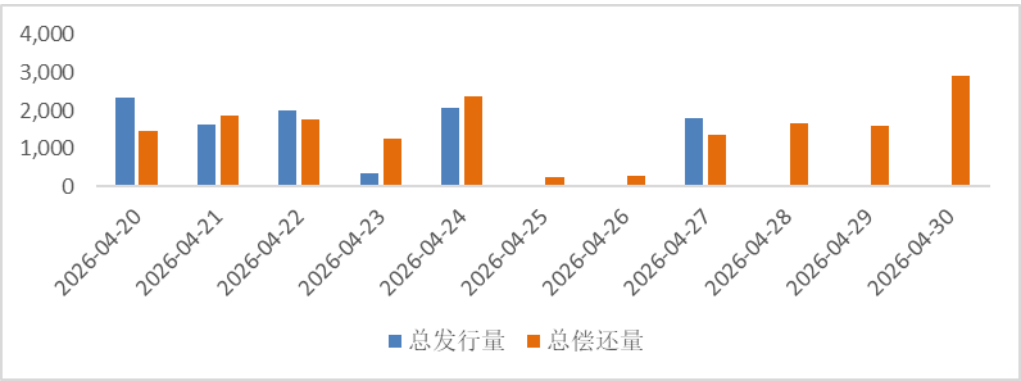
表 3：4 月 27 日-4 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

	4 月 27 日		4 月 28 日		4 月 29 日		4 月 30 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	506	0	673	0	216	0	0
到期	0	426	0	143	0	217	0	0
缴款	2890	220	0	506	0	673	0	216
净缴款	2683		364		456		216	

同业存单发行：本周(4 月 27-30 日)存单到期 8045 亿元，到期规模处于近一年均值以上水平。

图 8：同业存单到期与发行



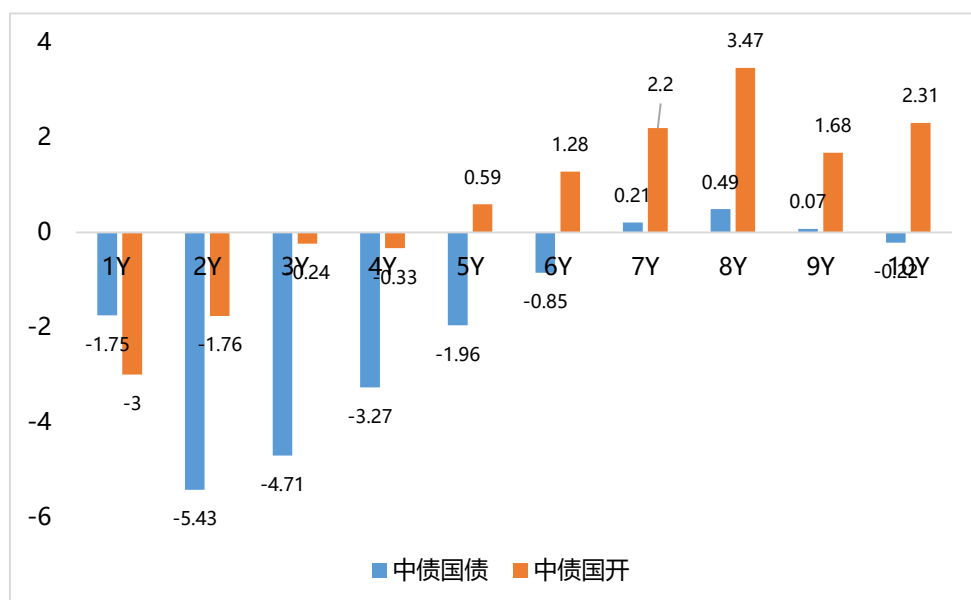
回购市场： 上周虽有税期影响，但资金面依旧不改宽松格局，资金利率维持低位。具体来看，上周二周三为税期走款日，央行提高逆回购投放规模至 50 亿、60 亿元，虽然绝对规模不大，但相比前期的地量投放，反映出央行对于税期的呵护态度。虽然 4 月为传统的缴税大月，但一来央行呵护态度明确，二来银行净融出维持 5 万亿以上高位，资金供给充裕，资金面未受到任何影响，税期平稳度过。税期过后，扰动因素相对不多，资金面继续维持均衡宽松局面。截至上周五，R001 收于 1.29%，较前一周没有明显变化，R007 收

于 1.37%，较前一周下行 2.12BP。

票据利率：上周票据市场日内波动加剧，整体利率下行。前半周，大行降价收票，买方力量较强，票据利率快速下行；上周四大行提价收票加上供给增加，利率上行，午后随着买盘继续强势，价格回落；上周五大行大幅降价收票，利率延续下行。

（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	13.41	20.2	28.02	38.99
环比	-2.96	2.75	1.74	1.90
年初以来	-7.57	9.13	12.5	8.59
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	24.32	15.39	18.75	45.95
2016 年以来分位数	22.89%	80.88%	89.41%	41.78%

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 5 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	13.34	15.12	16.53	20.08	21.19
环比	-0.93	0.44	-0.61	-0.54	0.32
年初以来	-19	-20.11	-20.73	-13.56	-23.93
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	42.23	34.30	36.71	40.93	42.32

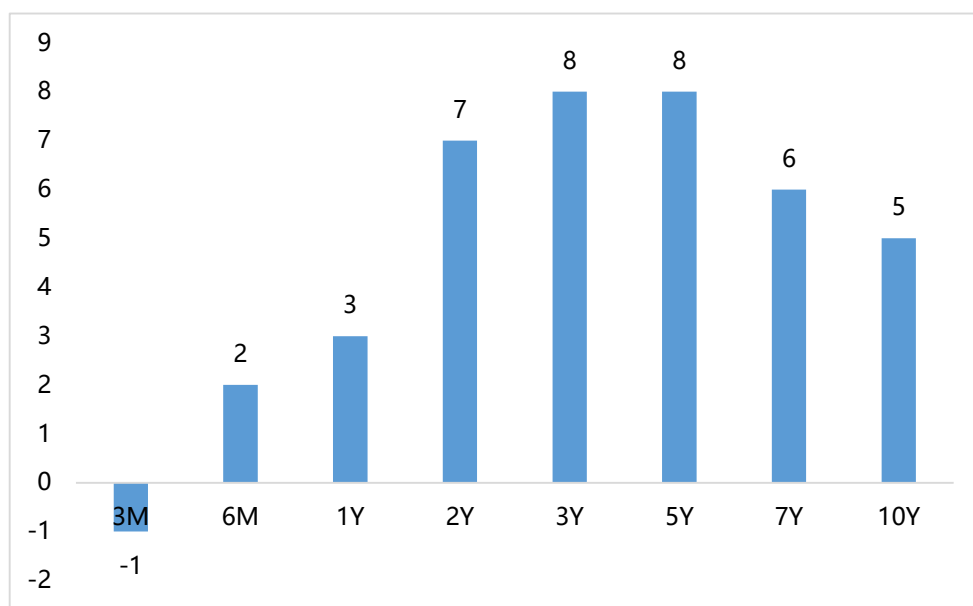
2016 年以来分位数	4.27%	3.80%	3.80%	4.27%	6.01%
-------------	-------	-------	-------	-------	-------

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 1.75BP 至 1.1438，3 年期下行 4.71BP 至 1.2779，5 年期下行 1.96BP 至 1.4799，10 年期下行 0.22BP 至 1.7601。

长期限高等级票据信用利差短期、长期收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.93BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 0.44BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.61BP。

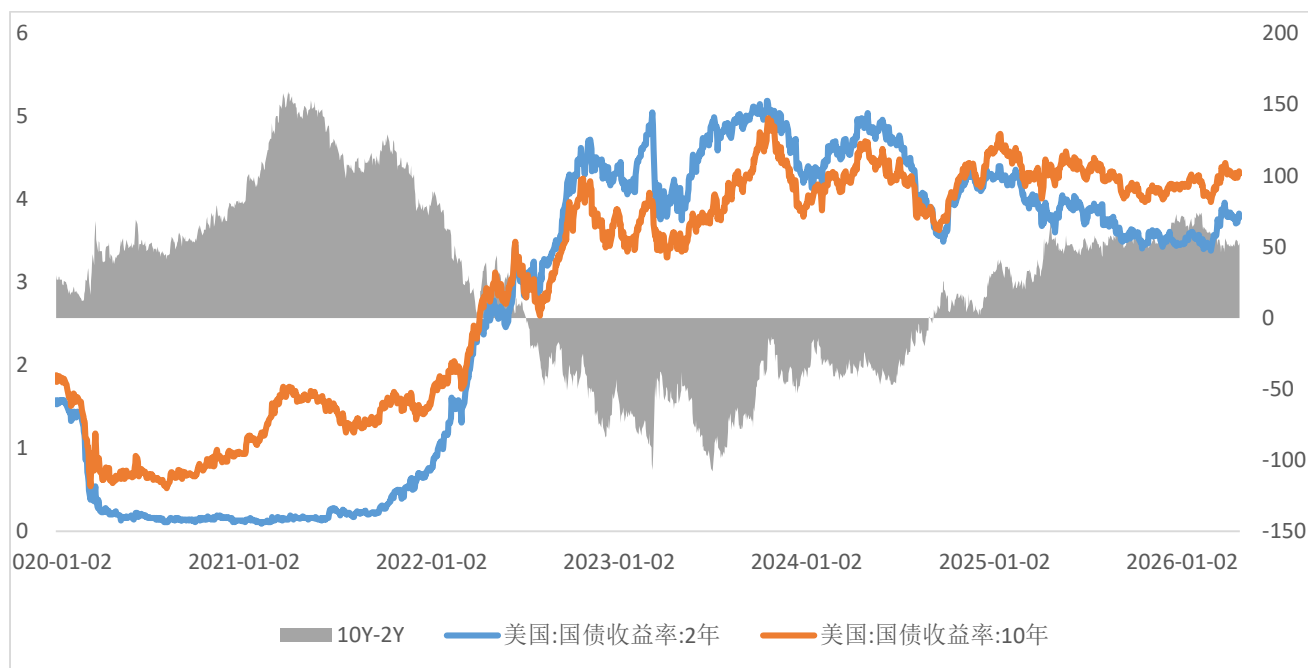
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率上行 3BP，3 年期美债收益率上行 8BP，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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.30%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.08%，即期汇率贬值 0.12%，离岸人民币汇率贬值 0.27%。

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	98.5267	6.8674	6.8342	6.8348
对照日期	98.2289	6.8622	6.8263	6.8165
涨跌	0.30%	-0.08%	-0.12%	-0.27%

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，上周国内政策延续“稳增长与促转型并重”的主线：高层就中东海湾局势与沙特沟通，强调霍尔木兹海峡正常通行的重要性，体现中国在能源安全与地区稳定中的利益关切；国务院常务会议聚焦科技创新和海洋经济，释放出围绕战略科技力量、海洋新兴产业

和海洋能源资源培育新增长点的信号；4月LPR连续第11个月维持不变，表明在经济修复具备韧性、银行息差仍受约束、外部通胀不确定性抬升的背景下，货币政策短期更偏向保持定力和预留空间。国内成品油价格年内首次下调，对居民出行和部分物流成本形成阶段性缓冲，但国际油价波动仍需持续跟踪。海外方面，霍尔木兹海峡风险仍是全球宏观定价核心变量，能源冲击继续推升欧美通胀预期并扰动央行政策路径；美国经济数据呈现“生产修复、价格上行、信心走弱”的组合，欧洲则更接近增长转弱与成本抬升并存的类滞胀压力，全球资产仍处于地缘风险、通胀预期和降息预期反复博弈的环境中。

国内方面，上周政策端的重点不在短期总量刺激，而在中长期结构动能的继续确认。国务院常务会议研究科技创新工作，并提出提高经略海洋能力、发展海洋生物医药、新材料等新兴产业和有序开发海洋能源资源，意味着“科技自立自强+战略资源开发+新兴产业培育”仍是后续稳增长的重要抓手。4月LPR保持1年期3.00%、5年期以上3.50%不变，说明在经济开局相对平稳、政策利率未变以及银行净息差约束仍存的情况下，央行更倾向通过结构性工具、流动性呵护和降低综合融资成本来维持适度宽松，而非立即打开新一轮价格型宽松。成品油价格虽然迎来年内首次下调，但这更多反映计价周期内国际油价均值回落，并不代表外部能源风险解除；若霍尔木兹局势反复，输入性成本压力仍可能重新抬头。国际方面，美伊谈判尚无定论、美国继续强化对伊朗相关主体制裁，叠加霍尔木兹海峡通行不确定性，全球市场仍在围绕能源供给、通胀预期和央行政策重新定价。美国3月零售销售受燃油相关消费拉动显著走强，4月PMI显示制造业回升、服务业重回扩张，但商品与服务价格涨幅加快、消费者信心降至历史低位，说明美国经济短期并未快速失速，却正在承受能源冲击向通胀和居民预期传导的压力，美联储降息路径因此更易受到数据反复制约。欧洲方面，欧元区4月制造业PMI改善但服务业明显收缩，综合PMI跌破荣枯线，德国ZEW景气指数大幅下行，显示能源成本上行对欧洲服务消费和工业信心的冲击更直接。往后看，若中东局势缓和，海外利率与油价可能阶段性回摆；若海峡通行持续受扰，则全球宏观主线仍将维持“成本冲击—通胀预期抬升—增长预期下修”的组合，风险资产波动或继续放大，能源、黄金及通胀敏感资产仍具相对配置价值。

（二）权益市场展望和策略

当前美伊局势僵持，市场对中东冲突短期脱敏，但4月底美军海湾兵力集结或打破僵局，停战仅为阶段性暂停，供应链与能源安全影响持续扩散。黄金维持4550-4850美元区间震荡，

跌破 4500 美元可加仓，突破 5000 美元需战事全面结束。未来一周及五一假期为冲突各方关键决策期，当前风险资产已大幅反弹，若冲突再起易引发下行。市场风险偏好修复到位，持仓集中、景气验证压力大，叠加美联储降息推迟、地缘风险未消，整体以防御为主，等待更明确信号。

（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。重点关注近期美伊谈判结果，倾向于认为大方向是缓和的。

展望后市，债市正处在一个关键的多空过渡窗口，前期支撑行情的流动性宽松红利虽未消退，但边际动能正在衰减，需要警惕以下几个维度的变化。从基本面来看，一季度 GDP 增速的“开门红”成色已被充分定价，市场关注点将转向二季度经济修复的可持续性。输入型通胀与内需修复节奏的拉锯将是未来一个季度影响利率走势的关键变量。如果 PPI 向上传导较快、CPI 温和回升，长端利率的抬升压力将逐渐显现；反之，若输入型通胀未能有效向中下游传导，货币政策维持宽松的窗口期可能进一步延长。从政策面来看，当前货币政策处于“观察期”，4 月 MLF 缩量续作与买断式逆回购合计净回笼 6000 亿元，意在引导过低的货币市场利率向政策利率温和回归，短期内降息降准落地的可能性不大。从情绪面来看，债市已从过度乐观转向分歧加大。4 月前三周基金产品净申购规模较大，拉久期交易较为拥挤，这一方面说明配置需求仍然充裕，另一方面也意味着一旦收益率出现边际反弹，止盈踩踏的压力不容小觑。后续市场风险偏好的变化取决于“股债跷跷板”效应。

策略方面，当前债市处于“快牛休整、震荡分化”阶段，整体来看流动性宽松与经济温和复苏的基本面未改，但需警惕权益走强与各类风险因素叠加可能造成的阶段性冲击。建议严控久期，均衡配置，10 年期国债向下有效突破 1.70% 需要新的增量催化剂，短期概率偏低。建议稳定配置 3 年内短端高流动性资产，搭配少量长端品种博取曲线波段的交易机会，均衡久期结构。

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。