

市场点评

外部风险与内部支撑：A股在冲突升级中的定价重构

短期A股面临流动性冲击，中期国内基本面与中长期资金有望提供坚实支撑，配置上关注新能源及前期超跌板块的趋势修复。

- **中东局势持续升级，市场正逐步定价战争长期化风险。**3月23日，A股市场出现较大幅度调整。美伊冲突持续升级是本次市场调整的核心导火索。美以伊冲突进入第四周，双方表态依旧强硬。美国总统特朗普发出48小时最后通牒，威胁若伊朗不开放霍尔木兹海峡将打击其发电厂，而伊朗则强硬回应将采取报复措施。贝森特则明确表示会采取包括派遣美军控制伊朗石油枢纽哈尔克岛在内的措施，这引发市场对于战争长期化担忧。霍尔木兹海峡作为全球原油运输的咽喉要道，其潜在的阻塞风险引发全球通胀预期持续升温。中东局势的持续升级使得市场定价逻辑从此前基于“12日战争”和俄乌战争的一次性冲击逐步向局部冲突长期化演化。“滞胀”担忧升温，资金从前期高位资产大幅撤出，转向能源、煤炭等前期低位的通胀受益资产。
- **中期来看，A股的支撑因素在于国内基本面环境和中长期资金的支撑。**当前大类资产的价格仍处于通胀预期发酵过程中，中东局势的演进和维稳资金的入场或成为短期A股止跌重要观察变量。中期来看，国内基本面及资金面环境是A股重要支撑：1-2月财政靠前发力，基本面产需均有不同程度的环比修复；此外，2025年以来，公募基金、保险资金等机构中长期资金3年入市方案有望为年内A股带来较为可观的增量资金的支撑，类“平准基金”也有望在市场关键点位起到支撑作用。潜在风险因素在于美债利率的加速上行或压制A股估值，可观察美债利率持续上行至关键点位后局势变化。
- **长期来看，美元信用体系的走弱或带来A股相对优势。**此次美以伊冲突或成为康波萧条期资产价格中枢上行、波动增加的重要分界点。结合我们在《美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估》中的预判：长波萧条期原先主导产业的技术红利趋尽，旧产能出清遇阻叠加增长预期混乱，导致资本在避险资产与新兴成长型资产之间剧烈摆动，波动率中枢多会出现系统性抬升。上一轮康波萧条期为20世纪70-80年代，中东战争带来原油断供引发滞胀危机，能源及黄金价格长期高位，风险资产波动增加，美元走弱。当前来看，美元信用体系正在逐步瓦解，美元长期走弱的逻辑从资金面的角度利于A股估值重塑。
- **配置上，关注新能源及前期超跌板块的趋势修复。**短期来看，油价高位震荡、美以伊冲突走向仍有较高不确定性的背景下，新能源投资机会凸显。一方面，光伏、风电等发电扰动受地缘冲突与化石能源价格影响较小，另一方面新能源汽车渗透率的提升能够帮助摆脱石油依赖，储能系统则能平抑新能源波动性、提升消纳能力。中期来看，有色、科技有望在市场流动性危机修复后重回趋势。市场在流动性冲击后的企稳修复的过程中，超跌方向弹性最大。目前来看，战争开始至今有色、科技两大前期趋势方向跌幅较大，而二者盈利趋势向好，有望成为后续市场止跌企稳后主要修复方向。
- **风险提示：**海外地缘政治风险超预期，通胀上行超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

3月23日，A股市场出现调整，上证指数收报3813.28点，下跌3.63%，盘中一度跌破3800点整数关口；深证成指下跌3.76%，创业板指下跌3.49%。全市场超5100只个股下跌，仅300余只个股上涨，显示市场情绪较弱。沪深京三市全天成交额达到2.45万亿元，较上一交易日放量1453亿元。

中东局势持续升级引发全球市场担忧。美伊冲突持续升级是本次市场调整的核心导火索。随着美以伊冲突进入第四周，双方措辞依旧强硬。美国总统特朗普发出48小时最后通牒，威胁若伊朗不开放霍尔木兹海峡将打击其发电厂，而伊朗则强硬回应将采取报复措施。贝森特表示美方正摧毁伊朗各类设施，并称有时候必须“先升级才能缓和局势”。他还明确表示，包括派遣美军控制伊朗石油枢纽哈尔克岛在内。霍尔木兹海峡作为全球原油运输的咽喉要道，其潜在的阻塞风险导致近日以来布伦特原油价格持续位于100美元/桶以上，引发全球通胀预期持续升温。

市场正逐步定价战争长期化风险。中东局势的持续升级使得市场定价逻辑从此前基于“12日战争”和俄乌战争的一次性冲击逐步向局部冲突长期化演化。“滞胀”担忧升温，资金从前期高位资产大幅撤出，转向能源、煤炭等前期低位的通胀受益资产。今日盘中贵金属大跌，现货黄金跌破4100美元/盎司，日内跌近9%，抹去年内全部涨幅，创下自2023年10月以来最长连跌纪录；现货白银日内跌近8%，现报62.49美元/盎司。铜价跌至逾三个月低点。同时，市场对美联储降息预期大幅退潮，目前2026年美联储降息预期从年初的2次骤降至年内不降息，甚至出现“不排除重启加息”的鹰派声音。10年期美债收益率从2月末的3.97%升至当前的4.39%，创去年8月以来最高水平，拉高了全球权益资产的贴现率，对于A股，尤其是前期高位板块形成较大压力。

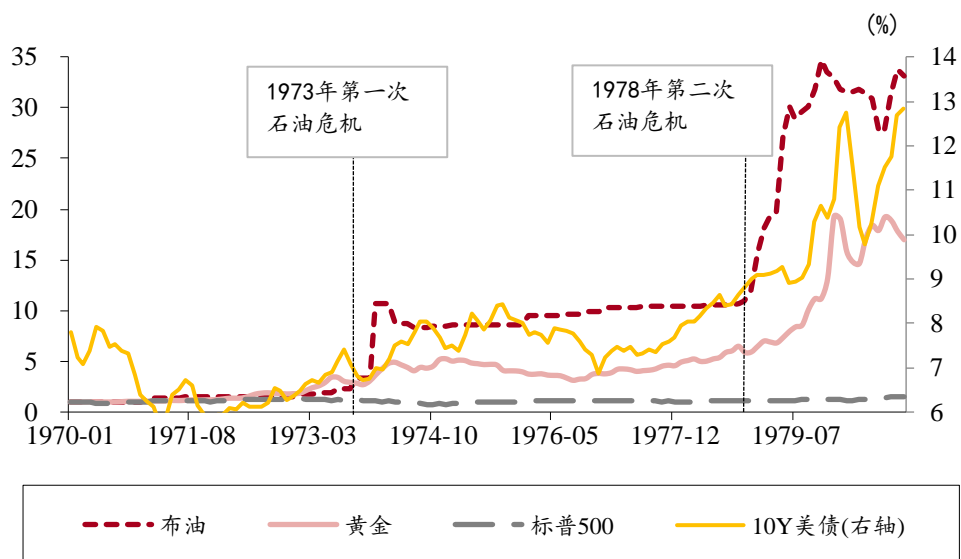
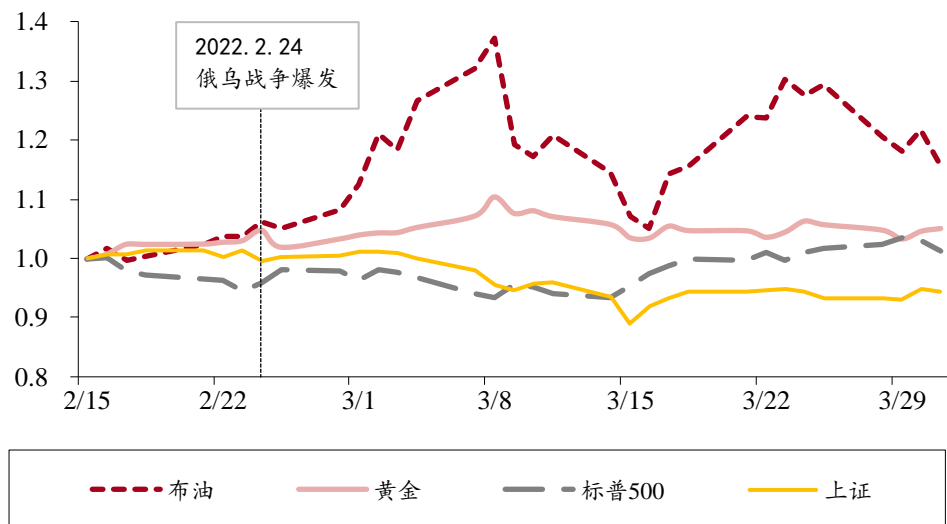
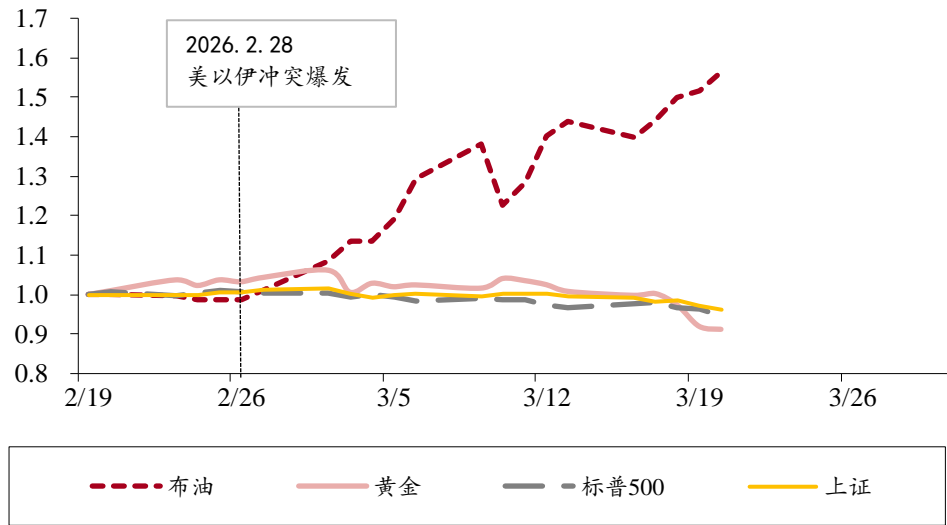
短期来看，中东局势的演进和维稳资金的入场或成为短期A股止跌重要观察变量。当前大类资产的价格仍处于通胀预期发酵过程中：美以伊冲突以来，油价持续上行，黄金、股、债普遍承压，对比2022年俄乌战争，本轮金价明显偏弱，当前金油比38.97，自本轮高点回落46.94%，远高于俄乌战争阶段回落幅度。本次地缘冲突带来的风险情绪尚未得到收敛，战争局势的演进和维稳资金的入场或成为短期A股止跌重要观察变量。

中期来看，A股的支撑因素在于国内基本面环境和中长期资金的支撑。1-2月财政靠前发力，基本面产需均有不同程度的环比修复；此外，2025年以来，公募基金、保险资金等机构中长期资金3年入市方案有望为年内A股带来较为可观的增量资金的支撑，类“平准基金”也有望在市场关键点位起到支撑作用。潜在风险因素在于美债利率的加速上行或压制A股估值，可观察美债利率持续上行至关键点位后局势变化：自2月28日战争爆发以来，美国十年期国债收益率已上升约42个基点。类比2025年4月“解放日”前后美债利率上行情形，可关注十年期美债收益率突破4.50%等关键点位前后，特朗普政府政策转变甚至“TACO”的可能性。从金融资产的角度，美债利率的持续上行或增加美债抛售压力，联储流动性投放或成为可能。

长期来看，美元信用体系的走弱或带来A股长期相对优势。此次美以伊冲突或成为康波萧条期资产价格中枢上行、波动增加的重要分界点。结合我们在《美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估》中的预判：长波萧条期原先主导产业的技术红利趋尽，旧产能出清遇阻叠加增长预期混乱，导致资本在避险资产与新兴成长型资产之间剧烈摆动，波动率中枢多会出现系统性抬升。上一轮康波萧条期为20世纪70-80年代，中东战争带来原油断供引发滞胀危机，能源及黄金价格长期高位，风险资产波动增加，美元走弱。当前来看，美元信用体系正在逐步瓦解，美元长期走弱的逻辑从资金面的角度利于A股估值重塑。

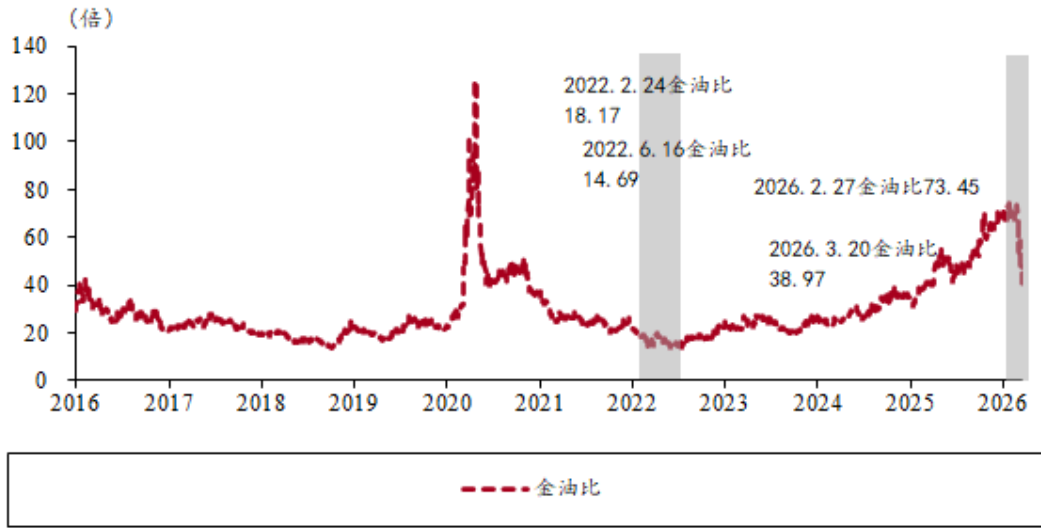
配置上，关注新能源及前期超跌板块的趋势修复。短期来看，油价高位震荡、美以伊冲突走向仍有较高不确定性的背景下，新能源投资机会凸显。一方面，光伏、风电等发电扰动受地缘冲突与化石能源价格影响较小，另一方面新能源汽车渗透率的提升能够帮助摆脱石油依赖，储能系统则能平抑新能源波动性、提升消纳能力。中期来看，有色、科技有望在市场流动性危机修复后重回趋势。市场在流动性冲击后的企稳修复的过程中，超跌方向弹性最大。目前来看，战争开始至今有色、科技两大前期趋势方向跌幅较大，而二者盈利趋势向好，有望成为后续市场止跌企稳后主要修复方向。

图表 1.主要大类资产价格走势（归一化）



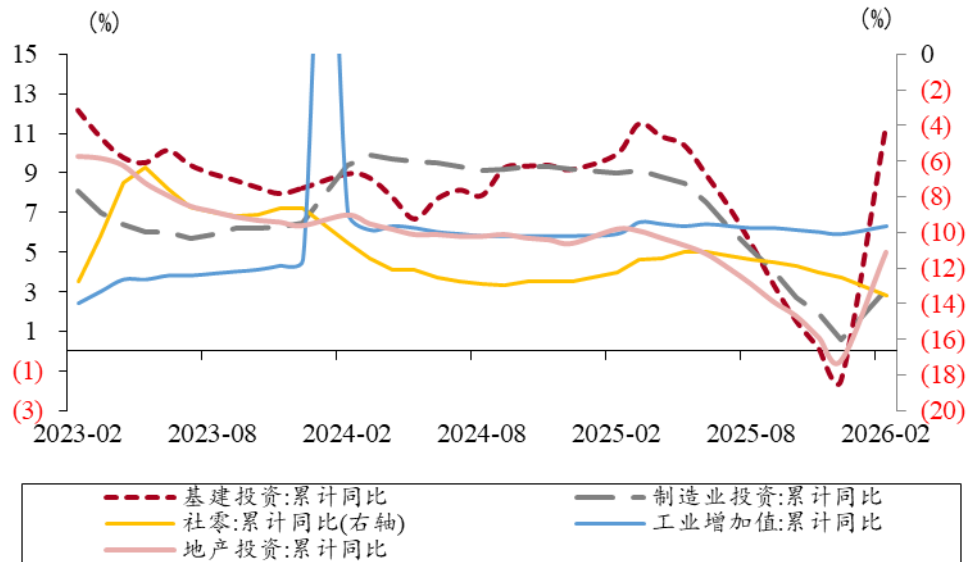
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 当前金油比 38.97，自本轮高点回落 46.94%



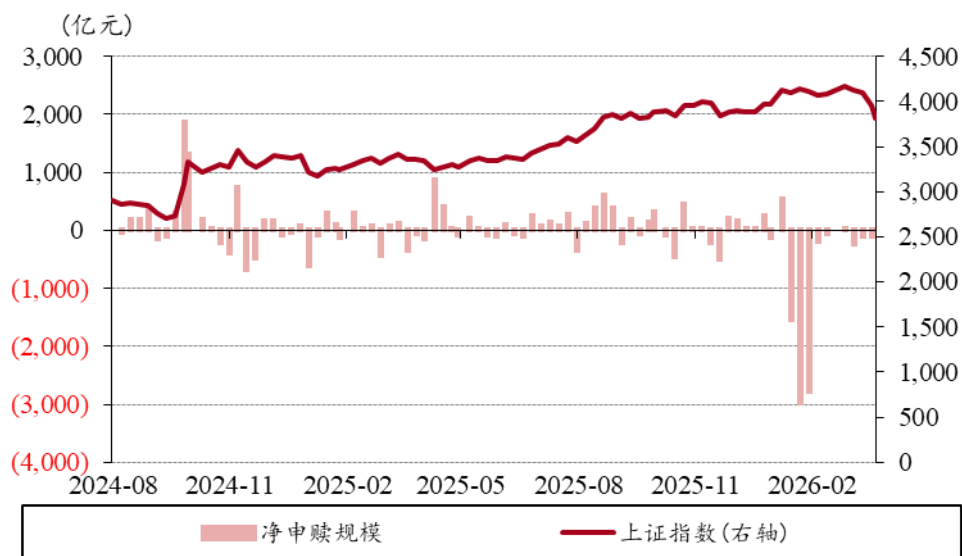
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 开年以来国内基本面产需均有所修复



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 汇金主要持仓基金净申赎规模变化及上证走势



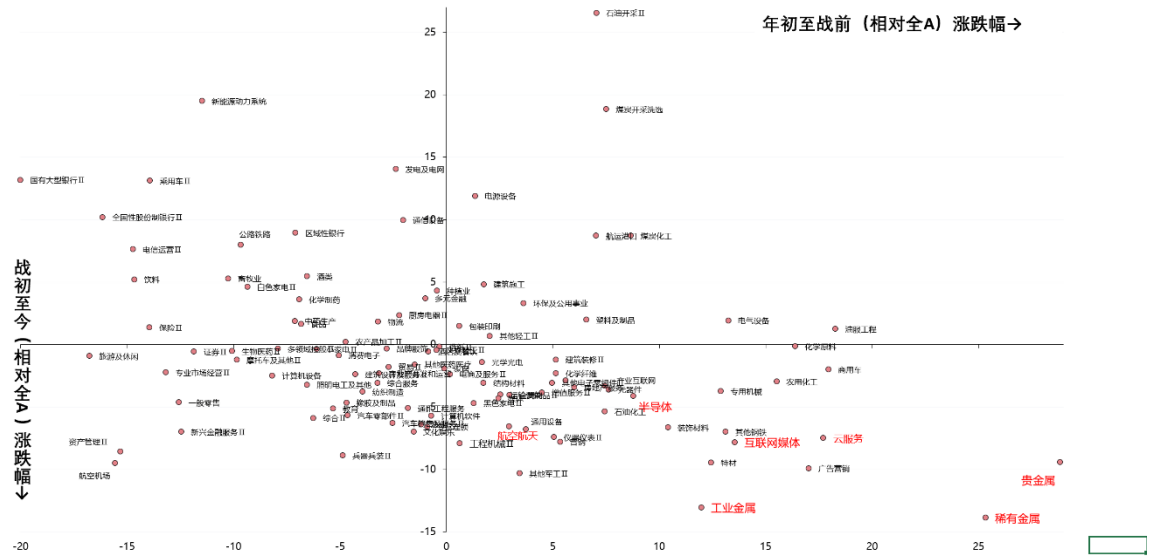
资料来源：万得，中银证券

图表 5. A 股快线情绪回落至 25.0%，触发快线买入信号



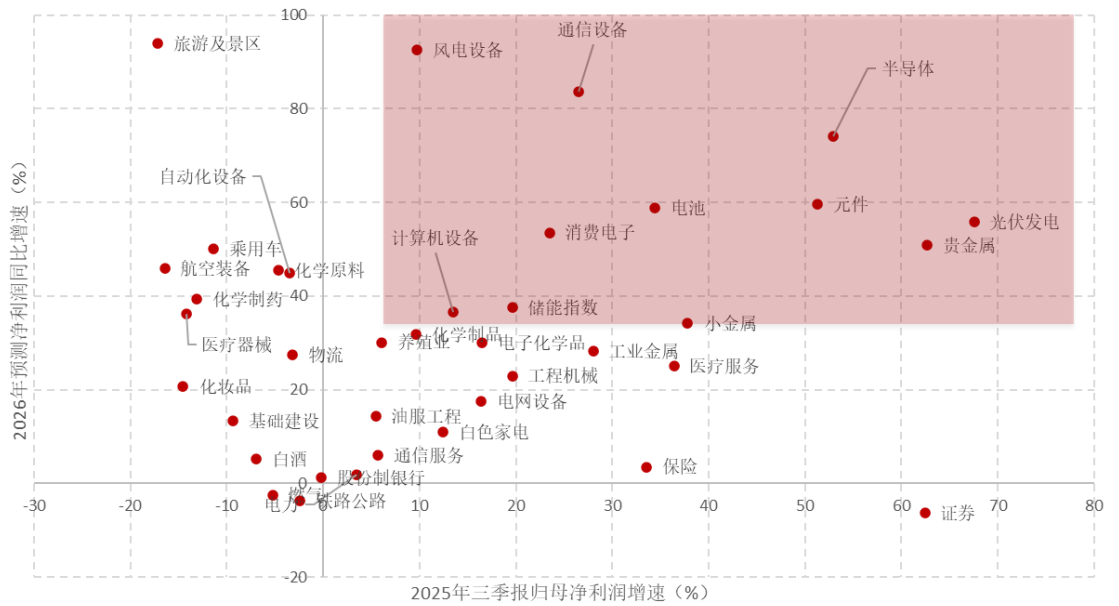
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 当前主要超跌行业



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 2026 年新能源板块业绩预期向好



资料来源: 万得, 中银证券。

风险提示

海外地缘政治风险超预期, 通胀上行超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371