

国内预期改善 海外风险犹存

——鑫元周观点（2026. 04. 27-2026. 05. 05）

一、核心观点

宏观方面，4月中央政治局会议肯定一季度经济起步有力、好于预期，政策定调明显收敛，更重存量落实而非增量扩张，同时部署整治“内卷式”竞争、新型基础设施统筹建设、应对外部冲击及稳定资本市场等下阶段政策发力方向。4月官方制造业PMI录得50.3%，好于季节性，经济延续扩张，但产需分化显著，外需韧性明显强于内需，上游涨价向中下游传导受阻。4月非制造业商务活动指数录得49.4%，较前值下降0.7个百分点，重回收缩区间。服务业呈结构性分化，生产性景气较好而生活性偏弱，建筑业PMI回落至季节性下沿。海外方面，美联储连续第三次暂停降息，FOMC出现4张反对票，创1992年以来最严重政策分歧，降息路径不确定性上升。中东局势急剧反复，白宫在致国会信函中称美伊敌对行动已结束，伊朗在谈判中态度有所软化，但特朗普随即宣称对谈判方案不满，并表示将引导被困霍尔木兹海峡的商船安全驶离，伊朗宣布使用导弹袭击美国驱逐舰，中东地缘冲突短期急剧升温，能源安全与航运风险再度凸显。

权益市场方面，中东局势阶段性升温，地缘风险并未出清，市场此前对“冲突钝化”的交易过于乐观，一旦后续再有供应链扰动，前期高位抱团方向仍有补跌压力。油价再次上冲，WTI 103美元、布伦特113美元附近，对高估值成长板块的估值压制会比对低估值红利板块更明显。美联储连续第三次按兵不动且内部分歧加大，意味着外部流动性难以成为下一阶段市场上涨的催化剂。4月A股成长风格大幅领先，电子、通信等板块涨幅居前，交易拥挤度已显著抬升，节后若惯性冲高，更容易出现“利好兑现”后的多杀多。国内基本面和政策确实有韧性，这会提供市场底部支撑，更合理的做法是保住前期收益，等更高确定性的再布局时点。

固收市场方面，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。当前位置下债市已透支部分政策宽松预期，需警惕预期落差带来的调整风险。前期推涨行情的一个重要驱动力，基于资金充裕和理财申购债基的正循环逻辑在5月可能难以持续维系。若5月资金面边际收敛和供给放量共振发生，止盈潮可能进一步加大债市调整压力。策略方面，建议采取中性偏防御策略。当前长端收益率已对资金

面和政策宽松预期反映充分，30 年期国债收益率水平较 4 月初低点的估值修复较为充分。当前点位下继续追涨长债和超长债的空间有限、风险收益比不高，可适度降低组合久期至中性水平。2026 年超长特别国债供给即将批量发行，一级市场能够获取更充足的配置量，可等收益率回调后择机加仓。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家主席习近平出席加强基础研究座谈会并发表重要讲话。讲话指出，要以更大力度、更实举措加强基础研究，提升我国原始创新能力，进一步打牢科技强国建设根基。要加强统筹谋划和顶层设计，优化基础研究系统布局。要加强对基础研究的支持保障，逐步提高基础研究经费占比。

中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议强调，要精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。用好用足宏观政策。持续优化财政支出结构。要深入挖掘内需潜力。保持制造业合理比重。深入整治“内卷式”竞争。加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。全面实施“人工智能+”行动，完善人工智能治理。系统应对外部冲击挑战，提高能源资源安全保障水平。努力稳定房地产市场。着力解决拖欠企业账款问题。稳定和增强资本市场信心。

中国 4 月官方制造业 PMI 连续第二个月位于扩张区间。中国 4 月官方制造业 PMI 为 50.3%，略低于上月 0.1 个百分点，仍连续两个月处于扩张区间；非制造业 PMI 为 49.4%，环比下降 0.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.1%，下降 0.4 个百分点。新出口订单指数时隔 23 个月重回扩张区间。4 月非制造业商务活动指数录得 49.4%，较前值下降 0.7 个百分点，重回收缩区间。其中，4 月服务业 PMI 下降 0.6 个百分点至 49.6%，环比降幅符合季节性。建筑业方面，4 月建筑业 PMI 回落 1.3 个百分点至 48.0%，延续收缩态势且弱于季节性。

中国一季度工业企业利润同比增速加快。今年一季度，中国规模以上工业企业利润同比大增 15.5%，营收利润率达 2023 年以来同期最高水平。部分行业增势迅猛，电子行业利润增长 124.5%，光纤制造行业利润增长 336.8%，有色行业利润增长 116.7%。

（二）海外宏观

美联储 4 月议息会议维持利率水平不变。美联储公布 4 月议息决议，以 8:4 的罕见投票结果维持联邦基金利率目标区间于 3.50% - 3.75% 不变，为连续第三次按兵不动。米兰投了反对票，支持降息 0.25 个百分点；哈马克、卡什卡利和洛根投了反对票，他们支持维持联邦基

金利率目标区间，但反对在此时于声明中加入宽松倾向。这是 1992 年 10 月以来出现最多反对票的一次会议。声明保留潜在宽松措辞，即在考虑“进一步”调整利率的幅度和时机时，将仔细评估最新信息。中东局势发展导致经济前景不确定性加大，声明将通胀形容为“高企”，此前为“略高”。

伊朗日前通过斡旋方巴基斯坦向美方提交一份包含 14 点提议的新方案。方案主要内容包括确保不再发生军事侵略、支付赔偿、建立霍尔木兹海峡新的管理机制等。美国总统特朗普表示，伊朗的新提议是不可接受的。伊朗外交部发言人巴加埃表示，美国已通过巴基斯坦方面对伊朗“14 点提议”作出回应，伊朗方面对此正在进行审查。伊朗提议在 30 天内达成关于彻底结束战争的谅解并商定其执行方式，重点是在所有战线结束冲突，包括黎巴嫩。巴加埃指出，现阶段美伊没有进行核谈判。

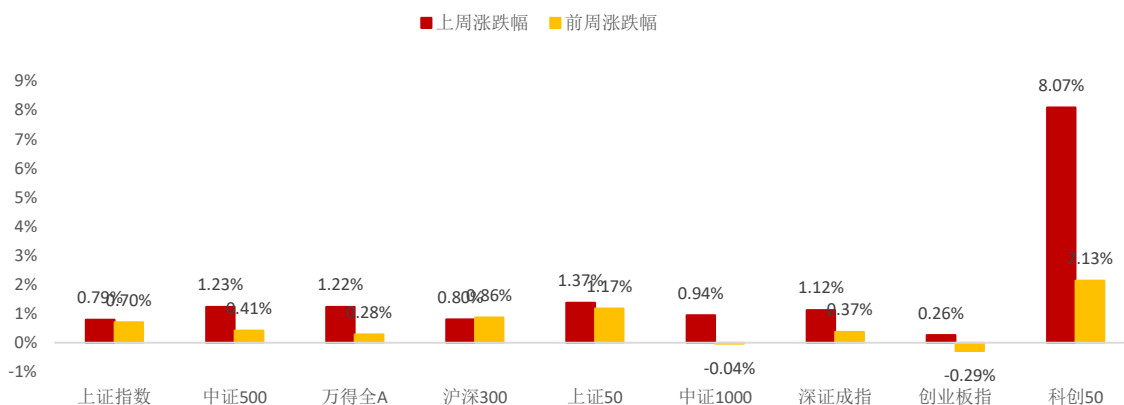
美国总统特朗普表示，美国将于引导被困在霍尔木兹海峡的船只驶离。若此项行动在任何环节遭遇阻挠或干扰，美方将不得不采取强硬手段予以应对。特朗普还表示，美方代表们目前正与伊朗方面进行着富有成效的对话，这些对话有望为各方带来极其积极的成果。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：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 0.79%，万得全 A 上涨 1.22%，沪深 300 上涨 0.80%，创业板指上涨 0.26%，科创 50 上涨 8.07%。从行业板块看，上周**综合、电子、石油石**

化领涨，通信、传媒、公用事业领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/4/30	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	17.6	↑	0.33	61.6	↑	0.32	97.6%	100.0%	100.0%
深证成指	35.3	↑	0.33	84.6	↑	0.48	96.6%	99.7%	99.7%
上证 50	11.6	↑	0.05	57.5	↑	1.31	83.9%	83.0%	77.6%
沪深 300	14.6	↑	0.09	70.3	↑	0.80	91.3%	91.6%	88.9%
中证 500	36.5	↑	0.04	68.1	↓	0.07	80.3%	97.7%	96.9%
中证 1000	54.4	↑	4.24	76.2	↑	3.25	76.2%	97.4%	96.5%
创业板指	44.4	↑	1.27	45.6	↑	2.77	44.2%	54.6%	57.9%
科创 50	150.6	↓	1.39	90.0	↓	0.30	90.0%	90.0%	89.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2026/4/30	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)	33.4	↑	3.66	46.28%	↑	9.79	46.3%	59.9%	59.6%
基础化工(申万)	34.8	↑	0.64	81.90%	↑	0.86	81.9%	98.4%	97.8%
钢铁(申万)	33.7	↓	0.34	72.76%	↓	1.57	72.8%	92.5%	90.0%
有色金属(申万)	29.6	↓	0.01	37.23%	↓	0.02	37.2%	60.3%	67.5%
电子(申万)	78.5	↑	3.48	98.12%	↑	1.73	98.1%	100.0%	100.0%
家用电器(申万)	15.5	↑	0.87	54.25%	↑	15.62	54.3%	61.8%	67.4%
食品饮料(申万)	20.5	↓	0.76	15.74%	↓	6.10	15.7%	7.3%	9.7%
纺织服饰(申万)	27.6	↑	0.52	61.30%	↑	2.26	61.3%	76.2%	70.9%
轻工制造(申万)	36.9	↑	2.10	73.33%	↑	5.04	73.3%	100.0%	100.0%
医药生物(申万)	34.9	↑	0.18	39.93%	↑	1.11	39.9%	62.3%	62.6%
公用事业(申万)	20.9	↓	0.31	54.09%	↓	2.08	54.1%	61.3%	59.7%
交通运输(申万)	18.6	↑	0.50	60.75%	↑	4.73	60.7%	78.5%	77.3%
房地产(申万)	20.1	↓	56.71	72.56%	↓	27.44	72.6%	79.5%	72.8%
商贸零售(申万)	44.1	↑	1.17	88.11%	↑	2.15	88.1%	95.2%	93.7%
社会服务(申万)	45.8	↑	1.42	45.67%	↑	3.95	45.7%	48.6%	31.7%
综合(申万)	149.6	↑	29.81	100.00%	↑	0.19	100.0%	100.0%	100.0%
建筑材料(申万)	38.0	↑	1.00	90.78%	↑	1.30	90.8%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	15.6	↑	0.23	76.78%	↑	0.63	76.8%	99.9%	99.9%
电力设备(申万)	43.4	↑	0.76	72.04%	↑	4.78	72.0%	82.9%	77.3%
国防军工(申万)	84.8	↓	0.74	71.60%	↓	0.53	71.6%	94.2%	92.3%
计算机(申万)	81.9	↑	0.88	86.98%	↑	0.88	87.0%	88.6%	84.8%
传媒(申万)	42.0	↓	0.74	55.13%	↓	2.24	55.1%	76.1%	71.2%
通信(申万)	61.1	↓	0.76	92.28%	↓	1.07	92.3%	99.5%	99.4%
银行(申万)	6.2	↓	0.01	43.65%	↓	0.42	43.6%	50.1%	64.5%
非银金融(申万)	12.0	↑	0.28	2.46%	↑	1.30	2.5%	1.8%	2.4%

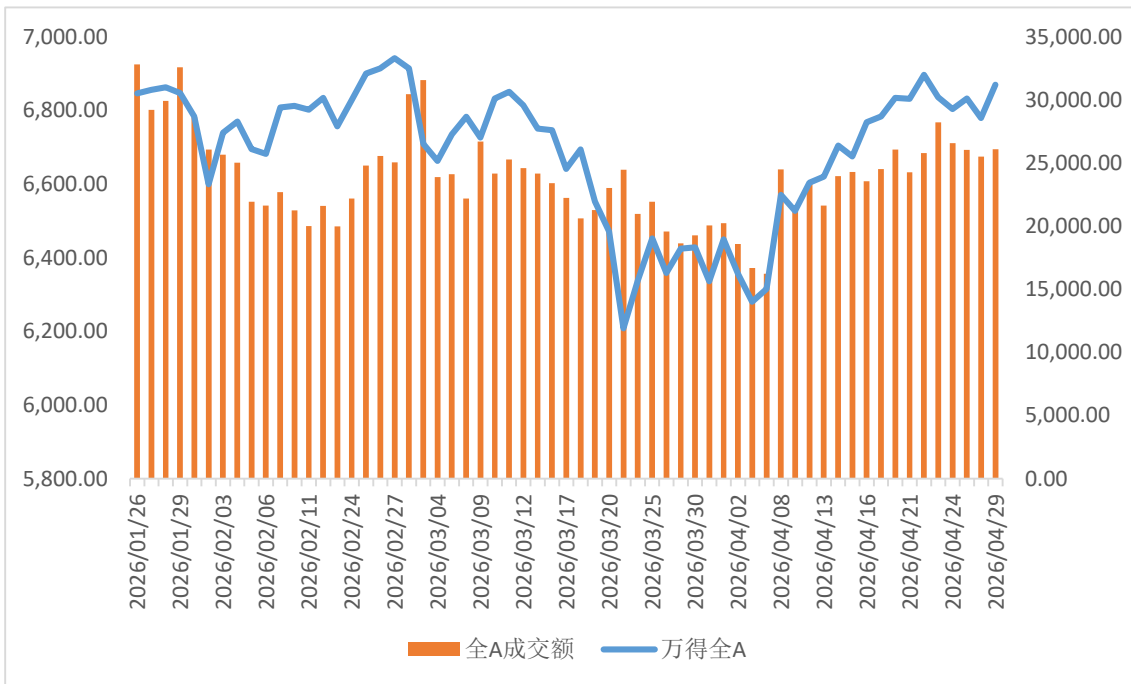
汽车(申万)	28.5	↓	0.38	75.92%	↓	1.89	75.9%	62.7%	50.5%
机械设备(申万)	45.0	↑	1.22	76.18%	↑	1.37	76.2%	100.0%	100.0%
煤炭(申万)	23.5	↑	1.86	80.98%	↑	1.06	81.0%	100.0%	100.0%
石油石化(申万)	25.9	↑	10.29	86.88%	↑	52.62	86.9%	99.5%	99.5%
环保(申万)	31.2	↑	0.27	62.55%	↑	0.66	62.6%	97.9%	98.5%
美容护理(申万)	34.8	↓	0.40	38.17%	↓	2.12	38.2%	32.0%	21.3%

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，上周综合、石油石化、农林牧渔估值上行最多，房地产、通信、食品饮料下行最多。当前综合、电子、通信板块估值处于历史较高水平；非银金融、食品饮料、有色金属板块估值处于历史较低水平。

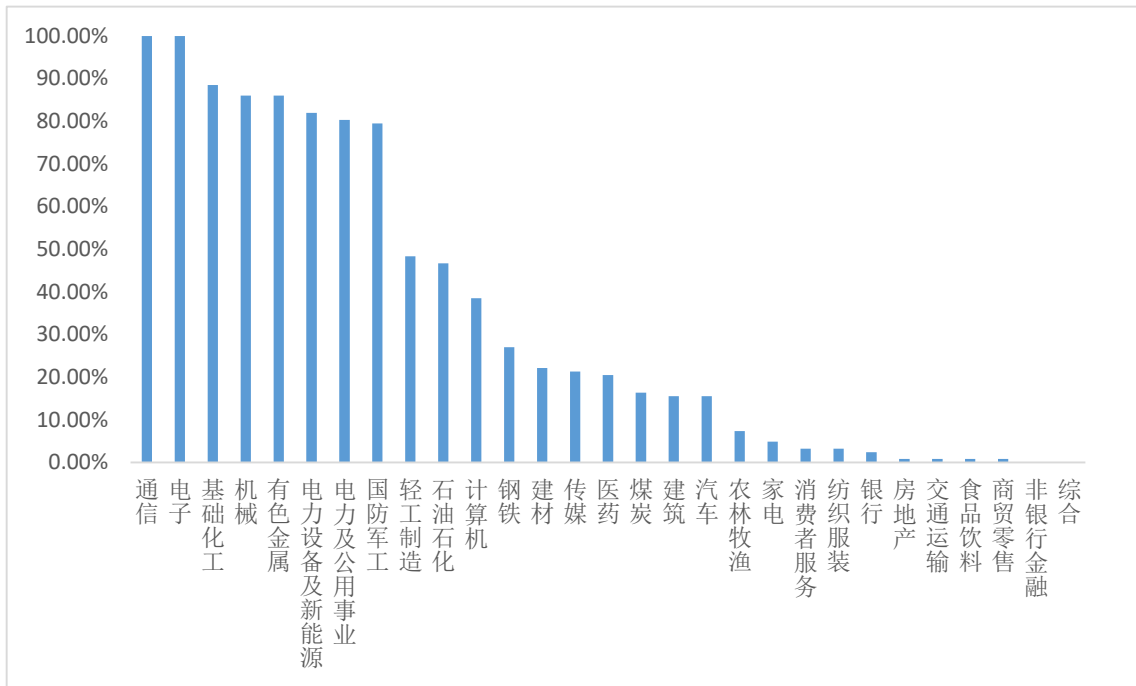
3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



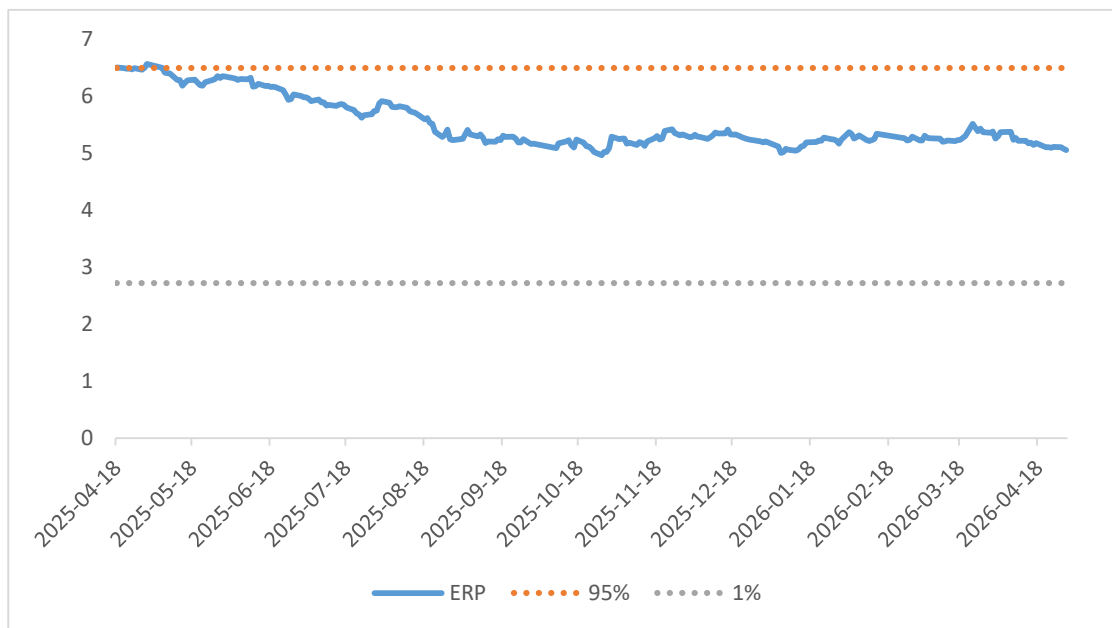
数据来源：Wind

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

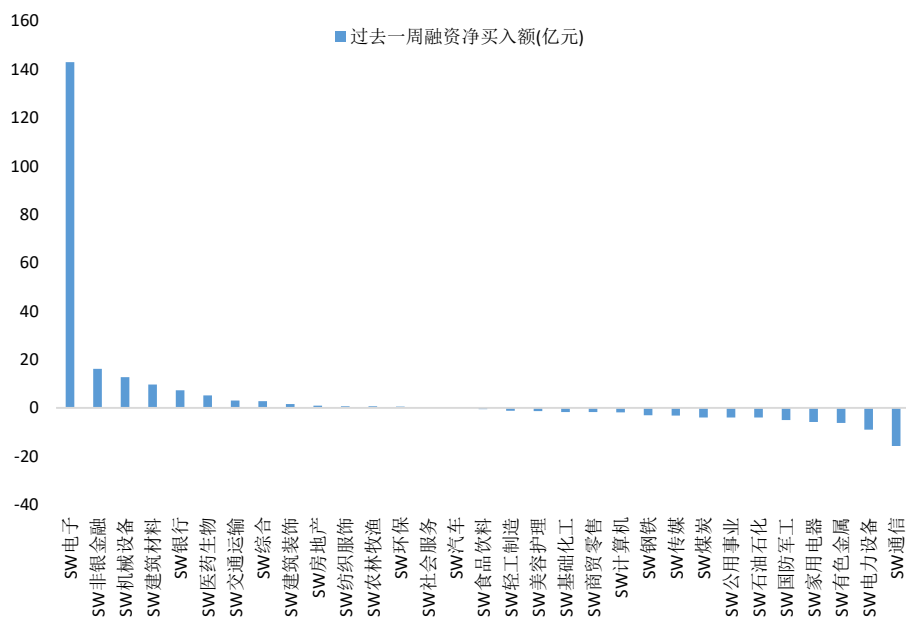
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上涨。从行业拥挤度的角度，通信、电子、基础化工的拥挤度较高。

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 5.05%，处于历史 40.93% 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29日，两融资金占比为10.08%，4月24日为9.74%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至4月30日，上周融资净买入的前三行业为电子、非银金融、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

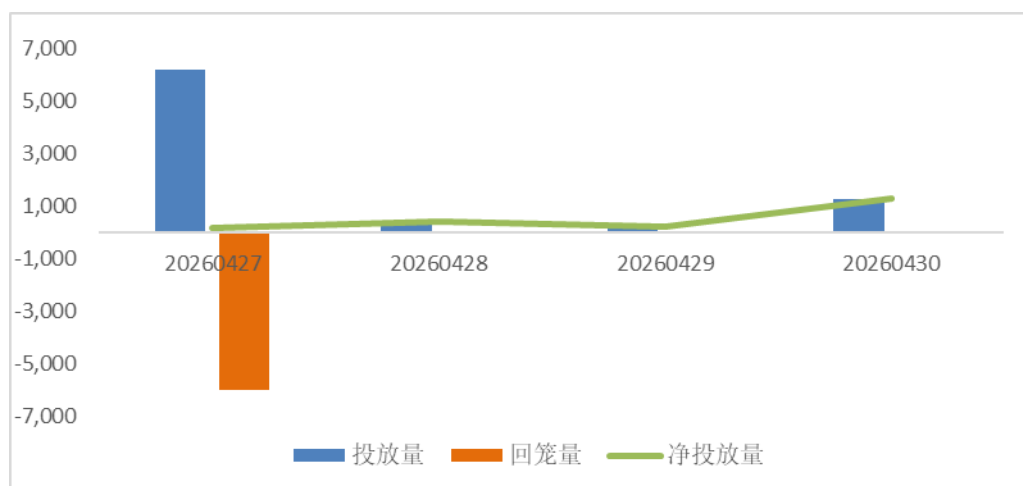


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行4141亿元逆回购及4000亿元MLF操作，因有120亿元逆回购和6000亿元MLF到期，整体上实现净投放2021亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行3500亿元，地方政府债计划发行587亿元，整体净缴款-1060亿元。

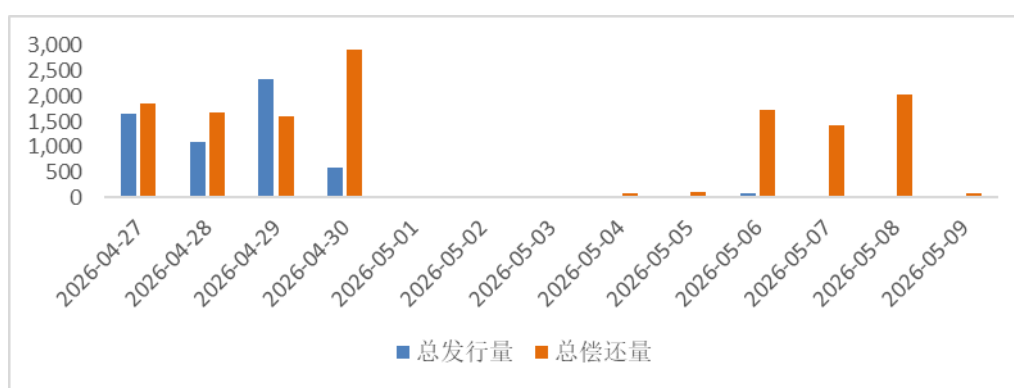
图：5月6-5月8日政府债发行缴款

单位：亿元

	5月6日		5月7日		5月8日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	950	185	0	0	2550	402
到期	1091	304	700	100	0	0
缴款	0	0	950	185	0	0
净缴款	-1395		335		0	

同业存单发行：本周(5月6-9日)存单到期5482亿元，到期压力降至过去一年多的中枢水平之下。

图：同业存单到期与发行

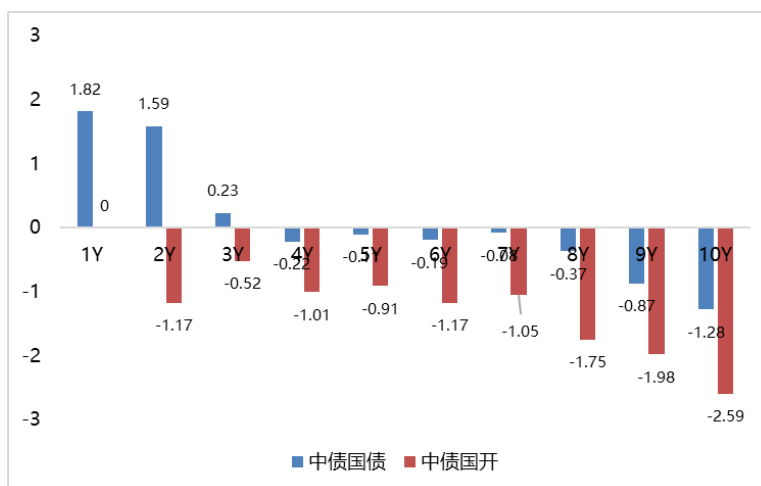


回购市场：上周资金面主要受跨月影响，资金面整体均衡，价格略有上行。具体来看，上周一面临2000亿元MLF回笼及2683亿政府债净缴款，压力有所上升，央行当日逆回购操作2185亿，对市场的呵护不减，央行收长放短，当日资金面有所收紧；后续两日，央行维持200-300亿元的净投放，资金面保持均衡状态，未进一步收紧；到4月30日，央行净融出缩量到3.69万亿，不过央行加量净投放到1257亿元，跨月当日资金面保持均衡。截至上周四，R001收于1.37%，较前一周上行8.38BP，R007收于1.4%，较前一周上行2.96BP。

票据利率：上周票据市场波动加剧。上周一至上周二，主要大行降价收票，市场供不应求，利率快速下行；上周三供给增加，大行抬价，利率快速上行；上周四上午买盘需求释放，利率下调，随着买盘需求得到满足，利率反弹。

(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	11.82	19.86	26.85	34.75
环比	-1.59	-0.34	-1.17	-4.24
年初以来	-9.16	8.79	11.33	4.35
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	24.30	15.40	18.76	45.94
2016 年以来分位数	20.33%	79.20%	87.88%	35.79%

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）

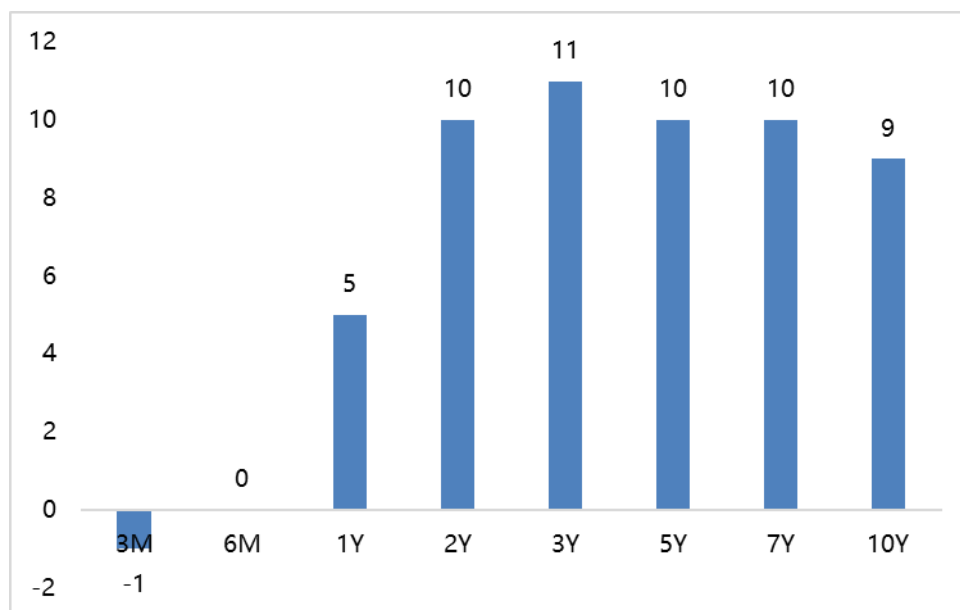
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	14.16	15.89	17.91	22.8	24.04
环比	0.82	0.77	1.38	2.72	2.85
年初以来	-18.18	-19.34	-19.35	-10.84	-21.08
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	42.19	34.27	36.68	40.90	42.29
2016 年以来分位数	4.92%	4.88%	6.55%	7.94%	9.64%

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 年期收益率上行 1.82BP 至 1.162，3 年期上行 0.23BP 至 1.2802，5 年期下行 0.11BP 至 1.4788，10 年期下行 1.28BP 至 1.7473。

长时期高等级票据信用利差全部走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差扩大 0.82BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差扩大 0.77BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差扩大 1.38BP。

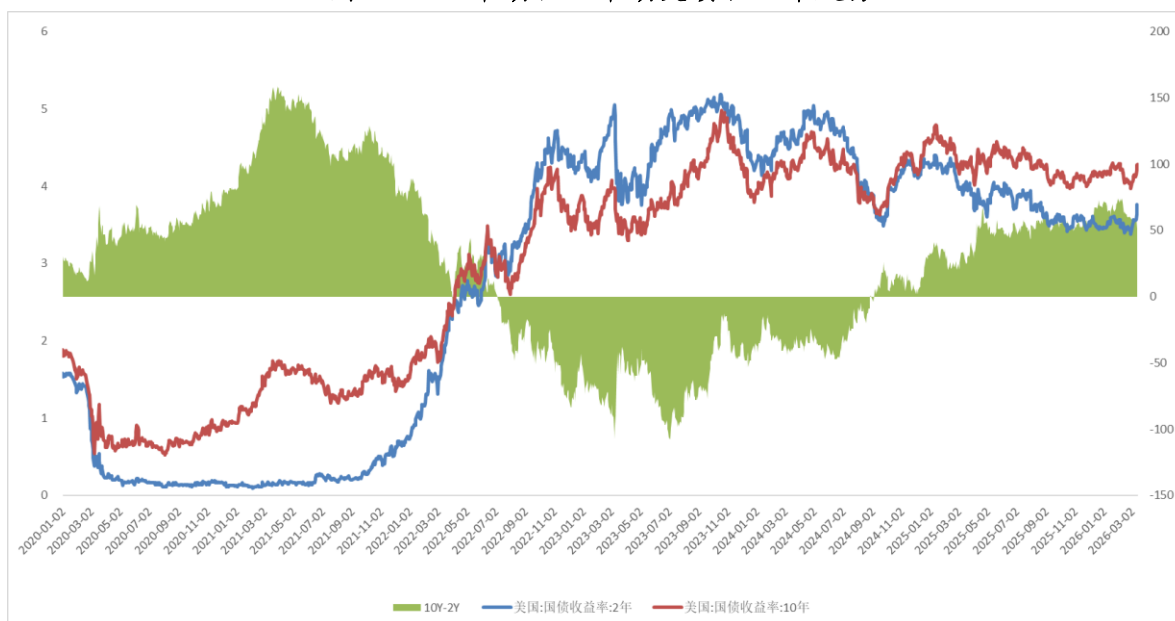
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率全线上涨。1 年期美债收益率上行 5BP，3 年期美债收益率上行 11BP，10 年期美债收益率上行 9BP。

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 0.43%，在岸和离岸人民币汇率全线上涨，中间价上涨 0.07%，即期汇率上涨 0.01%，离岸人民币汇率上涨 0.04%。

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	98.0997	6.8628	6.8335	6.8318
对照日期	98.5267	6.8674	6.8342	6.8348
涨跌	-0.43%	0.07%	0.01%	0.04%

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，4月中央政治局会议对一季度经济形势给予积极评价，指出“我国经济起步有力，主要指标好于预期”。鉴于经济开局良好、主要指标超预期，会议在政策力度定调上明显收敛，删去了自2024年12月以来“实施更加积极有为的宏观政策”的总括性表述，释放出政策更重存量落实、而非增量扩张的明确信号。与此同时，会议在结构性部署上呈现多项新亮点：一是明确提出深入整治“内卷式”竞争；二是加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等新型基础设施的统筹规划建设；三是要求系统应对外部冲击挑战，提升能源资源安全保障水平；四是再次强调稳定和增强资本市场信心，为后续政策出台指明了方向。4月官方制造业PMI录得50.3%，虽较上月小幅回落但仍优于季节性表现，经济延续扩张态势。供需结构延续分化，外需韧性明显强于内需复苏动能；价格层面，上游成本涨价向中下游传导依然受阻。服务业景气呈现结构性差异：生产性服务业维持较好扩张态势，生活性服务业修复力度则相对偏弱。建筑业景气度再度回落至季节性下沿，显示地产与基建投资动能仍待巩固。海外方面，美联储4月议息会议维持联邦基金利率目标区间在3.50%-3.75%不变，连续第三次暂停降息。值得关注的是，FOMC内部出现4张反对票，创下1992年以来最严重的政策分歧，暗示后续降息路径的不确定性显著上升。中东局势方面，白宫在致国会信函中称美伊敌对行动已结束，且伊朗在谈判中态度有所软化；但特朗普随即宣称对谈判方案不满，并表示将引导被困霍尔木兹海峡的商船安全驶离。然而局势迅速逆转，伊朗宣布使用导弹袭击美国驱逐舰，中东地缘冲突短期急剧升温，能源安全与航运风险再度凸显。

（二）权益市场展望和策略

之前提示“止盈减仓是最重要的工作”，现在我们认为这个判断并没有过时，后续会得到进一步验证。富查伊拉遇袭说明，地缘风险并未出清，市场此前对“冲突钝化”的交易过

于乐观，一旦后续再有供应链扰动，前期高位抱团方向仍有补跌压力。油价再次上冲，WTI 103 美元、布伦特 113 美元附近，对高估值成长板块的估值压制会比对低估值红利板块更明显。美联储连续第三次按兵不动且内部分歧加大，意味着外部流动性难以成为下一阶段市场上涨的催化剂。4 月 A 股成长风格大幅领先，电子、通信等板块涨幅居前，交易拥挤度已显著抬升，节后若惯性冲高，更容易出现“利好兑现”后的多杀多。国内基本面和政策确实有韧性，这会提供市场底部支撑，更合理的做法，是保住前期收益，等更高确定性的再布局时点。行业配置建议关注：银行、公用事业、石油石化、煤炭、电力设备；建议谨慎：通信、电子、计算机、医药生物、非银金融。

(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，4 月 PMI 体现的经济韧性以及一季度 GDP 增速落在年初目标上沿为权益市场提供了支撑，中期名义 GDP 回升趋势仍是制约长端利率大幅下行的核心变量。不过内需偏弱、物价回升的可持续性存疑等结构性问题也为债市留出了一定的安全边际，收益率趋势性反转时点尚未到来。从政策面来看，政治局会议确认了“存量落地、增量相机抉择”的政策思路，短期降息降准的预期空间被进一步压缩。但若二季度经济修复动能显著放缓，三季度仍有政策进一步宽松的窗口可能。当前位置下债市已透支部分政策宽松预期，需警惕预期落差带来的调整风险。从情绪面来看，当前债市赔率已较 4 月明显下降。前期推涨行情的重要驱动力-基于资金充裕和理财申购债基的正循环逻辑在 5 月可能难以持续维系；理财规模在月末已有环比收缩迹象，非银机构杠杆率虽有抬升但并未达到极致水平，整体仓位处于可上可下的平衡区间。若 5 月资金面边际收敛和供给放量共振发生，止盈潮可能进一步加大债市调整压力。供需方面，超长期特别国债正式开闸后，二季度政府债供给显著放量是确定性事件。供给冲击虽未必导致收益率趋势性上行，但将对资金面形成边际制约，并影响机构的配置节奏和仓位管理。

策略方面，建议采取中性偏防御策略。当前长端收益率已对资金面和政策宽松预期反映

充分，30 年期国债收益率水平较 4 月初低点的估值修复较为充分。当前点位下继续追涨长债和超长债的空间有限、风险收益比不高，可适度降低组合久期至中性水平。2026 年超长特别国债供给即将批量发行，一级市场能够获取更充足的配置量，可等收益率回调后择机加仓。

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。