

全球“滞胀交易”下的十大主线

证券研究报告

2026年04月02日

大类资产配置月报 2026.4

大类资产走势的月度回顾展望

回望 2026 年 3 月：

海外市场博弈的因素主要包括：战争与油价冲击引发的“滞胀”担忧、美联储路径的不确定性、降息预期大降并萌发加息预期。

美股受地缘风险、高油价与高利率的打击，三大股指齐跌；日韩欧股市跌幅更深。海外政府债券收益率纷纷大幅上行；国内债市波动幅度相对较小，长短端表现分化。商品方面，原油大涨是主线，在原油冲击下，商品价格表现分化：黄金白银大跌；工业金属亦多数下跌；能源化工品上涨。

展望 4-5 月：

海外方面，考虑到美国战争法的约束、中期选举诉求等因素，伊朗局势有望在二季度逐步缓和。短期内谈判难度较大，因此 4 月市场可能仍在避险情绪和油价担忧之中，风险资产或呈高波动。待地缘局势缓和的信号增强后，风险资产有望反弹；美联储降息预期有望回升，美债收益率和美元有望在二季度中转降。

国内方面，A 股亦受到海外局势影响，但相较于其他国家而言影响可控；A 股或呈现“先磨底、后修复、再分化”的走势。债市方面，或延续长短端行情分化特征，4 月关注资金在银行和理财之间的流转，10Y 以内品种或有配置力量支撑。

“滞胀交易”下，大类资产配置的 10 大主线

- 1、地缘局势反复波折，4-5 月底或有望逐步缓和。
- 2、黄金大跌的 3 条逻辑，重点关注央行买盘逆转。
- 3、原油持续高位，Q2 仍有冲高可能。
- 4、大类商品表现分化，金属普跌，能化上涨。
- 5、美股跌破 200 日均线，HALO 资产相对稳健。
- 6、美债攀升或难以持续，降息预期有望修复。
- 7、二季度美国通胀率或暂时的冲高。
- 8、内稳外荡，中国资产显现稳定性。
- 9、点名结束外卖大战，关注恒生科技左侧机会。
- 10、国内地产迎来“小阳春”，或助力楼市筑底。

风险提示：全球货币政策超预期；特朗普政府政策超预期；中东局势超预期；国内经济基本面变化超预期；测算存在主观判断，或与实际公布值存在偏差。

作者

谭逸鸣 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050005
tanyiming@tfzq.com

裴明楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060004
peimingnan@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：信用骑乘个券精选-信用策略随笔》 2026-04-01
- 2 《固定收益：4 月存单利率继续向下？-利率专题》 2026-04-01
- 3 《固定收益：50.4%的扩张，63.9%的涨价-PMI 数据点评》 2026-03-31

内容目录

1. 4月大类资产配置 的 10 大主线.....	5
1.1. 地缘局势反复波折，4-5 月底或有望逐步缓和.....	5
1.2. 黄金大跌的 3 条逻辑，重点关注央行买盘逆转.....	6
1.3. 原油持续高位，Q2 仍有冲高可能.....	7
1.4. 大类商品表现分化，金属普跌，能化上涨.....	8
1.5. 美股跌破 200 日均线，HALO 资产相对稳健.....	9
1.6. 美债攀升或难以持续，降息预期有望修复.....	10
1.7. 二季度美国通胀率或暂时的冲高.....	11
1.8. 内稳外荡，中国资产显现稳定性.....	12
1.9. 点名结束外卖大战，关注恒生科技左侧机会.....	13
1.10. 国内地产迎来“小阳春”，或助力楼市筑底.....	13
2. 大类资产走势的月度回顾.....	15
2.1. 美股.....	16
2.2. 美债.....	17
2.3. 汇率.....	18
2.4. 黄金.....	19
2.5. 商品.....	19
2.6. 国内股债.....	20

图表目录

图 1：美伊冲突的时间线.....	5
图 2：地缘风险指数有所缓和.....	6
图 3：美股、黄金的波动率略有回落.....	6
图 4：黄金和美股在 3 月同步走势（令 2 月底=100）.....	6
图 5：黄金 ETF 在 3 月大幅净流出.....	6
图 6：土耳其央行的黄金储备.....	7
图 7：央行增持黄金主要集中于新兴市场国家.....	7
图 8：Kalshi：美油价格押注.....	7
图 9：Polymarket：美油价格押注.....	7
图 10：历次地缘冲突前后原油价格表现（令冲突当月原油价格=100，+1M 为冲突后一个月，-1M 为冲突前一个月，以此类推）.....	8
图 11：主要商品类别（金油除外）的 3 月涨跌幅.....	9
图 12：标普 500 指数跌破 200 日均线.....	9
图 13：标普 500 进入“超卖”区间.....	9
图 14：标普 500 信息技术估值 / 标普 500 估值的比值.....	10
图 15：2026 年一季度标普 500 一级行业的涨跌幅.....	10
图 16：美债走势由通胀预期主导.....	10
图 17：市场对美联储降息预期的变化.....	11

图 18: 美国信息技术设备进口价格攀升	11
图 19: 油价向美国 CPI 能源分项指数的即时传导	11
图 20: 美国不含石油的进口价格同比增速创下 2022 年 11 月以来最高	11
图 21: 全球主要股市涨跌幅和估值分位数	12
图 22: 美欧日国债收益率高企	12
图 23: 人民币汇率和国债表现稳定	12
图 24: 港股通周度买入成交净额 (亿元人民币)	13
图 25: 恒生指数和恒生科技指数表现	13
图 26: 30 大中城市日均商品房成交面积 (7 日滚动平均)	14
图 27: 全球主要大类资产在 2 月、3 月的表现 (单位: %)	15
图 28: 全球主要国债收益率在 3 月的表现 (单位: bp)	16
图 29: 美股走势 (2026.2.1-2026.3.31)	17
图 30: 2026 年 3 份美股行业的表现	17
图 31: 标普 500 的风险溢价, 和最近 20 年的分位数水平	17
图 32: 美债收益率走势 (2026.2.1-2026.3.31)	18
图 33: 10Y 美债的期限溢价、通胀溢价 (2026.2.1-2026.3.31)	18
图 34: 美元指数和人民币汇率的走势 (2026.2.1-2026.3.31)	18
图 35: 欧元、日元汇率的走势 (2026.2.1-2026.3.31)	18
图 36: 黄金和白银的走势 (2026.2.1-2026.3.31)	19
图 37: 市场预期下一次降息可能在 2027 年	19
图 38: 国际原油价格走势 (2026.2.1-2026.3.31)	20
图 39: 铜价走势 (2026.2.1-2026.3.31)	20
图 40: A 股走势 (2026.2.1-2026.3.31)	20
图 41: 10Y 中债国债到期收益率走势 (2026.2.1-2026.3.31)	20
表 1: 大类资产观点汇总	4

回望 2026 年 3 月，海外市场博弈的因素主要包括：战争与油价冲击引发的“滞胀”担忧、美联储路径的不确定性、降息预期大降并萌发加息预期。

展望 4-5 月：海外方面，考虑到美国战争法的约束、中期选举诉求等因素，伊朗局势有望在二季度逐步缓和。短期内谈判难度较大，因此 4 月市场可能仍在避险情绪和油价担忧之中，风险资产或呈高波动。待地缘局势缓和的信号增强后，风险资产有望反弹；美联储降息预期有望回升，美债收益率和美元有望在二季度中转降。

国内方面，A 股亦受到海外局势影响，但相较于其他国家而言影响可控；A 股或呈现“先磨底、后修复、再分化”的走势。债市方面，或延续长短端行情分化特征，4 月关注资金在银行和理财之间的流转，10Y 以内品种或有配置力量支撑。

表 1：大类资产观点汇总

资产	3月走势	3月涨幅	后市观点展望
美股		-5.1%	二季度美股大概率维持高波动的震荡格局，如果中东局势和油价压力缓和、且4月中旬开启的一季度财报没有明显下修全年指引，美股有望修复。
美债		+33 bp	短期内美债收益率可能维持高位波动，待降息预期回归后，美债收益率有望下降，短端收益率可能下降更快，10Y-2Y期限利差重新上行。
美元		2.3%	二季度初，地缘冲突与油价冲击仍存，美元可能先偏强震荡，季度中后期，随着地缘降温美元可能转跌，逐步回到全年偏弱的主线。
人民币		-0.8%	3月在强美元环境中，人民币表现稳健。预计人民币汇率整体仍将维持稳健，呈现双向波动，但幅度可控。
黄金		-11.8%	展望二季度，黄金或在高波动下有所修复，但短期风险仍在，尚不具备单边上行的基础。重点关注油价、新兴市场央行增持/减持、美联储货币政策倾向。
原油		51.3%	4月，如果地缘风险整体可控，油价可能维持100美元左右水平震荡；如果局势升级，或再创年内新高。
铜		-9.5%	短期内，避险情绪+地缘打击工业前景+强美元+高利率，铜价或承压；待伊朗局势缓和后，铜价有望反弹。
A股		-6.5%	若外部风险缓和的背景下，市场风险偏好可能提升，预计A股或将呈现“先磨底、后修复、再分化”的走势。
A债		+4.2 bp	国内债市或延续长短端行情分化特征，关注资金在银行和理财之间的流转，10Y以内品种或有配置力量支撑。

资料来源：wind，天风证券研究所（注：第三列 3 月涨幅：为第二列中的指标的涨幅）

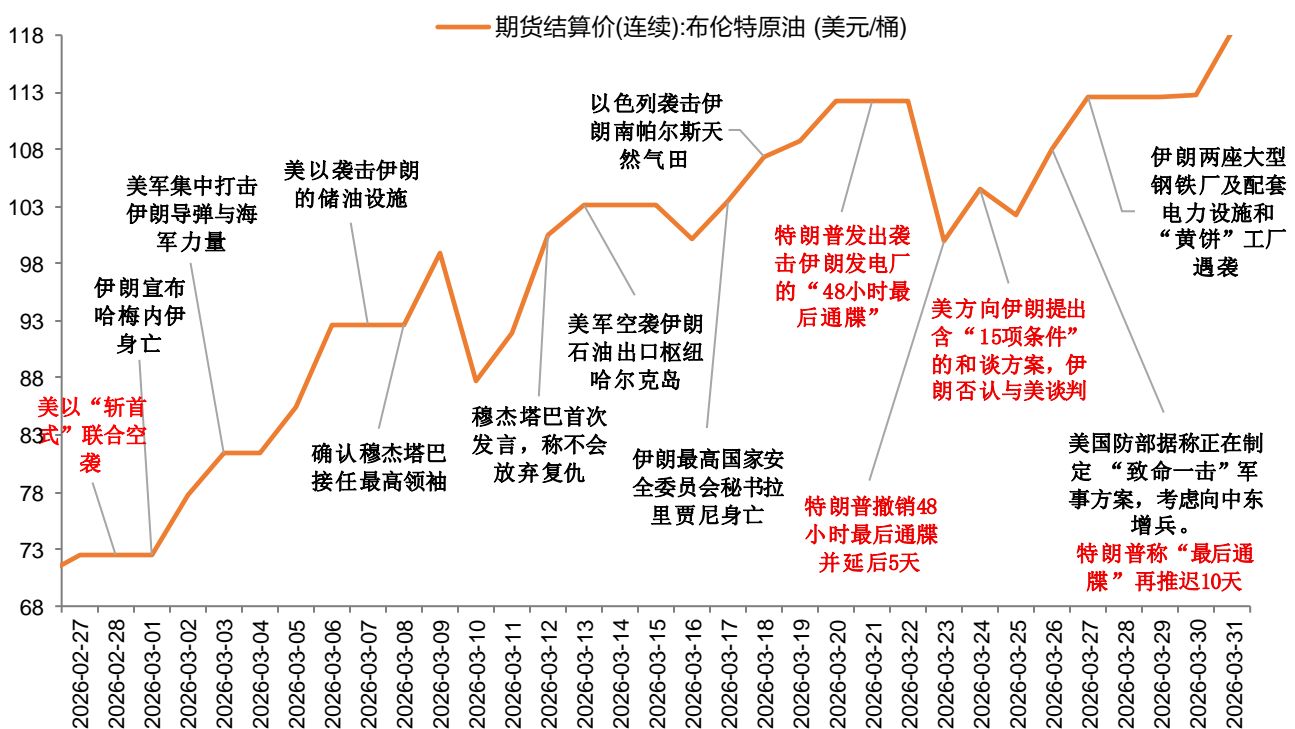
1.4 月大类资产配置的 10 大主线

1.1. 地缘局势反复波折，4-5 月底或有望逐步缓和

2 月 28 日美国和以色列正式发起“斩首式”联合空袭，目前已持续 33 天，局势持续时长超出了冲突刚爆发时“短期行动”的预期，打击目标不断升级，从最初的军事基地，拓展至能源设施、核设施、发电厂和海水淡化厂。

美方表态摇摆，一方面释放推进谈判的信号，称军事行动短期内将结束；一方面同时向中东增兵，不时威胁加大打击力度。伊朗方面立场一贯强硬，表示至今未与美国进行任何直接谈判，且不接受美方目前提出的停火“15 点计划”。

图 1：美伊冲突的时间线



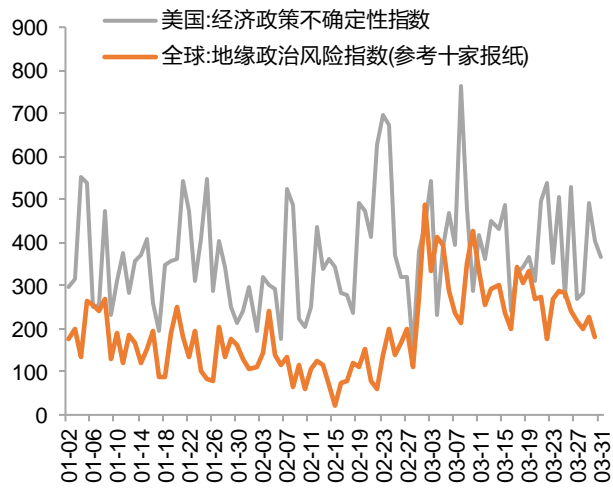
资料来源：Wind、财联社、央广网、央视新闻等、天风证券研究所

3 月底，地缘风险指数有所回落，资产波动率略有下降，美伊双方均释放缓和的意向，军事打击力度有望降级，但目前看，达成协议的难度较大。

我们预计 4-5 月或有缓和可能。一方面，美国的《战争权力决议》对未经国会授权的军事行动有“60+30”天期限的法律约束（军事行动的期限为 60 天，额外给予 30 天的有序撤军的时间），本次冲突于 3 月 2 日上报国会，意味着最多持续至 5 月 31 日，如果军事打击延续进入 6 月，特朗普或将面临法律挑战。

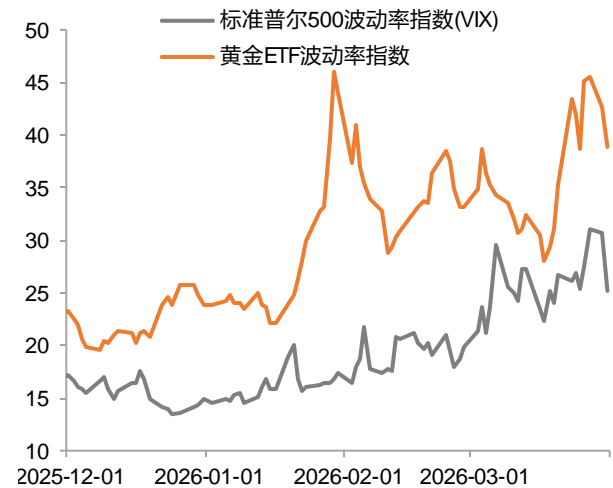
另一方面，7 月份特朗普政府将面临 122 条款 10% 关税到期、美墨加协议联合审查等事项，政府工作重点或难以同时兼顾。此外，今年 11 月初将进行中期选举投票，美伊战事正在拖累特朗普的支持率。

图 2：地缘风险指数有所缓和



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：美股、黄金的波动率略有回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

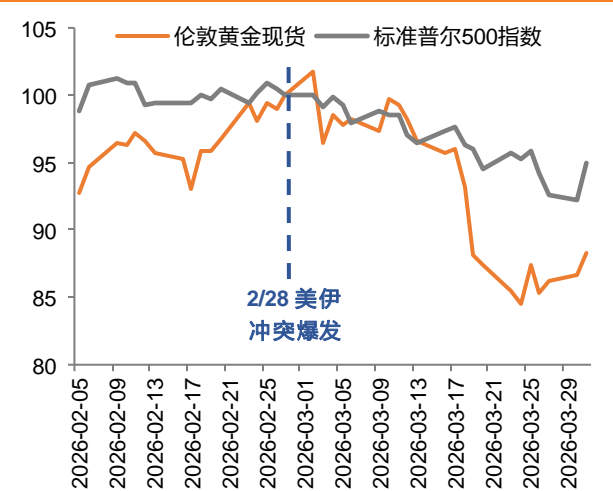
1.2. 黄金大跌的 3 条逻辑，重点关注央行买盘逆转

伦敦金在 3 月 2 日达到 5321 美元/盎司的高点，3 月 3 日起持续下跌，3 月 23 日盘中最低跌至 4098 美元/盎司，当前反弹回到 4600 美元/盎司以上。我们认为黄金大跌有三重主线逻辑：

- 1) 通胀预期上行导致“高利率+强美元”，压制一切金属价格，包括黄金。
- 2) 风险资产大跌引发的流动性冲击。风险资产急剧下跌时，可能引发黄金的“流动性事件”——交易员或面临广泛的追加保证金需求，被迫抛售贵金属以满足保证金需求。3 月私募信贷产品出现集中赎回，也间接加大了包括黄金在内的可迅速变现资产的抛压。
- 3) 新兴市场国家央行“缺钱”选择卖出黄金换美元，尤其是能源进口依赖、本币贬值明显的国家。土耳其央行两周之内抛售了近 60 吨黄金：

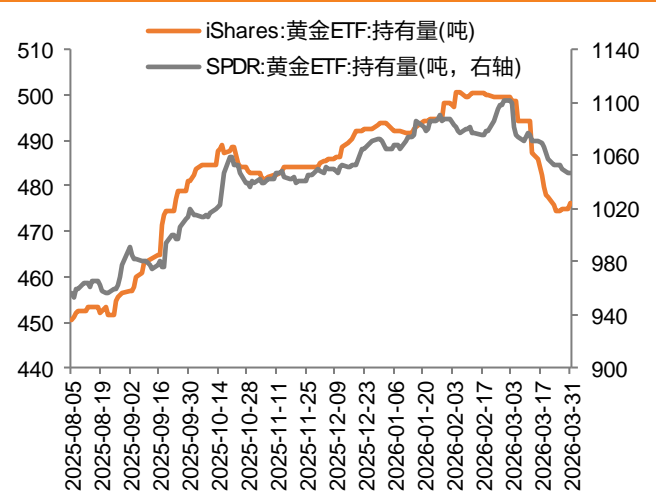
——中东冲突升级，油价大涨，土耳其对进口油气高依赖，因而美元需求上升，同时美元上涨、土耳其里拉贬值，土耳其央行被迫出手，先是卖出美元外汇储备来稳汇率，而后卖黄金换美元，缓解本国的流动性“危机”。

图 4：黄金和美股在 3 月同步走势（令 2 月底=100）



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 5：黄金 ETF 在 3 月大幅净流出



资料来源：Wind，天风证券研究所

往后看，短期内如果油价继续冲高，黄金仍有下行压力，尤其需关注，其他新兴市场国家（例如印度）会否出现类似于土耳其的困境，被迫抛售黄金换美元，新兴市场央行是2022-2025年黄金的重要买家，短期内或被迫暂时的逆转增持趋势。

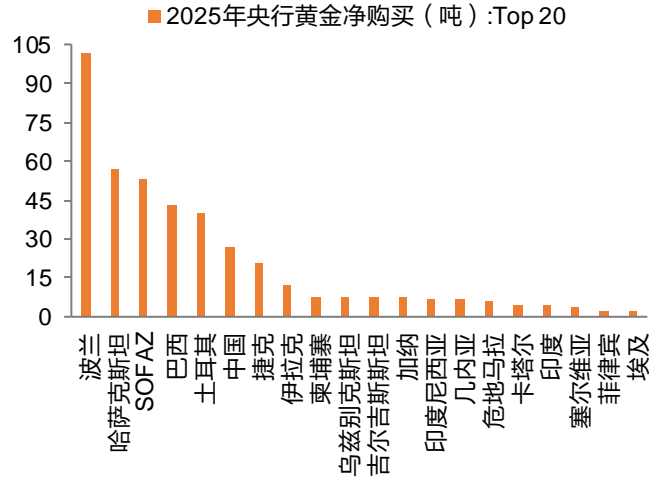
中长期看，维持本轮黄金上涨大周期尚未结束的判断。

图 6：土耳其央行的黄金储备



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 7：央行增持黄金主要集中于新兴市场国家



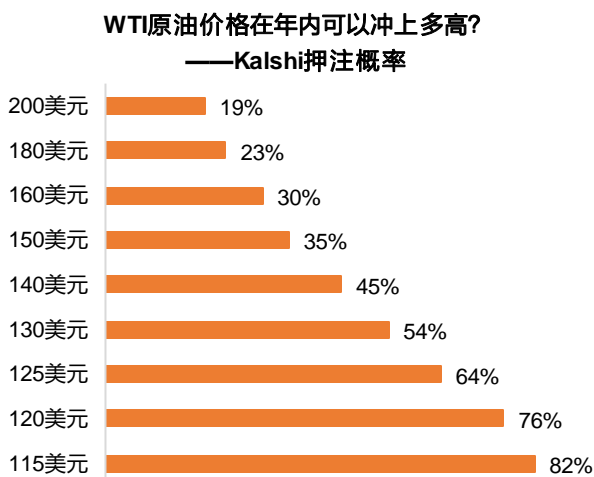
资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所

1.3. 原油持续高位，Q2 仍有冲高可能

3 月份，布伦特原油和 WTI 美油期货分别累涨 63.3%和 51.3%，布油冲上 118 美元/桶，WTI 美油收于 101.4 美元/桶。

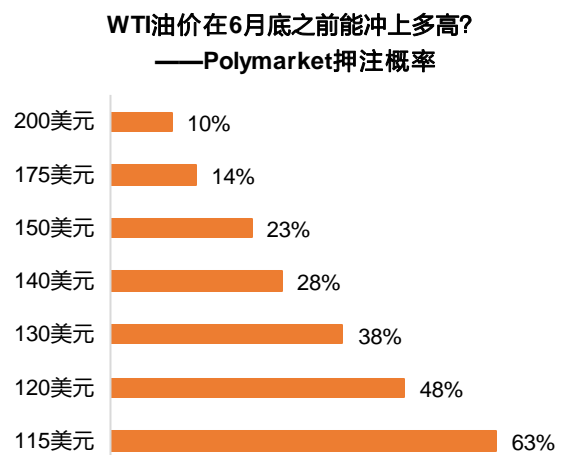
根据押注网站显示，市场预期油价继续上冲、再创年内新高是大概率事件。截至 4 月 1 日，Polymarket 网站显示（图 9），市场预期 WTI 油价在 Q2 冲上 115 美元的概率为 63%，冲上 120 美元的概率为 48%；Kalshi 网站显示（图 8），市场预期 WTI 油价在今年年内冲上 115 美元的概率高达 82%，年内冲上 120 美元的概率为 76%，冲上 130 美元概率为 54%。

图 8：Kalshi：美油价格押注



资料来源：Kalshi，天风证券研究所（4月1日市场预期）

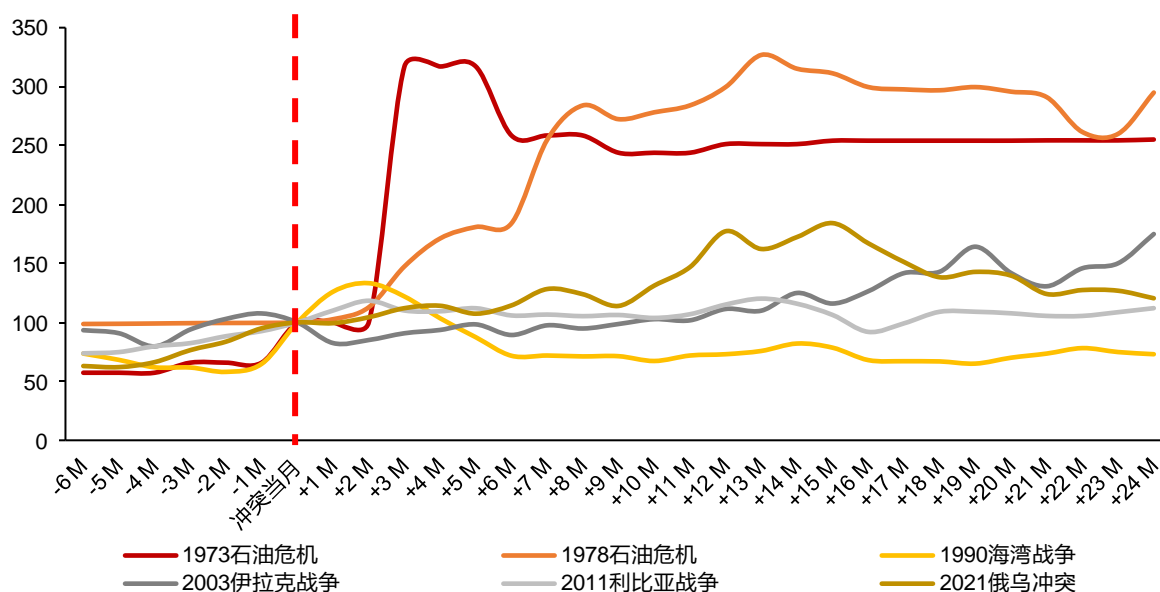
图 9：Polymarket：美油价格押注



资料来源：Polymarket，天风证券研究所（4月1日市场预期）

参考历史上几轮典型的地缘冲突，我们认为 Q2 油价走势很大程度上取决于美伊冲突发酵强度和持续时间，例如 1978 年石油危机，由于两伊冲突持续时间较长且战事不断升级，导致当时油价持续攀升超过 12 个月才达到峰值。目前来看，4 月美伊停火概率并不高，或使得原油价格维持高位。

图 10：历次地缘冲突前后原油价格表现（令冲突当月原油价格=100，+1M 为冲突后一个月，-1M 为冲突前一个月，以此类推）



资料来源：Wind，天风证券研究所

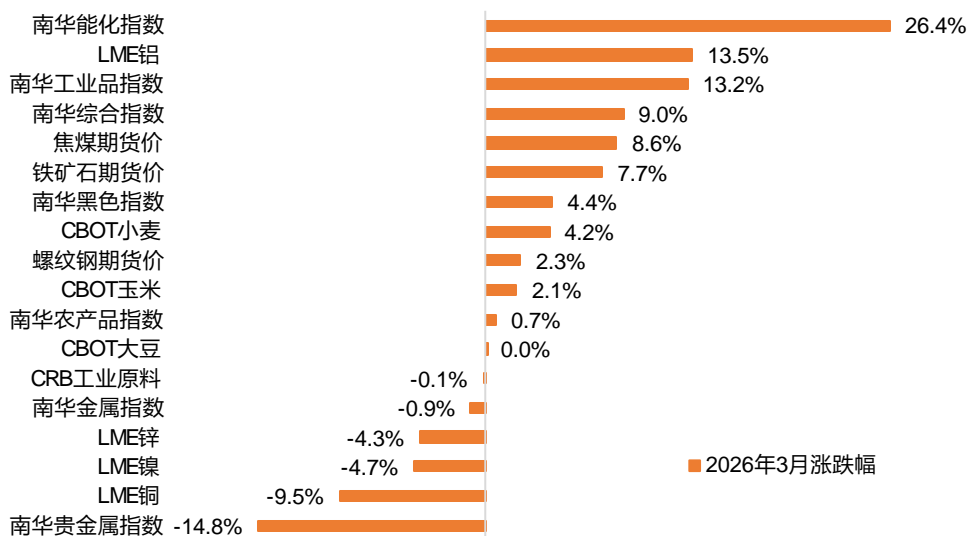
1.4. 大类商品表现分化，金属普跌，能化上涨

3 月随着油价大涨，大宗商品呈现显著分化，主要上涨品种有：能源化工上涨，国内燃料油、甲醇、丙烯等密集涨停，南华能化指数 3 月收涨 26.4%；受益于能源短缺，焦煤 3 月收涨 8.6%；黑色上涨，铁矿石和螺纹钢期货 3 月分别上涨 7.7%和 2.3%；农产品由于化肥涨价而小幅上涨，CBOT 小麦和玉米 3 月分别上涨 4.2%和 2.1%。

金属则普遍下跌，受到高利率、强美元的压制，以及工业前景受挫，LME 铜 3 月收跌 9.5%。铝成为工业金属中的例外，由于中东是重要的原铝供应地，LME 铝 3 月收涨 13.5%。

4 月，如果美伊冲突持续，油价进一步全球大宗商品分化表现或进一步加剧；但若油价回落，3 月所呈现的分化预计收敛。

图 11：主要商品类别（石油除外）的 3 月涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

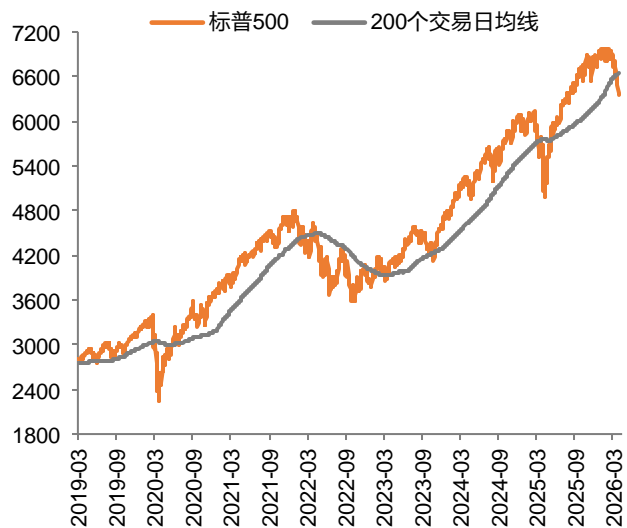
1.5. 美股跌破 200 日均线，HALO 资产相对稳健

标普 500 指数在 3 月跌破 200 日均线，RSI 跌破“30”进入超卖区间，随着油价大涨，市场风险偏好显著降温，分行业看，能源股和重资产、低淘汰风险的 HALO 资产相对稳健。信息技术 PE 相对于标普 500 PE 的比值则持续大降。

今年一季度，标普 500 一级行业中，表现前三的行业为能源（+37.2%）、材料（+9.3%）和公用事业（+7.5%）；表现最差的三大行业为金融（-9.8%）、可选消费（-9.3%）和信息技术（-9.25%）。

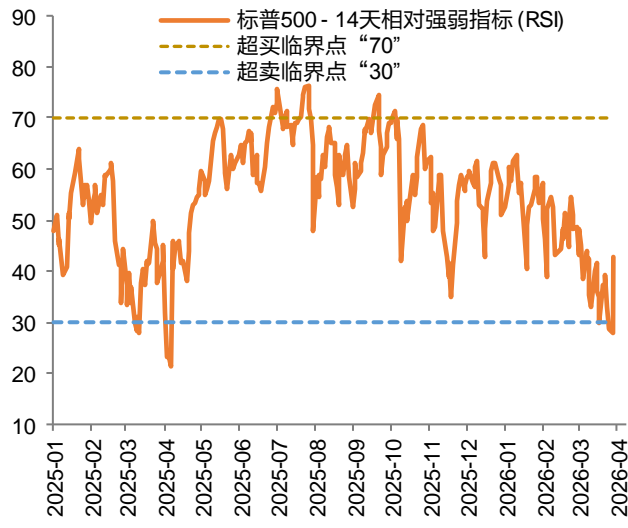
往后看，4-5 月美股或宽幅震荡偏上行，4-5 月份随着地缘局势有机会趋于缓和，美股或结束“超卖”的悲观状态；但考虑到美伊谈判的难度，预计市场情绪维持高波动，股指或在宽幅震荡中修复。需注意 6-7 月时，301 关税问题、美墨加协议、以及古巴问题可能发酵，美股仍有风险。

图 12：标普 500 指数跌破 200 日均线



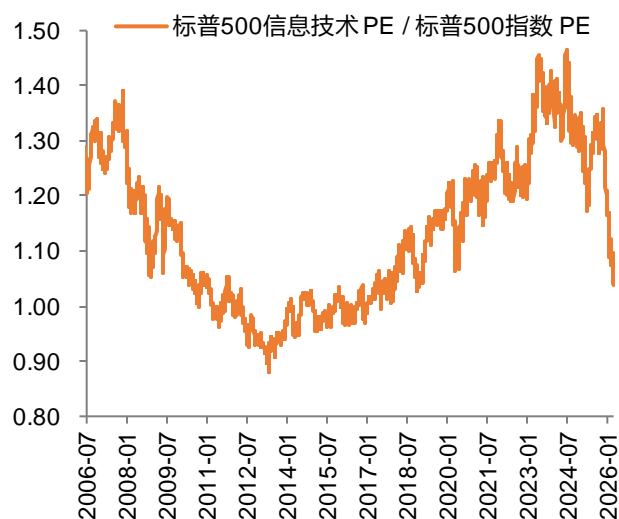
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：标普 500 进入“超卖”区间



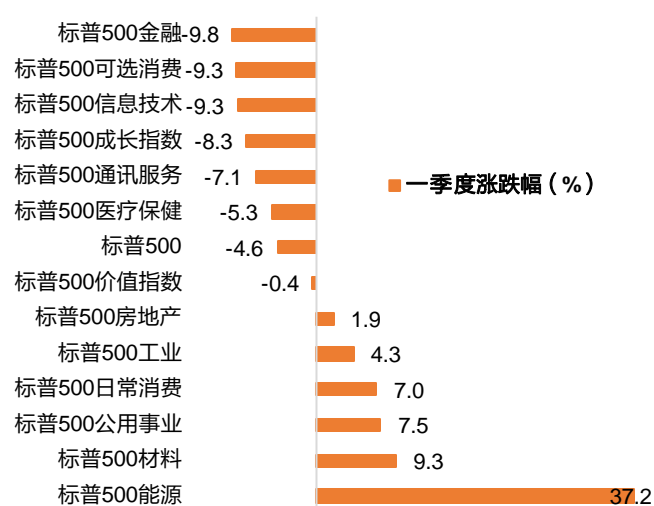
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 14: 标普 500 信息技术估值 / 标普 500 估值的比值



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

图 15: 2026 年一季度标普 500 一级行业的涨跌幅

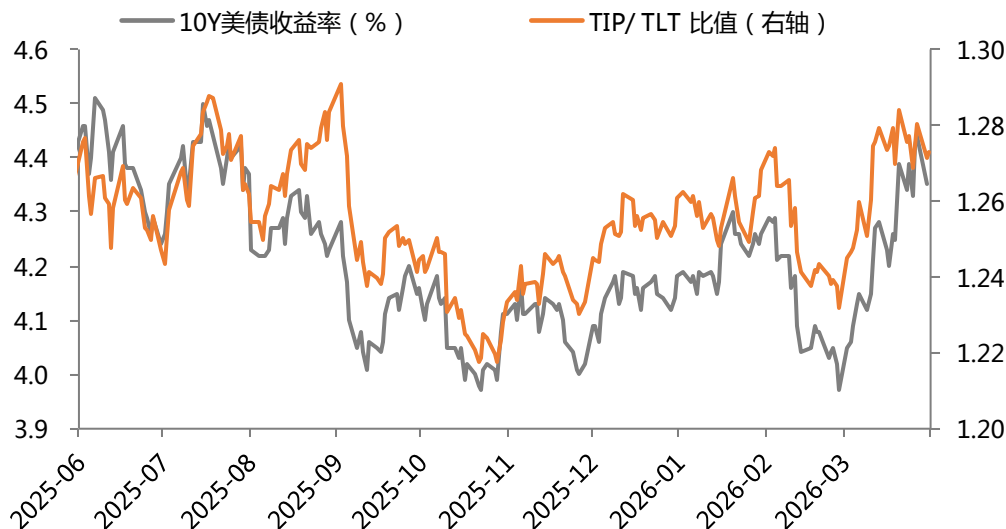


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.6. 美债攀升或难以持续，降息预期有望修复

美债收益率在通胀预期的推动下，3月大幅走高。10Y 美债从 2 月底的 3.97% 攀升至 3 月 27 日达到 4.44% 的高点，2Y 美债从 2 月底的 1.72% 升至 2.13% 的高点，分别累计上行 47bp、41bp。10Y 美债走势和 TIP/TLT 比值在 3 月高度一致，后者反映市场实时的通胀预期变化。

图 16: 美债走势由通胀预期主导



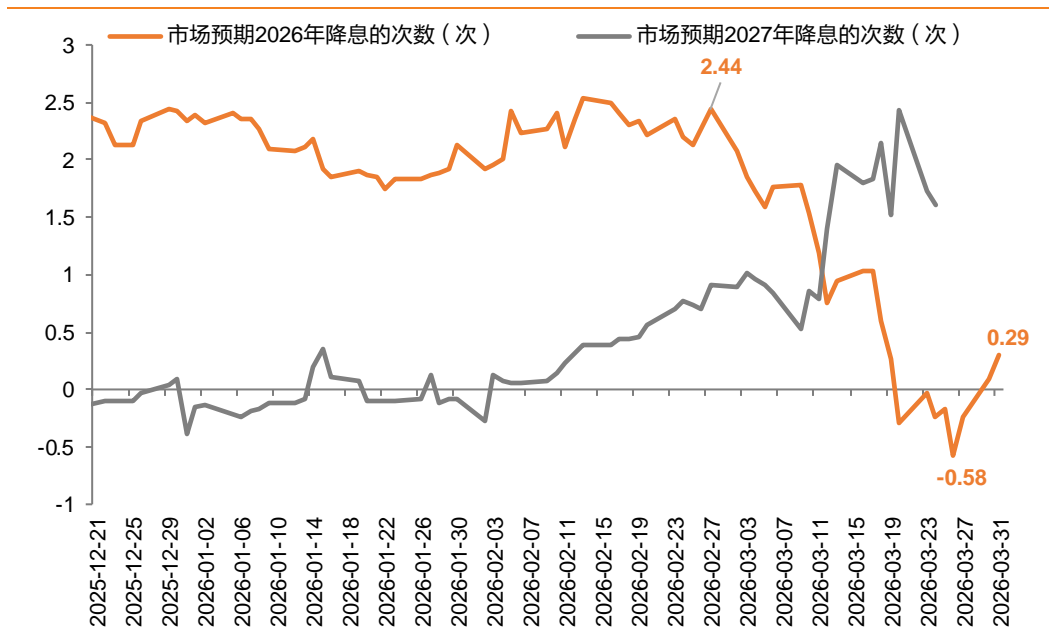
资料来源: Wind, 天风证券研究所

美伊冲突一度将年内降息预期彻底打消。2月27日(美伊冲突爆发前夕)市场平均预期为美联储今年降息 2.44 次(假定一次 25bp, 下同), 随着油价大涨, 降息预期持续下降, 至 3 月 26 日市场平均预期美联储今年加息 0.58 次。

展望二季度, 我们认为降息预期有望修复, 维持年内会降息的判断。高油价对美国就业、服务业和居民消费的打击可能逐步显现, 经济下行压力或令降息期待上升。关注新任美联储主席提名人沃什的立场, 沃什的参议会提名听证会或最早在 4 月 13 日当周举行。

沃什曾抨击鲍威尔“数据依赖”(即根据新公布的数据, 再逐次会议做出决定)的说法, 认为会令政策行动滞后。因此, 沃什有可能倾向于跳过短期的油价冲击, 关注中长期的经济趋势。

图 17：市场对美联储降息预期的变化



资料来源：彭博，天风证券研究所（图中为假定一次 25bp）

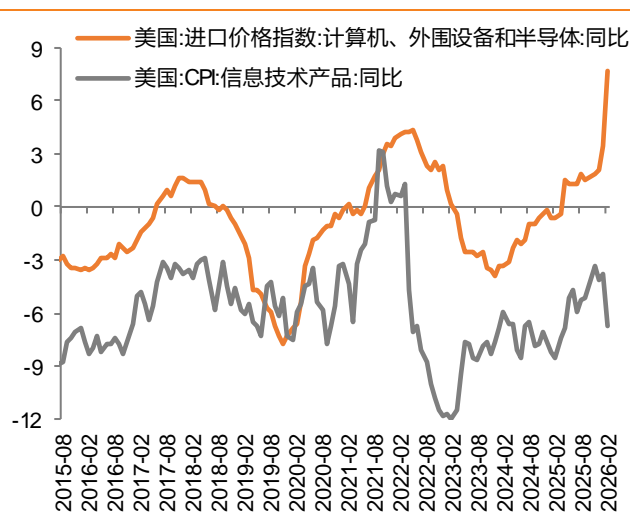
1.7. 二季度美国通胀率或暂时的冲高

3 月份美国通胀率或跳升。根据测算，我们预计 3 月份美国总体 CPI 同比增速 3.4%（前值 2.4%），预计核心 CPI 同比增速 2.6%（前值 2.5%）。

油价大涨，会即时的传导至 CPI 能源分项，从而推升总体 CPI 水平；但传导至核心 CPI 或存在一个季度的时滞，且传导程度或相对有限。

此外，美国进口价格大涨，也引发潜在通胀风险。2 月美国进口价格环比 1.3%，大幅高于前月上修后的 0.6%和市场预期的 0.6%，为 2022 年 3 月以来的最大月度涨幅。2 月进口价格同比上涨 1.3%，高于 1 月的 0.3%。不包括石油，2 月进口价格同比上涨 2.8%，创下 2022 年 10 月以来的最高水平。其中，计算机、外围设备和半导体的进口价格同比上涨 7.7%。（注：美国劳工局的进口价格指数不包含关税）

图 18：美国信息技术设备进口价格攀升



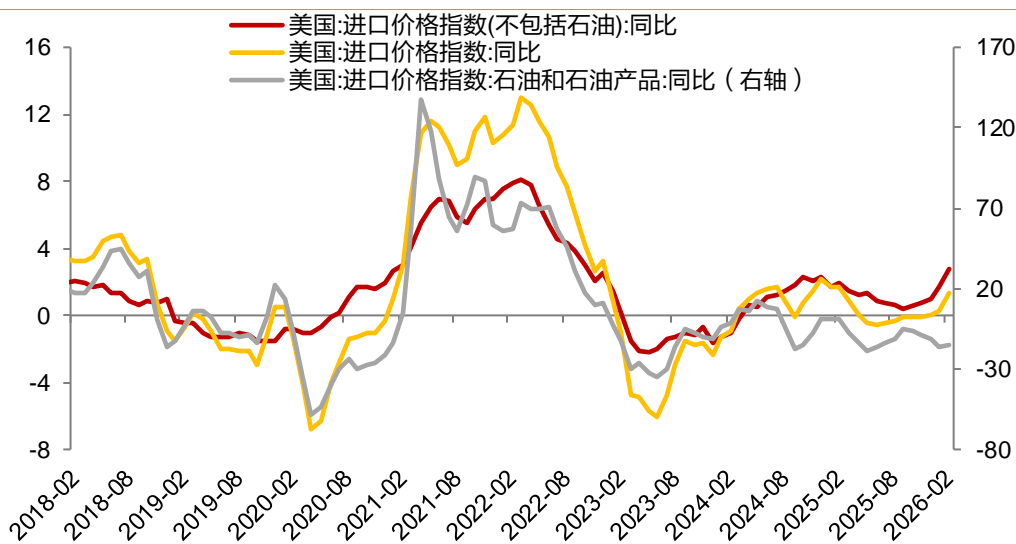
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：油价向美国 CPI 能源分项指数的即时传导



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：美国不含石油的进口价格同比增速创下 2022 年 11 月以来最高



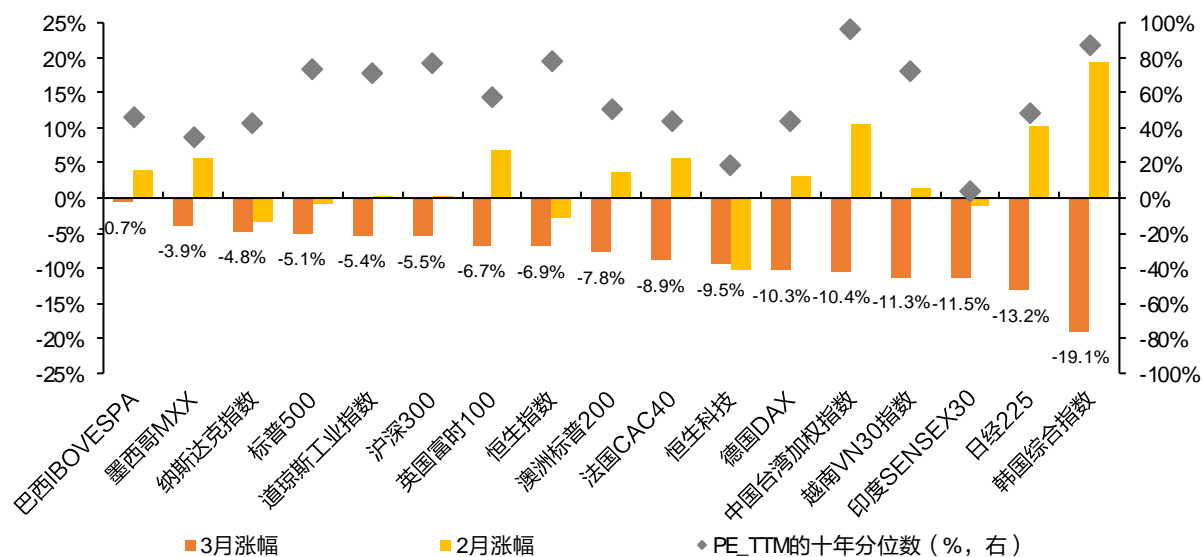
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.8. 内稳外荡，中国资产显现稳定性

3月地缘升级下，中国资产相较于其他海外资产显现稳定性。美伊冲突爆发以来，油价大幅上涨加剧了市场对通胀的担忧，欧美各主要央行的降息预期被推迟，加息预期升温，全球实际利率大幅攀升，大类资产波动显著放大。在此背景下，3月以来国内人民币汇率、股市、债市表现都相对稳定，尤其是债的波动显著低于日韩欧美，与外部动荡形成鲜明对比。

往后看，我们认为近期央行一系列政策和表态都体现出人民币汇率以稳为主，同时中国强劲的贸易顺差与稳健的跨境资金流动，也为国内的资产提供了坚实的“压舱石”。展望4月，中国资产或仍维持“相对独立”的特征。

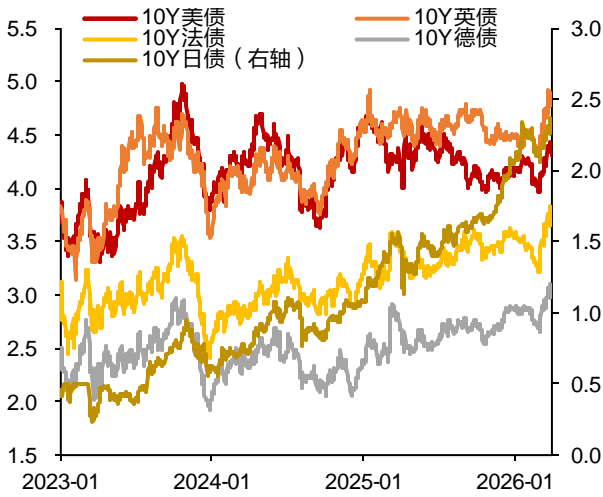
图 21：全球主要股市涨跌幅和估值分位数



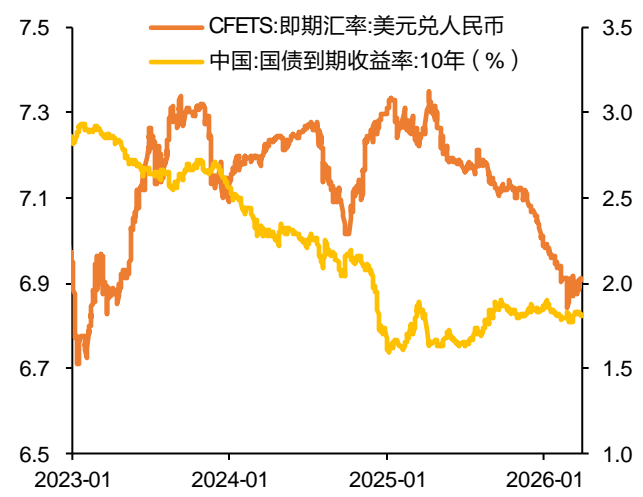
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：美欧日国债收益率高企

图 23：人民币汇率和国债表现稳定



资料来源: Wind, 天风证券研究所

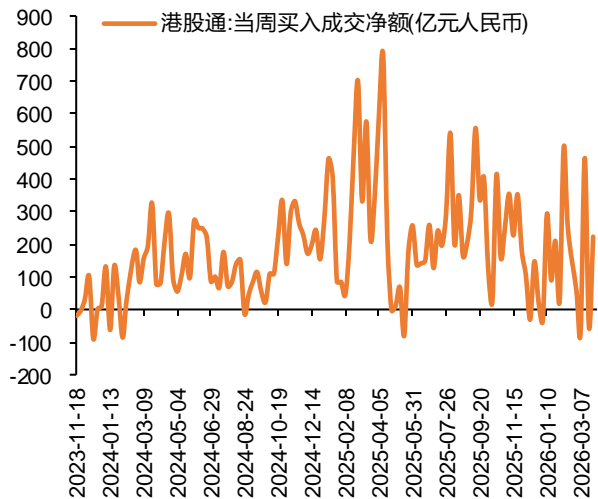


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.9. 点名结束外卖大战，关注恒生科技左侧机会

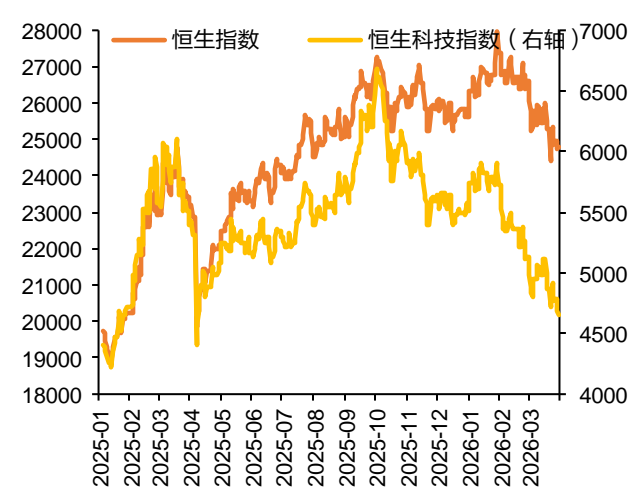
年初以来港股受海外宏观地缘影响，持续跑输 A 股，我们认为，若二季度地缘局势缓和，港股有望迎来更强反弹，一是美伊局势整体可控，宏观地缘对港股影响边际减弱；二是国家点名结束外卖大战叠加互联网龙头财报落地，AI 部分表现仍然较强，高增速持续，随着外卖大战逐步弱化，互联网龙头盈利预期逐步修复；三是估值纵向对比处于历史低位，横向对比显著低于纳斯达克和科创 50，是目前全球科技资产中的估值“价值洼地”。

图 24: 港股通周度买入成交净额 (亿元人民币)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 恒生指数和恒生科技指数表现



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.10. 国内地产迎来“小阳春”，或助力楼市筑底

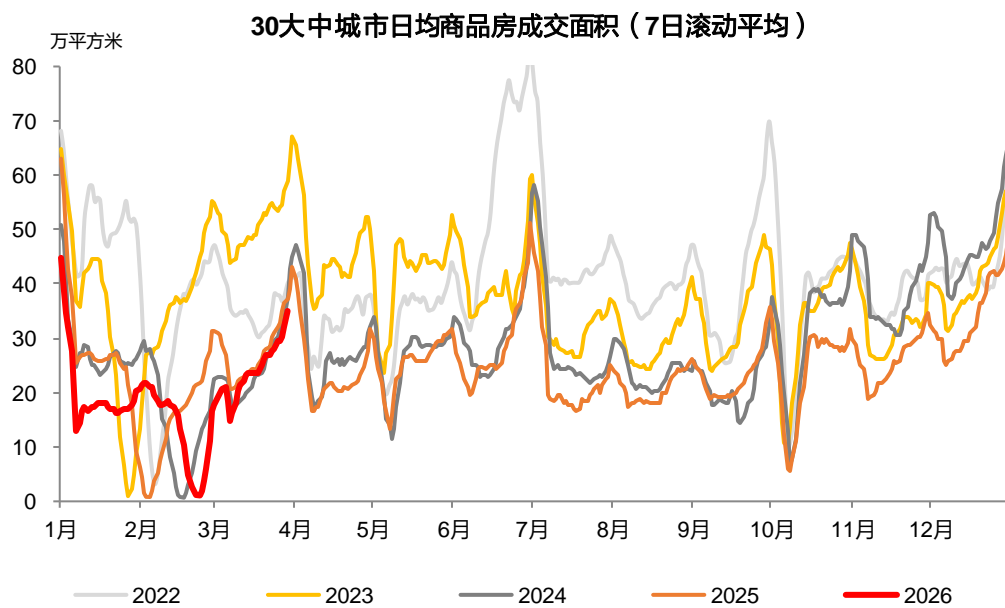
3 月，楼市迎来“小阳春”行情。北京、上海、深圳等一线城市二手房市场成交数据显著回升，周度成交量大幅增长，价格止跌企稳迹象显现。

今年以来，多地发布优化房地产市场政策。2 月 25 日，上海发布新“沪七条”，进一步降低非户籍居民购房门槛；3 月 20 日，江苏南京发布促进房地产市场稳定发展 6 条措施，涉及“以旧换新”贴息、首付比例调整、继续推行“房票”政策等内容。

我们认为，新政“组合拳”撬动住房需求，后续市场热度的持续提升或助力楼市筑底回暖，

预计结构将呈现分化，一线城市可能先行。

图 26：30 大中城市日均商品房成交面积（7 日滚动平均）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 大类资产走势的月度回顾

回望 2026 年 3 月，海外市场博弈的因素主要包括：战争与油价冲击引发的“滞胀”担忧、美联储路径的不确定性、降息预期大降并萌发加息预期。

权益方面，美股受地缘风险、高油价与高利率的打击，三大股指齐跌，直到月末美伊释缓和意向、美股才在 3 月 31 日反弹。而放眼全球权益市场横向对比，美股跌幅相对可控，日韩欧股市跌幅更深，韩国综指、日经 225、德国 DAX 均单月跌超 10%；A 股虽下跌，但在横向对比中，表现相对稳健。

债券市场，海外政府债券收益率纷纷上行，10Y 美债、日债、英债、德债收益率在 3 月分别上行 33bp、23bp、60bp、34bp，油价大涨引发欧日加息预期升温。

国内债市长短端分化，10Y 国债利率先在避险情绪驱动下短暂下行，随后，输入型通胀担忧持续，股市下跌也导致“固收+”赎回担忧升温，10Y 国债利率持续高位窄幅震荡。短端收益率则在避险情绪中下行。

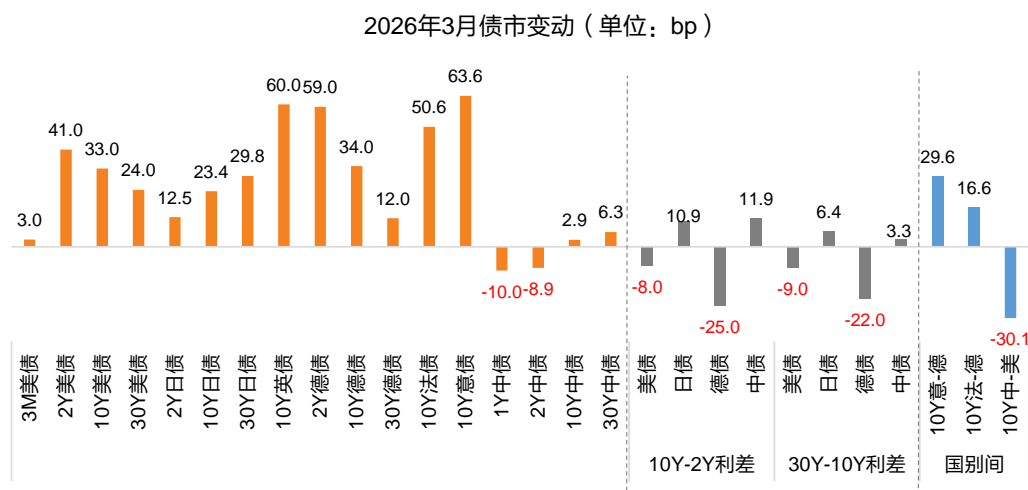
商品方面，原油大涨是主线，在原油冲击下，商品价格表现分化：黄金白银大跌；避险情绪+地缘打击工业前景+强美元+高利率，令铜等工业金属亦多数下跌；天然气、焦煤等能源化工品则受益于地缘而上涨。

图 27：全球主要大类资产在 2 月、3 月的表现（单位：%）

	26年3月涨幅	26年2月涨幅		26年3月涨幅	26年2月涨幅
标普500	-5.09	-0.87	COMEX黄金	-11.27	7.92
道指	-5.38	0.17	COMEX银	-20.17	10.72
纳指	-4.75	-3.38	COMEX铜	-6.75	1.58
欧元区STOXX50	-9.26	3.20	WTI原油	51.27	2.78
英国富时100	-6.73	6.72	布伦特原油	63.29	2.53
德国DAX	-10.30	3.04	NYMEX天然气	0.81	-35.30
法国CAC40	-8.90	5.59	荷兰TTF天然气	58.82	-18.65
日经225	-13.23	10.37	CBOT大豆	0.19	9.94
韩国综指	-19.08	19.52	CBOT玉米	2.29	4.67
印度Sensex30	-11.49	-1.19			
越南VN30	-11.26	1.57		26年3月涨幅	26年2月涨幅
恒生指数	-6.92	-2.76	美元指数	2.29	0.54
恒生科技	-9.50	-10.15	欧元兑美元	-2.22	-0.31
沪深300	-5.53	0.09	日元兑美元	-1.66	-0.84
上证综指	-6.51	1.09	CNY兑美元	-0.76	1.35
深证成指	-7.02	2.04	CNH兑美元	-0.39	1.42
创业板指	-3.79	-1.08			

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：全球主要国债收益率在 3 月的表现（单位：bp）



资料来源：Wind，天风证券研究所

展望 4-5 月，考虑到美国战争法的约束、中期选举诉求等因素，伊朗局势有望在二季度逐步缓和。短期内谈判难度较大，因此 4 月市场可能仍在避险情绪和油价担忧之中，风险资产或呈高波动。待地缘局势缓和的信号增强后，风险资产有望反弹；美联储降息预期有望回升，美债收益率和美元有望在二季度中转降。

国内方面，A 股亦受到海外局势影响，但相较于其他国家而言影响可控；4 月 A 股或呈现“先磨底、后修复、再分化”的走势。债市方面，近期长短端行情分化，4 月关注资金在银行和理财之间的流转，10Y 以内品种或有配置力量支撑。

2.1. 美股

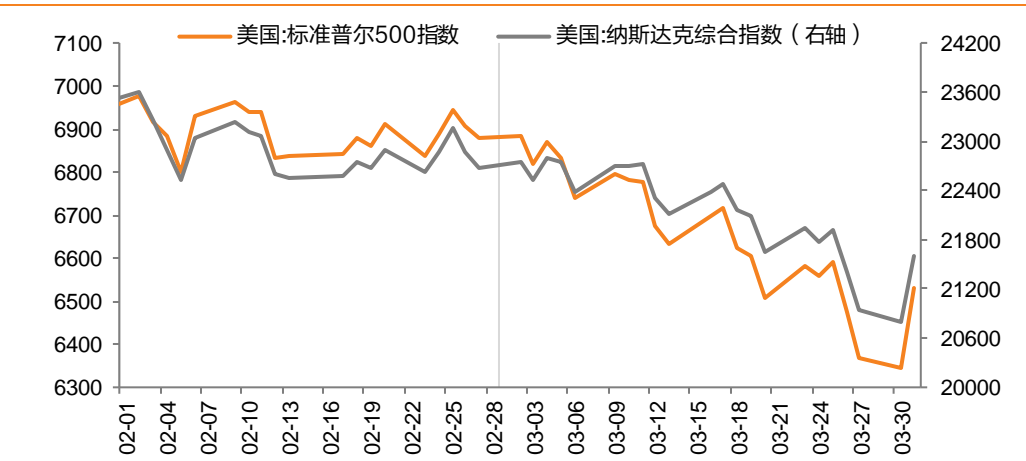
3 月份，美股受地缘干扰震荡下行，月底有所反弹。

3 月市场处于美伊冲突引发的避险情绪中，美股随着油价上涨而下跌。3 月 18 日美联储 FOMC 会议美联储主席鲍威尔表达通胀忧虑，表示在未看到通胀进一步改善前不会考虑降息，加速美股下跌。不过，3 月 31 日最后一个交易日，由于美伊双方立场均有缓和迹象，美股强劲反弹。

标普 500、道指和纳指 3 月分别收跌 5.1%、跌 5.4%和跌 4.8%；标普一级行业中，仅能源上涨 10.3%，其他行业悉数下跌。整个一季度来看，标普 500、道指和纳指 3 月分别收跌 4.6%、跌 3.6%、跌 7.1%。AI 相关公司遭受打击，截至 3 月 30 日，英伟达 Q1 跌超 10%，距 2025 年 10 月历史高点跌幅达 20%。

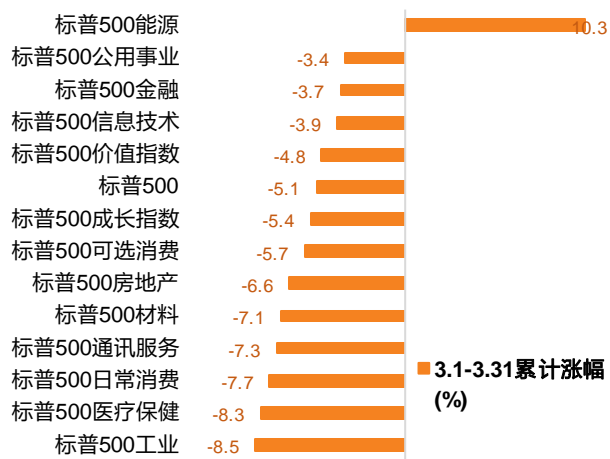
二季度美股大概率维持高波动的震荡格局，如果中东局势和油价压力缓和、且 4 月中旬开启的一季度财报没有明显下修全年指引，美股有望修复。

图 29：美股走势（2026.2.1-2026.3.31）



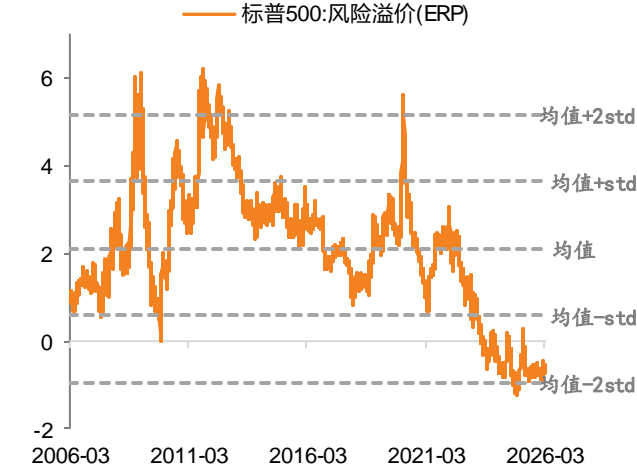
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2026 年 3 份美股行业的表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：标普 500 的风险溢价，和最近 20 年的分位数水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 美债

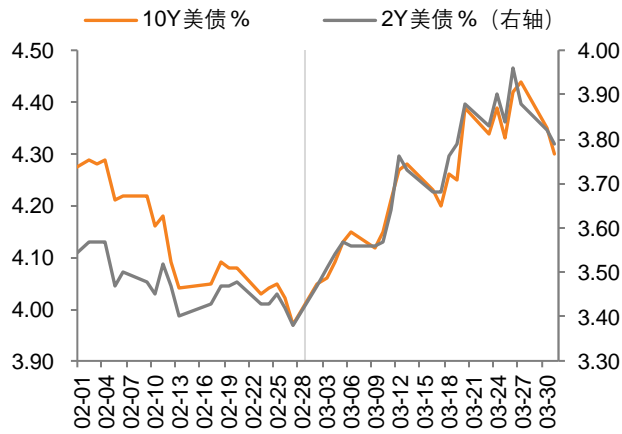
3 月份，美债收益率大幅上行，月底小幅回落。

2-3 月，美债收益率整体呈现出“先避险下探、后在通胀与油价压力下反弹上行”的走势。鲍威尔在 3 月 18 日 FOMC 发布会上表态偏鹰，但 3 月 30 日鲍威尔有所转鸽，称“能源冲击通常是短暂的”，市场降息期待有所回升，叠加地缘风险缓和，月底美债收益率下行。

整个 3 月，2Y 美债和 10Y 美债分别累计上行 41bp、上行 33bp，短端利率对于当下的地缘风险更加敏感，10Y-2Y 期限利差下行，呈现“熊平”行情。

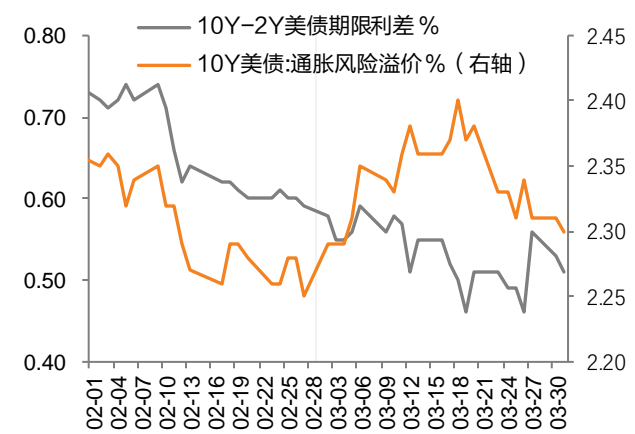
我们认为，短期内美债收益率可能维持高位波动，待降息预期回归后，美债收益率有望下降，短端收益率可能下降更快，10Y-2Y 期限利差重新上行。

图 32：美债收益率走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：10Y美债的期限溢价、通胀溢价（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 汇率

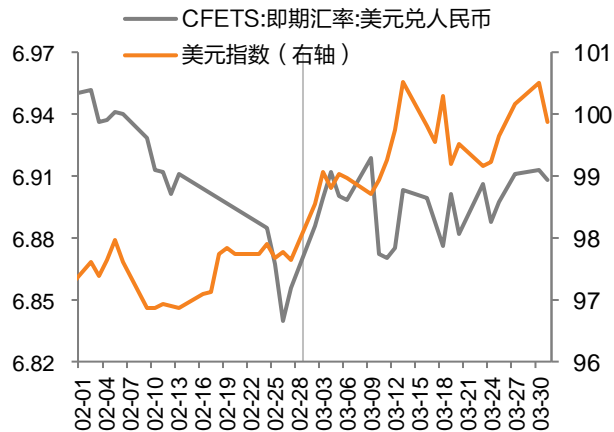
3 月份，美元整体偏强，人民币小幅贬值。

美元在地缘风险、油价冲击、降息预期后移的三重力量推动下走强，具体来看，3 月初冲高，月中短暂回落，随后在中东局势、油价飙升和降息预期后移的推动下再度上涨。美联储偏鹰的立场也给美元提供支撑。整个 3 月美元累计上涨 2.3%，月内最高点在 3 月 30 日达到 100.51。

3 月人民币即期汇率兑美元贬值 0.76%，从 6.8559 贬值至 6.9081，相较于欧日货币而言贬值幅度较小，总体稳健。

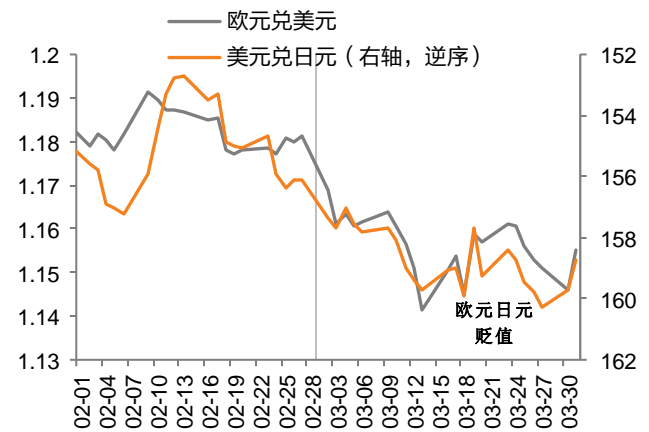
往后看，二季度初，地缘冲突与油价冲击仍存，美元可能先偏强震荡，季度中后期，随着地缘降温美元可能转跌，逐步回到全年偏弱的主线。人民币汇率整体仍偏稳，呈现双向波动但幅度可控。

图 34：美元指数和人民币汇率的走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：欧元、日元汇率的走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

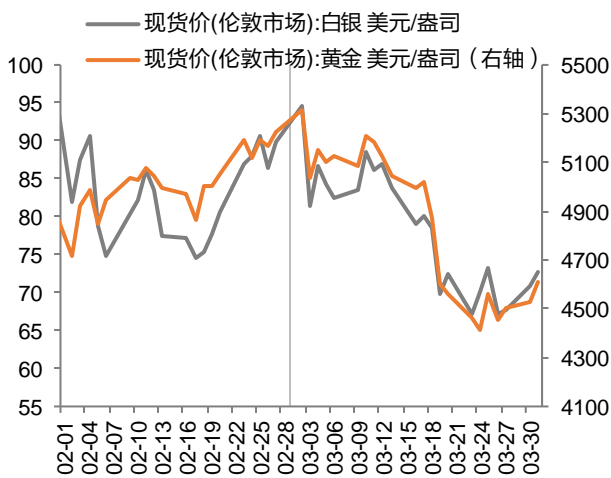
2.4. 黄金

3 月份，黄金先大幅大跌，临近月底企稳回升。

伦敦金在 3 月 2 日达到 5321 美元/盎司的高点，3 月 3 日起持续下跌，3 月 23 日盘中最低跌至 4098 美元/盎司，月底回到 4600 美元/盎司以上。如前文 1.2 节所述，3 月大跌有三重主线逻辑：“高利率+强美元”的压制、风险资产大跌引发的流动性冲击、新兴市场央行因流动性问题而卖黄金换美元。

展望二季度，黄金或在高波动下有所修复，但短期风险仍在，尚不具备单边上行的基础。重点关注油价、新兴市场央行增持/减持、美联储货币政策倾向。

图 36：黄金和白银的走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：市场预期下一次降息可能在 2027 年

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.5%	0.5%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	90.1%	0.5%
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.3%	82.5%	0.4%
9/16/2026	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	19.8%	78.1%	0.4%
10/28/2026	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	23.7%	72.9%	0.4%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.6%	6.4%	32.1%	60.5%	0.3%
1/27/2027	0.0%	0.1%	1.0%	8.2%	34.1%	56.4%	0.3%
3/17/2027	0.0%	0.1%	1.4%	9.7%	35.4%	53.0%	0.3%
4/28/2027	0.0%	0.1%	1.5%	10.0%	35.6%	52.5%	0.3%
6/9/2027	0.0%	0.3%	2.8%	13.8%	38.1%	44.6%	0.2%
7/28/2027	0.1%	0.6%	3.9%	16.3%	38.8%	40.2%	0.2%
9/15/2027	0.2%	1.4%	6.8%	21.5%	39.1%	30.9%	0.2%

资料来源：CME，天风证券研究所（图为 2026 年 3 月 31 日市场预期）

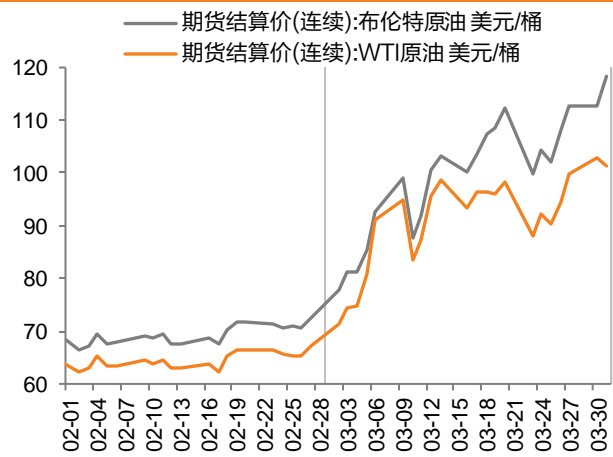
2.5. 商品

3 月份，原油大涨，铜价回落。

3 月国际油价大幅上行，虽然特朗普表态美伊进行了具有建设性的对话，频频发声试图缓和和控制地缘风险外溢，但伊朗方面态度强硬，推动油价升破 100 美元/桶。WTI 原油在 3 月累计上涨 51.3%，布伦特原油 3 月累计上涨 63.3%。铜价方面，受中东地缘政治紧张、美元走强、能源价格上涨引发通胀担忧等因素影响，价格持续承压。

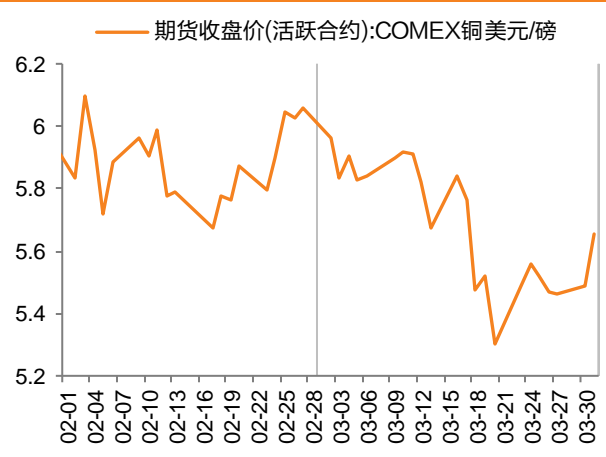
4 月，如果地缘风险整体可控，油价可能维持 100 美元左右水平震荡；如果局势升级，不排除再创年内新高的风险。

图 38：国际原油价格走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：铜价走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 国内股债

3月 A 股受地缘和外围影响回调，但幅度较小。

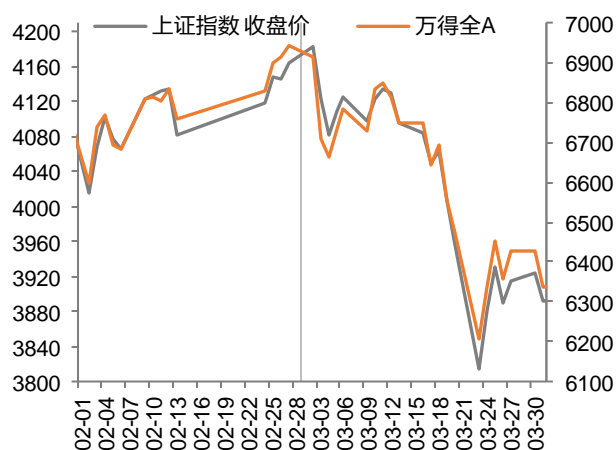
虽然地缘风险和风险偏好下行压制 A 股表现，但纵向对比，A 股 3 月回调幅度显著低于全球主要权益市场，主要受益于近期央行一系列政策和表态稳定人民币汇率，同时中国稳健的贸易顺差与跨境资金流动，也为国内的资产提供了坚实的“压舱石”。若外部风险缓和的背景下，市场风险偏好可能提升，**预计 4 月 A 股或将呈现“先磨底、后修复、再分化”的走势。**

3月，国内债市长短端行情显著分化。

10Y 国债利率先在避险情绪驱动下短暂下行，随后，输入型通胀担忧持续，股市下跌也导致“固收+”赎回担忧升温，10Y 国债利率持续高位窄幅震荡。短端收益率则在避险情绪中下行。

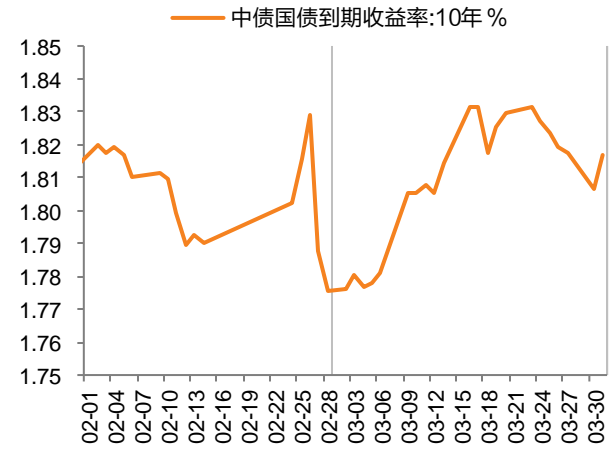
4 月关注资金在银行和理财之间的流转，10Y 以内品种或有配置力量支撑。4 月理财规模通常季节性大幅增长。我们认为可以分为两种情形进行判断：1) 情形一：银行存款留存率不佳，理财规模超预期大幅增长，则存单和 5Y 以内信用品种行情仍有支撑。2) 情形二：银行存款留存率较好，理财规模增幅一般，则利好 5-10Y 利率品种。

图 40：A 股走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：10Y 中债国债到期收益率走势（2026.2.1-2026.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com