



策略点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）
mouyiling@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn

实物无熊市

中东地缘政治风险升级，全球油价大幅上涨

2月28日美国和以色列联合发动对伊朗打击行动，伊朗方面启动“真实承诺-4”行动对美、以进行反击，中东地缘政治冲突迅速升级。受武装冲突影响，中东地区原油运输受到极大阻碍，伊朗方面已关闭霍尔木兹海峡阻止所有商船通行，沙特、伊拉克、卡塔尔、阿联酋等中东产油国暂时无法外运。受此影响，尽管OPEC在上周日已同意在4月每日增产20.6万桶原油，最近两个交易日全球油价仍涨幅明显，布伦特原油累计上涨超9%，价格一度涨超82美元/桶。

油价上涨正符合美国利益，但与2022不同，本轮伊朗冲突未必造成海外通胀与利率的大幅上行

本次美国、以色列和伊朗的冲突大概率不会像2022年的俄乌冲突一样引发海外通胀和利率的大幅上行。在2022年2月俄乌冲突爆发之前，受疫情对供应链扰动、以及美国政府连续三轮的紧急救助计划向居民发放支票的影响，美国通胀本就存在内生的上行压力。但当前的情况与2022年时有着很大的差异，目前美国劳动力市场在AI对劳动力替代效应的压力下趋冷，美国CPI同比增速自2025年11月以来便处于下行趋势中，近期美国的关税措施也有所缓和，而且过去3年中美国服务业的通胀也使得原油相关分项在一篮子商品中的权重有所降低。根据我们周报的测算，在布伦特原油价格在年末上升至90美元/桶的情况下方能扭转美国通胀下行趋势。此外，我们在此前的报告中已经指出，去年11月以来美债利率走高的原因之一是美债的海外投资者占比下降。当下油价的上涨将推动中东产油国的石油美元循环，近期美债收益率已经开始出现下行，美元正在通过油价重获支撑。石油价格在90美金以下，是相关资产较好的交易区间。

有色金属：从货币反面走向工业属性，战略资源品的重要性值得重视

今日中信有色金属指数下跌5.46%，市场调整的原因可能在于如下两点：第一，担忧油价上涨带来的通胀影响，从而中断降息周期下的制造业复苏；第二，投资者对俄乌冲突后的市场变化有学习效应，贵金属价格虽然在俄乌冲突开启后的一周内有所上涨，但在2022年3月至9月间趋势下行，冲突本身并没有成为长期推升贵金属价格上涨的因素，这一认知或是贵金属日内价格走低的原因之一。在此我们想要提醒投资者注意的是，2025年4月的印巴冲突、6月的伊以冲突、9月的以色列-巴勒斯坦冲突表明，军事冲突从爆发到平息的过程可能相对短暂，但是在地缘政治风险愈发频繁的环境中，全球政府部门在官方层面对资源品储备需求的上升却是长期存在的；同时，制造业复苏周期并不会被中断，工业金属的需求修复仍然在途。但确实需要关注的是，在贵金属领涨下，有色金属在过去计价了过多“美元崩溃”的属性，当下伴随能源价格中枢上涨，美元获得了石油美元体系支持，这会阶段性造成压力，但也是工业资源品逻辑切换的开始。短期内资产价格波动后配置的机会正在出现。

拥抱实物资产，不忘中国资产

当下世界面对科技挑战产业秩序，地区冲突挑战全球化秩序，在秩序繁荣期被遗忘的实物资产将具有系统重要性。同时，中国资产具有全球最强的实物属性，在动荡中的重估值得重视。2025年中国的市场上涨，更像是美国金融扩张和科技泡沫的外溢；当下，逻辑切换期的震荡在所难免，但是切记不是熊市，而是属于中国资产新一轮上行的前夜。配置推荐上，我们仍然首推具有战略资源价值的实物资产**原油及油运、铜、铝、稀土和橡胶**；二是具备全球比较优势且周期底部确认的中国设备出口链——**电网设备、储能、工程机械、晶圆制造**，以及国内制造业底部反转品种——**石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉**等；三是抓住资金回流+缩表压力缓解+人员入境趋势的消费回升通道——**免税、食品饮料、航空**；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的**非银金融**。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。
海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究