

大类资产配置双周观点

滞胀交易的后半场

多资产研究 · 资产配置专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

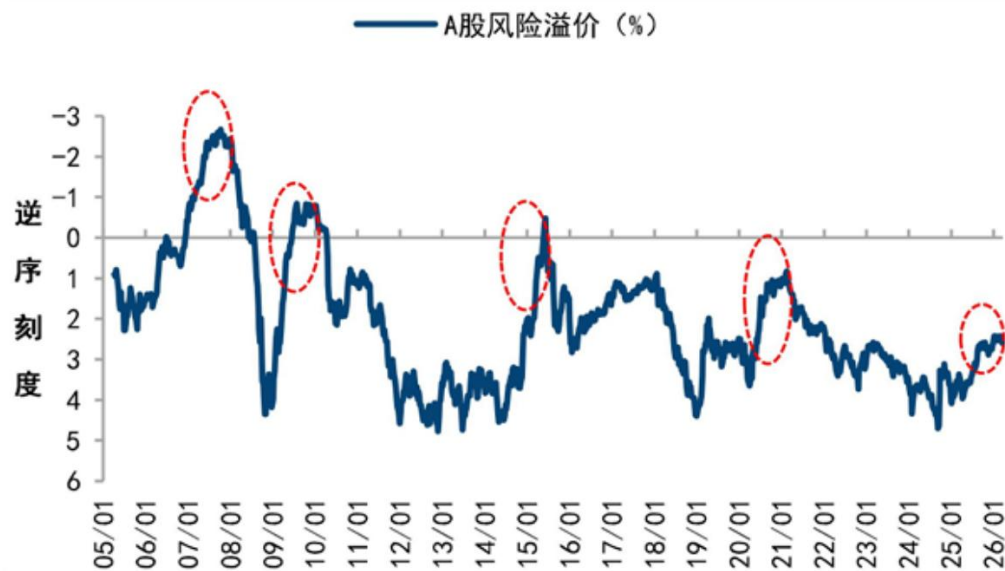
S0980521030001

- **核心结论：股>商>债。全球资产定价从“避险”转向“再通胀+高利率”交易。**权益内部呈现资源与安全资产占优、成长重估的格局；长债在期限溢价与通胀预期牵引下承压，黄金短期避险失灵但中长期牛市逻辑未坏。
- **A股：雷阵雨不改牛市底色，新旧能源从分化到趋同。**3月调整像牛市中的阶段性休整，当前风险溢价与估值距离历次牛市高点仍有空间；制造业景气度来到近一年来高点，出口订单、出厂与购进价格同步改善，固定资产投资和工企利润共同夯实基本面。随着偏股基金新发提速，市场正向牛市第三阶段“资金进场”演进。结构上，新旧能源关系正由分化走向趋同：与22年俄乌冲突后“旧能源涨、新能源跌”不同，本轮新能源已从成长股转向价值周期股，抗跌性增强，并受益于传统能源替代与国内政策支持。后续关注美伊缓和、国内政策发力、AI应用突破三大信号。
- **欧股：地缘冲击重现，盈利面临挑战。**相较2022年能源通胀冲击，本轮欧洲增长更弱、需求补偿效应消退、财政支持和工资拉动不足，输入型通胀对利润侵蚀更强；模型测算2026年Stoxx 600 EPS增速或仅5%，显著低于上一轮修复。结构上，可选消费承压，资本品、金融与能源构成盈利支柱，能源在地缘溢价催化下逆势突围。
- **黄金：短期避险失灵，长期牛市未改。**美元与实际利率回升压制无息资产，黄金ETF连续净流出，股市下跌日中黄金上涨概率仅约45%，避险和对冲效果失灵。但本轮回调更像流动性与利率扰动，不改长牛逻辑。
- **债券：美债由防通胀转向防衰退，中债由交易修复回归基本面约束。**地缘溢价先引发美债加息恐慌和曲线熊陡，随后VIX与MOVE指数共振上行、盈亏平衡通胀率开始回落，显示滞胀交易步入下半场，长端传统避险属性弱化。中债则在季末配置与监管考量下阶段性回暖，信用债和短端修复较强，但原油上涨抬升长端通胀隐忧，10年期利率上行提示长久期仍非安全区。配置上继续严控久期，国内以票息和信用修复为主，海外偏向短端与流动性。
- **风险提示：地缘冲突超预期升级、油价高位停留时间超预期、政策与流动性修复不及预期。**

A股：雷阵雨不改牛市底色

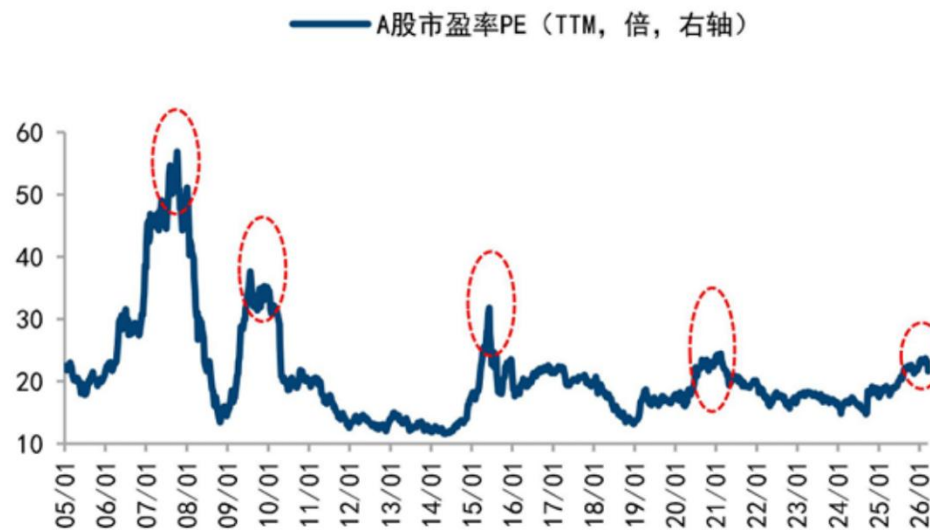
- **牛市未止：**3月调整为牛市进程中的雷阵雨，当前A股风险溢价与估值距历次牛市高点仍有空间，市场没有触及过热警戒
- **宏观强劲：**3月制造业PMI升至50.4%，为近一年高点，出口订单大幅回暖；出厂与购进价格上升带动PPI转正预期，一季度GDP有望超5%迎开门红
- **投资夯实：**固定资产投资明显改善；叠加前两月工企利润大增超15%，基本面底座进一步夯实

图：当前A股情绪距离牛市高点还有差距



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：当前A股估值距离牛市高点还有差距

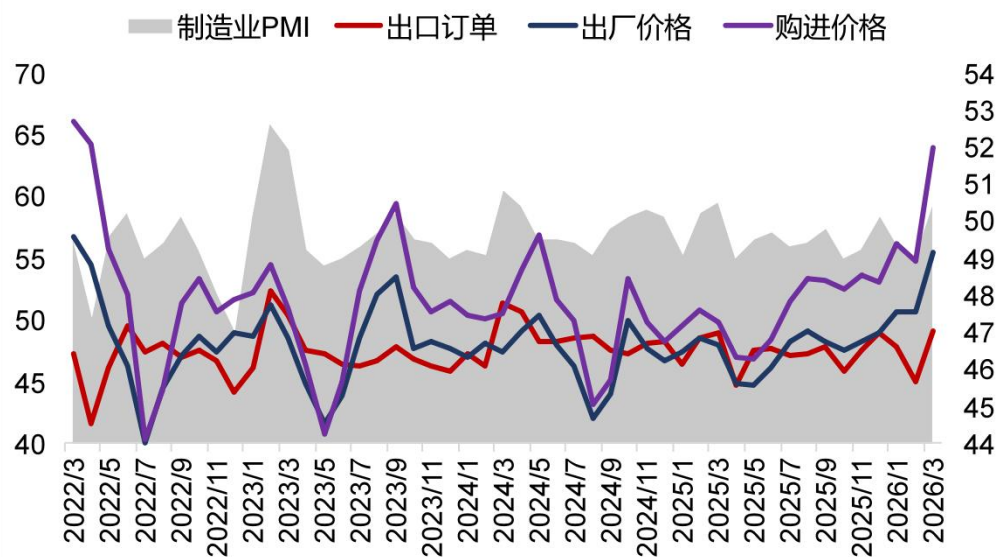


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

A股：牛市后半段紧盯三大信号

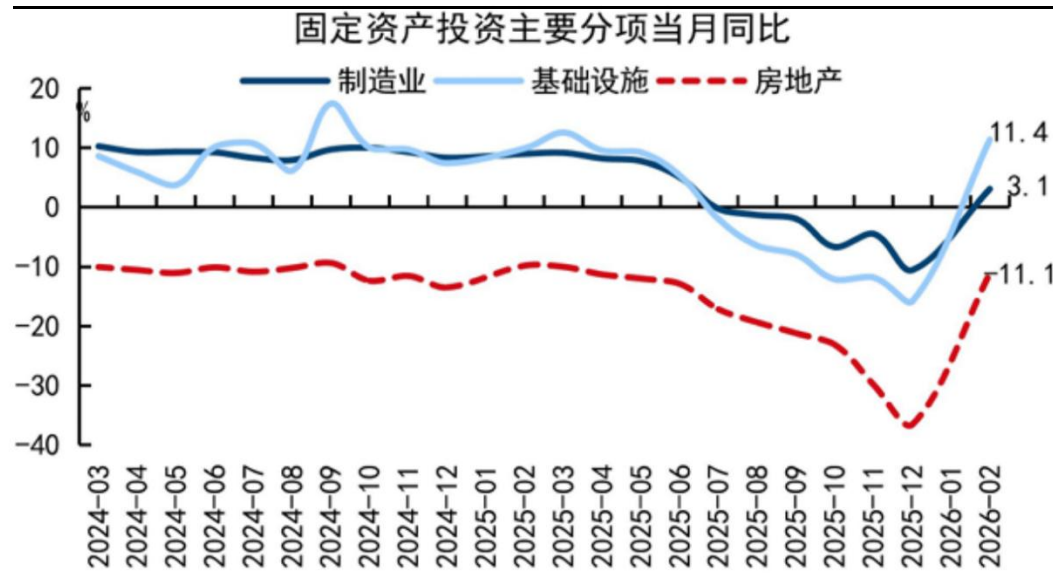
- **资金加速**：牛市向第三阶段（资金进场）演进，偏股基金日均新发规模由24年16亿增至26年一季度52亿
- **雨过天晴**：休整结束紧盯三大信号，美伊局势缓和、国内政策发力、AI应用端突破
- **发散布局**：历史上牛市中后半程结构行情趋于发散，建议多维布局：聚焦技术突破的AI应用、国家安全相关的战略资源品及低估值“老登”资产

图：3月制造业PMI强劲回暖



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：固定资产投资分项改善

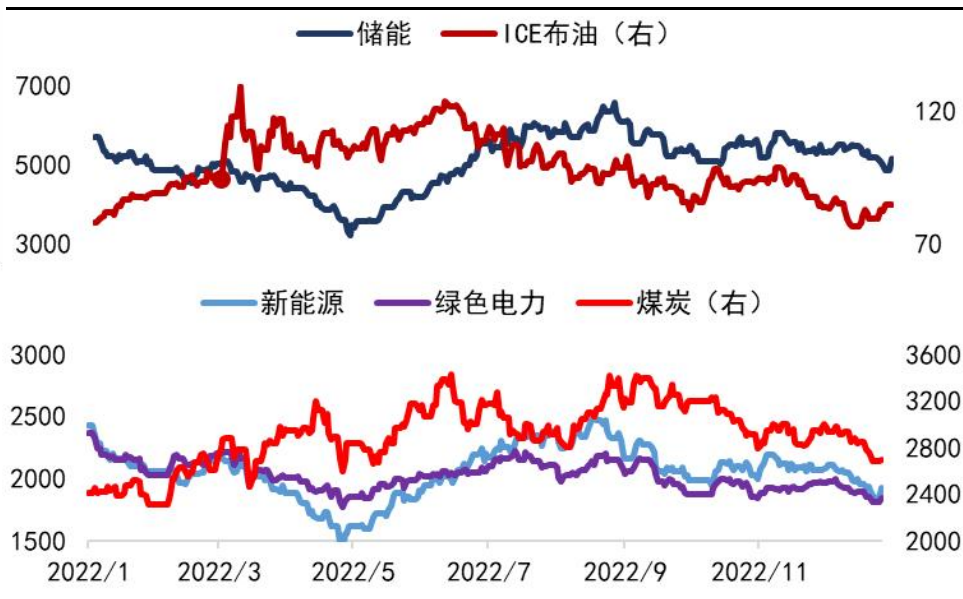


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新 vs 旧能源：从分化到趋同

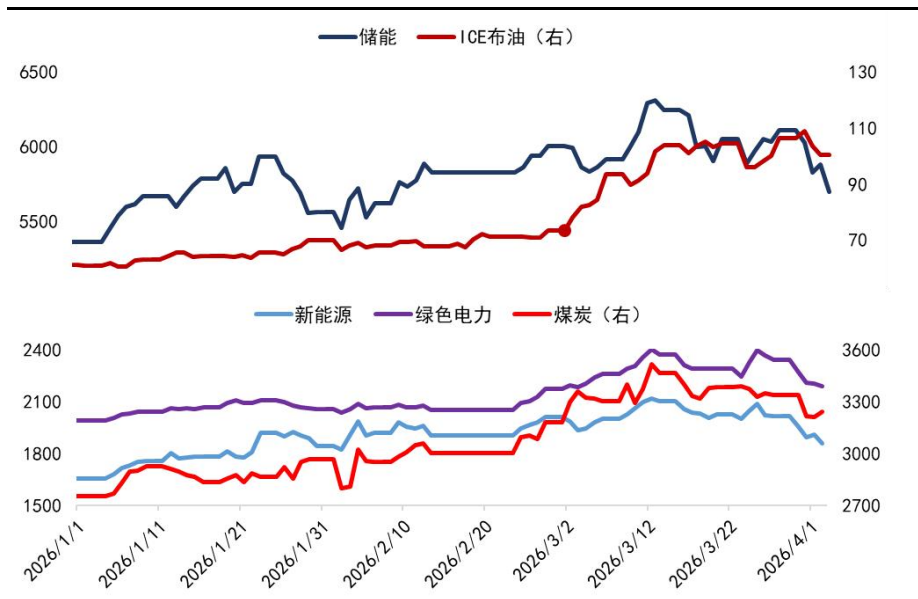
- **走势分化：**22年2月底俄乌冲突爆发，高通胀下流动性收紧，新能源（绿电、储能）被杀估值，与旧能源（原油、煤炭）走势背离
- **走势趋同：**26年2月底地缘冲突再起，新旧能源趋同性增加，同步上涨和震荡
- **属性转变：**新能源行业步入成熟期，从成长股向价值周期股蜕变，抗跌且充分受益于传统能源替代。在国内政策支持与油价高波推动下，具备长期配置价值。

图：2022年2月底俄乌冲突后新旧能源走势背离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026年2月底美伊战争升级后新旧能源走势趋同

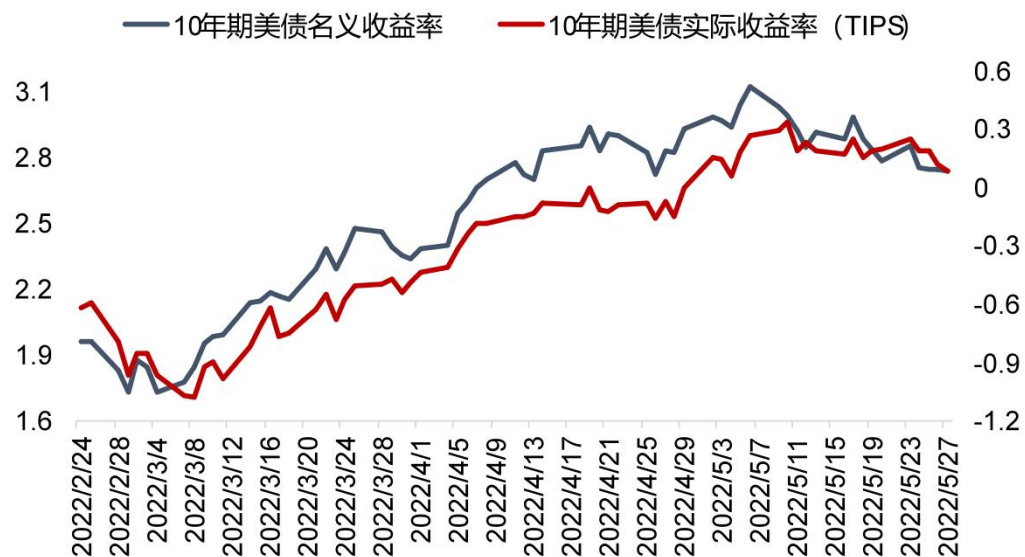


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新 vs 旧能源：从分化到趋同

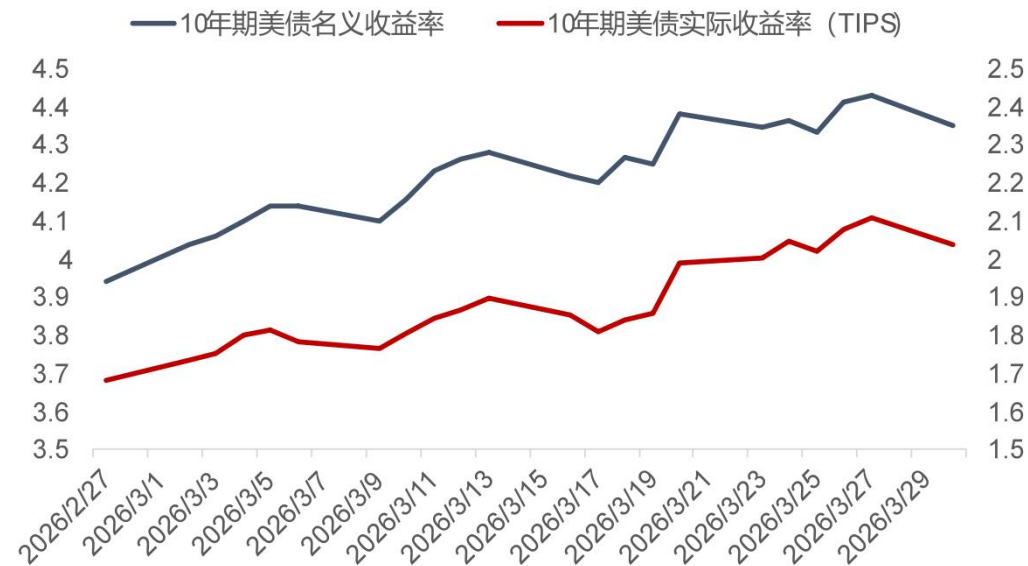
- **利率飙升：**两次冲突初期，美债利率均显著上涨，资金成本变贵，股票估值承压
- **分母承压：**利率大幅上升杀估值，该逻辑在新能源高估值的成长阶段（22年）表现尤为明显
- **分子驱动：**利润源于旧能源实质替代，该逻辑在新能源步入成熟价值阶段（26年）后成为定价核心

图：俄乌战争爆发初期美债利率上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美伊战争爆发初期美债利率上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧股：地缘冲击重现，盈利韧性挑战

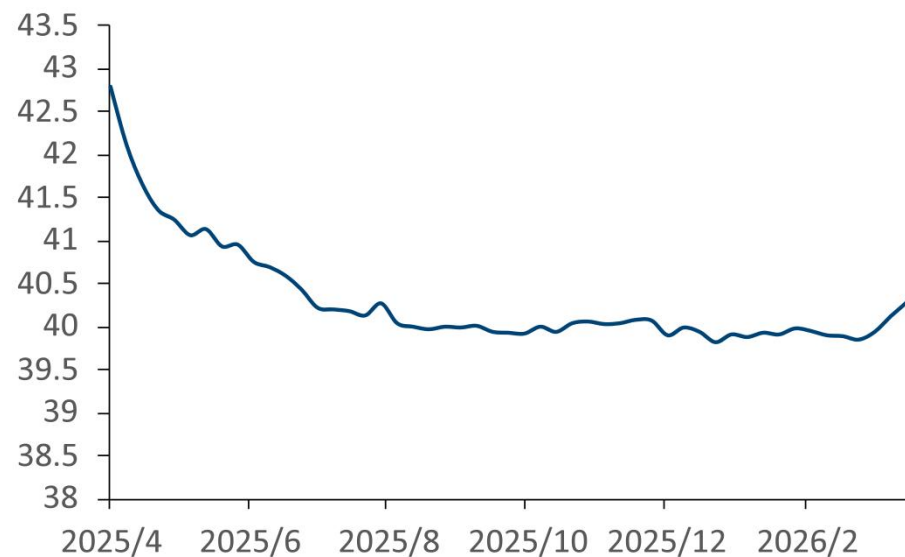
- **宏观逆风**：相较22年能源通胀冲击，本轮欧洲的名义增长更弱，需求补偿效应消退，财政支持与工资拉动也明显不足
- **盈利承压**：伊朗冲突推升油价，企业面临输入型通胀压力，但提价能力受限。模型测算26年EPS增速或仅5%，远不及22年的25.5%
- **韧性考验**：油价需站稳百元数月才会引发经济收缩，当前斯托克600盈利上修比率暂稳，尚难断言衰退

图：26年欧洲增长与通胀组合弱于22年

指标分类	地区 / 项目	2020	2021	2022	2023	2026E	2027E
实际GDP	全球	-2.7%	6.6%	3.8%	3.5%	3.0%	3.1%
实际GDP	美国	-2.1%	6.2%	2.5%	2.9%	2.3%	2.0%
实际GDP	欧盟	-5.5%	6.4%	3.6%	0.4%	1.2%	1.6%
实际GDP	亚太地区	0.2%	5.4%	3.8%	4.4%	4.3%	4.0%
CPI	全球	3.3%	4.7%	8.7%	6.7%	3.6%	3.3%
CPI	美国	1.2%	4.7%	8.0%	4.1%	2.0%	2.5%
CPI	欧盟	0.6%	2.7%	8.9%	6.2%	2.1%	2.0%
CPI	亚太地区	2.2%	1.6%	3.4%	2.5%	1.7%	1.9%
能源价格	布伦特原油 (\$)*	52	59	74	72	91	79
能源价格	欧盟天然气 (€)*	10	47	132	41	51	44

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理
注：*为2026年一季度平均价格及远期曲线价格

图：Stoxx 600指数的EPS预期修正近期触底反弹



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

欧股：可选消费承压，能源逆势突围

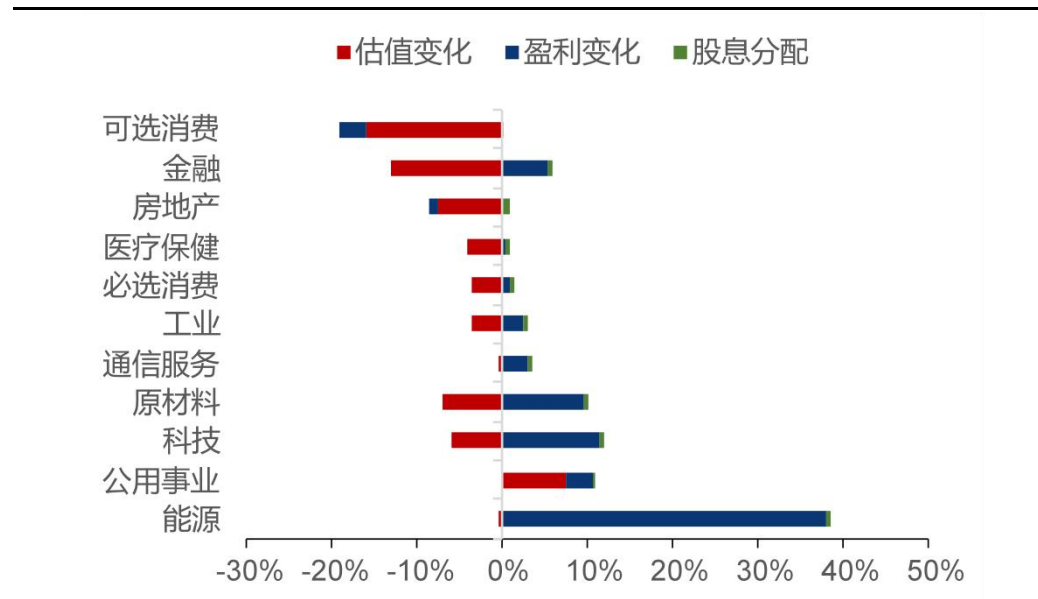
- 估值收缩：年内多数板块遭估值倍数下杀，能源与公用事业凭借纯粹的盈利改善跑赢，彰显避险价值
- 结构分化：可选消费受中国竞争加剧与高基数拖累大幅下调，而能源板块凭借地缘溢价领跑盈利上修
- 支撑集中：资本品、金融与能源构筑欧股盈利三大支柱，能源在冲突催化下对EPS增长贡献升至15%

图：MSCI欧洲盈利修正

行业	2026年EPS变化	2027年EPS变化	2026年修正比率	2027年修正比率	年初至今总回报
通信服务	-1.5%	-0.1%	-23.8%	14.3%	2.5%
可选消费	-7.6%	-7.7%	-50.0%	-45.0%	-18.3%
必选消费	-0.7%	-0.5%	-13.5%	-18.9%	-2.6%
能源	21.8%	9.6%	69.2%	69.2%	37.4%
金融	2.8%	3.3%	37.3%	39.8%	-8.1%
医疗保健	-1.8%	-1.2%	-31.6%	-10.5%	-3.6%
工业	-0.2%	1.7%	-33.3%	10.3%	-1.3%
科技	4.6%	2.1%	12.5%	0.0%	5.1%
原材料	6.5%	6.2%	-7.1%	0.0%	2.2%
房地产	-0.7%	-1.7%	27.3%	-9.1%	-8.2%
公用事业	2.7%	1.4%	16.7%	16.7%	10.3%
平均值	2.4%	1.2%	0.3%	6.1%	

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

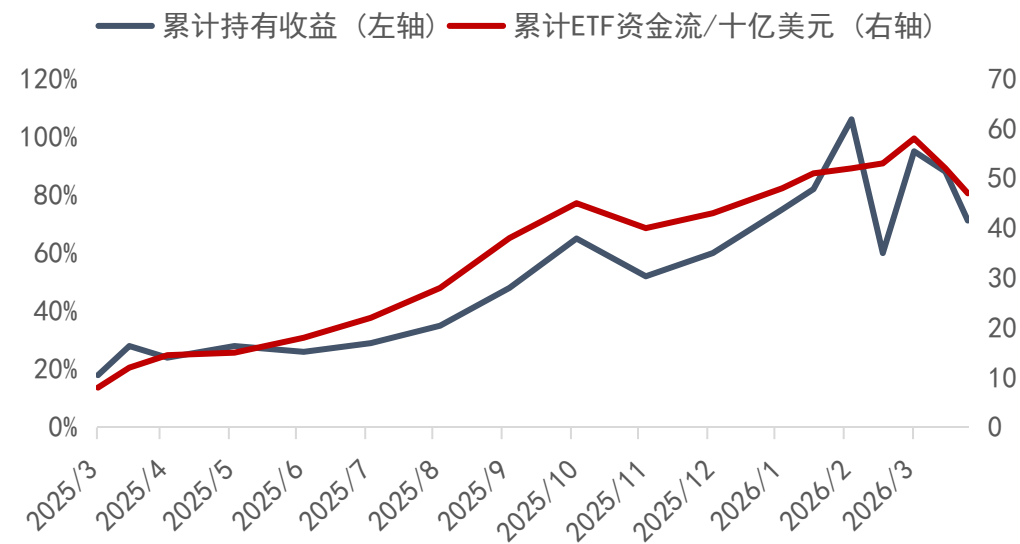
图：年初至今各板块总回报构成



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

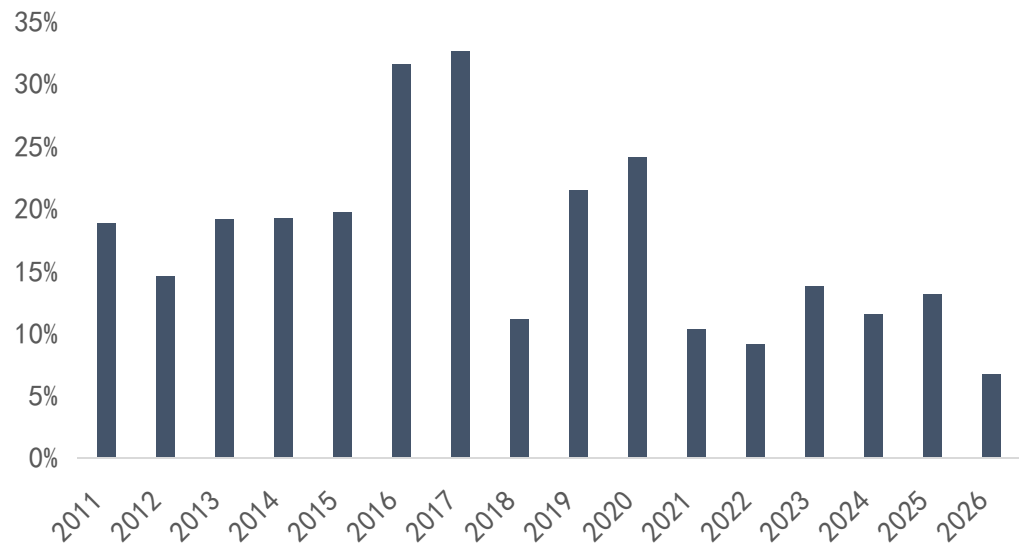
- **避险失灵**：地缘风险推升油价与再通胀预期，黄金ETF连续三周净流出 40 亿美元，避险属性未兑现
- **利率挤压**：Brent一度逼近120美元/桶，市场重定价“持久高利率”，美元与实际利率回升压制无息资产
- **框架弱化**：2026年美股下跌日中，黄金与债券上涨概率均仅约45%，股债金比同时对冲成功率低至6%

图：黄金ETF净流出与收益同步回撤



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

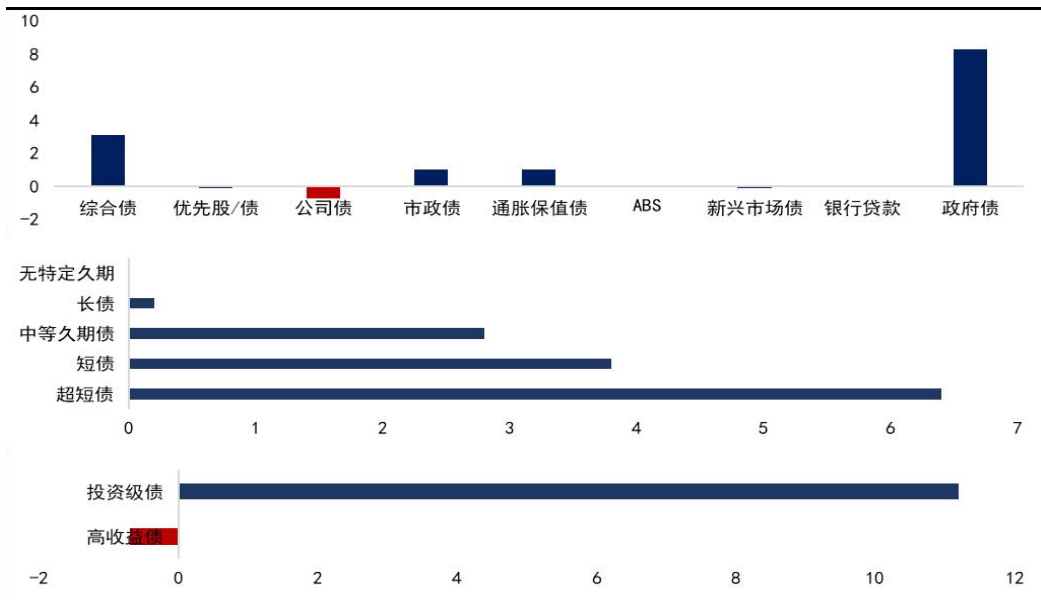
图：对冲组合（债、金、比特币）在股市下跌时同时生效的概率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

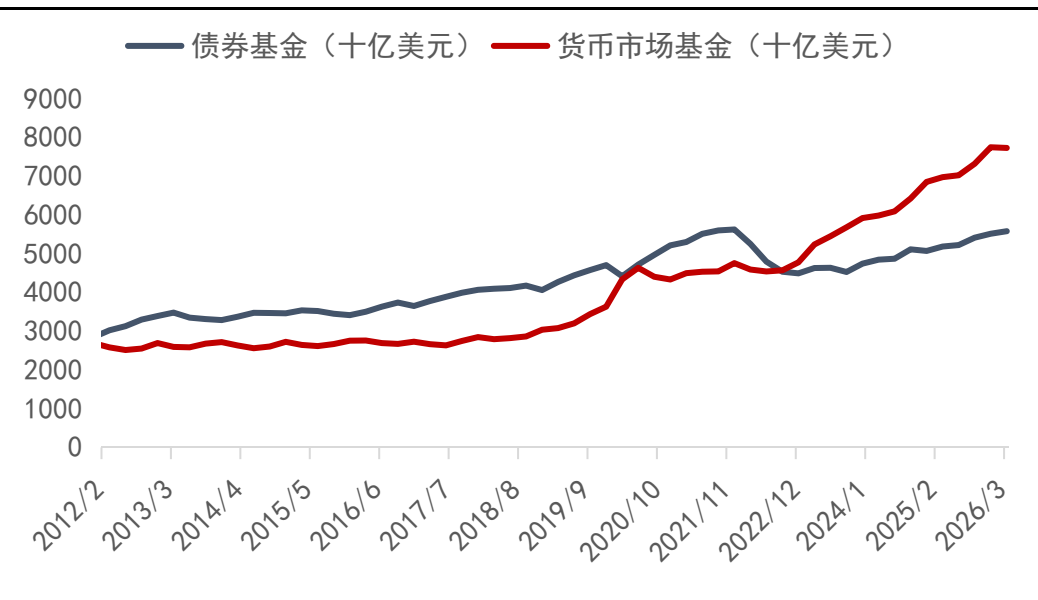
- **资金迁徙：**资金转向固定收益ETF；投资级债流入112亿美元、政府债流入约86亿美元，且明显偏向短端
- **现金替代：**货币市场基金资产占比约24%，已高于传统债基，防御资金更重收益确定性而非相关性对冲
- **长牛未改：**3月6日周观点已提示黄金“从避险到风险资产化”，本轮回调来自利率与流动性扰动，不改长牛逻辑，关注近期反弹机会

图：资金转向短久期高评级债



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：货币市场基金规模超过传统债基



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

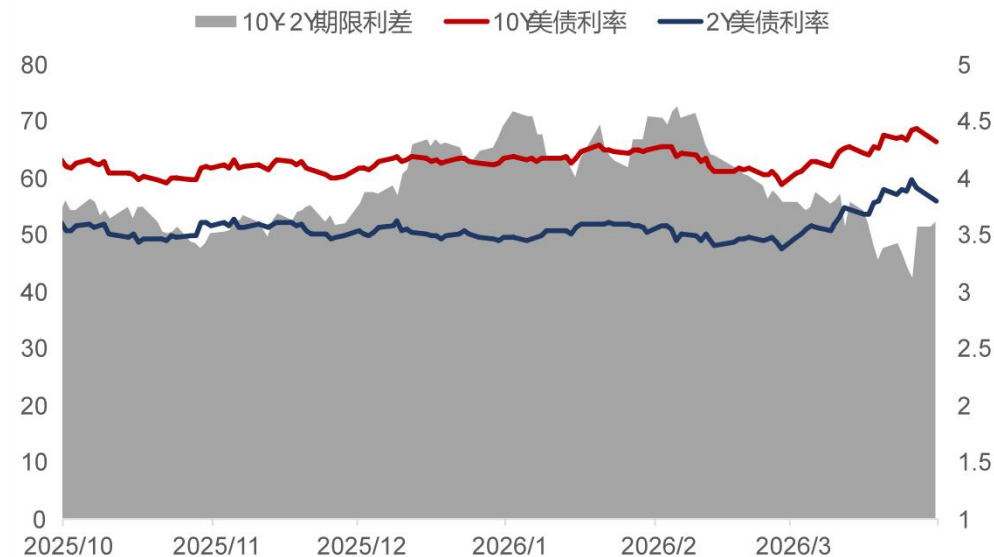
- **加息恐慌**：地缘溢价与能源飙升引爆二次通胀担忧，降息预期彻底逆转，市场定价转为年内加息1次
- **长债承压**：长期通胀预期脱锚引发期限溢价飙升，长端利率被封锁下行空间，遭资金抛售创近9个月新高
- **熊陡格局**：短端因加息预期见顶而下滑，长端因通胀脱锚显坚挺，期限利差逆转飙升，曲线熊陡化

图：联邦基金利率期货隐含路径



资料来源：CME，国信证券经济研究所整理

图：2Y与10Y美债期限利差近期飙升

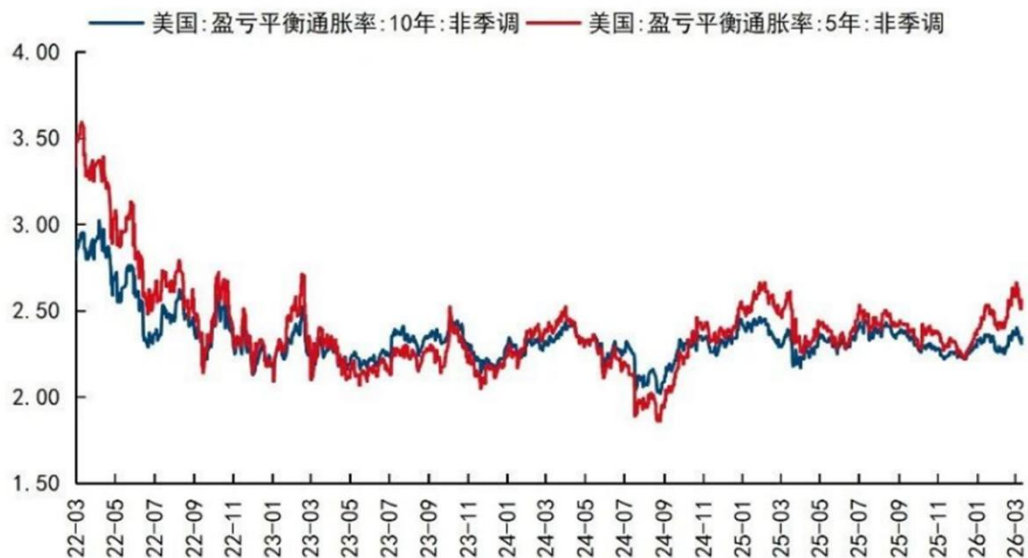


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美债：从“防通胀”转向“防衰退”

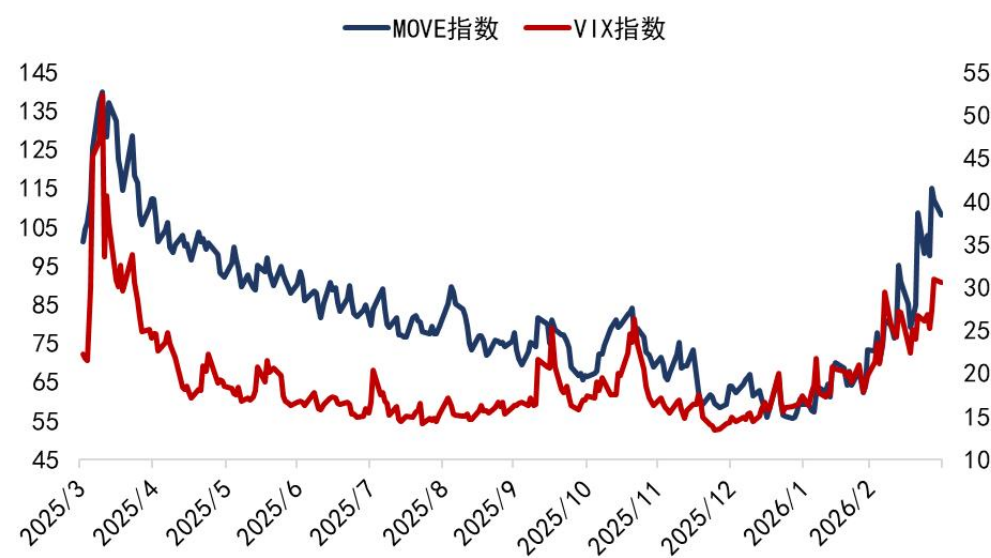
- **衰退定价：**滞胀交易步入后半场，盈亏平衡通胀率回落映射需求下降，定价逻辑由防通胀转向防衰退
- **系统性风险：**VIX与MOVE指数同步飙升，股债双杀令长端美债的传统避险属性失效，警惕集中抛售风险
- **哑铃策略：**严控久期，配置短端债券保持流动性，捕捉利率反弹机会；精选避险属性的长期资产，静待地缘局势缓和与通胀数据拐点

图：美国盈亏平衡通胀率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2月底以来美债和美股波动率同步飙升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中债：季末回暖，但长端隐忧已现

- 行情回暖：3月债市整体回暖，多数品种收益率下行；信用债表现亮眼，长久期利差收窄尤为显著
- 技术修复：上涨出于低收益率背景下，机构在季末的被动增仓配置及财务监管指标考量，缺乏长期支撑
- 通胀隐忧：虽然短端和信用债修复，但原油暴涨下通胀担忧带动10年期长端利率逆势上行

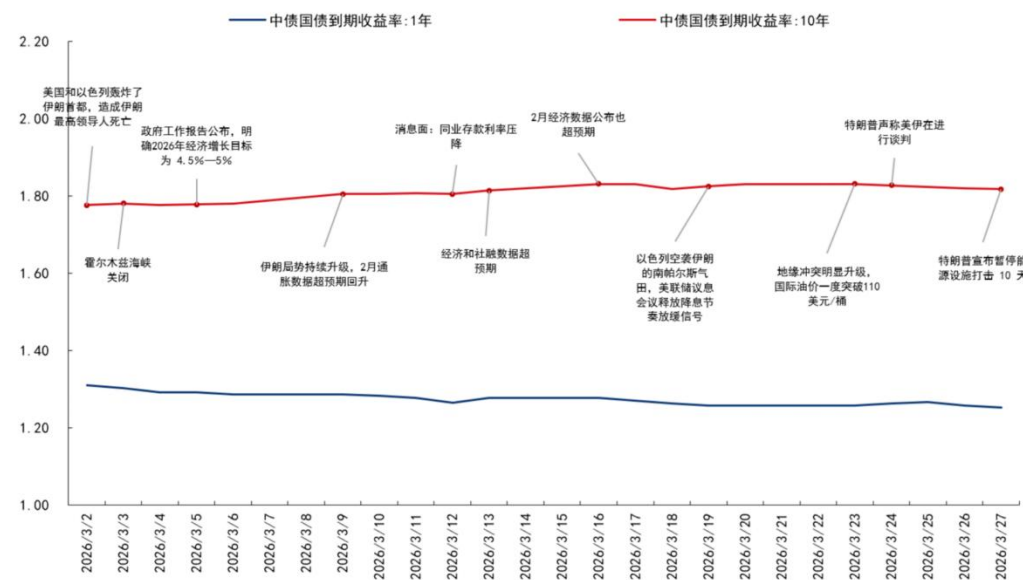
图：3月债券市场行情回顾

2026年3月各品种中债估值收益率和信用利差变动（单位：BP）

		R001 (均值)	R007 (均值)	1年	3年	5年	10年
收益率	回购利率	-1	-5				
	国债			-6	-5	1	4
	国开债			-11	-8	-6	-0
	口行			-11	-8	-5	-0
	AAA			-7	-5	-4	
	AA+			-7	-6	-5	
	AA			-8	-8	-7	
信用利差	AA-			-6	-6	-7	
	AAA			-1	1	-5	
	AA+			-1	-0	-6	
	AA			-2	-2	-6	
	AA-			0	-0	-9	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：油价上涨带动10年期利率上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

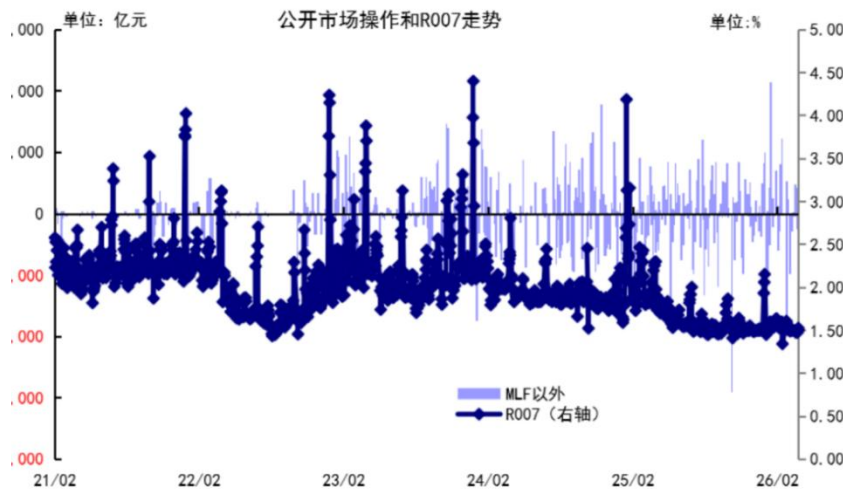
- **经济向暖：**1-2月工业、投资、消费与出口全面回升，地产阶段筑底，3月PPI及生产资料价格上行
- **政策克制：**经济向好令货币放松必要性下降。3月公开市场大幅净回笼，MLF仅小幅净投放500亿，央行买债规模缩减
- **谨慎防御：**当前债市利率水平极低，且二季度面临长债供给压力。债市步入调整期

图：2025-2026年通胀增速



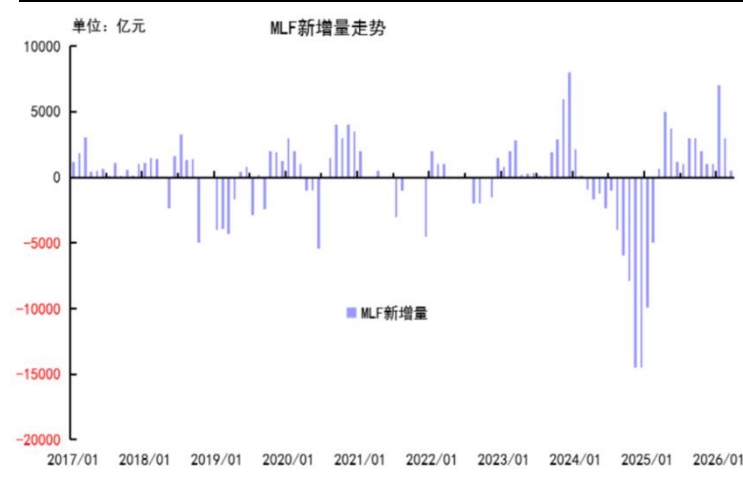
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公开市场操作和R007走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：MLF增量及利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、地缘冲突超预期升级；
- 二、油价高位停留时间超预期；
- 三、政策与流动性修复不及预期。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032