

# 市场点评

## 定价切换与A股结构方向：从地缘冲击到政策预期

市场正从地缘冲击定价转向通胀与政策预期的重定价，A股逐步脱敏地缘风险，短期聚焦周期与科技修复。

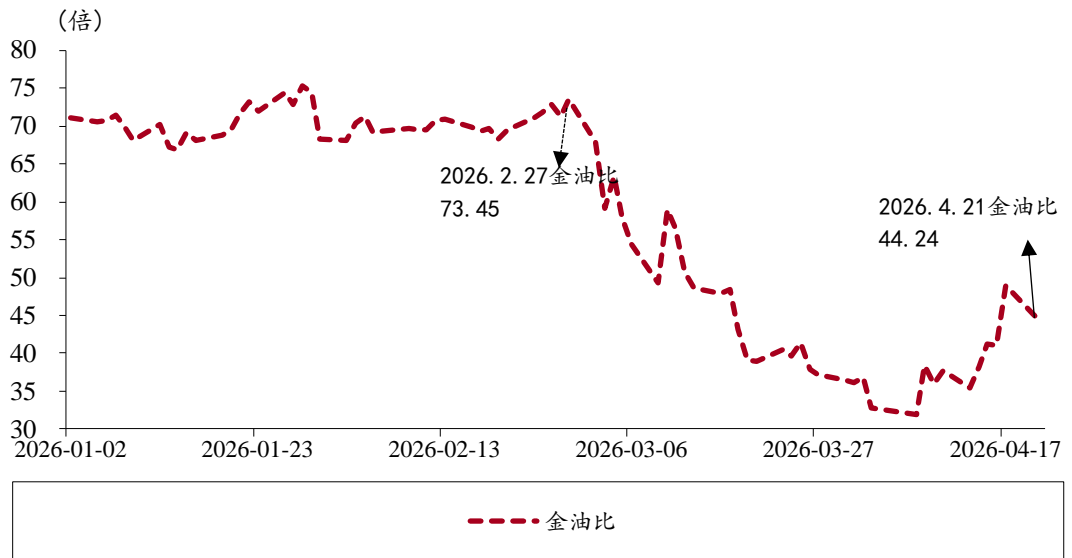
- **沃什货币政策解读：从“鹰派”到“政策组合重构”。**美东时间21日，美国参议院银行委员会举行有关美联储主席提名的听证会。沃什在本次听证会上着重强调美联储独立性，同时表示联储应当缓慢而温和的缩表，并与财政部协同、提前向市场沟通。这意味着他的缩表主张并不是立刻激进抽水，而是一个中期制度安排。此外，在利率层面，他表示“如果潜在的经济增长步伐有所加快——例如得益于人工智能(AI)的发展，那么通胀问题或许就不再那么令人担忧，从而为降息创造了空间”，还主张美联储应将重心放在核心通胀上，并援引了剔除异常值的“截尾均值”等指标。这些指标显示，通胀水平实际上更接近美联储设定的目标2%。相较于此前市场对沃什“鹰派”的扁平化理解，本次会议后市场对于沃什的政策理解或更为立体：1月30日沃什获得提名后，市场将其快速归类为反QE、支持缩表、对通胀更强硬的“鹰派”主席，美元反弹、黄金和白银快速下跌。当前来看，市场最重要的修正，不是把沃什从“鹰派”改成“鸽派”，而是逐步认知到其货币政策“利率偏鸽、资产负债表偏鹰”的混合性。
- **美伊谈判反复：风险从“升级”转向“缓和”。**4月11-12日美伊双方在伊斯兰堡的第一次谈判并未达成协议，核心分歧集中在霍尔木兹海峡控制以及核问题相关议题。22日伊朗正式拒绝出席第二轮谈判，特朗普则宣布延长停火，同时维持海上封锁等待伊朗提交方案。美伊谈判的反复意味着外部风险从“升级定价”转向“缓和定价”，决定了当前降息预期修复只能是谨慎回温，而难以进入全面宽松叙事。
- **资产表现上，市场正从此前的“鹰派交易”切换至风险偏好修复下的结构性重定价。**美伊谈判启动以来，全球风险偏好明显回暖，日韩股市相继反弹，韩国KOSPI更是创出历史新高。相比之下，A股的修复更多呈现为低位成长方向为主的结构性修复，创业板表现相对更强。其背后，一方面源于前期调整后估值具备性价比，另一方面则来自新能源链条盈利修复、AI算力与光通信景气延续的基本面支撑，反映出当前市场修复的核心仍是有业绩验证的成长资产，而非单纯情绪驱动的普涨行情。
- **市场定价切换：从地缘冲击迈向通胀预期。**当前市场的定价逻辑正在经历清晰的阶段切换：短期看海外地缘冲突对风险偏好的冲击->中期看油价、通胀及货币政策预期的演化->长期看美元信用体系的潜在瓦解。我们在4月8日市场点评《停火协议后的市场演绎：A股的短期风偏修复与中长期重估》中提到，停火和谈判缓和带来A股短期风偏修复，但中期仍需围绕能源供给、通胀和美元信用弱化进行资产重估。当前，市场正逐步从短期海外地缘冲击向中期通胀预期过渡。
- **A股逐步脱敏地缘冲击，关注名义价格修复及联储货币政策。**尽管美伊二次谈判仍处于僵持阶段，但A股对这类海外地缘风险的敏感度已明显下降，呈现逐步脱敏的特征。这背后有两层含义：一是地缘冲突的边际影响在递减，市场不再因每一次谈判波折而剧烈反应；二是定价的主导权正在从避险情绪切换到通胀路径与政策应对。对于A股而言，随着地缘风险从突发冲击转为常态化背景，A股的定价重心将更多锚定国内名义价格的修复、美联储货币政策路径的修正以及由此引发的全球流动性再定价。在这一阶段，A股的结构方向或将呈现以下特征：短期风偏回升阶段周期与科技共振修复，中期关注名义价格修复带来的涨价预期，黄金、铜、部分农产品有望相对受益；下半年沃什政策框架逐步明朗，美联储降息预期有望修复，A股对利率敏感、盈利增长确定性强的AI产业链将迎来估值修复机会。
- **风险提示：**国内政策节奏、海外地缘政治风险超预期，通胀上行超预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
策略研究

证券分析师：王君  
(8610)66229061  
jun.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

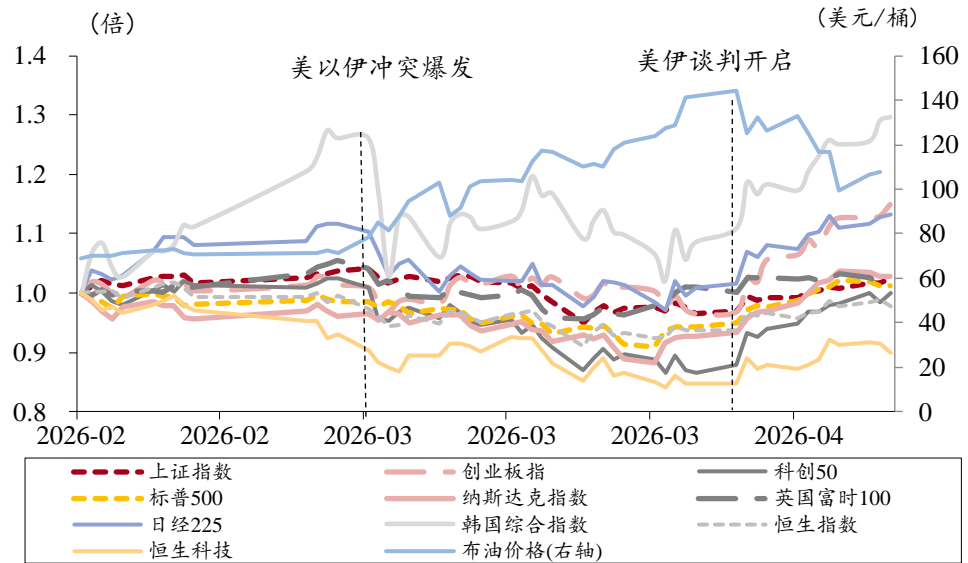
证券分析师：郭晓希  
(8610)66229019  
xiaoxi.guo@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

图表 1. 本轮金油比下行幅度 39.8%



资料来源：万得，中银证券（本轮指2026年2月美以伊冲突以来）

图表 2. 本轮冲突以来主要股指及油价表现



资料来源：万得，中银证券（注：股指表现为收盘价归一化）

## 风险提示

海外地缘政治风险超预期，通胀上行超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371