

2026年04月18日

证券研究报告|策略研究|策略点评

牛市从流动性驱动转向盈利驱动，市场风格有何变化

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周 A 股延续震荡上行态势。一方面，关于美伊谈判的乐观信号提振市场情绪，市场焦点回归基本面。另一方面，中国一季度 GDP 同比增速 5.0% 超市场预期，处于全年目标 4.5%~5% 的上限，显示国内经济复苏态势良好。
- ◆ 反内卷政策效果逐步显现，供需缺口有所收敛，根据中航证券宏观组在年度策略中判断，即便没有本次美伊冲突引发高油价，PPI 也有望在年中小幅转正。我们预计 A 股盈利也有望进一步改善，从流动性驱动转向盈利驱动阶段。
- ◆ 复盘历史 A 股牛市中，由流动性驱动转向盈利驱动阶段的市场表现。我们用货币超发和工业企业利润来辅助界定这两个阶段。过去四轮 A 股牛市盈利驱动阶段中，以工业企业利润增速持续趋势性抬升前的低点月份为 T0，观测大盘及风格自盈利拐点前半年至盈利拐点后一年的走势变化。平均来看，盈利拐点确认后，大盘及申万六大风格总体上延续牛市普涨态势，期间在 T+46 日至 T+68 日有阶段性调整。
- ◆ 风格上，先进制造每个季度均具有超额收益。风格轮动节奏，呈现为盈利拐点前科技（TMT）、金融地产风格显著，盈利拐点前后先轮动至消费，拐点确认一个季度后轮动至医药，最后拐点确认三个季度后轮动至周期、先进制造。
- ◆ 中航证券军工组认为，短期来看，长征十号乙月底首飞在即、国资委央企低空经济布局等多重催化仍在发酵窗口；中长期看，商业航天产业化方向未改，低轨卫星组网、可重复运载火箭等赛道景气度

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

持续上行。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，商业航天、低空经济等方向有望成为军工板块后续突围的核心方向；二是年报及一季报业绩预告密集披露，业绩确定性高的细分龙头有望获得资金青睐，静待基本面验证。

投资建议：

- ◆ 往后看，中东局势形成初步护栏，中性假设下海峡新秩序或可在全球通胀失控之前形成，本次冲突低点或已形成，后续市场视角有望回归基本面。而当前中国经济超预期复苏，A 有望进入盈利驱动阶段，本轮经济转型牛有望延续，中国新能源产业有望迎来重要机遇。二季度，中东局势或仍存在反复，结合日历效应，A 股或强势震荡。结构上，风格或从成长向价值有所回摆，此前市场热门的 AI 科技板块内部或阶段性有所“缩圈”，建议关注新能源板块，进入景气阶段的 AI 科技方向如光通信，以及相对低位的价值风格如大金融板块。

相关研究报告

中航策略周报：《冲突低点或已形成，A 进入盈利驱动阶段》

中航策略周报：《回顾 70 年代大滞胀，新能源优势经济体有望走出慢牛趋势》

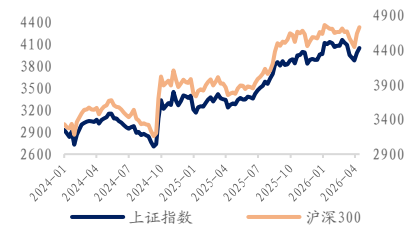
中航策略周报：《全球大类资产波动剧烈，A 股有望率先恢复上行》

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》

市场走势：



本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场整体上涨, 上证指数 (1.64%)、深证成指 (4.02%)、沪深 300 (1.99%)、科创 50 (4.31%)、创业板指 (6.65%)、中证 500 (3.07%)、中证 1000 (3.87%), 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 4.98%; 消费风格表现较弱, 下跌 0.23%。分行业来看, 申万一级行业中通信、综合、电子表现较强, 分别上涨 8.40%、5.96%、5.95%; 石油石化、食品饮料、煤炭表现较弱, 分别下跌 3.88%、1.70%、0.93%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 23594.40 亿元, 较上周增加 2196.57 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 23.70 倍, 较上周上涨 1.93%。

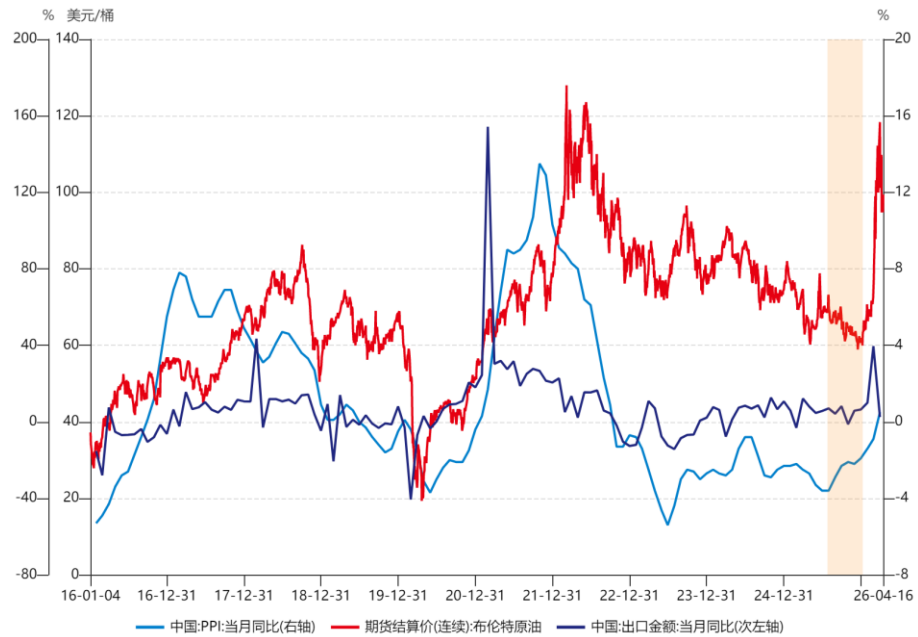
正文:

本周 A 股延续震荡上行态势。一方面, 关于美伊谈判的乐观信号提振市场情绪, 市场焦点回归基本面。当地时间 4 月 17 日, 美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”发文称, 霍尔木兹海峡目前已“完全开放并准备恢复商业与全面通航”, 但针对伊朗的海上封锁仍将“全面维持”, 直至美伊之间的相关协议“100%达成”。另一方面, 中国一季度 GDP 同比增速 5.0% 超市场预期, 处于全年目标 4.5%~5% 的上限, 显示国内经济复苏态势良好。

反内卷政策效果逐步显现, 供需缺口有所收敛, 根据中航证券宏观组在年度策略中判断, 即便没有本次美伊冲突引发高油价, PPI 也有望在年中微幅转正。我们预计 A 股盈利也有望进一步改善, 市场走势将从流动性驱动转向盈利驱动阶段。此前中航证券宏观组在年度策略中判断, 2026 年 PPI 同比中枢将较 2025 年明显抬升, 并呈现“两头低、中间高”的节奏, 年中有望实现微幅转正。2026 年 PPI 预计呈现“上游分化、中游修复、中枢抬升”格局。综合来看, 供给侧刚性约束与需求端结构性亮点共振, 2026 年 PPI 同比中枢有望较 2025 年显著抬升。供给方面, 钢铁煤炭在“反内卷”政策约束下, 供给侧刚性增强, 有色金属(铜、铝为主)受资源禀赋约束与资本开支周期下行影响, 供给弹性受限; 中下游光伏、锂电等先进制造业在政策驱动下加速产能出清。需求方面, AI 算力、电网改造及新能源转型形成结构性需求支撑。

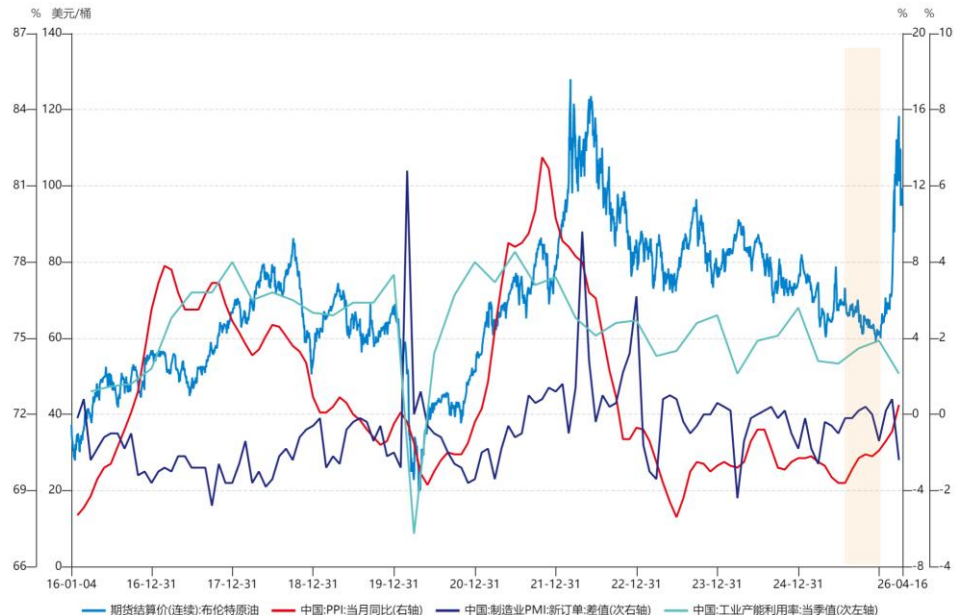
从当前数据来看, 这一判断正在逐步验证。近期 PPI 回升并非油价单一驱动, 而是在出口韧性、供需改善的基础上, 油价阶段性放大 PPI 修复弹性。在油价大幅上行之前, 供需缺口有所收敛, 制造业 PMI “新订单-生产”差值改善, 产能利用率修复, PPI 已自底部上行, 表明价格具备修复基础。但也需注意到, 3 月油价上行阶段, PPI 回升斜率虽明显加快, 体现其催化作用, 但制造业 PMI “新订单-生产”差值、产能利用率均受到冲击。往后看, PPI 上行过程或存在反复, 需持续关注价格向中下游的传导效果。

图1 油价上涨前，伴随出口韧性，PPI 已现呈现修复态势



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：布伦特原油期货价格数据截至 2026 年 4 月 16 日，其余截至 3 月）

图2 油价上涨前，伴随供需改善，PPI 已现呈现修复态势



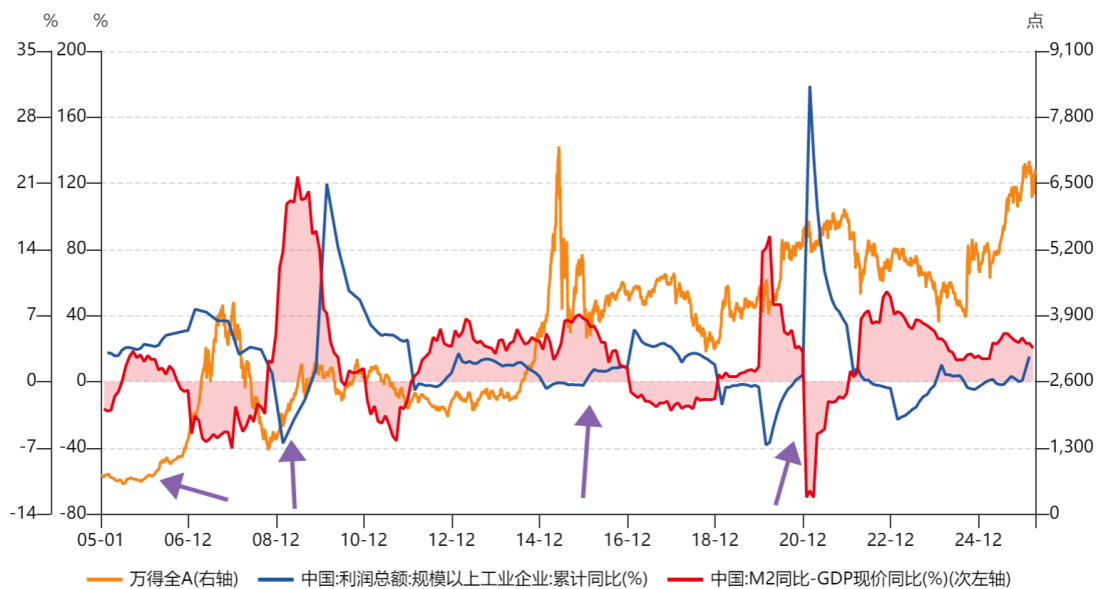
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：“中国：制造业 PMI：新订单：差值”为中国制造业 PMI 中的“新订单”与“生产”两个分项的差值；布伦特原油期货价格数据截至 2026 年 4 月 16 日，其余截至 3 月）

复盘历史 A 股牛市中，由流动性驱动转向盈利驱动阶段的市场表现。我们用货币超发和工业企业利润来辅助界定这两个阶段。货币超发创造超额流动性，压低分母端提升估值，是交易

热度提升以及波动率加大的前提条件，也是牛市的基础，由 M2 同比与名义 GDP 同比的差值度量。经济底确认后，企业盈利也将走出底部，分子端见底回升，A 股转向业绩驱动，由规模以上工业企业利润总额累计同比度量。

筛选过去 A 股几轮牛市，其中有四次为由流动性驱动转向盈利驱动阶段，转折点分别为 2006 年 4 月、2009 年 5 月、2016 年 2 月、2020 年 9 月，这四段 A 股在货币超发背景下，盈利从底部回升，A 股延续上行趋势。工业企业利润累计同比增速自 2024 年 2 月高点回落后，持续在低位磨底，直到 2026 年 2 月大幅提升 14.60pcts 至 15.20%，回升至近 10 年 75.22% 百分位、2025 年以来的 64.53% 百分位。

图3 历史 A 股牛市由流动性驱动转向盈利驱动

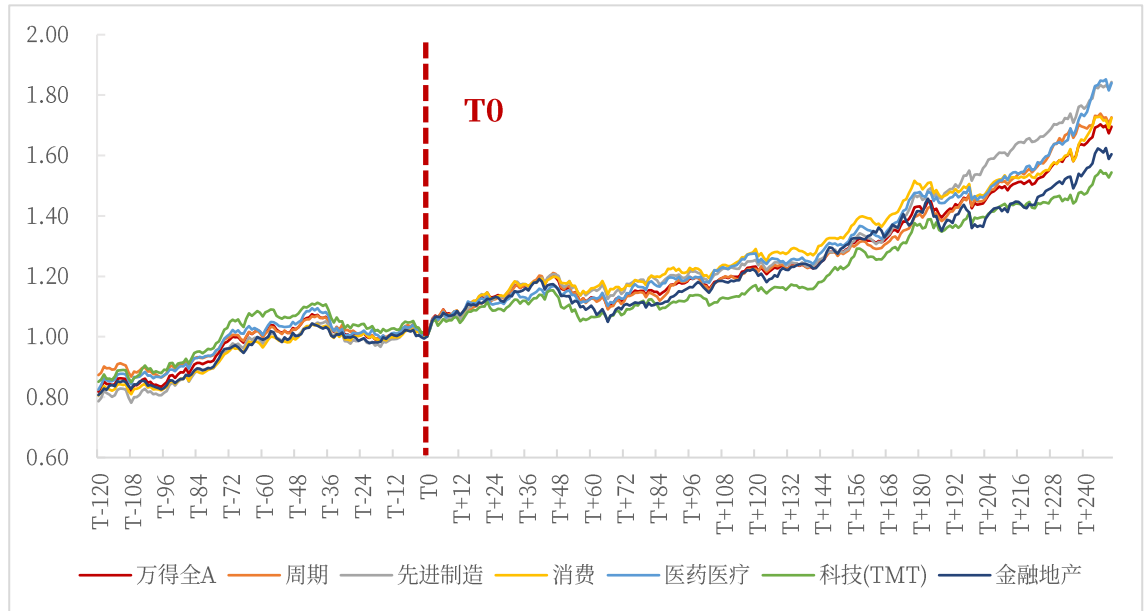


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：假设 GDP 每月同比增速均为当季同比增速，将 GDP 现价季度同比升频为月度数据，来模拟月度货币超发情况）

过去四轮 A 股牛市盈利驱动阶段中，以工业企业利润增速持续趋势性抬升前的低点月份为 T0，观测大盘及风格自盈利拐点前半年至盈利拐点后一年的走势变化。平均来看，盈利拐点确认后，大盘及申万六大风格总体上延续牛市普涨态势，期间在 T+46 日至 T+68 日有阶段性调整。

风格上，先进制造每个季度均具有超额收益。风格轮动节奏，呈现为盈利拐点前科技（TMT）、金融地产风格显著，盈利拐点前后先轮动至消费，拐点确认一个季度后轮动至医药，最后拐点确认三个季度后轮动至周期、先进制造。具体来看，盈利拐点前倒数第二个季度，科技（TMT）具有显著超额收益，其超额胜率高达 100%。盈利拐点前半年，金融地产风格具有持续的超额收益率并 75% 的超额胜率。盈利拐点前一个季度至盈利拐点后一个季度，消费板块呈现出超额收益率，且保持 75% 的超额胜率。盈利拐点后的第二至第三个季

度，各风格普涨，没有具有显著超额胜率的风格，周期和金融地产风格相对较弱，拐点后第二个季度医药风格具有显著超额收益率。盈利拐点后的第四个季度，周期和先进制造呈现出显著的超额收益率和高超额胜率。

图4 历史 A 股牛市由流动性驱动转向盈利驱动


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：四轮牛市平均走势，以T0为基准进行标准化，选取申万大类风格指数）

表1: 风格平均超额收益率

排序	周期	先进制造	消费	医药医疗	科技(TMT)	金融地产
T-120至T-60	-7.42%	2.72%	-1.24%	0.84%	2.51%	1.40%
T-60至T0	-0.38%	5.22%	3.13%	-2.02%	-5.65%	0.88%
T0至T+60	-0.30%	1.97%	3.09%	-0.02%	-6.88%	-1.94%
T+60至T+120	-0.38%	1.03%	2.86%	4.31%	0.81%	0.96%
T+120至T+180	-0.67%	1.57%	1.30%	0.44%	1.57%	-1.94%
T+180至T+240	7.14%	5.86%	-4.14%	2.40%	-5.12%	-5.42%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万大类风格指数）

表2: 风格超额胜率

排序	周期	先进制造	消费	医药医疗	科技(TMT)	金融地产
T-120至T-60	0.00%	25.00%	50.00%	50.00%	100.00%	75.00%
T-60至T0	50.00%	75.00%	75.00%	50.00%	25.00%	75.00%
T0至T+60	50.00%	50.00%	75.00%	25.00%	0.00%	50.00%
T+60至T+120	25.00%	25.00%	50.00%	50.00%	25.00%	25.00%
T+120至T+180	25.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	25.00%
T+180至T+240	75.00%	75.00%	50.00%	50.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万大类风格指数）

中航证券军工组认为，本周军工行业延续反弹态势，国防军工（申万）板块全周累计上涨 4.36%，申万行业中排名居前。结构上看，航天装备 II（申万）表现尤为突出，本周涨幅达 9.0%，近两周累计涨幅高达 12.55%，万得卫星指数周线收涨 4.88%。外围地缘催化阶段性弱化，板块行情逐步从地缘脉冲向基本面兑现切换，低轨卫星组网、可重复运载火箭等产业主线成为本轮反弹的核心驱动力。

细分行业方面，商业航天领域可回收火箭密集验证窗口开启。从 4 月下旬开始，中国商业航天将进入可回收火箭的密集验证阶段，长征十号乙预计于 4 月 28 日在文昌首飞，同步验证全球首创的海上网系回收技术；朱雀三号遥二计划在二季度内再次冲刺一子级回收，单位发射成本降低有望加速商业化进程。整体来看，海外 SpaceX IPO 预期持续发酵，国内可回收火箭技术验证与密集发射形成共振，商业航天板块景气度持续上行。低空经济领域国资委首次召开央企专题推进会。4 月 15 日，国务院国资委召开中央企业低空经济产业发展专题推进会，这是国资委层面首次就低空经济召开全系统专题部署。会议要求中央企业当好发展低空经济的“长期资本、战略资本、耐心资本”，加大投资力度，加强关键核心技术攻关，加快低空航空装备创新迭代，切实当好低空基础设施建设的国家队和主力军，会上发布了《中央企业低空经济产业发展白皮书》。

短期来看，长征十号乙月底首飞在即、国资委央企低空经济布局等多重催化仍在发酵窗口；中长期看，商业航天产业化方向未改，低轨卫星组网、可重复运载火箭等赛道景气度持续上行。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，商业航天、低空经济等方向有望成为军工板块后续突围的核心方向；二是年报及一季报业绩预告密集披露，业绩确定性高的细分龙头有望获得资金青睐，静待基本面验证。

投资建议：

往后看，中性假设下海峡新秩序或可在全球通胀失控之前形成，本次冲突低点或已形成，后续市场视角有望回归基本面。而当前中国经济超预期复苏，A 有望进入盈利驱动阶段，本轮经济转型有望延续，中国新能源产业有望迎来重要机遇。二季度，中东局势或仍存在反复，结合日历效应，A 股或强势震荡。结构上，风格或从成长向价值有所回摆，此前市场热门的 AI 科技板块内部或阶段性有所“缩圈”，建议关注新能源板块，进入景气阶段的 AI 科技方向如光通信，以及相对低位的价值风格如大金融板块。



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