

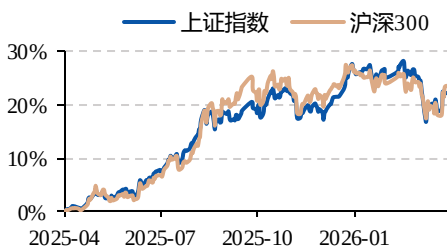
策略深度 (R2)

静待海外风险消退，关注科技线及涨价线

2026 年第二季度市场策略报告

2026 年 04 月 14 日

上证指数-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-3.40	-4.24	23.17
沪深 300	-0.88	-3.00	23.88

黄红卫

分析师

执业证书编号:S0530519010001
huanghongwei@hncasing.com

相关报告

投资要点

- 当前“美伊冲突”暂未改变 A 股震荡上行的方向,后续影响主要看“美伊冲突”持续时间。通常全球原油储备在三至四个月左右,仍能提供一定缓冲空间,目前“美伊冲突”仅对通胀及市场预期产生影响,但并未显著影响全球经济增长前景。从全球原油储备出发,如果出现霍尔木兹海峡封锁达三个月的情形,全球主要经济体的石油战略储备将捉襟见肘,届时原油短缺可能进一步向经济传导,增加全球主要经济体的经济下行压力,权益市场可能存在杀业绩的风险。当前美伊冲突已有初步停火迹象,市场风险偏好初步修复,但仍需关注谈判进展以及霍尔木兹海峡封锁情况。根据 Polymarket 数据,市场预计伊朗与以色列/美国之间的冲突在 4 月 30 日结束的累计概率为 67%,未来仍有一定不确定性风险。
- 第二季度经济数据主要取决于海外滞胀风险演绎及国内宏观政策对冲效果。投资端而言,2026 年投资更看重“投资于人”,预计投端资延续温和复苏态势;消费端而言,2026 年国补规模有所退坡,扩大内需正从补贴驱动转向“居民增收”驱动,服务消费有望成为扩大内需的重要抓手;出口端而言,海外需求韧性、“抢出口”效应、AI 产业景气度继续上行将带动 2026 年第一季度出口超预期,但可能对第二季度出口有一定挤压作用。整体而言,2026 年第一季度国内经济数据仍有韧性,但暂未体现美伊冲突相关影响,第二季度经济数据主要取决于海外滞胀风险演绎及国内宏观政策对冲效果。
- 4 月底前市场或以宽幅震荡为主,4 月底后关注趋势性机会。2026 年随着“双宽松”政策基调延续、居民储蓄资产持续入市、“反内卷”改善业绩、新一轮科技革命势头延续,本轮“牛市”的根基仍在。受到业绩增速的牵引以及逆周期调节的约束,预计 2026 年指数上行幅度或不及 2025 年,将更加考验择时及基本面研究能力。第二季度市场走势主要取决于美伊冲突演绎及国内政策对冲效果。基准情形下,如果美伊冲突能在 3 个月内结束、霍尔木兹海峡能够全面解除封锁,预计对全球经济影响仍相对可控,再考虑到 4 月底 A 股年报及一季报将披露完毕、4 月底中共中央政治局会议将对二季度经济政策做出部署,预计 4 月底将是 A 股走势的重要观察期。
- 投资建议。可关注以下四条主线:(1)业绩高增长的科技方向,例如光模块、PCB、存储等;(2)存在涨价预期的资源品方向,例如油气、化工、有色、农产品;(3)消费医药方向,例如服务消费、创新药领域;(4)高股息红利资产,例如煤炭、交通运输、银行等。
- 风险提示:海外经济需求走弱风险;中国高频经济数据偏弱风险;政策力度不及预期风险;美伊冲突持续风险;中美贸易摩擦风险。

内容目录

1 市场概况：A 股大概率延续震荡偏强，第二季度关注业绩主线	4
1.1 大势研判：海外局势对市场扰动较大，预计不改变 A 股中长期方向	4
1.2 市场节奏：4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会	5
1.3 风格研判：4-9 月为业绩驱动的景气度投资	8
1.4 政策动向：两会释放积极信号，关注扩内需及科技成长方向	9
1.5 大宗商品：关注黄金及农产品机会	11
1.6 本章小结：A 股大概率延续震荡偏强，第二季度关注业绩主线	12
2 全球：全球“滞胀”交易再起，第二季度仍有较大不确定性	13
2.1 宏观叙事：美伊冲突下，市场曾一度交易“类滞胀”逻辑	13
2.2 海外关税：预计 2026 年美国关税对市场扰动将明显小于 2025 年	17
2.3 海外经济：短期海外经济仍有韧性，但有潜在风险需要提防	18
2.4 海外通胀：美国 3 月消费者物价创近四年最大单月涨幅	20
2.5 海外流动性：预计美联储在短期更可能推动降息，而非缩表	21
2.6 本章小结：全球“滞胀”交易再起，第二季度仍有较大不确定性	23
3 中国：国内经济延续温和复苏态势，第二季度存在一定扰动	24
3.1 经济概况：PMI 重回扩张区间，但趋势仍待巩固	24
3.2 投资端：固定资产投资增速企稳回升，地产投资仍是主要拖累项	25
3.3 消费端：延续温和复苏态势，关注服务消费方向	28
3.4 出口端：预计我国出口端仍有一定韧性	29
3.5 流动性：预计 2026 年内降准、降息仍有空间及概率	30
3.6 本章小结：国内经济延续温和复苏态势，第二季度存在一定扰动	31
4 市场策略：静待海外风险消退，关注科技线及涨价线	31
4.1 配置框架：国内经济逐步复苏，择机适度增配股票资产	31
4.2 投资建议：4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会	32
5 风险提示	32

图表目录

图 1：2026 年第一季度，万得全 A 及沪深 300 指数走势（%）	4
图 2：2026 年第一季度，全球主要股指的涨跌幅（%）	4
图 3：万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及-2 倍标准差时，将对应 A 股市场的顶部区间位置	5
图 4：A 股内在调整一般调整至趋势线，严重“外部事件冲击”可能短暂跌破趋势线	6
图 5：经合组织国家石油储备天数估计	7
图 6：宏观基本面影响加剧，春节后-4 月底，市场将从窄幅震荡走向宽幅震荡，趋势性行情仍需等待	8
图 7：A 股市场的日历效应及规律总结	9
图 8：分申万一级行业统计，万得一致预测 2026 年净利润增长率的中位数（%）	9
图 9：权益市场集体走弱，能源危机影响严重的日本、韩国、欧洲股市领跌	13
图 10：必需消费及红利方向风格相对占优，久期较长的科技方向走势偏弱	13

图 11: 能源品、化工品大涨, 带动农产品走强; 贵金属、工业金属 (铜、锌) 大幅调整	14
图 12: 美元指数走高、美债收益率上行至高位	14
图 13: 历史三次“滞胀”周期, 多呈现通胀抬升在前, 经济冲击在后	14
图 14: 历史三次“滞胀”周期, 货币环境先紧后松 (利率先升后降、M2 增速先慢后快)	15
图 15: 美国贸易政策不确定性指数	17
图 16: 2026 年 1-2 月份, 中国出口增速明显好于此前市场预期	17
图 17: 全球经济仍在边际回升的通道	18
图 18: G7、美国、日本 OECD 综合领先指标走势	18
图 19: 美国密歇根大学的消费者信心/预期/现状指数	19
图 20: 美国个人储蓄存款总额季调折年数 (十亿美元)	19
图 21: 美国大型科技公司的资本开支情况预测 (亿美元)	19
图 22: 剔除信息处理设备和软件后, 美国 GDP 实际增长率情况 (%)	19
图 23: 海外 AI 大厂经营现金流被用于资本支出的情况	20
图 24: 美国 Sentix 投资信心指数走势	20
图 25: 美国 CPI 环比季调走势 (%)	21
图 26: 美国 CPI 各个分项的拉动率 (百分点)	21
图 27: 2026 年 3 月份, 美联储点阵图预测	22
图 28: 美国就业数据表现情况	23
图 29: 美国工资-通胀螺旋指数走势	23
图 30: 中国制造业 PMI 及 PMI 新订单指数走势 (%)	25
图 31: 万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速 (%)	25
图 32: 固定资产投资完成额增速走势	25
图 33: 固定资产投资完成额增速的贡献拆解	25
图 34: 中国商品房销售面积及增速 (万平方米、%)	26
图 35: 中国房地产开发投资完成额累计值及增速 (亿元、%)	26
图 36: 中国建筑业 PMI 走势	27
图 37: 固定资产投资增速与政府债券同比具备一定相关性	27
图 38: 设备工器具购置/固定资产投资完成额比值走势	28
图 39: 固定资产投资完成额设备工器具购置累计同比走势	28
图 40: 中国社会消费品零售总额增速	28
图 41: 中国核心 CPI 走势	28
图 42: 出口对中国 GDP 当季同比的拉动	30
图 43: 中国当月出口金额及增速 (亿美元、%)	30
图 44: 社融与 M2 剪刀差走势	30
图 45: M1 与 M2 剪刀差走势	30
图 46: 中国 PMI 及中国 PPI 全部工业品当月同比的走势	32
表 1: Polymarket 中, 伊朗与以色列/美国之间的冲突何时结束的概率预测	7
表 2: 2019-2026 年《政府工作报告》的相关目标设定情况	10
表 3: 复盘历史, 大宗商品价格的传导顺序	11
表 4: 1973-1974 年、1979-1980 年时期, 各大类资产表现 (环比上个季度)	16
表 5: 2021-2022 年“类滞胀”时期, 各大类资产表现 (环比上个季度)	16

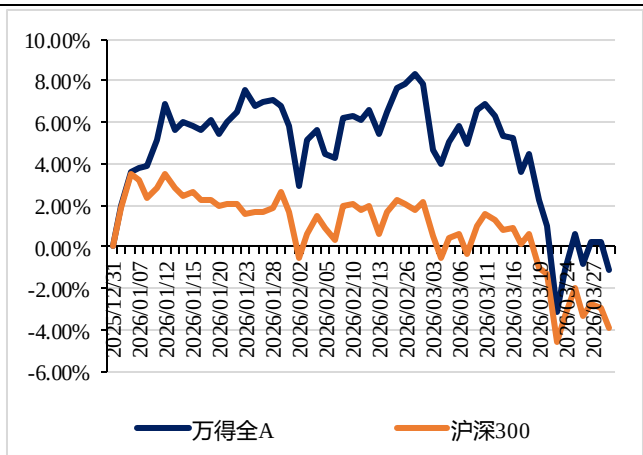
1 市场概况：A 股大概率延续震荡偏强，第二季度关注业绩主线

1.1 大势研判：海外局势对市场扰动较大，预计不改变 A 股中长期方向

2026 年第一季度，海外局势对市场扰动较大。2026 年第一季度，全球资产走势可分为三个阶段：（1）2026 年初在“AI 吞噬软件”、“Halo”交易等叙事逻辑下，韩国、中国台湾等“硬科技”占比高的股指涨幅较大，但恒生科技等“软科技”占比高的股指走势承压。（2）2 月 20 日，美国最高法院裁决，美国政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 所实施的关税措施，缺乏明确法律授权，海外关税风险显著降级，全球股市迎来短暂普涨行情。（3）2 月 28 日，美伊冲突骤然升级，伊朗开始反制封锁霍尔木兹海峡，国际原油价格大涨，全球市场交易“类滞胀”风险，权益资产普遍迎来调整，此时受油价冲击影响较大的日本及韩国股市回落幅度较大。

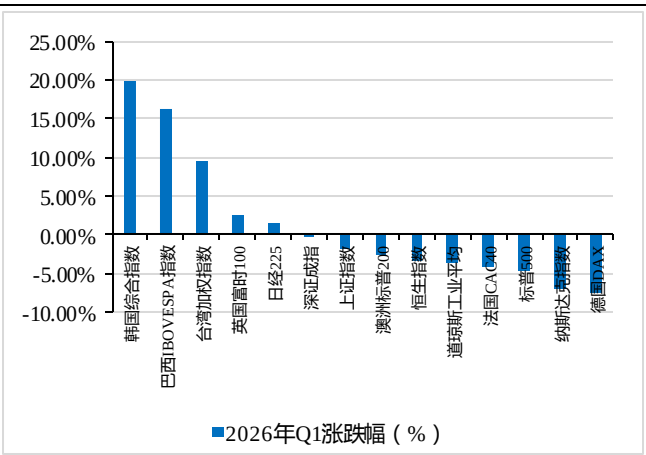
2025 年 12 月中下旬至 2026 年 2 月下旬，A 股市场在春季躁动行情加持下，整体呈现震荡上行态势。同时，逆周期调节开始发力，有效化解市场过热风险，为市场行稳致远提供支撑。3 月中下旬迄今，随着春季躁动行情结束、美伊冲突下的“类滞胀”担忧加剧，A 股出现一定幅度调整，尤其是长久期的科技资产表现不佳。

图 1: 2026 年第一季度，万得全 A 及沪深 300 指数走势 (%)



资料来源：wind 资讯 (20260101 至 20260331 期间涨跌幅)，
财信证券

图 2: 2026 年第一季度，全球主要股指的涨跌幅 (%)



资料来源：wind 资讯 (20260101 至 20260331 期间涨跌幅)，
财信证券

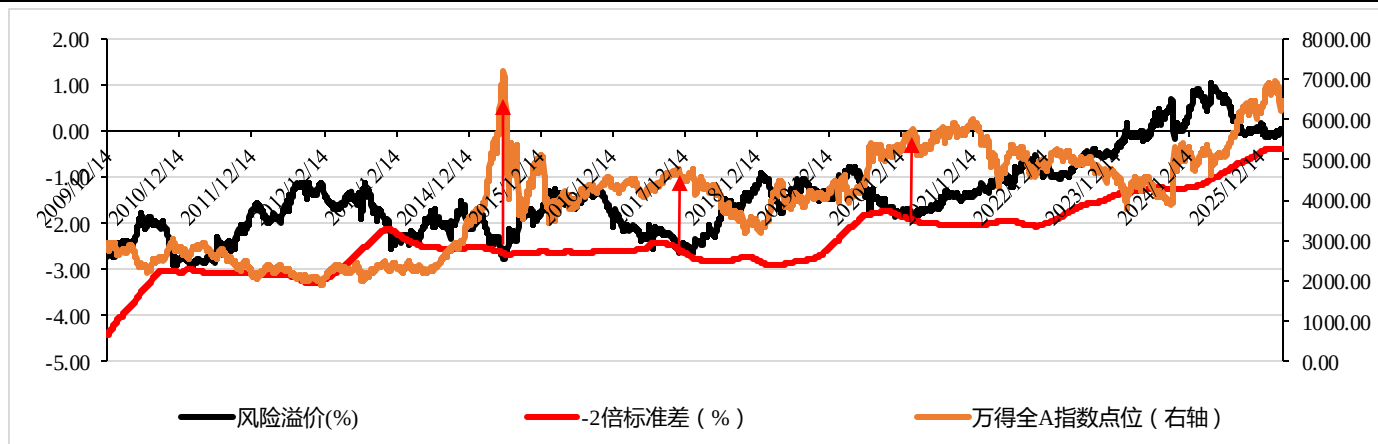
站在当前时点，外围市场冲击下的短暂调整，大概率不改变 A 股市场运行方向。我们预计 2026 年 A 股震荡上行行情仍将延续：

（1）从“牛市”演绎节奏来看，本轮行情持续时间（565 天）及高度（66.93%），仍明显低于前五轮牛市平均持续时间（873.4 天）及高度（232.79%），预计本轮行情仍有一定持续性；

（2）从市场估值来看，截至 2026 年 4 月 2 日，万得全 A 市净率估值 1.83 倍，处于近十年来历史 58.24%分位，估值仅略高于历史中枢，仍处相对合理水平；

(3) 从“牛市”顶部指标来看，当万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及 -2 倍标准差时，大概率将对应 A 股市场的顶部区间位置。截至 2026 年 4 月 1 日，万得全 A 指数的风险溢价率（股息率标准）为 -0.01%，距离 -2 倍标准差（-0.38%）尚有一定距离，暂未触及“顶部”指标，仍难言本轮行情结束。

图 3：万得全 A 的风险溢价（股息率标准）回落并触及 -2 倍标准差时，将对应 A 股市场的顶部区间位置



资料来源：Wind 资讯（本图风险溢价（股息率标准）采用“万得全 A 指数股息率 - 中证 10 年期国债收益率”来衡量；平均值及标准差计算均采用回溯 2 年的数据；时间截至 2026 年 4 月 1 日），财信证券

(4) 从本轮行情动力来看，2026 年随着“双宽松”政策基调延续、居民储蓄资产持续入市、“反内卷”改善业绩、新一轮科技革命势头延续，本轮“牛市”的根基依旧牢固。2025 年上证指数全年上涨 18.41%，2026 年大盘指数上行将受到业绩增速的牵引以及逆周期调节的约束，预计 2026 年指数上行幅度或不及 2025 年，将更加考验择时及基本面研究能力。

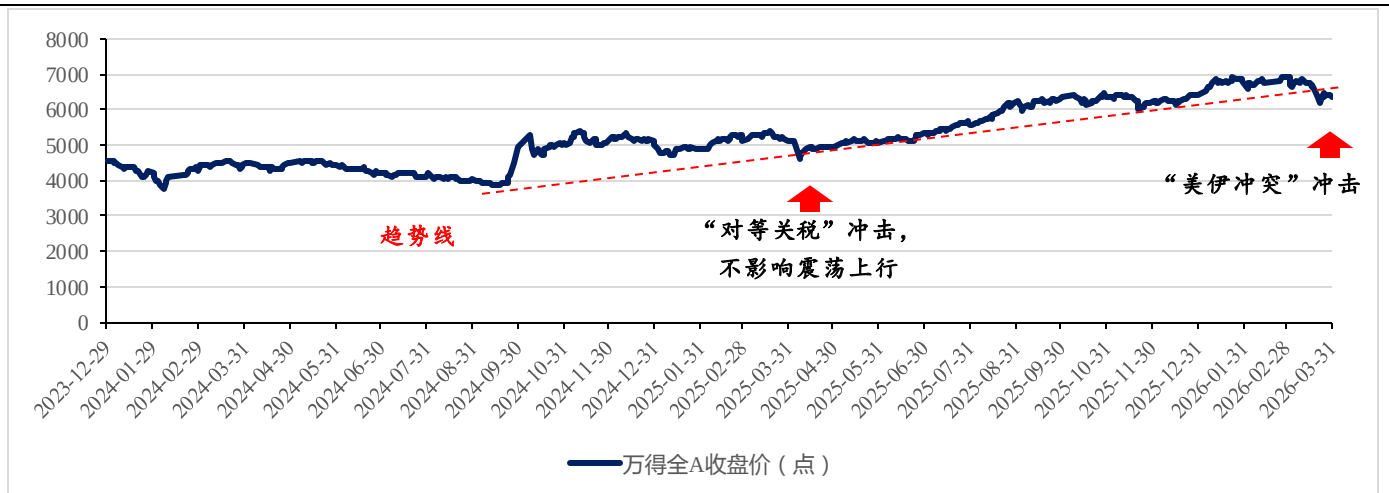
1.2 市场节奏：4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会

当前“美伊冲突”暂未改变 A 股震荡上行态势，后续影响主要看“美伊冲突”持续时间：从 2024 年“924”行情迄今，A 股市场整体呈现震荡上行态势。以万得全 A 指数为例，A 股调整可分为两种形态（见下图）：

(1) 由 A 股内生因素所引发的调整，通常调整幅度较小，一般不会跌破趋势线；

(2) 由严重“外部事件”冲击所引发的调整，通常调整幅度较大，可能跌破趋势线，例如 2025 年 4 月的“对等关税”冲击、2026 年 3 月的“美伊冲突”冲击，均跌破了趋势线。严重“外部事件”所引发的调整，其对 A 股走势的影响，主要取决于持续时间。如果持续时间较短，一般不改变 A 股震荡上行的态势，例如 2025 年 4 月的“对等关税”冲击；截至目前，本次“美伊冲突”目前仅演绎 1 个多月，暂未改变 A 股震荡上行态势，后续影响程度主要看“美伊冲突”的持续时间。

图 4：A 股内在调整一般调整至趋势线，严重“外部事件冲击”可能短暂跌破趋势线



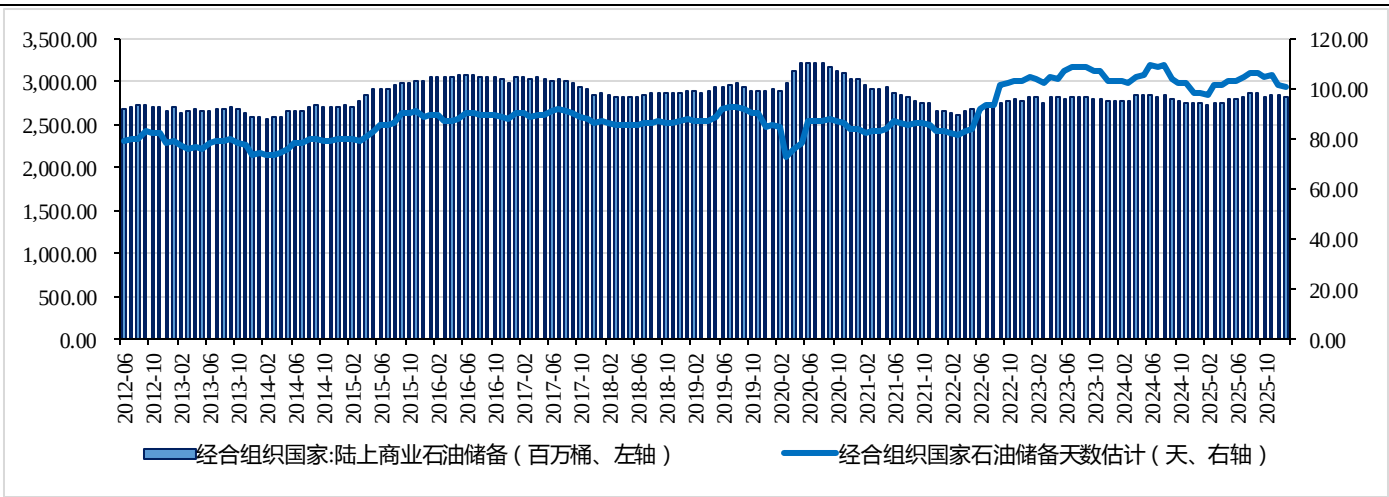
资料来源：wind 资讯，财信证券

关注美伊冲突持续时间,3个月或是市场临界值,市场存在一定尾部风险。虽然当前美伊冲突已有初步停火迹象,但双方在第一轮谈判中提出协议的分歧仍较大。在去中心化作战、非对称性消耗、民族情绪高涨等共同作用下,后续美伊战争可能存在持久战的风险,为全球市场走势增加不确定性。美伊战争主要通过油价来影响全球资本市场,参照历史,如果油价继续大幅上行或者长时间高位盘整,预计将对全球经济造成冲击和影响,包括但不限于油运运价暴涨、炼厂利润压缩、全球通胀反弹、央行政策承压等,重点关注霍尔木兹海峡通行情况以及中东地区的原油设施情况。

目前全球原油储备仍能提供一定缓冲空间,“美伊冲突”仅对通胀及市场预期产生影响,但并未显著影响全球经济增长前景。对于美伊冲突引发的石油供应短缺问题,根据《每日经济新闻》报道,昆山杜克大学美方校长约翰·奎尔奇认为,全球石油储备仅够维持三至四个月,每日 2000 万桶供应中断,占全球日原油消费量的五分之一。另外,根据 Wind 资讯,如果以 2026 年 1 月份经合组织国家陆上商业石油储备 2824 百万桶、2025 年第四季度经合组织预期战略储备石油日消费量 28 百万桶计算,估计经合组织国家石油储备天数约为 100.86 天,也在 3 个月左右。

我们从全球原油储备出发,如果出现霍尔木兹海峡封锁达三个月的情形,全球主要经济体的石油战略储备将捉襟见肘,届时原油短缺可能进一步向经济传导,增加全球主要经济体的经济下行压力,权益市场可能存在杀业绩的风险。

图 5：经合组织国家石油储备天数估计



资料来源：Wind 资讯，财信证券

当前美伊冲突已有初步停火迹象,但仍需关注谈判进展。伊朗最高国家安全委员会当地时间 4 月 8 日凌晨发表声明,称根据最高领袖的建议和最高国家安全委员会批准,接受巴基斯坦提出的停火提议。并决定在伊斯兰堡举行谈判以确定细节,在最多 15 天内通过政治谈判巩固胜利成果。此外,特朗普表示“我们收到了伊朗提出的 10 点提案,并认为这是一个可行的谈判基础。美国和伊朗之间几乎已经就过去所有的争议点达成一致,但这两周的时间将用于最终敲定并完成协议”。

但仍需关注谈判进展。根据预测市场平台 Polymarket 数据,截至 2026 年 4 月 8 日 17 点,市场预计伊朗与以色列/美国之间的冲突在 4 月 15 日结束的累计概率为 63%,在 4 月 30 日结束的累计概率为 67%。也即,市场仍预计两周后仍有 30-40%概率美伊无法谈拢。由于双方分歧过大,美伊首轮谈判并不顺利,根据新华社报道,美国副总统万斯 4 月 12 日在巴基斯坦首都伊斯兰堡召开的新闻发布会上说,美方尚未与伊朗达成共识,将返回美国。

表 1：Polymarket 中，伊朗与以色列/美国之间的冲突何时结束的概率预测

时间	4 月 15 日	4 月 30 日	5 月 15 日	6 月 30 日	12 月 31 日
概率	63%	67%	76%	87%	94%

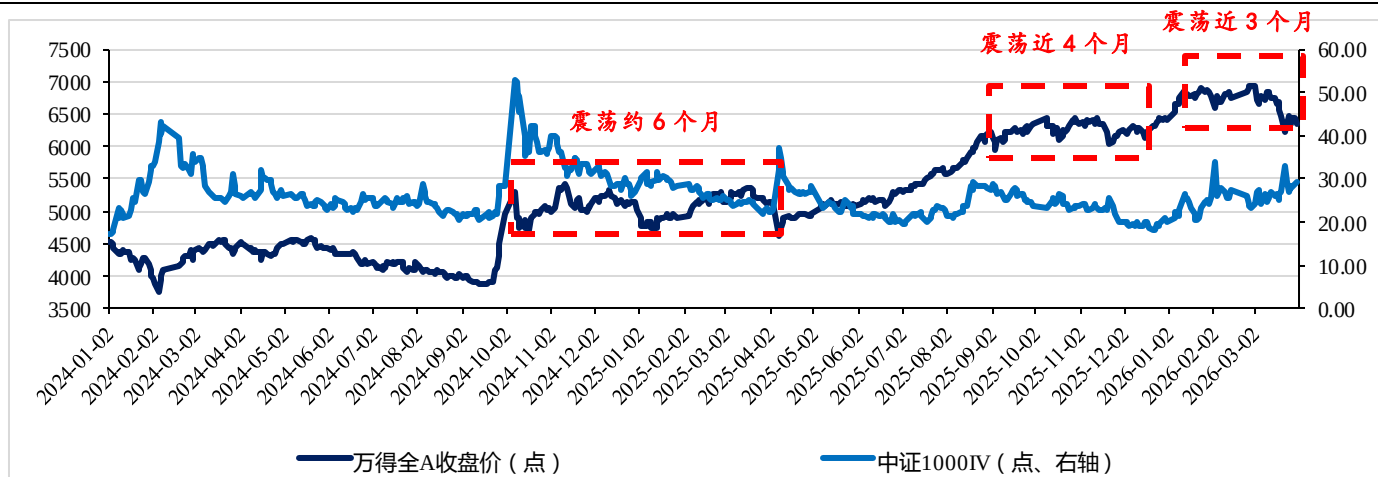
资料来源：polymarket.com，财信证券

4 月底前市场或以宽幅震荡为主,4 月底后关注趋势性机会。从经典技术形态来看,通常趋势性行情结束后,一般会进入震荡行情。且市场通常是“先宽幅震荡”、“后窄幅震荡”形态。在震荡调整区间,通常市场波动幅度以及成交金额都会越来越小,多空力量逐步均衡,直到市场变盘再次走出趋势性行情。但从 2024 年“924 行情”以来,市场震荡调整形态出现改变,表现为“先窄幅震荡、后宽幅震荡”走势,市场波动幅度会越来越大,当市场下跌幅度超过一定区间时,主流沪深 300ETF 基金通常出现大幅放量,指数开始企稳反弹。例如从 2024 年 10 月至 2025 年 4 月初,市场震荡调整约 6 个月,市场波动幅度逐步加大,2025 年 4 月初“对等关税”冲击后,主流沪深 300ETF 放量,市场阶段性见底后,再次走出趋势性行情;从 2025 年 8 月底至 2025 年 12 月中下旬,市场震荡调整约

4个月，2025年12月17日主流沪深300ETF放量，市场阶段性见底后，正式开启“春季躁动”行情，指数迎来趋势性机会。

从指数形态来看，2026年1月份市场趋势性上涨行情结束后，监管层逆周期调节与“春季躁动”行情形成有效对冲，叠加海外局势平稳以及上市公司业绩真空期，在2026年春节前的一个月，市场总体呈现窄幅震荡形态。2026年春节后迄今，随着“春季躁动”行情消退、“逆周期调节”迹象并不明显，叠加外围宏观事件影响加大、A股业绩报告逐步披露，A股市场波动幅度明显放大。鉴于美伊冲突局势仍有一定不确定性、A股业绩报告密集披露期临近，我们预计4月底之前，A股市场大概率仍处于“宽幅震荡”区间。4月底之后，随着A股年报及一季报披露完毕，重点观察届时海外宏观因素压制是否消退，如果消退，不排除市场再次走出趋势性行情的可能性，届时可再次关注科技主线、涨价主线的相关机会。

图6：宏观基本面影响加剧，春节后-4月底，市场将从窄幅震荡走向宽幅震荡，趋势性行情仍需等待

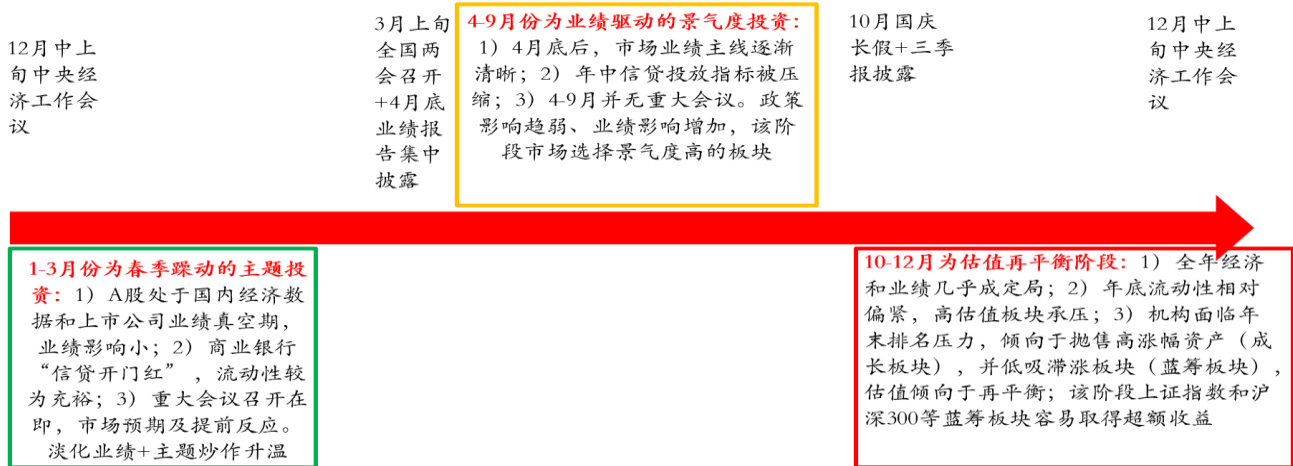


资料来源：wind 资讯 (20260101 至 20260331)，财信证券

1.3 风格研判：4-9月为业绩驱动的景气度投资

从日历效应来看，第二季度市场将更看重业绩方向。A股市场存在明显日历效应，通常4-9月份将是业绩驱动的景气度投资阶段，原因在于：一是4月底后，随着第一季度经济数据公布、上市公司的年报及一季报披露完毕，市场全年的业绩主线方向逐步清晰，资金更容易在高景气方向达成共识。二是随着年初信贷指标大量投放，通常会挤压年中的信贷指标，年中的流动性状况一般不及春节之后，使得流动性逻辑让位业绩逻辑。三是在4月至9月，国内重大经济工作会议并不多。因此与1-3月份由政策、流动性、市场情绪驱动的春季躁动行情不同，4-9月份政策对市场的影响有所降低，但业绩端对市场走势的影响增加。第二季度市场风格将更倾向有业绩支撑的高景气方向。

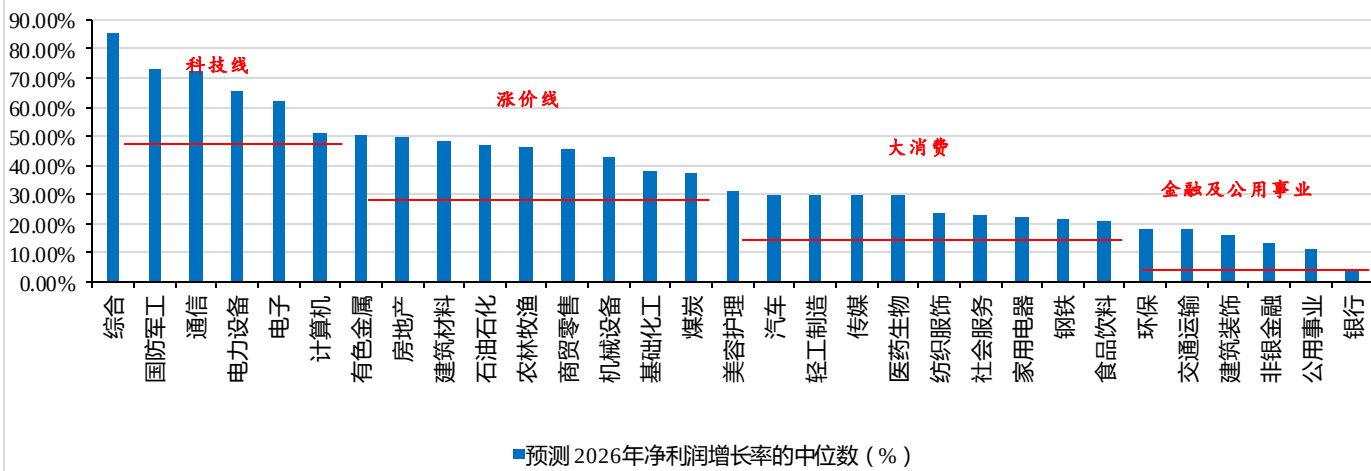
图 7：A 股市场的日历效应及规律总结



资料来源：Wind 资讯，财信证券

(2) 从业绩预测来看，2026 年科技线、涨价线的业绩增速潜力或靠前。截至 2026 年 4 月 7 日，在 A 股 5497 家上市公司中，我们仅统计有 2025-2026 年 Wind 一致预测净利润及收入数据的 2660 家上市公司，用于定性表征 A 股上市公司 2025 年-2026 年的业绩增速预期。根据申万一级行业分类，从 2026 年预测净利润增速中位数的排名来看，依次为：科技及自主可控方向（国防军工、通信、电力设备、电子、计算机）> 涨价方向（有色金属、石油石化、基础化工）> 大消费（美容护理、汽车、传媒、社会服务、家用电器、食品饮料）> 金融及公用事业（银行、交运、环保、公用事业）等。从业绩预测来看，2026 年市场高成长板块主要集中在 AI 产业趋势驱动的科技方向、受益于涨价的部分原材料板块。

图 8：分申万一级行业统计，万得一致预测 2026 年净利润增长率的中位数（%）



资料来源：Wind 资讯（截至 2026 年 4 月 7 日，在 A 股 5497 家上市公司中，仅统计有 2025-2026 年 Wind 一致预测净利润及收入数据的 2660 家上市公司，用于定性表征 A 股上市公司 2025 年-2026 年的业绩预期；考虑到不完全统计，且通常有 Wind 一致预测数据的公司，业绩通常较好，再考虑到市场一致预测业绩数据偏乐观，因此上表数据仅可做定性分析，用作定量分析的误差可能偏大），财信证券

1.4 政策动向：两会释放积极信号，关注扩内需及科技成长方向

2026 年《政府工作报告》坚持稳中求进工作总基调：考虑到开局之年为调结构、防风险、促改革留出空间，为后期更好发展打牢基础，2026 年《政府工作报告》坚持稳中求进工作总基调，将 2026 年 GDP 增长目标设定在 4.5%—5% 区间，体现出稳健务实的倾向，并强调要“在实际工作中努力争取更好结果”。本次《报告》对“安全、科技、高质量、风险”等关键词描述明显偏多，对“发展、稳、就业”等关键词词频变化不大，对“改革、创新、民生、开放”关键词描述有所减少，预计 2026 年宏观政策重点将向“经济结构调整、高质量发展、科技突围、安全可控”等中长期领域倾斜。

财政与货币政策仍将维持宽松：财政政策方面，《报告》继续实施更加积极的财政政策，今年赤字率拟按 4% 左右安排。我们测算 2026 年广义赤字率约为 8.1%，较 2025 年的 8.5% 左右略有下滑，但仍维持在较高水平，体现了政策的积极取向。同时，财政支出结构进一步优化，更加注重“支持提振消费、投资于人、保障民生等方面，提高财政资金使用效益”。货币政策方面，《报告》继续实施适度宽松的货币政策。相较于前两年，本次《报告》更强调货币政策的灵活高效性，总量型货币政策着墨较少，突出强调了要“优化创新结构性货币政策工具，适当增加规模，完善实施方式”及“畅通货币政策传导机制”。

表 2：2019-2026 年《政府工作报告》的相关目标设定情况

经济发展目标指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	变动
GDP 增速	6%-6.5%	/	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右	5%左右	4.5%—5%	上限不变，下限下调
CPI 增速	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	2%左右	2%左右	持平
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1200 万人左右	1200 万人以上	1200 万人以上	1200 万人以上	持平
城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	持平
单位国内生产总值能耗	下降 3%左右	继续下降	降低 3%左右	“十四五”统筹考核	继续下降；重点控制化石能源消费	降低 2.5%左右	降低 3%左右	降低 3.8%左右	降幅扩大

资料来源：历年政府工作报告，财信证券

关注服务消费、未来能源、脑机接口：内需方面，《报告》提出“制定实施城乡居民增收计划”，扩大内需正从补贴驱动转到“居民增收”驱动。方向上，强调“实施服务消费提质惠民行动”、“释放文旅、赛事、康养等领域消费潜力”，预计服务消费补贴及优惠政策有望逐步落地。投资方面，《报告》提出今年拟安排中央预算内投资 7550 亿元，安排 8000 亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设；方向上“聚焦新质生产力、新型城镇化、人的全面发展等重点领域”，体现投资于物和投资于人紧密结合。产业方面，《报告》首次将“未来能源、脑机接口”等纳入未来产业，预计会成为未来 A 股市场关注焦点。

整体而言，2026 年《政府工作报告》延续稳中求进工作总基调，财政与货币政策仍将维持宽松，发展新质生产力、推动经济高质量发展是全年政策的重点。风格方面，预计涨价板块及科技方向仍将是市场两大主线，同时可择机布局服务消费领域。

1.5 大宗商品：关注黄金及农产品机会

大宗商品涨价延续从贵金属、到工业金属、再到能源及农产品的顺序。回顾近 20 年以来的大宗商品涨价周期，在经济周期及货币信用周期共同作用下，大宗商品涨价延续从贵金属、到工业金属、再到能源及农产品的顺序；其中，黄金涨价平稳、持续性强，其他大宗商品爆发力强、但持续性差；等原油、农产品轮动完毕后，通常进入大宗商品的下跌期。本轮大宗商品行情已经持续数年，后续主要关注大宗商品的结构性机会：

(1) 黄金价格仍存在波段操作机会。对比了历史几次黄金价格高点，如果在美债分析框架内保守测算，2026 年 1 月 26 日美国国债总额约为 38.51 万亿美元，是 2011 年 9 月黄金高点时美债规模的 2.62 倍，假设伦敦金现高点与美债规模同比例扩张，对应伦敦金现高点为 4980.28 美元/盎司；如果脱离美债分析框架，乐观假设黄金价格高点与全球名义 GDP 同步扩张。预计 2026 年全球名义 GDP 约为 123.58 万亿美元，约是 1980 年全球名义 GDP 的 9.99 倍，对应 2026 年伦敦金现的年平均价为 6135.77 美元/盎司。综合预计 2026 年黄金价格年平均价可能在 5000-6000 美元/盎司附近。由于黄金为持续性最好的大宗商品品种，叠加央行购金对黄金价格的支撑，如果黄金价格在 5000 美元/盎司以下时，可择机配置黄金，待黄金价格修复 5000 美元/盎司上方时再退出。

(2) 农产品价格的补涨机会。目前贵金属、工业金属、能源品及化工品均已实现上涨，但农产品价格尚未明显表现。参照历史，随着能源及化工（化肥）等推高生产成本，叠加天气及养殖周期相关扰动，农产品价格可能出现涨价，是当前赔率及胜率较高的大宗商品方向。

表 3：复盘历史，大宗商品价格的传导顺序

	期货收盘价 (连续):COM EX 黄金	期货收盘价(连续):COMEX 迷你 白银	现货结算 价:LME 铜	现货结算 价:LME 铝	期货结算价 (连续):布伦 特原油	CRB 现货 指数:食品	CRB 现货 指数:家畜
2026	35.10%	120.83%	31.09%	19.09%	-6.35%	-10.54%	-5.02%
2025	44.71%	41.99%	8.73%	8.81%	-14.62%	1.08%	12.91%
2024	22.57%	20.84%	7.89%	7.53%	-2.81%	-3.54%	-13.10%
2023	8.02%	7.88%	-3.63%	-16.78%	-17.04%	-4.14%	-9.53%
2022	0.04%	-13.37%	-5.59%	9.02%	39.61%	21.89%	16.49%
2021	1.34%	21.53%	50.75%	45.52%	64.17%	41.97%	55.91%
2020	27.35%	27.75%	3.02%	-4.86%	-32.65%	-4.19%	-4.73%
2019	9.78%	3.00%	-8.02%	-15.12%	-10.50%	-1.29%	-5.77%
2018	0.98%	-7.84%	5.79%	7.18%	30.98%	-1.78%	-9.08%
2017	0.65%	-0.48%	26.80%	22.67%	21.28%	0.22%	2.39%

2016	7.75%	9.30%	-11.50%	-3.36%	-15.80%	-3.87%	-5.65%
2015	-8.54%	-17.95%	-19.93%	-11.05%	-46.11%	-13.67%	-24.37%
2014	-10.12%	-19.59%	-6.28%	1.18%	-8.51%	3.29%	5.29%
2013	-15.55%	-23.45%	-7.84%	-8.55%	-2.65%	-8.38%	0.80%
2012	6.19%	-12.08%	-9.83%	-15.77%	0.68%	-8.78%	-1.63%
2011	28.06%	31.64%	16.69%	10.18%	38.06%	27.27%	29.53%
2010	25.88%		44.98%	29.56%	28.18%	22.32%	32.60%
2009	11.87%		-25.14%	-34.99%	-36.39%	-17.06%	-22.44%
2008	24.99%		-2.46%	-2.37%	35.60%	19.45%	6.65%
2007	15.38%		5.68%	3.07%	9.90%	21.67%	22.57%
2006	35.77%		82.33%	34.78%	19.66%	2.29%	-1.10%
2005	8.69%		29.52%	11.14%	45.24%	-8.27%	-5.55%
2004	12.59%		32.35%	9.86%	33.59%	13.28%	10.74%
2003	17.15%				13.75%	12.44%	22.62%
2002	14.54%				0.68%	3.38%	-3.11%
2001	-2.81%				-12.85%	13.63%	12.92%
2000	-0.02%				58.24%	-3.92%	0.26%

资料来源：Wind 资讯（①上表中的 2026 年涨跌幅数据仅统计至 1 月 27 日，代表性有限，请谨慎参考；②先计算上述品种的年平均价，然后除以上一年平均价，计算年平均价的同比涨跌幅），财信证券

1.6 本章小结：A 股大概率延续震荡偏强，第二季度关注业绩主线

（1）大势研判方面，2026 年随着“双宽松”政策基调延续、居民储蓄资产持续入市、“反内卷”改善业绩、新一轮科技革命势头延续，本轮“牛市”的根基仍在。受到业绩增速的牵引以及逆周期调节的约束，预计 2026 年指数上行幅度或不及 2025 年，将更加考验择时及基本面研究能力。节奏上，4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会。

（2）海外冲击方面，当前“美伊冲突”暂未改变 A 股震荡上行态势，后续影响主要看“美伊冲突”持续时间。通常全球原油储备在三至四个月左右，仍能提供一定缓冲空间。目前“美伊冲突”仅对通胀及市场预期产生影响，但并未显著影响全球经济。从全球原油储备出发，如果出现霍尔木兹海峡封锁达三个月的情形，全球主要经济体的石油战略储备将捉襟见肘，届时原油短缺可能进一步向经济传导，增加全球主要经济体的经济下行压力，权益市场可能存在杀业绩的风险。当前美伊冲突已有初步停火迹象，市场风险偏好初步修复，但仍需关注谈判进展。根据 Polymarket 数据，市场预计伊朗与以色列/美国之间的冲突在 4 月 15 日结束的累计概率为 63%，在 4 月 30 日结束的累计概率为 67%。也即，市场仍预计两周后仍有 30-40% 概率美伊无法谈拢。

（3）市场风格方面，从日历效应来看，第二季度市场将更看重业绩方向，预计 2026 年科技线、涨价线的业绩增速潜力或靠前；政策方面，从两会政府工作报告出发，可关注服务消费、未来能源、脑机接口等领域。

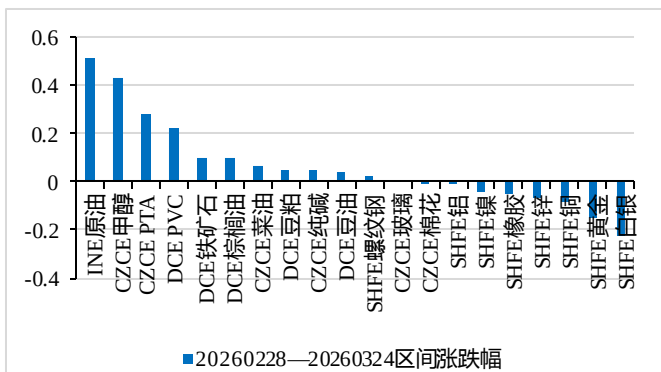
（4）大宗商品方面，本轮大宗商品行情已经持续数年，后续主要关注大宗商品的结

2 全球：全球“滞胀”交易再起，第二季度仍有较大不确定性

-13-

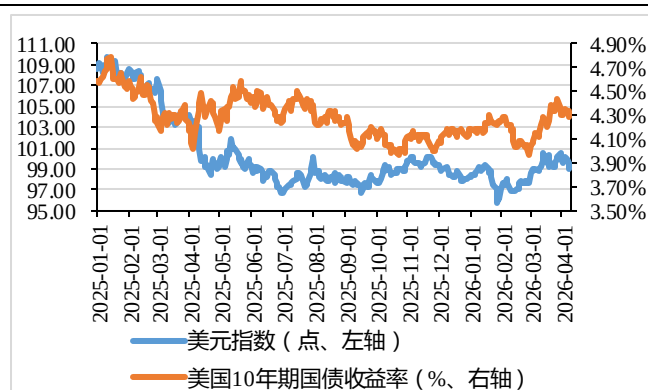
的锚，其持续走高，压制了其他多种资产表现。

图 11：能源品、化工品大涨，带动农产品走强；贵金属、工业金属（铜、锌）大幅调整



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 12：美元指数走高、美债收益率上行至高位



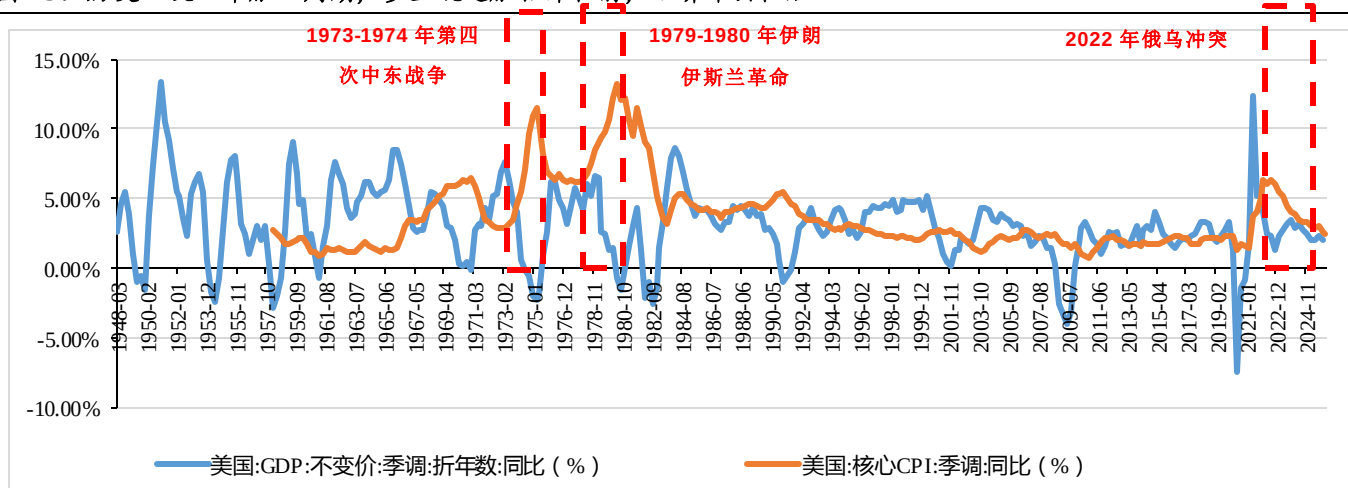
资料来源：Wind 资讯，财信证券

回顾海外上世纪 70 年代以来的三轮典型“滞胀”交易周期，其存在三个特征：

（1）从原因来看，资源品（尤其是能源品）供给危机是主要原因，例如 1973-1974 年第四次中东战争、1979-1980 年伊朗伊斯兰革命、2022 年俄乌冲突，都出现了相应能源品供给紧张状况；

（2）从节奏来看，冲击呈现两阶段特征，第一阶段是通胀大幅抬升，但此时并未明显影响经济；第二阶段是高通胀抑制需求，“滞胀”传导到经济领域、经济增速承压；

图 13：历史三次“滞胀”周期，多呈现通胀抬升在前，经济冲击在后



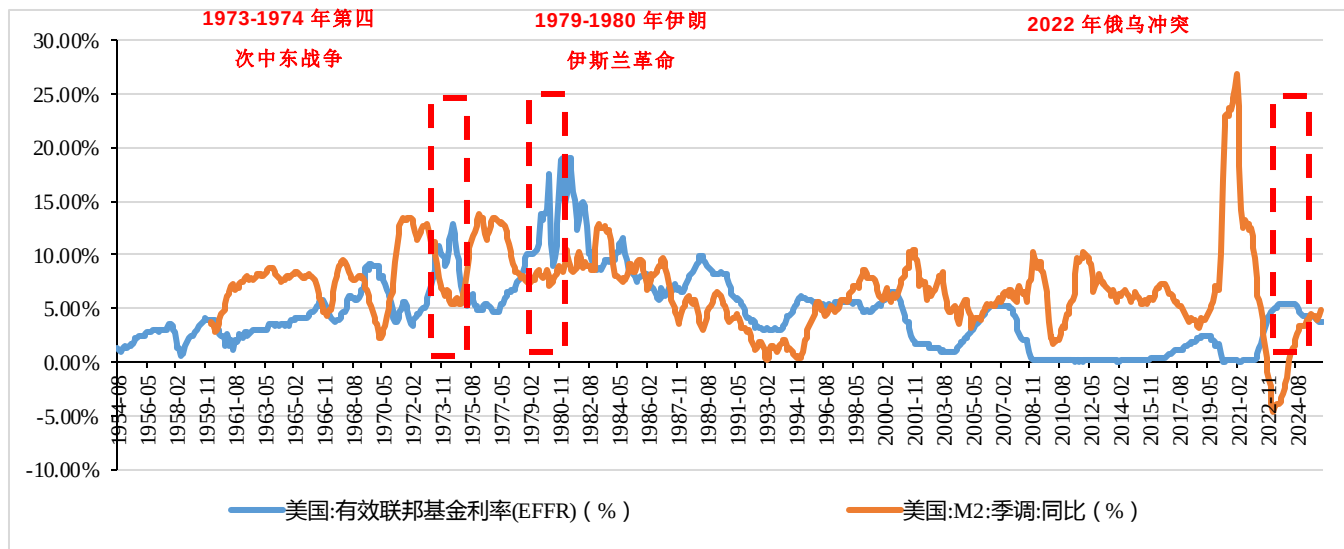
资料来源：Wind 资讯，财信证券

（3）从影响来看，在“滞胀”的第一阶段将交易“胀”的预期，但此时经济增速预期尚未下行，可能通过加息来抑制通胀。因此在该阶段，股市中对涨价敏感的行业表现较好（例如能源品），但长久期资产受通胀上行及折现率提升拖累，表现不佳；

在“滞胀”第二阶段将交易“滞”的逻辑，此时市场将逐步反映经济增速下修的预期，可能通过降息来防止经济过快下行，防守成为市场主流选择，黄金、红利资产、债券等避

险资产受益于降息预期，表现相对占优。

图 14：历史三次“滞胀”周期，货币环境先紧后松（利率先升后降、M2 增速先慢后快）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

（4）实证案例一，我们分季度回顾了 1973-1974 年、1979-1980 年“滞胀”时期的全球大类资产表现，大致可分为“通胀预期”、“加息预期”、“降息预期”等三个阶段，其中“通胀预期”与“加息预期”阶段可能存在一定重叠空间。

通常，在“通胀预期”阶段，黄金等大宗商品通常能环比取得正收益；

在“加息预期”阶段，美债收益率走高、美元指数走强，商品指数走弱，权益市场普遍承压，尤其是长久期的科技指数表现不佳；

在“降息预期”阶段，美债收益率回落，美元指数走弱，商品市场及权益市场反弹，长久期的科技资产反弹力度居前。但此时“降息预期”通常仅为预防式降息，暂未体现“经济衰退风险”。如果出现“经济衰退风险”，权益市场可能因经济走弱及业绩下行拖累，通常表现不佳。

表 4：1973-1974 年、1979-1980 年时期，各大类资产表现（环比上个季度）

	美元指数	伦敦金 现:IDC	美国:国债 收益率:10 年 (BP)	美国:纳斯 达克综合 指数	美国:道琼 斯工业平 均指数	美国:标准 普尔 500 指数	东京日经 225 指数	恒生指数
1980Q4	5.08%	-11.55%	57.00	7.77%	3.39%	8.21%	-0.19%	21.42%
1980Q3	0.96%	2.03%	177.00	19.00%	7.43%	9.82%	2.99%	13.76%
1980Q2	-8.95%	32.15%	降息 预期 -255.00	加息 20.44%	10.46%	11.90%	4.80%	36.21%
1980Q1	9.04%	-3.42%	231.00	预期 -13.33%	-6.32%	-5.42%	-0.20%	-10.93%
1979Q4	0.43%	28.89%	89.00	0.77%	-4.53%	-1.26%	0.01%	28.22%
1979Q3	-2.73%	43.15%	通胀 预期 63.00	8.58%	4.35%	6.23%	5.14%	27.17%
1979Q2	-0.77%	15.58%	-30.00	4.83%	-2.34%	1.30%	1.85%	0.31%
1979Q1	2.35%	6.24%	-4.00	11.68%	7.10%	5.70%	2.20%	8.51%
1974Q4	-5.06%	21.14%	降息 预期 -54.00	加息 7.45%	1.38%	7.90%	-2.86%	-19.51%
1974Q3	2.32%	-1.51%	30.00	-26.71%	-24.24%	-26.12%	-14.18%	-46.77%
1974Q2	0.65%	-8.50%	23.00	预期 -17.68%	-5.23%	-8.49%	3.06%	18.23%
1974Q1	-2.81%	57.81%	51.00	0.09%	-0.49%	-3.66%	3.70%	-22.11%
1973Q4	8.02%	3.64%	0.00	-17.10%	-10.16%	-10.03%	-6.73%	-18.62%
1973Q3	0.97%	-14.28%	通胀 预期 -4.00	10.12%	6.21%	4.00%	-1.24%	-14.49%
1973Q2	-7.21%	42.37%	21.00	-14.03%	-6.24%	-6.51%	-10.67%	-52.10%
1973Q1	-8.14%	32.01%	32.00	-12.17%	-6.77%	-5.53%	0.50%	54.27%

资料来源：Wind 资讯，财信证券

（5）实证案例二，我们分季度回顾了 2021-2022 年“类滞胀”时期，全球各个大类资产表现，可分为“通胀预期”、“加息预期”阶段。其中在“通胀预期”阶段，铜等工业金属、国际原油价格走高，权益市场大多仍温和上行；在“加息预期”阶段，10 年期美债收益率走高，美元指数走强，商品市场及权益市场普遍承压，长周期科技资产表现更为逊色。但本次“类滞胀”时期在 AI 科技浪潮加持下，海外科技巨头大幅增加资本开支，美国经济实现软着陆，并未经历“衰退”阶段，美联储利率在高位长时间维持后，才再次进入预防式降息周期。

表 5：2021-2022 年“类滞胀”时期，各大类资产表现（环比上个季度）

									全球:现	中国:上			
									货价:原	海:价格:			
									油(英国	现货结算	螺纹钢	中债国债	
									布伦特	价:LME	(HRB400	上证综合	到期收益
美元指数	伦敦金	率:10 年	债收益	美国:纳	美国:道	美国:标	东京日经						
	现:IDC	(BP)	合指数	斯达克综	琼斯工业	准普尔	225 指数	恒生指数	Dtd)	铜	E,20mm)	指数	率:10 年
2026Q1	0.98%	3.56%	21.00	-6.37%	-4.03%	-4.22%	3.80%	-2.21%	76.92%	-5.00%	-3.01%	-2.21%	-2.01
2025Q4	0.46%	11.94%	2.00	2.57%	3.59%	2.35%	12.03%	-4.56%	-7.66%	21.40%	3.43%	2.22%	-1.32
2022Q4	-7.72%	9.76%	5.00	-1.03%	15.39%	7.08%	0.61%	14.86%	-7.48%	9.68%	1.73%	2.14%	7.52
2022Q3	7.11%	-8.09%	85.00	-4.11%	-6.66%	-5.28%	-1.73%	-21.21%	-27.00%	-7.25%	-7.32%	-11.01%	-6.04
2022Q2	6.45%	-6.71%	66.00	-22.44%	-11.25%	-16.45%	-5.13%	-0.62%	9.28%	-20.24%	-13.12%	4.50%	3.27
2022Q1	2.49%	5.89%	80.00	-9.10%	-4.57%	-4.95%	-3.37%	-5.99%	42.76%	6.65%	5.45%	-10.65%	1.24
2021Q4	1.81%	4.14%	0.00	8.28%	7.37%	10.65%	-2.24%	-4.79%	-2.34%	7.20%	-19.29%	2.01%	-10.22
2021Q3	2.05%	-0.77%	7.00	-0.38%	-1.91%	0.23%	2.30%	-14.75%	3.74%	-3.67%	20.86%	-0.64%	-20.02

2021Q2	-0.88%	3.67%	-29.00	9.49%	4.61%	8.17%	-1.33%	1.58%	19.19%	6.04%	-0.20%	4.34%	-11.09
2021Q1	3.59%	-10.01%	81.00	2.78%	7.76%	5.77%	6.32%	4.21%	26.19%	14.33%	8.89%	-0.90%	4.58

资料来源：Wind 资讯，财信证券

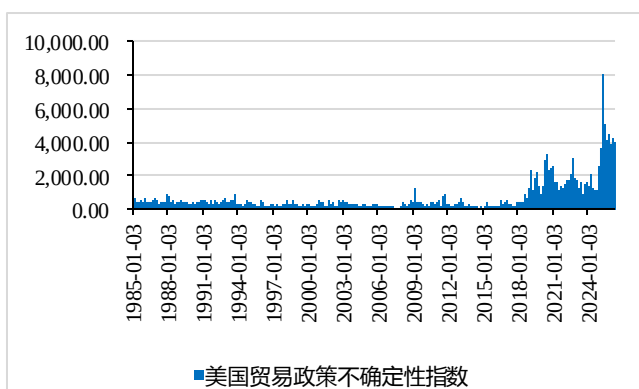
在国际原油价格大幅上行背景下，目前全球市场仍在交易第一阶段“胀”的预期，尚未过渡至“滞”的逻辑。后续美伊冲突持续时间、霍尔木兹海峡何时解封，将是“胀”走向“滞”的关键。我们从经验法则来预计，如果霍尔木兹海峡封锁达一个月，市场可能再次预期美伊冲突持久化、加速“胀”的交易；如果霍尔木兹海峡封锁达三个月，全球主要经济体的石油战略储备将捉襟见肘，不排除届时市场开始交易“滞”的逻辑。

2.2 海外关税：预计 2026 年美国关税对市场扰动将明显小于 2025 年

美国关税法理基础面临不确定性。根据财联社，2 月 20 日，美国最高法院裁决，美国政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 所实施的关税措施，缺乏明确法律授权。在法律压力之下，美国政府发布行政令，宣布终止一系列关税措施。随后，美国政府转而援引《1974 年贸易法》第 122 条，该条授权总统在出现严重国际收支问题时，可在 150 天内征收临时进口关税或通过配额限制进口。根据美国政府行政令，美国将对进口商品征收 10% 的所谓“临时关税”，为期 150 天，仅有部分商品豁免。十几个小时后，美方又声称将其提高至 15%。从影响来看，自去年 2 月以来，美国依据 IEEPA 对我国加征的新关税主要有两部分：一是所谓的“芬太尼关税”，目前对华税率是 10%；二是所谓的“对等关税”，目前对华执行其中的 10% 税率，余下 24% 税率暂缓执行。按照美国行政令，这些援引美国《国际紧急经济权力法》实施的关税将“尽快终止征收”。

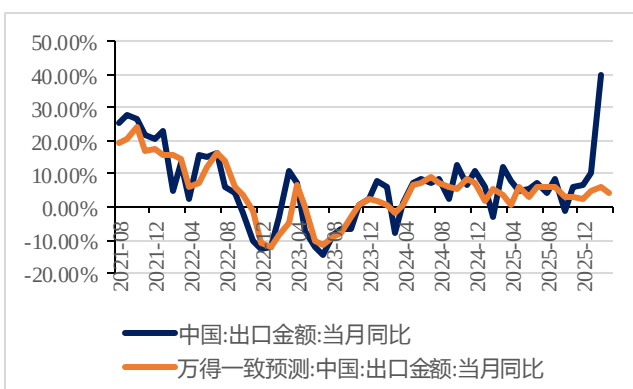
后续关税走向来看，虽然美国政府宣称，即便不能实施 IEEPA 关税，也可以援引《1930 年关税法》、《1962 年贸易扩展法》、《1974 年贸易法》等法律对进口商品加征关税，但这些法律工具规定了严格的实施条件和实施前提，仅为替代 IEEPA 关税而强行加征新名目的进口关税，将引发新的司法诉讼，实际执行的难度明显加大，预计后续特朗普政府与国会就关税问题还会发生多轮司法较量，从而对全球贸易环境增添新的不确定性。

图 15：美国贸易政策不确定性指数



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 16：2026 年 1-2 月份，中国出口增速明显好于此前市场预期



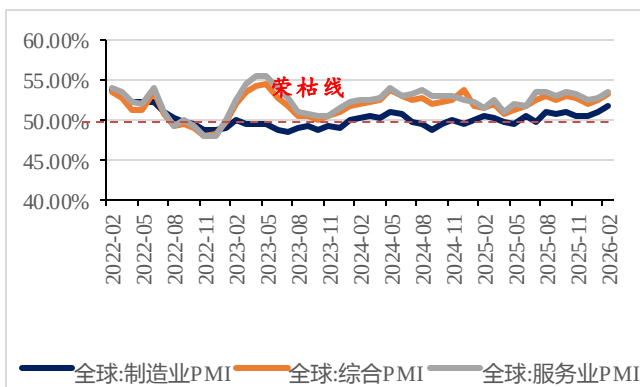
资料来源：wind 资讯，财信证券

实际来看，在 2 月 20 日，美国最高法院裁定援引 IEEPA 关税措施无效后，美国政府出台的关税措施呈现零散化、临时化特征，目前暂未对市场预期产生显著影响。我们认为，2026 年特朗普政府关税政策优先级将让步于美国中期选举，叠加美国关税法理基础面临不确定性，预计实际关税对市场扰动将明显小于 2025 年。

2.3 海外经济：短期海外经济仍有韧性，但有潜在风险需要提防

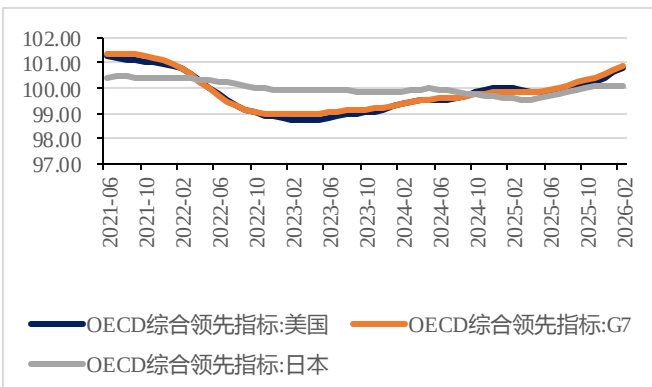
全球经济数据短期仍有韧性，后续主要跟踪美伊局势及美国外贸政策。随着 AI 基建投资继续加码，全球经济复苏势头并未实质性放缓。2026 年 2 月份全球制造业 PMI 为 51.80%，较上月提升 0.9 个百分点，OECD 综合领先指标（G7、美国）总体稳中有升，显示近期全球经济仍有韧性。但目前全球经济数据暂未体现美伊局势的影响，后续主要跟踪美伊局势及美国外贸政策变化。

图 17：全球经济仍在边际回升的通道



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

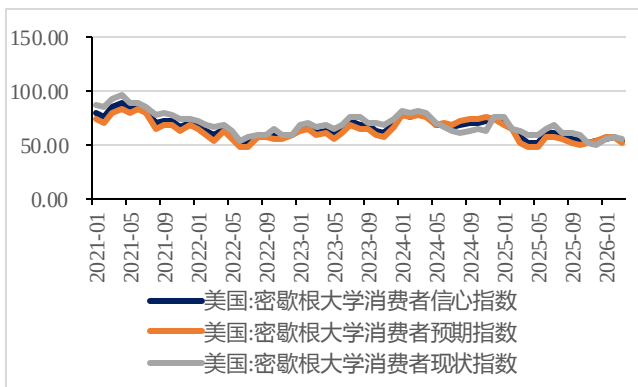
图 18：G7、美国、日本 OECD 综合领先指标走势



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

一、消费端，后续美国消费存在边际走弱风险。消费约占美国 GDP 七成左右：①从消费意愿来看，美伊冲突下的油价高企，侵蚀了居民购买力，美国 3 月份消费者信心指数为 53.3 点，较 2 月份下降 3.3 个点，反映美国居民边际消费意愿有所回落。②从消费能力来看，截至 2026 年 2 月，美国个人储蓄存款总额季调折年数为 9315.45 亿美元，与 2019 年 12 月（10200.87 亿美元）相当，美国居民超额储蓄并不显著，制约消费能力。③从财富效应来看，2026 年 1 月底迄今，在 AI 吞噬行业叙事、美伊冲突爆发下，美股呈现震荡回落态势，弱化了美国居民财富效应。三者叠加影响下，后续美国消费存在边际走弱风险。

图 19: 美国密歇根大学的消费者信心/预期/现状指数



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 3 月), 财信证券

图 20: 美国个人储蓄存款总额季调折年数(十亿美元)

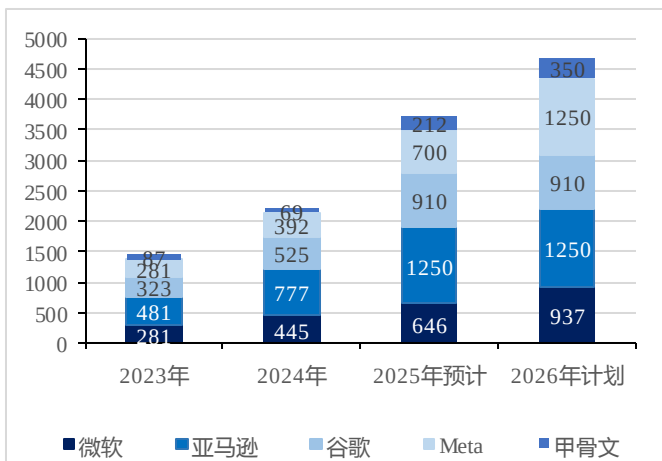


资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 1 月), 财信证券

二、投资端，关注海外 AI 高资本开支的持续性

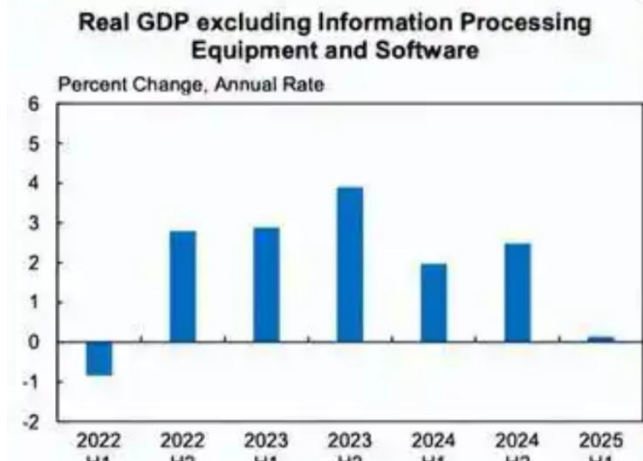
AI 资本开支总额占美国 GDP 比例较高。AI 产业趋势驱动下,美国人工智能相关投资(尤其是软件、计算和数据基础设施领域)节节攀升,已经成为驱动美国 GDP 增长的重要动力。我们根据《财经》杂志预计,2025 年微软、亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文等美国五大科技公司(下同)的资本支出总额约为 3718 亿美元,同比增速超过 60%。以 IMF 预测 2025 年美国 GDP 现价 30.62 万亿美元测算,美国五大科技公司的资本支出总额占美国 GDP 比例约为 1.21%。《财经》杂志根据美国五大科技公司在财报电话会披露的 2026 年资本支出进展,预计这五家科技公司 2026 年资本支出将达 4700 亿美元,增速至少超过 26%,AI 资本开支已经成为美国投资端的重要支撑。

图 21: 美国大型科技公司的资本开支情况预测(亿美元)



资料来源: 财经 (吴俊宇; 注释, 保守计算 2026 年亚马逊、谷歌资本支出仅维持在 2025 年的规模), 财信证券

图 22: 剔除信息处理设备和软件后, 美国 GDP 实际增长率情况 (%)



资料来源: 新浪财经

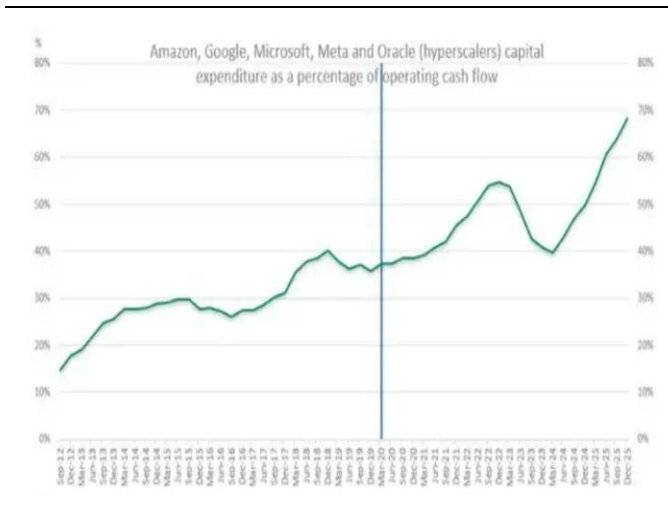
关注海外科技巨头 AI 高资本开支的持续性。如果高额 AI 资本开支无法对应营业收入增长,其折旧费用将是拖累后续海外科技巨头业绩的关键。根据上游新闻,科技公司大

规模采购英伟达芯片和服务器的以扩充算力，这些计算设备通常只有 2 至 3 年产品周期。但海外科技巨头近期将折旧周期延长。“大空头” Michael Burry 发文表示，科技巨头通过延长资产的“有效使用寿命”来低估折旧，从而人为地抬高收益。他估计从 2026 年到 2028 年，大型科技公司将因低估折旧而虚增 1760 亿美元的利润。后续密切关注海外科技巨头的资本开支及折旧情况，这可能带来美国投资端的脆弱性。

海外科技巨头将更多转向信贷市场融资。根据阿波罗全球管理公司，截至去年年底，海外 AI 大厂约 60% 的经营现金流被用于资本支出，如今这个比例或已接近 70%。科技巨头们将更多转向信贷市场，根据三菱日联金融集团估计，科技和人工智能公司去年的投资级债券发行总额为 2450 亿美元，这一数字与之前十年累计的 2980 亿美元已相差不远。随着海外科技巨头更多转向信贷市场融资，将一定程度增加其经营脆弱性，预计美债市场与科技巨头股价表现的联动性将增加，科技巨头融资成本可能成为其股价走势的先行指标。

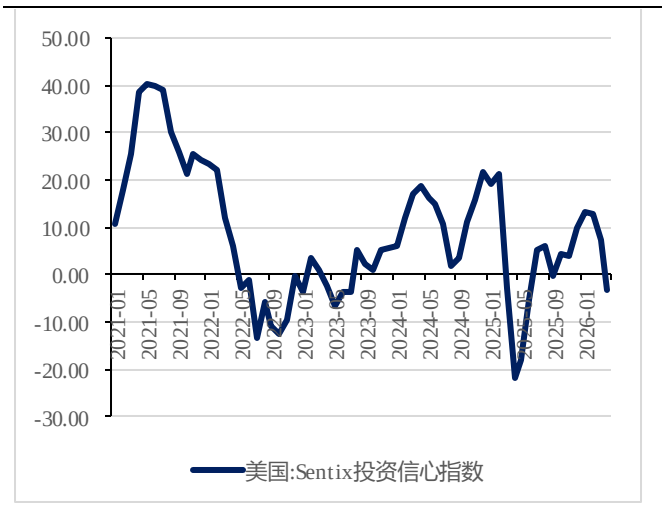
警惕美国投资端降温风险。2026 年 1-2 月美国 Sentix 投资信心指数短暂回暖，但随着美伊冲突爆发及美债收益率走高，3-4 月份美国 Sentix 投资信心指数明显回落，4 月份已经回落至 -3.20 点，后续警惕美国投资端降温风险，美债收益率走高将制约科技公司融资。

图 23: 海外 AI 大厂经营现金流被用于资本支出的情况



资料来源：财联社

图 24: 美国 Sentix 投资信心指数走势



资料来源：wind 资讯（截至 20260407），财信证券

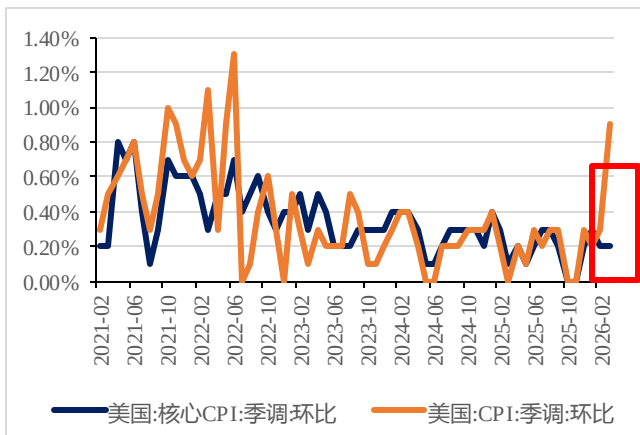
在基准假设下，由于 AI 投资风险尚未释放、美伊冲突暂未明显冲击经济领域，当前美国经济仍有韧性。3 月份美联储 FOMC 经济预期显示，2026、2027、2028 年底美国 GDP 增速预期中值分别为 2.4%、2.3%、2.1%，较 12 月预期 2.3%、2.0%、1.9%均有所提升。

2.4 海外通胀：美国 3 月消费者物价创近四年最大单月涨幅

美国 3 月消费者物价环比创近四年最大单月涨幅。根据第一财经，美国 3 月消费者价格指数（CPI）环比上涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大单月涨幅。同比上涨 3.3%，为

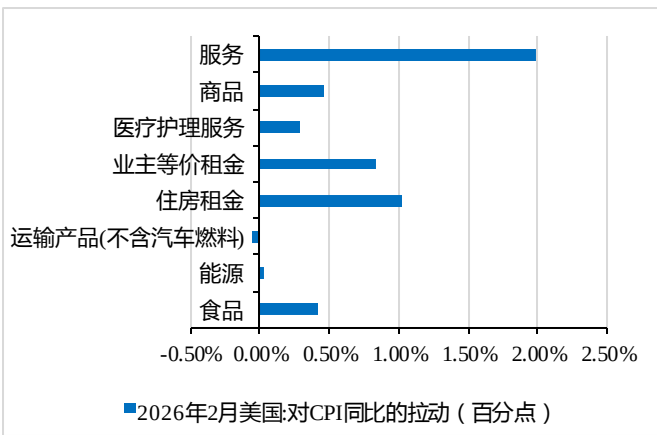
2024 年 4 月以来最高，较 2 月的 2.4% 明显回升。通胀数据主要受伊朗冲突影响，其中汽油价格暴涨 21.2%，贡献了整体物价涨幅的近四分之三。部分领域显现关税与冲突影响，机票价格大涨 2.7%，服装价格上涨 1.0%。相比而言，核心物价涨幅要小得多，剔除波动较大的食品和能源成分后，3 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，与 2 月涨幅持平；同比上涨 2.6%，高于 2 月的 2.5%。展望后续，关税已推高服装、家居用品、通信、个人护理产品，以及休闲用品与车辆等商品价格，企业将特朗普全面关税的部分成本转嫁给消费者，这抵消了房租领域的通缩趋势。未来数月，华尔街经济学家预计中东冲突将通过高企的航空燃油（推高机票价格）、柴油（推高陆路运输商品成本）抬升核心物价；化肥、塑料等其他商品价格也预计将上涨。

图 25：美国 CPI 环比季调走势（%）



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 3 月），财信证券

图 26：美国 CPI 各个分项的拉动率（百分点）



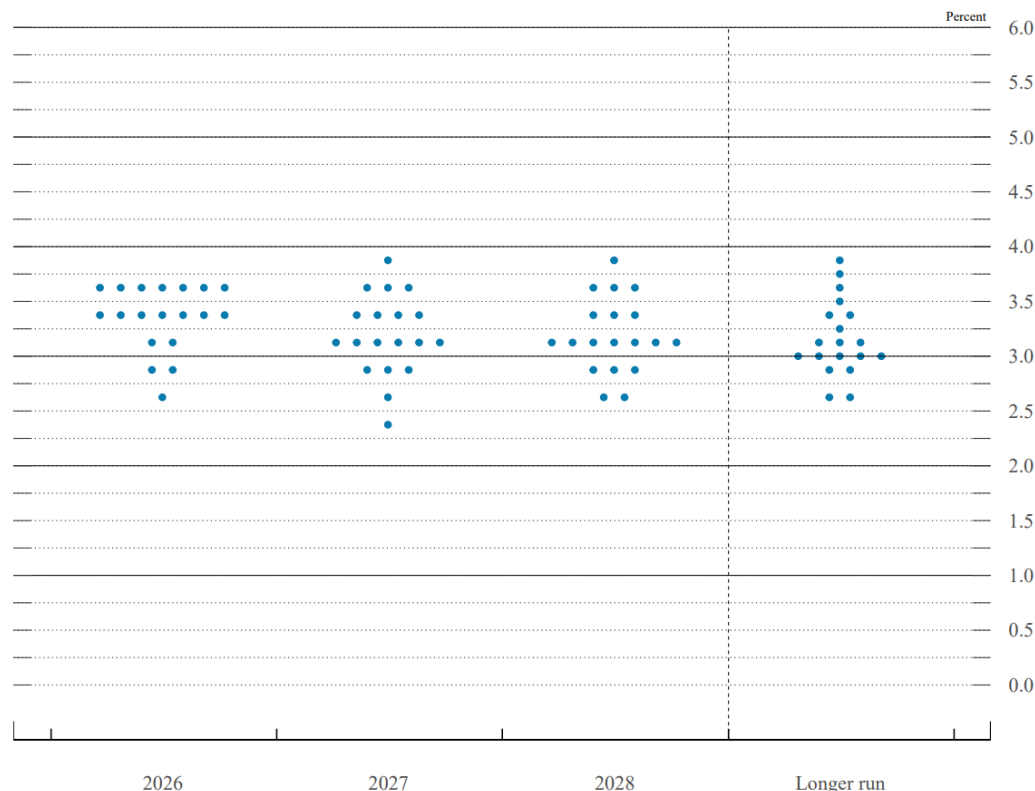
资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

2.5 海外流动性：预计美联储在短期更可能推动降息，而非缩表

一、美联储维持联邦基金利率目标区间不变

3 月份美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.5% 至 3.75% 之间不变，连续第二次按兵不动，符合市场普遍预期。利率路径预测上，美联储维持 2026 年和 2027 年各降息一次的预测，美联储点阵图显示，2026、2027、2028 年底和长期联邦基金利率预期中值分别为 3.4%、3.1%、3.1%、3.1%。经济预测上，美联储 FOMC 经济预期显示，上调 2026、2027、2028 年底美国 GDP 增速预期和核心 PCE 通胀预期中值。会后的美联储主席鲍威尔讲话表现出对通胀的关注，其表示美国经济正在扩张，通胀仍然略偏高；近几周来，短期通胀预期有所上升；大多数长期预期与 2% 的目标一致。如果看不到通胀方面的进展，就不会降息。此外，鲍威尔也表示“下一步或是加息的可能性确实被提及；绝大多数人不认为下一步行动的基准情形是加息；无法就加息触发因素给出答案”。我们预计后续美联储利率路径主要取决于通胀、就业、新任美联储主席态度等情况。

图 27：2026 年 3 月份，美联储点阵图预测

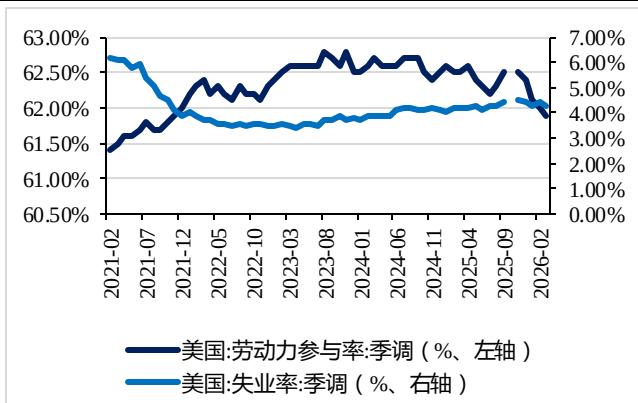


资料来源：美联储

二、美国 3 月新增非农就业超预期，但暂无法认为非农就业趋势性改善

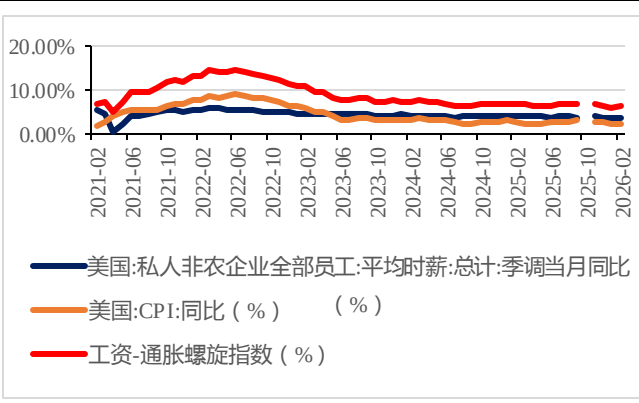
美国 3 月新增非农就业超预期。根据美国劳工统计局，受医护人员罢工结束及天气回暖影响，美国 3 月非农就业人数增加 17.8 万人，大超市场预期的 6 万人，创 2024 年 12 月以来最高水平，较上月就业“负增长”的情况大幅改善。同时，1 月和 2 月新增就业人数合计较修正前减少 7000 人。美国 3 月失业率小幅回落至 4.3%，市场预期为 4.4%，前值为 4.4%。美国 3 月平均每小时工资年率和月率分别录得 3.5% 和 0.2%，分别低于预期的 3.7% 和 0.3%，前值分别为 3.8% 和 0.4%。报告显示，就业增长主要集中在医疗保健、建筑业以及运输与仓储业，其中 3 月医疗保健行业新增 7.6 万个岗位，建筑业新增 2.6 万个岗位，运输与仓储业新增 2.1 万个岗位，而联邦政府就业继续下降。由于 3 月份非农改善主要系医疗行业员工返岗等特殊原因所致，且就业增长仍局限于少数行业，暂无法认为非农就业趋势性改善。

图 28：美国就业数据表现情况



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月；因美国政府停摆，2025 年 10 月数据出现中断），财信证券

图 29：美国工资-通胀螺旋指数走势



资料来源：wind 资讯（工资-通胀螺旋指数采用美国私人非农企业全部员工平均时薪单月同比+美国 CPI 单月同比来计算；截至 2026 年 2 月；因美国政府停摆，2025 年 10 月数据出现中断），财信证券

三、预计美联储在短期更可能推动降息，而非缩表

鲍威尔任期将在 2026 年 5 月结束，美国总统特朗普提名美国联邦储备委员会前理事凯文·沃什为下任美联储主席。凯文·沃什作为“美式精英”的代表，从政策主张来看，在美联储任职期间，沃什曾以鹰派货币政策立场著称，曾公开批评过量化宽松政策，认为美联储在 2008 年金融危机后长期维持超宽松货币政策（例如零利率、大规模资产购买），这可能导致金融市场扭曲、资产泡沫，并削弱未来应对经济衰退的能力。但近年来，凯文·沃什立场出现转向，开始支持特朗普的关税政策及加快降息的立场。在理论层面，凯文·沃什在批评美联储长期宽松政策基础上提出“实用的货币主义”理论，旨在同时应对白宫降息诉求和市场对通胀的担忧。该理论核心是通过激进的量化紧缩（QT）来缩减美联储庞大的资产负债表，直接回收过剩的流动性，以此压制通胀预期。当通胀被实质性控制后，降低名义利率就不会引发通胀反弹，从而为降息创造了安全空间。而特朗普对美联储主席候选人的诉求在于“降息及忠诚”。沃什“实用的货币主义”做法在迎合政府政治诉求和保持央行独立性信誉之间找到一条艰难的技术性路径。

短期来看，沃什顺利实施其政策主张仍面临一定困难，核心原因在于在 2026 年下半年美国中期选举压力下，特朗普有降低中低端利率的诉求。但缩表可能导致长端利率上行。因此沃什在短期更可能推动降息（但降息预期受制于美伊冲突走势），而非缩表。展望后续，如果市场意识到短期“缩表”难以实现时，届时大宗商品或会迎来一定布局时点。

2.6 本章小结：全球“滞胀”交易再起，第二季度仍有较大不确定性

（1）从宏观叙事来看，美伊冲突下，市场曾一度交易“类滞胀”逻辑。通常在“滞胀”的第一阶段将交易“胀”的预期，但此时经济增速预期尚未下行，可能通过加息来抑制通胀。因此在该阶段，股市中对涨价敏感的行业表现较好（例如能源品），但长久期资

产受通胀上行及折现率提升拖累，表现不佳；在“滞胀”第二阶段将交易“滞”的逻辑，此时市场将逐步反映经济增速下修的预期，可能通过降息来防止经济过快下行，防守成为市场主流选择，黄金、红利资产、债券等避险资产受益于降息预期，表现相对占优。如果美伊冲突未能及时缓解，后续仍需提防“滞胀”交易再起的风险。

(2)从海外关税来看，在美国最高法院裁定援引 IEEPA 关税措施无效后，美国政府出台的关税措施呈现零散化、临时化特征，目前暂未对市场预期产生显著影响。2026 年特朗普政府关税政策优先级将让步于美国中期选举，叠加美国关税法理基础面临不确定性，预计实际关税对市场扰动将明显小于 2025 年。

(3)从海外经济来看，由于 AI 投资风险尚未释放、美伊冲突暂未明显冲击经济领域，当前美国经济数据仍有韧性。AI 资本开支是驱动美国 GDP 增长的重要动力，后续存在三重风险：一是 AI 应用不及预期，投资无法收回的风险；二是延长计算设备折旧年限，掩盖真实业绩的风险；三是转向信贷市场融资，增加经营脆弱性风险。

(4)从海外通胀来看，美国 3 月 CPI 环比上涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大单月涨幅，主要受伊朗冲突影响，其中汽油价格暴涨 21.2%，贡献了整体物价涨幅的近四分之三。展望后续，企业将特朗普全面关税的部分成本转嫁给消费者，这抵消了房租领域的通缩趋势，未来数月预计中东冲突将通过高企的航空燃油（推高机票价格）、柴油（推高陆路运输商品成本）抬升核心物价。

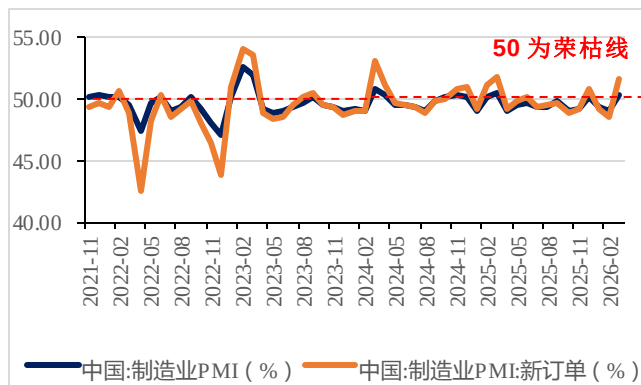
(5)从海外流动性来看，预计美联储在短期更可能推动降息，而非缩表。在 2026 年下半年美国中期选举压力下，特朗普有降低中长端利率的诉求。但缩表可能导致长端利率上行。因此沃什在短期更可能推动降息（但降息预期受制于美伊冲突走势），而非缩表。展望后续，如果市场意识到短期“缩表”难以实现时，届时大宗商品或会迎来一定布局时点。

3 中国：国内经济延续温和复苏态势，第二季度存在一定扰动

3.1 经济概况：PMI 重回扩张区间，但趋势仍待巩固

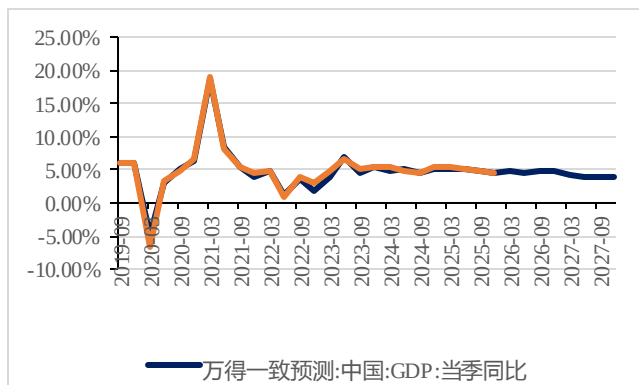
PMI 重回扩张区间，但趋势仍待巩固。随着企业在春节过后加快复工复产，3 月份制造业 PMI 比上月上升 1.4 个百分点至 50.4%，重返扩张区间。3 月份制造业 PMI 虽然出现季节性回暖，但趋势仍待巩固，调查结果显示生产经营难度增加，受当前中东地区地缘政治冲突等因素影响，石油、化工等相关原材料价格大幅上涨，叠加物流运价抬升，3 月份反映原材料成本高和物流成本高的企业比重均较上月上升。最新万得一致预测的 2026 年 Q1 至 Q4 的单季 GDP 增速分别为 4.86%、4.55%、4.68%、4.83%，季度增速较为平稳，预计运行在 4.5%-5% 区间。

图 30: 中国制造业 PMI 及 PMI 新订单指数走势(%)



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 3 月), 财信证券

图 31: 万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速 (%)

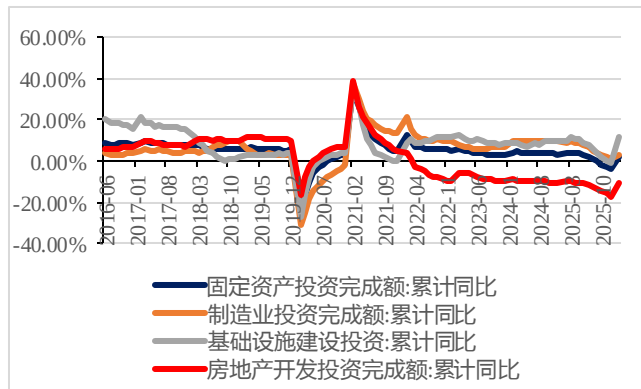


资料来源: wind 资讯 (预测值至 2027 年 12 月), 财信证券

3.2 投资端：固定资产投资增速企稳回升，地产投资仍是主要拖累项

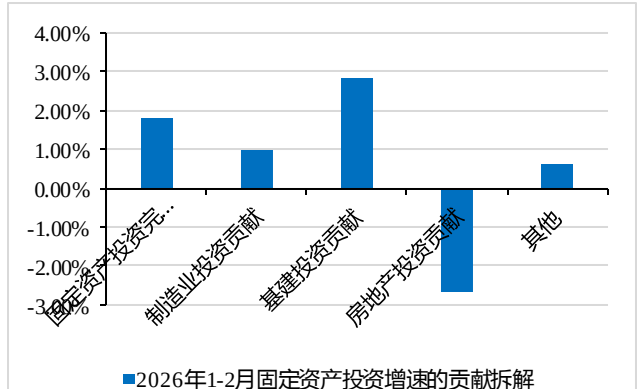
固定资产投资增速企稳回升。“十五五”开局之年，推动重大工程开工建设，2026 年 1-2 月份固定资产投资同比增长 1.8%，而上年全年固定资产投资下降 3.8%，实现由降转增的变化。从贡献来看，我们粗略拆解 2026 年 1-2 月份固定资产投资名义同比（1.8%）构成，其中制造业投资约贡献 0.99 个百分点，基建投资约贡献 2.85 个百分点，地产投资约拖累 2.66 个百分点，地产投资仍是固定资产投资的主要拖累项。具体来看：

图 32: 固定资产投资完成额增速走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

图 33: 固定资产投资完成额增速的贡献拆解

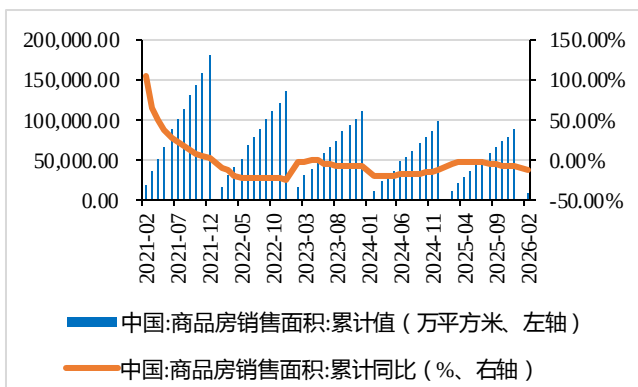


资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

一、地产基本面趋势性复苏仍需观察。根据国家统计局,2 月份,一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降 0.3% 转为持平。其中,北京和上海均上涨 0.2%,广州持平,深圳下降 0.3%。二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降 0.2% 和 0.3%,降幅均收窄 0.1 个百分点。一线城市新房环比由跌转平,为 2025 年 5 月以来首次实现环比止跌,释放出楼市进一步止跌回稳的积极信号。从二手房来看,2 月份,一线城市二手住宅销售价格环比下降 0.1%,降幅比上月收窄 0.4 个百分点。其中,北京和上海分别上涨 0.3% 和 0.2%。二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降 0.4% 和 0.5%,降幅均收窄 0.1 个

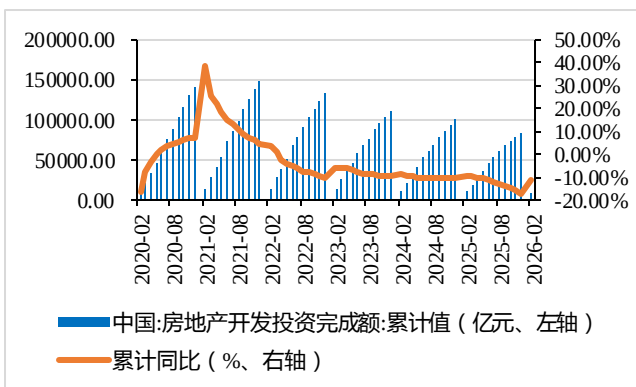
百分点。受一线城市新一轮地产政策优化、春节效应催化，2 月份一线城市的新房与二手房价格同步释放了企稳信号。三四月份是楼市传统销售旺季，将是观察房地产走势的关键窗口期。2026 年政府工作报告指出“着力稳定房地产市场；探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等”，表述较 2025 年更加温和。在基准情形下，我们维持 2026 年房地产市场平稳运行的判断，趋势性复苏仍需等待。

图 34: 中国商品房销售面积及增速(万平方米、%)



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

图 35: 中国房地产开发投资完成额累计值及增速(亿元、%)



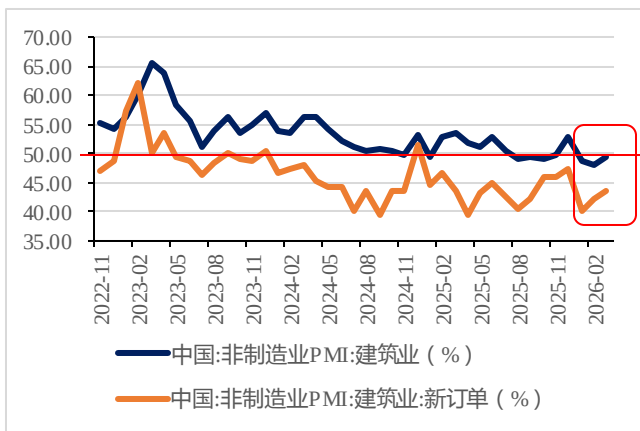
资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

预计 2026 年第二季度房地产投资对经济或仍有拖累作用。通常, 房地产销售增速领先于房地产投资 3 个月左右。2026 年 1-2 月, 全国新建商品房销售面积、销售额累计同比分别为-13.50%、-20.20%, 降幅分别较 2025 年 (-8.70%、-12.60%) 走扩 4.8 个百分点、7.6 个百分点。从“销售-投资”领先 3 个月关系来看, 预计 2026 年第二季度房地产投资对经济或仍有拖累作用。

二、资金面对基建的支撑作用有待强化

目前资金面对基建的支撑作用仍有待强化。随着“两重”项目建设加快推进, 实物工作量加速形成, 基础设施建设投资增长提速, 2026 年 1-2 月份, 基础设施 (含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 建设投资同比增长 11.4%, 增速比 2025 年全年加快 10.8 个百分点, 比全部投资高 9.6 个百分点, 成为 1-2 月份固定资产投资增速企稳回升的核心支撑。

图 36：中国建筑业 PMI 走势



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

图 37：固定资产投资增速与政府债券同比具备一定相关性



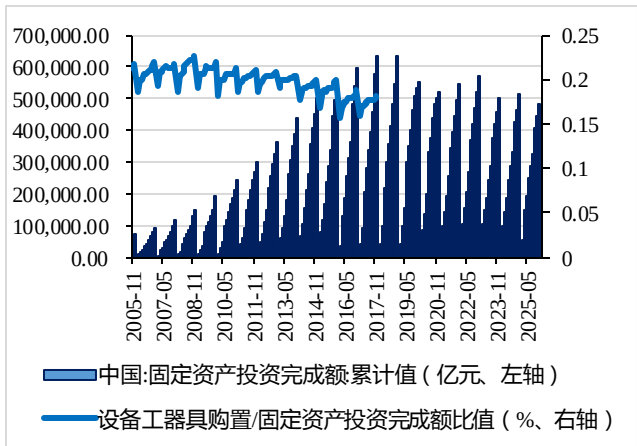
资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

预计 2026 年基建投资对固定资产投资仍有一定支撑。2026 年《政府工作报告》继续实施更加积极的财政政策，提出“今年财政支出继续保持相当规模，要持续用力优化支出结构，更加注重支持提振消费、投资于人、保障民生等方面，提高财政资金使用效益”。预计今年财政支持在规模上保持“必要”而不是进一步扩大，更为强调支出结构及支出方向的合理性及有效性。具体目标上，2026 年《政府工作报告》对 2026 年赤字率拟按 4% 左右安排，与去年目标持平；赤字规模拟安排 5.89 万亿元，较上年增加 2300 亿元。一般公共预算支出规模将首次达到 30 万亿元，较上年增加约 1.27 万亿元，增加规模与上年增幅基本持平。2026 年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，与去年规模持平，持续支持“两重”建设、“两新”工作等。2026 年拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，规模与去年持平，其中重点支持方向保留了“建设重大项目及消化政府拖欠账款”，但将 2025 年提及的“土地收储和收购存量商品房”替换为“置换隐性债务”。总体来看，2026 年广义赤字率约为 8.1%，虽较 2025 年的 8.5% 左右略有下滑，但仍维持在较高水平，体现了政策的积极取向。在更加积极的财政政策下，预计今年基建投资对固定资产投资仍有一定支撑。但从方向来看，更加强调“提振消费、投资于人、保障民生”，将对财政资金形成分流效应。

三、“两新”政策带动效应持续显现，制造业投资增速维持较高景气度

制造业投资增速维持较高景气度。2026 年 1-2 月份制造业投资同比增长 3.1%，增速比 2025 年全年加快 2.5 个百分点，比全部投资高 1.3 个百分点，为拉动投资增长的主要动力。其中“两新”政策优化实施，带动效应持续显现，设备购置投资快速增长。1-2 月份，设备工器具购置投资同比增长 11.5%，增速比全部投资高 9.7 个百分点；拉动全部投资增长 1.9 个百分点；占全部投资的比重为 17.8%，比上年同期提高 1.6 个百分点。整体来看，目前制造业投资仍有较大的政策助力因素，如考虑到目前制造业盈利预期指数较低、产能利用率低位、资产负债率高企，制造业企业内生进行资本开支的意愿不足，将一定程度对冲政策刺激效果。

图 38:设备工器具购置/固定资产投资完成额比值走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

图 39:固定资产投资完成额设备工器具购置累计同比走势

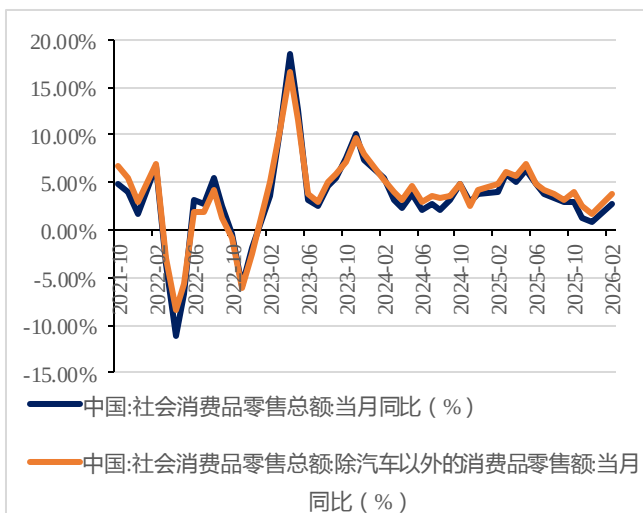


资料来源: Wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

3.3 消费端：延续温和复苏态势，关注服务消费方向

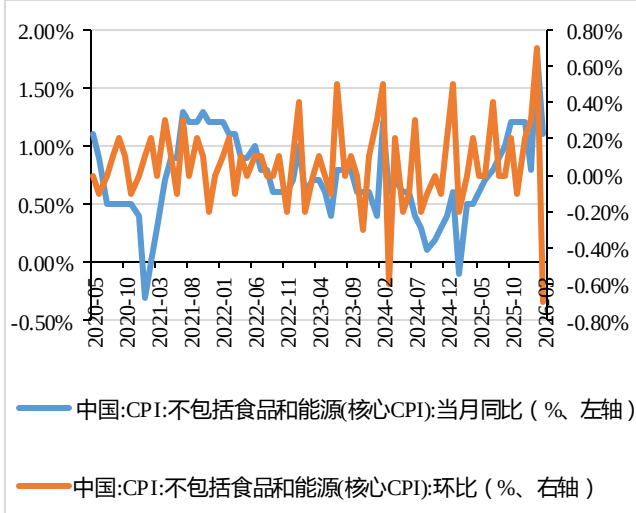
在政策利好和节日效应共同催化下,国内消费端温和复苏。2026年1-2月社会消费品零售总额同比增长2.8%,增速比上年12月份加快1.9个百分点;扣除价格因素,实际增长2.0%。其中服务消费、以旧换新方向、网上零售表现较好:(1)服务消费较快增长。春节假期延长,居民出行意愿高涨,带动旅游、休闲、餐饮等相关消费快速增长,1-2月份,旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额实现两位数增长;(2)以旧换新政策相关商品销售表现较好。1-2月份,限额以上单位通讯器材类商品零售额同比增长17.8%;文化办公用品类零售额增长5.8%;家用电器和音像器材类零售额增长3.3%。(3)1-2月份,网上商品零售额同比增长10.3%,增速为2024年6月份以来最高水平。

图 40:中国社会消费品零售总额增速



资料来源: wind 资讯 (截至 2026 年 2 月), 财信证券

图 41:中国核心 CPI 走势



资料来源: wind 资讯, 财信证券

扩大内需正从补贴驱动到“居民增收”驱动。2026年《政府工作报告》将去年“多渠道促进居民增收,推动中低收入群体增收减负,完善劳动者工资正常增长机制”表述进

一步明确为“制定实施城乡居民增收计划，在促进低收入群体增收、增加居民财产性收入、完善薪酬和社保制度等方面推出一批务实举措”，扩大内需正从补贴驱动转到“居民增收”驱动，为激发居民消费内生动力提供有力支撑。从补贴规模来看，2026 年中央财安排“国补”资金规模为 2500 亿元，较 2025 年 3000 亿元“国补”资金规模有所下降，但仍明显高于 2024 年 1500 亿元的“国补”资金规模。

服务消费有望成为扩大内需的重要抓手。2018 年 Q3 至 2022 年 Q3，中国服务消费占居民消费支出比重平均值为 52.35%，较美国服务消费占居民消费支出比重平均值 67.12% 低 14.77 个百分点。从国际经验看，当人均 GDP 达到 1.5 万美元左右时，服务消费将占据居民消费支出的主导地位。2025 年我国人均 GDP 已达 13953 美元，快接近 1.5 万美元的临界值，预计服务消费将迎来较快发展时期，尤其是我国占比较低的文化娱乐、金融保险等服务消费领域。2026 年《政府工作报告》强调“实施服务消费提质惠民行动”、“释放文旅、赛事、康养等领域消费潜力”，我们认为服务消费补贴及优惠政策有望逐步落地，可关注文旅、出行、电影、养老等服务消费方向。

3.4 出口端：预计我国出口端仍有一定韧性

2026 年 1-2 月份我国出口数据超预期。根据海关总署，按美元计价，2026 年 1-2 月我国进出口总值为 10995.4 亿美元，同比增长 21%。其中，1-2 月我国进口同比增长 19.8%，较 2025 年 12 月加快 14.1 个百分点；1-2 月我国出口同比增长 21.8%，较 2025 年 12 月加快 15.2 个百分点。春节错位因素、海外需求韧性、“抢出口”效应、AI 产业景气度继续上行是 1-2 月份出口超预期的主要原因。鉴于 2026 年春节较晚，今年 3 月份仍有部分天数的出口会受节假日效应影响，预计 3 月份后，出口增速会季节性边际回落。此外，2026 年 4 月 1 日起，我国光伏组件出口退税率从 9% 降至 0，储能锂电池出口退税率将从 9% 下调至 6%，预计 3 月份上述行业的出口企业可能存在提前“抢出口”获取退税补贴的动机，对一季度出口形成支撑，但可能对第二季度出口有一定挤压作用。

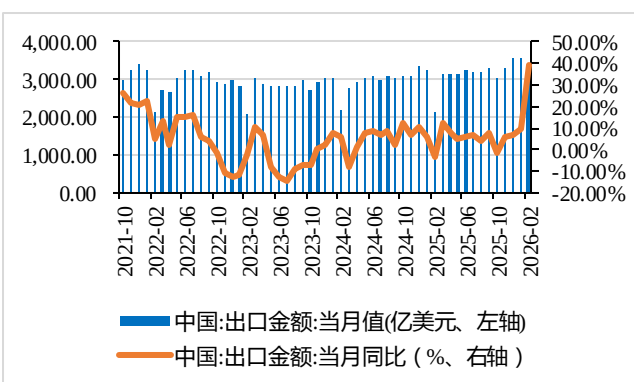
整体来看，即使剔除季节性因素及政策性因素影响，我国出口仍体现出较强的韧性，背后是我国出口产品持续升级、出口竞争力提升、出口市场多元化等多重因素推动。预计 2026 年美国关税政策优先级将让位于美国中期选举，相较 2025 年而言，我国出口企业大概率迎来更加平稳的出口环境。

图 42：出口对中国 GDP 当季同比的拉动



资料来源：wind 资讯（截至 2025 年 Q4），财信证券

图 43：中国当月出口金额及增速（亿美元、%）



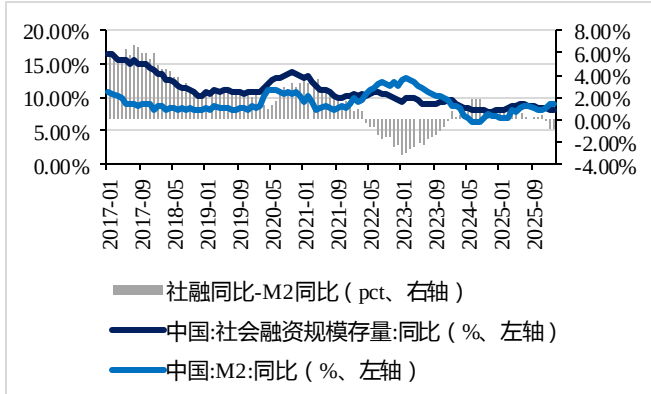
资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

3.5 流动性：预计 2026 年内降准、降息仍有空间及概率

预计 2026 年内降准、降息仍有空间及概率。根据 Wind 资讯数据，2 月份新增社融 23855 亿元，同比多增 1524 亿元。分贡献来看，人民币贷款同比多增 1930 亿元，对社融增长贡献较大，但政府债券同比少增 2925 亿元，主要受 2025 年初高基数效应影响。从信贷结构来看，2 月份居民贷款减少 6507 亿元，同比多减 2616 亿元，居民短期贷款及中长期贷款同比均表现不佳，当前居民部门去杠杆现象仍存，日常耐用品消费及购房需求整体偏弱；2 月份企(事)业单位短期贷款及中长期贷款同比分别为 6000 亿元、8900 亿元，分别同比多增 2700 亿元和 3500 亿元，企业投资需求有所修复。春节错峰效应下，2 月份 M1 同比增速较 1 月份回升 1 个百分点至 5.9%，M2 同比增速维持在 9%。

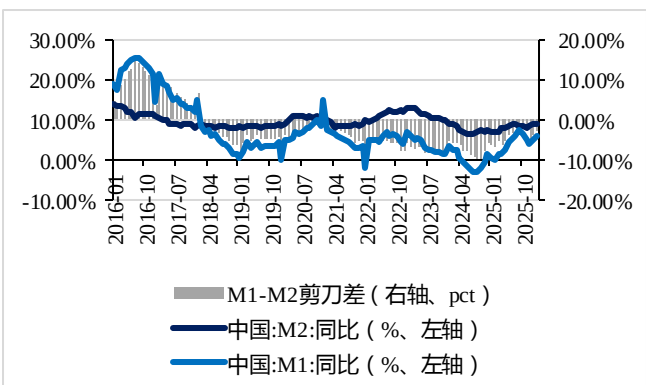
与 2025 年相比，2026 年继续实施适度宽松的货币政策，货币政策目标更加聚焦服务于“经济增长”和“物价合理回升”两大核心任务。如果以经济增长区间中值 4.75% 和 CPI 目标 2% 估算，预计 2026 年社会融资规模、货币供应量将在 7%-9% 的区间。2026 年《政府工作报告》对总量型货币政策着墨偏少，强调后续增加结构性货币政策的使用及规模，更加注重定向发力，预计年内降准、降息仍有空间及概率，但节奏或放缓，央行将综合后续经济发展及风险扰动来相机决策。

图 44：社融与 M2 剪刀差走势



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

图 45：M1 与 M2 剪刀差走势



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 2 月），财信证券

3.6 本章小结：国内经济延续温和复苏态势，第二季度存在一定扰动

从万得一致预测的 2026 年 GDP 季度增速来看，预计运行在 4.5%-5% 区间。**投资端而言**，基建投资靠前发力下，1-2 月份固定资产投资同比增长 1.8%，实现由降转增，但房地产投资仍有拖累作用。2026 年投资更看重“投资于人”，预计投资延续温和复苏态势；**消费端而言**，2026 年国补规模有所退坡，扩大内需正从补贴驱动转向“居民增收”驱动，服务消费有望成为扩大内需的重要抓手；**出口端而言**，海外需求韧性、“抢出口”效应、AI 产业景气度继续上行将带动一季度出口超预期，但可能对第二季度出口有一定挤压作用。

整体而言，一季度经济数据仍有韧性，但暂未体现美伊冲突相关影响。第二季度经济数据主要取决于海外滞胀风险演绎及国内宏观政策对冲效果，仍存在一定不确定性，重点关注美伊冲突局势以及 4 月底政治局会议定调。

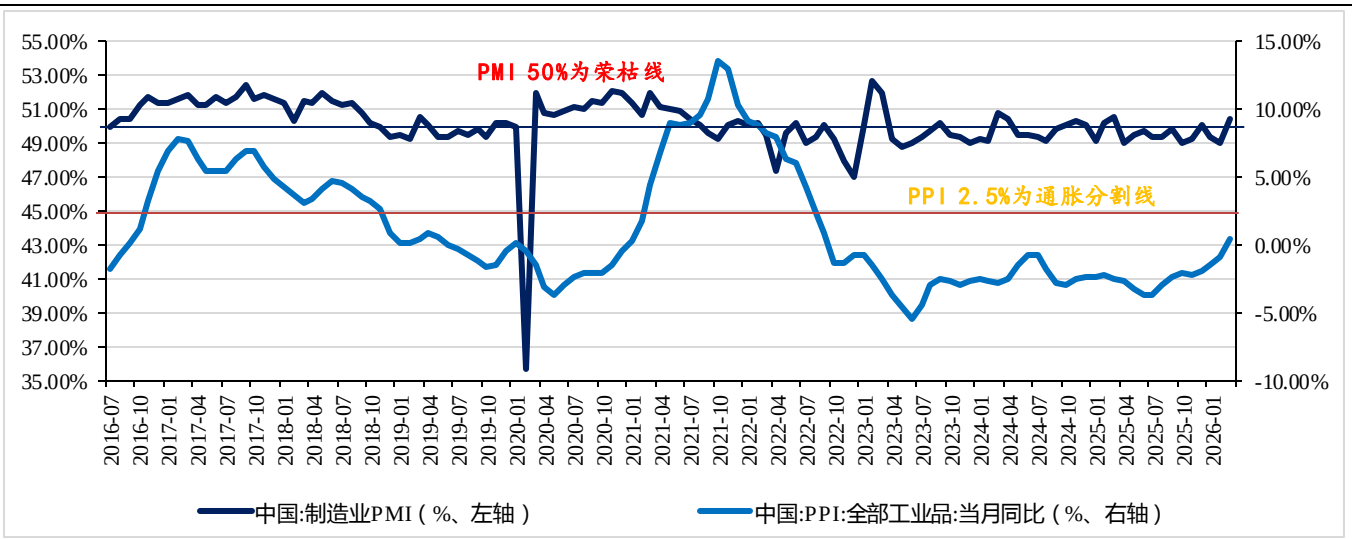
4 市场策略：静待海外风险消退，关注科技线及涨价线

4.1 配置框架：国内经济逐步复苏，择机适度增配股票资产

根据美林时钟资产配置框架，我们选取 PMI 作为衡量中国经济走势的指标，同时选取 PPI（全部工业品）作为衡量中国通货膨胀水平的指标。**我们定义以 PMI 在 50% 为经济增长、回落的分割线；以 PPI 在 +2.5% 为高通胀、低通胀的分割线。据此来划分中国的美林时钟投资阶段。**随着企业在春节过后加快复工复产，3 月份制造业 PMI 比上月上升 1.4 个百分点至 50.4%，重返扩张区间，但趋势仍待巩固；受国际原油等价格大幅上涨以及国内“反内卷”政策影响，3 月份 PPI 同比由 2 月份下降 0.9% 转为上涨 0.5%，为连续下降 41 个月后首次上涨。

展望第二季度，政策端预计温和发力，但美伊冲突及前期抢出口扰动将逐步显现。在内外需因素叠加下，预计中国 PMI 仍在荣枯线附近摆动，但 PPI 受益“反内卷”政策及能源品价格上行，预计将继续走扩，中国将处于向复苏（经济逐步企稳+通胀低位）逐步过渡的阶段。**根据美林时钟资产配置框架，可逐步增加对股票资产的配置。**

图 46：中国 PMI 及中国 PPI 全部工业品当月同比的走势



资料来源：wind 资讯（截至 2026 年 3 月），财信证券

4.2 投资建议：4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会

第二季度市场主要取决于美伊冲突演绎及国内政策对冲效果。在基准情形下，如果美伊冲突能在 3 个月内结束、霍尔木兹海峡能够全面解除封锁，预计对全球经济影响仍相对可控，再考虑到 4 月底 A 股年报及一季报将披露完毕、4 月底中共中央政治局会议将对二季度经济政策做出部署，预计 4 月底将是 A 股走势的重要观察期。节奏上，4 月底前市场或以宽幅震荡为主，4 月底后关注趋势性机会，第二季度可关注以下四条主线：

- (1) 业绩高增长的科技方向，例如光模块、PCB、存储等。
- (2) 存在涨价预期的资源品方向，例如油气、化工、有色、农产品。
- (3) 消费医药方向，例如服务消费、创新药领域。

(4) 高股息红利资产，例如煤炭、交通运输、银行等。如果出现“滞胀”交易的尾部风险，红利策略可作为防守方向选择。

5 风险提示

海外经济需求走弱风险；中国高频经济数据偏弱风险；政策力度不及预期风险；美伊冲突持续风险；中美贸易摩擦风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告风险等级定为 R2，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R2 级（含 R2 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和人员追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 楼

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438