

2026 年 04 月 19 日

新的“宁组合”与中国的“纳指”

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

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

本周上证指数涨 1.64%，创业板指涨 6.65%。成长风格表现强于价值风格，小盘股涨幅居前，本周全 A 日均交易额 23489 亿，环比上周有所上升。本周美伊双方停火仍然持续，虽然战争结束尚需时日，但“有谈总比一直打好”，市场普遍预期“最糟糕的时刻”已过去，一方面形成对风险偏好利好，另一方面油价中枢上移导致全球衰退概率大幅度下滑（滞胀仍有可能），大盘如我们此前预判：目前更倾向于步入宽幅震荡状态。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 3 月大跌后步入正负 5% 的宽幅震荡（4-5 月），下半年震荡回升，背后的核心在于 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。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（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，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。

在本轮反弹中最为亮眼的宽基指数是创业板指，不仅早前最为抗跌，局势缓和后反弹幅度也更大。本周创业板指再次领涨达 3678 点，接近 2015 年 6 月 3982 点高位。短期看，在年报一季报业绩窗口期抱团强基本面品种中，“有景气才是最大确定性”合理解释近期创业板指屡创新高，目前创业板指较历史中位估值还有 15% 的空间；拉长看我们倾向于认为创业板指七大权重公司占比上升至 47%，与 MAG7 相类似，愈发接近“中国版”纳指，在“新宁组合”推动下即便后续高位波动，我们依然基于 AI 供需缺口（涨价）+出海新能源（含电力设备）看好创业板指。

1、从估值景气的角度：可以看到创业板指步入通过利润增长不断消化估值的良性模式。在去年 Q3 创业板指成为胜负手后，PE 估值超过 50，其历史分位一度突破 75%，而眼下创业板指当前 PE 回归 43 倍，仅为历史 40%分位数水平，在中位数以下。从最新盈利预期看，创业板指以 34%增速领跑全部宽基，结合 2026 年预测增速，当前创业板指 PEG 仅为 0.88（低于 1），在全部宽基中偏低。

3、从纳指和创业板指对标看：从全球股指来看，自 2026 年美伊军事爆发冲突以来纳指和创业板指领涨全球，目前；两市市盈率分别为 43.65 倍和 42.55 倍，估值水平比较接近，但创业板指盈利增速更高（2026-2027 在 20-30%，纳指则在 10%-20%）。从权重集中度看，美股 MAG7 (Meta、Apple、Google、Amazon、Microsoft、Nvidia 和 Tesla) 市值占纳指的比重，从 2012 年以前 20%左右提升至 2024 年接近 50%的峰值水平，当前回落到 45%；对应当前创业板指七大权重公司占创业板指比重从 2019 年 10%左右，大幅上升至当前 47%附近，其趋势与占比和 MAG7 相类似。

对于结构而言，类比 2021 年在仓位失衡与宏观巨变两大重要变化同时存在下，仓位格局不可能维持原来的状态，对应“从茅指数到宁组合”的调结构，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伪，而宁组合属于相对独立的高景气中观产业趋势。眼下“谁是 2021 年茅指数？”，就是过去三年受益于此前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；“谁是 2021 年宁组合”，就是强产业趋势下高景气能够持续被验证的品种，对应当前 AI 供需缺口（涨价）和出海新能源（含电力设备）将是“新宁组合”重要组成部分。从茅和宁的演绎节奏上看，2021 年 3 月“茅指数”和“宁组合”普跌——3 月下旬-4 月两者底部震荡——5 月“茅”与“宁”均开启反弹——6 月“茅”与“宁”反弹幅度分化——7 月“茅”下跌“宁”上涨。眼下对应 2021 年 3 月下旬至 4 月，市场在大跌后进入宽幅震荡，主线处于混沌与重塑的交替阶段，是关键方向抉择期，但分化的齿轮已经转动。

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。



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：中东停火缓压但通胀风险未消，3月PPI创新高却全面不及预期，成屋销售量缩价涨供需矛盾突出.....	34
3.1. 中东停火缓压而非解危，中东局势与IMF预警的双重信号.....	34
3.2. 美国3月PPI新高但全面低于预期，能源是主要上行推手.....	35
3.3. 3月成屋销售跌至新低，成屋售价同比继续增长.....	36

目 录

图 1. 本周美股、港股普涨 (%)	5
图 2. 本周高市净率指数占优	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. 本周科创板获得大幅净流出	7
图 10. 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 (%)	8
图 11. 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.....	9
图 12. 截至目前，中东主要油气设施受损情况	9
图 13. 截至目前，中东各国原油产能减产统计	9
图 14. 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	10
图 15. 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.....	10
图 16. 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	10
图 17. 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.....	11
图 18. 美伊冲突后续演绎情景对油价的影响展望	11
图 19. 远月布油合约价格在 4 月以来基本保持不变	11
图 20. 从库存周期的角度看，PPI 底部往往领先于库存周期底部.....	12
图 21. 各行业对油价波动的敏感性分析	12
图 22. 美伊冲突以来，创业板指的涨幅在全球领先	13
图 23. 美伊冲突以来，创业板指的涨幅大幅领先	13
图 24. 年初以来创业板指数的排名来到第二	13
图 25. 当前创业板指的高景气度在宽基指数内部具有明显优势	13
图 26. 考虑到预期的业绩增速，当前创业板指的 PEG 仅有 0.88.....	14
图 27. 当前创业板指数的收盘价和估值历史水位	14
图 28. 纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比	15
图 29. 纳斯达克指数和创业板指的历史走势对比	15
图 30. 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”... ..	16
图 31. 上证指数对比 2021 年	16
图 32. 沪深 300 对比 2021 年	17
图 33. 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.....	17

图 34. 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.....	18
图 35. 2020 年至 2022 年泛新能源变化与波动.....	18
图 36. 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.....	19
图 37. 四大云厂商当前自由现金流仍然充沛.....	19
图 38. 1999-2000 年美联储加息初期纳斯达克指数逆势上涨.....	20
图 39. 2022 年初俄乌冲突爆发后操作应偏向于防守，整体降仓位，仅煤炭获得较好收益	20
图 40. 当前 AI 科技 TMT 若是类比“茅指数”：相似点在于仓位水平处于较高水平.....	20
图 41. 2021 年 3 月到 7 月的茅指数与宁组合行情复盘.....	21
图 42. 历史上五次由于地缘冲突导致油价大涨的复盘.....	23
图 43. 经过霍尔木兹海峡出口的商品占全球的比例.....	23
图 44. 在当前“强美元+高利率”的组合下，“油强金弱”的格局或将延续.....	24
图 45. 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.....	24
图 46. 2026 年在油价中枢大幅上移的背景下，不适合做“弱美元”假设.....	25
图 47. 金油比-美元-通胀的历史走势复盘.....	25
图 48. 当前 A 股 HALO 资产当前已突破多轮牛市高点，创下历史新高（纵轴为相对 2002 年初的累计净值）.....	26
图 49. 3m10s 利差收窄.....	26
图 50. 近一周中美利差收窄.....	27
图 51. 美债收益率回落.....	27
图 52. 本周美元指数震荡走弱.....	27
图 53. 本周黄金走高.....	28
图 54. 本周原油价格走弱（美元/桶）.....	28
图 55. 本周铜价走高.....	29
图 56. 3 月 M1、M2、与 M2-M1 剪刀差环比.....	31
图 57. 3 月各城市新房与二手房价格环比变动情况.....	31
图 58. 3 月中大城市新房与二手房价格同比变动情况（%）.....	31
图 59. 3 月中大城市新房与二手房价格环比变动情况.....	31
图 60. 3 月进出口同比变化.....	32
图 61. 中国对全球主要经济体出口增速（%）.....	32
图 62. 3 月不同商品出口增速情况（%）.....	32
图 63. 高频数据跟踪.....	33
图 64. 美国 3 月 PPI 不及预期.....	35
图 65. 最新 CME 降息预测（4 月 18 日更新）.....	36
图 66. 美国 3 月成屋销售下跌（万套）.....	37
图 67. 美国 3 月成屋库存依旧高企（万套）.....	37
图 68. 美国 3 月成屋售价同比走高（美元）.....	38

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：

本周主要美股指数普涨。纳指累涨 6.83%，标普 500 累涨 4.54%，道指累涨 3.19%。盘面上，能源、日常消费品及公用事业板块下跌，周跌幅分别为 3.88%、0.28% 和 0.43%，其余板块均录得正收益。其中信息技术板块涨幅最大，达到 8.31%；非日常生活消费品板块紧随其后，上涨 6.62%；通讯业务板块上涨 6.38%；房地产板块上涨 4.06%；金融板块上涨 3.61%；工业板块上涨 2.27%；医疗保健板块上涨 2.15%；原材料板块上涨 1.89%。总体来看，本周市场整体表现强劲，仅少数板块走弱。

美股市场的回暖主要因素：一、4 月 16 日以色列与黎巴嫩真主党达成十日停火协议，伊朗随即宣布在停火期间对所有商船开放霍尔木兹海峡，国际油价单周暴跌近 15%；特朗普同日表示美伊“可能在一两天内达成协议”，市场对结束战争的预期大幅升温。二、4 月 14 日公布的 3 月 PPI 同比上涨 4.0%，环比上涨 0.5%，双双显著低于市场预期，通胀压力降温为降息预期提供了喘息空间。三、特朗普政府宣布 4 月 20 日启动 1660 亿美元关税退款，为进口商注入大量现金流，进一步提振了市场情绪。

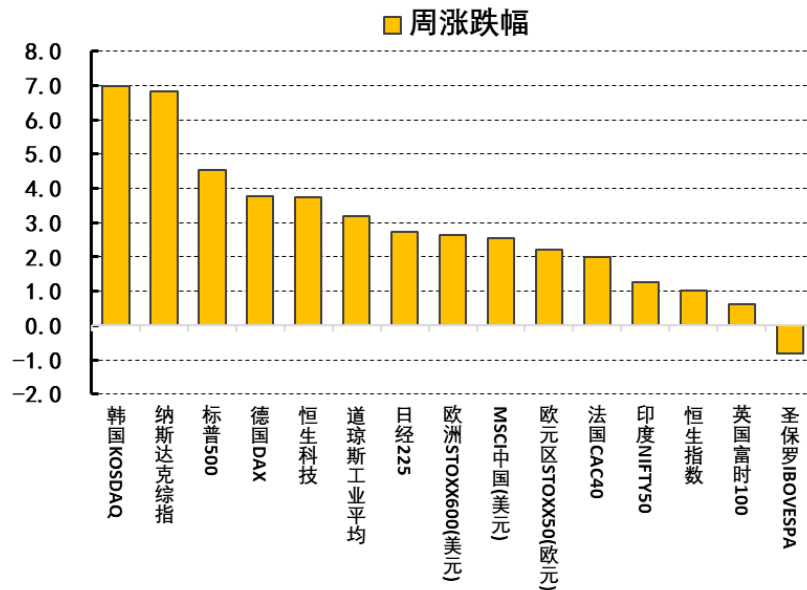
本周市场从避险模式切换至风险偏好，科技成长板块领涨，能源股因油价回落逆势下跌。但停火基础脆弱、通胀仍处高位，反弹更多是情绪修复，持续上行需更多基本面验证。

本周主要港股指数普涨。恒生指数累涨 1.03%，恒生科技指数累涨 3.75%。本周港股市场上涨板块居多。其中，资讯科技业以 3.48% 的涨幅领跑，工业板块上涨 3.30%，非必需性消费上涨 3.21%，医疗保健业上涨 1.22%，金融业上涨 1.04%，地产建筑业上涨 0.59%，原材料业上涨 0.37%，电讯业上涨 0.30%，能源业微涨 0.07%。下跌板块方面，公用事业跌幅最大，全周下跌 1.76%，必需性消费下跌 1.44%，综合企业下跌 0.18%。总体来看，资讯科技业与工业板块表现较强，公用事业、必需性消费则显著走弱。

本周港股市场受下述因素驱动：一、4 月 8 日美以伊达成停火协议、霍尔木兹海峡恢复安全通航后，中东局势持续趋于稳定，美伊冲突缓和预期不断升温，市场对能源供给中断的恐慌快速消退，全球风险偏好大幅回升。油价随之大幅回落，通胀压力预期缓解，美债收益率下行，港股流动性压力减轻。二、阿里云 4 月 15 日晚发布百炼平台涨价通知，涨幅 2%-7%，腾讯、百度等头部厂商近期也纷纷上调算力服务价格，新一轮算力涨价潮带动整个产业链估值重构。半导体板块受国产替代与 AI 需求双重驱动持续走强，壁仞科技作为港股国产 GPU 第一股本周内涨幅突出，天数智芯完成百度 ERNIE-Image 大模型原生适配，兆易创新、澜起科技等芯片股跟涨。三、中国一季度 GDP 同比增长 5.0%超预期，PPI 结束连续 41 个月下降转为上涨，制造业 PMI 回升至 50.4%扩张区间，经济良好开局为市场提供基本面支撑。

本周港股周初受外围波动影响回调，随后在地缘风险缓释、AI 算力涨价潮、中国 GDP 超预期三重驱动下强势反弹，恒生科技收复 5000 点。科技硬件与 AI 算力成为最强主线，能源板块因油价回落表现最弱，显示市场已从避险模式切换至风险偏好模式。但港股年内仍大幅跑输美股，当前反弹更多是前期超跌后的情绪修复，持续性取决于中东局势能否真正稳定以及一季报业绩能否兑现。

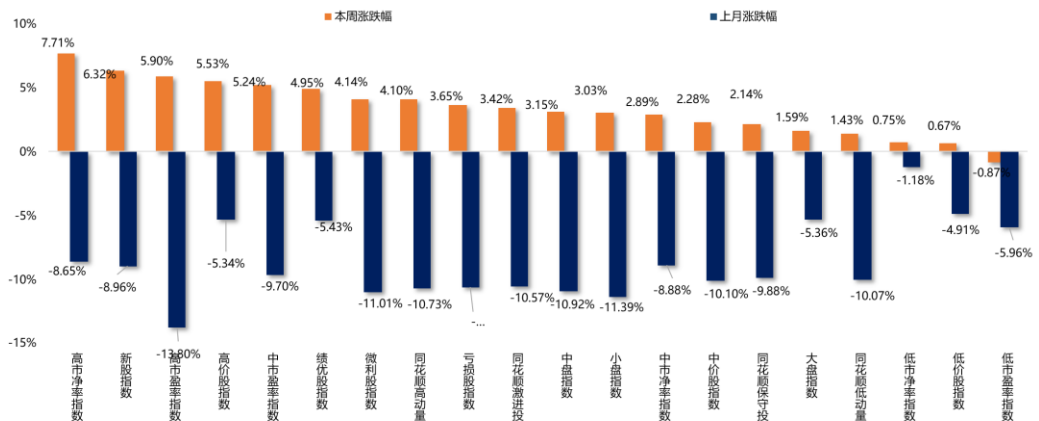
图1. 本周美股、港股普涨 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

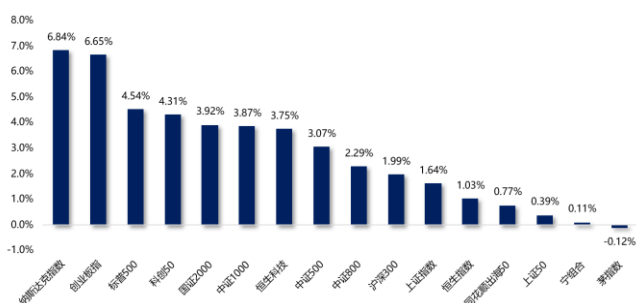
第一, 本周上证指数涨 1.64%, 沪深 300 涨 1.99%, 中证 500 涨 3.07%, 创业板指涨 6.65%, 恒生指数涨 1.03%。成长风格表现强于价值风格, 小盘股涨幅居前, 行业方面科创板新股和共封装光学 (CPO) 行业领涨。本周全 A 日均交易额 23489 亿, 环比上周有所上升。

图2. 本周高市净率指数占优



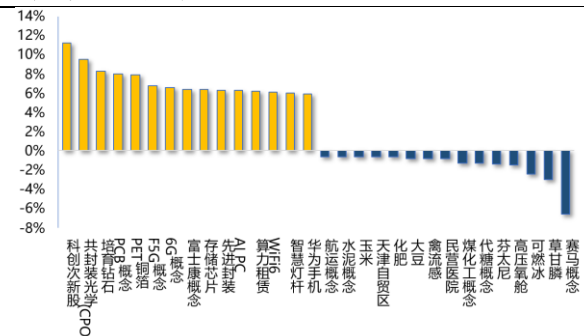
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

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

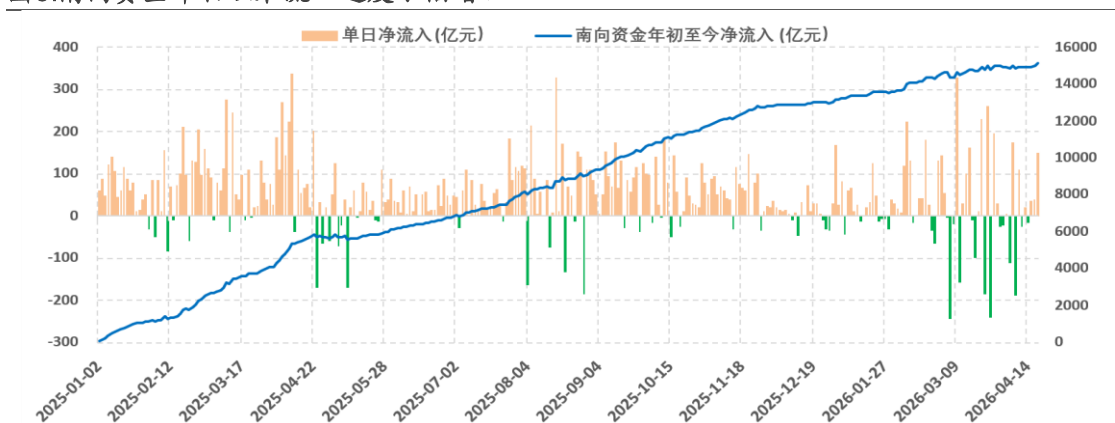


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 4 月 17 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 15152 亿元，今年以来净流入达到 2153 亿元，上周净流入 225.77 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）。而南向资金流入结构的再平衡，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。

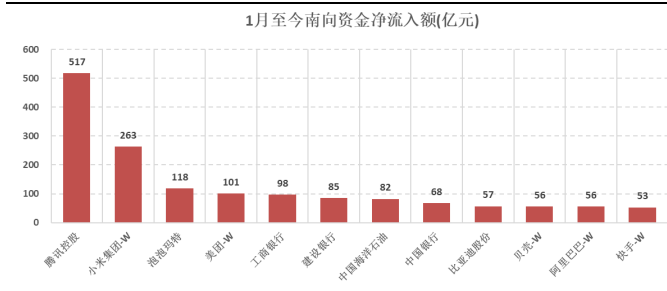
分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

图6.南向资金年初以来流入速度小幅增加



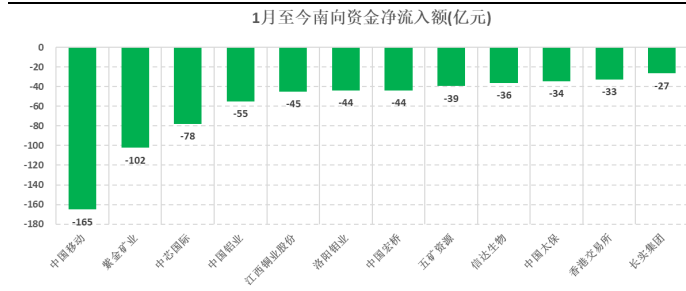
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图7.1 月以来南向资金流入方向



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

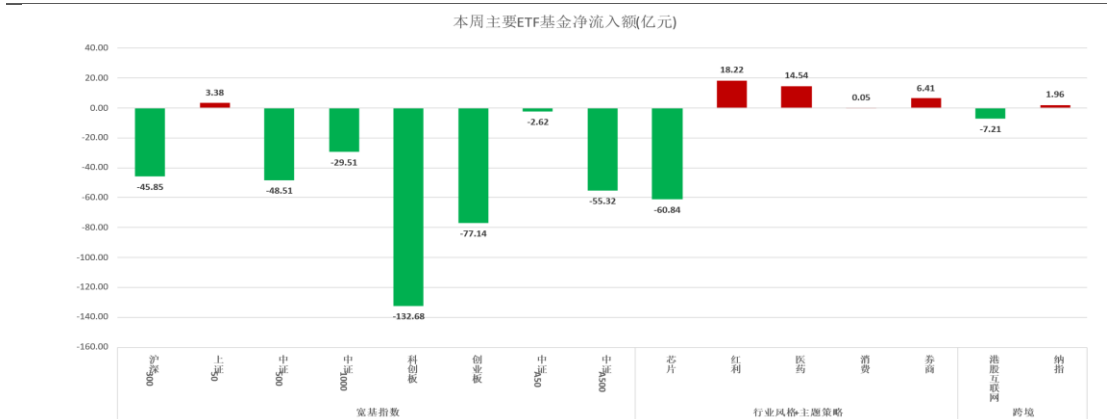
图8.1 月以来南向资金流出方向



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, 其中科创板大幅净流出 132.68 亿元, 创业板、中证 500、沪深 300、中证 1000 分别净流出 77.14、48.51、45.85、29.51 亿元。主题 ETF 方面, 红利 ETF 净流入 18.22 亿元, 医药 ETF、消费 ETF、券商 ETF 净流入 14.54、0.05、6.41 亿元, 芯片 ETF 净流出 60.84 亿元。港股互联网净流出 7.21, 纳指净流入 1.96 亿元。

图9.本周科创板获得大幅净流出



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第三, 本周美伊局势再度缓和, 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去，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。

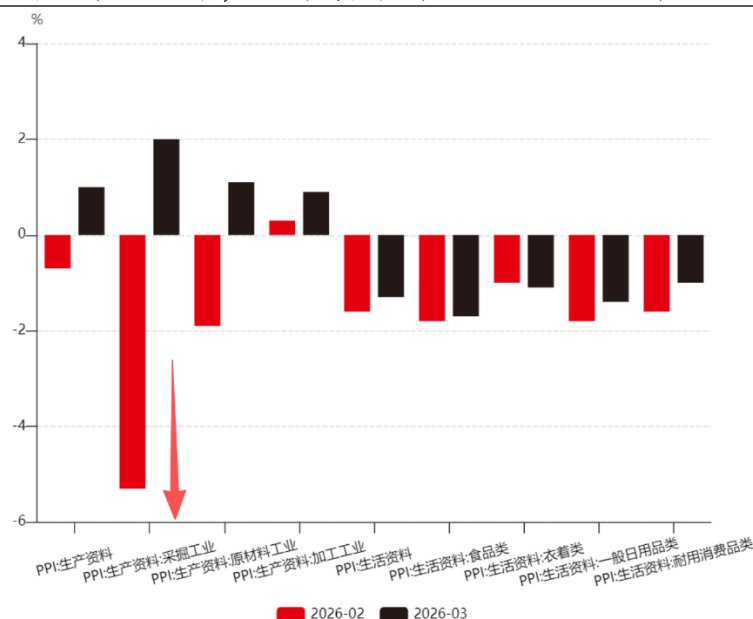
相对而言，下游工业品和消费品中也有部分具备韧性，需要考虑三个维度：1、油成本占比低。如设备制造和高技术制造领域，其高附加值与研发成本稀释了油价冲击；2、景气独立。如电子、通信设备、医疗器械、IT服务等，利润更受产业周期和技术周期支配；3、需求刚性或品牌顺价。如食品饮料、部分医药、调味品等，在历史高油价阶段利润率反而保持韧性。还有一个值得关注的视角是对于中小盘的冲击，相比于金融与资源占比较高，龙头较多的大盘股，高油价环境下，利润率更低、制造业占比更高、产业链定价权更弱的中小盘制造板块更容易承压（中证1000、中证2000等）。

图10.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11.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12.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。	Shahrn, 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漫长周期。
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。

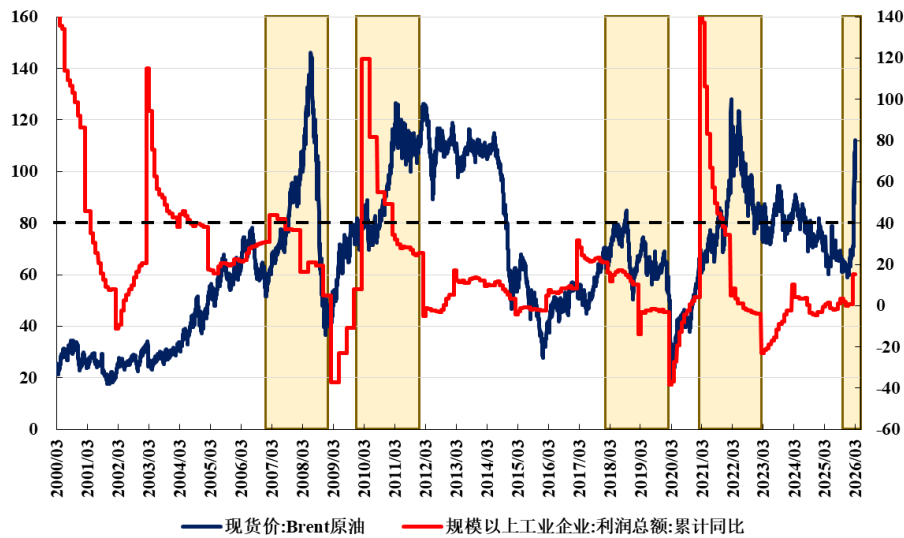
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图13.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

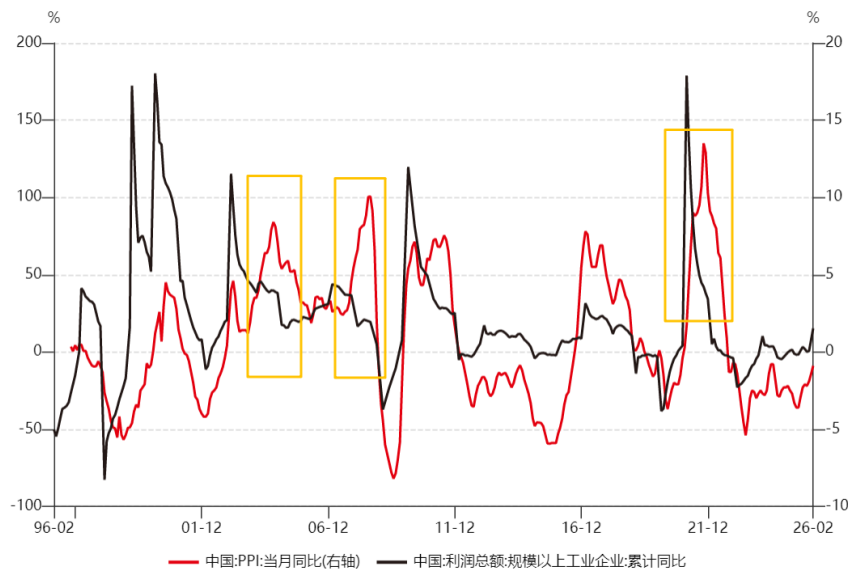
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图14.21 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



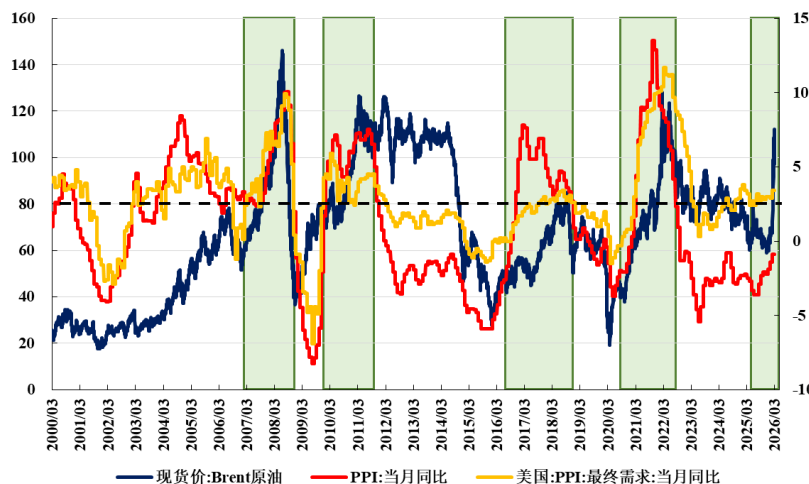
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图15.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



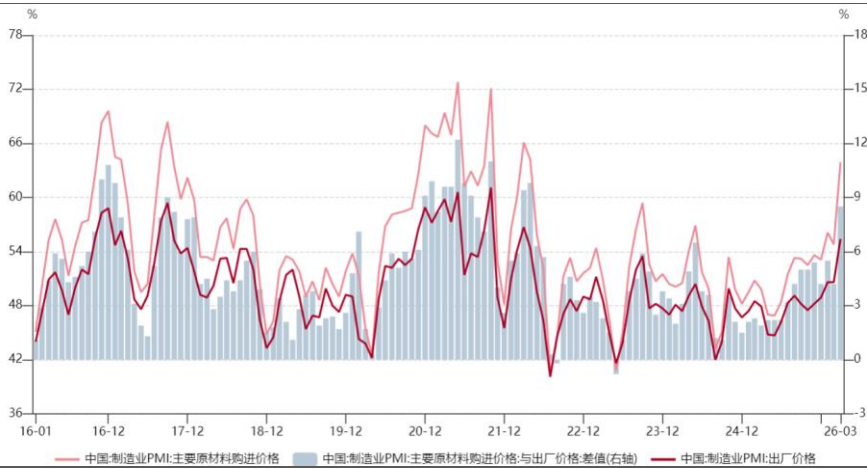
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图16.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



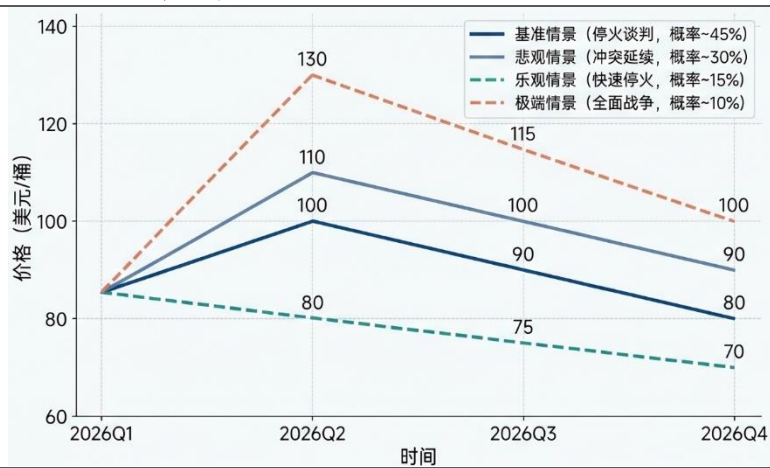
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图17.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18.美伊冲突后续演绎情景对油价的影响展望



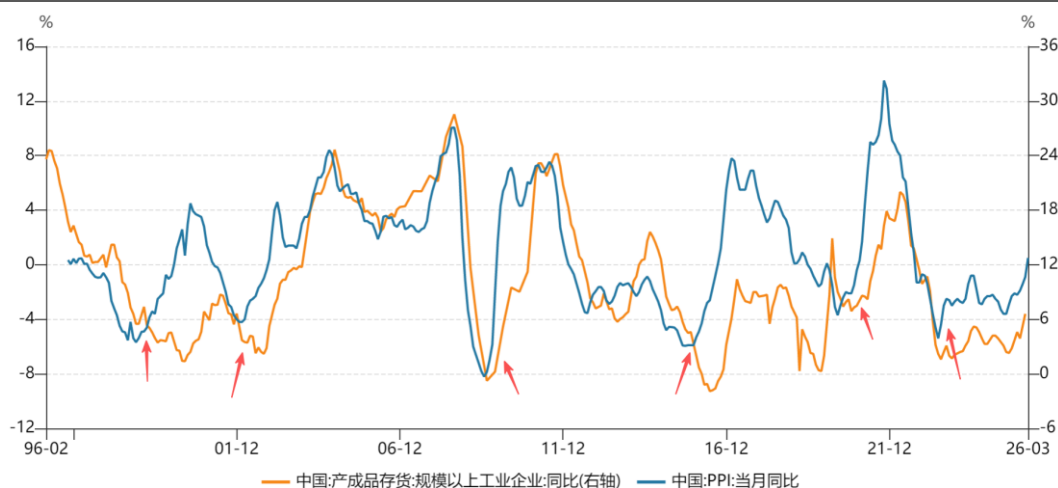
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图19.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20.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21.各行业对油价波动的敏感性分析

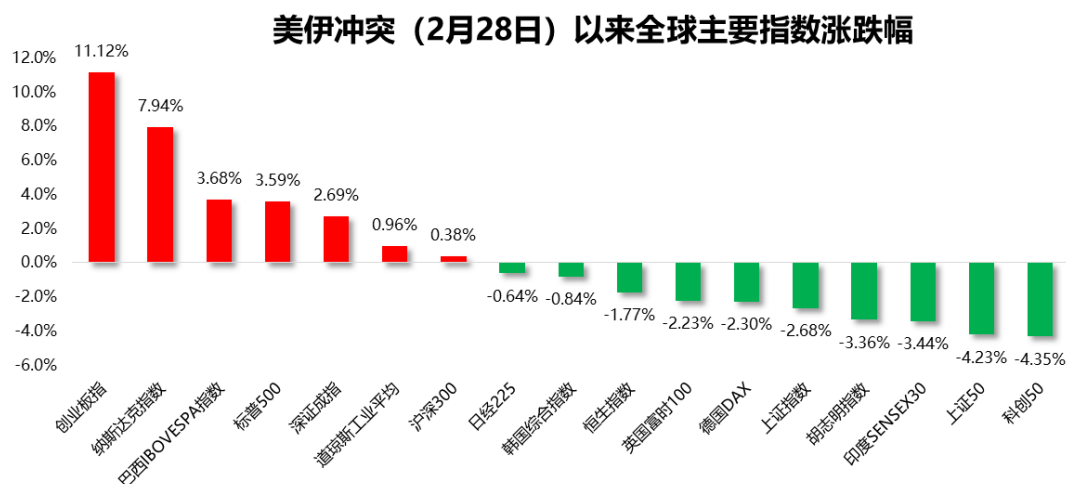
排序	行业	方向	主要依据
1	油气开采	最受益	油价对利润的弹性最高
2	煤炭开采	受益	替代效应+煤化工需求扩张
3	油服工程	受益	上游资本开支与互补需求提升
4	航运港口	阶段性受益	运费提升、绕行增加
5	有色资源/部分采选	偏受益	通胀和避险驱动，价格传导较快
6	机电设备/电力设备/通信设备	盈利韧性强	高附加值稀释成本冲击、景气逻辑独立
7	食品饮料/医药/部分服务消费	韧性	成本暴露低，需求相对稳定
8	炼化/基础化工/化纤	承压	成本传导不畅、价差收缩
9	钢铁/部分冶炼加工	承压	能源成本与需求约束双重影响
10	航空机场/快递物流	最受损	燃料成本高、顺价弱

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第四，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。

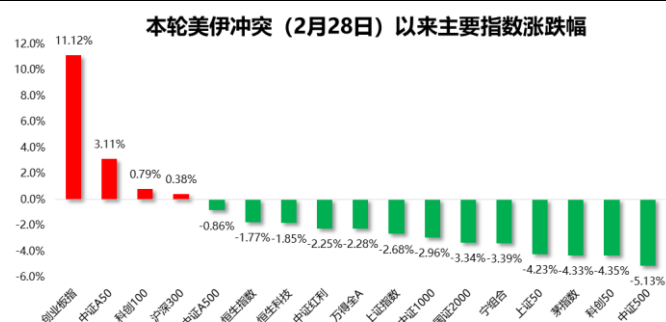
本周随着创业板指再次领涨，周五收于 3678 点，与创业板指的历史高点——2015 年 6 月的 3982 点，仅有 8 个点的距离，从收盘价的分位数来看，当前创业板指也来到了历史 99.6%分位的较高水平。表面上似乎创业板指已经来到了历史高位，然而，如果考虑其估值以及景气度，则是另一番图景：从市盈率来看，创业板指当前为 43 倍，仅为历史的 40%分位数水平，在中位数以下，股价的新高和估值的低位，这一背离反映的是创业板指的高景气和高增速特征。从 2025 年年报的盈利预期看，创业板指以 34%的增速领跑全部宽基，而考虑 2026 年的预测增速来看，当前创业板指的 PEG 仅为 0.88（低于 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22.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23.美伊冲突以来，创业板指的涨幅大幅领先



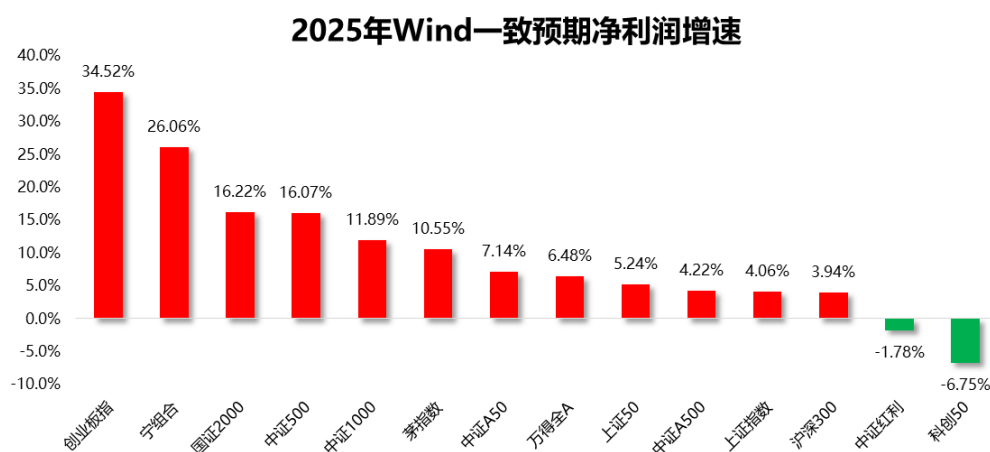
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图24.年初以来创业板指数的排名来到第二



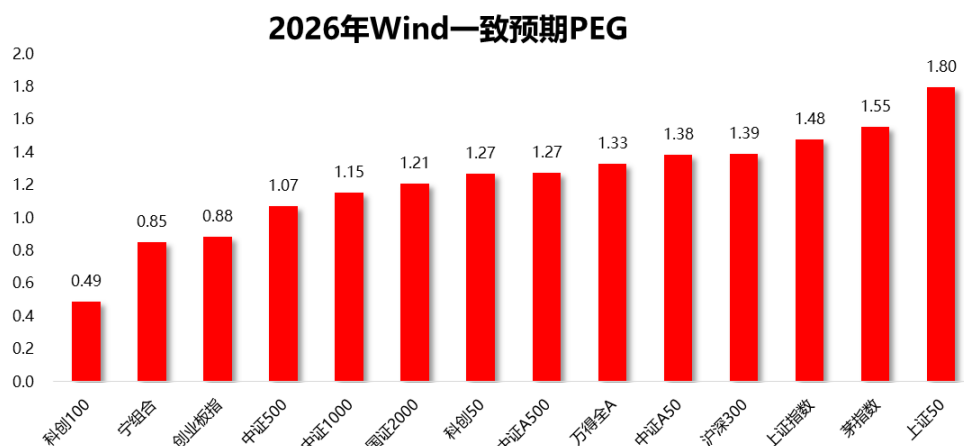
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图25.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26.考虑到预期的业绩增速，当前创业板指的 PEG 仅有 0.88

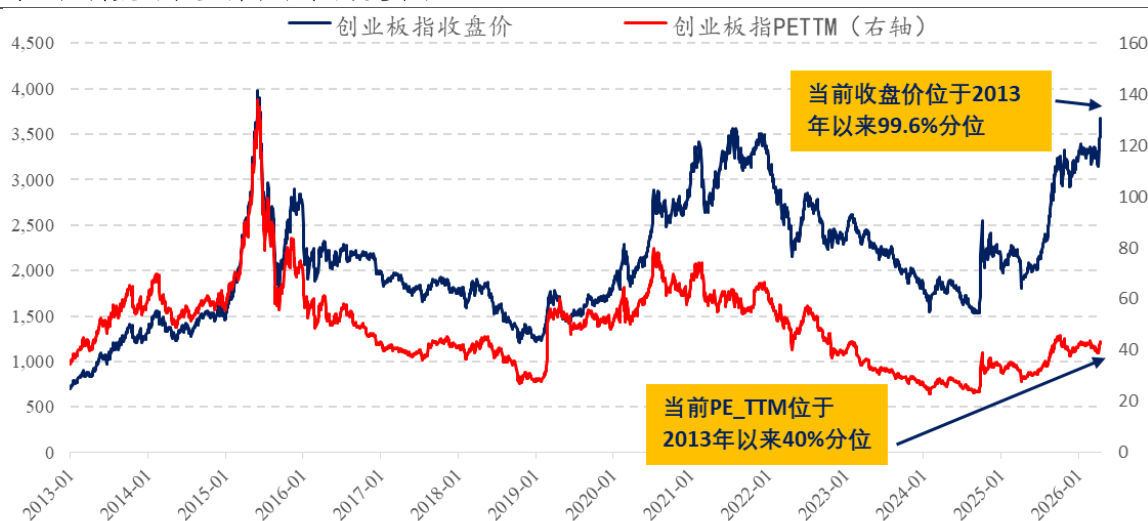


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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。

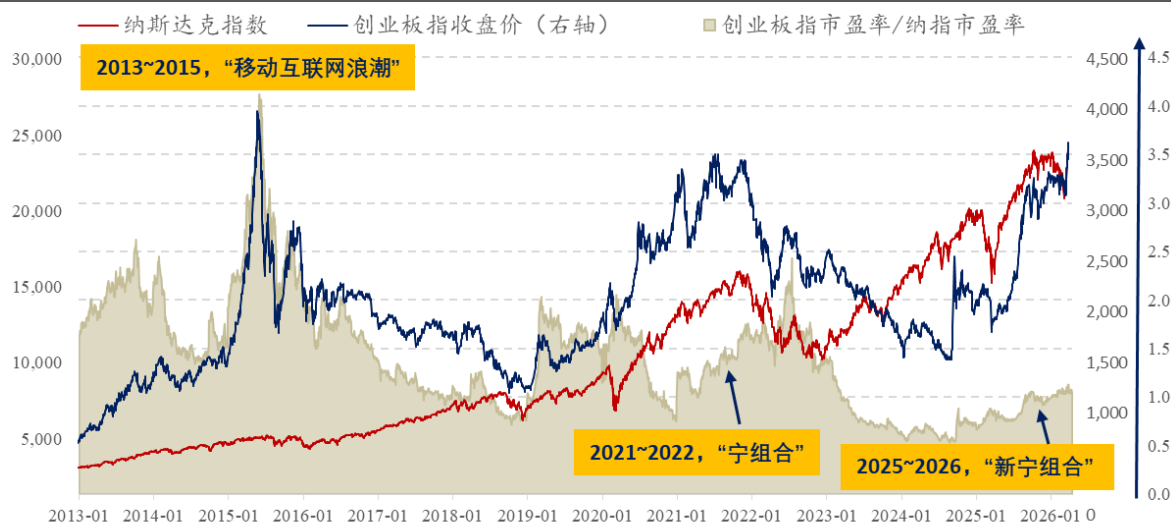
而从纳指和创业板指的权重集中度来看,也可以看出中国核心成长资产的崛起趋势,美股著名的 MAG7 (Meta、Apple、Google、Amazon、Microsoft、Nvidia 和 Tesla) 市值占纳指的比重,从 2012 年以前的 20% 左右,迅速飙升至 2024 年接近的 50% 的峰值水平,当前回落到 45%。而如果我们观察当前创业板指七大权重公司(宁德时代、中际旭创、新易盛、东方财富、阳光电源、胜宏科技、天孚通信),这七家公司占创业板指的比重从 2019 年的 10% 左右,大幅上升至当前的 47% 附近,其趋势与占比和 MAG7 相类似。这可能反映出在存量博弈或特定产业周期(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27.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28.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29.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

第五，当前 A 股市场正面临两大不可忽视的底层逻辑变化：1、内部仓位的结构失衡；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。

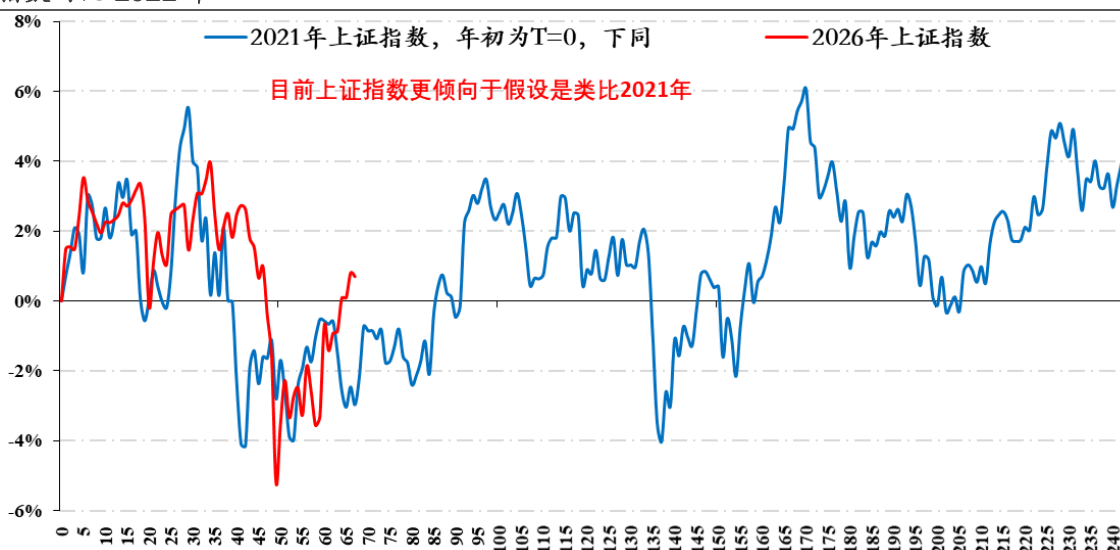
2、2022 年 2 月：下跌的核心本质则是减仓防守，并非单纯的风格再平衡，而是风险偏好、增量资金、盈利预期同步走弱后的全面防御阶段。我们复盘看到，该轮下跌由俄乌冲突带来的滞胀预期直接触发，2022 年 1 月单月万得全 A 下跌 9.46%，主流宽基指数全线大幅回撤。下跌之后，市场始终缺乏具备持续赚钱效应、与产业趋势共振的强主线，仅阶段性存在稳增长、数字经济等政策脉冲式的交易机会，机构整体赚钱效应消失、增量资金持续衰减、仓位出现边际下调，市场从高估值成长向低估值防御板块被动切换，最终演化为存量博弈行情。

图30.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做多机会。	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	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	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。

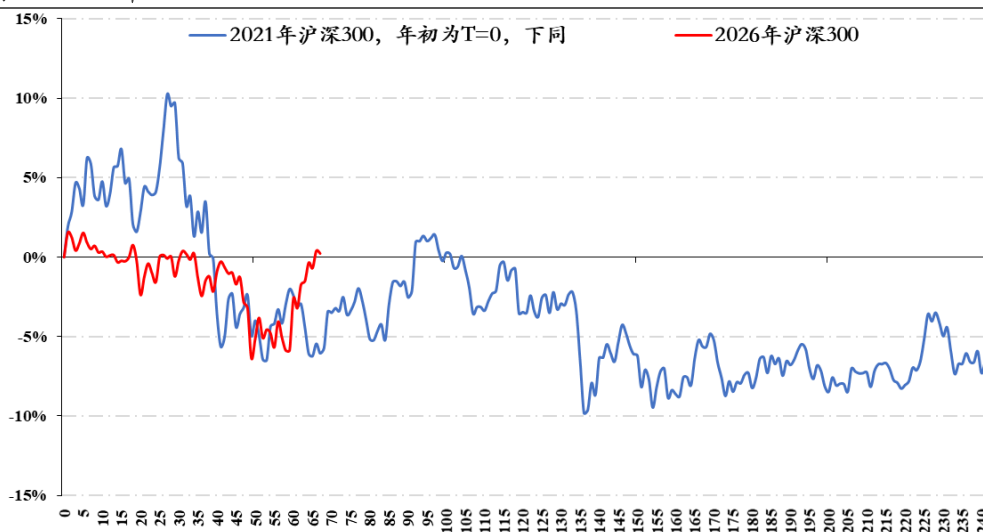
资料来源：Wind，国投证券证券研究所整理

图31.上证指数对比 2021 年



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

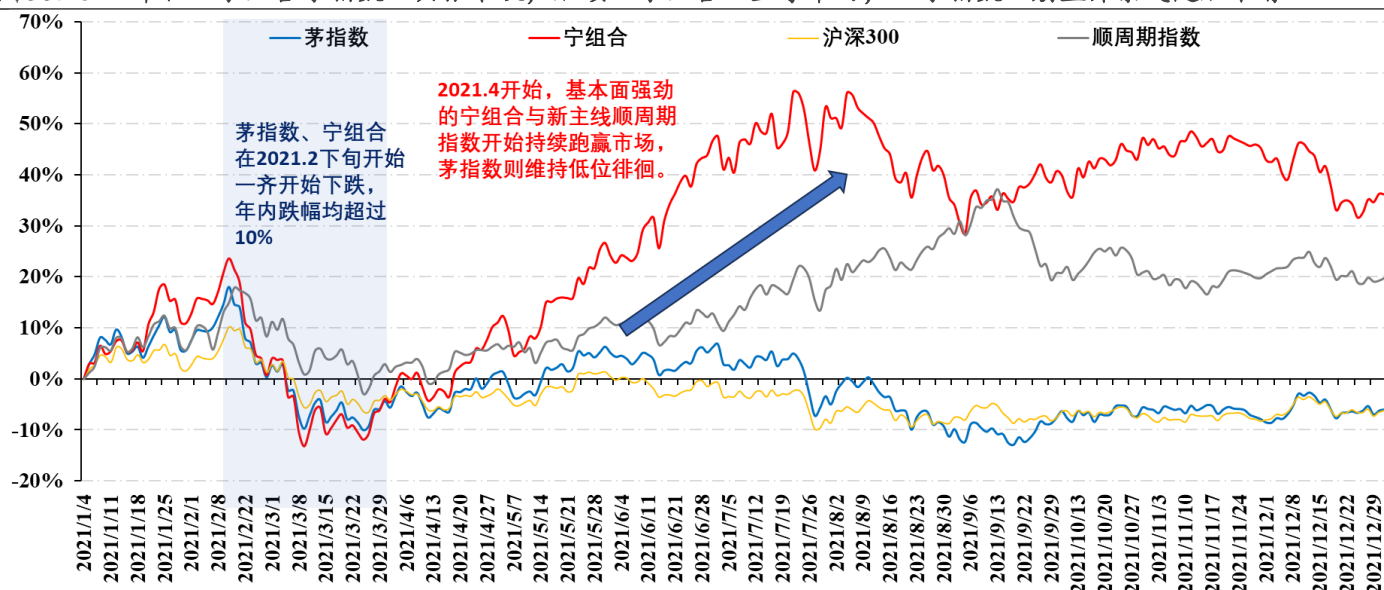
图32.沪深300对比2021年



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

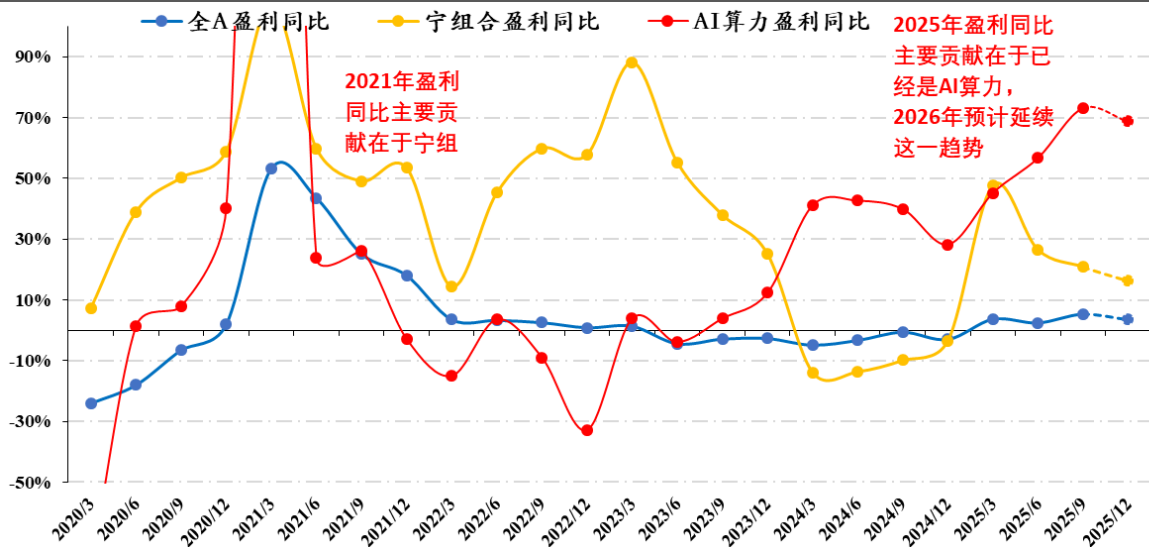
基于上述历史情景的深度对比，我们对当前市场进行两种核心情景的推演：若后续宏观环境呈现温和通胀、全球经济具备韧性的特征，当前行情将更倾向于类比2021年3月，当前上证指数的走势也与该情景更为契合。核心支撑逻辑在于，观察当前AI科技TMT板块，与2021年的“宁组合”具备高度相似的产业定价逻辑，AI领域的资本开支尚未见到增速放缓的迹象，板块定价正从“资本开支拔估值”向“供需缺口定价”过渡，2025年10月以来铜、存储芯片价格持续上涨，近期云计算涨价进一步验证了这一趋势，上游电力设备与存储、下游PCB等环节成为核心受益方向，这与2021年新能源产业链从龙头向上下游供需缺口环节的定价迁移逻辑完全一致。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33.2021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

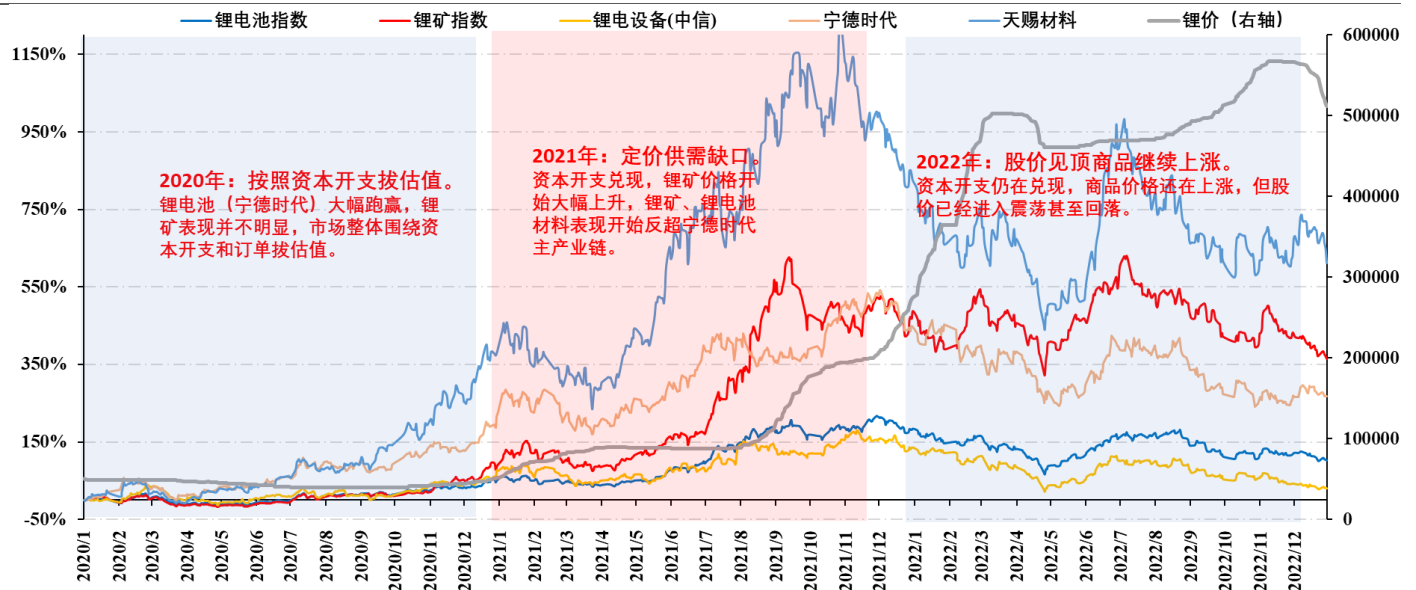
图34.2025 年盈利同比主要贡献在于已经是 AI 算力，2026 年预计延续这一趋势



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35.2020 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36.2025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

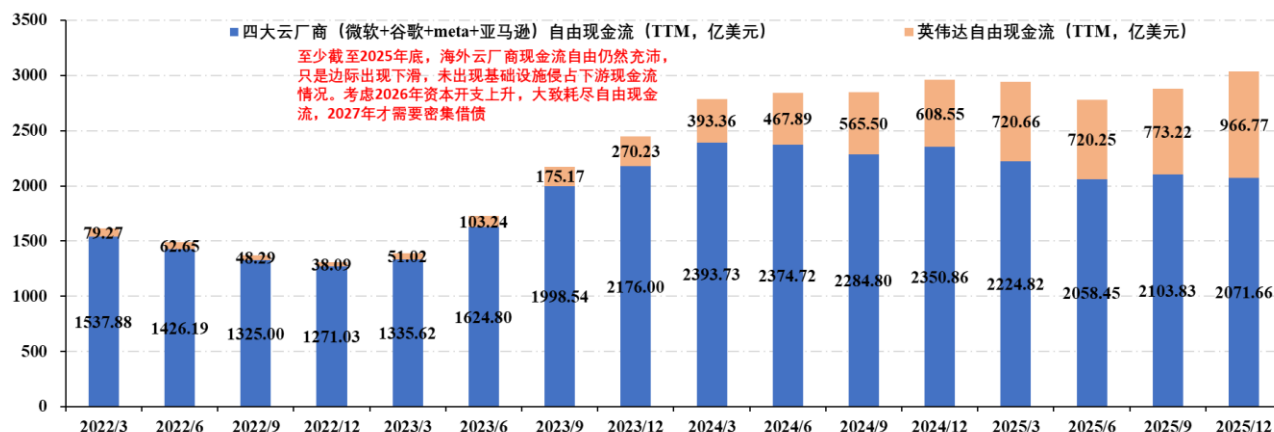


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

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：

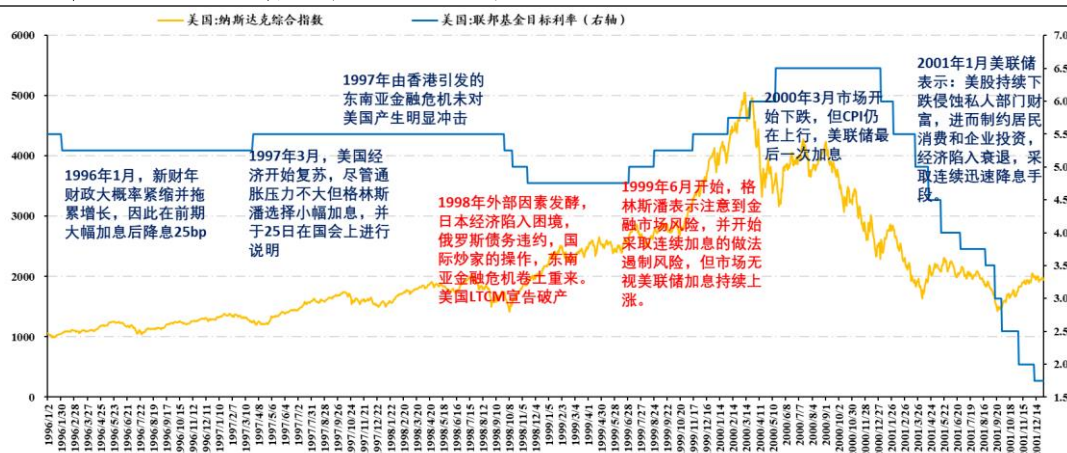
- 1、现金流目前仍然充裕：目前，从海外大厂现金流角度来看，四大云厂商（微软+谷歌+META+亚马逊）TTM口径下自由现金流仍有2017.31亿美元，仍然相对充裕，且高于英伟达自由现金流，由此可以认为当前依赖于企业自身现金创造，可以满足资本开支需求。
- 2、1999-2000年美联储加息并未快速使得泡沫破灭：1999年下半年之后连续加息并未阻止科网泡沫，2000年后经济衰退预期出现后纳斯达克才出现崩盘。

图37.四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

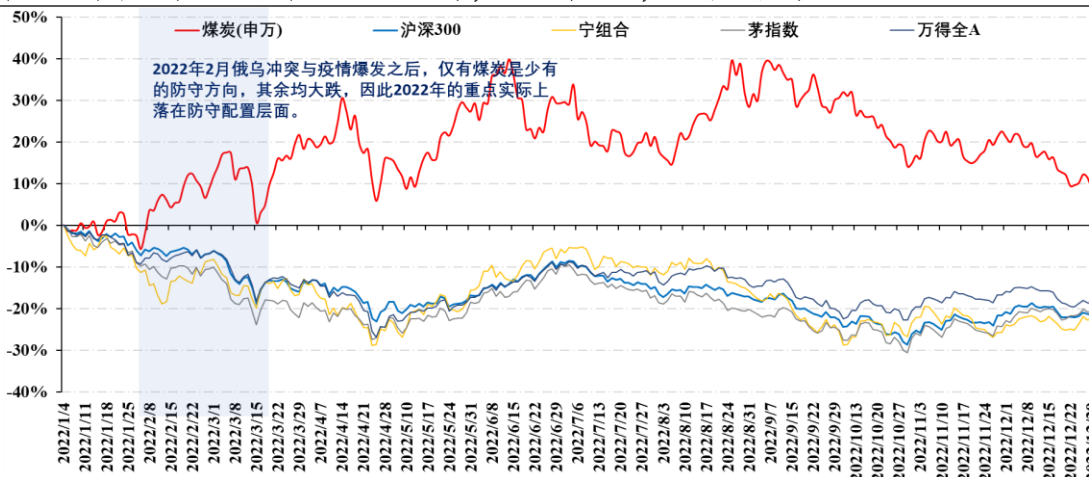
图38.1999-2000 年美联储加息初期纳斯达克指数逆势上涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

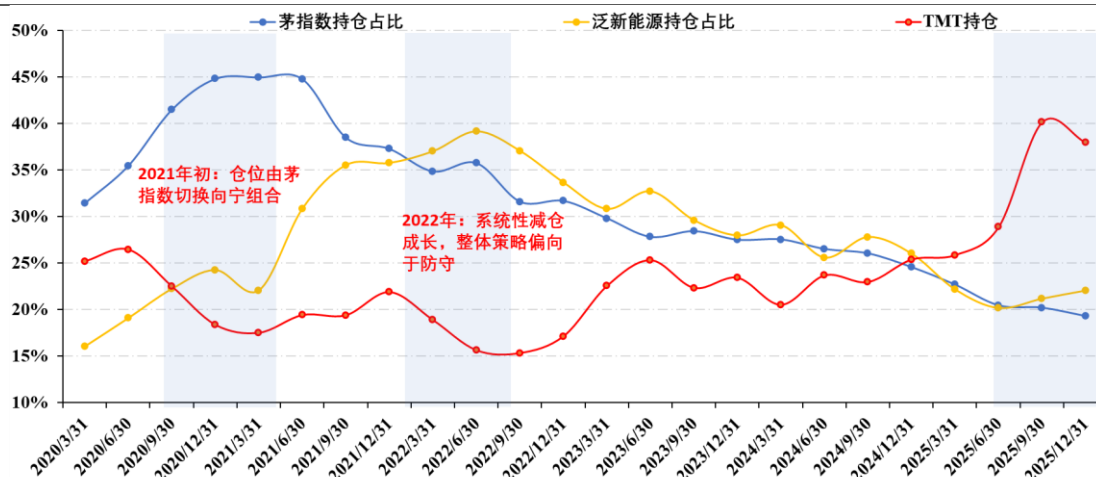
当前若类比 2022 年 2 月对应降低仓位，当时的宏观背景在于：1、通胀超预期。2、海外加息。3、国内疫情+地产价格大幅下行。若从持仓层面来看，当前 AI 科技 TMT 若是类比“茅指数”：相似点在于仓位水平处于较高水平。

图39.2022 年初俄乌冲突爆发后操作应偏向于防守，整体降仓位，仅煤炭获得较好收益



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图40.当前 AI 科技 TMT 若是类比“茅指数”：相似点在于仓位水平处于较高水平



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第六，若我们类比于 2021 年 3 月，我们会发现“再平衡”的过程大致可以分为三个阶段：首先是下跌阶段，“茅”和“宁”的共振下跌来源于三个推动因素：微观交易结构恶化与集中持股反噬、宏观流动性预期逆转、产业基本面短期扰动。在 2020 年底到 2021 年初这段时间，新能源赛道虽呈现淡季不淡的排产特征，但产业链遭遇了严重的供应链瓶颈。新能源车“缺芯”问题凸显，叠加光伏上游硅料价格跳涨，导致中下游企业的盈利预期和订单获取严重承压。最终市场可以在 2021 年 3 月止跌，核心原因在于 2021 年初中国经济基本面底座尚稳固，2021 年国内经济仍在复苏途中，虽然节奏有所放缓，但在海外需求转移和国内疫后复苏的共振下，经济基本面韧性较强，这使得市场在“杀估值”的情绪释放阶段之后，受到基本面支撑而企稳（这一点和 2022 年形成鲜明对比）。

其次是震荡阶段，2021 年 3 月下旬至 4 月下旬，市场进入了一个关键的底部震荡与方向抉择期。此时，前期同涨同跌的核心资产开始出现显著分化，市场主线处于混沌与重塑的交替阶段。机构资金在这一时期密集进行调研与调仓，试图寻找新的确定性。

回顾这一轮震荡期间，我们认为大跌后的震荡期是识别新主线的黄金窗口。正如我们反复强调的，对于投资者而言，必须有勇气与过去涨幅惊人且机构重仓的品种告别。若无法认清“有些品种再也回不去了”的现实。而所谓“再平衡”的方向以及资金的迁徙路径非常清晰，即从高拥挤度的白马股，坚决切向更高景气、更低拥挤度的新能源、半导体及部分顺周期板块。这不仅是资金面的避险需求，更是产业趋势强化的必然结果。

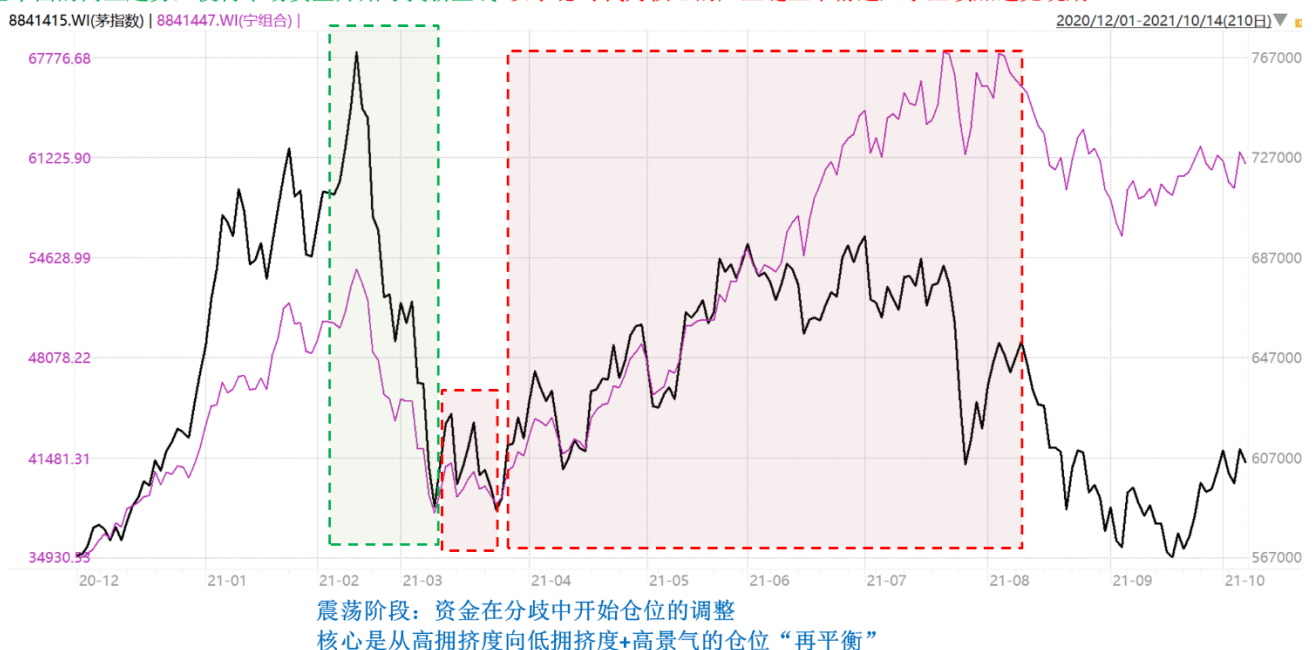
最后是反弹阶段，非常显著的特征是“宁”比“茅”反弹的持续性和幅度都更强，两者的差异本质是基本面的差异，2021 年 A 股的核心主线是“景气轮动”。在疫后经济修复过程中，行业景气度呈现出极其明显的“上游 > 中游 > 下游”格局。有色冶炼加工、化学原料加工、电气机械等中上游行业景气度持续高企；反观下游，终端消费修复步伐偏慢，直接压制了以食品饮料为代表的“茅指数”的业绩兑现预期。

尤其是对于新能源赛道来说，进入二季度后半段，前期压制新能源板块的“缺芯”问题得到实质性缓和。“宁组合”内部形成了强劲的产业趋势共振，以宁德时代为核心的产业链上下游（如涨价的锂矿、放量的汽车零部件）进入了业绩加速兑现期。这种具备持续赚钱效应和产业趋势共振的强主线特征，是茅指数所不具备的。

图41.2021 年 3 月到 7 月的茅指数与宁组合行情复盘

下跌阶段：止跌的核心支撑在于宏观经济复苏的基座
2021 年国内经济仍在复苏途中，虽然节奏有所放缓
经济基本面的向上趋势，使得市场资金开始寻找新主线

反弹阶段：“宁”比“茅”涨幅更大，持续性更好
核心原因在于“宁组合”内部形成了强劲的产业趋势共振，
以宁德时代为核心的产业链上下游进入了业绩加速兑现期



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

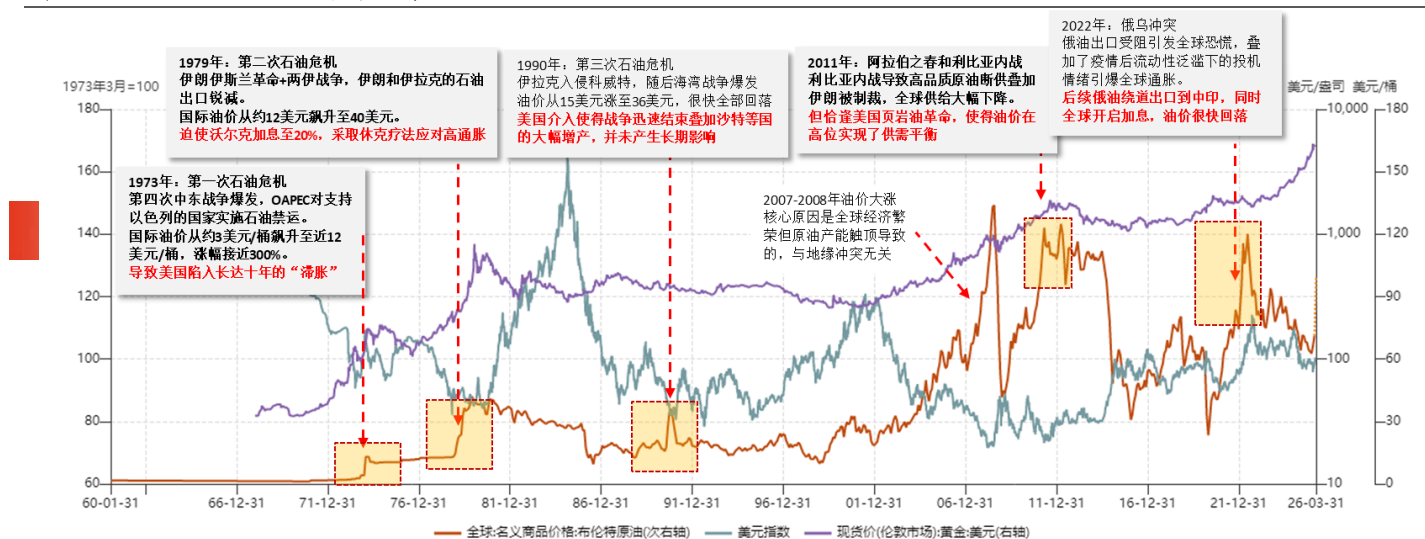
第七，对于当前油价持续上涨可能的潜在影响，我们复盘了 1970 年代至今五次由于地缘冲突导致油价大涨的行情，其中与本次行情的异同类比如下：

- 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。

回到当下的市场，全球原油供应面临的挑战是巨大的：

- 第一，霍尔木兹海峡的封锁导致全球原油产能缺失，并且比 1979 年更危险的是，因为海峡被持续封锁，中东产油国的储油罐已经迅速灌满。伊拉克的原油产量已经被迫大幅削减，阿联酋和科威特也开始跟随减产。这意味着，即使战争立刻停止，庞大的原油供应链也需要极长的时间才能重新疏通。
- 第二，全球不再像 2011 年或 1990 年一样具有较大的产能缓冲垫，美国的原油产能已经接近极限高位平台，中东的增产在海峡被封锁的情况下不具备现实意义，目前全球已经进入消耗战略储备的阶段。
- 第三，长期来看，油价维持高位将对大类资产定价产生深远影响，如果高油价持续至下半年，可能导致美联储在年内放弃降息甚至转向加息，从而进一步推升美元和美债利率，可能带来的影响有两方面：第一，强美元将进一步压制贵金属价格的表现，导致黄金白银继续被抛售。第二，高利率将影响全球财政扩张和 AI 企业资本开支的能力，可能会逆转 2025 年以来对于 AI CAPEX 的乐观叙事，从而导致科技股大幅度的估值下修。

图42.历史上五次由于地缘冲突导致油价大涨的复盘

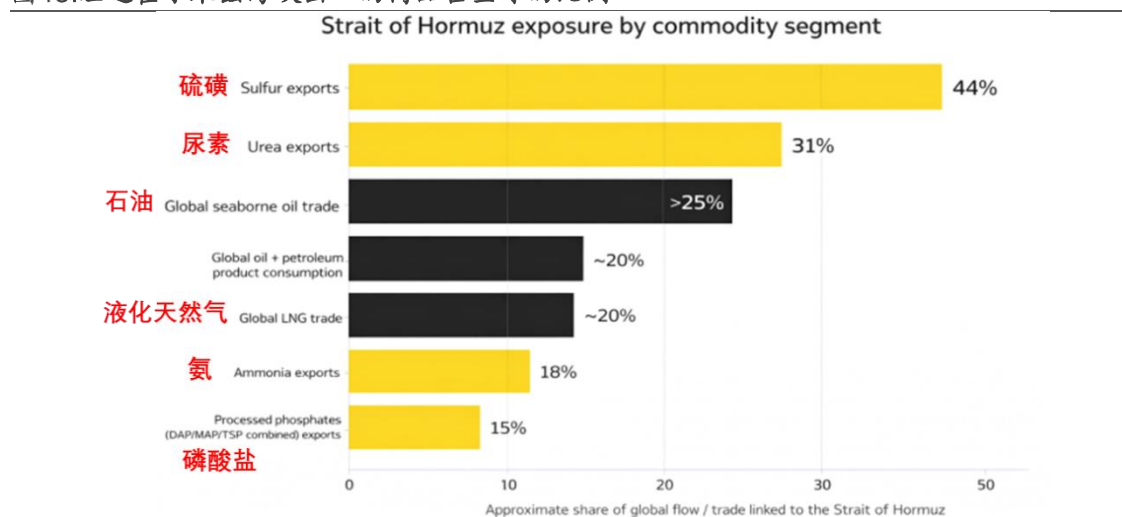


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

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43.经过霍尔木兹海峡出口的商品占全球的比例



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 年不适当合作全年弱美元假设。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。

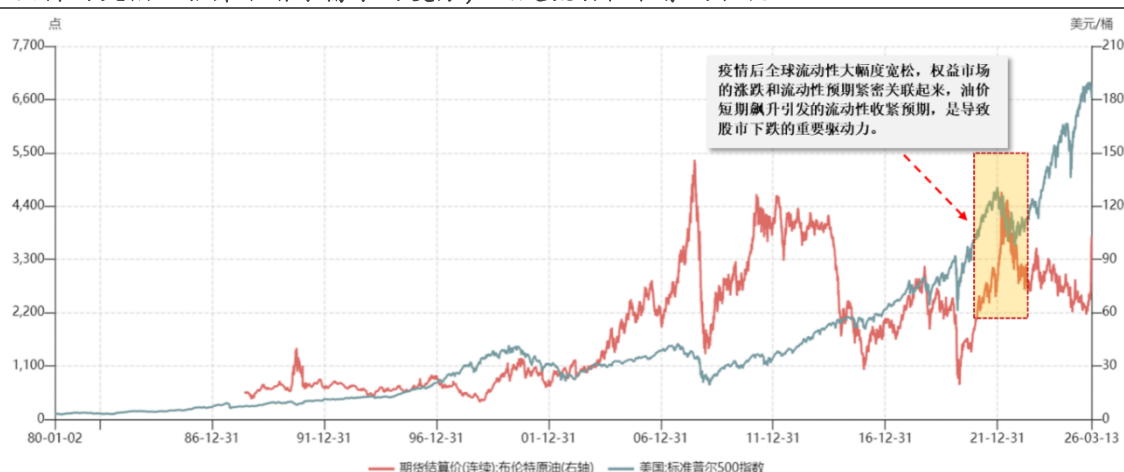
进一步观察“金油比”的历史变化趋势，可以更清楚的观察到大类资产定价逻辑的转变：过去三十年，金油比多数时候主要作为经济周期的“领先指标”，反映的是需求强弱（原油主导）；而当下，随着原油供应走向过剩和全球需求下滑，该比例的上升背后反映的是更多是“美元信用危机”和“财政可持续性”的定价逻辑（黄金主导）。但在某些极端情况下，原油又会重新主导“金油比”，例如在“金油比”单边上涨三年之后，实质上该指标已经逼近 2020 年“负油价”创造的历史高点，处于较为极致的水平。主要原因是油价的持续低迷叠加黄金价格在持续透支弱美元的叙事，而美伊冲突的爆发同时扭转了上述两条逻辑，一是让低波的油价拥有了向上的弹性，二是抬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44.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，吸引资本回流；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 供给侧冲击引发恶性滞胀和流动性危机	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	避险属性主导下的大涨	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；实体需求破坏导致油价崩盘；美股因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	美国经济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），长端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（压低美元）；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45.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



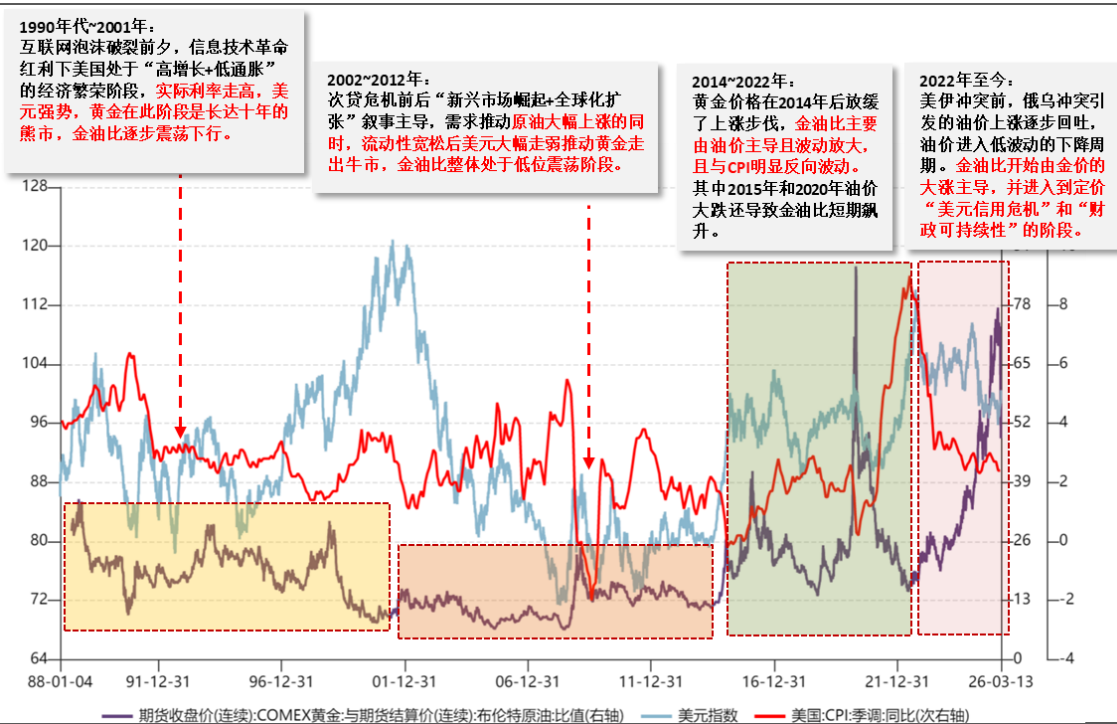
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图46.2026 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

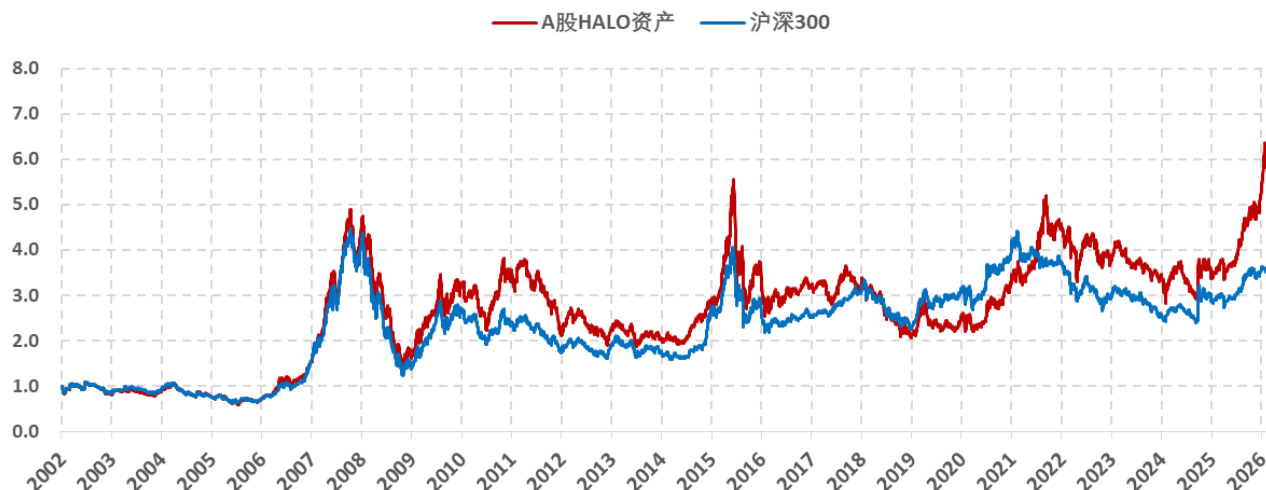
图47.金油比-美元-通胀的历史走势复盘



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第八，对于当前盛行的 HALO（“Heavy Assets, Low Obsolescence”）交易，本质上是基于 AI 科技创造性破坏的终局思维定价。我们认为当前全球 AI 科自身正处于竞争与分化的发展阶段，对于 AI 科技-经济社会的范式影响仍处于“协同期”的黄金时代（参考卡洛塔佩雷斯《技术革命与金融资本》），此时采取终局思维定价或将使得资产价值与基本面脱钩，用情绪和故事替代现金流折现。所谓“HALO”交易在 A 股已经创出历史新高，而背后更加务实理性的解读并非来自 AI 科技创造性破坏，而是涨价所带来的影响，来自于 PPI 的企稳回升导致科技/顺周期的分化受到约束，使得当前涨价品种获得更多超额收益空间，这意味着面向 2026 年一定要“再均衡”，延续 2025 年“一边倒向科技”的做法是不合时宜的，组合管理的作用更为突出。同时，由于 PPI 企稳回升更多来自受地缘政治与美元偏弱带动的全球定价资源品涨价，缺乏国内外经济周期共振向上的持续支持，其价格处于高位之后内生存在较大波动性，很难使得顺周期相较科技获得压倒性优势，因此“新旧共舞”将是最重要的结构配置底色。

图48.当前 A 股 HALO 资产当前已突破多轮牛市高点，创下历史新高（纵轴为相对 2002 年初的累计净值）

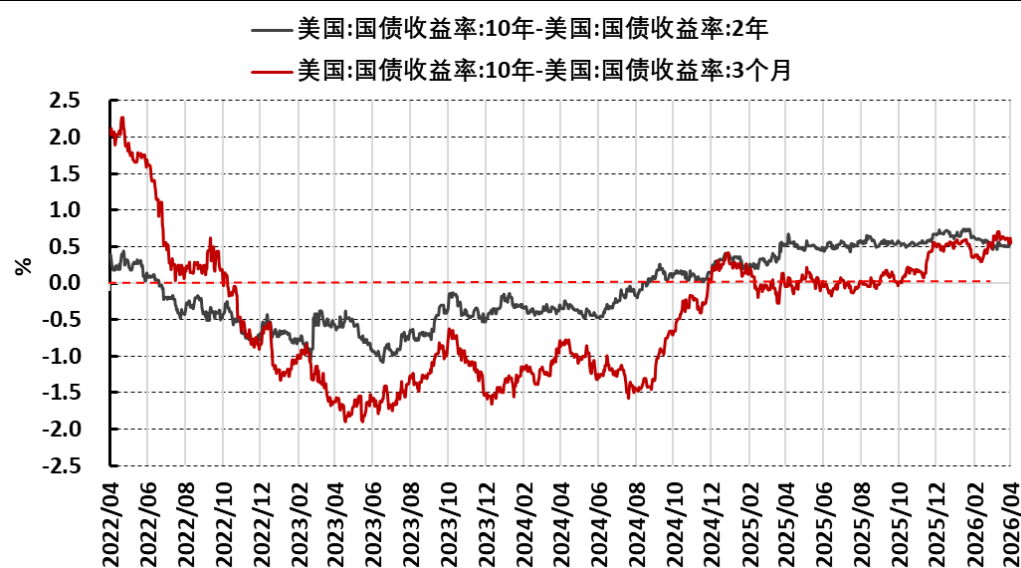


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

美国 3 个月国债收益率报收 3.70%，前值 3.69%；10 年期国债收益率报收 4.26%，上周前值 4.31%。本周美债收益率主要受三重因素驱动：一、中东局势持续缓和成为最大的情绪催化剂，以色列与黎巴嫩真主党 4 月 16 日达成十日停火协议，伊朗外长随即宣布在停火期间霍尔木兹海峡对所有商船完全开放。二、美国 3 月 PPI 数据全面不及预期，环比仅增长 0.5%，大幅低于市场预期的 1.1%，同比 4.0%也显著低于预期的 4.6%，核心 PPI 同比放缓至 3.8%，通胀压力缓和使国债买盘增加，收益率受到支撑下行。三、降息预期明显升温，联邦基金期货交易员对年底前降息的概率押注从上周四的 30%跃升至约五成。

本周美债通胀预期降温叠加地缘风险溢价消退是核心驱动。但需注意，PPI 虽低于预期但同比增速仍创 2023 年 2 月以来新高，能源价格的短期扰动并未完全消除，后续收益率能否继续下行取决于中东局势能否从临时停火走向持久和平。值得注意的是，短端收益率因关税退款带来的短期通胀扰动而微升，更多反应市场对近期政策理论维持高位的确认而非加息预期的升温。

图49.3m10s 利差收窄



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图50.近一周中美利差收窄



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图51.美债收益率回落

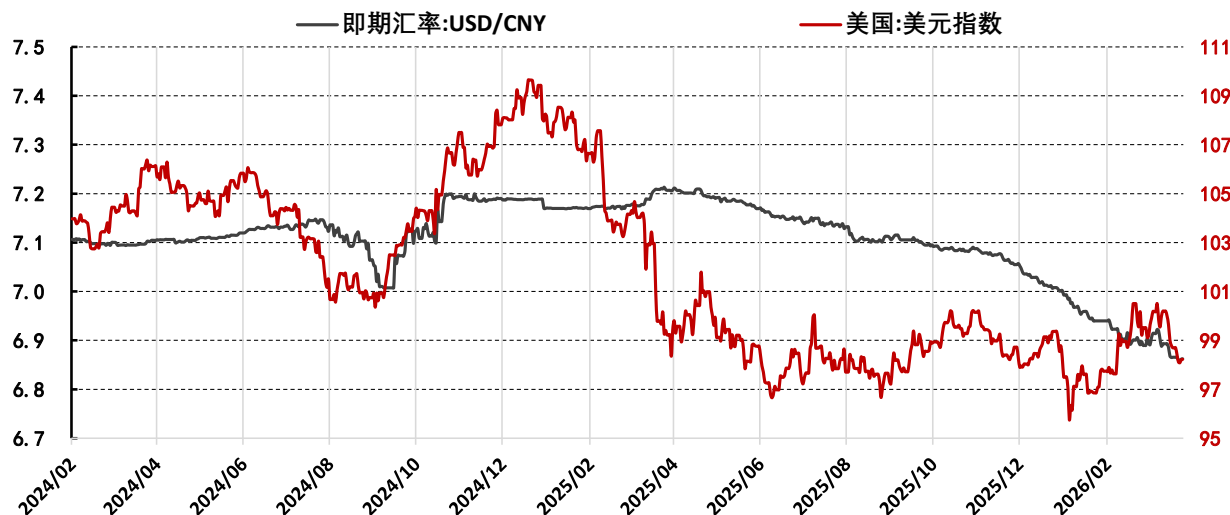


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

本周美元指数报收 98.23，上周前值 98.70。美元指数走弱，主要受以下因素驱动：一、中东局势持续缓和成为美元走弱的最大驱动因素，以色列与黎巴嫩真主党 4 月 16 日达成十日停火协议，伊朗外长随即宣布在停火期间霍尔木兹海峡完全开放，此前因战争涌入的避险需求快速退潮，美元避险吸引力大幅下降。二、停火推动油价暴跌超 10%，有效缓解了市场对输入性通胀失控的担忧，通胀降温使市场对美联储年内降息的预期明显升温。

美元延续下跌，冲突期间累计约 2.3%的避险涨幅已基本回吐。美元走弱的核心逻辑在于避险需求消退叠加降息预期升温，中东局势的边际缓和使前期涌入美元的避险资金集中离场。但当前停火协议基础脆弱，美伊核心分歧远未解决，若谈判破裂，避险买盘可能重新回流。短期美元或延续弱势震荡，中长期方向取决于中东局势能否从临时停火走向持久和平以及美联储降息节奏的实质推进。

图52. 本周美元指数震荡走弱



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

伦敦金现最新价格 4837.49 美元/盎司，上周前值 4746.90 美元/盎司，COMEX 黄金期货最新价格为 4849.40 美元/盎司，上周前值 4771.00 美元/盎司。一、中东局势持续缓和，以色列与黎巴嫩真主党 4 月 16 日达成十日停火协议，伊朗外长随即宣布在停火期间霍尔木兹海峡完全开放，能源价格暴跌缓解了通胀焦虑，市场重新开始定价美联储降息预期。二、美国 3 月 PPI 数据全面低于市场预期，同比 4.0%显著低于预期的 4.6%，环比仅增 0.5%，核心 PPI 环比仅增 0.1%，远不及预期的 0.5%，这一数据暂时缓解了市场对美联储被迫进一步加息的

担忧，美债收益率随之回落。三、美元指数本周延续弱势，美元走弱直接降低了非美元投资者的黄金持有成本，为金价提供支撑。

前期黄金因战争引发滞胀担忧反而承压下行，而本周随着霍尔木兹海峡重开预期升温，油价暴跌反而缓解了通胀焦虑，市场重新定价降息路径，黄金与油价的负相关关系再次生效。当前黄金的核心驱动已从单纯避险转向利率预期交易，金价对通胀数据和美元走势更为敏感。但停火协议仅为期十天，美伊核心分歧未解，任何谈判破裂都可能引发金价剧烈波动，短期宜维持谨慎。

图53. 本周黄金走高



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

本周 WTI 报收 85.70 美元/桶，上周前值 95.34 美元/桶。IPE 布油本周收盘价 92.42 美元/桶，上周前值 94.26 美元/桶。本周原油下跌主要受东局势持续缓和主导，以色列与黎巴嫩真主党 4 月 16 日达成十日停火协议，伊朗外长随即宣布在停火期间霍尔木兹海峡完全开放。

周油价崩塌式下跌，WTI 跌幅远超布油，反映出北美市场对地缘风险溢价的回吐更为剧烈。消息面驱动特征极为明显，特朗普一句“战争结束”便导致油价单日暴跌近 8%，霍尔木兹海峡完全开放的消息又引发第二波超过 10% 的跳水，这说明当前油价定价高度敏感于任何有关冲突走向的言论，而严重脱离了供需基本面的支撑。

图54. 本周原油价格走弱（美元/桶）

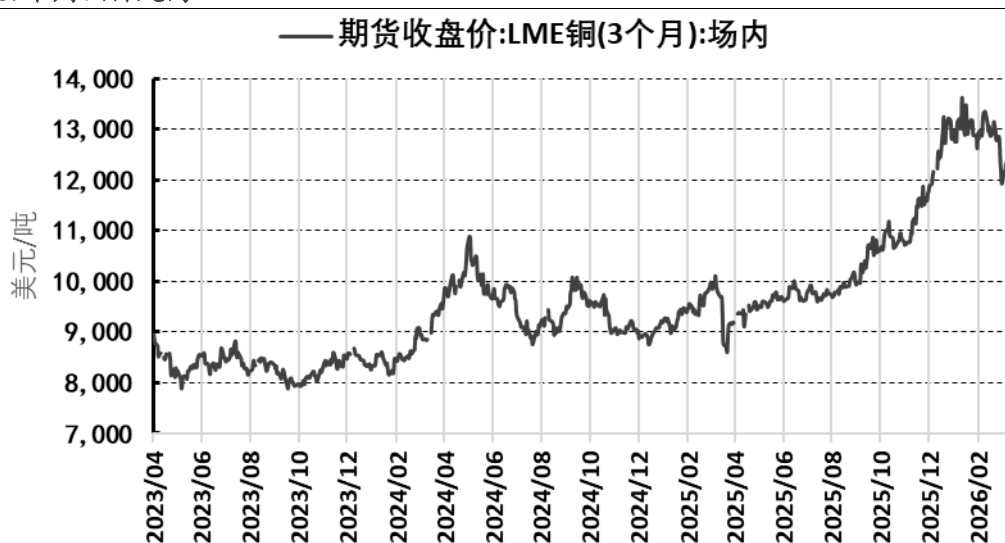


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

LME 铜本周报收 13347.00 美元/吨，上周报收 12845.50 美元/吨。推动 LME 铜本周上涨的消息面原因：一、地缘政治出现关键转折，特朗普宣布美伊战争已经结束，双方可能在巴基斯坦重启面对谈判，黎以十日停火协议于 17 日正式生效，伊朗宣布在停火期间开放霍尔木兹海峡，风险偏好大幅回升。二、供应端硬约束持续发酵，秘鲁政府撤销南方铜业 Tia Maria 铜矿的关键许可，该年产 12 万吨的项目投产进程再度延后，中国计划自 5 月起全面暂停铜锌冶炼副产硫酸出口。

本周铜价收复战争失地，行情呈现“宏观情绪修复与供给硬约束共振”的特征。核心逻辑在于中东停火谈判推动前期风险溢价回吐后的补涨，而非战争期间因能源恐慌导致的被动下跌。铜价走势明显强于油价，反映市场已重新聚焦其自身的基本面，全球矿端产出增速不足 1%、TC 跌至-78 美元/吨历史低位、中国炼厂集中检修，供给收缩的长期逻辑持续兑现。但在美元指数可能反弹、美伊谈判仍存变数的背景下，铜价高位波动或将加剧。

图55. 本周铜价走高



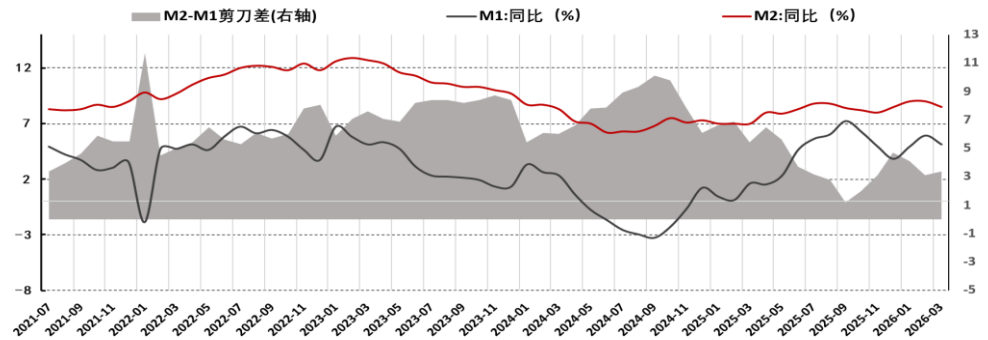
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

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3月货币、房地产和进出口数据。货币方面，3月M2同比降至8.5%，M1回落至5.1%，M1受基数抬升和企业活期存款增长放缓拖累；M2-M1剪刀差小幅走阔至3.4%，但连续10个月保持在5%以内，经济活力较去年明显恢复。新房方面，70城价格环比降0.21%，一线城市环比涨0.2%率先止跌，但仍为结构性筑底。二手房方面，环比降0.24%跌幅连续三个月收窄，一线城市环比转涨0.4%，市场正从“以价换量”向“价稳量升”过渡。进出口方面，3月出口同比仅增2.5%，大幅低于预期，进口超预期增27.8%，顺差收窄；对美出口降16.3%，对欧盟和东盟出口增约20%，机电产品出口增11.2%（集成电路大增85%），进口大增受价格因素和内需回暖支撑。具体而言：

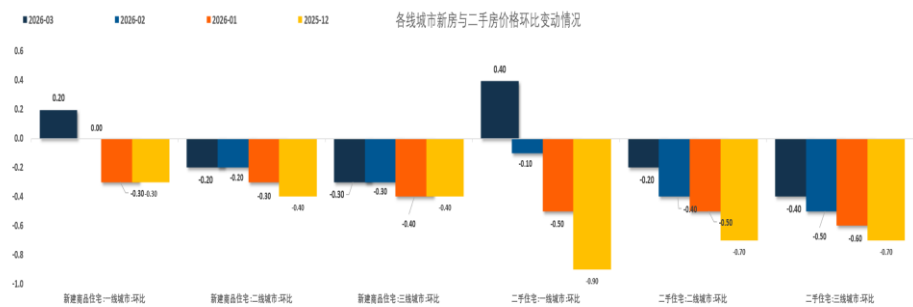
- 货币数据方面，3月M2同比增速为8.5%，较上月下降0.5个百分点，M1同比增速为5.1%，较上月回落0.8个百分点。M1同比增速回落，主要受去年同期基数抬升、春节后居民消费季节性回落以及财政资金拨付支撑减弱等因素影响。尽管M1新口径纳入了个人活期存款和第三方支付备付金，但企业活期存款增长放缓、实体经济交易性资金需求尚未完全修复，对M1形成拖累。M2同比增速从上月的9.0%下行至8.5%，连续两个月回落，主要受信贷投放偏弱导致贷款派生能力减弱、居民储蓄向资管产品转移引发“存款搬家”、以及财政存款到位偏缓共同拖累。同时，M2-M1剪刀差小幅走阔至3.4%，较上月增加0.3个百分点，但从更长周期看，剪刀差已连续10个月保持在5个百分点以内，较2024年9月的峰值10.1%显著收窄，前期房地产政策调整和财政化债资金拨付对M1的阶段性支撑作用仍在显现，经济活力较去年有明显恢复。
- 新房方面，3月70城新建商品住宅价格环比下降0.21%，连续两个月跌幅收窄。一线城市率先止跌，环比由持平转为上涨0.2%，广州、深圳分别时隔33个月和11个月实现环比正增长，上海、北京也延续企稳态势。二、三线城市环比分别下降0.2%和0.3%，降幅与上月持平或收窄，杭州、合肥等核心二线城市已连续多个月上涨或持平。但同比层面，70城新房价格同比下降3.4%，创近10个月最大跌幅，二、三线城市同比降幅仍在扩大。环比改善与同比走阔并存，说明当前市场筑底仍是结构性的——政策边际效应在一线城市有所显现，但向广大二三线城市的传导仍需时间。
- 二手房方面，3月70城二手房价格环比下降0.24%，跌幅连续三个月收窄，环比下跌城市减少至53个（为2023年5月以来最低），上涨城市跃升至13个，修复广度和力度均优于新房。一线城市是回暖核心引擎，环比由降转升至上涨0.4%，北上广深全线回升，其中北京、上海连续两个月环比上涨，深圳和广州分别时隔11个月和34个月首次转正。二、三线城市环比分别下降0.2%和0.4%，降幅均有所收窄。二手房找房占比升至74.8%、对新房分流强度达34.1%，“量在价先”特征明显——成交量持续回升支撑价格企稳，市场正从“以价换量”向“价稳量升”过渡，但一线城市与二三线之间的温差依然显著。
- 进出口数据方面，2026年3月以美元计价进出口总值5909.4亿美元，同比增长12.7%，其中出口3210.3亿美元，同比仅增长2.5%，大幅低于预期，进口2699亿美元，同比增长27.8%，显著高于预期。贸易顺差收窄至511.3亿美元，较1-2月均值腰斩。出口增速骤降并非外需崩塌，主因春节订单提前至1-2月释放、去年同期基数走高以及中东地缘冲突扰动物流；从国别看，对美出口同比下降16.3%，但对欧盟和东盟出口分别增长21.1%和20.5%，多元化格局有效对冲了单一市场风险。从产品看，机电产品出口同比增长11.21%，其中集成电路大增85.23%，而劳动密集型商品出口减少29.69%，出口结构“高端进、低端退”的升级逻辑进一步凸显。进口大幅增长则受价格因素（中东局势推升大宗商品）和国内需求回暖（一季度社零增长5.5%）共同支撑，反映出内需复苏正在向进口端传导。

图56.3月M1、M2、与M2-M1剪刀差环比



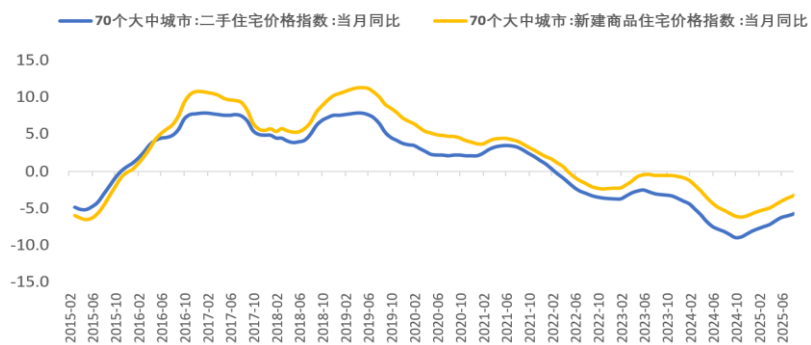
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图57.3月各城市新房与二手房价格环比变动情况



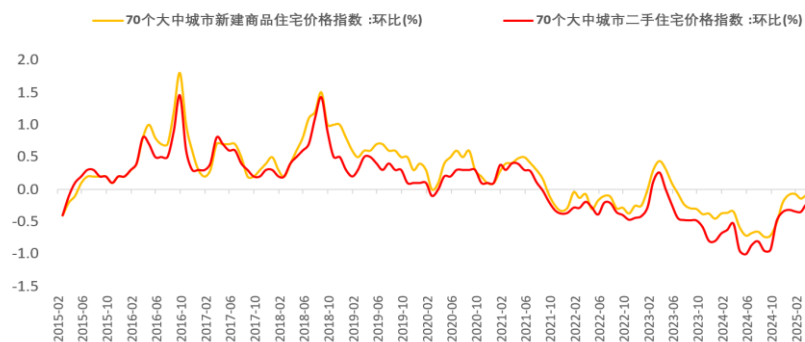
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图58.3月中大城市新房与二手房价格同比变动情况（%）



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图59.3月中大城市新房与二手房价格环比变动情况



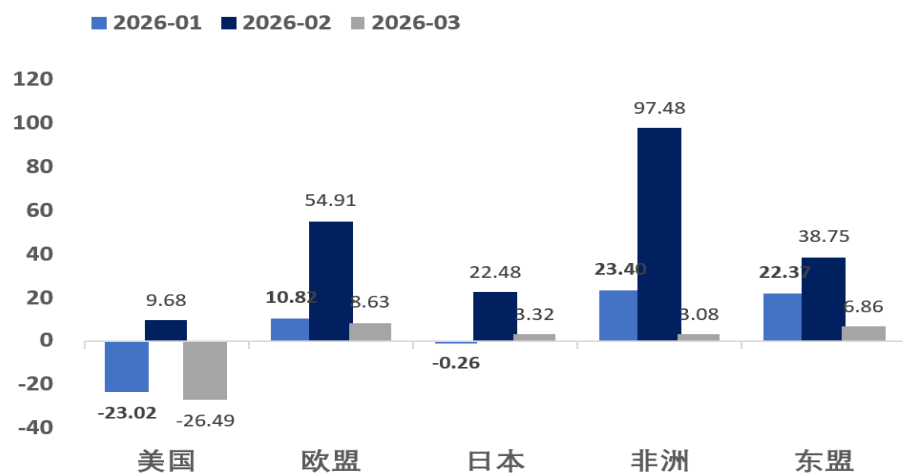
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图60.3月进出口同比变化



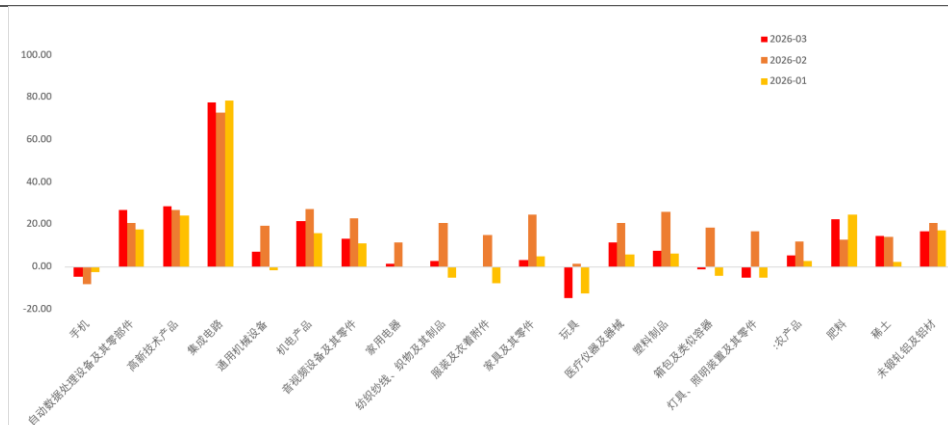
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图61.中国对全球主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图62.3月不同商品出口增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图63.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	2026/4/17	日度	115		-0.35%	0.45%
煤炭行业	煤炭库存	2026/4/17	日度	570	万吨	-16.42%	-1.72%
石油化工行业	地炼开工率	2026/4/16	周度	55.93	%	19.69%	4.02%
	涤纶长丝开工率	2026/4/16	周度	85.06	%	-9.85%	-0.13%
	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)	2026/4/17	周度	83.20	%	-0.10%	0.00%
	生铁日均产量	2026/4/10	旬度	189.20	万吨/天	-3.07%	4.42%
	粗钢日均产量	2026/4/10	旬度	210.40	万吨/天	-4.23%	5.62%
	钢材日均产量	2026/4/10	旬度	195.40	万吨/天	-4.45%	-5.05%
	建筑钢材品种库存	2026/4/17	周度	280.00	万吨	1.40%	-3.56%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2026/4/17	周度	89.74	%	0.17%	0.04%
	全钢胎开工率	2026/4/17	周度	68.13	%	9.08%	-1.80%
	半钢胎开工率	2026/4/17	周度	77.16	%	-1.22%	1.14%
房地产	乘用车销量	2026/4/12	周度	38159	辆/日	-5.56%	55.16%
	30大城市商品房成交面积	2026/4/16	日度	17.46	万平方米	-16.92%	-50.47%
	一线	2026/4/16	日度	5.34	万平方米	-14.06%	-63.47%
	二线	2026/4/16	日度	11.04	万平方米	0.71%	-8.64%
基建	三线	2026/4/16	日度	1.07	万平方米	-72.02%	-87.44%
	石油沥青开工率	2026/4/15	周度	18.30	%	-35.34%	-2.66%
	水泥发运率	2026/4/17	周度	39.55	%	-1.96%	12.33%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/4/17	周度	1211.08		9.37%	0.10%
	波罗的海干散货指数	2026/4/17	日度	2567		106.85%	1.74%
商品价格	猪肉	2026/4/18	日度	14.22	元/公斤	-29.67%	-2.67%
	农产品批发价格指数	2026/4/17	日度	116.79		-2.02%	-0.46%
	蔬菜	2026/4/17	日度	4.37	元/公斤	-8.58%	-3.32%
	布伦特原油	2026/4/17	日度	90.38	美元/桶	39.76%	-5.06%
	螺纹钢	2026/4/17	日度	3133.00	元/吨	1.03%	1.26%
	南华工业品指数	2026/4/17	日度	4084.45		16.76%	2.02%
	南华农业品指数	2026/4/17	日度	1075.81		-0.17%	1.15%
	玻璃	2026/4/17	日度	1067.00	元/吨	-9.11%	10.57%
	LME铜	2026/4/17	日度	13149.00	美元/吨	42.73%	3.86%

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

3. 外部因素：中东停火缓压但通胀风险未消，3 月 PPI 创新高却全面不及预期，成屋销售量缩价涨供需矛盾突出

3.1. 中东停火缓压而非解危，中东局势与 IMF 预警的双重信号

4 月 16 日，经特朗普斡旋，以色列与黎巴嫩真主党达成“十日停火”协议，于当地时间 17 日零时起正式生效，期限 10 天，若谈判进展顺利可经双方同意延长。黎巴嫩境内实现停火被认为消除了美伊谈判的一个主要障碍。以色列军方随后宣布解除全国大部分地区的战争限制，恢复正常活动水平。黎以停火也带动了霍尔木兹海峡局势的缓和。伊朗外长阿拉格齐宣布，鉴于黎以停火，在停火期间伊朗对所有商船开放霍尔木兹海峡。消息公布后，国际市场原油价格应声下跌超过 10%。但各方对停火协议的解读存在明显分歧。以色列总理内塔尼亚胡称之为“达成历史性和平协议的机会”，但以军并未承诺从黎巴嫩南部撤军。英国广播公司指出，黎以停火比美伊停火“更脆弱”，真主党仍持有武装，以军仍停留在黎境内，撤军时间表未定。与此同时，美伊谈判也在推进。特朗普 17 日表示，美伊可能本周末再次举行面对面谈判，并称双方“可能在一两天内达成协议”，协议内容可能涉及美国解冻约 200 亿美元伊朗资产以换取其放弃高浓缩铀储备。特朗普同时强调，协议达成前不会解除对伊朗的海上封锁。伊朗方面对此反应谨慎，当日表示拒绝将浓缩铀运往国外的方案，并称赔偿所受损失是谈判中的“至关重要议题”。

4 月 13 日至 18 日，国际货币基金组织与世界银行春季年会在华盛顿举行。中东冲突成为会议核心议题，全球“高通胀+低增长”的阴霾笼罩会场。4 月 14 日，IMF 发布最新一期《世界经济展望报告》，将 2026 年全球经济增长预期下调至 3.1%，较 1 月预测值下调 0.2 个百分点。IMF 首席经济学家古兰沙指出，如果没有中东冲突，2026 年增速预测值本应上调 0.1 个百分点至 3.4%，本次实际下调很大程度上反映了中东局势带来的扰动。鉴于中东局势的高度不确定性，IMF 放弃了传统的单一基线预测，转而采用分情景分析框架。在基准情景（冲突短期结束，能源市场于 2026 年年中恢复正常，战争扰动于年中消退）下，2026 年全球经济增长为 3.1%，总体通胀率从 2025 年的 4.1% 升至 4.4%。在不利情景（冲突持续、高油价长期化、通胀预期部分脱锚）下，全球经济增长降至 2.5%，通胀升至 5.4%。在严重不利情景（能源市场混乱延续至明年，叠加通胀预期全面脱锚和金融条件收紧）下，全球经济濒临衰退，2026 年和 2027 年增速均约为 2%，全球总体通胀接近 6%。古兰沙警告，2% 的全球增速自 1980 年以来仅出现过四次，其中两次正值金融危机和新冠疫情。报告还显示，中东、北非、阿富汗和巴基斯坦地区受影响最重，2026 年经济增速预计放缓至 1.4%，较去年 10 月预测下调 2.3 个百分点，该地区 8 个石油出口国中有 5 国预计将出现经济负增长。

在政策应对上，IMF 给出了明确的“分级、依状态而定”的货币政策框架：只要通胀预期保持稳定，央行可暂时看穿能源冲击，不急于加息；但一旦通胀预期开始漂移，必须果断收紧货币政策，优先于短期增长关切。汇率灵活性在其中扮演重要角色，既可作为缓冲，也让货币政策能专注于稳定物价。财政政策方面，IMF 强烈呼吁避免无针对性的能源补贴或价格管制，此类措施不仅代价高昂且扭曲价格信号，反而可能加剧短缺。应代之以精准、临时、有明确退出机制的转移支付，聚焦最脆弱群体。IMF 总裁格奥尔基耶娃在年会开幕式上总结道，即便新的和平能够持久，经济增长也会更为缓慢，所有情景下的增速都将低于冲突前水平。她同时呼吁各国采取节约能源措施缓解供需失衡。

本周黎以“十日停火”与霍尔木兹海峡临时开放，推动油价暴跌超 10%，市场一度视为地缘风险消退的信号。然而，脆弱的停火并未解决任何核心矛盾：以军未撤、真主党武装犹在、美伊谈判仍卡在资产解冻与核浓缩分歧上。IMF 春季年会同步发出警示：即使基准情景下全球增长已下调至 3.1%，通胀升至 4.4%；若冲突持续或扩大，全球经济将滑向 2.5% 甚至 2% 的衰退边缘。能源价格短期回落并不代表供应链根本性修复，各方核心诉求均未兑现，任何谈判破裂都可能重新引爆市场。对投资者而言，应将本次停火视为战术性喘息，而非战略性转折。

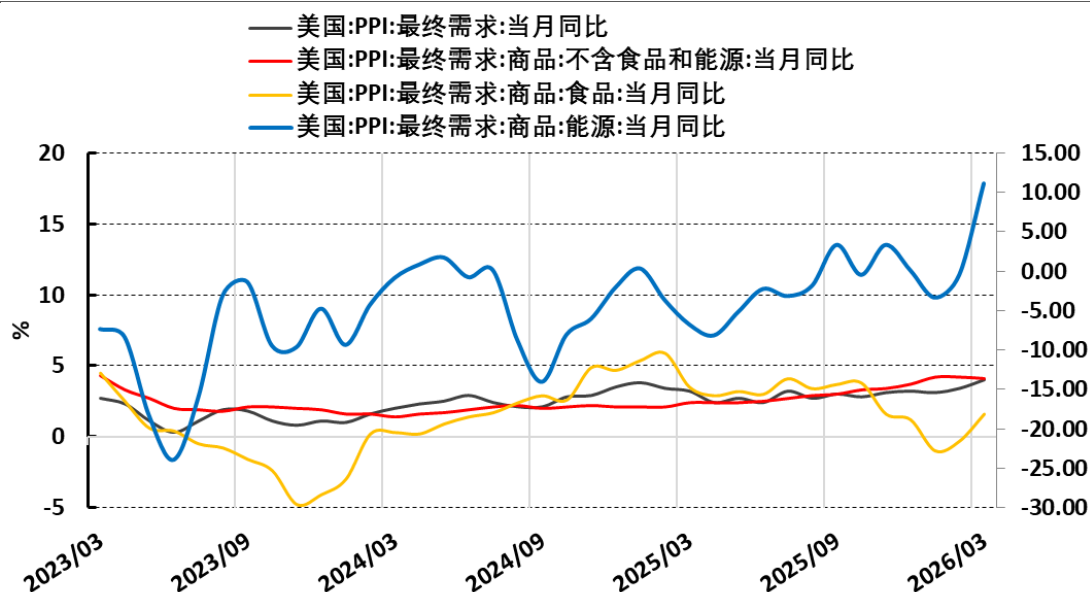
3.2. 美国 3 月 PPI 新高但全面低于预期，能源是主要上行推手

4 月 14 日本周二，美国劳工部公布了 3 月最新一期 PPI。数据显示，美国 3 月 PPI 同比增长 4.0%，是 2023 年 2 月以来最高水平，超过前值 3.4%，但显著低于预期 4.6%，环比增长 0.5%，不及预期 1.2% 和前值 0.7%。核心 PPI 同比增长 3.8%，低于前值 3.9% 和预期 4.1%，环比增长 0.1%，低于前值 0.3% 和预期 0.5%。

分项来看，3 月商品端 PPI 环比上行 1.6%，前值 1.0%，其中最终需求食品价格环比增长 -0.3%，前值 2.4%，最终需求能源价格增长 8.5%，前值 2.1%。除去食品和能源的核心商品 PPI 环比提高 0.2%，前值 0.3%。3 月最终需求商品指数上涨的近一半可归因于汽油价格上涨 15.7%。柴油、喷气燃料、家用取暖油、肉类及基础有机化工原料的价格指数也有所上涨。相反，新鲜及干制蔬菜价格下跌 10.7%。天然气和碳钢废料的价格指数同样走低。服务端方面，3 月服务端 PPI 环比上升 0.0%，前值 0.3%，其中贸易分项环比 -0.3%，前值 -0.4%，交通仓储服务环比 1.3%，前值 0.1%，其他服务本次 0.1%，前值 0.6%。在 3 月的最终需求服务中，航空客运服务价格上涨 2.8%。食品零售；服装、珠宝、鞋类和配饰零售；门诊医疗（部分）；以及货运卡车运输的价格指数也有所上涨。相反，食品和酒类批发利润率下降 6.0%。燃料和润滑油零售；证券经纪、交易和投资建议；存款服务（部分）；以及住宅房地产经纪佣金等指数也出现下跌。

3 月美国 PPI 比 4.0% 的涨幅创下 2023 年 2 月以来新高，但环比与核心 PPI 均低于市场预期，反映出通胀上行动能并非全面扩散。分项看，能源价格是主要推手——汽油暴涨带动最终需求商品价格上涨 1.6%，而食品价格环比回落 0.3%，服务端价格环比持平，贸易服务利润率甚至小幅下降。这种“商品强、服务弱”的格局表明，当前通胀压力高度集中于能源等外部冲击因素，核心商品与服务的内生涨价动能并未显著升温。对美联储而言，这份数据喜忧参半，整体通胀仍处高位，但低于预期的环比读数及服务端的疲软，为后续降息留出了一定空间。

图64.美国 3 月 PPI 不及预期



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图65.最新 CME 降息预测（4 月 18 日更新）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.9%	2.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	94.5%	2.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.3%	88.6%	1.9%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	15.3%	82.0%	1.7%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	18.3%	78.4%	1.6%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	26.4%	68.1%	1.4%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.8%	28.3%	65.1%	1.4%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.7%	29.7%	62.6%	1.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.3%	30.4%	61.3%	1.3%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	9.4%	34.4%	53.5%	1.1%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.3%	12.1%	36.5%	47.7%	1.0%
2027/9/15	0.0%	0.1%	0.7%	4.4%	17.3%	38.9%	37.8%	0.8%
2027/10/27	0.0%	0.2%	1.5%	7.1%	21.8%	38.7%	30.1%	0.6%
2027/12/8	0.2%	1.3%	6.5%	20.2%	36.8%	31.1%	3.9%	0.1%

资料来源：CME，国投证券证券研究所

3.3.3 月成屋销售跌至新低，成屋售价同比继续增长

4 月 13 日本周一，根据美国全国房地产经纪人协会 (NAR) 公布的数据，3 月美国成屋销售总数年化约 398 万户，低于前值 413 万户。环比方面，3 月成屋销售环比增长-3.6%，2 月前值为增长 2.7%。在同比方面，3 月的成屋销售增长-1.0%，2 月前值为-0.5%。3 月最新的成屋售价中位数同比上涨 1.4%至 40.9 万美元，是连续第 33 个月同比上涨。

3 月成屋库存继续回升，截至 3 月底有 136 万户待售房屋，环比上行 3.0%，同比增长 2.3%，仍远低于 2019 年 6 月新冠疫情爆发前的 190 万户。按目前的销售速度，库销比约 4.1 个月，但这并未能有效缓解整体市场的供需失衡。8%的房屋以高于标价的价格售出，高于 2 月的 14%。3 月首次购房人的占比仅为 32%，低于前值 34%，历史上首次购房者一般占市场的 40%左右。在美国长端国债大幅震荡走高的背景下，本周 30 年期固定利率抵押贷款维持在 6.30%高位。

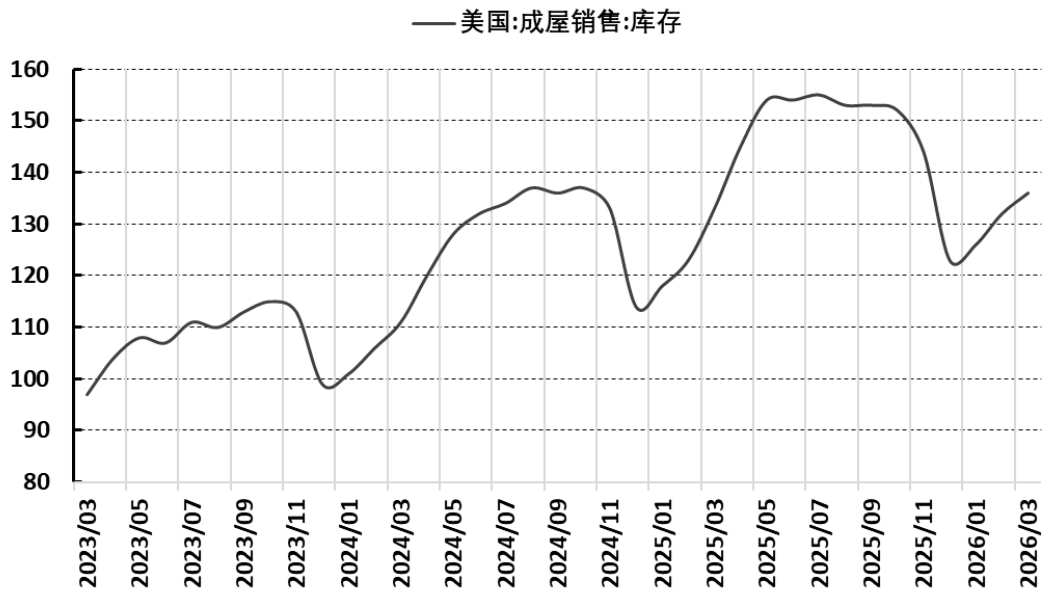
3 月美国成屋销售环比下滑但售价中位数同比上涨，是典型的“量缩价涨”格局。核心矛盾在于供需双重承压，一方面高利率和经济不确定性持续压制购房意愿，首次购房者占比低，另一方面，库存虽环比回升但库销比 4.1 个月仍低于均衡水平，利率锁定效应导致二手房供给弹性不足。综合来看，成屋市场短期内仍将处于僵持状态除非利率出现实质性回落，否则销售难有明显起色。

图66.美国 3 月成屋销售下跌（万套）



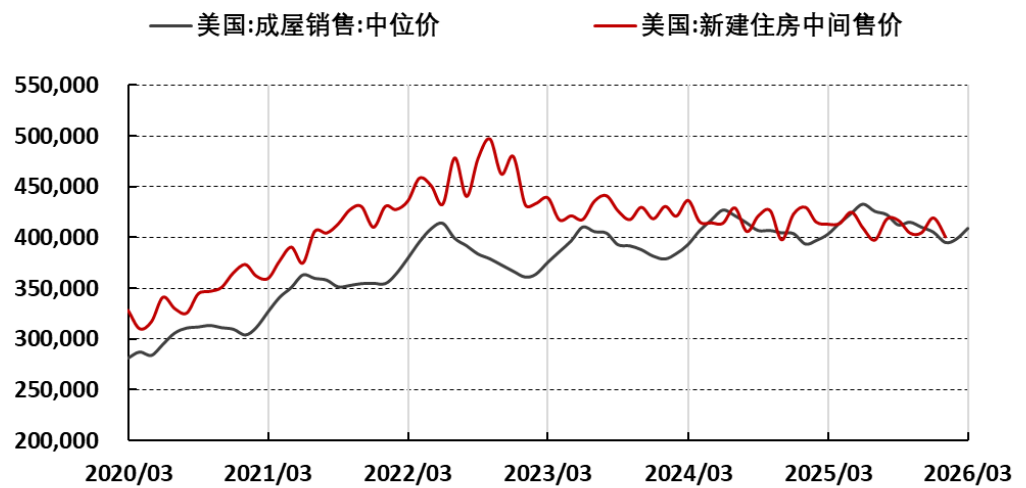
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图67.美国 3 月成屋库存依旧高企（万套）



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图68.美国 3 月成屋售价同比走高（美元）



资料来源: WIND, 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