

2026 年 04 月 26 日
守着“大光”看“光圈”

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520010001

linrx1@sdicsc.com.cn

邹卓青 分析师

SAC 执业证书编号: S1450524060001

zouzq2@sdicsc.com.cn

黄玮宗 分析师

SAC 执业证书编号: S1450525070002

huangwz1@sdicsc.com.cn

本周上证指数涨 0.70%，沪深 300 涨 0.86%，创业板指跌 0.29%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前。本周全 A 日均交易额 26019 亿，环比上周有所上升。本周大盘如我们此前预判：目前更倾向于步入宽幅震荡状态。在此，我们再次强调 2026 年与 2021 年类比的概率正在提升：2021 年在温和通胀+全球经济有韧性+强美元宏观背景下，大盘在 3 月大跌后步入宽幅震荡（4-5 月），下半年震荡回升核心在于 2021 年 A 股具备基本面支撑，基本面来自当时以“宁组合”为代表的泛新能源支撑。同样，2026 年按照三头牛叙事，纯粹流动性的牛市支撑上证综指突破 4000 点，后续有基本面就是牛市中继，大盘也还有机会。当前这种基本面更多依赖“科技+出海”不断提升盈利占比，在实现“30%-60%”过程中引发 A 股向上新周期（历史经验是占比突破 50%开启盈利新周期），这使得此前我们在 3 月美伊军事冲突期间坚定作出“不是牛转熊”判断，而反复强调是调结构，这点已经在 4 月以来的行情中获得验证。

客观而言，2021 年茅指数和宁组合此消彼长本质是景气差异，茅指数属于更多受到不可否认的宏观巨变所带来的景气验证与流动性逻辑受损，而宁组合属于相对独立且稀缺的中观产业趋势下持续被验证的高景气品种。目前看，眼下“谁是 2021 年茅指数？”，就是过去三年受益于此逻辑涨幅惊人且重仓的一些品种，对应美元不弱下资源品金融属性下降将是“茅”的重要抓手；对应“AI 供需缺口（涨价）+出海新能源”成为 2026 年“新宁组合”概率也在提升。基于此，即便后续高位或存在波动，也很难动摇我们对“新宁组合”的坚定看好，也很难改变基于“新宁组合”持续看好创业板指，两者是“科技+出海”双主线大浪潮崛起下的必然。

站在 2026Q1 机构持仓泛科技水平在 40%附近，国内 AI 科技光模块龙头中际旭创破万亿的时刻，我们认为本轮抱团眼下都不会轻易结束，核心在于 AI 资本开支放缓的迹象，其高位持续在未来半年难以验证。

1、事实上，对于 2019-2021 年茅指数（最高位持仓 45%，茅台破万亿在 2019 年上半年）→2020-2022 年泛新能源（最高位持仓接近 40%，宁德时代破万亿在 2021 年上半年）→2023 年至今 AI 科技，对于任何一轮产业趋势，龙头股破万亿都是非常重要的标志性事件，往往意味着产业正处于高潮期定价阶段，处于行情中期。在此，我们简要复盘近十年 A 股产业趋势股破万亿市值之后，会发现这些核心龙头股股价会较此前波动性加大，但基本没有刚突破万亿市值就开始趋势性向下的。后续还有较大向上空间通常取决于以下三点：1）业绩高增长在同时期较其他行业是否具备稀缺性，越稀缺则抱团越紧；2）利润二阶导能否进一步提升，越超预期则抱团越持续；3）行业竞争格局是最终超额受益的来源，越稳固则抱团越不怕波动。

2、进一步拆分涨幅来看，这些产业核心龙头股在万亿市值之前更多赚业绩爆发的钱（戴维斯双击），而在突破万亿之后仍能够大幅上涨往往是赚业绩高增下大幅估值提升的钱（回过头来看）。基于我们此前的研究结论，一般高位股价透支业绩增长年数超过三年需警惕，最强产业趋势最牛公司超过五年是极限。此外，对于产业趋势股最终结束往往呈现双顶格局，即 M 顶，往往第二个顶部是把握的关键点。

3、更重要的是当产业趋势龙头股破万亿后，往往行情容易扩散二线品种与产业链供需缺口环节（涨价）超额跑赢核心龙头，例如 2020 中后期酒鬼酒明显开始跑赢贵州茅台，又例如例如 2021 年天赐材料和碳酸锂超额跑赢宁德时代。根据科技投资四阶段理论，演绎的顺序规律为巨头（ChatGPT，英伟达微软等巨头）→基础设施投资（算力）→产业链关键环节（AI 芯片）→供需缺口应用端（存储光纤、电力、储能及铜等是上游供需缺口；机器人、智能驾驶、AI 生态软件是下游供需缺口，涨价是避不开的），我们倾向于认为 2026 年 AI 定价将从基础设施环节定价向供需缺口环节过渡，后续 AI 关注重心将在“大光”基础上向“光圈”边际增强。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期，历史测算不代表未来。

相关报告

2026 与 2021:再均衡的宿命	2026-03-29
最关键问题: 类比 2021 年初还是类比 2022 年初?	2026-03-25
“躲”可以理解，但不至于“跑”	2026-03-22
“一边倒”行不通	2026-03-15
永立潮头，东方不败——基于实战检验的 A 股“抓主线”投资方法论	2026-03-13

目 内容目录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	4
2. 内部因素：一季度经济数据稳中向好，需关注供应端的价格冲击.....	30
3. 外部因素：沃什听证会释放重构美联储规则倾向，美国 3 月零售受能源驱动名义火热实际温和，欧元区 4 月 PMI 初值整体陷入收缩.....	33
3.1. 沃什听证会改革锋芒难掩政治困局，降息缩表并行释放美联储规则重构倾向...	33
3.2. 美国 3 月零售大幅超预期，油价提升主导整体增长	34
3.3. 美欧 4 月 PMI 初值共振滞胀升温，囤货难掩需求疲软与供给冲击.....	35

目 图表目录

图 1. 本周美股涨跌不一、港股普跌 (%)	5
图 2. 本周大盘指数占优	5
图 3. 主要指数涨跌幅一览	5
图 4. 本周涨幅居前的细分板块	5
图 5. 本周万得全 A 日均成交额回升	6
图 6. 南向资金年初以来流入速度小幅增加	6
图 7. 1 月以来南向资金流入方向.....	7
图 8. 1 月以来南向资金流出方向.....	7
图 9. 本周沪深 300 获得大幅净流出	7
图 10. 通信的相对换手率触及 25 年以来高点，乖离率已触及关键阈值	8
图 11. 相对换手率和相对乖离率的跟踪体系应用之茅指数	9
图 12. 相对换手率和相对乖离率的跟踪体系应用之电力设备（宁组合）	9
图 13. 综合交易热度和赔率，预计潜在补涨方向集中在新能源、煤炭、电力等领域.....	10
图 14. 当前随着 PPI 自底部回升并加速转正，顺周期的占优更为显著 (%)	11
图 15. PPI 生活资料的分项基本没有出现改善，而生产资料尤其是采掘工业分项有大幅的环比提升.....	11
图 16. 截至目前，中东主要油气设施受损情况	12
图 17. 截至目前，中东各国原油产能减产统计	12
图 18. 21 世纪以来，油价突破 80 美元/桶都会压制企业利润，指标领先约 1~2 季度.....	12
图 19. PPI 对工业企业利润的拉动作用也会在 PPI 短期大幅上升的阶段失效	13
图 20. 每一轮油价连续上涨突破 80 美元/桶都伴随着全球通胀上行	13
图 21. 当前 PMI 原材料购进价格与出厂价格分项的差值创 2022 年 5 月以来新高.....	13
图 22. 远月布油合约价格在 4 月以来基本保持不变	14
图 23. 从库存周期的角度看，PPI 底部往往领先于库存周期底部.....	14
图 24. 各行业对油价波动的敏感性分析	14
图 25. 美伊冲突以来，创业板指的涨幅在全球领先	15
图 26. 美伊冲突以来，创业板指的涨幅大幅领先	15
图 27. 年初以来创业板指数的排名来到第二	15
图 28. 当前创业板指的高景气度在宽基指数内部具有明显优势	15
图 29. 考虑到预期的业绩增速，当前创业板指的 PEG 仅有 0.88.....	16
图 30. 当前创业板指数的收盘价和估值历史水位	16
图 31. 纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比	17
图 32. 纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比	17
图 33. 对比 2021.3 与 2022.2 下跌：前者核心在“调结构”，后者核心在“降仓位”... ..	18
图 34. 上证指数对比 2021 年	18



图 35. 沪深 300 对比 2021 年	19
图 36. 2021 年初“宁组合茅指数”共振下跌，后续“宁组合”主导市场，“茅指数”崩盘并景气随后下滑	19
图 37. 2025 年盈利同比主要贡献在于已经是 AI 算力，2026 年预计延续这一趋势	20
图 38. 2020 年至 2022 年泛新能源变化与波动	20
图 39. 2025 年 10 月以来，铜、存储开始出现明显涨价行为，近期云计算涨价进一步验证当前 AI 定价转入供需缺口	21
图 40. 四大云厂商当前自由现金流仍然充沛	21
图 41. 1999-2000 年美联储加息初期纳斯达克指数逆势上涨	21
图 42. 产业趋势股破万亿市值之后：若后续持续上涨，往往产业趋势延续+业绩兑现+估值提升	23
图 43. 近十年 A 股七大产业趋势龙头股破万亿市值后行情复盘：关键在于产业趋势是否持续兑现业绩	23
图 44. 2021 年新能源行情核心是产业强势景气，利润增速在 2021 年持续超预期	23
图 45. 历史上五次由于地缘冲突导致油价大涨的复盘	24
图 46. 经过霍尔木兹海峡出口的商品占全球的比例	25
图 47. 在当前“强美元+高利率”的组合下，“油强金弱”的格局或将延续	25
图 48. 近年来油价的大幅上涨并不暗示需求的复苏，而是流动性收紧的担忧	26
图 49. 2026 年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设	26
图 50. 金油比-美元-通胀的历史走势复盘	26
图 51. 3m10s 利差收窄	27
图 52. 近一周中美利差收窄	27
图 53. 美债收益率反弹	27
图 54. 本周美元指数小幅反弹	28
图 55. 本周黄金走弱	28
图 56. 本周原油价格走高（美元/桶）	29
图 57. 本周铜价回落	29
图 58. 4 月 EPMI 轻微回落	31
图 59. 3 月固定资产投资累计同比(%)	31
图 60. 3 月固定资产投资完成额分项累计同比(%)	31
图 61. 3 月房地产主要数据累计同比	32
图 62. 高频数据跟踪	32
图 63. 3 月主要宏观数据情况	32
图 64. 沃什的核心主张：看好 AI、支持降息、反对 QE、厌恶通胀、金融去监管	34
图 65. 3 月美国零售环比大幅走高	34
图 66. 4 月美国 PMI 初值回升	35
图 67. 4 月欧元区服务业 PMI 初值走低	36

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股指数涨跌不一。纳指累涨 1.50%，标普 500 累涨 0.55%，道指累跌 0.44%。盘面上，信息技术、能源、日常消费品及公用事业板块上涨，周涨幅分别为 4.02%、3.32%、0.70% 和 0.55%。其中信息技术板块涨幅最大；其余板块均录得下跌，医疗保健板块跌幅最大，达到 3.17%；金融板块下跌 2.31%；原材料、房地产、工业、非日常生活消费品及通讯业务板块分别下跌 1.80%、1.30%、1.09%、1.06% 和 0.52%。总体来看，本周市场表现分化，上涨板块数量较少但部分涨幅突出。

本周美股消息面博弈激烈：一、美伊关系持续僵持，霍尔木兹海峡实质封锁贯穿全周，每日约 2000 万桶石油流动受阻，布伦特原油周涨幅约 16%，带动能源板块上涨；二、谈判预期反复，美国特使周末赴巴与伊朗接触的消息引发周五油价急跌，市场在供应中断现实与谈判重启预期之间剧烈拉锯；三、科技股财报超预期，英特尔一季度业绩连续第六季超预期，AI 需求驱动下股价单日飙升逾 20%，拉动英伟达、AMD 等芯片股全面上扬；四、宏观面相对平静，去除能源的零售数据温和，4 月消费者信心仍处历史低位但略有好转，美司法部终止对美联储调查。

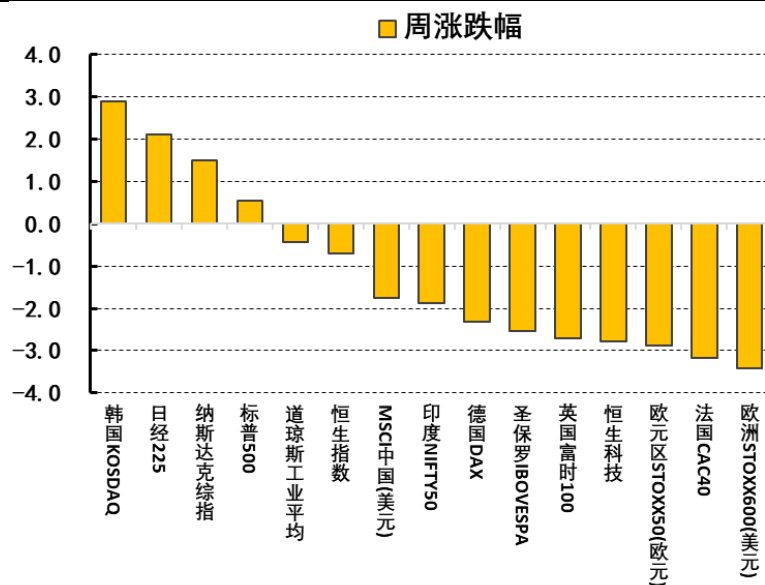
本周美股 AI 超预期业绩驱动信息技术板块领涨 4.02%，能源板块在地缘风险支撑下跟涨 3.32%；基本面映射滞后的医疗跌幅居前，金融、原材料等受油价冲击板块普遍收跌。市场正从宏观叙事切换至业绩指引定价，短线分化格局或延续。

本周主要港股指数普跌。恒生指数累跌 0.70%，恒生科技指数累跌 2.79%。本周港股能源业以 4.17% 的涨幅领跑，工业板块上涨 2.96%，公用事业上涨 2.67%，电讯业上涨 2.22%，综合企业上涨 1.01%，金融业上涨 0.89%，地产建筑业上涨 0.40%。下跌板块方面，非必需性消费跌幅最大，全周下跌 3.29%，原材料业下跌 2.97%，医疗保健业下跌 2.71%，资讯科技业下跌 0.21%，必需性消费微跌 0.04%。总体来看，能源业与工业板块表现较强，非必需性消费、原材料业及医疗保健业则显著走弱。

本周驱动港股板块分化的消息面因素主要有：一、中东地缘局势持续紧张，美伊冲突反复推高油价，能源板块直接受益领涨；二、国内政策持续发力稳增长，一季度 GDP 同比增长 5%，发改委释放扩内需积极信号，中办国办发布储能与能源转型政策红利，刺激公用事业和工业电力设备股走强；三、南向资金结构性流入，本周北水净流入格局延续，资金逢低布局煤炭、电力等防御性板块；四、消费端成本压力上升，AI 热潮挤兑上游供应链、内存芯片涨价，消费电子成本压力凸显，叠加汽车行业竞争加剧，共同拖累非必需消费板块走弱。

本周港股延续震荡分化格局。以中东地缘溢价直接受益的能源板块和受政策利好催化的工业、公用事业领涨，消费信心不足导致非必需性消费大幅回调，通胀预期升温压制原材料业，医疗保健业延续资金流出，资讯科技业受外围情绪扰动小幅走弱。总体而言，外部地缘局势反复叠加内需修复偏弱，市场风险偏好承压，结构性行情预计延续。

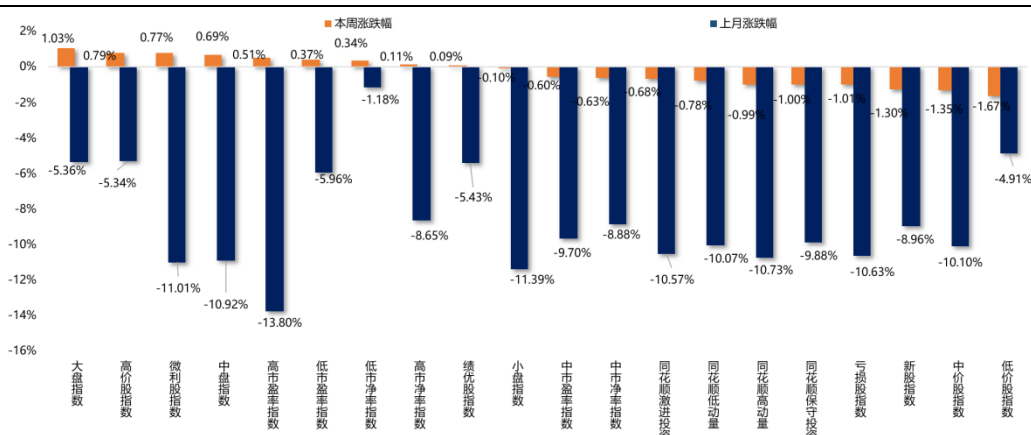
图1. 本周美股涨跌不一、港股普跌 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

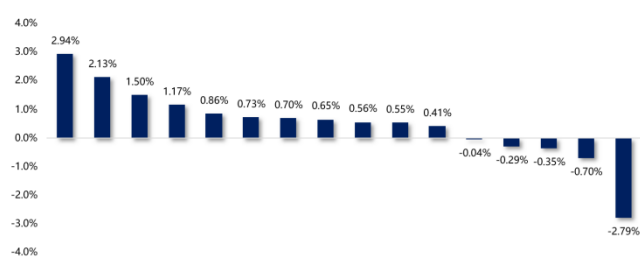
第一, 本周上证指数涨 0.70%, 沪深 300 涨 0.86%, 中证 500 涨 0.41%, 创业板指跌 0.29%, 恒生指数跌 0.70%。价值风格表现强于成长风格, 大盘股涨幅居前, 行业方面染料和氟化工概念行业领涨。本周全 A 日均交易额 26019 亿, 环比上周有所上升。

图2. 本周大盘指数占优



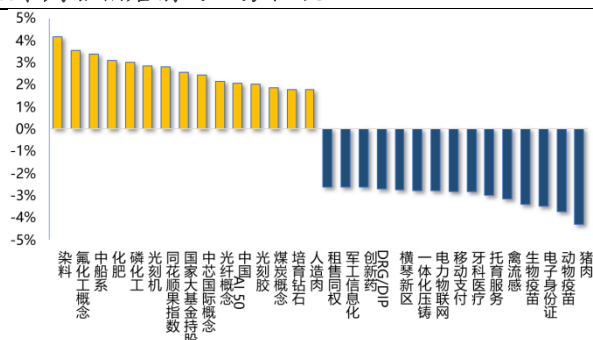
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3. 主要指数涨跌幅一览



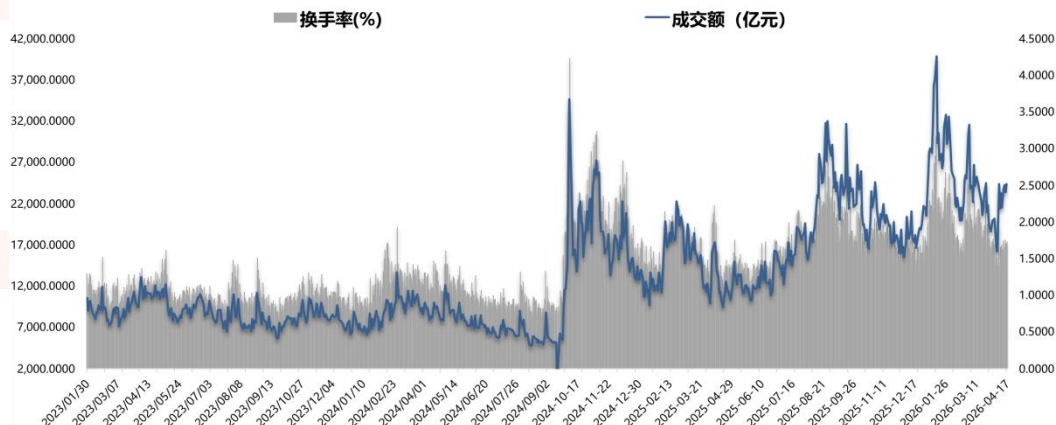
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图4. 本周涨幅居前的细分板块



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图5.本周万得全 A 日均成交额回升



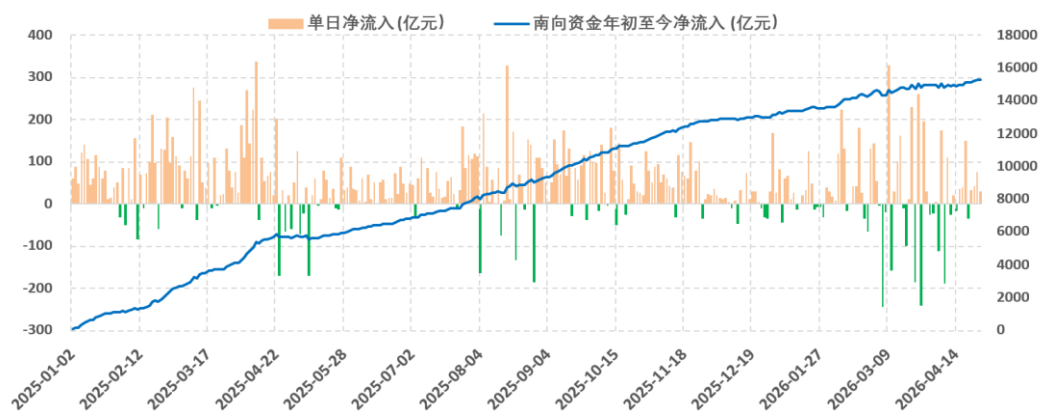
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 4 月 24 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 15299 亿元，今年以来净流入达到 2300 亿元，上周净流入 147.02 亿元。从结构上看，1 月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米、美团-W、阿里巴巴、快手-W）、金融股（建设银行、工商银行、中国银行）等。从净流出方面来看，主要集中在运营商（中国移动）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、中国宏桥、洛阳钼业、江西铜业股份、五矿资源）、半导体（中芯国际）。而南向资金流入流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

分母端来看，受制于日央行加息和美联储放鹰等等因素，南向资金从去年 11 月开始流入速度大幅度放缓，同时亚洲其他市场如日本和韩国的强势表现，也导致港股市场流动性受到压制。

分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

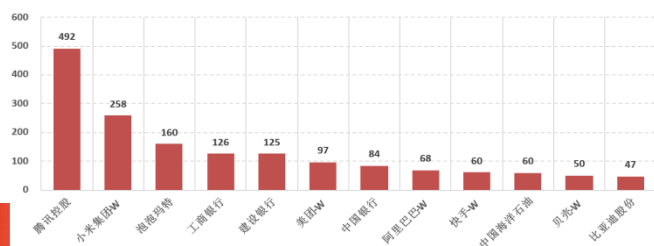
图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图7.1月以来南向资金流入方向

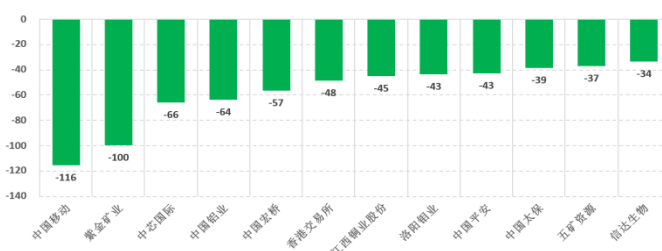
1月至今南向资金净流入额(亿元)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图8.1月以来南向资金流出方向

1月至今南向资金净流入额(亿元)

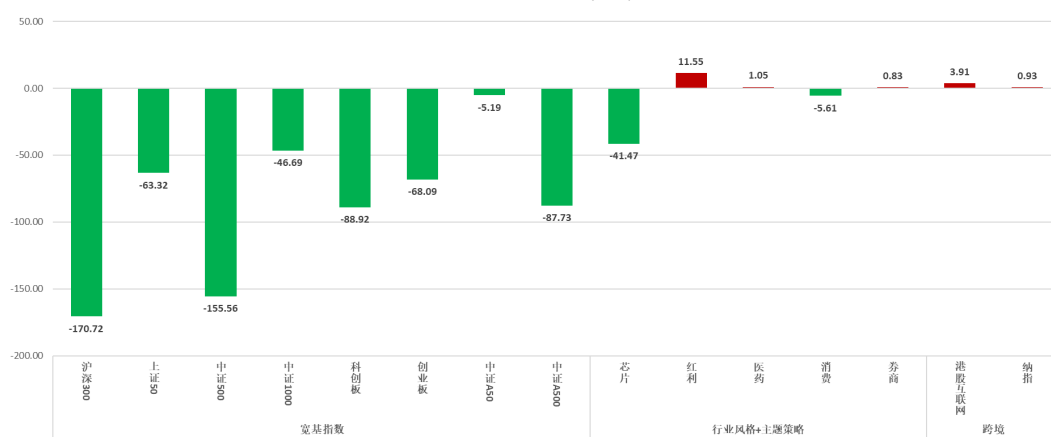


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

ETF 资金方面: 本周 ETF 资金整体呈净流出趋势, 其中沪深 300 大幅净流出 170.72 亿元, 中证 500、科创板、中证 A500、创业板分别净流出 155.56、88.92、87.73、68.09 亿元。主题 ETF 方面, 红利 ETF 净流入 11.55 亿元, 医药 ETF、券商 ETF 净流入 1.05、0.83 亿元, 芯片 ETF、消费 ETF 净流出 41.47、5.61 亿元。港股互联网、纳指净流入 3.91、0.93 亿元。

图9.本周沪深 300 获得大幅净流出

本周主要ETF基金净流入额(亿元)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第三, 本周部分龙头企业财报的扰动以及通信光模块为代表的 AI 硬件方向的热度陡升, 导致高位科技板块的波动放大, 在此, 我们强调基于产业趋势和基本面逻辑对于 AI 供需缺口(即“新宁组合”)的看好, 但面对稀缺的高景气度和拥挤度上升导致的高波动, 我们设计了一套指标来进行跟踪和刻画。

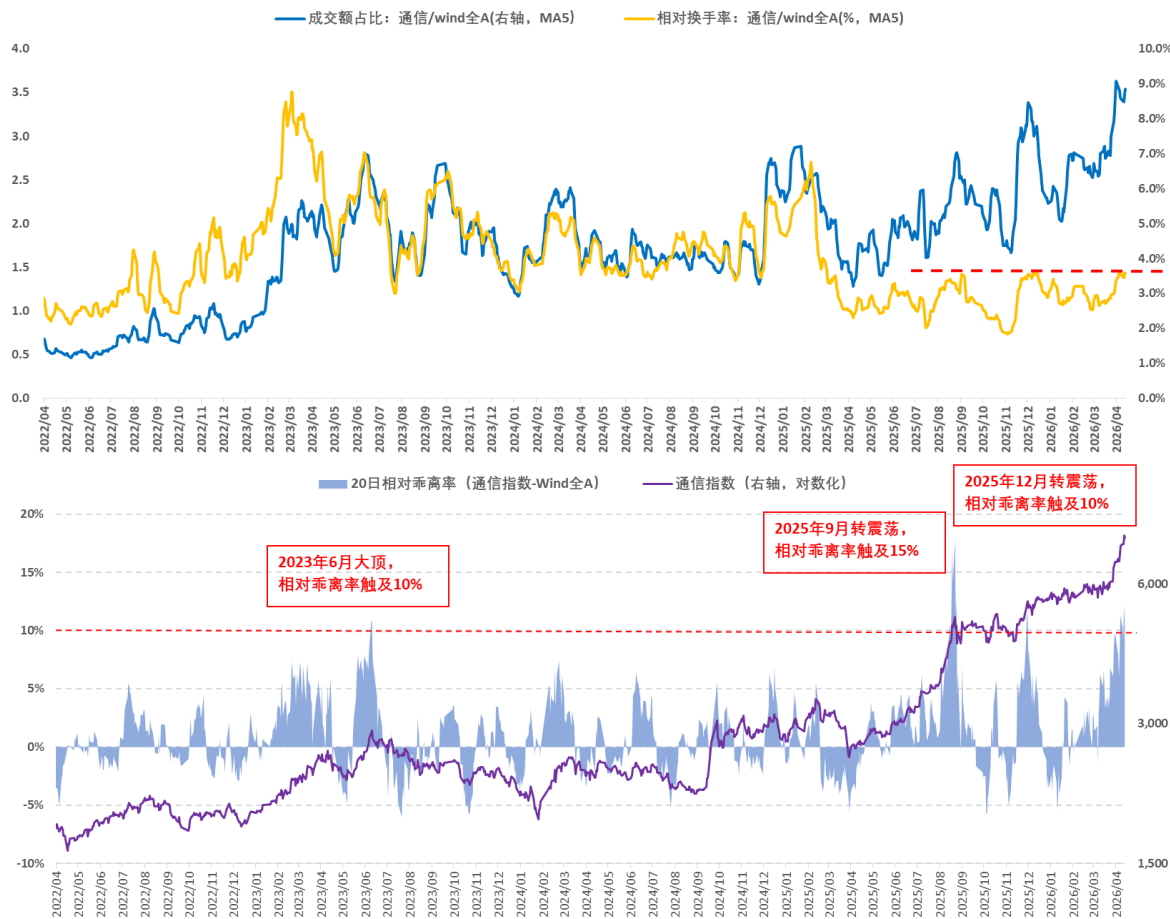
首先, 我们认为“板块成交额占全市场成交额的比例”, 虽然易于理解但并非是性能较稳定的跟踪指标, 尤其是面对长期趋势向好的热门板块, 市值的大幅度提升会导致历史与当前的成交额不可比, 板块成交额占比的提升可能并非出于资金的集中流入, 而是伴随板块市值占比的“水涨船高”。

其次, 我们基于“成交额占比”这一指标进行优化, 相较于成交额受到市值基数的影响, 观察换手率的相对水平是更为合适的, 换手率本身可以剔除市值放大的扰动, 真实反映筹码交换的活跃度, 同时将指数换手率和全市场换手率取比值, 可以进一步剔除市场整体量能放大的影响(即相对换手率)。以通信板块为例, 目前看, 对比 2025 年以来本轮行情的前两个转折点, 2025 年 9 月和 12 月, 当前通信板块相对换手率已经触及这两个高点, 但相对 2025 年以前而言仍有较大距离。

最后, 相对换手率作为量的指标, 在价的层面, 我们观察相对全市场的 20 日乖离率(指数乖离率-Wind 全 A 乖离率), 乖离率刻画的是指数偏离均值的幅度, 短期大幅偏离均值可能引发高位震荡或阶段性回撤。以通信板块为例, 本轮 AI 产业趋势自 2023 年爆发以来, 通信板块在乖离率触及 10% 的时候对于 2023 年 6 月的大顶, 以及 2025 年 12 月的大涨转震荡, 15% 则是 2025 年 9 月的拐点, 本周通信板块的相对乖离率触及 10% 的阈值但低于 15%, 意味着转震荡的可能在上升。

总结而言，基于相对换手率和相对乖离率的跟踪体系，相对换手率对应量的信号和胜率视角，相对乖离率则对应价的信号和赔率视角。对于当前通信板块的结论是，在价的层面已经偏离均值幅度过大，短期赔率偏低。但在量的层面，相对换手率处于年内高点但并非历史高位，资金集中度仍然有进一步上升的空间。因此，通信板块大概率没有见到类似 2023 年 6 月的历史大顶，而是类似 2025 年 12 月，加速上涨后进入震荡阶段消化筹码，等待拥挤度下降。

图10.通信的相对换手率触及 25 年以来高点，乖离率已触及关键阈值



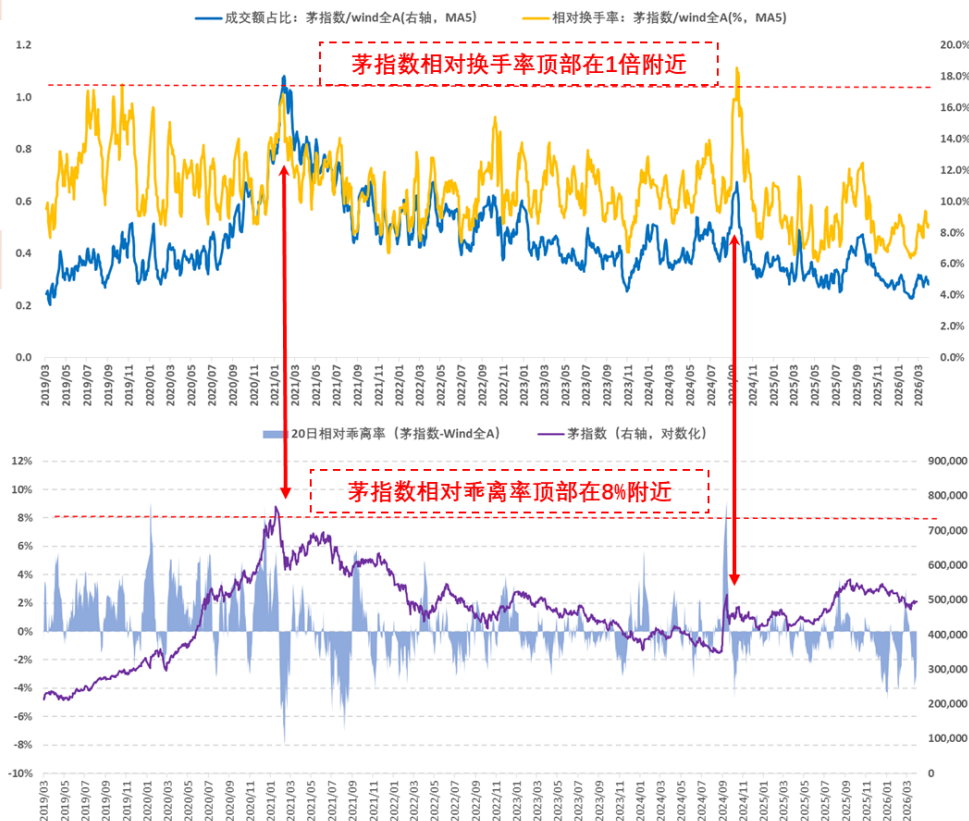
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

为了进一步验证这一跟踪体系的效果，我们以茅指数和电力设备(宁组合)为案例进行复盘，可以看到相对换手率和相对乖离率的体系有两个比较突出的性质：

- 第一，相较于成交额占比，相对换手率在长周期也具有稳定的顶部和底部区域，历史可比性更好；
- 第二，相对乖离率在历史上的极端值尽管因指数而有差异，但对于某一指数，极端值稳定在同一个范围内（例如茅指数是 8% 附近），而当相对乖离率和相对换手率同时发出信号时，股价见顶的概率较高。

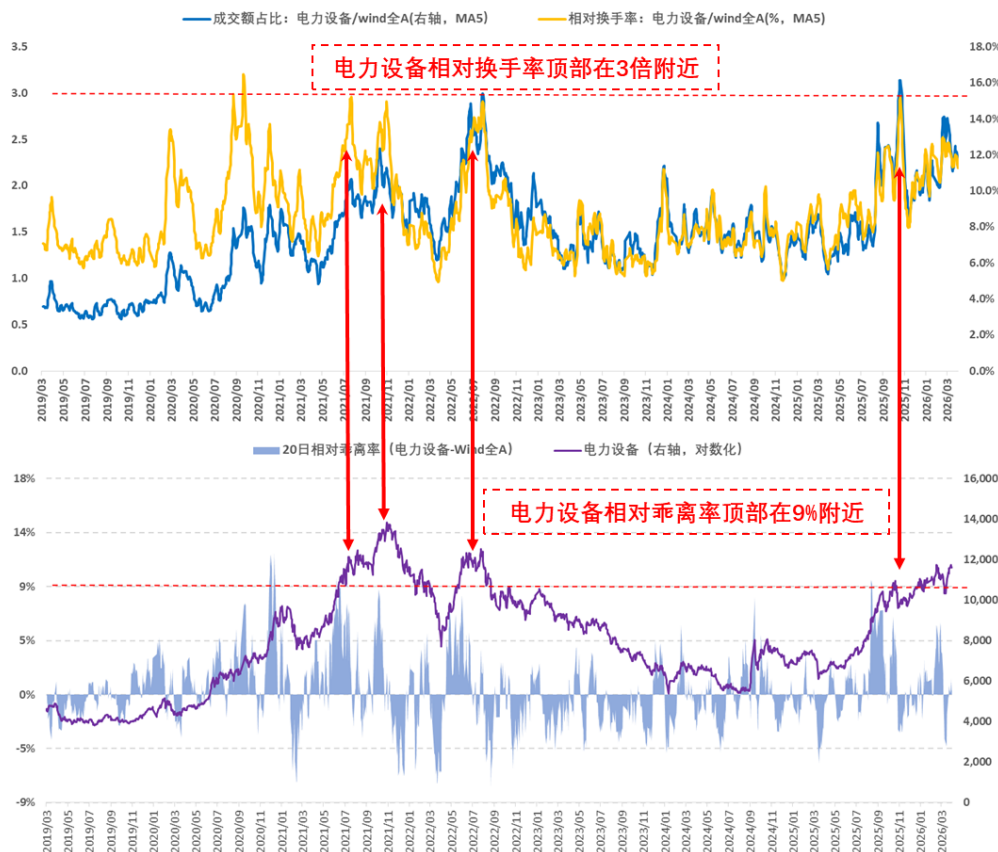
最后，基于相对乖离率和相对换手率这两个指标，可以进一步挖掘成长板块内部的潜在补涨方向，即满足“相对换手率在正在上升”，对应量能放大、交易热度较高、存在上涨的动能，且“相对乖离率相对较低”，即仍然有一定的赔率。目前，电子、通信属于热度高且乖离率也较高的位置，存在波动放大和赔率下降的风险。后续的补涨方向交易热度尚可且乖离率偏低的行业，预计潜在补涨方向集中在煤炭、新能源和电力等领域。上游资源品如油气、有色、化工等则处于交易热度尚存但价格信号不显著的左侧区域。

图11.相对换手率和相对乖离率的跟踪体系应用之茅指数



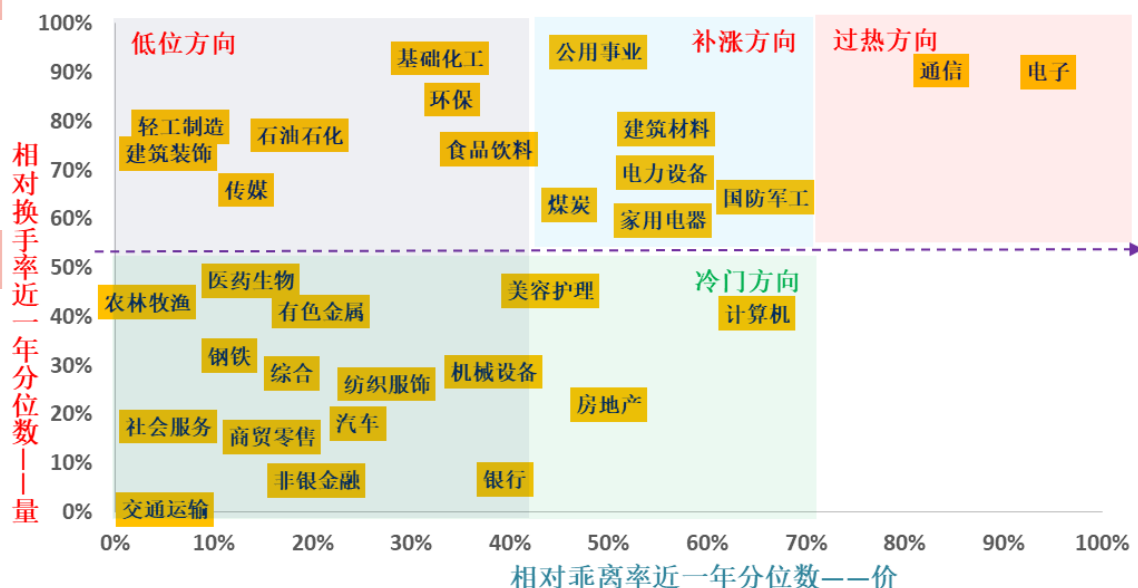
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图12.相对换手率和相对乖离率的跟踪体系应用之电力设备 (宁组合)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图13.综合交易热度和赔率，预计潜在补涨方向集中在新能源、煤炭、电力等领域



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第四，4月下旬以来美伊局势再度缓和，霍尔木兹海峡通航情况有所改善，双方停火仍然持续，尽管停火协议是否延期以及新一轮谈判进展是否顺利仍有不确定性，但从风险偏好的角度来说，市场的情绪会逐步修复。然而，我们观察布油期货的远月和近月合约价格走势可以发现，布油2606在4月以来下跌超过10%，而今年12月和明年3月交割的布油合约在4月先涨后跌，整体维持在80美元附近的高位，由此看，油价中枢的上移并不因为短期的停火而改变趋势，我们预计油价对于基本面的影响从二季度开始会逐步体现：

首先复盘历史来看，21世纪以来的历史规律表明，油价一旦突破80美元/桶并持续上行，通常领先1-2个季度压制企业利润，同时推升全球通胀。2007-2008年、2011-2012年、2021-2022年三轮油价破80后的周期中均能验证。本轮中东冲突导致的供给冲击，叠加核心能源设施损毁带来的产能永久性收缩，正在重演并可能强化这一传导路径。事实上，在历史上多数时候PPI同比和工业企业利润同比是有较高相关性的，这种相关依赖于需求拉动和价格传导通畅，但出现供给约束下的PPI短期大幅抬升的情况时，对企业利润的影响就从拉动变成了拖累。这种拖累的本质是需求偏弱的环境下，产业链顺价能力的缺乏。从3月PMI数据已经能够初见端倪，3月PMI整体向好，但从分项看，主要原材料购进价格分项大幅上涨至63.9%（前值54.8%），创2022年5月以来新高，而出厂价格分项仅从2月的50.6%上升至55.4%，两者的差值来到了8.5pct，同样创下2022年5月以来新高。可见原材料价格已较为直接地反映了全球油价上涨的影响，但出厂产品的提价能力相对较弱，导致中下游企业利润被压缩。

其次，3月PPI数据显示，同比如期转正（+0.5%），结束连续41个月负增长，环比增长高达1%；上行的驱动力高度集中在上游石化、有色等受国际油价驱动的板块，上游涨价快于下游，PPI生活资料的分项基本没有出现改善，而生产资料尤其是采掘工业分项有大幅的环比提升。PPIRM-PPI价差扩大至+0.3个百分点，显示成本端压力上行而价格传导偏弱，短期PPI回正趋势大概率延续，但高度与持续性取决于油价与国内需求修复，需警惕中下游利润被挤压的结构性风险。

最后，需要注意这一影响具有一定滞后性。短期内，本轮高油价对A股盈利的第一阶段未必是伤害，而是PPI修复。在需求没有同步大幅走弱前，PPI回正会优先改善资源品与顺价行业的利润表。由于企业仍有低价库存缓冲，一部分中下游行业利润受损不会立刻充分体现在报表中，而PPI的回升还会推动部分企业开始补库；但随着低价库存消耗、原料重定价和运输成本逐步落地，预计5-6月开始到三季度，中下游制造、交通运输、部分消费制造的利润压力会显著上升。

从行业层面看，行业利润变化 $\approx$ 价格弹性-原油完全消耗系数-需求损失+顺价能力修正，其中最关键的不是成本暴露本身，而是是否能把成本传导出，以及传导发生在多长时间内。综合成本暴露度与传导率，我们认为中游原材料行业利润受高油价压制最明显。其中化工较为复杂，上游化学原料与部分景气细分品种可以顺价，甚至受益于库存收益；但化纤、塑料、精细加工、长单锁价较多的环节，会因为原料快涨而价差收缩。因此应精选能顺价、库存结构好、需求不弱的子板块。

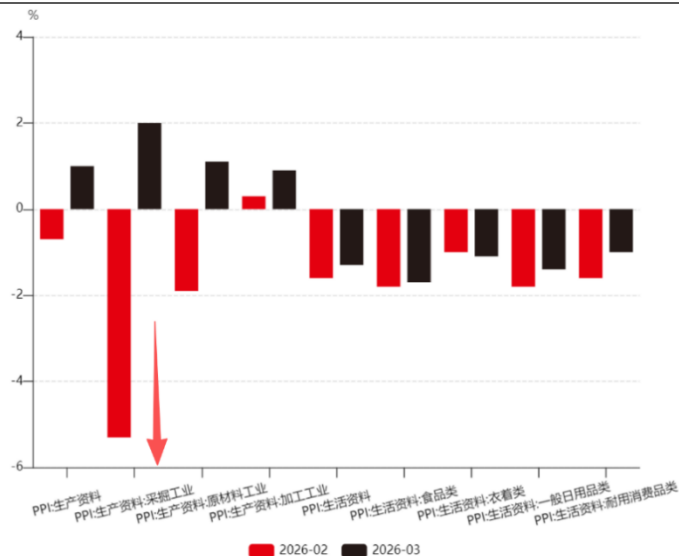
相对而言，下游工业品和消费品中也有部分具备韧性，需要考虑三个维度：1、油成本占比低。如设备制造和高技术制造领域，其高附加值与研发成本稀释了油价冲击；2、景气独立。如电子、通信设备、医疗器械、IT服务等，利润更受产业周期和技术周期支配；3、需求刚性或品牌顺价。如食品饮料、部分医药、调味品等，在历史高油价阶段利润率反而保持韧性。还有一个值得关注的视角是对于中小盘的冲击，相比于金融与资源占比较高，龙头较多的大盘股，高油价环境下，利润率更低、制造业占比更高、产业链定价权更弱的中小盘制造板块更容易承压（中证1000、中证2000等）。

图14.当前随着PPI自底部回升并加速转正，顺周期的占优更为显著（%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图15.PPI生活资料的分项基本没有出现改善，而生产资料尤其是采掘工业分项有大幅的环比提升



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图16.截至目前，中东主要油气设施受损情况

设施名称及所在国	设施类型	涉及产能 / 战略地位	受损情况评估	预计修复 / 停产时间
南帕尔斯 (South Pars) / 阿萨卢耶 (Asaluyeh)——伊朗	全球最大天然气田 / 炼化中心	影响伊朗12%天然气总产能; 两座炼油厂停产 (涉及1亿立方米/日产能)。	遭美以空袭。储罐、天然气装置及输送管道被炸毁。	核心装置严重受损, 短期内无法恢复输出, 已导致伊朗切断对伊拉克的天然气供应。
德黑兰周边四大燃料库及炼油厂——伊朗	燃料储运枢纽 / 炼油厂	约250万至590万桶原油燃料在袭击中被直接焚毁。	Shahran、Aqdasiyeh等燃料库遭严重轰炸, 引发持续数日的生态灾难级大火。	基础设施被彻底摧毁, 由于缺乏西方设备和技术, 重建将面临数月甚至数年的极长周期。
拉斯拉凡 (Ras Laffan) 工业城——卡塔尔	全球最大LNG (液化天然气) 出口设施	占据全球约20%的LNG供应市场。	遭伊朗导弹报复。卡塔尔能源公司和壳牌 (Pearl GTL) 确认设施遭受“大面积严重损坏”。	极其悲观。卡塔尔官方预计修复被炸的两个核心设施需3至5年。每停工一个月, 全球LNG年度供应量就永久蒸发1.5%。
米纳艾哈迈迪 (Mina Al-Ahmadi)——科威特	核心炼油厂	科威特主力成品油精炼及出口枢纽。	连续遭袭起火, 部分核心精炼装置实质性损坏。	核心装置被迫停产, 目前尚无明确的复产时间表。
哈布山 (Habshan) 气田 / 巴布 (Bab) 油田——阿联酋	油气田及处理设施	阿联酋国内核心油气资产。	遭伊朗袭击, 阿布扎比当局被迫紧急关闭相关运营。	处于停产和损坏评估状态, 复产时间未知。
巴普科 (Bapco) 炼油厂——巴林	炼油厂	产能约40万桶/日。	遭袭后升起浓烟, 巴林官方宣布该厂遭遇“不可抗力”。	处于实质性停产状态, 修复期不明。
拉斯坦努拉 (Ras Tanura) 炼油厂——沙特	沙特最大炼油厂	全球极其重要的原油及炼化产品出口枢纽。	遭伊朗无人机袭击, 碎片引发火灾, 虽然物理受损较轻。	出于安全防范, 沙特阿美主动将其停产, 并切断相关出口至少数周。
延布 Samret 炼油厂 / 朱拜勒石化——沙特	炼油厂 / 石化综合体	红海沿岸重要炼化及出口节点。	沙特国防部确认 Samret 遭无人机袭击。	损害评估中。直接加剧了全球成品油 (特别是柴油和航煤) 的短缺压力。

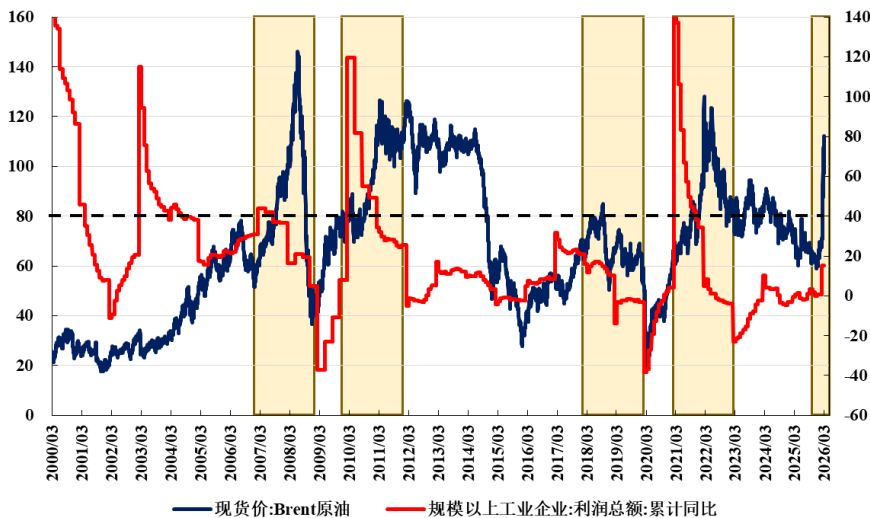
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图17.截至目前，中东各国原油产能减产统计

国家/地区	危机前产量与产能	当前估计产量与状态	停产/受损规模
沙特阿拉伯	约1000万桶/日	约700万桶/日 (主要依赖东西向管道输送至延布, 海上中质和重质原油滞留)	约300万桶/日
阿联酋	约340万桶/日	不足150万桶/日 (所有海上油田停产, 仅陆上穆尔班油田维持生产)	约190万桶/日
伊拉克	约430万桶/日	约90万桶/日 (南部油田产量骤减, 库尔德斯坦地区全面停产)	约340万桶/日
科威特	约260万桶/日	未披露 (无绕行管道, 100%依赖海峡出口, 自3月7日起进入不可抗力状态)	预计超150万桶/日
伊朗	约320万桶/日	哈尔格岛出口仍在继续 (目前尚未遭受确认的能源设施袭击)	预计约70万桶/日
巴林	原油约18.5万至20万桶/日, 炼油40.5万桶/日	全集团宣布不可抗力 (唯一的锡特拉炼油厂两次遭袭, 生产严重中断)	约18.5万桶/日及多数炼油产能
阿曼	约100万桶/日	产量减少 (杜库姆港及石油出口码头遭无人机袭击)	部分停产
卡塔尔 (LNG)	7700万吨/年 (占全球贸易量20%)	运营归零 (4号和6号液化天然气生产线被导弹实际物理损毁, 宣布不可抗力)	7700万吨/年

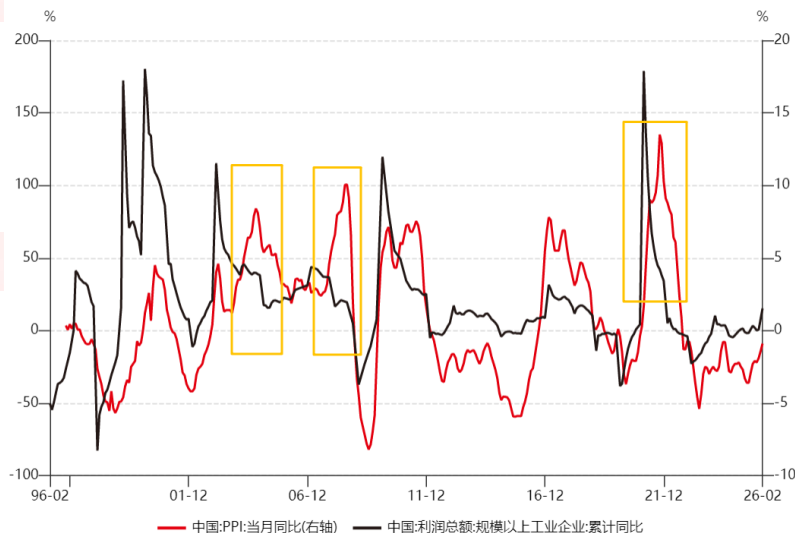
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图18.21 世纪以来，油价突破 80 美元/桶都会压制企业利润，指标领先约 1~2 季度



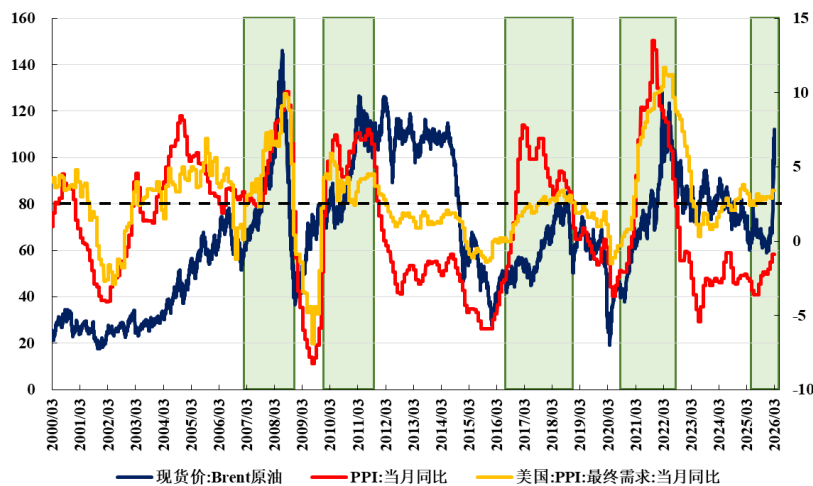
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图19.PPI对工业企业利润的拉动作用也会在 PPI 短期大幅上升的阶段失效



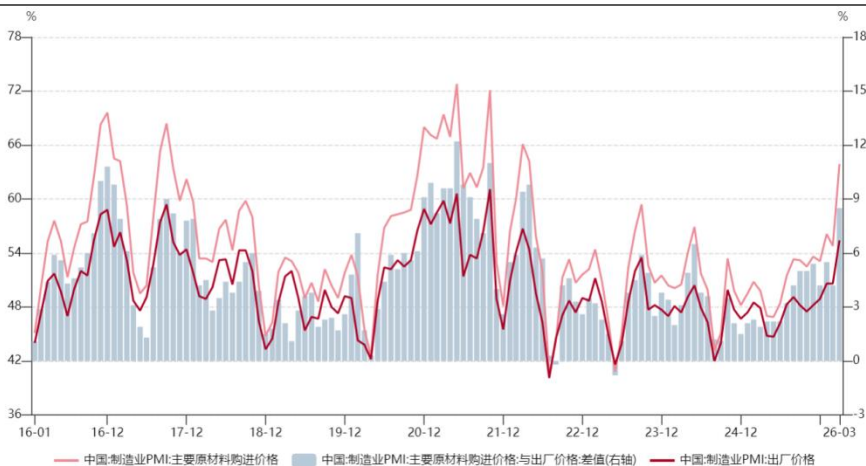
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图20.每一轮油价连续上涨突破 80 美元/桶都伴随着全球通胀上行



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图21.当前 PMI 原材料购进价格与出厂价格分项的差值创 2022 年 5 月以来新高



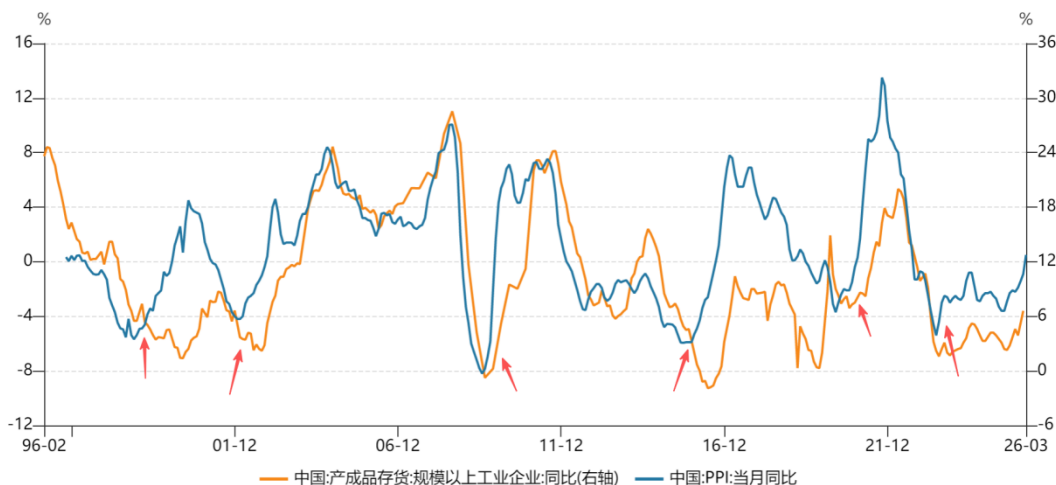
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图22.远月布油合约价格在4月以来基本保持不变



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图23.从库存周期的角度看, PPI 底部往往领先于库存周期底部



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图24.各行业对油价波动的敏感性分析

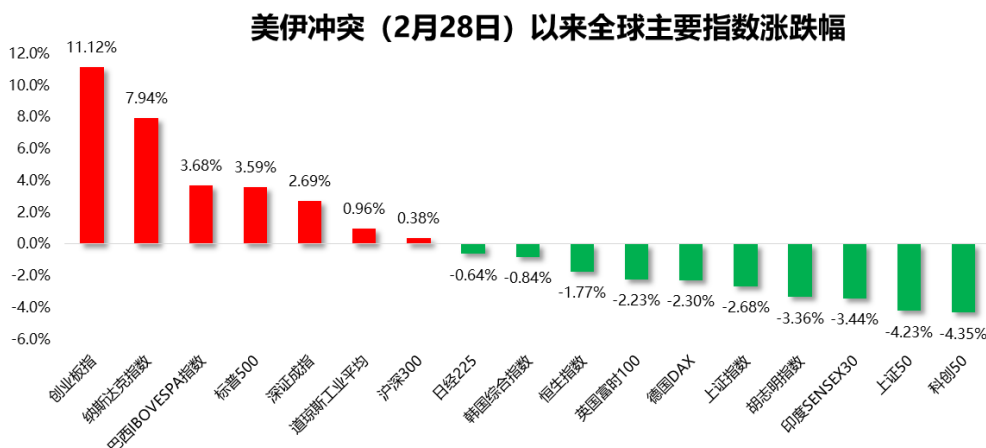
排序	行业	方向	主要依据
1	油气开采	最受益	油价对利润的弹性最高
2	煤炭开采	受益	替代效应+煤化工需求扩张
3	油服工程	受益	上游资本开支与互补需求提升
4	航运港口	阶段性受益	运费提升、绕行增加
5	有色资源/部分采选	偏受益	通胀和避险驱动, 价格传导较快
6	机电设备/电力设备/通信设备	盈利韧性强	高附加值稀释成本冲击、景气逻辑独立
7	食品饮料/医药/部分服务消费	韧性	成本暴露低, 需求相对稳定
8	炼化/基础化工/化纤	承压	成本传导不畅、价差收缩
9	钢铁/部分冶炼加工	承压	能源成本与需求约束双重影响
10	航空机场/快递物流	最受损	燃料成本高、顺价弱

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第五, 在本轮反弹中最为亮眼的宽基指数是创业板指, 不仅从本轮美伊冲突以来在市场下跌阶段最为抗跌, 局势缓和后反弹的幅度也更大, 年初以来创业板指后来居上, 已经来到涨幅榜第二名, 仅次于科创 100, 后者在美伊冲突前弹性突出, 而冲突爆发后进入震荡走势。从科创小票到创业板指 (大盘成长), 完全符合我们在年初强调上证指数突破 4000 点后从“流动性牛”走向“基本面牛”的大势判断, 而基本面牛的代表品种在宽基层面就是大盘成长和创业板指, 在行业层面就是通信和新能源。

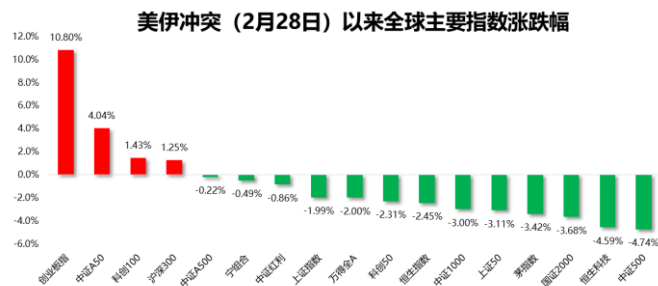
4月以来随着创业板指领涨，与创业板指的历史高点——2015年6月的3982点，已经十分接近，从收盘价的分位数来看，当前创业板指来到了历史99.6%分位的较高水平。表面上似乎创业板指已经来到了历史高位，然而，如果考虑其估值以及景气度，则是另一番图景：从市盈率来看，创业板指当前为43倍，仅为历史的40%分位数水平，在中位数以下，股价的新高和估值的低位，这一背离反映的是创业板指的高景气和高增速特征。从2025年年报的盈利预期看，创业板指以34%的增速领跑全部宽基，而考虑2026年的预测增速来看，当前创业板指的PEG仅为0.88（低于1），在全部宽基中偏低。由此我们认为，收盘价的新高不能成为创业板行情走向尾声的理由，其相对低的估值和相对高的景气都指向其在“基本面牛”兑现的路径下，仍有持续向上突破的空间。

图25.美伊冲突以来，创业板指的涨幅在全球领先



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图26.美伊冲突以来，创业板指的涨幅大幅领先



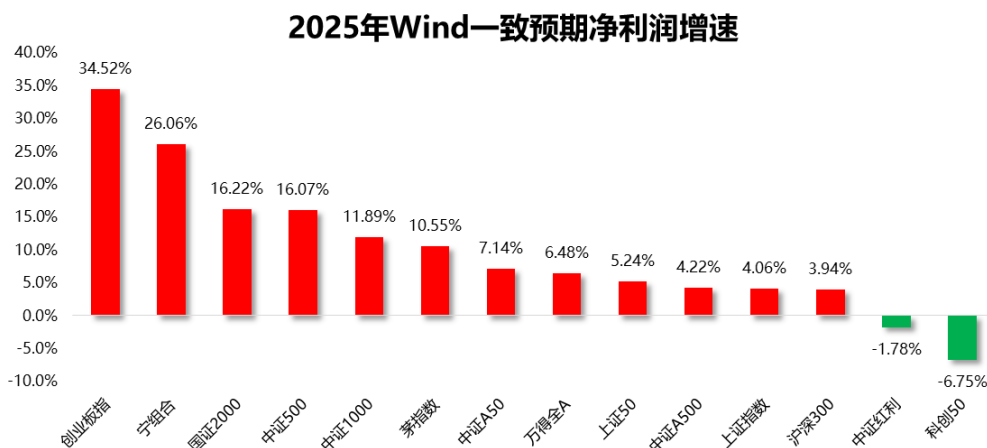
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图27.年初以来创业板指数的排名来到第二

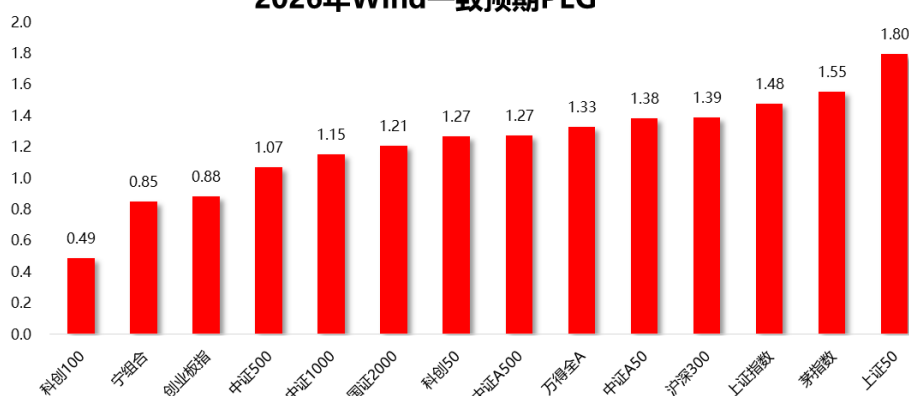


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图28.当前创业板指的高景气度在宽基指数内部具有明显优势



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图29.考虑到预期的业绩增速，当前创业板指的 PEG 仅有 0.88
2026年Wind一致预期PEG


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

在此,从大盘成长和核心资产的属性来看,我们以纳指作为创业板指的对标,截至4月17日,纳指和创业板指的市盈率分别为41.65倍和42.55倍,两者估值水平已经十分接近。从两者相对估值和股价走势的历史特征来看,创业板指相对纳指出现明显估值提升的有三轮行情:分别是2013年~2015年的“移动互联网”和“互联网+”浪潮,2021年~2022年的“新能源”和“宁组合”行情,以及当前2025年~2026年的“AI供需缺口”和“新宁组合”行情。

而从纳指和创业板指的权重集中度来看,也可以看出中国核心成长资产的崛起趋势,美股著名的MAG7(Meta、Apple、Google、Amazon、Microsoft、Nvidia和Tesla)市值占纳指的比重,从2012年以前的20%左右,迅速飙升至2024年接近的50%的峰值水平,当前回落到45%。而如果我们观察当前创业板指七大权重公司(宁德时代、中际旭创、新易盛、东方财富、阳光电源、胜宏科技、天孚通信),这七家公司占创业板指的比重从2019年的10%左右,大幅上升至当前的47%附近,其趋势与占比和MAG7相类似。这可能反映出在存量博弈或特定产业周期(如新能源、AI等)下,资金对确定性和龙头优势的极致追求,也反映出中国科技和中国制造的崛起进程。

图30.当前创业板指数的收盘价和估值历史水位


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图31.纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图32.纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第六，当前 A 股市场正面临两大不可忽视的底层逻辑变化：1、内部仓位结构失衡；2、宏观环境的巨大变化。前者指的是截至去年 Q4，泛科技机构仓位已经超过 50%，处于高仓位状态使得对于利空极为敏感，而对利多敏感性下降；后者是高油价下美元由弱转强，油价中枢不可避免的上移使得流动性环境出现收缩。在两大重要变化同时存在的背景下，我们认为本轮下跌后最重要的问题在于：到底是类比 2021 年初还是 2022 年初。

针对历史定价复盘来看，2021 年 3 月与 2022 年 2 月是当前最具争议性的两个对标时间段，通过深度复盘与对比，我们明确，两次下跌存在本质性的差异。

1、2021 年 3 月：下跌的核心本质是调结构而非系统性下跌的开启。我们复盘发现，该轮下跌由春节后美债利率快速上行与微观交易结构恶化双重因素触发，前期抱团的“茅指数”核心资产出现无差别回调，期间上证指数最大下跌 8.1%，创业板指下跌接近 21.6%。但下跌之后市场并未进入全面熊市，反而完成了清晰的主线切换——“宁组合”取代“茅指数”成为市场交易核心，顺周期板块也在经济复苏与产业升级的推动下持续走强，全年呈现出明确的“景气轮动”特征，机构持仓也完成了从高拥挤度白马，向更高景气、更低拥挤度的新能源、半导体赛道的再平衡。

2、2022 年 2 月：下跌的核心本质则是减仓防守，并非单纯的风格再平衡，而是风险偏好、增量资金、盈利预期同步走弱后的全面防御阶段。我们复盘看到，该轮下跌由俄乌冲突带来的滞胀预期直接触发，2022 年 1 月单月万得全 A 下跌 9.46%，主流宽基指数全线大幅回撤。下跌之后，市场始终缺乏具备持续赚钱效应、与产业趋势共振的强主线，仅阶段性存在

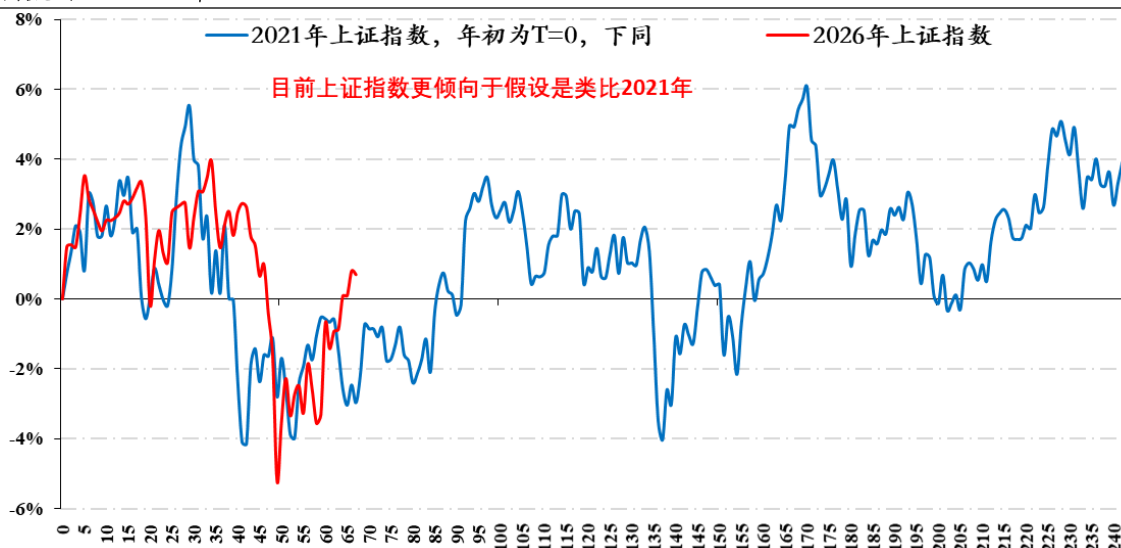
稳增长、数字经济等政策脉冲式的交易机会，机构整体赚钱效应消失、增量资金持续衰减、仓位出现边际下调，市场从高估值成长向低估值防御板块被动切换，最终演化为存量博弈行情。

图33.对比 2021.3 与 2022.2 下跌：前者核心在“调结构”，后者核心在“降仓位”

对比维度	2021.3下跌之后	2022.2下跌之后
核心结论	本质是“调结构”，市场主线从“茅指数”切换至“宁组合”与顺周期，后续仍有明确的结构性价多机会。	本质是“减仓防守”，不是单纯风格再平衡，而是风险偏好、增量资金、盈利预期同步走弱后的防御阶段，后续演化为存量博弈。
下跌触发因素	春节后市场在美债利率快速上行与微观交易结构恶化双重压力下急跌，前期抱团核心资产无差别回调。	俄乌冲突带来的滞胀预期
下跌阶段指数表现	2021年2月18日高点至2021年3月10日，上证指数下跌8.1%，创业板指下跌接近21.6%。	2022年1月，万得全A下跌9.46%，创业板指下跌12.45%，科创50下跌12.08%，沪深300下跌7.62%，上证50下跌6.73%。
市场是否存在清晰的后续主线	有。3月之后市场并未结束，只是主线切换。2021年3月起，宁组合取代茅指数成为市场交易主线，同时周期板块在经济复苏、供需失衡和产业升级推动下走强。	弱。虽然阶段性存在稳增长、数字经济、国企改革等交易机会，但主线更多偏政策脉冲和低预期修复，缺乏类似2021年“宁组合”那样具备持续赚钱效应和产业趋势共振的强主线。
风格切换性质	高位白马抱团瓦解后的再配置。从“茅指数”切向更高景气、更低拥挤度的新能源、半导体及部分顺周期，属于风格内部再平衡+产业趋势强化。	高估值赛道整体承压后的全面降风险。市场从高估值成长向低估值、大盘、防御切换，但不是新牛市主线展开，而是估值压缩背景下的被动防守和风险暴露收缩。
茅指数 vs 宁组合演化	2月回调后，前期核心资产出现分化，茅指数仅小幅上涨10.8%，宁组合涨幅超过40%；2021年3月10日后至年底，宁德时代上涨约77.49%，电力设备行业上涨约57.14%，食品饮料仅约3.68%，验证“从茅到宁”的主线切换。	2022年初下跌的直接对象就是新能源、半导体、医药、元宇宙等高估值赛道，市场并没有再孕育出新的“宁组合”，反而连此前强势赛道也转入震荡和去估值阶段。
宏观环境位置	经济仍在复苏途中，虽然节奏放缓，但全年仍是“疫后修复+主动调结构”的环境。	经济下行压力显著加大。
流动性与利率环境	2021年5月中旬至7月初市场再上行，核心支撑之一是流动性阶段性宽松，十债收益率最低下到3.04%附近，较前期下行超20BP，利率机构配置的核心在茅指数（45%）与宁组合（20%）的，后续从茅指数转向宁组合	2022年初是海外紧缩预期主导全球估值收缩，A股下跌更多体现为风险偏好下行与估值杀伤，而非国内流动性放松就能立刻扭转风险
机构仓位与拥挤度		机构整体赚钱效应消失、增量资金衰减、仓位边际下调。
基本面景气主导方向	2021年主线是“景气轮动”。上游原材料加工显著好于下游消费品，2021年行业景气总体呈现上游>中游>下游：有色冶炼加工、化学原料加工、电气机械等景气较高，而终端消费修复偏慢。	2022年主线是“景气收缩中的红利重估”。上游部分行业景气虽仍有韧性，但整体呈回落趋势，下游消费制造景气逐步修复但力度有限，地产链则持续恶化。

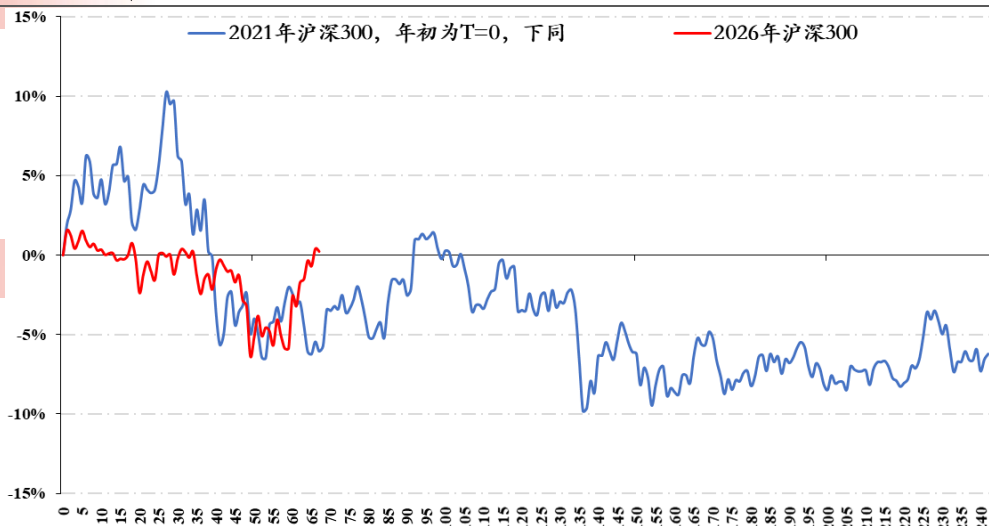
资料来源：Wind，国投证券证券研究所整理

图34.上证指数对比 2021 年



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

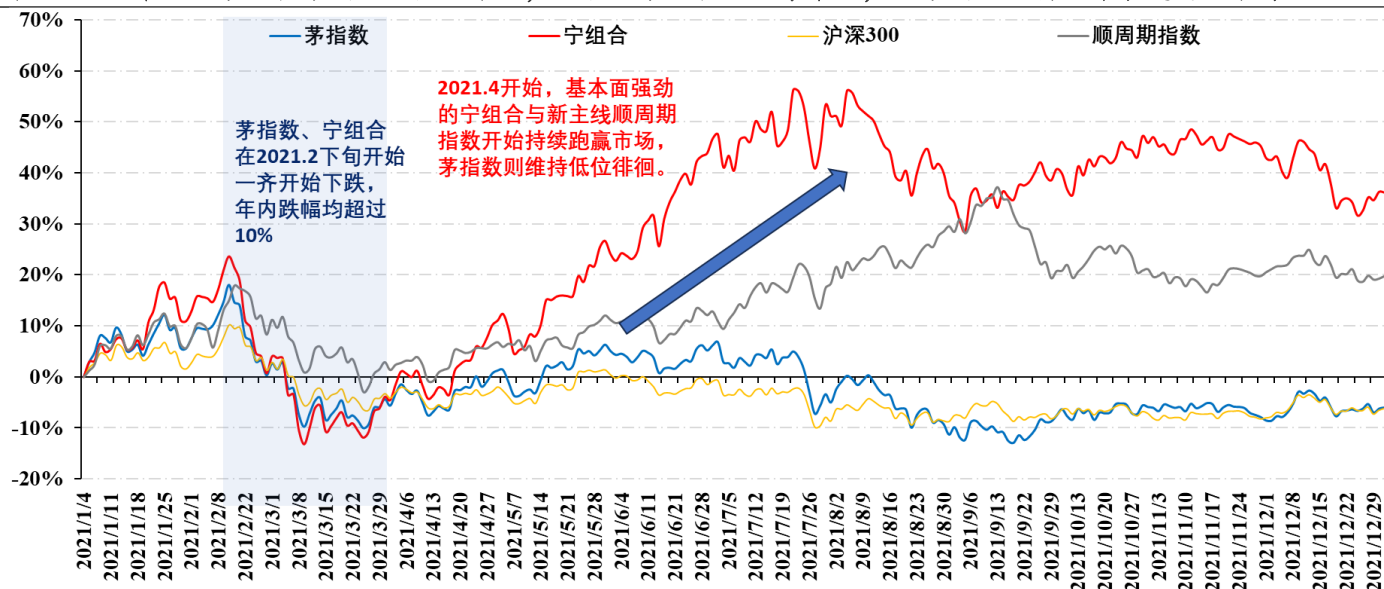
图35.沪深300 对比 2021 年



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

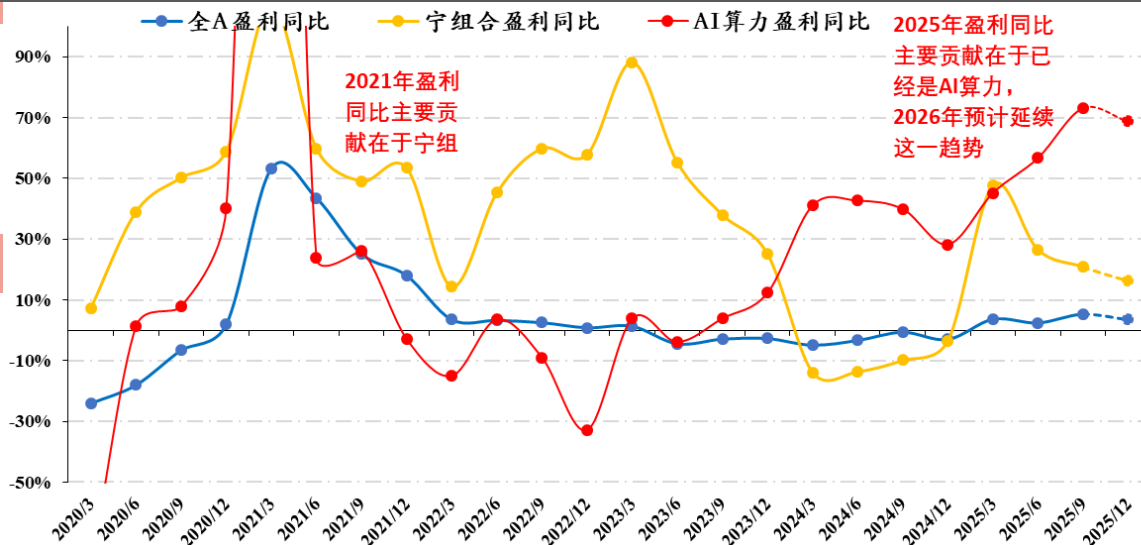
基于上述历史情景的深度对比,我们对当前市场进行两种核心情景的推演:若后续宏观环境呈现温和通胀、全球经济具备韧性的特征,当前行情将更倾向于类比 2021 年 3 月,当前上证指数的走势也与该情景更为契合。核心支撑逻辑在于,观察当前 AI 科技 TMT 板块,与 2021 年的“宁组合”具备高度相似的产业定价逻辑, AI 领域的资本开支尚未见到增速放缓的迹象,板块定价正从“资本开支拔估值”向“供需缺口定价”过渡, 2025 年 10 月以来铜、存储芯片价格持续上涨,近期云计算涨价进一步验证了这一趋势,上游电力设备与存储、下游 PCB 等环节成为核心受益方向,这与 2021 年新能源产业链从龙头向上下游供需缺口环节的定价迁移逻辑完全一致。而一种更低概率的情况是,后续出现明确滞胀、全球降息周期暂停的格局,当前行情则将类比 2022 年初,届时市场需全面降低仓位、转向防守,仅少数防御性品种具备相对收益。

图36.2021 年初“宁组合茅指数”共振下跌,后续“宁组合”主导市场,“茅指数”崩盘并景气随后下滑



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

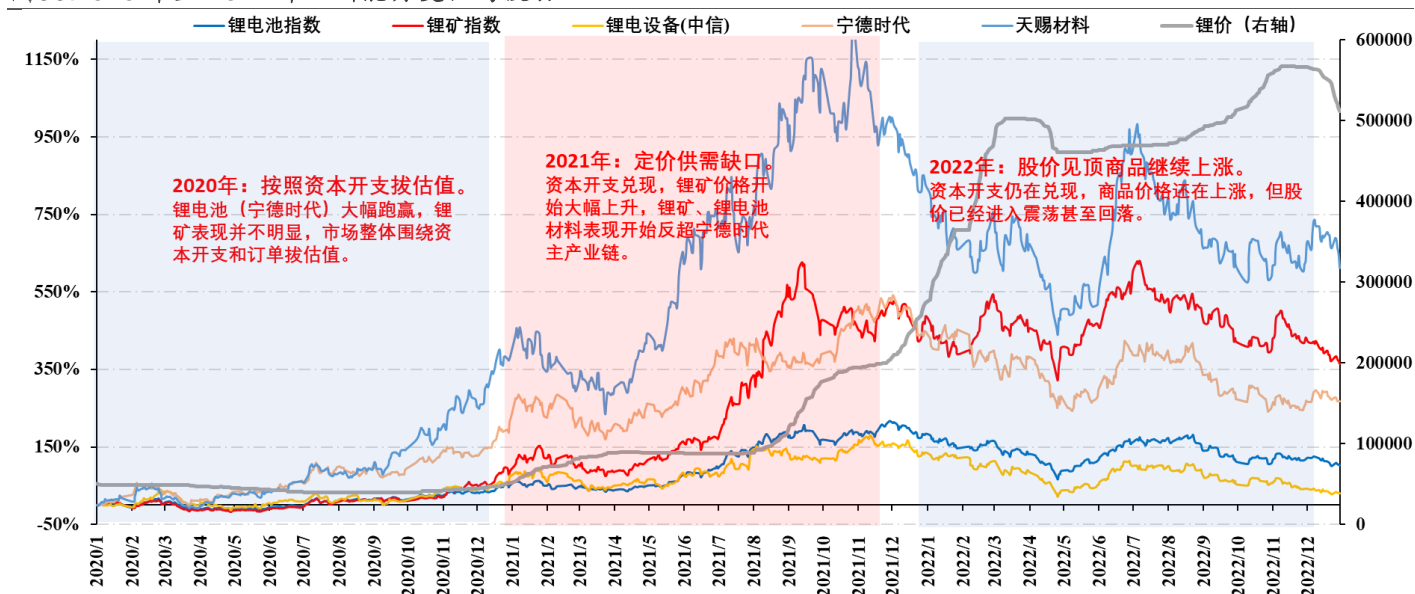
图37.2025 年盈利同比主要贡献在于已经是 AI 算力，2026 年预计延续这一趋势



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

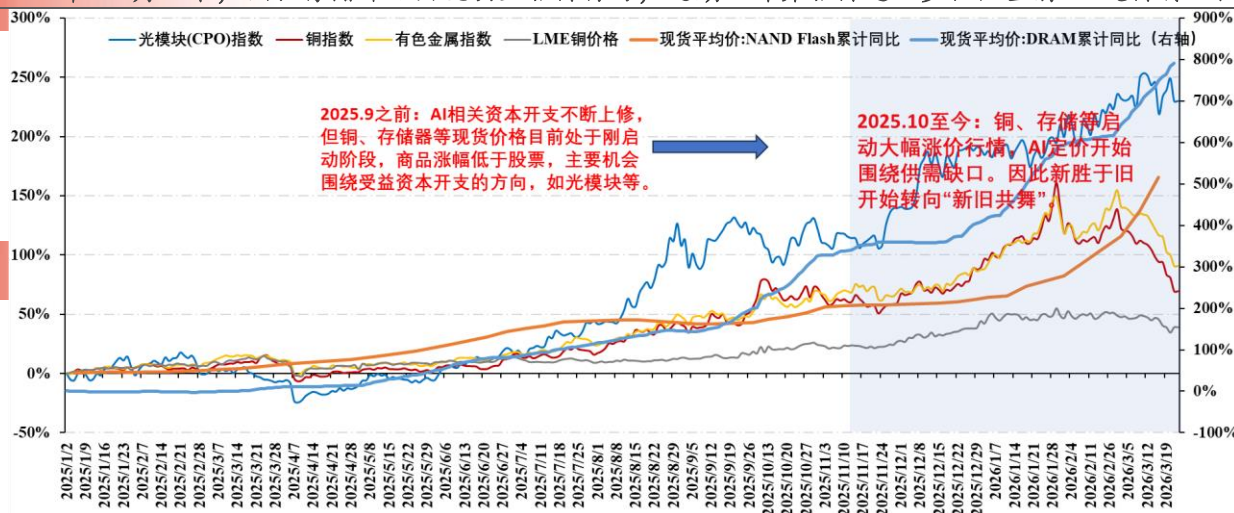
当前 AI 科技 TMT 若是类比 2021 年“宁组合”的逻辑支撑：2021 年新能源车资本开支处于兑现阶段，定价向供需缺口环节过渡，核心是上游供需缺口（锂矿）与下游供需缺口（汽车零部件）。

图38.2020 年至 2022 年泛新能源变化与波动



资料来源：Wind，国投证券证券研究所 注：泛新能源包含一级行业电新+下游乘用车、汽车电子+上游锂矿、专用设备。

图39.2025年10月以来，铜、存储开始出现明显涨价行为，近期云计算涨价进一步验证当前AI定价转入供需缺口

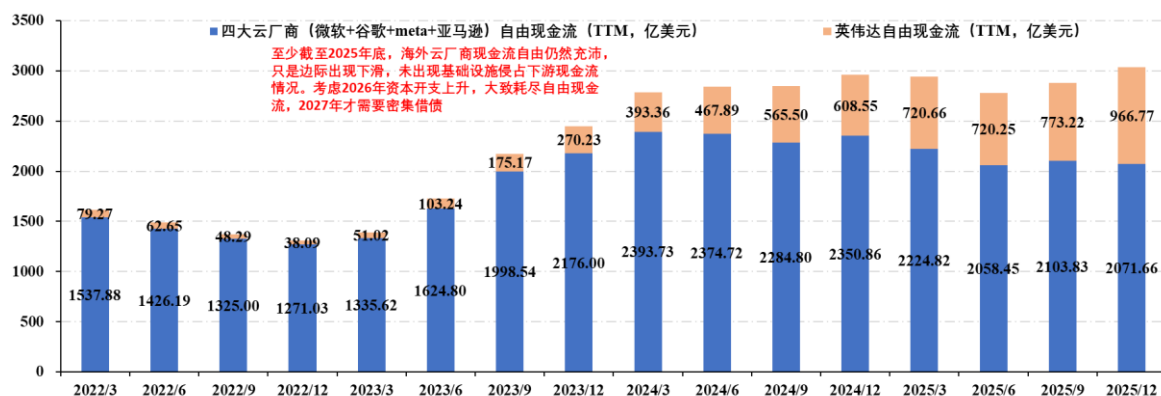


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

进一步从两个角度观察当前AI是否存在明显泡沫，我们认为2026年不适宜作破灭假设：

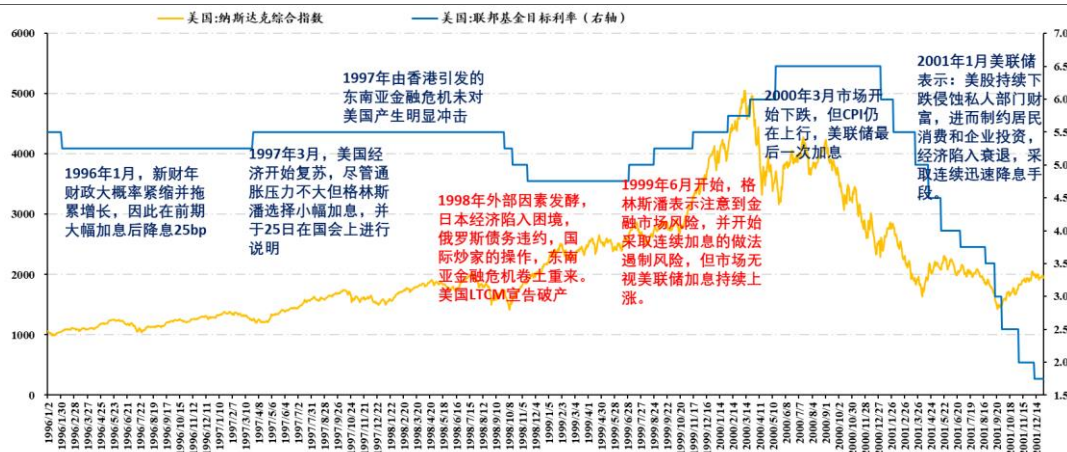
- 1、现金流目前仍然充裕：目前，从海外大厂现金流角度来看，四大云厂商（微软+谷歌+META+亚马逊）TTM口径下自由现金流仍有2017.31亿美元，仍然相对充裕，且高于英伟达自由现金流，由此可以认为当前依赖于企业自身现金创造，可以满足资本开支需求。
- 2、1999-2000年美联储加息并未快速使得泡沫破灭：1999年下半年之后连续加息并未阻止科网泡沫，2000年后经济衰退预期出现后纳斯达克才出现崩盘。

图40.四大云厂商当前自由现金流仍然充沛



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图41.1999-2000年美联储加息初期纳斯达克指数逆势上涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第七，基于 2026 年 Q1 机构持仓观察，科技+出海持仓占比突破 70%，已经成为机构投资的大本营，充分验证了过去几年我们关于“科技+出海是产业基本面双主线”的鲜明判断。结合我们长期跟踪关注的基金经理季报观点，核心投资方向聚焦于：1) AI 算力核心方向（光模块、光纤光缆、供需缺口等）。2) 出海领域当中有望实现 ROE 持续提升的方向（工程机械、电网设备、风电、锂电储能等）。3) 部分基于商品属性具备涨价预期资源品。

对于 AI 科技定价，4 月 23 日光模块龙头公司中际旭创破万亿市值引发市场更大范围的讨论。基于产业趋势龙头股的“万亿时刻”，结合当前行情观察，我们作如下思考：

1、事实上，对于任何一轮产业趋势，龙头股破万亿都是非常重要的标志性事件，往往意味着产业正处于高潮期定价阶段，AI 产业浪潮开始步入中期，要理解凡是趋势皆为抱团，对于 2019-2021 年茅指数→2020-2022 年泛新能源→2023 年至今 AI 科技，本质都是一样的。

2、复盘近十年产业趋势股破万亿市值之后波动会加大，若后续有较大涨幅，通常需要满足产业趋势延续+业绩持续兑现+估值提升，否则容易在万亿市值附近徘徊，但基本没有突破万亿后就开始趋势性下跌的。拆分涨幅来看，万亿之前赚业绩爆发的钱（戴维斯双击），突破万亿之后仍能够大幅上涨往往盈利兑现+部分估值上升的钱（回过头看）。对于突破万亿市值是否要高位加仓，复盘来看本质取决于利润二阶导是否加速，2021 年新能源行情核心是产业强势景气，利润增速在 2021 年持续上修超预期，在其他板块缺乏利润弹性的背景下这种高增长加剧了资金抱团，最终在 2021 年 Q4 走向泡沫化定价。

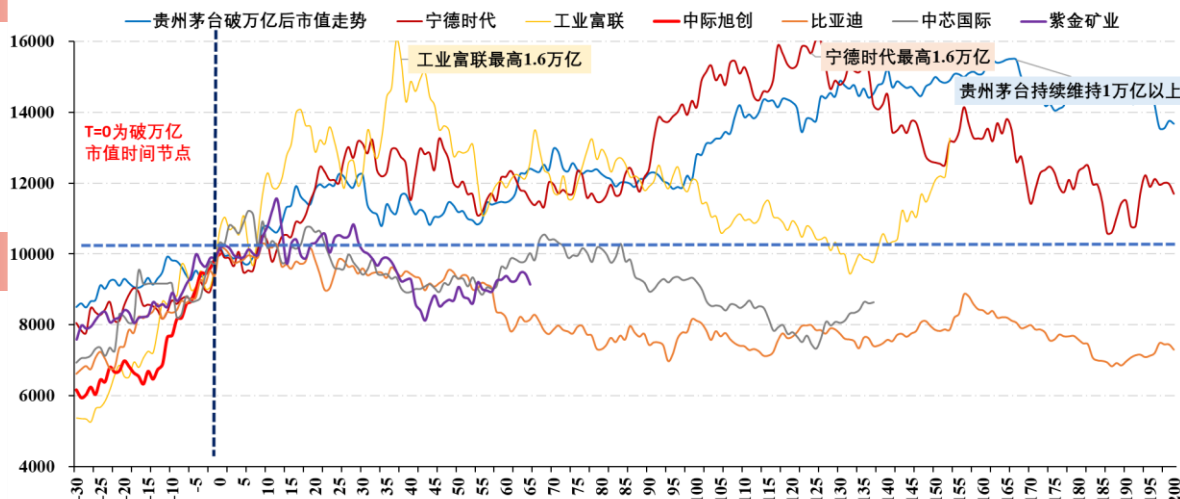
3、目前围绕 AI 科技的抱团定价难言结束，核心在于 AI 资本开支高位持续在未来半年难以验伪，对应眼下本轮 AI 未出现上游对下游现金流严重侵蚀，同时也并未出现 AI 资本开支放缓的吉祥。从海外大厂现金流角度来看，四大云厂商（微软+谷歌+META+亚马逊）TTM 口径下自由现金流仍有 2071.66 亿美元，仍然远高于英伟达 966.77 亿美元自由现金流。因此，基于产业内生运动规律角度，在产业龙头股突破万亿后，本轮 AI 泡沫化特征不明显。

4、更重要的是当产业趋势龙头股破万亿后，二线品种与产业链供需缺口环节（涨价）超额跑赢核心龙头，例如 2020 中后期酒鬼酒明显开始跑赢贵州茅台，又例如 2021 年天赐材料和碳酸锂超额跑赢宁德时代。

5、根据科技投资四阶段理论，第一阶段买巨头（爆款出现）→第二阶段买基础设施（巨头开启巨额资本开支）→第三阶段买产业链关键环节（产业链形成）→第四阶段买供需缺口（涨价是核心）。例如 2021 年新能源浪潮锂矿板块涨幅和机构增持远大于锂电池。类比 2021 年宁组合，我们认为 2026 年 AI 科技定价应该逐渐向供需缺口环节过渡，涨价是避不开的，这点在最近的持仓表现当中得到验证。

总结而言：过去一段时间，我们反复强调 2026 年应更应与 2021 年类比：2021 年在温和通胀+全球经济有韧性+强美元宏观背景下，大盘在年初下跌后转入宽幅震荡，下半年震荡回升背后核心在于 2021 年 A 股具备基本面支撑，尤其是当时以“宁组合”为代表的泛新能源支撑。同样，2026 年按照“三头牛”叙事，纯粹流动性的牛市在上证综指突破 4000 点就逐渐进入后半段，后续有基本面就是牛市中继，大盘也还有机会。这种基本面目前更多依赖“科技+出海”不断提升盈利占比，在实现“30%-60%”过程中（历史经验是占比突破 50%）引发 A 股向上新周期，这使得此前我们作出“不是牛转熊”判断，进一步类比 2021 年“从茅指数到宁组合”的调结构，对应科技+出海中最强品种“AI 涨价+出海新能源”成为“新宁组合”概率也在提升。

图42.产业趋势股破万亿市值之后：若后续持续上涨，往往产业趋势延续+业绩兑现+估值提升



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

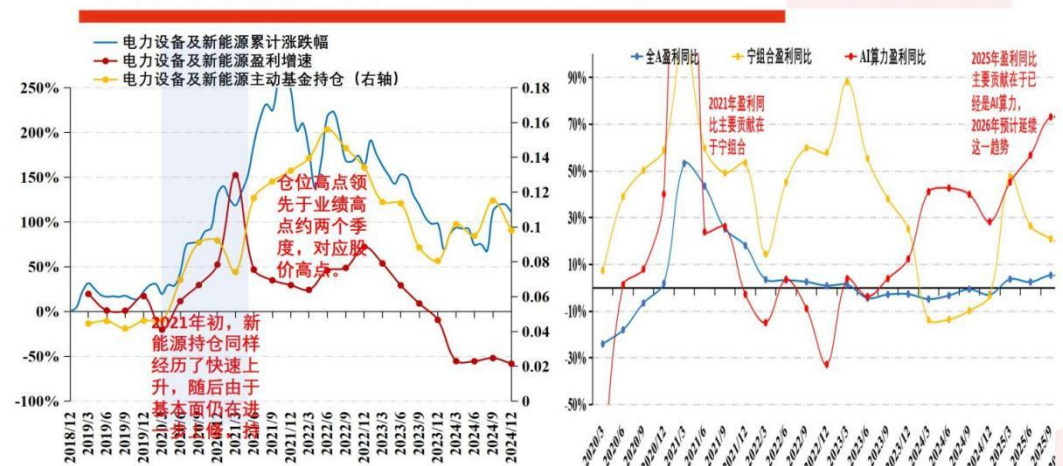
图43.近十年 A 股七大产业趋势龙头股破万亿市值后行情复盘：关键在于产业趋势是否持续兑现业绩

公司简称	首次破万亿时间	破万亿时间点PE (TTM)	破万亿时间点净利润 (TTM, 亿元)	破万亿后最高涨幅	破万亿后最高时间	破万亿后上涨持续时间 (自然日)	后续是否回到万亿市值以下	万亿以上持续时间 (自然日)	产业	产业趋势归因
贵州茅台	2019/3/18	31.97	342.16	222.38%	2021/2/10	695	否，持续在万亿市值以上	/	消费升级	消费升级+外资产流入驱动估值修复。2019年估值中位数从22倍提升至30倍，外资产通过陆港通、MSCI等渠道加速流入，偏好配置估值低、市值大的消费龙头。
宁德时代	2021/5/31	148.80	75.43	58.58%	2021/12/3	186	2022/4/20	324	新能源汽车	全球新能源车渗透率提升带动动力电池需求爆发，龙头凭借技术、产能和客户优势实现全球份额集中。公司在2021年5月31日市值破万亿；此前已实现动力电池全球出货量连续多年第一，并通过CTP、麒麟等技术持续强化壁垒，为动力+储能双轮驱动的全球新能源基础设施龙头。
比亚迪	2022/6/23	284.57	43.68	总体在万亿市值附近徘徊					新能源汽车	新能源汽车从政策驱动转向市场驱动，整车龙头凭借技术平台化与产品周期实现量价齐升。公司成为中国首个跻身万亿市值的自主品牌；DM混动系统、刀片电池、e平台3.0共同驱动产品力释放。
工业富联	2025/8/29	40.20	266.52	50.09%	2025/10/29	61	2026/3/20短暂回落后回到万亿	203	AI	AI算力投资爆发带动AI服务器需求放量，公司深度绑定头部客户并切入高附加值环节，推动业绩与估值重估。
中芯国际	2025/9/22	236.90	70.99	7.76%	总体在万亿市值附近徘徊				AI+国产替代	AI芯片需求扩张叠加半导体国产替代加速，先进制程与本土代工稀缺性提升，订单、稼动率和估值同步上行。
紫金矿业	2026/1/13	22.32	554.16	13.62%	2026/1/29	16	2026/3/6	52	出海资源品	资源品出海成为产业趋势，紫金矿业运营能力优异，业绩持续维持高速增长。
中际旭创	2026/4/23	66.82	162.06	/					AI	AI数据中心网络升级推动800G向1.6T迭代，高速光模块需求和价值量同步上升，龙头率先实现业绩爆发。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图44.2021 年新能源行情核心是产业强势景气，利润增速在 2021 年持续超预期

当前AI科技最关键问题之二：是否要高位加仓？取决于利润二阶导是否加速
2021年新能源行情核心是产业强势景气，利润增速在2021年持续超预期



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第八，对于当前油价持续上涨可能的潜在影响，我们复盘了 1970 年代至今五次由于地缘冲突导致油价大涨的行情，其中与本次行情的异同类比如下：

- 与当前环境最类似的是 1979 年的第二次石油危机：1979 年伊朗伊斯兰革命爆发，紧接着 1980 年两伊战争打响。伊朗的政权更迭导致其原油产量从每日 600 万桶断崖式下跌至不到 100 万桶。并且两伊战争期间，从 1981 年出现了“袭船战”，双方利用反舰导弹攻击进出波斯湾的中立国油轮，企图切断对手的经济命脉，这导致霍尔木兹海峡的运力大幅度下降，全球通胀飙升。这迫使时任美联储主席沃尔克采取了极其激进的加息政策（联邦基金利率一度逼近 20%），通过主动制造严重的经济衰退来扼杀通胀。（**但要注意，即使是两伊战争时期，霍尔木兹海峡也并非如当前一般“被封锁”**）
- 对全球经济格局影响最大的是 1973 年的第一次石油危机，主要催化是第四次中东战争（赎罪日战争）爆发，OPEC（阿拉伯石油输出国组织）对支持以色列的国家实施石油禁运。国际油价在短短几个月内从约 3 美元/桶飙升至近 12 美元/桶，涨幅接近 300%。当时西方国家正处于战后经济繁荣的顶峰，对能源的刚需极强。这次危机直接终结了资本主义的“黄金时代”，美国陷入长达十年的“滞胀”。
- 石油价格短期冲高后很快回落的案例是 1990 年的海湾战争和 2022 年的俄乌冲突：前者的快速回落是三个原因：第一，战争没有封锁霍尔木兹海峡；第二，美国迅速军事介入并取得压倒性胜利；第三，沙特等国迅速释放了闲置产能填补缺口。而后者则是因为在出口受阻后，俄罗斯并没有停止产油。同时，为了压制通胀，美联储开启了历史上节奏最快的加息周期，这导致全球需求迅速下滑，最终油价回落到战争前的水平。
- 油价在短期飙升后长期在高位横盘的案例是 2011 年的利比亚内战：当时油价大涨实质上是供需两端共振的结果，需求端：2011-2014 年期间，中国正处于重化工业与基建投资繁荣的尾声阶段，对大宗商品的刚性吞吐量极高，这为全球原油需求构筑了坚实的底座，同时，美联储在这一时期实施了 QE2 并延续至后续的宽松政策，将基准利率压制在接近零的水平；供给端：2011 年北非与中东爆发“阿拉伯之春”，利比亚陷入内战，导致其日均近 150 万桶的高品质“轻质低硫原油”产能消失。2012 年西方国家因核问题对伊朗实施严厉的经济与原油出口制裁，全球原油供给进一步下降。而油价没有进一步暴涨的原因是 2012 年开始美国页岩油产能开始大幅度增加，填补了利比亚、伊朗等地缘冲突造成的减产缺口，维持了全球供需的紧平衡。

图45.历史上五次由于地缘冲突导致油价大涨的复盘



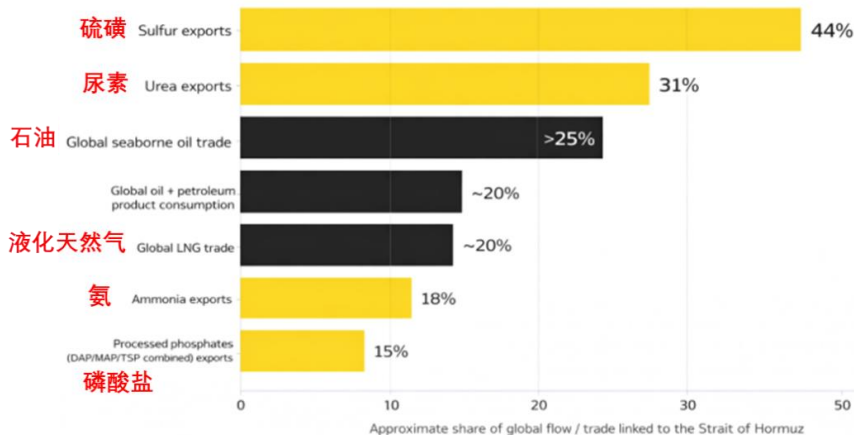
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

除去市场高度关注的原油和天然气外，值得关注的是，还有许多重要的化工品经由霍尔木兹海峡出口，化工品和农产品的潜在涨价可能也值得关注：

- 全球约 44% 的硫磺出口通过霍尔木兹海峡，硫磺是生产磷酸二铵(DAP)和磷酸一铵(MAP)不可或缺的酸性原料。能源出口的下降直接导致石油和天然气加工副产品——硫磺的产出骤减，这不仅推高了现有化肥的价格，更限制了其他地区磷肥工厂的开工率。这种“化肥价格上涨→施肥量减少→农作物产量下降→零售食品价格暴涨”的恶性循环，可能引发严重的全球粮食危机。

图46.经过霍尔木兹海峡出口的商品占全球的比例

Strait of Hormuz exposure by commodity segment



资料来源：ISW、国投证券证券研究所

最后，我们还想强调一下油价对于大类资产配置的重要影响，也是我们在年度策略中提出的一个较为差异化的观点：2026 年不适宜全年弱美元假设。在过去较长的一段时间，油价和美元指数呈现负相关，主要原因是两个：第一，历史上，美国是全球最大的原油净进口国。当油价暴涨时导致其经常账户赤字（贸易逆差）急剧恶化。贸易逆差的扩大，必然导致美元汇率承压走弱。第二，全球原油以美元定价。单纯从数学角度看，当美元主动贬值时，对于非美国国家而言，会刺激全球的真实需求，从而推高油价，反之亦然。

而当前上述逻辑发生的根本性变化，得益于页岩油技术的成熟，2019 年前后美国正式从“原油净进口国”跨越成为“原油净出口国”。现在当全球油价暴涨时，美国成为最大获利者之一。高油价带来的巨额石油出口利润回流美国本土，不仅修复了美国的贸易逆差，还带来了美元买盘（贸易条件改善），直接在基本面上推升了美元指数。同时，高油价逼迫美联储维持高利率，叠加美元的避险效应。我们认为 2026 年美元并不会如市场此前预期一般明显走弱。

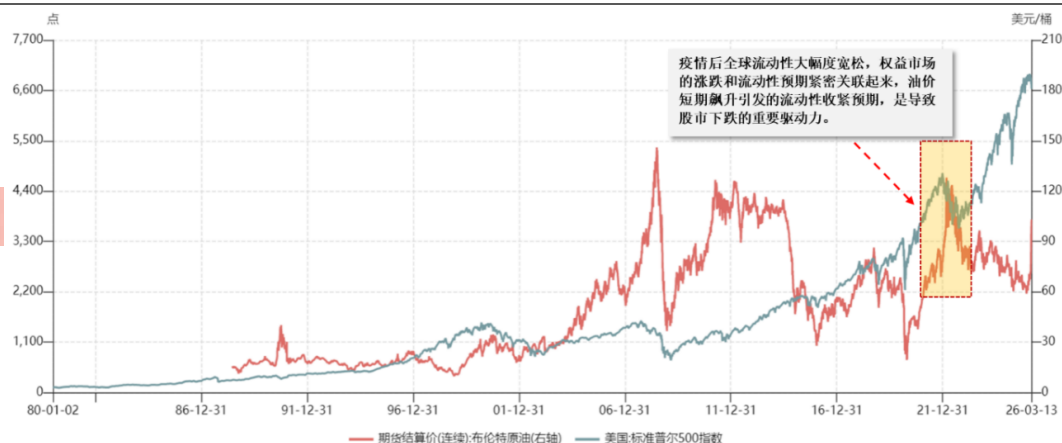
进一步观察“金油比”的历史变化趋势，可以更清楚的观察到大类资产定价逻辑的转变：过去三十年，金油比多数时候主要作为经济周期的“领先指标”，反映的是需求强弱（原油主导）；而当下，随着原油供应走向过剩和全球需求下滑，该比例的上升背后反映的是更多是“美元信用危机”和“财政可持续性”的定价逻辑（黄金主导）。但在某些极端情况下，原油又会重新主导“金油比”，例如在“金油比”单边上涨三年之后，实质上该指标已经逼近 2020 年“负油价”创造的历史高点，处于较为极致的水平。主要原因是油价的持续低迷叠加黄金价格在持续透支弱美元的叙事，而美伊冲突的爆发同时扭转了上述两条逻辑，一是让低波的油价拥有了向上的弹性，二是抬升了长期通胀预期并逆转了弱美元周期的叙事，这让金油比从历史高点快速回落。

图47.在当前“强美元+高利率”的组合下，“油强金弱”的格局或将延续

美元+利率的组合	对应宏观环境	油价表现	金价表现	美债利率	权益市场	核心逻辑与跨市场传导机制
强美元 + 高利率	① 美国经济“一枝独秀”	稳步上涨	承压回落	高位震荡或温和上行	美股牛市（科技强）；港A股承压资金外流	美国基本面强于全球，吸引全球资金流入；高利率极大增加黄金持有成本；美股分子端（盈利）强劲覆盖了分母端（高息）压力；但强美元与高美债利率会导致外资撤离大中华区，港A股面临剧烈的汇率贬值与流动性紧缩双杀。
	② 供给冲击引发恶性通胀和流动性危机	供给端驱动下的暴涨	遭遇无差别抛售（先跌后涨）	信用利差上升导致利率被动抬高	全球股债双杀，港A股同步承压	极端危机下“现金为王”，美元成为唯一避风港；高通胀或流动性枯竭逼迫利率高企；机构面临Margin Call被迫抛售黄金等高流动性资产套现，全球风险资产估值崩塌。
强美元 + 低利率	③ 全球衰退共振下的“美元避风港”	需求崩塌下的大幅下跌	避险属性主导下大涨	快速下行（避险资金涌入）	美股杀盈利（防御性占优）；港A股随全球普跌	美联储因经济衰退降息（低利率），但非美地区（如欧洲或新兴市场）经济更糟，比烂逻辑下资金依然抱团美元；实体经济衰退导致全球需求崩塌，美股盈利预期下调而大跌；港A股难以获得外资增量配置。
	④ 美国“预防性降息”+ 非美经济疲软	区间宽幅震荡	稳步上涨	陡峭化下行（短端降幅大）	美股科技成长狂欢；港A股受制于汇率，表现分化	美国联储软着陆并提前释放流动性，直接拔高美股科技股估值；但由于非美央行降息更猛或经济更弱支撑了强美元，港A股依然面临外资配置意愿不足的尴尬，仅能依靠国内自身政策博弈结构性行情。
弱美元 + 高利率	⑤ 非美央行“追赶式加息”/ 美国财政信用受损	高位震荡	突破性飙升	期限溢价飙升，长端维持高位	美股杀估值；港A股红利/资源等价值股占优	欧洲或日本等央行加息幅度超过美国，导致美元相对走弱；同时若市场担忧美国主权债务危机（财政赤字失控），长期美债利率将因风险溢价而居高不下，此时黄金作为脱离法币体系的硬通货将爆发；高贴现率压制美股，而港A股的低估值高股息资产具备防御优势。
	⑥ 全球同步繁荣与通胀复苏	单边强劲大涨	抗通胀属性凸显，震荡走高	随通胀与强劲增长预期上行	全球顺周期大涨，港A股等新兴市场弹性极大	全球经济共振复苏，资金风险偏好极高，大规模离开美国本土去追逐新兴市场的高收益（压低成本）；实体需求火爆推升油价与利率；这是适合A股和港股核心资产（顺周期、大消费、互联网）大幅上涨环境。
弱美元 + 低利率	⑦ 危机后的全球大放水（QE）/ 复苏初期	触底大幅反弹	流动性驱动大涨（法币贬值逻辑）	维持低位或温和抬升	全球流动性牛市，港A股大幅度上涨	美联储实施零利率或量化宽松，极度廉价的美元流动性泛滥全球；弱美元直接解除非美资产的汇率与外资流出约束，港股与A股迎来估值与流动性的双击，此时所有风险资产均呈现普涨格局。
	⑧ 美国经济“硬着陆”且非美具备相对韧性	因全球总需求预期下调而走弱	避险与降息双重驱动，大幅上涨	暴跌 / 收益率曲线倒挂解除	美股暴跌；港A股短暂冲击后走出独立行情	美国本土爆发严重衰退，美联储被迫紧急大幅降息，美元信用与汇率同时崩塌；如果此时中国经济具备内生增长韧性，全球资本将发生罕见的“大挪移”，从美股撤出并大规模配置大中华区资产避险，此时港A股将完全脱离美股走势。

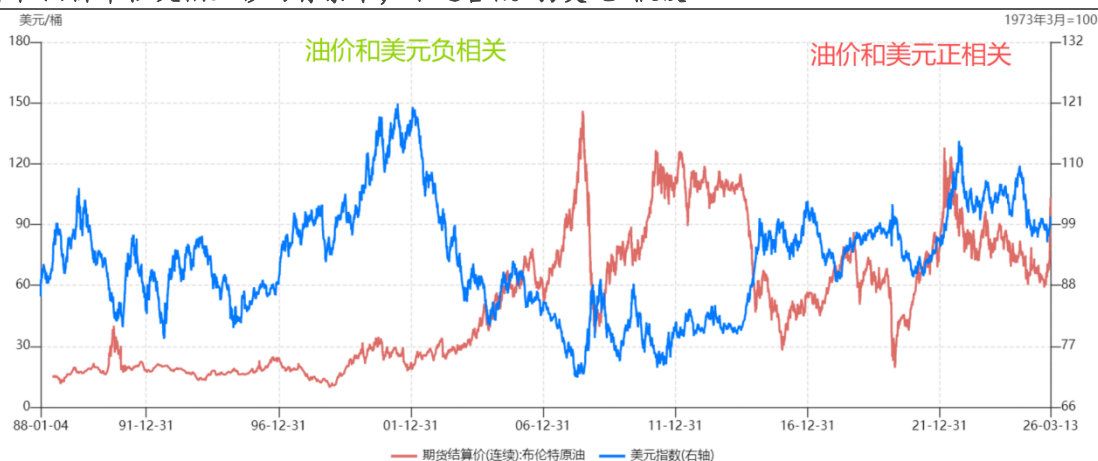
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图48.近年来油价的大幅上涨并不暗示需求的复苏，而是流动性收紧的担忧



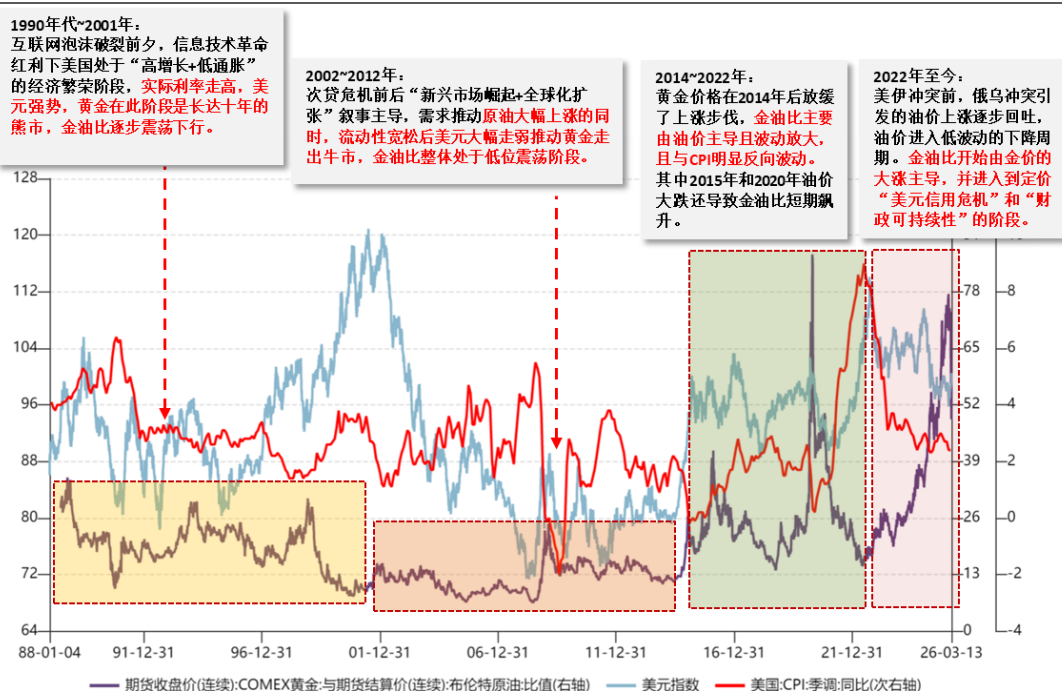
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图49.2026年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图50.金油比-美元-通胀的历史走势复盘

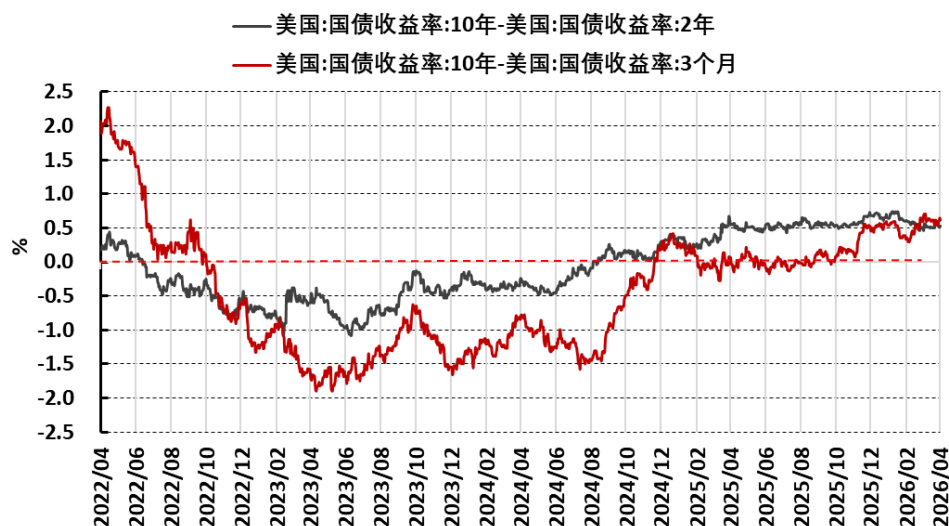


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

美国 3 个月国债收益率报收 3.69%，前值 3.70%；10 年期国债收益率报收 4.31%，上周前值 4.26%。本周美债市场的主要驱动力可归结为：一、中东地缘局势反复推升通胀预期，美伊在霍尔木兹海峡持续对峙，通胀预期急剧抬升；二、美联储提名听证会释放偏鹰信号，主席提名人沃什整体表述偏鹰，强调抗通胀是货币政策的首要目标，周五司法部结束对美联储调查为沃什提名铺路；三、市场关注点从就业转向通胀，但稳健的失业金数据促使劳动力市场也为美联储维持限制性政策提供了依据；四、美伊谈判预期在周末前后反转，周初谈判搁置推高收益率，叠加谈判重启预期，油价回落带动长端收益率小幅下行。

周初受沃什听证与伊朗拒谈双重压制，收益率曲线熊平，短端上行更多；周中因油轮扣押事件进一步升温，10 年期美债周内最高触及约 4.35%；直至周五司法部结束美联储调查带来鸽派转向预期，短端收益率大幅回落约 5 个基点，曲线重新陡峭化。3 个月国债收益率持平体现市场对近端利率路径维持“暂不降息”的共识；10 年期上行完全由通胀预期驱动，并不意味着市场在看空美国经济。

图51.3m10s 利差收窄



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图52.近一周中美利差收窄



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图53.美债收益率反弹



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本周美元指数报收 98.53，上周前值 98.23。美元主要受以下消息面因素驱动：一、美伊围绕霍尔木兹海峡的紧张局势持续升级，布伦特原油全周大涨，避险资金加速流入美元；二、沃什美联储主席提名听证会于 4 月 21 日举行，其降息+缩表的政策主张被市场解读为重塑美元

信用；三、欧洲央行维持按兵不动且欧元区 4 月服务业 PMI 数据恶化，欧元走弱反向支撑美元。

本周前期地缘和平溢价一度被市场迅速消化，美元跌至七周低点，但随后中东局势再度恶化、和平谈判陷入僵局令避险情绪回暖，地缘风险溢价重新计价，推动美元反弹并守住 98 关口。整体来看，短期地缘拉锯仍是美元核心变量，而美欧日央行之间的政策分歧差距持续拉大，为美元在 98 附近提供了有效支撑，下周日本、美联储及欧洲央行等多国议息会议密集召开将是关键变盘窗口。

图54. 本周美元指数小幅反弹

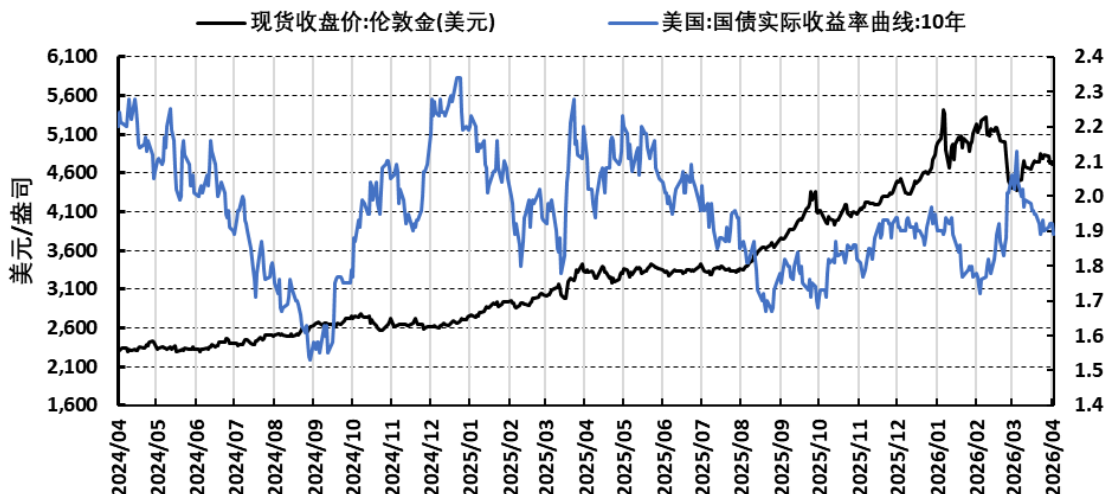


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

伦敦金现最新价格 4708.62 美元/盎司，上周前值 4837.49 美元/盎司，COMEX 黄金期货最新价格为 4725.40 美元/盎司，上周前值 4849.40 美元/盎司。本周黄金大幅下跌的主要驱动因素来自地缘与宏观预期的连锁传导：一、美伊冲突升级引发高油价，霍尔木兹海峡僵局贯穿全周，布伦特原油全周累计涨约 16%，油价飙升加剧通胀担忧；二、美联储主席提名人沃什听证会释放偏鹰信号，强调利率决策“必须严格独立于政治考量”，未承诺降息，市场解读为货币政策短期难以转向宽松；三、美元强势对金价产生计价层面的压制，美元指数本周在避险买盘支撑下温和走强，以美元计价的黄金承压回落。

本周伦敦金录得近五周首度周线收阴，核心矛盾在于油价飙升引发的通胀恐慌完全盖过了黄金作为避险资产的配置需求。美元走强与美债收益率上行进一步抬高了持有无息黄金的机会成本。短线来看，黄金后续方向选择高度依赖中东局势走向与油价动向。

图55. 本周黄金走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本周 WTI 报收 94.51 美元/桶，上周前值 85.70 美元/桶。IPE 布油本周收盘价 105.88 美元/桶，上周前值 92.42 美元/桶。本周油价暴涨的核心直接驱动全来自海湾地缘局势的持续恶化及供应中断风险的实质化。一、霍尔木兹海峡军事对峙全面升级，美伊双方围绕封锁与反封锁上演高强度博弈：4 月 18 日伊朗宣布恢复对海峡的全面军事管制并指控美国“海盗劫掠”；4 月 22 日伊朗革命卫队宣布扣押两艘试图违规通过海峡的集装箱船；美国则先后在印度洋和阿曼湾截获多艘与伊朗关联的油轮，特朗普更下令海军可击落在霍尔木兹海峡布雷的船只。二、美国对伊朗石油制裁豁免实际上趋于终止，此前给予约 1.4 亿桶伊朗原油的 30 天缓和豁免已于 4 月 19 日到期且不再续签，每月约 300 万-400 万桶重质原油从市场上消失。

本周原油价格的飞涨完全是地缘政治硬要素驱动、而非需求驱动的典型暴力行情，只要海峡实质通航情况没有稳定逆转，油市短期内或继续嵌在 100 美元上方的高位博弈区间内。

图56. 本周原油价格走高（美元/桶）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

LME 铜本周报收 13309.50 美元/吨，上周报收 13347.00 美元/吨。推动 LME 铜本周走势的消息面原因：一、国际铜研究组织本周大幅修正供需预期，逆转此前短缺看法，预计 2026 年全球精炼铜市场转为 9.6 万吨供应过剩，直接压制铜价上行空间；二、COMEX 铜库存截至 4 月 22 日飙升至 603,745 短吨，创下历史新高，套利驱动下海外显性库存持续累积，从库存端对铜价构成直接压制；三、美元指数温和走强对以美元计价的铜价形成比价层面的压制，叠加美联储货币政策不确定性，宏观避险情绪有所抬头。

本周铜价周线录得微跌，已连续三周在 13000 美元上方站稳，强现实弱预期格局持续强化。上方压力主要源于宏观情绪趋谨慎，美元温和走强，叠加机构的过剩预期在远月价格上形成压制。下方支撑则来自供应端的连环炼厂停产声明。当前铜价对利多与利空均消化充分，若无新增催化，在硫酸危机的消退与 COMEX 累库见到拐点之前，短期或持续陷于多空均无法取得决定性推进的阶段，随时警惕高位回调。

图57. 本周铜价回落



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

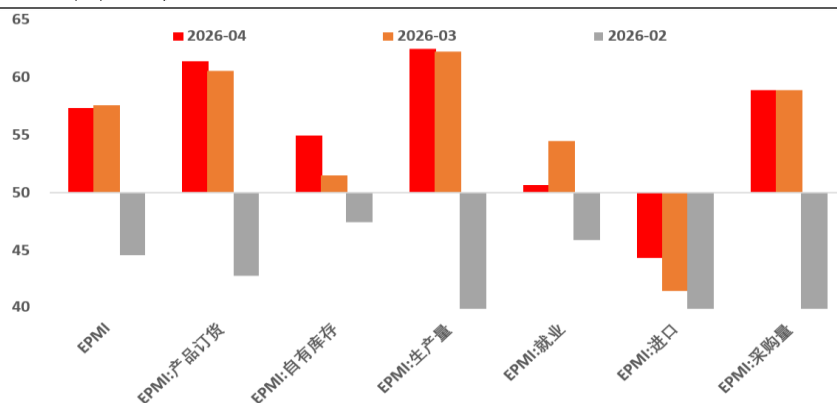
2. 内部因素：一季度经济数据稳中向好，需关注供应端的价格冲击

近期公布了4月EPMI、一季度固定资产投资及地产数据。EPMI方面，4月EPMI环比微降0.2个点至57.4%，显著超季节性，绝对景气创2020年以来同期次高；产品订货指数环比上行至61.5%，出口订货指数大幅跃升4.8个点至56.9%，在本土航路受阻、全球供应链冲击下新能源等产业持续受益于订单转移；生产与采购平稳，供需比例下降，供需结构优化；新一代信息技术和新能源景气超60，节能环保、新能源、信息技术环比上行均对应“十五五”重点方向，政策乘数效应加速释放。固定资产投资方面，1-3月固定资产投资同比增长1.7%，较上年全年回升5.5个百分点，扣除房地产后增长4.8%，制造业和基建支撑增强；制造业投资增长4.1%，航空航天器、计算机等新兴领域投资增速超19%；基建投资增长8.9%，主因“十五五”开局年重大项目集中开工及专项债前置发行，但实物工作量转换偏慢的隐忧仍在。地产数据方面，1-3月房地产开发投资同比下降11.2%，施工、新开工、竣工面积降幅在11.7%-25.0%，供应端深度萎缩；销售端边际改善，销售面积降幅收窄至10.4%，但销售均价仍降7.0%，价格下行未扭转；资金来源到位资金降17.3%，国内贷款降23.7%，销售回暖尚未传导至资金链，开发商加杠杆意愿不足，供需缺口和信用修复仍需时间。具体而言：

- EPMI方面，4月战略性新兴产业采购经理人指数（EPMI）环比微降0.2个点至57.4%，显著超季节性。从季节性规律来看，有数据以来4月EPMI环比降幅均值为1.1个点，今年春节在2月中旬，参考春节分布相近年份，4月环比平均降幅约0.2个点，本月的实际表现符合季节性规律，但其绝对景气水平创下2020年以来同期次高，仅低于2021年4月，体现出产业自身的强劲韧性。从需求端看，4月产品订货指数环比上行0.9个点至61.5%，外需改善强于内需——出口订货指数环比大幅跃升4.8个点至56.9%，在本土航路受阻、全球供应链遭遇冲击的背景下，中国新能源等产业在全球订单转移中持续受益。从供给端看，4月生产量指数环比微升0.2个点至62.5%，采购量指数环比持平，供需比例下降，新产业供需格局明显优化，企业生产节律较好匹配了新增订单。从行业结构看，7大战略性新兴产业景气均位于荣枯线上方，其中新一代信息技术和新能源景气最高，均位于60以上的高景气区间。从环比变化看，节能环保、新能源、新一代信息技术景气环比分别上行5.0、3.6和3.5个点，景气上行的三个行业均对应“十五五”规划重点方向，反映政策驱动下的结构性扩张意图。综合来看，4月EPMI数据传递出三条核心信号：第一，战略性新兴产业正在逐步走出传统季节性约束，景气的绝对水平显著高于历史同期，内生动能足够强劲；第二，供需结构明显优化，供需缺口大幅收敛，标志着产业增长的质量有所提升；第三，在“十五五”首年重大项目集中启动的背景下，新一代信息技术、新能源等战略性领域的政策乘数效应正在加速释放，产业上行周期仍未打破。
- 固定资产投资数据方面，3月全国固定资产投资（不含农户）同比增长1.7%，较上年全年增速回升5.5个百分点；扣除房地产开发投资后，全国固定资产投资增长4.8%，制造业和基建投资的支撑作用持续增强；民间投资和国有控股投资延续分化，项目投资仍以国家队为拉动主力。制造业上，1—3月制造业投资同比增长4.1%，增速比2025年全年加快3.5个百分点，较前2个月加快1.0个百分点；其中，航空航天器及设备制造业投资同比增长19%，电子及通信设备制造业投资增长6.6%，计算机及办公设备制造业投资增长28.3%，新兴领域投资逐步成为投资增长新引擎。基建方面，1—3月基础设施投资同比增长8.9%，增速比2025年全年加快8.3个百分点；重大项目开工建设加快，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长4.5%。投资由负转正的核心驱动力来自于“十五五”开局年重大工程集中开工、专项债发行节奏前置以及超长期特别国债对项目建设的兜底支撑，但新增专项债发行同比大增37.3%，而实物工作量转换偏慢的隐忧仍需持续关注。
- 地产数据方面，1—3月房地产开发投资同比下降11.2%，降幅较前2月扩大0.1个百分点；房屋施工面积同比下降11.7%；房屋新开工面积同比下降20.3%；房屋竣工面积同比下降25.0%，完工地量继续深度下行。需求端销售出现边际改善，新建商品房销售面积同比下降10.4%，降幅较1—2月收窄3.1个百分点；新建商品房销售额下降16.7%，降幅收窄3.5个百分点。销售均价同比下降7.0%，价格仍在下行通道，核心城市的边际企稳尚不足以扭转大盘价格预期。资金来源端验证了销售回暖尚未有效传导至房企资金链，房地产开发企业到位资金同比下降17.3%，降幅较前2月扩大0.8个百分点；其中国内

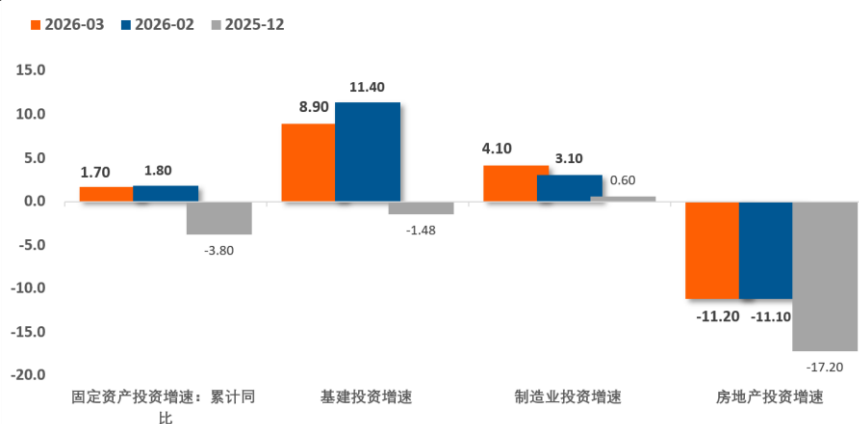
贷款 3419 亿元，同比下降 23.7%，降幅较前 2 月扩大 9.8 个百分点。地产板块的核心矛盾并未改变：销售端降幅收窄进入“慢修复区间”，但新开工持续大幅收缩意味着商品房供应端正急剧萎缩，未来供需缺口和房价结构性压力将取决于此轮去化周期的持续时间；而房地产开发投资降幅仍在扩大、国际和国内信贷资金同比降幅双双回落，则映射出开发商看好后市并主动加杠杆的意愿尚不具备共识基础，购房端信用修复也需要更长的传导链条。

图58.4 月 EPMI 轻微回落



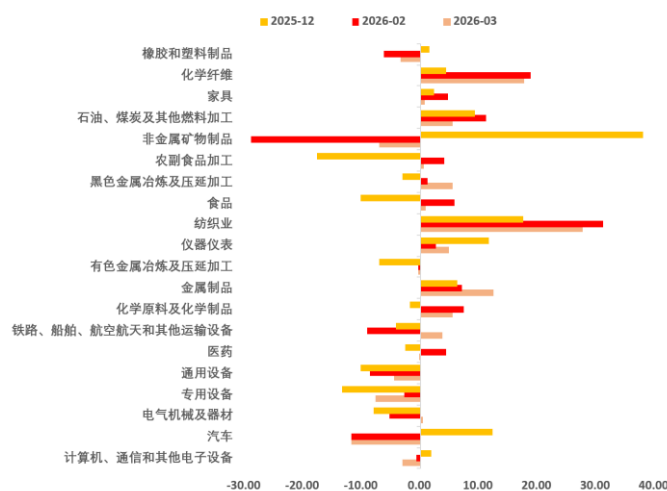
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图59.3 月固定资产投资累计同比(%)



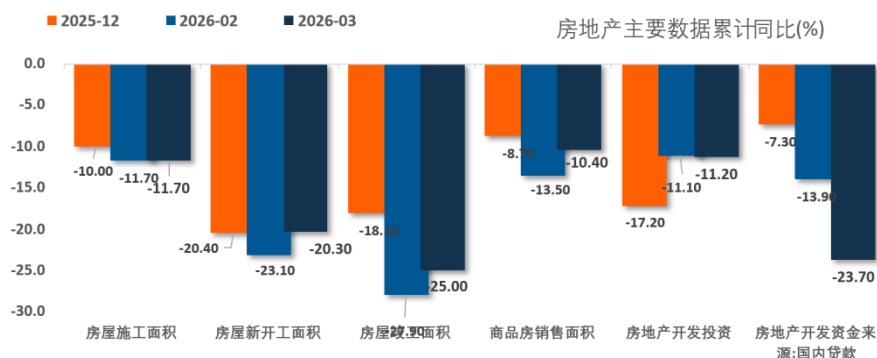
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图60.3 月固定资产投资完成额分项累计同比(%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图61.3月房地产主要数据累计同比



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图62.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2026/4/24	日度	116		0.67%	0.00%
煤炭行业	煤炭库存	2026/4/24	日度	578	万吨	-16.47%	-0.86%
石油化工行业	地炼开工率	2026/4/23	周度	56.63	%	18.50%	1.25%
	涤纶长丝开工率	2026/4/23	周度	82.71	%	-11.39%	-2.76%
	焦化企业开工率	2021/12/31	周度	66.99	%	-20.61%	0.66%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2026/4/24	周度	83.05	%	-0.61%	-0.18%
	生铁日均产量	2026/4/20	旬度	189.80	万吨/天	-3.41%	0.32%
	粗钢日均产量	2026/4/20	旬度	211.10	万吨/天	-5.29%	0.33%
	钢材日均产量	2026/4/20	旬度	201.50	万吨/天	-4.64%	3.12%
	建筑钢材品种库存	2026/4/24	周度	270.04	万吨	-10.56%	-8.97%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2026/4/24	周度	89.78	%	-0.52%	-0.07%
	全钢胎开工率	2026/4/24	周度	68.74	%	26.45%	0.90%
	半钢胎开工率	2026/4/24	周度	77.11	%	10.97%	-0.06%
房地产	乘用车销量	2026/4/19	周度	35742	辆/日	-38.72%	-6.33%
	30大城市商品房成交面积	2026/4/24	日度	26.02	万平方米	7.08%	-12.89%
	一线	2026/4/24	日度	8.54	万平方米	-0.48%	-8.02%
	二线	2026/4/24	日度	12.91	万平方米	8.53%	-0.14%
基建	三线	2026/4/24	日度	4.56	万平方米	19.57%	-40.35%
	石油沥青开工率	2026/4/22	周度	16.10	%	-44.10%	-12.02%
出口	水泥发运率	2026/4/24	周度	40.34	%	-0.35%	2.00%
	中国出口集装箱运价指数	2026/4/24	周度	1233.76		11.06%	1.87%
商品价格	波罗的海干散货指数	2026/4/24	日度	2665		94.10%	-0.30%
	猪肉	2026/4/24	日度	14.95	元/公斤	-24.65%	4.18%
	农产品批发价格指数	2026/4/24	日度	116.52		-1.65%	-0.09%
	蔬菜	2026/4/24	日度	4.38	元/公斤	-5.60%	0.23%
	布伦特原油	2026/4/24	日度	105.33	美元/桶	59.30%	16.54%
	螺纹钢	2026/4/24	日度	3190.00	元/吨	2.37%	1.82%
	南华工业品指数	2026/4/24	日度	4122.90		16.33%	0.94%
	南华农业品指数	2026/4/24	日度	1087.40		0.43%	1.08%
	玻璃	2026/4/24	日度	1085.00	元/吨	-4.91%	1.69%
	LME铜	2026/4/24	日度	13230.00	美元/吨	40.50%	0.62%

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图63.3月主要宏观数据情况

指标	单位	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026Q1
GDP	同比(%)	4.50				5.00		
	环比(%)	1.20				1.30		
CPI	同比(%)	0.20	0.70	0.80	0.20	1.30	1.00	0.90
	环比(%)	0.20	-0.10	0.20	0.20	1.00	-0.70	-
PPI	同比(%)	-2.10	-2.20	-1.90	-1.40	-0.90	0.50	-0.60
	环比(%)	0.10	0.10	0.20	0.40	0.40	1.00	1.00
PMI	指数	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	-
工业增加值	同比(%)	4.90	4.80	5.20	6.30		5.70	6.10
M1期末值	同比(%)	6.20	4.90	3.80	4.90	5.90	5.10	5.10
M2期末值	同比(%)	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.50
失业率	调查失业率(%)	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.40	5.30
社会消费品零售总额	同比(%)	2.90	1.30	0.90	-	-	1.70	2.40
全国固定资产投资	累计同比(%)	-1.70	-2.60	-3.80	1.80		1.70	
全国居民人均可支配收入	累计同比(%)	5.00			4.00			
房地产开发投资	累计同比(%)	-14.70	-15.90	-17.20	-11.10		-11.20	-11.20
农业增加值	累计同比(%)	-			3.70			
服务业增加值	累计同比(%)	5.40			5.20			
基础设施投资	累计同比(%)	1.51	0.13	-1.48	-	11.40	8.90	8.90
制造业投资	累计同比(%)	2.70	1.90	0.60	-	3.10	4.10	3.10
社融期末存量	同比(%)	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.90
进口总值	同比(%)	1.37	2.04	5.72	25.70	13.80	27.80	19.60
出口总值	同比(%)	-1.27	5.82	6.46	10.00	39.60	2.50	11.90

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

3. 外部因素：沃什听证会释放重构美联储规则倾向，美国 3 月零售受能源驱动名义火热实际温和，欧元区 4 月 PMI 初值整体陷入收缩

3.1. 沃什听证会改革锋芒难掩政治困局，降息缩表并行释放美联储规则重构倾向

2026 年 4 月 21 日，美联储主席提名人凯文·沃什出席参议院银行委员会提名确认听证会。在独立性问题上，沃什明确表示“货币政策的独立性至关重要”，强调民选官员对利率的评论并不构成对央行独立性的实质威胁，并斩钉截铁地否认将成为特朗普的“提线木偶”。他进一步澄清，“总统从未要求我在任何讨论中预先确定、承诺、固定或决定任何利率决策，我也绝不会同意这样做”。沃什对美联储近年来的表现提出了尖锐批评。他称 2021 年至 2022 年的通胀失控为致命政策失误，认为这些失误至今仍是美国经济必须面对的历史遗留问题。他提出美联储需进行“体制变革”，建立全新的通胀框架，主张引入截尾均值通胀等更精准的指标来衡量潜在通胀趋势，同时对现行的点阵图等前瞻指引方式提出了批评，认为美联储应“在会议室里做决定”而非提前向市场预演路径。他还明确提出“降息缩表并行”的政策主张，认为应以利率工具为主导，通过渐进缩表来腾挪降息空间，使两个工具协同配合发挥作用。然而沃什在独立性问题上回避与特朗普做切割的表态，遭到了民主党人的尖锐质疑。民主党参议员伊丽莎白·沃伦直斥沃什为特朗普的提线木偶，连续追问沃什是否承认特朗普输掉了 2020 年大选，沃什均选择回避正面回答。此外沃什价值逾亿美元的庞大资产组合中重仓加密货币，且以保密协议为由未披露具体持仓，同样遭到民主党的强烈质询。共和党方面，银行委员会主席蒂姆·斯科特对沃什表示支持，但在提名进程中出现了意想不到的内部障碍。

综合主要外资机构的分析，对沃什能否顺利上任的判断存在一定分歧，主流共识倾向于认为沃什最终将获得确认，但时间窗口取决于特朗普与蒂利斯之间的政治博弈结果。Polymarket 上对撤销沃什提名的押注不足 1%，摩根大通认为当前政治僵局反而为政府解决针对鲍威尔的调查提供了充分的政治动力，即便鲍威尔以临时主席身份短暂过渡几周，最终仍大概率会确认沃什的提名。在政策研判中，对沃什上任后的立场定位出现了鲜明分歧。部分观点认为，沃什上任后将带领美联储走向鸽派，展望偏鸽意味着今年后续在边际上更宽松的货币政策，因而利好美元以外的大类资产。反对者则认为沃什今年可能会先维持鸽派立场，但随时间推移，特别是在中期选举结束后，其立场存在重新回归鹰派的风险，届时政策取向可能面临重大调整。

沃什在听证会上的“降息+缩表”并行的政策构想，看似是一种策略上的两面下注，但深入分析可以发现，这一组合并非简单地在鹰与鸽之间摇摆，而是希望将美联储从鲍威尔时期倾向于底线托底的角色，拉回到更侧重规则和边界约束的框架之中。降息缩表之间的内在差异在于降息是货币政策立场的宽松调整，可以通过公开市场操作快速实现，而缩表则需要美联储在内外条件上达成共识，监管框架方面的协同配合以及市场流动性的容纳能力，推进节奏必然是缓慢且渐进的。沃什若正式就任美联储主席，其象征意义本身就构成一次深刻的政策叙事切换，这标志着美联储将从鲍威尔时代“底线托底、数据依赖、职能扩张”的实践逻辑，转向沃什所倡导的“规则导向、框架先行、职能边界收敛”的新范式。过去十余年，市场已习惯于当经济或金融体系承压，央行便以宽松流动性托底，而沃什的整套话语体系传递的信号恰恰相反，美联储不再是全球资产价格的最终买家。这种叙事转变意味着，流动性的“免费午餐”预期将被修正，市场需要为更高的政策不确定性和更少的央行干预重新定价。

图64. 沃什的核心主张：看好 AI、支持降息、反对 QE、厌恶通胀、金融去监管

对比维度	杰罗姆·鲍威尔	凯文·沃什	市场影响
1. 货币政策哲学	实用主义与“数据依赖”：倾向于传统的凯恩斯主义框架，强调风险管理。政策高度依赖短期经济数据（Data Dependent），缺乏僵化的意识形态，在行动前需要明确的证据。	“稳健货币”与金融稳定优先： 对量化宽松（QE）和长期零利率政策持怀疑态度 ，认为过度宽松的货币政策会扭曲资产价格并引发金融不稳定。更强调货币的长期价值。	短期利空风险资产：市场可能担忧沃什会更快缩减美联储资产负债表（QT），不再轻易使用“美联储看跌期权”（Fed Put）来救市。
2. 利率路径偏好	渐进主义与“更久更高”的退出：主张温和、渐进的降息步伐，避免过快行动导致通胀反弹。目前的策略是在确保通胀受控的前提下缓慢将利率正常化。	反对“人为压低利率”：历史上倾向于鹰派，认为利率应更快回归正常化水平， 反对长期维持在过低水平以刺激增长。他认为低利率环境的成本被低估了。	实际利率可能上升：沃什可能不像市场预期的那样激进降息，或者在经济复苏时更快加息。这可能导致收益率曲线趋陡，对高估值的科技成长股不利。
3. 通胀目标与容忍度	严格恪守 2% 目标：在经历“暂时性通胀”误判后，将2%视为不可动摇的信条。宁可牺牲短期增长也要确保物价稳定，对通胀反弹极其警惕。	通胀强硬派，关注长期预期： 对通胀容忍度极低。不仅关注CPI数字，更担心长期宽松政策导致通胀预期脱锚。 不太可能接受修改或提高2%的目标。	利空抗通胀资产：如果沃什展现出比鲍威尔更强的抗通胀决心，可能会压制黄金和TIPS债券的表现。
4. 决策机制与透明度	自由裁量权与共识构建：依赖委员会内部共识和自由裁量权（Discretion）。沟通风格有时模棱两可，旨在保留根据形势灵活调整的权力。	倾向规则基准（Rules-Based）与清晰沟通：批评美联储决策过于随意和依赖“群体思维”。推崇使用泰勒规则（Taylor Rule）等作为参考，主张更清晰、更少“美联储黑话”的沟通方式。	政策可预测性增加，但灵活性下降：市场波动可能因沟通更直接而减少，但在面对突发危机时，美联储的反应速度可能会受制于规则框架。
5. 监管立场（金融稳定）	审慎监管，支持强化资本金：总体支持提高银行资本充足率（如巴塞尔协议III终局之战），虽然近期有所妥协，但总体倾向于维护金融系统的防风险能力。	倾向去监管与市场化：对后金融危机时代过于繁琐的银行监管持批评态度，认为过度的资本要求阻碍了信贷扩张。更倾向于让市场机制发挥作用。	重大利好银行股：沃什如果上台，极有可能会推动减轻华尔街大银行的监管负担，释放银行放贷能力和盈利空间。
6. 独立性与政治关系	极力维护美联储政治中立：避免对财政政策置评，努力与白宫保持“安全距离”，强调美联储决策不受政治压力干扰。	有政治人脉的机构主义者：虽然也强调央行独立性，但作为前布什政府官员且与共和党建制派关系密切，如果共和党执政，市场可能会猜测其与财政部的协调会更顺畅（或面临更多隐性压力）。	独立性边界的微妙变化：市场可能会密切关注他是否会在财政赤字严重时，被迫采取行动配合财政部融资，从而引发对“财政主导”的担忧。

资料来源：国投证券证券研究所

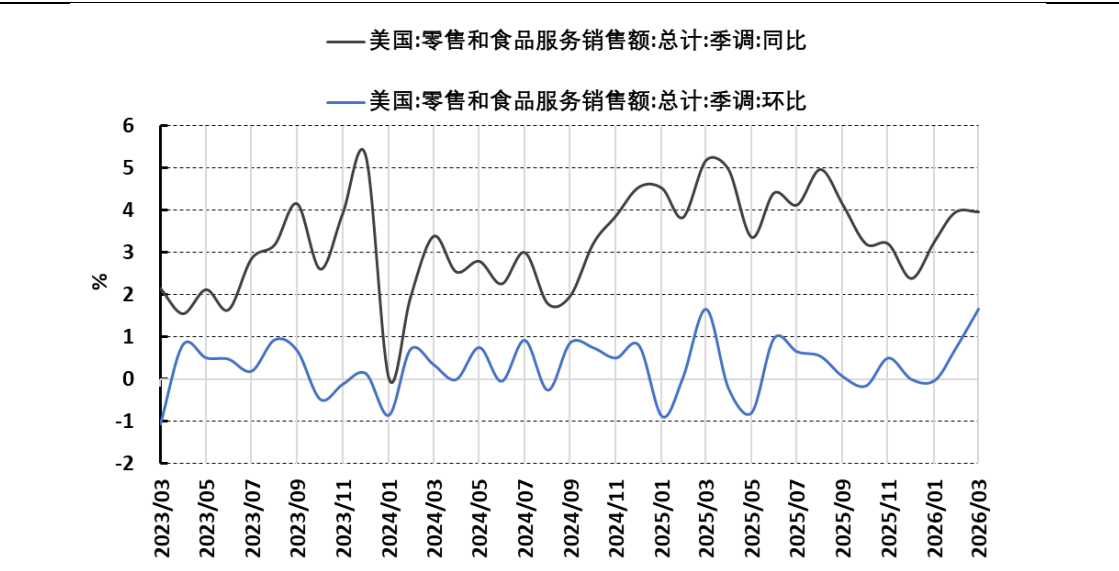
3.2. 美国 3 月零售大幅超预期，油价提升主导整体增长

4月21日本周二，美国人口调查局公布3月零售销售数据。美国3月零售额环比增长1.7%，预期1.4%，修正后前值0.7%，同比增长4.0%，修正后前值4.0%。

具体来看，3月美国除汽车外零售销售环比增长1.9%，前值0.7%，同比增长5.5%，前值4.0%；核心零售（除汽车和加油站后零售）销售环比增长0.7%，前值上涨0.6%，同比上升4.2%，前值4.4%。在该数据统计涉及的13个类别中，仅杂货店1个类别环比减少。从单项变动角度看，加油站环比上涨15.5%，前值增长1.3%，同比增长18.1%，前值增长-0.5%，是本月推主导上涨的主要分项。此外电子产品和电器店环比上涨2.2%，前值下跌0.1%，同比增长5.2%，前值5.2%，是3月初能源外增长最大的类别。从单向贡献来看，加油站贡献环比增加1.0pct，完全主导了3月零售数据的整体增长

美国3月去除加油站零售销售环比增0.7%，与前值基本持平，显示居民实际消费动能并未显著加快。结合3月正值中东冲突推升油价的背景，零售数据的高增更多反映的是价格效应而非实际购买量的扩张。对于美联储而言，这种名义热、实际温的读数并不构成加码紧缩的理由，但也难以成为推动降息的依据，市场仍需警惕能源价格向更广泛通胀传导的风险。

图65. 3月美国零售环比大幅走高



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

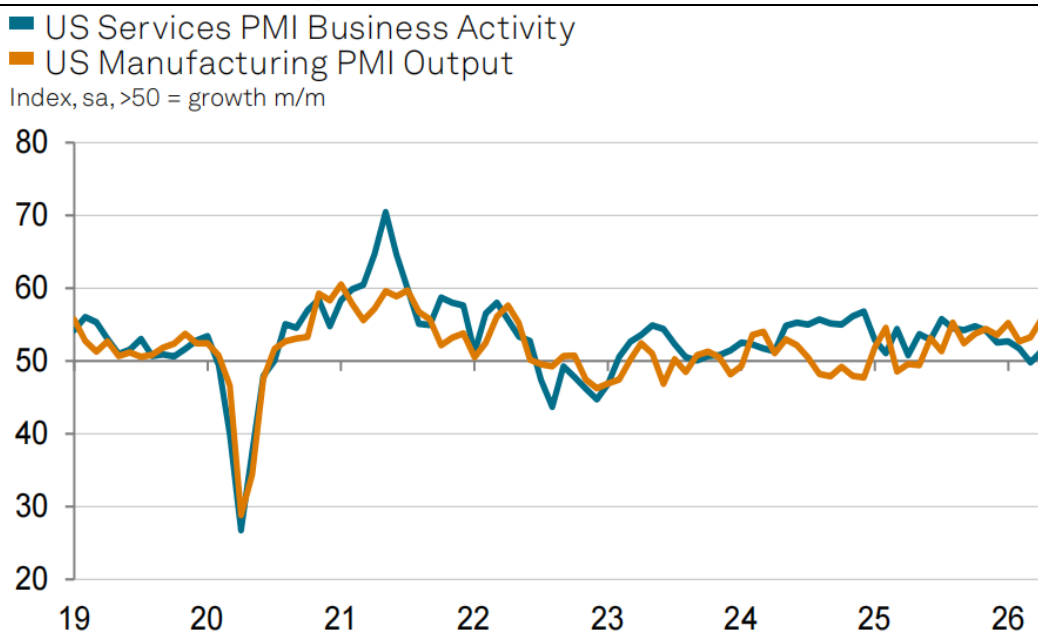
3.3. 美欧 4 月 PMI 初值共振滞胀升温，囤货难掩需求疲软与供给冲击

4 月 23 日本周四，标普公司公布了美国和欧元区 4 月 Markit PMI 初值。美国 4 月综合 PMI 初值升至 52.0，创三个月新高，经济温和增长；但欧元区综合 PMI 降至 48.6，为 17 个月低点，时隔 16 个月首次陷入收缩。两地均面临中东冲突带来的供应链扰动与通胀压力，美国制造业扩张主要由预防性囤货驱动，欧元区服务业则成为主要拖累。

具体来看，美国制造业 PMI 初值录得 54.0，创 47 个月新高，产出指数达 55.7，是 48 个月高点，新订单增速为 2022 年 5 月以来最快，但增长主要源于企业为规避关税和供应短缺而进行的“恐慌性”囤货，出口销售反而加速下滑；服务业 PMI 升至 51.3，仍为过去一年次低，新订单增速创两年新低，出口业务持续萎缩。价格方面，商品与服务平均售价涨幅创 2022 年 7 月以来最大，投入价格通胀达 11 个月高点。就业方面，制造业岗位 9 个月来首次下降，服务业仅微幅增长。供应链方面，供应商交货时间延误程度为 2022 年 8 月以来最严重。欧元区方面，服务业 PMI 降至 47.4，为 62 个月低点，新订单减少；制造业产出指数升至 52.2 为 8 个月高点，但同样受安全库存需求支撑。投入成本与产出价格涨幅均为三年多来最大，供应链延误程度为 2022 年 7 月以来最严重。就业整体小幅下降，企业信心降至 2022 年 11 月以来最低。

当前美欧 PMI 数据揭示了一个共同的结构矛盾：地缘冲突驱动的供给冲击正在与脆弱的需求基本面相互叠加，形成“滞胀”风险的真正升温。美国经济虽维持正增长，但其制造业扩张的“囤货效应”不可持续，一旦关税预期或供应担忧消退，订单可能出现明显回落；而服务业需求疲软反映出消费者与企业的实际购买力受限，价格上涨已开始抑制支出。欧元区则更为脆弱，服务业收缩与制造业“虚火”并存，经济已实质性进入负增长区间。展望未来，全球经济面临的核心不确定性不在于央行是否降息，而在于供给端冲击是否会演变为第二轮通胀浪潮。若中东局势持续紧张，能源与物流成本将继续推升投入价格，迫使美联储和欧央行在“保增长”与“控通胀”之间陷入更深的政策困境。短期内，美联储降息门槛已显著抬升，而欧央行则可能被迫在经济衰退中维持紧缩姿态。更值得警惕的是，企业为应对不确定性而提前囤货的行为，本身可能成为新的需求前置冲击源，进一步放大未来经济波动的幅度。全球政策制定者需要为“高利率、低增长、高波动”的新常态做好制度性准备。

图66.4 月美国 PMI 初值回升



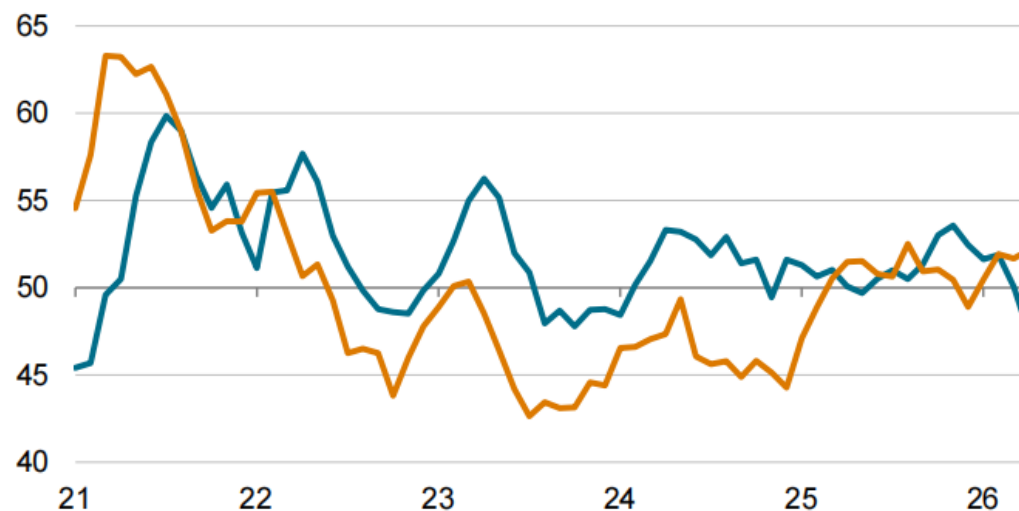
Source: S&P Global PMI. ©2026 S&P Global.

资料来源：S&P，国投证券证券研究所

图67. 4月欧元区服务业 PMI 初值走低

■ Eurozone Services PMI Business Activity
■ Eurozone Manufacturing PMI Output

Index, sa, >50 = growth m/m



Source: S&P Global PMI. ©2026 S&P Global.

资料来源: S&P, 国投证券证券研究所

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所**深圳市****地 址：** 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层**邮 编：** 518046**上海市****地 址：** 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层**邮 编：** 200082**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034