

2026年04月04日

证券研究报告|策略研究|策略点评

回顾 70 年代大滞胀，新能源优势经济体有望走出慢牛趋势

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周中东冲突持续，市场主线依旧是高油价还会持续多久，以及是否会引发全球性“滞胀”。当地时间4月1日晚9点，美国总统特朗普就伊朗战事发表电视讲话时称，美国将在两到三周内对伊朗发动猛烈的打击。由此来看，高油价或仍将持续，且若冲突进一步升级，不排除油价再创新高。回顾二十世纪70年代两次石油危机，可以发现不同经济体的表现以及股市表现大相径庭。
- ◆ 当前全球宏观环境与70年代第二次石油危机存在一定相似性。首先，当前石油美元信用体系或已松动，或同样处于美元长期下行周期，资源品价格抬升。进一步看，全球均经历过一次能源供给冲击后，通胀尚未完全回落至前期水平，又遭到二次能源供应冲击。
- ◆ 同时，也需注意到宏观环境和产业格局也存在的不同之处。在经济环境上，当前美国经济仍处于弱复苏阶段，恢复程度不及第二次石油危机爆发前。在货币政策上，美联储主席沃尔克1980年大幅收紧货币政策，美国经济陷入衰退。而当前通胀绝对水平仍较为可控，从目前情况看，出现如70年代的激进加息概率较小。在产业发展方面，一是当前新能源产业进入快速发展期，全球对原油的高度依赖有所缓解。二是，当前AI科技革命爆发，资本开支不断投入下，或对经济形成一定的支撑。
- ◆ 二十世纪70s的大滞胀背景下，日本在推进工业产业升级的同时，更加积极推动新清洁能源产业发展。因此在第一次石油危机冲击下，日本经济从比美国受到的影响更加明显，到第二次石油危机下，日本经济比美国更具韧性。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
宋浩田	分析师
SAC 执业证书：S0640524100001	
联系电话：	
邮箱：songht@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

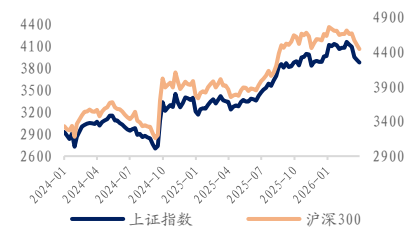
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 两次石油危机前后，日股和美股的相对表现也明显不同。第一次石油危机前后，日经 225 指数和标普 500 下跌幅度差距不大。但第二次石油危机前后，日股走出更为显著的慢牛行情，美股走势则较为震荡。而若整体看两次石油危机前后约十年的大滞胀期间，标普 500 整体表现为偏箱体震荡，“止步不前”。而日经 225 指数在消化了第一波滞胀冲击后开启了慢牛，且进入 80 年代后，其相对美股的超额收益持续扩大。
- ◆ 进一步观测 70 年代大滞胀日股行业走势。资源品与科技行业往往呈现跷跷板效应。危机阶段，资源品表现相对占优，科技行业则普遍承压；待危机逐步消退后，科技行业迎来持续上行行情，而资源品价格相应回落。但长期看，新能源行业受益于能源转型，行业内头部企业有望走出长牛行情，贯穿整个大滞胀周期。
- ◆ 中航证券军工组认为，短期来看，SpaceX 预期对国内商业航天仍有情绪提振，但火箭发射失败及 IPO 延期可能压制板块热度；低空经济虽政策与事件密集，但资金参与意愿不足。中长期看，商业航天与低空经济的产业化方向未改，低轨卫星组网、可重复运载火箭、eVTOL 等“大军工赛道”景气度仍然持续上行，有望成为板块后续突围的核心方向。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，二是年报、一季度军工企业业绩预告表现，静待基本面验证。

相关研究报告

- 中航策略周报：《全球大类资产波动剧烈，A 股有望率先恢复上行》
- 中航策略周报：《海外“滞胀”担忧下，A 股或存在波动》
- 中航策略周报：《中东局势依旧是全球资金关注的焦点，关注能源方向投资机会》
- 中航策略周报：《局部冲突下，A 股节奏与结构如何表现》
- 中航策略周报：《关注春季行情下半场机会》
- 中航策略周报：《春季行情下半场或将启动》

市场走势：

投资建议：

- ◆ 往后看，短期距离和谈停战还有一定差距，高油价的持续时间或仍将是未来一个月市场阶段性交易主线。但本轮牛市尚未结束，后续市场若再有进一步调整反而应该适度积极。结构上，可关注红利以及新能源板块。长期看，本轮原油供给冲击或将加速推进全球能源转向进程，中国新能源产业有望迎来重要机遇。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-0.86%）、深证成指（-2.96%）、沪深300（-1.37%）、科创50（-3.42%）、创业板指（-4.44%）、中证500（-2.62%）、中证1000（-2.71%），均表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨0.08%；稳定风格表现较弱，下跌5.14%。分行业来看，申万一级行业中通信、医药生物、食品饮料表现较强，分别上涨3.01%、2.26%、0.87%；公用事业、电力设备、房地产表现较弱，分别下跌8.62%、8.32%、5.37%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为18969.99亿元，较上周减少2145.59亿元。估值方面，A股整体市盈率为22.39倍，较上周下降0.76%。

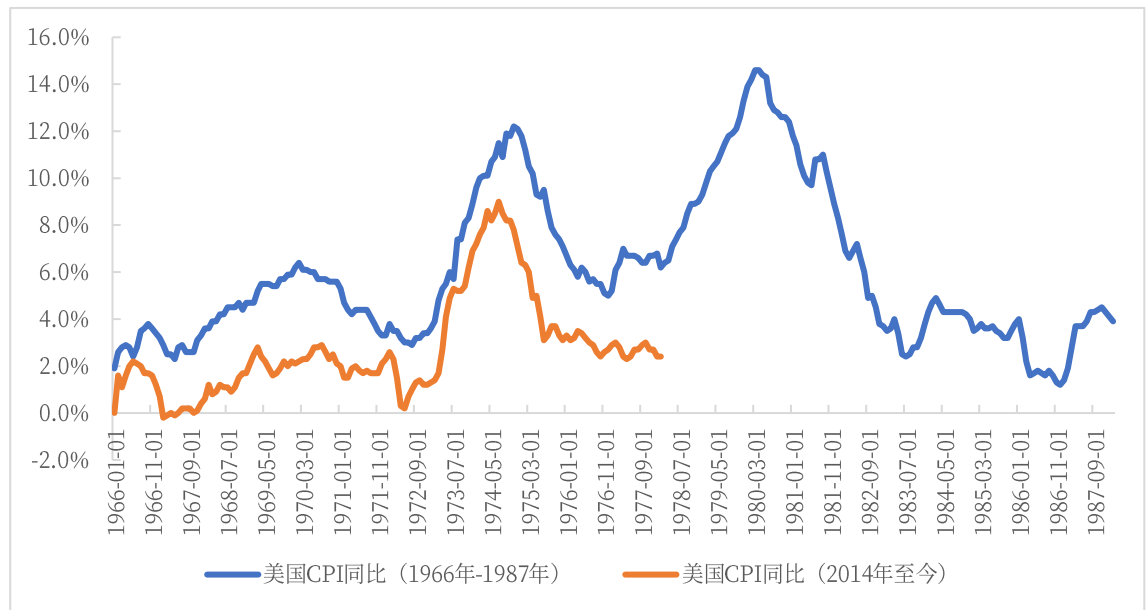
正文：

本周中东冲突持续，市场主线依旧是高油价还会持续多久，以及是否会引发全球性“滞胀”。当地时间4月1日晚9点，美国总统特朗普就伊朗战事发表电视讲话时称，美国将在两到三周内对伊朗发动猛烈的打击。由此来看，高油价或仍将持续，且若冲突进一步升级，不排除油价再创新高。回顾二十世纪70年代两次石油危机，可以发现不同经济体的表现以及股市表现大相径庭。

当前全球宏观环境与70年代第二次石油危机存在一定相似性。首先，当前石油美元信用体系或已松动，或同样处于美元长期下行周期，资源品价格抬升。70年代，布雷顿森林体系瓦解、美元脱钩黄金，美元进入长期下行周期。本轮背景，疫情后美国债务超发，特朗普推行以“对等关税”为代表的逆全球化主张对美元信用以及现有秩序进一步冲击。当下，伊朗地缘冲突持续，美国对霍尔木兹海峡掌控力减弱，石油美元体系或将出现松动。

进一步看，全球均经历过一次能源供给冲击后，通胀尚未完全回落至前期水平，又遭到二次能源供应冲击。70年代发生过两次石油危机。第一次为1973年10月，石油危机爆发前，通胀已然有所抬升。危机爆发后，油价飙升，美国CPI进一步走高。第一次石油危机结束后，油价中枢维持高位运行，通胀此后虽出现一定幅度回落，但仍未能回落至危机前的水平。约5年后，1978年伊斯兰革命爆发，石油供应再次遭到危机，通胀再度遭受冲击而大幅走高，叠加后续两伊战争爆发，通胀持续居高不下，直至1980年才见顶回落。而当前通胀所处周期位置于70年代美国通胀走势相似度较高，自疫情美债超发后，美国CPI已出现快速上行，2022年俄乌冲突带来的能源冲击推动美国通胀进一步走高，此后几年通胀虽然回落，但未完全回到疫情前水平。当下，美伊冲突引发国际油价持续高位，通胀或将被再次点燃。

图1 当前通胀周期背景与 70 年代类似



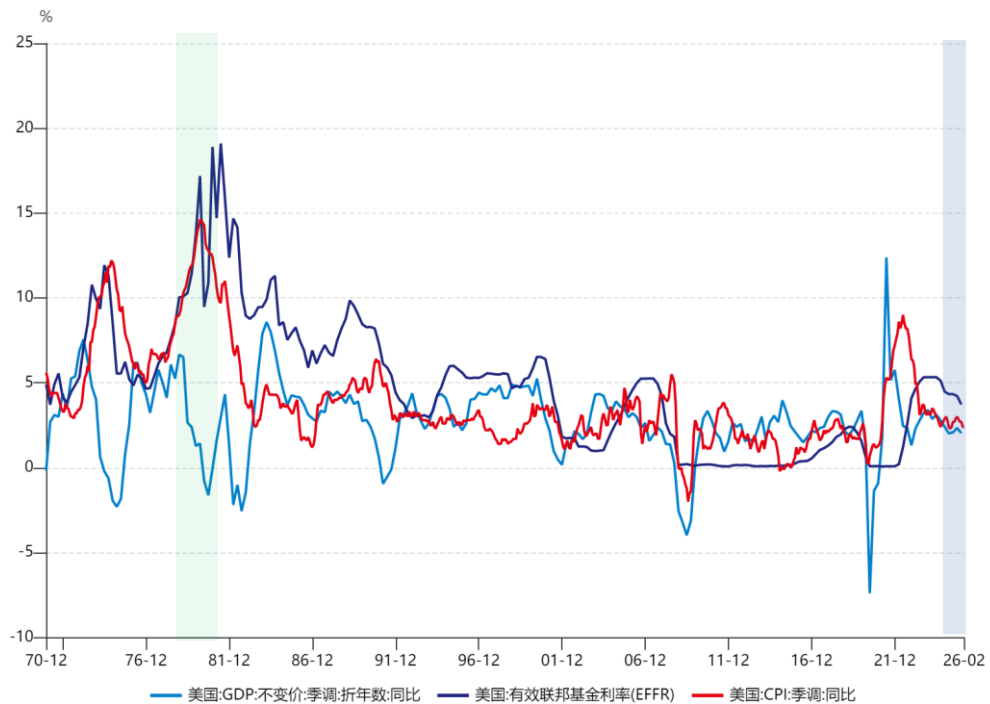
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：第一次石油危机的起始于 1973 年 10 月，以色列和阿拉伯国家之间爆发第四次中东战争，OPEC 对支持以色列的美国及部分西方国家实施石油禁运，结束是在 1974 年 3 月中东国家对美国的石油禁运解除。第二次石油危机起始于 1978 年伊斯兰革命爆发，12 月伊朗的石油出口全部停止，经历 1980 年两伊战争加剧。我们选择供需走向平衡、油价企稳回落的节点 1980 年 12 月作为观察的结束点。）

同时，也需注意到，当下宏观环境和产业格局也与 70 年代第二次石油危机时期存在的不同之处。在经济环境上，第二次石油危机爆发前，美国 GDP 增速已基本恢复至第一次石油危机冲突前水平。而当前美国经济尚未完全恢复，仍处于弱复苏阶段，相对更为脆弱，这或也是为何部分资金担心“衰退”风险。

在货币政策上，第一次石油危机结束后到第二次石油危机前，美国货币政策仍处于较为宽松的状态，直至第二次危机前 1977 年，美国才开始渐进式加息，但幅度仍较为温和。第二次石油危机爆发后，美国通胀再次冲高失控，美联储主席沃尔克 1980 年大幅收紧货币政策，美国经济陷入衰退，最终通胀得以抑制。而本轮美联储原本处于降息周期，当前通胀绝对水平仍较为可控，从目前情况看，出现如 70 年代的激进加息概率较小。

在产业发展方面，一是当前新能源产业进入快速发展期，全球对原油的高度依赖有所缓解。二是，当前 AI 科技革命爆发，资本开支不断投入下，或对经济形成一定的支撑。

图2 美国 70 年代与当前宏观环境存在差异



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

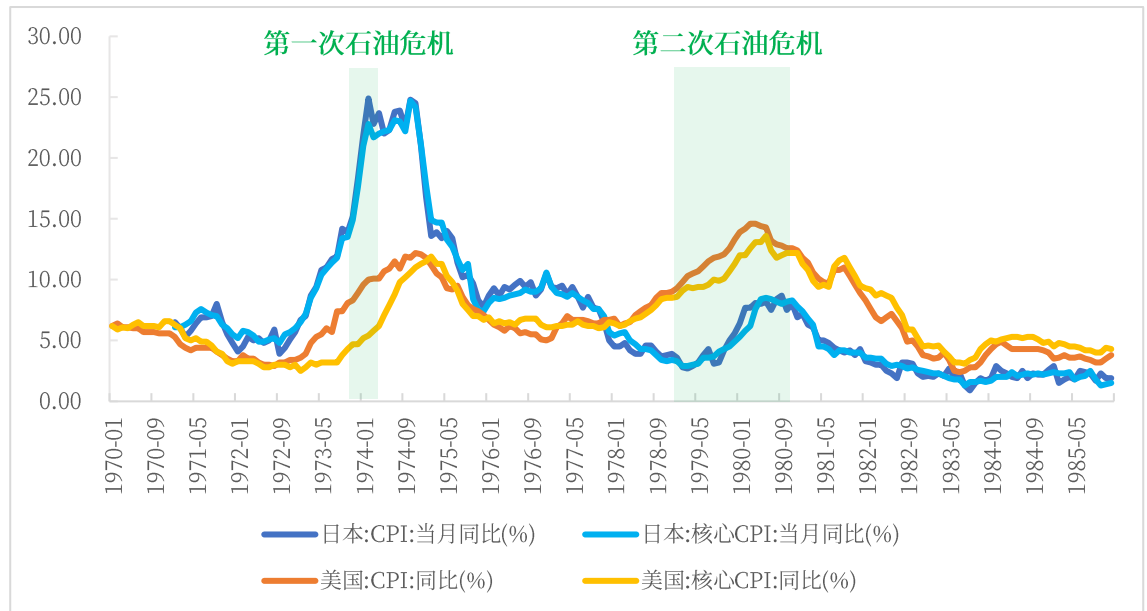
二十世纪 70s 的大滞胀背景下，日本在推进工业产业升级的同时，更加积极推动新清洁能源产业发展。因此在第一次石油危机冲击下，日本经济从比美国受到的影响更加明显，到第二次石油危机下，日本经济比美国更具韧性。

日本经历战后重建以及“贸易立国”战略下，迎来了 60s 的高增长时期。产业结构，从原材料工业转向了加工工业，并逐步转向了新兴和成长型产业，化工、钢铁、机械的产值比重从 1955 年的 8.2%、13.3%、4.2% 上升到 1970 年的 9.1%、14.5%、10.7%，但也面临一定的产能过剩和内需不足问题。第一次石油危机期间，日本的 CPI 与核心 CPI 飙升、峰值均远高于美国，GDP 同比大幅下挫、峰值一度由高于美国下跌至低于美国。

面对 70s 初的第一次石油危机引起的大滞胀，日本一方面在产业转型战略上推动知识密集型产业发展，一方面大力研究开发清洁能源技术。1973 年，日本工业技术院提出“新清洁能源开发计划”，即“日光计划”，加强太阳能、地热能、合成天然气、氢能等领域的技术研究工作。石油在日本一次能源消费中所占比重逐步下降，由 1973 年的 77.4% 降为 2000 年的 51.8%。一次能源供应量中石油的占比由 1980 年的 66.07% 逐步降至 1990 年的 56.90%、1995 年 54.69%、2000 年 50.82%。另一方面，在加工制造业的快速发展后，1970 年日本每单位 GDP 石油消耗明显高于美、英、法、德等国，而在积极推动清洁能源发展后，1990 年日本每单位 GDP 石油消耗量已明显低于美国，与英、法、德处于相同水平。因此在第二次石油危机期间，日本的

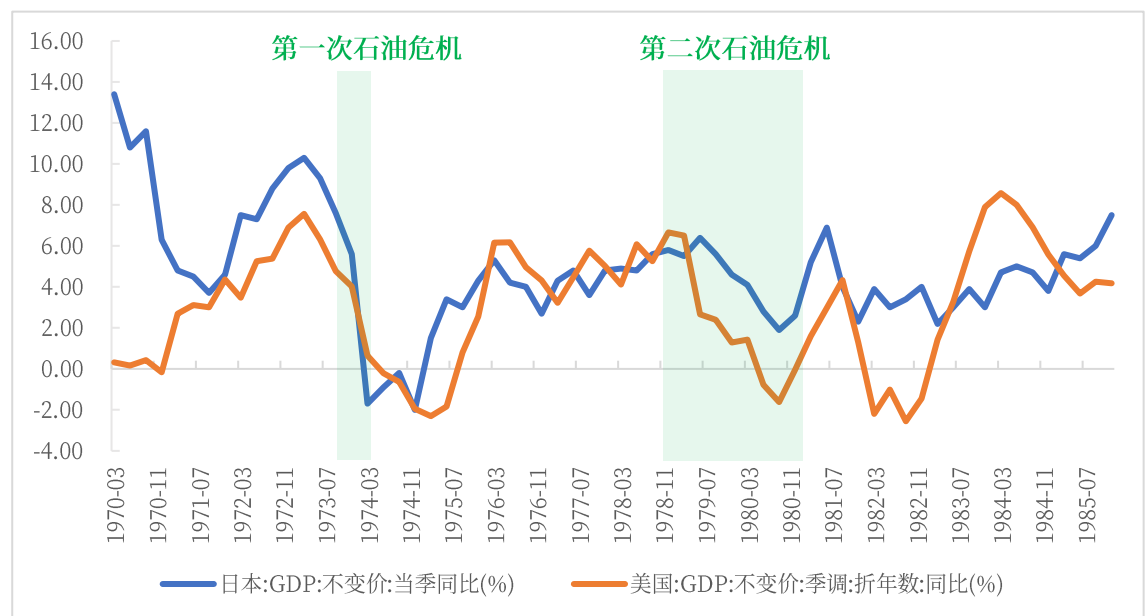
CPI 与核心 CPI 虽有上升，但上升和下降均较为平缓、峰值低于美国，GDP 同比下降较为平缓、峰值始终高于美国。显示日本抗滞胀能力大幅提升，经济韧性强于美国。

图3 70s 两次石油危机期间日美通胀对比 (单位：%)



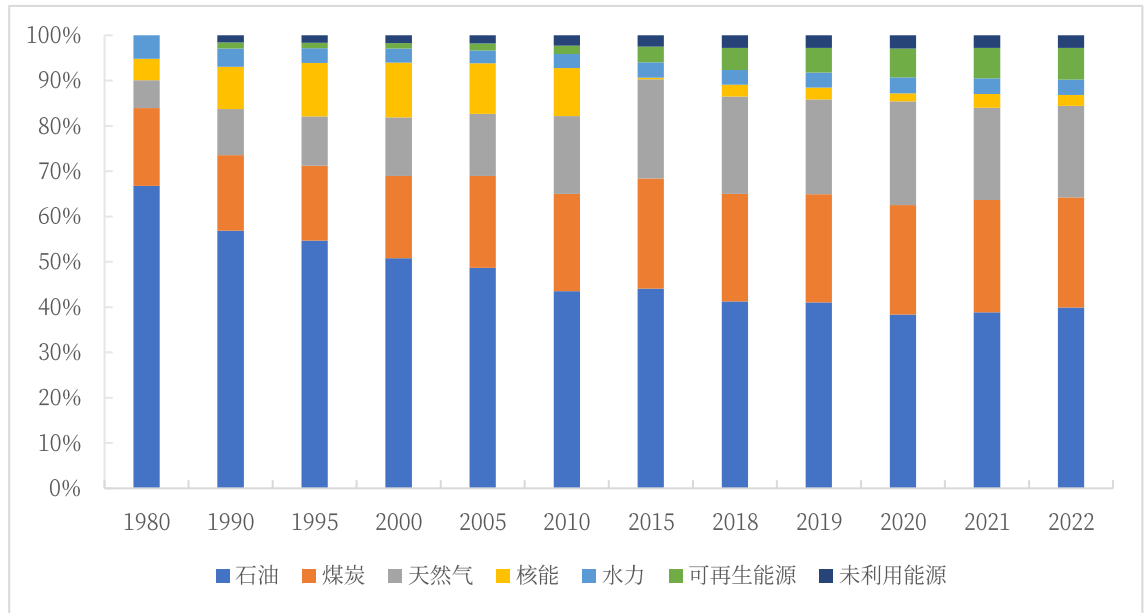
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图4 70s 两次石油危机期间日美 GDP 对比 (单位：%)



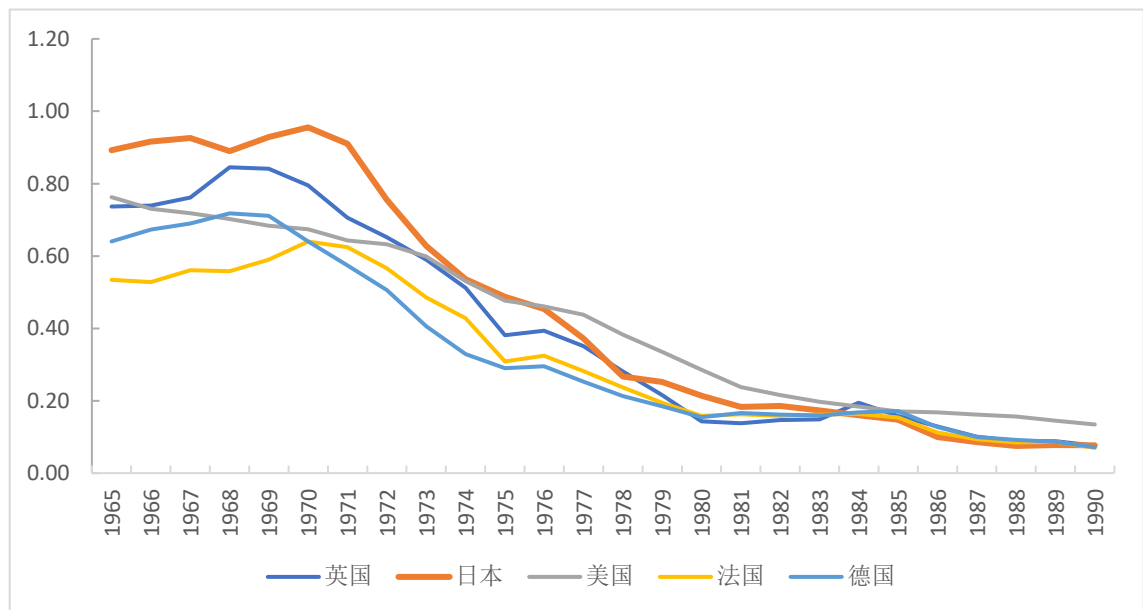
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图5 日本一次能源供应量（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

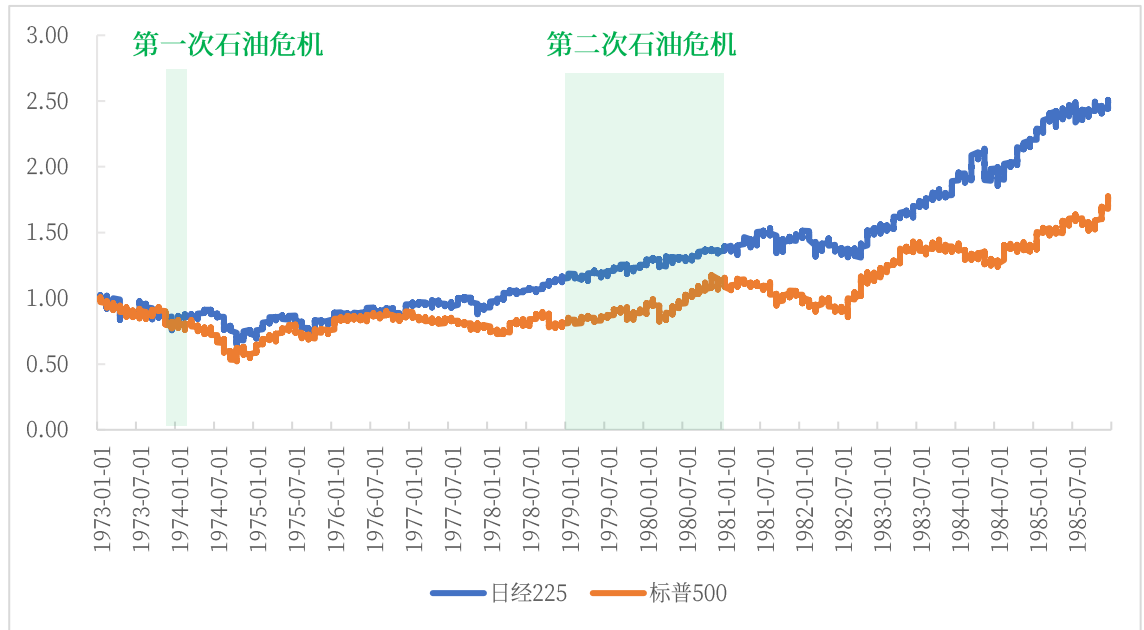
图6 每单位 GDP 石油消耗（单位：千克/美元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

两次石油危机前后，日股和美股的相对表现也明显不同。第一次石油危机前后，日经 225 指数和标普 500 下跌幅度差距不大。但第二次石油危机前后，日股走出更为显著的慢牛行情，美股走势则较为震荡。而若整体看两次石油危机前后约十年的大滞胀期间，标普 500 整体表现为偏箱体震荡，“止步不前”。而日经 225 指数在消化了第一波滞胀冲击后开启了慢牛，且进入 80 年代后，其相对美股的超额收益持续扩大。

图7 70s 两次石油危机期间日美股市对比



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以1970年1月5日为基准进行标准化）

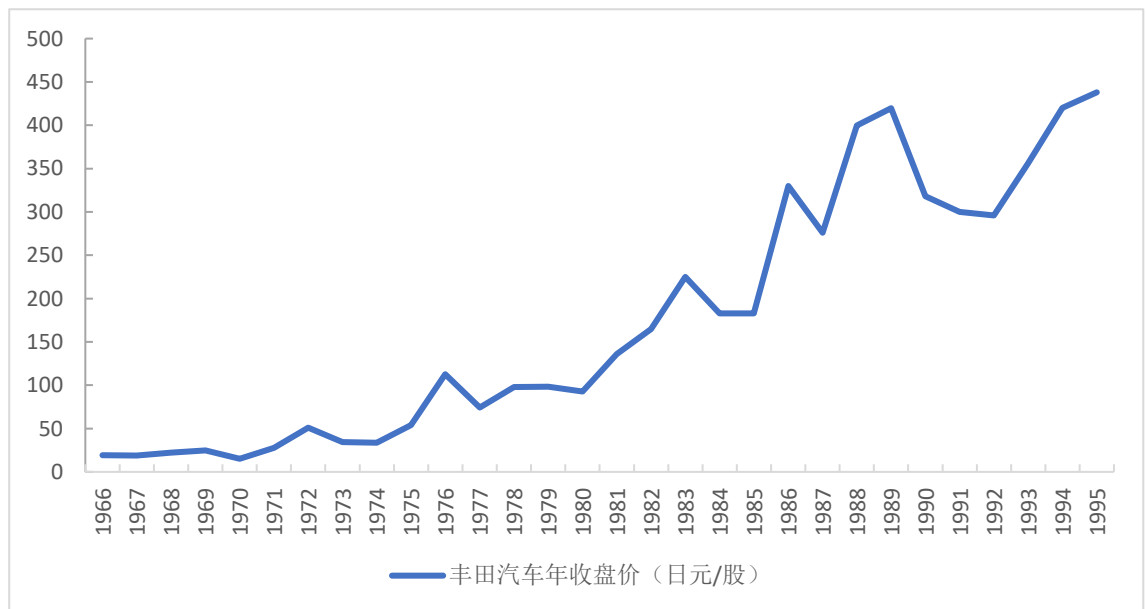
进一步观测 70 年代大滞胀日股行业走势。资源品与科技行业往往呈现跷跷板效应。危机阶段，资源品表现相对占优，科技行业则普遍承压；待危机逐步消退后，科技行业迎来持续上行行情，而资源品价格相应回落。但长期看，新能源行业受益于能源转型，行业内头部企业有望走出长牛行情，贯穿整个大滞胀周期。第一次石油危机中，作为石油替代品的矿业和受益于涨价的海运表现领先，其他行业走势震荡。第二次石油危机中，70s 末至 80s 初，石油和煤矿、矿业的表现大幅领先市场，显示出资源品受益于价格上涨。另一方面，信息和电信的走势则由于市场的避险情绪受到冲击。但由于经济的战略转型，信息和电信在 80s 中期到 90s 前半的泡沫期以及 2000s 初的 IT 泡沫期，石油和煤矿、矿业等传统能源的表现则在能源结构转型战略中始终表现靠后。

图8 东京交易所行业指数走势



资料来源：JPX，Wind，中航证券研究所整理（注：JPX，即日本交易所集团，以1970年3月底各行业的指数值为1进行计算，行业中文译名采用Wind东京交易所行业指数口径）

图9 新能源股走出长牛



资料来源：Kabutan，中航证券研究所整理（注：以1970年1月5日为基准进行标准化）

本周军工行业延续此前下跌趋势，国防军工（申万）自美伊战争以来周线四连阴。周中虽出现阶段性反弹，但受清明假期前避险情绪升温影响，下半周再度走弱，全周整体收跌。板块成交额逐周萎缩，续创年内新低，资金观望情绪浓厚。外围地缘事件虽持续发酵，但催化效应继续钝化，前期预期已充分计价。叠加年报窗口期，市场对行业业绩分化存在担忧，

资金配置节奏趋于保守，板块整体弱于大盘。

细分行业上，国内商业航天板块多空交织、分化显著。头部企业蓝箭航天因财务资料过期，IPO 进程出现波折，审核状态变更为“中止”；中科宇航科创板 IPO 获受理，拟募资 41.8 亿元，被抽中现场检查；天兵科技天龙三号（遥一）4 月 3 日在酒泉首飞失利，火箭升空后约 33 秒爆炸，入轨失败，这是天兵科技继 2024 年巩义事故后再次受挫，短期对行业技术信心形成冲击。与此同时，低空经济板块消息面较为密集，但市场反应相对平淡。资本市场上，行业玩家开始冲击 IPO。3 月 26 日，极飞科技向港交所主板递交上市申请，此前曾向上交所科创板递交 IPO 申请，在经历交易所第一轮问询后，最终撤回，如今选择再次冲刺上市，赴港 IPO；沃飞长空于 4 月 2 日办理辅导备案登记，拟科创板上市，有望成为 A 股“eVTOL 第一股”。然而，市场资金对利好反应滞后，表明市场对低空经济从“政策引领”向“商业落地”的转化节奏仍存观望情绪。

中航证券军工组认为，短期来看，SpaceX 预期对国内商业航天仍有情绪提振，但火箭发射失败及 IPO 延期可能压制板块热度；低空经济虽政策与事件密集，但资金参与意愿不足。中长期看，商业航天与低空经济的产业化方向未改，低轨卫星组网、可重复运载火箭、eVTOL 等“大军工赛道”景气度仍然持续上行，有望成为板块后续突围的核心方向。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，二是年报、一季度军工企业业绩预告表现，静待基本面验证。

投资建议：

往后看，短期距离和谈停战还有一定差距，高油价的持续时间或仍将是未来一个月市场阶段性交易主线。但本轮牛市尚未结束，后续市场若再有进一步调整反而应该适度积极。结构上，可关注红利以及新能源板块。长期看，本轮原油供给冲击或将加速推进全球能源转向进程，中国新能源产业有望迎来重要机遇。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637