

“科技缩圈和泛能源对冲”交易走到哪了？

2026年04月19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

■ 第一阶段（3月3日-3月23日）：风险冲击，全面调整，定价能源安全

风险冲击，市场全面调整。全A个股的下跌中位数为-13.14%、均值为-11.66%；从风格表现看，周期和成长风格大幅调整，稳定风格相对抗跌，甚至一度表现出公用事业（申万）指数13连阳。

周期大幅回落，核心定价流动性。从传统经验看，风险冲击环境下成长风格对于风险偏好更为敏感，以及流动性收敛对于成长风格的压制更为显著。本轮核心差异在于，此前由于美联储降息预期叠加美国经济韧性，市场一致预期2026年为周期大年，而2026年1月已表现出一次较为极致的商品行情。因此，当油价大幅抬升的过程中，市场快速从“全球复苏”定价为“海外滞胀”，商品迅速反向定价，成为第一阶段领跌的方向。

定价能源安全，新能源支撑创业板。由于霍尔木兹海峡的封锁，短期对于全球能源安全造成巨大冲击，我们此前报告《对冲油价上行的四条配置思路》中明确提到，能源价格飙升的替代效应，利好煤炭、新能源等板块。需要注意的是，虽然第一阶段中创业板指（区间涨跌幅-1.79%）较为抗跌，但事实上，创业板指成分股的平均区间涨跌幅为-9.57%、涨跌幅中位数为-12.64%，其核心原因在于宁德时代、阳光电源等作为新能源的核心标的对于创业板指的贡献较大。

■ 第二阶段（3月24日-4月6日）：风险波动，震荡分化，定价超跌修复

油价于90-110美元/桶波动，一方面特朗普持续释放油储，制约油价进一步走高；另一方面美伊难以快速调停，特朗普给出最后通牒。市场持续博弈分化，总体呈现四个特征：

特征1：周期板块、小盘超跌反弹。3月23日风险快速释放，随后进入持续博弈阶段；市场普遍认为特朗普Taco，因此此前跌幅最深的周期板块和小盘风格持续修复。

特征2：能源板块开始补跌，创业板（新能源）亦不例外。虽然中长期景气不变，但由于油价的有效控制，此前相对强势的能源板块止盈兑现；新能源浓度较高的创业板也开始快速调整。

特征3：风险压制，逐步降波，科技板块仍受风险压制。由于美伊战争的不确定性尚未释放，对于绝对收益资金而言短期压力仍然较大，因此全A的成交额持续收缩，市场的波动性逐步收敛，因此科技板块仍受风险偏好压制。

特征4：消费板块强势崛起，定价通胀传导链条。第二阶段表现最强的行业风格为消费，原因有二：其一是定价通胀的有效传导，商品与油价的上行推动1-2月的PPI环比大幅改善，有望打破负通胀螺旋，进而有效传导至CPI的改善；此外，贵州茅台的提价成为消费行情的催化点。其二是国内房价环比改善，推动居民资产负债表的修复，进而改善短期对于消费的信心。

■ 第三阶段（4月7日-4月17日）：风险缓和，普反行情，抓住盈利和景气

伴随美伊开始进入和谈阶段，风险偏好大幅修复，因此市场进入普反行情，受益于超跌修复以及业绩确定性和产业的景气，通信、电子和电力设备等成长风格成为本轮行情的领涨主线，完全符合我们在4月6日的

相关研究

- 《景气上修之下的强结构性行情》
2026-04-19
- 《十大未来产业系列之一——脑机智能》
2026-04-17

报告《外部扰动下的“四月决断”》中科技缩圈+泛能源对冲的配置观点。

我们在前期报告《以油价观今昔：70年代与当下市场》中提出，类比70年代全球滞胀环境，日本高端制造、美国半导体产业实现盈利与景气度同步上行，成功穿越油价上行周期；而当前同样处于“海外滞胀交易”逻辑中，国内有望依托中国制造的产业优势，孕育出具备周期穿越能力的优质资产，尤其是涵盖新能源在内的中国优势制造，以及具备业绩支撑的AI相关板块。

泛能源：当前新能源行业景气度正持续回升，背后既有全球能源安全的战略逻辑，也有行业自身基本面改善的内在支撑，包括储能端受益于欧洲市场多元化拓展、新兴市场离网需求及数据中心储能放量，成长空间持续打开；电网设备则依托AI算力用电激增、欧美电网升级改造，行业景气度显著抬升。由于中国光伏、风电、锂电等产业的技术优势，海内外泛能源建设有望带动储能、风电、光伏、锂电、电网等板块景气向好。

科技缩圈：第二次全球滞胀阶段美股的经验表明，即使全球滞胀也不意味着科技全线走弱，具备实质性产业趋势的赛道仍然能够穿越周期。而科技缩圈的本质在于，油价上行后，尚未兑现业绩的远期科技方向存在明显的估值压力，因而“高位讲故事”的标的难以进一步提升估值。所以需要聚焦当下业绩确定性的方向，当前我们正处在新一轮康波周期的过渡节点，AI领域的服务器、光模块、存储等基础设施已率先启动。因此科技股方面建议“去伪存真”、聚焦优质核心资产；以光模块为例，中际旭创等龙头在4月7日以来的普反行情中持续跑出超额。

■ 当前仍处第三阶段，持续定价科技缩圈和泛能源对冲

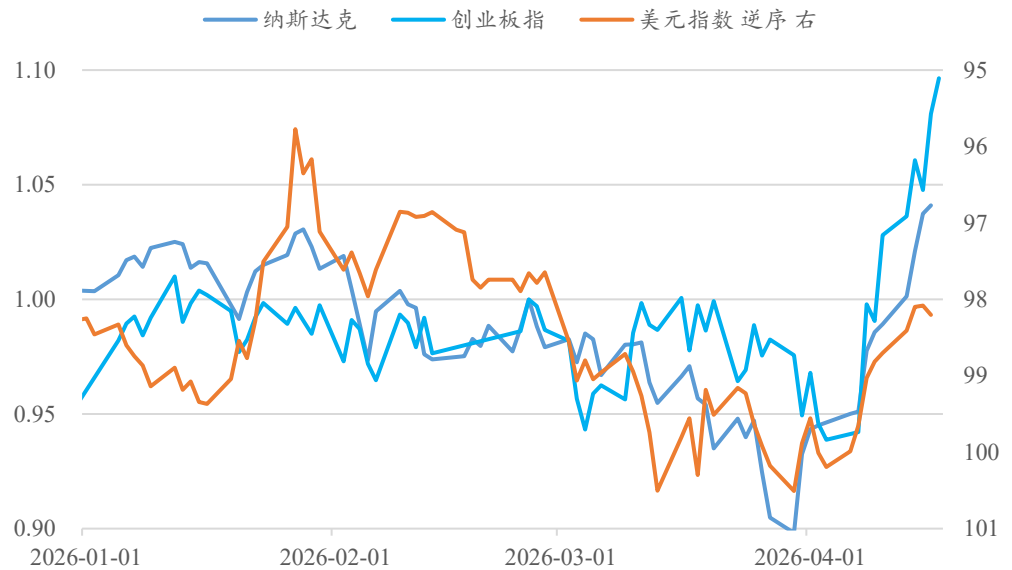
流动性进一步宽松有限，加剧科技缩圈效应。美元指数已经追平美伊战争爆发前水平，虽然周五受消息面催化美元指数大幅波动，但收盘仍较周四有所抬升，因而流动性进一步宽松有限。高油价中枢仍将压制“高位讲故事”标的，加剧科技缩圈效应。

创业板短期关注高波风险。从交易角度来看，创业板指的20日波动率水平已经处于历史高位，短期存在降波风险，因此需要谨慎追高；但降波并不意味着调整，新能源景气不变，更多为高低切换。

风险仍有波动但趋于缓和，持续定价科技缩圈和泛能源对冲。虽然美伊和谈停滞，且周末美伊两方持续释放相反信号；但总体而言，美伊两方积极接洽，风险趋势性缓和。结合当前宏观格局与产业优势，核心聚焦两条中期主线：一是泛新能源及电力基础设施建设，储能、风电、光伏、锂电、电网等板块景气向好；二是具备业绩支撑的AI相关板块，借鉴美股半导体穿越滞胀的经验，关注存储、先进制程、光通信、半导体设备材料等核心赛道。

■ 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：美元指数定价市场



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：纳斯达克和创业板指以2月25日收盘价为基准归一化）

表1：重要宽基指数不同阶段的区间收益表现（%）

证券代码	证券简称	3月3日-3月23日	3月24日-4月6日	4月7日-4月17日
399006.SZ	创业板指	-1.79	-2.65	16.79
000922.CSI	中证红利	-4.73	0.41	0.81
000300.SH	沪深300	-6.57	0.52	6.48
000001.SH	上证指数	-8.83	1.75	4.42
399324.SZ	深证红利	-9.27	3.46	2.26
881001.WI	万得全A	-10.22	1.17	8.03
868008.WI	万得微盘股指数	-12.29	3.33	6.49
000852.SH	中证1000	-12.60	1.72	10.23
932000.CSI	中证2000	-13.25	2.80	9.51
000688.SH	科创50	-13.88	-0.41	13.31
000905.SH	中证500	-14.06	1.27	9.01
899050.BJ	北证50	-15.70	0.86	11.97

数据来源：WIND，东吴证券研究所

表2：不同风格不同阶段的区间收益表现（%）

证券代码	证券简称	3月3日-3月23日	3月24日-4月6日	4月7日-4月17日
399372.SZ	大盘成长	-4.08	-0.73	9.58
399373.SZ	大盘价值	-3.57	1.20	0.40
399374.SZ	中盘成长	-13.68	2.66	8.27
399375.SZ	中盘价值	-11.54	2.22	4.61
399376.SZ	小盘成长	-13.00	1.35	9.90
399377.SZ	小盘价值	-10.88	2.00	4.85
CI005921.WI	稳定(风格.中信)	-2.07	-1.88	1.80
CI005917.WI	金融(风格.中信)	-5.47	0.70	2.53
CI005919.WI	消费(风格.中信)	-7.25	4.06	1.06
CI005920.WI	成长(风格.中信)	-10.76	0.25	13.58
CI005918.WI	周期(风格.中信)	-14.46	2.30	5.64

数据来源：WIND，东吴证券研究所

表3：不同行业不同阶段的区间收益表现（%）

证券代码	证券简称	3月3日-3月23日	3月24日-4月6日	4月7日-4月17日
801950.SI	煤炭(申万)	2.67	-6.35	0.05
801160.SI	公用事业(申万)	0.90	-4.52	2.35
801730.SI	电力设备(申万)	0.01	-6.10	12.12
801780.SI	银行(申万)	-0.54	3.33	0.51
801120.SI	食品饮料(申万)	-4.56	3.18	0.38
801770.SI	通信(申万)	-4.67	5.96	15.21
801720.SI	建筑装饰(申万)	-5.97	-0.35	4.78
801010.SI	农林牧渔(申万)	-6.61	-0.08	5.11
801110.SI	家用电器(申万)	-7.49	1.38	3.49
801150.SI	医药生物(申万)	-8.31	9.17	2.01
801960.SI	石油石化(申万)	-8.56	-1.60	-1.64
801170.SI	交通运输(申万)	-8.67	4.01	0.12
801790.SI	非银金融(申万)	-9.47	-1.63	4.93
801970.SI	环保(申万)	-9.77	1.09	6.71
801140.SI	轻工制造(申万)	-9.95	1.23	5.09
801880.SI	汽车(申万)	-10.84	1.45	6.77
801180.SI	房地产(申万)	-11.26	-1.81	6.73
801210.SI	社会服务(申万)	-11.76	2.07	6.62
801980.SI	美容护理(申万)	-12.15	2.03	1.47
801200.SI	商贸零售(申万)	-12.16	0.44	4.37
801080.SI	电子(申万)	-12.59	0.53	15.46
801130.SI	纺织服饰(申万)	-12.62	4.64	5.17
801750.SI	计算机(申万)	-12.81	-1.52	9.88
801030.SI	基础化工(申万)	-13.59	1.44	6.44
801760.SI	传媒(申万)	-14.50	1.35	7.43
801890.SI	机械设备(申万)	-14.82	2.67	9.02
801230.SI	综合(申万)	-16.60	2.86	9.06
801710.SI	建筑材料(申万)	-16.97	4.18	9.62
801040.SI	钢铁(申万)	-18.77	2.77	5.35
801740.SI	国防军工(申万)	-20.53	0.53	8.86
801050.SI	有色金属(申万)	-25.89	7.48	9.99

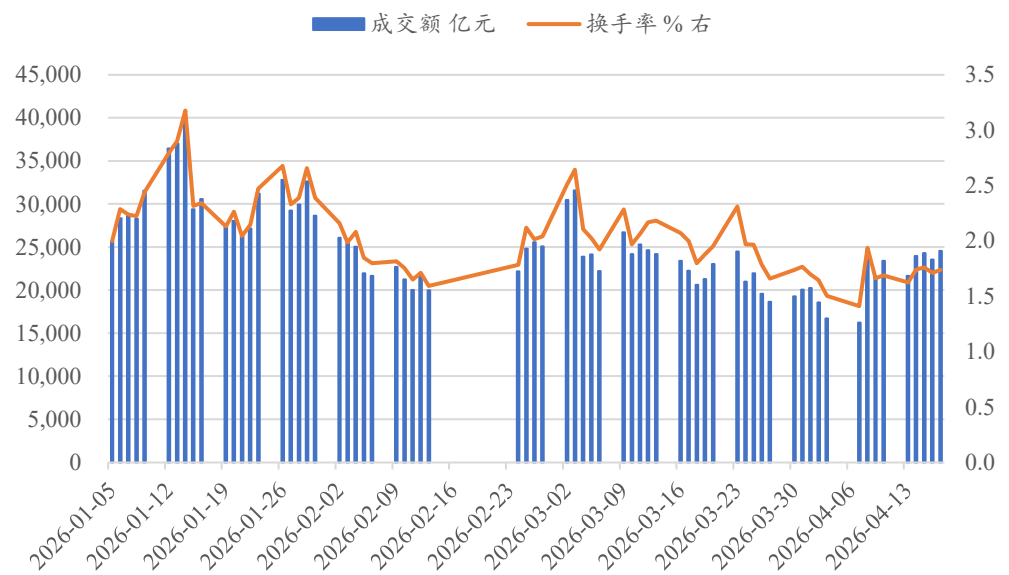
数据来源：WIND，东吴证券研究所

表4：2026年1月1日的CME FedWatch 预测点阵图

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/01/28	--	--	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	85.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/03/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	41.1%	53.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/04/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	13.6%	43.9%	41.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/06/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.2%	30.6%	42.4%	18.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/07/29	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	15.1%	34.2%	34.9%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/09/16	0.0%	0.1%	1.2%	7.2%	21.7%	34.4%	27.2%	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.2%	9.7%	23.9%	33.2%	23.8%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/09	0.1%	0.6%	3.4%	11.9%	25.3%	31.8%	21.3%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/01/27	0.1%	0.6%	3.3%	11.8%	25.2%	31.7%	21.4%	5.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/03/17	0.1%	0.6%	3.6%	12.1%	25.3%	31.4%	21.0%	5.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/04/28	0.1%	0.6%	3.4%	11.6%	24.5%	31.0%	21.7%	6.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/06/09	0.1%	0.6%	3.3%	11.3%	24.0%	30.8%	22.0%	7.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/07/28	0.1%	0.5%	2.9%	10.3%	22.4%	30.0%	23.1%	9.1%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2027/09/15	0.1%	0.9%	4.1%	12.1%	23.6%	28.9%	21.0%	8.0%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2027/10/27	0.1%	0.8%	3.8%	11.4%	22.5%	28.4%	21.7%	9.2%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%
2027/12/08	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	3.5%	10.7%	21.5%	27.9%	22.3%	10.3%	2.5%	0.3%

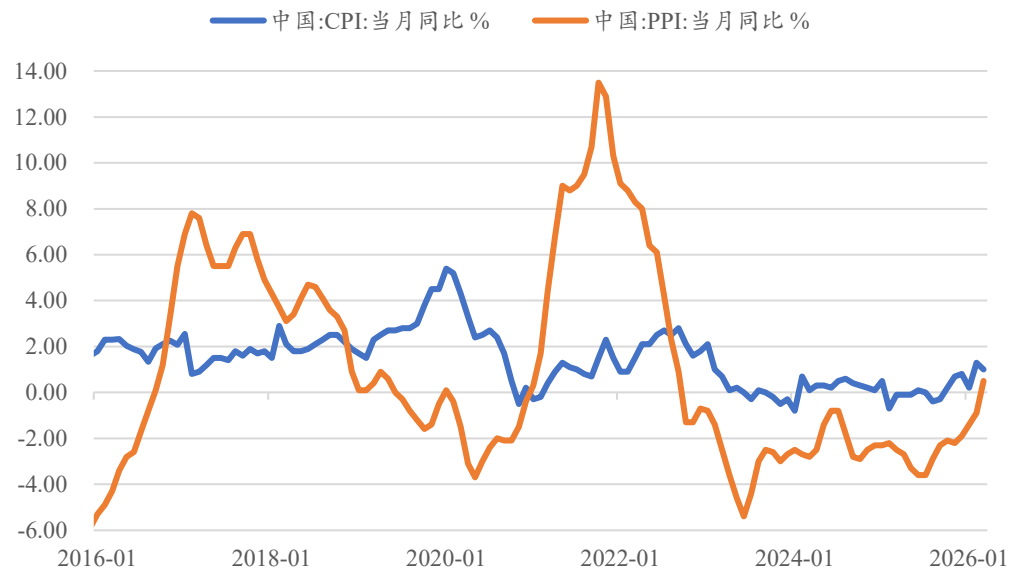
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：万得全 A 的成交额自 3 月中旬开始持续收敛



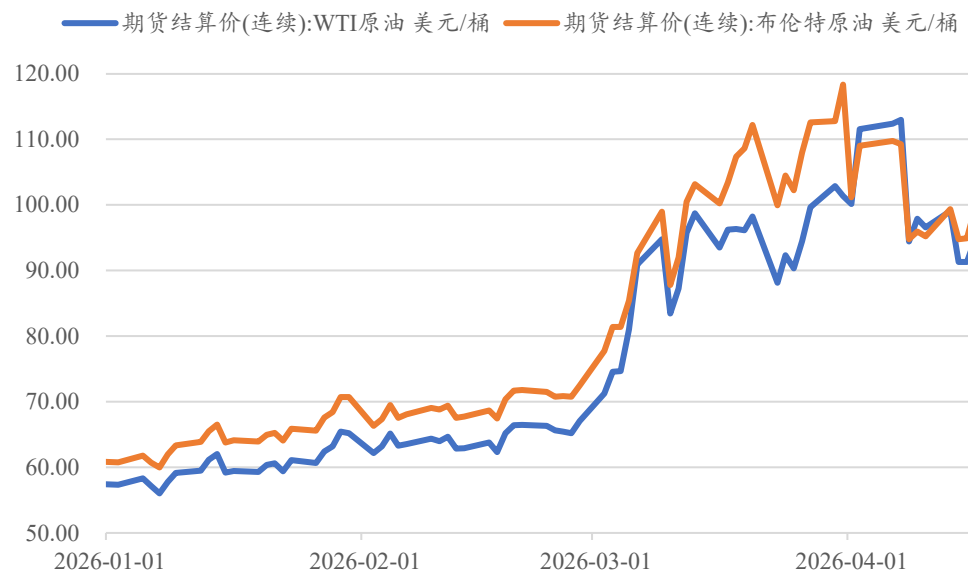
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图3：PPI 持续修复，有望打破负通胀螺旋



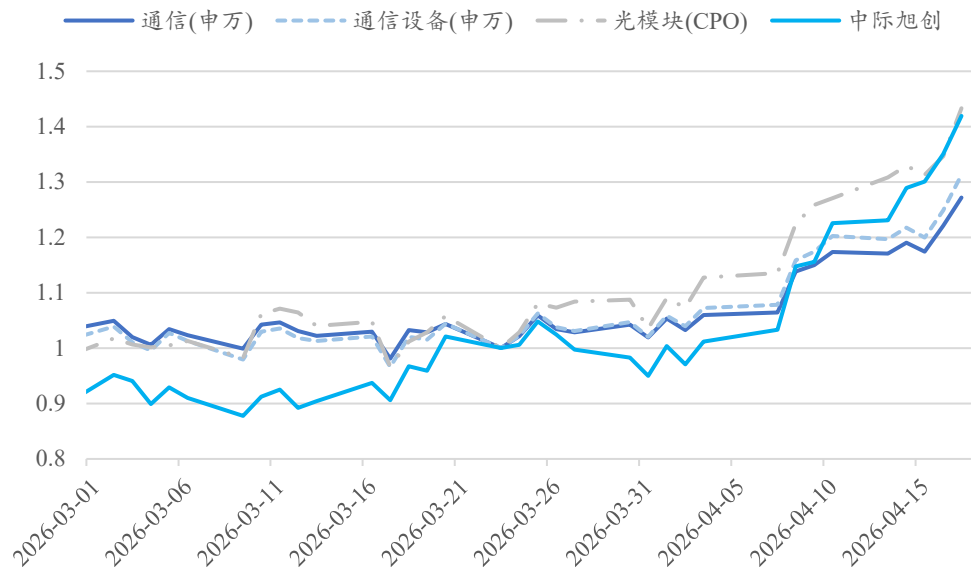
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：WTI 油价自 4 月 6 日以来持续回落



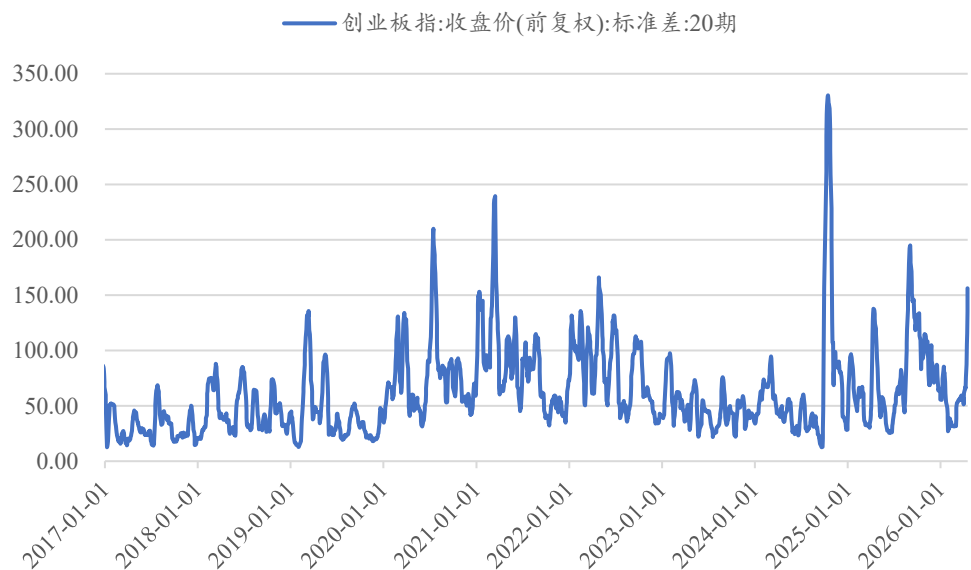
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图5：中际旭创等龙头标的的缩圈效应愈发明显



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：图中个股及指数均以3月23日收盘价为基准作归一化）

图6：创业板指的波动已触及高风险水平



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：图中数据仅为统计结果，无实体含义）

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>