

市场点评

外部风险与国内韧性：A股比较优势有望逐步显现

地缘冲突持续压制全球风险偏好，A股比较优势有望逐步显现，关注有色板块超跌反弹配置机遇。

- **特朗普发言冲击市场，全球市场短期避险情绪升温。**2026年4月2日美国东部时间晚9点（北京时间4月2日上午9点）特朗普总统就伊朗战事发表的全国讲话，其核心内容是自行宣布“取得压倒性胜利”，但同时明确表示未来两到三周将继续进行“极其猛烈的打击”。“胜利在望但战事未止”的矛盾信号，叠加对霍尔木兹海峡问题的强硬表态，给全球市场带来了显著的“预期差”：讲话结束后，布伦特原油期货一度上涨逾6.9%，突破每桶108美元。亚太股市全线承压，A股主要指数今日也出现普遍下跌，标普500期货下跌。短期避险与风险情绪激烈博弈，中期则聚焦于能源供给与通胀路径的重塑。
- **短期来看，海外风偏持续承压，或将进一步定价滞胀->衰退预期，国内通胀低位支撑A股。**短期来看，目前尚未看到清晰的解决霍尔木兹海峡控制权及原油供应链危机的实质性细节，因此市场对于原油供给的担忧正在持续。而随着不确定性增加叠加能源成本上升，或将持续压制美股为代表的发达市场权益资产风险偏好和盈利预期。海外风险资产或将进一步定价滞胀->衰退预期。对于A股而言，外盘波动通过情绪传导，国内通胀水平尚处较低水平，相较海外“滞胀”预期，年内国内名义价格的回升预期升温，对于内需有望形成支撑。需持续关注中东局势特别是霍尔木兹海峡及重要能源基础设施的进展以及美债利率的上行节奏。
- **中期来看，A股基本面及资金面环境比较优势有望逐步显现。**我们延续此前报告观点，中期来看，A股无论从基本面还是资金面角度相较其他风险资产比较优势有望逐步显现。国内基本面及政策环境相对平稳：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。资金面有望提供托底支撑：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有望强化A股估值重塑。**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。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。
- **有色板块供给冲击逻辑充分演绎，具修复空间与盈利优势。**上周末海湾国家巴林和阿拉伯联合酋长国境内两家大型铝厂分别证实遭到伊朗方面袭击，受此影响铝价出现较大幅度的上行。我们重申《重估有色：产业趋势与金融属性双击》中的观点，康波萧条期，地缘冲突频发带来供给冲击碎片化，资源品供给刚性及全球货币格局演变下的美元信用体系走弱带来资源品产业趋势及金融属性共振催化，供给冲击的逻辑有望在近期得到充分演绎。随着外部流动性冲击减弱、海外风险资产情绪回稳，A股迎来反弹窗口。其中，有色板块不仅前期超跌积累了修复空间，更关键的是其盈利趋势在横向和纵向维度上均展现出明显优势，有望成为反弹阶段A股市场一个较好的配置选择。
- **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

2026年4月2日美国东部时间晚9点（北京时间4月2日上午9点）特朗普总统就伊朗战事发表的全国讲话，其核心内容是自行宣布“取得压倒性胜利”，但同时明确表示未来两到三周将继续进行“极其猛烈的打击”。特朗普此次讲话试图在军事与政治两个层面取得平衡。一方面，他宣称对伊朗的核心战略目标“接近完成”，美军取得了“快速、决定性”的胜利，旨在安抚国内民众并提振因战争拖累而下滑的支持率。另一方面，他又明确表示未来数周将实施更猛烈的打击，并威胁若无法达成协议将摧毁伊朗所有发电厂。这种“边打边谈”的姿态，特别是其关于“美国不需要霍尔木兹海峡”、呼吁那些需要通过霍尔木兹海峡获取石油的国家必须“自己负责维护这条通道”的表态，增加了关键航道中断的长期化风险。

特朗普发言冲击市场，全球市场短期避险情绪升温。市场此前原本预期战事即将结束，但讲话反而强化了地缘冲突的持续性与不确定性。而霍尔木兹海峡封锁局面短期依旧难解，全球油价高位压力或将延续至四月下旬。这种“胜利在望但战事未止”的矛盾信号，叠加对霍尔木兹海峡问题的强硬表态，给全球市场带来了显著的“预期差”：讲话结束后，布伦特原油期货一度上涨逾6.9%，突破每桶108美元。亚太股市全线承压，A股主要指数今日也出现普遍下跌，标普500期货下跌。短期避险与风险情绪激烈博弈，中期则聚焦于能源供给与通胀路径的重塑。

短期来看，海外风偏持续承压，或将进一步定价滞胀->衰退预期，国内通胀低位支撑A股。短期来看，目前尚未看到清晰的解决霍尔木兹海峡控制权及原油供应链危机的实质性细节，因此市场对于原油供给的担忧正在持续。而随着不确定性增加叠加能源成本上升，或将持续压制美股为代表的发达市场权益资产风险偏好和盈利预期。海外风险资产或将进一步定价滞胀->衰退预期。对于A股而言，外盘波动通过情绪传导，国内通胀水平尚处较低水平，相较海外“滞胀”预期，年内国内名义价格的回升预期升温，对于内需有望形成支撑。需持续关注中东局势特别是霍尔木兹海峡及重要能源基础设施的进展以及美债利率的上行节奏。

中期来看，A股基本面及资金面环境比较优势有望逐步显现。我们延续此前报告观点，中期来看，A股无论从基本面还是资金面角度相较其他风险资产比较优势有望逐步显现。国内基本面及政策环境相对平稳：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。资金面有望提供托底支撑：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有望强化A股估值重塑。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。

有色板块供给冲击逻辑充分演绎，具修复空间与盈利优势。上周末海湾国家巴林和阿拉伯联合酋长国境内两家大型铝厂分别证实遭到伊朗方面袭击，受此影响铝价出现较大幅度的上行。我们重申《重估有色：产业趋势与金融属性双击》中的观点，康波萧条期，地缘冲突频发带来供给冲击碎片化，资源品供给刚性及全球货币格局演变下的美元信用体系走弱带来资源品产业趋势及金融属性共振催化，供给冲击的逻辑有望在近期得到充分演绎。随着外部流动性冲击减弱、海外风险资产情绪回稳，A股迎来反弹窗口。其中，有色板块不仅前期超跌积累了修复空间，更关键的是其盈利趋势在横向和纵向维度上均展现出明显优势，有望成为反弹阶段A股市场一个较好的配置选择。

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