

策略周评 20260404

外部扰动下的“四月决断”

2026年04月04日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《4月度金股：业绩与确定性》

2026-03-31

《“过山车”行情还要持续多久？——

港股周观点》

2026-03-31

伊朗冲突以来，市场持续调整，现阶段市场行情轮动高度绑定油价波动，短期市场交易节奏显著受到地缘局势的影响。但相比于海外权益资产而言，A股则更具稳定性，一方面为中国对于原油价格上涨的风险更为脱敏，另一方面为宏观基本面的持续修复以及微观资金的支持。进入4月，或将摆脱不确定性，抓住“四月决断”，寻找确定性机会。

■ 宏观：地缘冲击引发海外滞胀担忧，但强出口支撑国内主动补库

高油价持续冲击降息预期，高通胀引发滞胀担忧。虽然目前油价有所反复，但更多受消息面影响，而拉长维度看中期，油价已升至100-110美元/桶区间震荡，价格中枢较冲突升级前明显上移，参考2022年历史经验，中枢上移将长效传导至通胀链条，海外尤其美国可能面临滞胀风险。我们虽不预判海外滞胀必然重演，但后续需重点关注海外“类滞胀”交易逻辑，尤其是此前的“弱美元”叙事的转向，流动性的收紧对于A股市场结构与风格演绎带来的深远影响。

强出口推动国内库存周期修复，上游涨价亦推动PPI上行。国内1-2月的经济数据非常亮眼，2月出口当月同比+39.6%（1月为+10%），出口强劲带动库存周期修复，规上产成品存货2月同比为+6.6%，为2023年以来最高增速。此外，除了出口强劲拉动国内需求，上游商品涨价亦推动PPI环比持续改善，2月PPI当月同比-0.90%（1月-1.40%），若考虑油价对于PPI的贡献，年内PPI极大概率迎来转正。

但同时需要注意，国内的库存周期依赖于海外的耐用品需求，若美国进入滞胀乃至衰退环境，或一定程度上影响国内的补库进程。

■ 微观：微观资金并未明显流出，市场情绪不悲观

各项微观资金并未明显流出：（1）融资资金并未因风险大幅出逃，截至4月3日融资余额为2.58万亿，相较3月初的高点仅下滑760.77亿，而融资担保比例仍明显高于2025年上半年水平。（2）股票型ETF的总净值虽然大幅缩水，但主要来自市值的回落；而截至4月3日ETF总份额为2.10万亿份，相较3月初高点仅下滑119.39亿份。

市场情绪并不悲观，更多持观望态度。虽然近期成交量明显下滑，截至4月3日为1.67万亿，但并未低于2025年12月的低点，亦显著高于2025年上半年水平。同时，3月的新增开户数为460万户，仅次于2024年10月和2026年1月，居民入市热情高涨，并未受地缘风险导致市场调整而有所打压。总体而言，投资者更多持观望态度导致成交量缩量，但若风险有所缓和，则居民或将加速入市。

■ “四月决断”的三重验证：经济底色、业绩披露、政治局会议

我们此前报告《历史上的“四月决断”》中提到，“四月决断”本质是市场从预期驱动向现实定价的转换——经济数据的成色、业绩的兑现能力、政策的边际变化，三者共同构成股价的“压力测试”框架。

1) 经济数据：随着3月中旬至4月市场逐步走出数据真空期，一季度核心经济指标进入密集披露阶段，尤其在经济增长动能切换的年份，二季度是验证周期拐点、研判复苏斜率的重要观测窗口期。

2) 业绩披露：此前2-3月市场整体处于数据真空期，活跃资金重返，具备产业叙事想象力、关注远期基本面的品种往往凭借高赔率的博弈特征成为市场主线。进入4月，上市公司开始集中披露业绩，脱离基本面的板块迎来定价调整，绩优公司更易跑出超额。

3) 政治局会议：4月政治局会议承上启下，对全年经济发展作出指引，政策定调或呈现两种路径，一是延续中央经济工作会议与两会确立的框架，细化落地举措；二是基于前期经济表现或突发风险事件动态调整政策取向，因此可能影响市场走向。

■ 宏微观的博弈下市场继续观望，地缘相对可控下作“四月决断”

地缘冲突正边际升级但仍处于可控范围。近期美伊冲突双方释放谈判意愿，但博弈陷入僵持、局势阶段性升级风险提高，冲突冲击目标正由军事目标向基础设施外溢，美国已有地面部队进驻中东，伊朗则通过大规模动员与强硬表态传递立场信号。我们认为，后续双方虽存在谈判诉求，但若推进受阻，大概率会以军事行动抬升对手成本、抢占博弈主动权。整体格局或将演绎“边打边谈、反复拉锯”的特征，市场情绪也将交替轮动。

宏微观持续博弈，抓住4月决断窗口期。受常规季节性影响，4月将持续定价基本面，尤其是1-2月的亮眼数据能否持续。内需来看，地产链仍然是核心变量，虽然一线城市二手成交回暖，但仍需要进一步观察是否具有趋势性，还是由季节性和结售汇等因素驱动。外需来看，地缘仍然是核心扰动项，而美国国会未授权的情况下市场普遍预期战争在4月底结束，届时海外基本面或更加明确。

4月需重点把握配置结构，规避高位、业绩兑现周期偏长的板块，在不确定性中挖掘中期景气与业绩的确定性机会。一方面，市场风险收益呈非对称特征：过往一年多时间里市场交易的核心逻辑是弱美元，科技有色等板块显著受益，若油价上行并抬升价格中枢，则高估值、高杠杆资产或遭遇冲击，推动市场结构性切换。另一方面，4月进入业绩集中披露期，迎来基本面验证的关键窗口，市场交易逻辑将转向基本面定价。总体而言，缺乏业绩支撑的高位板块可能面临估值回调，绩优标的更易跑出超额收益，建议侧重布局绩优个股。

■ 配置上寻找再平衡，采取“泛能源+科技缩圈”的对冲策略

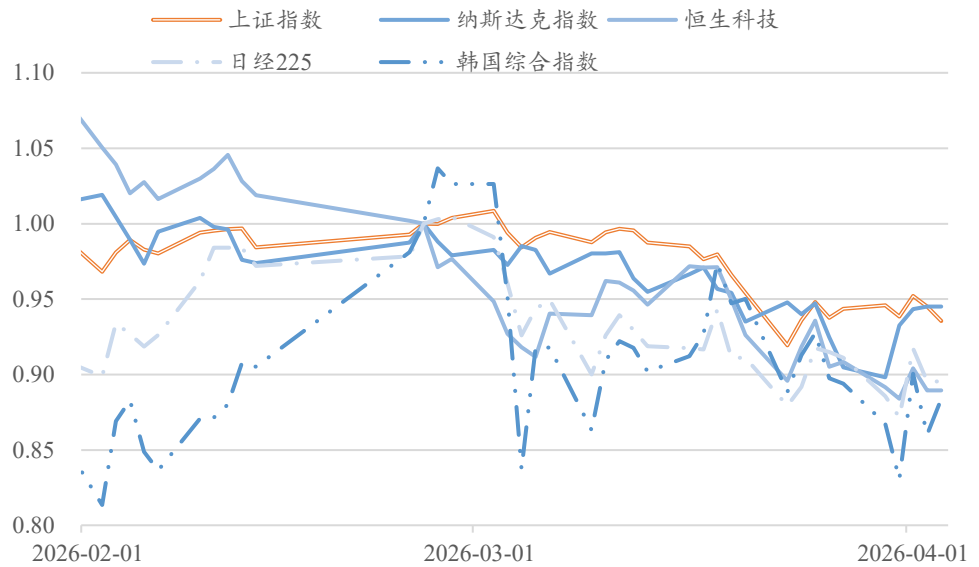
当前地缘政治局势具备高度不确定性，采取平衡配置的思路更为稳妥，建议以“泛能源+科技缩圈”对冲。

1、泛能源：历史上海外滞胀环境中，泛能源是表现最好的大类板块。本轮地缘冲突持续发酵推动油价上行，进一步催化“能源替代”的逻辑，关注电力、煤化工、电网设备等领域；此外，我国在能源转型领域已构建起全球领先的结构性优势，新能源板块自身亦具备扎实的产业景气支撑，在发电侧经济性提升及储能电池技术领先的背景下，重点关注光伏、储能、锂电池、风电、核电等板块。

2、科技缩圈：在通胀中枢预期上行的环境中，科技股板块可能出现分化，即“高位讲故事”的标的面临调整，但主线上有护城河、有定价权、有业绩的强产业趋势方向企业仍有望跑出超额、穿越周期。当前，供需矛盾突出、具备业绩支撑的细分科技领域，具备一定配置价值。

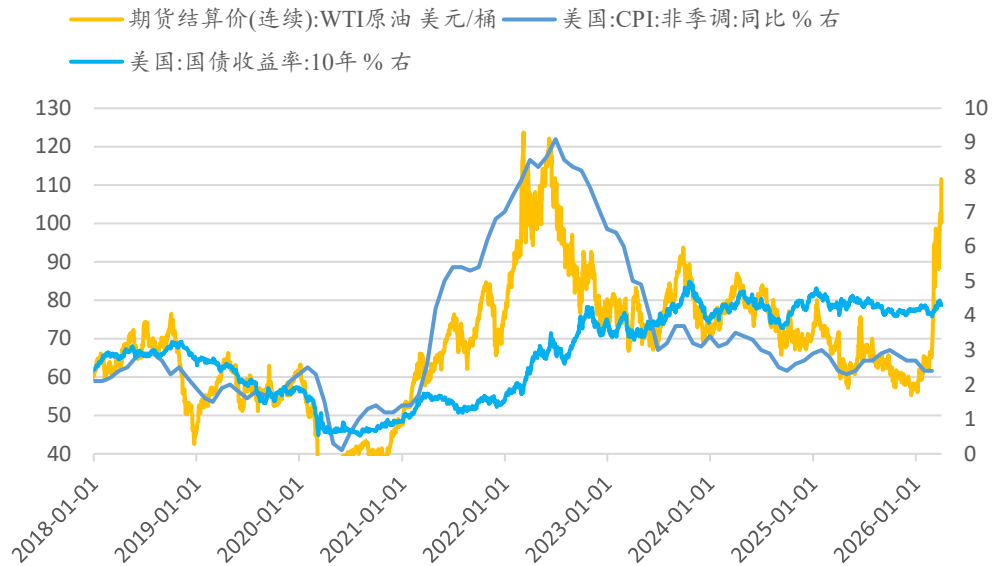
■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：地缘冲击以来，A股相对更稳健



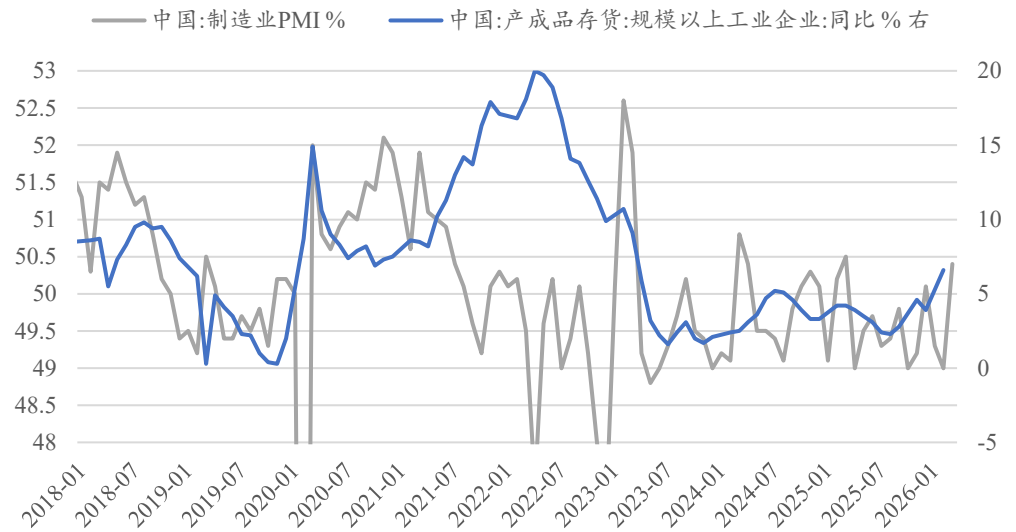
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：以2月25日收盘价为基准归一化处理）

图2：油价上升或推升美国通胀预期



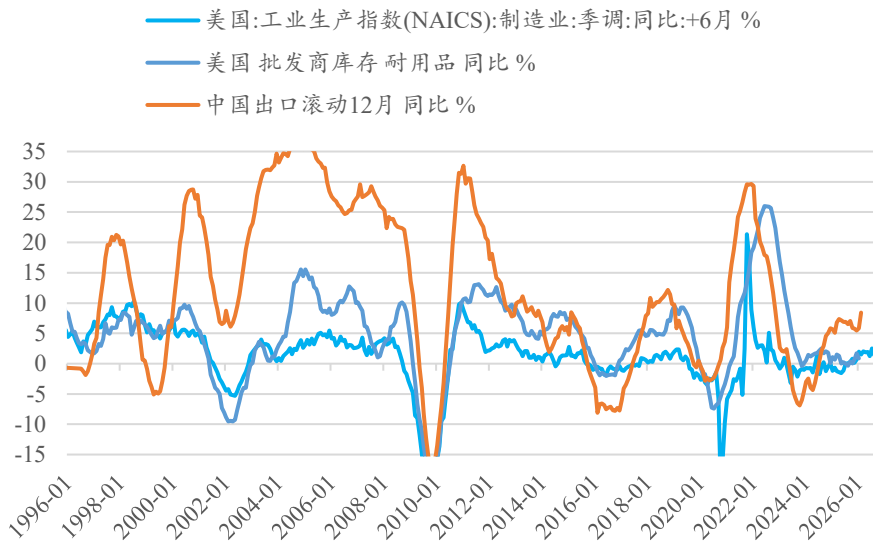
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图3：中国正经历主动补库阶段



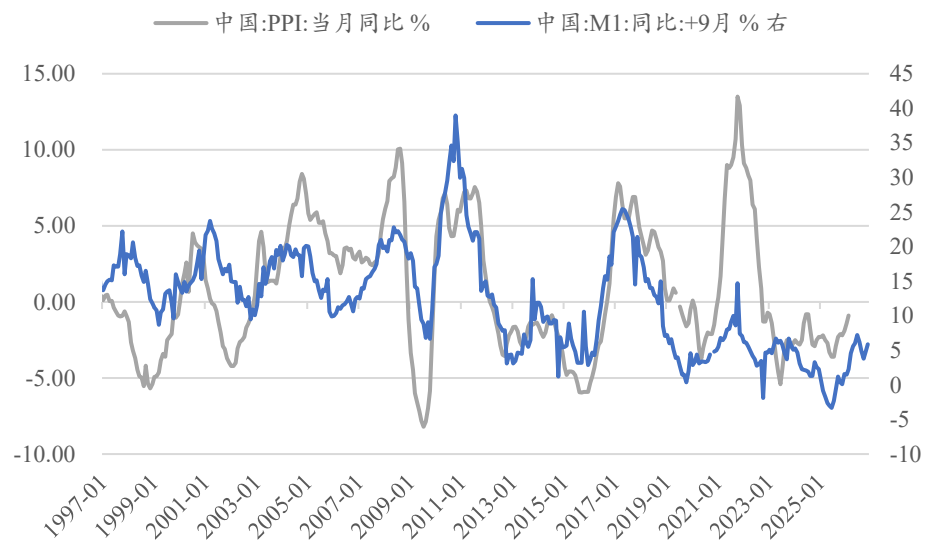
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：美国需求推升中国出口回升



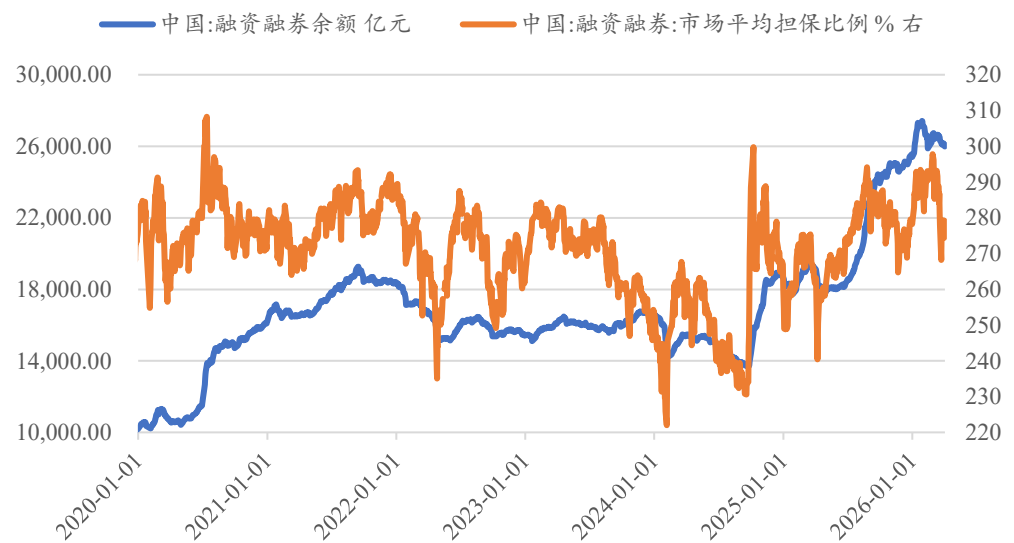
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：美国工业生产指数领先美国耐用品库存6个月，记为+6月）

图5: PPI 持续回升, 有望迎来转正



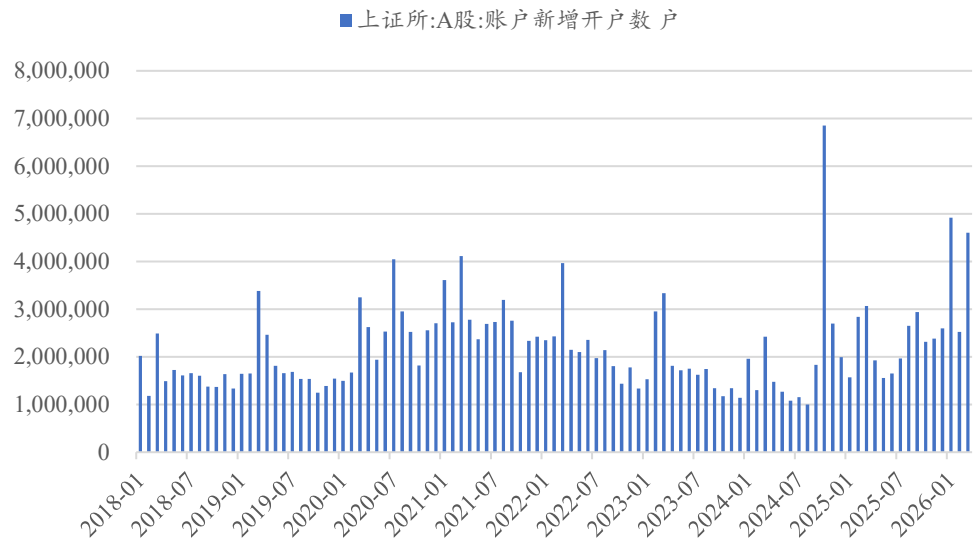
数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (注: M1 领先 PPI 约 9 个月, 记为+9)

图6: 融资流出有限, 杠杆风险水平并不高



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7：居民入市热情高涨



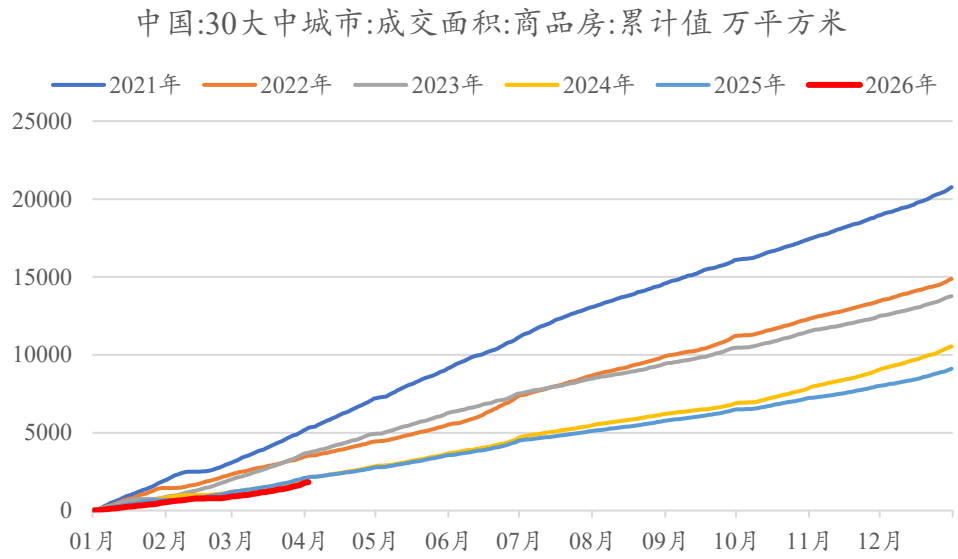
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图8：ETF 并未被明显赎回



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：房地产销售仍未明显改善



数据来源：WIND，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>