



A 股策略周报 20260329

股票投资策略报告

证券研究报告

策略组

分析师: 牟一凌 (执业 S1130525060002) 分析师: 王况炜 (执业 S1130525060007) 分析师: 纪博文 (执业 S1130525060006)
mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn

能源、货币与制造格局

美元幻境逐渐消散, 风险资产见底特征出现

在上周的周报中, 我们提出市场下跌的本质是美元的反扑, 然而, 在本周新的美伊冲突局势和前期能源断供影响的发酵下, “强美元”的斜率有所放缓。一方面, 美伊冲突开始呈现长期化但可控化的特征: 美、伊谈判窗口显现, 但双方继续军事打击; 另一方面, 霍尔木兹海峡从封闭起至今已整整一个月, 油价的大幅上涨开始让各国通胀出现压力, 在此背景下, 非美央行纷纷将加息提上议程, 这也构成了“强美元”的制约。美元指数触顶、市场对美联储加息预期降温、美国资产补跌约束冲突烈度共同构成风险资产见底的特征: 本周美元指数涨幅 0.68%, 但最高值 (100.20) 未突破冲突发生第三周时的顶部 100.50, 我们在上周周报中提到的, 美国也可能因为在伊朗问题中陷入长期消耗战, 从而动摇其基本面的优势本周市场也逐渐定价这种可能性, 前期相对表现更好的美国股票市场开始补跌, 这在某种程度上对全球风险资产来讲是见底的信号: 这要么制约了美国主动对这场冲突继续升级和投入的意愿; 要么指示战争持续已经开始拖累美元资产, 降低了对非美股票、实物资产的虹吸效应, 黄金已经开始重新于油价上涨中反弹。

“特朗普”资产价格周期: 施压→妥协循环的经验

特朗普的两个任期之中, 都存在同一种行为模式: 即为了达成最终的目的, 会先对目标进行极限施压, 之后再主动给予缓和空间以换取对方接受条件(也就是 TACO), 若未达成条件则会再度施压, 如此循环。但这种行为模式在 2018-2020 年中美贸易摩擦、2018-2020 年对伊朗退出核协议制裁、2025 年对全球施加“对等关税”中事实上都未能完成“美国优先”的成就, 反而美元指数总在后期走弱。除此之外, 资产表现的规律包括: (1) 施压期时风险资产下跌、VIX 指数上涨、铜和油下跌, 大多数时候反映的是对经济总需求的压制, 而“TACO”时期则反向交易, 黄金与美元则方向不一定; (2) 随着时间推移, TACO 之后上述资产反弹的幅度将明显递减, 因为历史先例已经教会了市场“暂停不等于解决, 只是风险后移”; (3) 类似本周五晚出现的美元与黄金、布油同涨较为少见, 但 2020 年 1 月 3 日美军刺杀伊朗高级将领时出现过类似情形, 定价的是地缘风险升级 (黄金涨), 但冲突持续的后果 (布油涨) 对非美国国家相对美国而言更加利空 (美元涨)。未来需要关注的是, 两种情形会打破当前市场定价的“美元强、黄金强、原油持续高位”的情景假设: 一种情况是上文讨论的美国自身基本面也受到原油价格走高的拖累, 美元支撑不再, 黄金迎来金融属性带来的大幅反弹; 另一种情况是类 2020 年 1 月 9 日美国将伊朗制裁长期化但排除军事打击之后, 特朗普本次在中东的行动未带来任何明确的成果, 美元信用将再下台阶, 黄金重回“替代美元”的长期叙事。

防御之后, 未来买什么

每一轮 TACO 交易的幅度都会衰减, 市场也不再单纯围绕摩擦/冲突本身来交易, 而是开始关注中期主线。对 A 股而言, 我们认为在三个维度都存在着明晰的主线和最优的资产: 已经启动的且直接相关的是能源主线, 美伊冲突表现出“长期化”特征, 霍尔木兹海峡持续封闭, 原油运输仍然受阻, 即使有通航后, 供给的损失和库存的恐慌也会长期提高能源价格中枢, 而旧能源的大幅涨价也会加速新能源的替代, 国内电池企业 3 月排产已环比大幅上行; 第二层是美元见顶回落, 货币属性带来的大宗商品反弹, 此时涨价链的股票开始跑赢对应商品; 第三层来看是制造业优势因此次能源冲击加强, 对中国来说, 资源禀赋上虽然“贫油少气”, 但当前较为充足的原油库存、以煤炭为主的一次能源自主可控, 以及新能源产业链都是应对此次能源冲击后的世界再工业化新格局的长期优势。

市场核心三要素: 能源、货币与制造格局重塑

能源、美元和制造格局重塑成为本轮市场波动中三个重要的驱动力, 也是投资者对于总量和结构判断最好的抓手。我们首推新旧能源——原油、油运、煤炭、电力设备 (锂电、风光、储能)、电力; 其次是美元幻境逐步退却后, 大宗商品金融属性的回摆——铜、铝、金; 三是中国制造业的重估——机械设备、化工, 出口的持续超预期和资金回流, 也会给沉寂已久的内需带来新的驱动——旅游及景区、调味发酵品、啤酒及其他酒类、医药商业、医美等。

风险提示

地缘冲突烈度加剧; 国内经济修复不及预期; 海外经济大幅下行。



内容目录

1、美元幻境逐渐消散，风险资产见底特征出现.....	3
2、“特朗普”资产价格周期：施压→妥协循环的经验.....	5
3、波动之外，市场开始关心“接下来买什么”.....	6
4、能源、货币与制造格局重塑.....	9
风险提示.....	9

图表目录

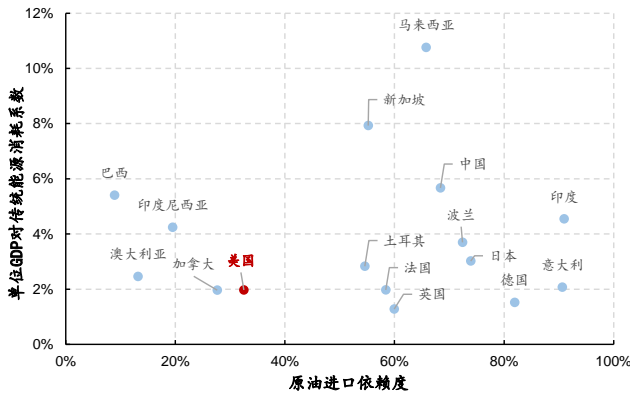
图表 1： 美国的经济结构偏服务业和原油进口依赖度低决定了其受能源冲击更小.....	3
图表 2： 美伊冲突发生后，OECD 对美国的经济预测反而上调，而对其他非美经济体大多下调.....	3
图表 3： 目前投资者普遍预期至 2026 年底非美央行加息次数要远高于美联储.....	3
图表 4： 美元指数走势与美国相较非美发达经济体的利差已有较大的背离需要修复.....	3
图表 5： 本周（3 月 23 日-3 月 27 日）美伊冲突进展.....	4
图表 6： 交易员预测 4 月议息会议加息的概率下降.....	4
图表 7： 美股本周出现明显补跌，尤其是科技股表现较差（%）.....	4
图表 8： 2018 年中美贸易摩擦、2025 年全球“对等关税”都存在显著的“TACO 交易”，美元指数大多数时候下跌.....	5
图表 9： 2018-2020 年对伊制裁时，出现过美元指数与黄金同涨的情形.....	5
图表 10： 大多数时候市场反映冲突/摩擦对经济需求的影响，施压阶段风险资产下跌、VIX 指数上涨，铜、油下跌，而缓和阶段则相反.....	6
图表 11： 日本、韩国对中东原油的依赖度分别在 90%、70%以上.....	7
图表 12： 若日韩无法从中东进口原油，则可能需要从美国进口，运距会大幅加长.....	7
图表 13： 2022 年俄乌冲突时间线.....	7
图表 14： 从全区间表现来看，天然气、动力煤、铝和黄金以及干散货的股票跑赢了商品；从阶段来看，中期股票跑赢商品的概率最大.....	8
图表 15： 日本、韩国、中国台湾在 3 月以来制造业受到能源冲击，出现减产/停产情况.....	8
图表 16： 从总市值/总产能的视角来看，当前市场对于中国制造业的产能价值定价尚不充足.....	9
图表 17： 中国制造业全球竞争力绝对龙头与高成长性组合的境外与境内业务毛利率差不断扩大.....	9



1、美元幻境逐渐消散，风险资产见底特征出现

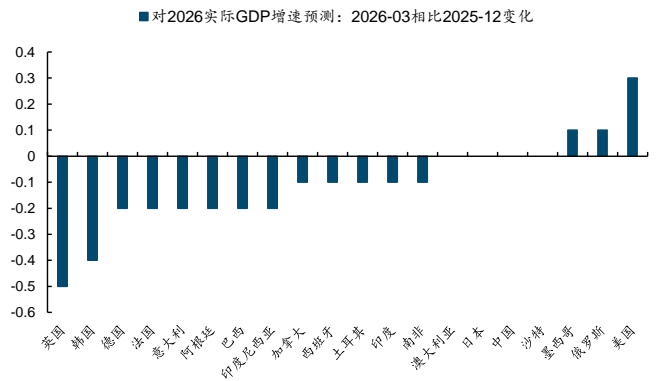
在上周的周报中，我们提出市场下跌的本质是美元的反扑，美伊冲突确立了强美元的两条核心逻辑：(1) 从经济基本面的角度来看，美国凭借服务业为主的经济结构，对传统能源的依赖显著低于其他国家，因此受到的冲击更小，美国的经济具备相对优势；(2) 地缘冲突之下投资者需要寻找“避险”资产，在黄金与美元两者之间选择时，美国此次在中东地区的“秀肌肉”一定程度上体现了美国对世界秩序的掌控力，从而形成了美元的反扑。

图表1：美国的经济结构偏服务业和原油进口依赖度低决定了其受能源冲击更小



来源：globalfirepower，国金证券研究所

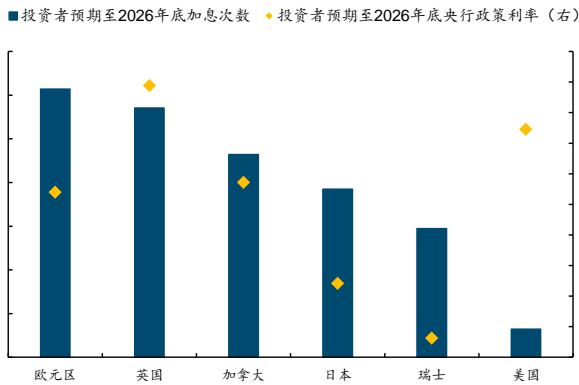
图表2：美伊冲突发生后，OECD对美国的经济预测反而上调，而对其他非美经济体大多下调



来源：OECD，国金证券研究所

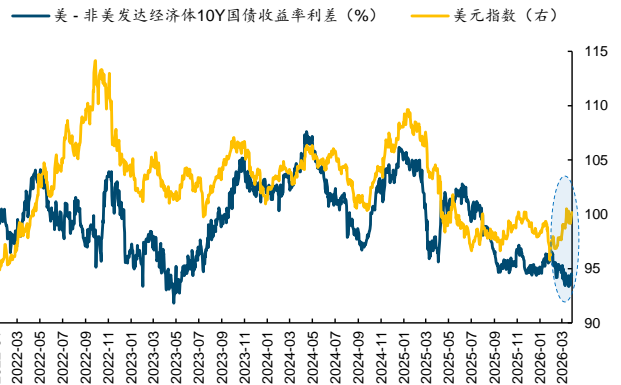
然而，在本周新的美伊冲突局势和前期能源断供影响的发酵下，“强美元”的斜率有所放缓。一方面，美伊冲突开始呈现长期化但可控化的特征：可控化表现在外交层面，尽管伊朗直接拒绝美方的15点方案，但同时也提出了5项谈判的前提条件，给出了“可能谈判”的窗口，而美方也有缓和的表态，特朗普在当地时间3月26日周四在社交媒体发文，称对伊朗能源设施空袭再推迟十天，至美东时间4月6日晚8时；长期化则体现在军事层面上双方都没有任何短期内“停战”的表现，美军继续增兵中东，以色列空袭伊朗能源与竣工设施，伊朗继续打击美国在中东的军事基地。另一方面，霍尔木兹海峡从封闭起至今已整整一个月，油价的大幅上涨开始让各国通胀出现压力，在此背景下，非美央行纷纷将加息提上议程，这也构成了“强美元”的制约。

图表3：目前投资者普遍预期至2026年底非美央行加息次数要远高于美联储



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：美元指数走势与美国相较非美发达经济体的利差已有较大的背离需要修复



来源：wind，国金证券研究所



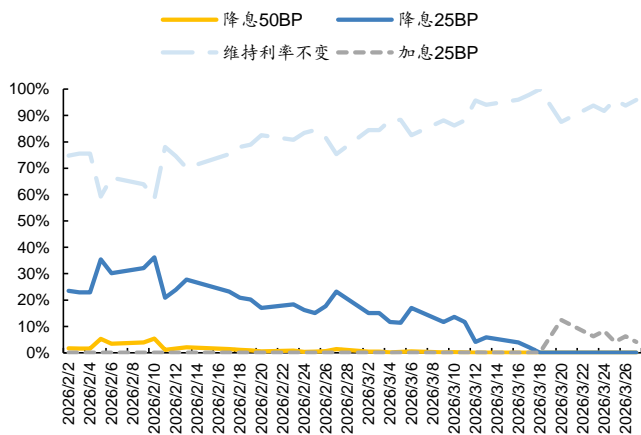
图表5: 本周(3月23日-3月27日)美伊冲突进展

日期	外交进展	军事行动	霍尔木兹海峡通航情况
3月23日	特朗普称美伊对话“富有成效”，宣布推迟打击伊朗电站5天，释放谈判信号；伊朗未正面认可协议内容	以色列空袭伊朗多地能源/军工设施；伊朗以导弹/无人机反击美以相关目标	伊朗开放有限安全走廊；1艘中国籍船舶通过；主流航司仍暂停航线；通行量较正常水平锐减约95%
3月24日	美方特使表态对谈判“乐观”，强调航运恢复为积极信号；伊朗坚持自身立场，未让步	美军持续向中东增派军舰与兵力；伊朗在海峡周边加强布防与监控	零星船只通行；日均通行≤5艘；国际油轮仍不敢进入
3月25日	美方披露向伊朗提交15点停战框架；伊朗未接受，提出自身谈判前提	伊朗打击美军在中东基地；以军空袭伊朗核相关与军工目标；双方对峙升级	通航维持低位；Windward数据显示单日约2-5艘通过；无大型油轮安全通行确认
3月26日	伊朗明确拒绝美方15点方案，特朗普同日向伊朗发出48小时最后通牒，威胁若霍尔木兹海峡未完全开放，将摧毁伊朗所有发电厂。直接斡旋破裂	以军F-35空袭伊朗6省12处军工/导弹基地；伊朗发动多轮导弹无人机反击以色列本土目标	部分时段小幅回升；单日约5艘船舶通过；仍以中小型船舶为主；大型油轮与集装箱船基本缺席
3月27日	白宫确认外交沟通渠道中断；特朗普宣布将打击伊朗能源设施计划推迟至4月6日(暂停10天)；伊朗开始制定停战条件	美军第31远征队抵中东；以军空袭伊朗重水反应堆、钢铁厂及电厂；伊朗袭击沙特境内美军基地	伊朗革命卫队官宣关闭海峡，禁止“美以盟友船只”通行；航运机构数据：通行量暴跌95%+，日均不足7艘
3月28日	伊朗在核设施被打击后威胁退出《不扩散核武器条约》；美国特使威特科夫认为美伊“本周”将举行会议，对谈判前景乐观	以军空袭伊朗洪达卜重水反应堆和位于亚兹德省的铀提炼工厂 美国表示对伊朗战事还将持续“2-4周” 胡塞武装“首次使用威力巨大的弹道导弹” 对以色列的敏感军事目标发动军事行动	特朗普再次批评其他北约国家拒绝参加协助确保霍尔木兹海峡安全的行动； 伊朗承诺为人道主义物资通行提供便利，但不放松对敌对船只管控

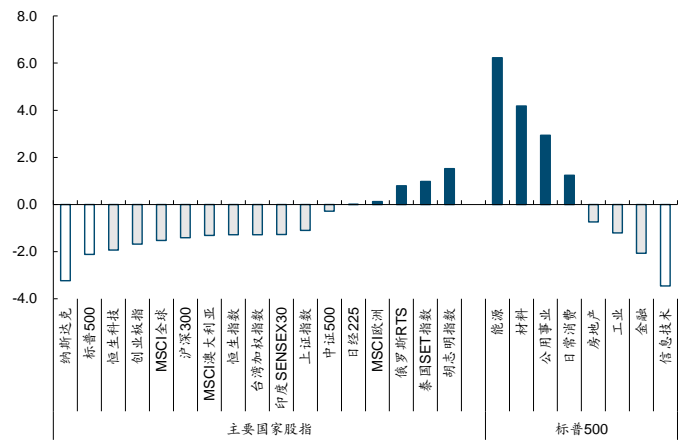
据新闻整理，国金证券研究所

风险资产见底特征出现：美元指数触顶、市场对美联储加息预期降温、美国资产补跌约束冲突烈度。本周美元指数涨幅0.68%，但最高值(100.20)未突破冲突发生第三周时的顶部100.50，背后可能是两个原因：首先是市场对美联储在下一次会议加息的预期相较上一周有所降温，这减弱了美元指数的支撑，概率从上周五最高的12.4%降低到本周五的4.1%；其次是在上周周报中提到的，美国也可能因为在伊朗问题中陷入长期消耗战，从而动摇其基本面的优势(例如科技产业链失去日韩供应链的支撑)，本周市场也逐渐定价这种可能性，前期相对表现更好的美国股票市场开始补跌，这在某种程度上也制约了美国主动对这场冲突继续升级和投入的意愿，周四，特朗普表示要推迟打击伊朗能源设施或许正是金融资产动荡约束冲突烈度的证明。

图表6: 交易员预测4月议息会议加息的概率下降



图表7: 美股本周出现明显补跌，尤其是科技股表现较差(%)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



2、“特朗普”资产价格周期：施压→妥协循环的经验

特朗普的两个任期之中，都存在同一种行为模式：即为了达成最终的目的，会先对目标进行极限施压，之后再主动给予缓和空间以换取对方接受条件（也就是TACO），若未达成条件则会再度施压，施压之后再表面退让妥协，如此循环直至最终达成目标。这种行为模式在2018-2020年中美贸易摩擦、2018-2020年对伊朗退出核协议制裁、2025年对全球施加“对等关税”中都出现过。而在这三次经验中，特朗普的“施压-TACO”周期后都没有一个清晰的“结局”或者达成“美国优先”的成就：第一次中美贸易摩擦虽然锁定了第一阶段贸易协定这一成果，但其中对美国农产品的购买并未实现，也没能减少美国贸易逆差；第二次全球对等关税至今未锁定任何成果，甚至被美国最高法院裁定违宪；2018-2020年对伊朗退出核协议的制裁没能逼出任何谈判，伊朗反而突破全部的核协议限制。

图表8：2018年中美贸易摩擦、2025年全球“对等关税”都存在显著的“TACO交易”，美元指数大多数时候下跌

阶段	2018年中美贸易摩擦							2025年全球“对等关税”			
	首次施压	首次缓和	二次施压	二次缓和	三次施压	三次缓和	锁定成果	首次施压	首次缓和	二次施压	二次缓和
时间点	2018/3/22	2018/5/3	2018/6/15	2018/12/1	2019/5/5	2019/6/29	2019/10/11	2025/4/2	2025/4/9	2025/4/16	2025/5/12
后推五个交易日	2018-03-29	2018-05-11	2018-06-22	2018-12-07	2019-05-13	2019-07-05	2019-10-18	2025-04-09	2025-04-16	2025-04-25	2025-05-19
标志性事件	特朗普签署对华301调查，宣布对500亿美元商品加征25%关税	特朗普表示将在近期派出贸易代表赴中国对关税问题进行磋商	美国对中国出口的2500亿美元商品提出明确的加征关税举措	G20峰会上达成协议，中美关税暂缓90天，继续谈判	2000亿美元加税10%→25%，美方威胁对全部中国商品加税	G20大阪峰会，习特宣布“贸易战停火”，不再征收新关税	宣布“实质性第一阶段协议”框架，2020年1月15日框架正式签订	对全球宣布“对等关税”，对华税率累计达54%（含之前20%）	特朗普宣布对除中国外所有国家90天暂停对等关税	对华最终税率固定于145%，打击中国“转口贸易”	双方联合声明：对等关税双边各降115个百分点，为期90天
沪深300	-4.1	2.9	-4.4	0.3	-6.2	1.8	-0.1	-5.2	3.3	0.7	0.8
标普500	-2.6	3.5	-1.0	-4.5	-4.5	1.7	1.6	-3.1	5.9	2.4	5.4
VIX指数	11.8	20.8	13.6	28.6	59.7	11.9	18.9	54.4	37.6	17.5	17.2
美元指数	0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.1	1.1	-1.5	-1.2	-3.6	-0.6	0.0
伦敦金现	-0.5	1.1	-2.5	2.1	1.7	-0.7	-0.2	-1.0	12.1	2.8	-2.9
COMEX铜	-1.2	1.4	-6.0	-1.4	-3.6	-1.8	1.2	-11.2	12.9	4.7	0.2
ICE布油	0.4	5.2	-0.4	3.3	-1.3	-0.5	0.5	-11.8	5.2	3.3	2.5

来源：Wind, 国金证券研究所

图表9：2018-2020年对伊制裁时，出现过美元指数与黄金同涨的情形

阶段	对伊朗退出核协议的制裁					
	首次施压	首次缓和	二次施压	二次缓和	三次施压	三次缓和
时间点	2018/5/12	2018/11/5	2019/5/1	2019/6/20	2020/1/3	2020/1/9
后推五个交易日	2018-05-18	2018-11-12	2019-05-09	2019-06-27	2020-01-10	2020-01-16
标志性事件	宣布退出伊核协议，恢复制裁；庞培奥随后提出12项最终要求	对伊朗石油出口制裁重启生效，对8国发出超预期豁免	美国宣布不再续期伊朗石油出口豁免，向中东部部署航母战斗群	特朗普批准对伊朗军事打击后终止，替代为制裁哈梅内伊本人	美军用无人机击杀伊朗军事体系最高级别人物苏莱曼尼将军	特朗普宣布新制裁但明确排除军事反击
沪深300	0.8	-2.6	-8.0	3.2	0.3	0.9
标普500	-0.5	0.1	-2.5	-0.1	0.2	2.0
VIX指数	6.1	4.8	45.6	10.4	0.7	-8.4
美元指数	1.2	1.2	-0.1	-1.1	0.6	0.0
伦敦金现	-2.0	-2.6	0.1	3.6	2.2	-0.2
COMEX铜	-1.6	-4.9	-4.7	1.5	0.5	1.2
ICE布油	2.3	-5.3	-2.4	7.2	1.7	-1.2

来源：Wind, 国金证券研究所

这几轮施压→妥协的周期中，资产表现都有一定的规律：（1）施压期时风险资产下跌、VIX指数上涨、铜和油下跌，大多数时候反映的是对经济总需求的压制，而“TACO”时期则反



向交易，黄金与美元则方向不一定；(2) 随着时间推移，TACO 之后上述资产反弹的幅度将明显递减，因为历史先例已经教会了市场“暂停不等于解决，只是风险后移”；(3) 类似周五晚出现的美元与黄金、布油同涨较为少见，但 2020 年 1 月 3 日美军刺杀伊朗高级将领时出现过类似情形，定价的是地缘风险升级（黄金涨），但冲突持续的后果（布油涨）对非美国国家相对美国而言更加利空（美元涨）。黄金避险属性重新回归也指示着美元资产的强势在临近拐点，美元背后的美国经济韧性和综合国力优势正在减弱。

图表10：大多数时候市场反映冲突/摩擦对经济需求的影响，施压阶段风险资产下跌、VIX 指数上涨，铜、油下跌，而缓和阶段则相反

资产价格表现%	中位数		平均值	
	施压阶段	缓和阶段	施压阶段	缓和阶段
沪深300	-4.2	1.3	-3.3	1.3
标普500	-1.8	1.8	-1.5	1.7
VIX指数	12.7	-10.2	21.8	-6.5
美元指数	-0.1	-0.1	0.0	-0.4
伦敦金现	-0.2	0.4	0.1	1.6
COMEX铜	-2.6	0.7	-3.0	1.1
ICE布油	-0.8	2.9	-1.4	2.0

来源：Wind, 国金证券研究所

根据上述几次历史经验，本次美伊冲突可能还会有多次“施压-TACO”带来的资产价格波动，未来需要关注的是，一些事件可能会打破当前市场定价的“美元强、黄金强、原油持续高位”的情景假设：一种情况是美国自身基本面也受到原油价格走高的影响，例如 AI 供应链因为缺能源产生断供，而经济的走弱使联储难以考虑加息，这时美元将确定性走弱，黄金迎来金融属性带来的大幅反弹；另一种情况是类似前几次“施压-TACO”周期一样，特朗普本次在中东的行动未带来任何明确的成果，特别是类似 2020 年 1 月 9 日美国将伊朗制裁长期化但排除军事打击之后，美元信用将再下台阶，黄金重回“替代美元”的长期叙事。

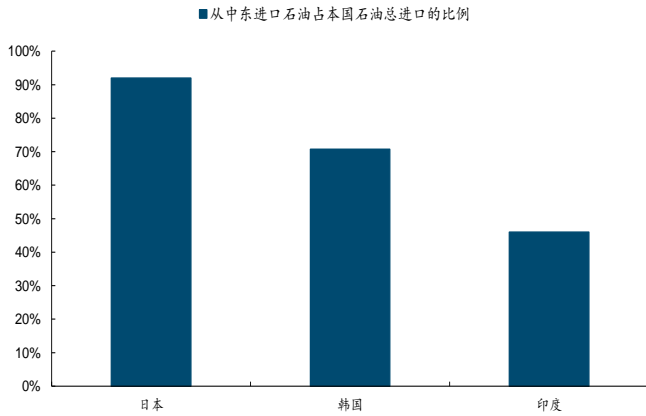
3、波动之外，市场开始关心“接下来买什么”

正如上文所总结的那样，每一轮 TACO 交易的幅度都会衰减，而事实上来看，特朗普在过去几次的施压-缓和其实都未能达成长期的成就。因此，市场不再单纯围绕摩擦/冲突本身来交易，而是开始关注中期主线。对 A 股而言，我们认为短期、中期、长期都存在一条明晰的主线和最优的资产。

短期已经开始的是能源主线，由于当前美伊冲突表现出“长期化”特征，霍尔木兹海峡持续封闭，原油运输仍然受阻，与此同时，霍尔木兹海峡的关闭迫使依赖从中东进口原油的国家改变路线从其他国家进口，例如日、韩可能被迫从美国进口原油，印度也可能需要从更远的俄罗斯运油，这些航线的改变都会带来油运运距的大幅增长。旧能源的大幅涨价也会加速新能源的替代，3 月国内电池样本企业排产环比大幅增长 21.93%。正极，负极分别环比增长 23.3%、16.42%；隔膜，电解液分别环比涨 8.7%、18.78%。



图表11: 日本、韩国对中东原油的依赖度分别在 90%、70% 以上



来源: wind, 国金证券研究所

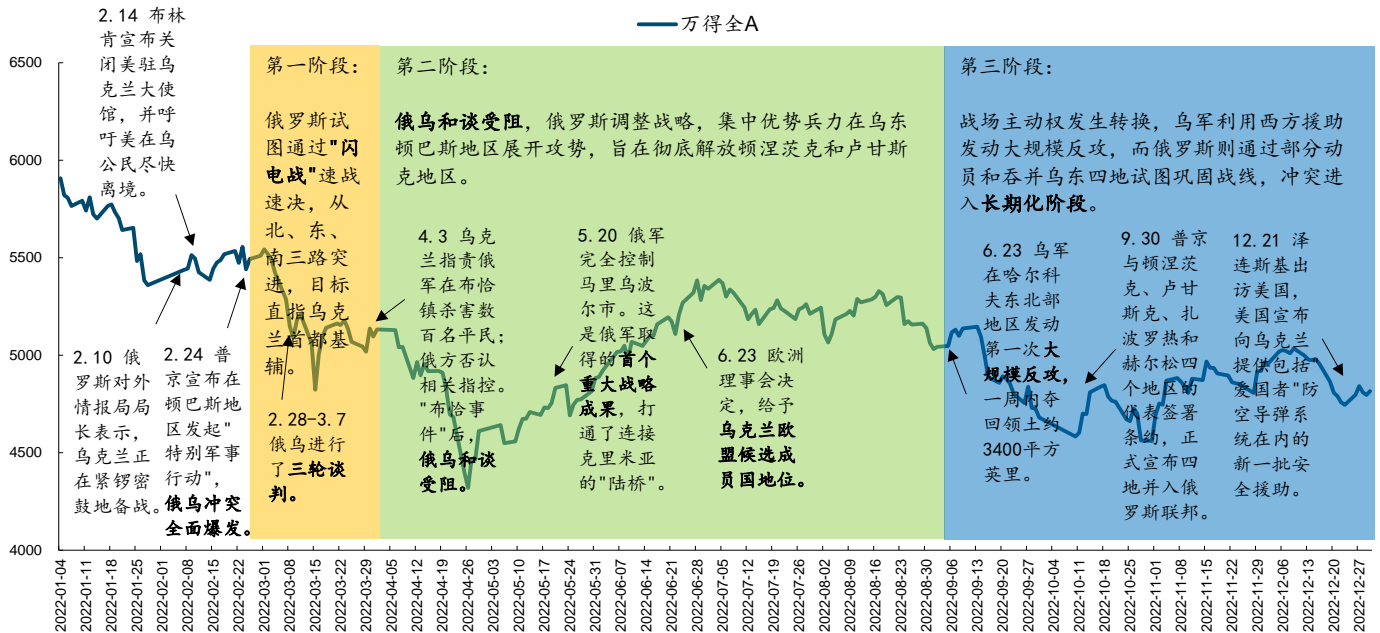
图表12: 若日韩无法从中东进口原油, 则可能需要从美国进口, 运距会大幅加长



来源: wind, 国金证券研究所 注: 黄色线为中东-日韩路线, 红色线为美国-日韩路线。

中期来看是美元见顶回落, 金融属性带来的大宗商品反弹, 此时涨价链的股票开始跑赢对应商品。参考 2022 年俄乌冲突时, 当俄罗斯与乌克兰冲突通过“闪电战”解决的预期破灭之后, 俄乌之间进入“局部战争-谈判可能性-局部战争”的重复博弈中, 此时商品价格虽然不会再“暴涨”, 但波动率的下降和中枢上移的确认使投资者更容易对股票的长期产能价值计价, 股票开始跑赢商品。

图表13: 2022 年俄乌冲突时间线



来源: Wind, 国金证券研究所



图表14: 从全区间表现来看, 天然气、动力煤、铝和黄金以及干散货的股票跑赢了商品; 从阶段来看, 中期股票跑赢商品的概率最大

大宗商品涨跌幅 %						对应行业股票指数涨跌幅 %					
代码	简称	全区间	前期	中期	后期	代码	简称	全区间	前期	中期	后期
B.IPE	ICE布油	8.10	14.66	2.02	-7.75	CI005101.WI	石油开采II(中信)	5.48	2.33	26.78	-18.69
NG.NYM	NYMEX天然气	-22.76	24.14	52.75	-58.72	884888.WI	天然气指数	-3.04	-5.05	17.02	-12.73
——	动力煤	7.45	15.40	4.38	-11.48	CI005208.WI	动力煤(中信)	15.83	13.78	30.84	-22.19
CA.LME	LME铜	-15.12	4.09	-25.88	9.41	CI005214.WI	铜(中信)	-18.71	-9.32	-7.78	-2.79
AH.LME	LME铝	-27.46	4.48	-33.68	4.51	CI005218.WI	铝(中信)	-17.70	-8.58	-0.68	-9.36
GC.CMX	COMEX黄金	-6.71	0.64	-11.76	5.32	CI005213.WI	黄金(中信)	-1.41	4.82	-14.03	9.41
SI.CMX	COMEX白银	-3.69	0.76	-28.20	33.88	882597.WI	白银指数	-11.47	-14.41	-10.65	15.77
NH0300.NHF	南华农产品指数	-0.76	1.87	-1.82	-0.77	001030.CJ	农产品(长江)	-8.80	1.79	1.16	-11.43
CICSF106.WI	中信期货化工	-1.89	4.64	-8.08	1.99	CI005006.WI	基础化工(中信)	-19.28	-8.46	-0.36	-11.51
CICSF119.WI	中信期货煤化工	-9.68	6.86	-16.29	0.97	850325.SI	煤化工(申万)	-30.75	-7.24	-14.47	-12.71
BDI.GI	波罗的海干散货指数	-32.49	5.04	-53.92	39.50	003128.CJ	干散货(长江)	6.01	2.94	27.64	-19.32
BDTI.GI	原油运输指数	158.34	68.69	21.75	25.79	003131.CJ	油运(长江)	56.33	3.36	90.95	-20.79

来源: Wind, 国金证券研究所

长期来看是制造业优势因此次能源冲击加强, 对中国来说, 资源禀赋上虽然“贫油少气”, 但当前较为充足的原油库存、以煤炭为主的一次能源自主可控, 以及新能源产业链都是应对此次能源冲击的优势。例如 2022 年俄乌冲突时, 欧洲从俄罗斯进口天然气大幅减少, 天然气价格上行, 导致其化工业巨头被迫减产甚至停产, 这使中国进一步替代了欧洲化工的全球份额。当下来看, 日本、韩国、中国台湾今年 3 月以来因能源供给问题, 分别有不同程度的减产、停产, 涉及产业包括化工、电子、汽车、机械。我们在春季策略《重返真实》中筛选出中国制造业的全球竞争力绝对龙头和高成长性龙头, 恰好就集中在化工、电机械、电气设备等行业中, 这些绝对龙头海外营收增长和利润率优势不断验证, 但估值与海外龙头仍然存在较大差异, 有估值扩张的空间。

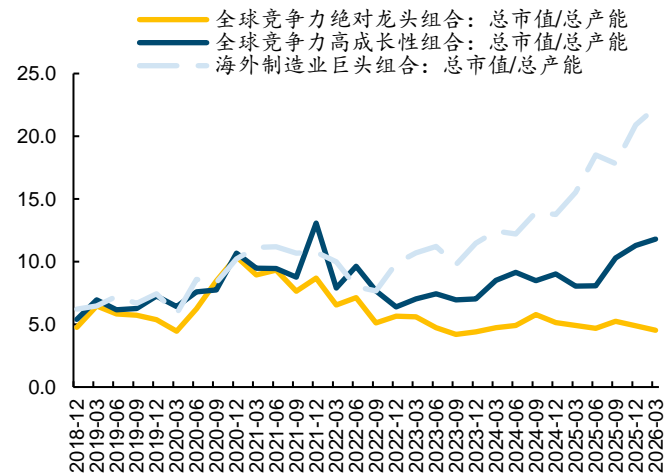
图表15: 日本、韩国、中国台湾在 3 月以来制造业受到能源冲击, 出现减产/停产情况

国家/地区	受影响行业 / 企业	具体减产 / 停产情况
韩国	石化、面板、汽车、电子	LG 化学丽水乙烯装置临时关停; 三星、SK 等韩国企业实施车辆限行等节能措施
日本	汽车、化工、机械、轮胎	丰田、日产部分工厂调整排班; 三菱化学、信越化学、普利司通减产
中国台湾	半导体、化工、电子	台积电、联电进入节电模式, 高负载制程限电; 天然气供应紧张, 化工产业链降负运行

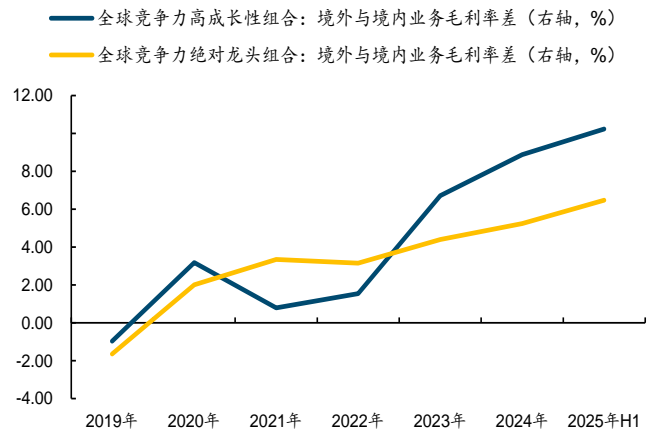
来源: Wind, 国金证券研究所



图表16: 从总市值/总产能的视角来看, 当前市场对于中国制造业的产能价值定价尚不充足



图表17: 中国制造业全球竞争力绝对龙头与高成长性组合的境外与境内业务毛利率差不断扩大



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

4、能源、货币与制造格局重塑

美元的幻境正在逐步消散, 风险资产见底的特征逐渐明朗。尽管本周市场经历了快速的波动, 但从特朗普以往的“施压—TACO”周期来看, 波动会在后续的博弈轮次中不断缩窄, 市场会开始关注到中长期的真正主线, 潜在的风险是: 如果美国的经济基本面已经无法再延续其“独善其身”的逻辑, 相对优势开始走弱, 那么美元的幻境将完全消散, 黄金可能出现大幅反弹, 但此时权益市场和大宗商品的需求端又将面临新的挑战。我们认为, 短期之内应对波动的最好手段是配置波动的来源——能源; 中期视角下则可跟随“施压—TACO”周期的节奏和美元的逐渐走弱做多商品的金融属性; 长期来看, 此次冲突或类似2022年的俄乌冲突一样, 凸显中国制造业的能源自主可控优势。我们的推荐是:

一是在全球动荡的格局下能源安全变的尤为重要, 但今年一次能源强于二次能源建设, 我们首推新旧能源——原油、油运、煤炭、电力设备 (锂电、风光、储能);

二是美元幻境逐步退却后, 大宗商品金融属性的回摆——铜、铝、金;

三是中国制造业的重估——机械设备、化工, 在中国制造成为全球压舱石时, 出口的持续超预期和资金回流, 也会给沉寂已久的内需带来新的驱动, 寻找压制因素扭转下的结构性机会——旅游及景区、调味发酵品、啤酒及其他酒类、医药商业、医美等。

风险提示

地缘冲突烈度加剧: 如果美伊冲突烈度加剧或扩散, 可能导致全球风险资产承压。

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, 那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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