



A 股策略周报 20260505

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师: 牟一凌 (执业 S1130525060002) 联系人: 季宏坤

mouyiling@gjzq.com.cn

jihongkun@gjzq.com.cn

光明不会告诉你的事

油价与股市齐飞与被遗忘者

近两周原油价格与全球权益市场同步上行,甚至多国股市创出新高,这与美伊冲突初期油价涨、股市跌的格局截然不同。我们认为核心原因有以下几点:第一,油价上涨未能大幅扭转货币政策预期。4月美联储议息会议按兵不动,声明中保持了宽松倾向,并没有票委支持加息;同时,市场预期稳定,仍预期年内不降息,并未因本轮油价上涨而转向定价加息,这与我们之前提到的传统能源在经济中占比下降、美国服务业因为AI冲击出现了通缩的力量有关。第二,AI主导的科技成为本轮上涨的重要驱动。我们发现,科技含量越高的市场(如美国、韩国)在近两周涨幅越大,而菲律宾、印度和欧洲则相对落后;第三,全球来看,被油价冲击的国家证券化率本来较低,而更容易被能源冲击的传统行业的市值也在不断下降,它们成为本轮股市上涨中的“被遗忘者”,股市的晴雨表未能反应全部经济面貌;第四,金融资产的再分配。然而需要注意的是,如果把2025年同步上涨的资产放在一起(股市、黄金、数字货币)其总市值并未创出新高,去年以来的金融资产扩张已转变为内部再配置,黄金与数字货币也成为此场景下的“被遗忘者”。

两条岔路: AI 扩散与能源主导

美伊冲突的未来演绎决定了全球资产定价的两条不同的路径。路径一,地缘风险可控,能源占比温和上升:近期美国投资数据显示,AI相关投资高位回落,剔除AI和住宅后的其他领域投资增速持续抬升,表明增长动力正从单一的AI驱动向更广泛的领域扩散。与此同时,4月多数国家制造业PMI回升,制造业活动仍偏强,产出和新订单普遍较好,叠加美国、日韩等国制造业库存处于历史低位,若全球需求和供应链未受大幅冲击,新一轮补库周期有望开启。路径二,美伊冲突大幅升级:此时原油价格将继续上行,能源消费总额占GDP比重将系统性抬升,能源对各行业的约束将显著加深,最终将从货币政策与产业结构上形成制约。两种场景下,能源类上市公司的盈利占比都将确定性上升。

上市公司业绩: 当盈利改善还未遇上高油价冲击

一季度规模以上工业企业利润同比增长15.5%,全A(非金融地产)利润增速达11.7%,反内卷、外需韧性与产业周期共振,推动盈利进入新一轮回升期,有色、化工、科技等板块景气亮眼。然而高油价的潜在压制不容忽视——历史经验表明,油价高于100美元/桶时,全A(非金融地产)销售净利率往往承压。参考2011-2013年初,若今年二季度维持三个月高油价,预计净利率下降约0.2个百分点,我们据此下调2026年盈利预测,乐观/中性/悲观不同假设下全A(非金融地产)净利润增速分别为10.51%/3.48%/-6.67%,但考虑到中国能源相对优势可能带来部分订单迁移,实际下调幅度可能低于前述。当然,也有部分行业可能会从油价上涨中受益。我们根据销售毛利率、固定资产周转率与经营现金流占营收比重三个指标综合评估了不同行业顺价强度与顺价持续性,从三轮大宗商品涨价周期看,二级行业中纺织制造、医疗器械、化学纤维与物流在原油链中表现出相对较强的顺价能力。

关注变化, 坚守能源

油价与全球股市同步上行,在稳定的货币政策预期下,金融资产开始争夺安全资产和具有韧性的部门。无疑,科技类资产是过去最大的受益者。但是,随着事物的动态演进,能源的重要性正在上升,是当下的低估资产。我们推荐如下:第一,受益于能源价格中枢确定性上移的新旧能源(油、油运、煤炭,锂电、风光、储能)以及在全球来看能源成本和产能优势明显的化工行业;第二,美元的压制在逐步退却,制造业活动仍在修复通道,工业金属仍有修复空间(铝、铜);第三,出口景气的持续和资金回流的改善,也会给沉寂已久的内需带来新的驱动,寻找压制因素扭转下的结构性机会——旅游及景区、调味发酵品、啤酒及其他酒类、医药商业、医美等。

风险提示

国内经济修复不及预期,海外货币政策预期大幅收紧。



内容目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1、当油价与股市同步上涨..... | 3 |
| 2、未来的两种演绎：AI 扩散又或者能源才是唯一解 | 5 |
| 3、企业利润大幅改善，不要忽视高油价的影响..... | 6 |
| 4、关注变化，坚守能源..... | 9 |
| 5、风险提示..... | 9 |

图表目录

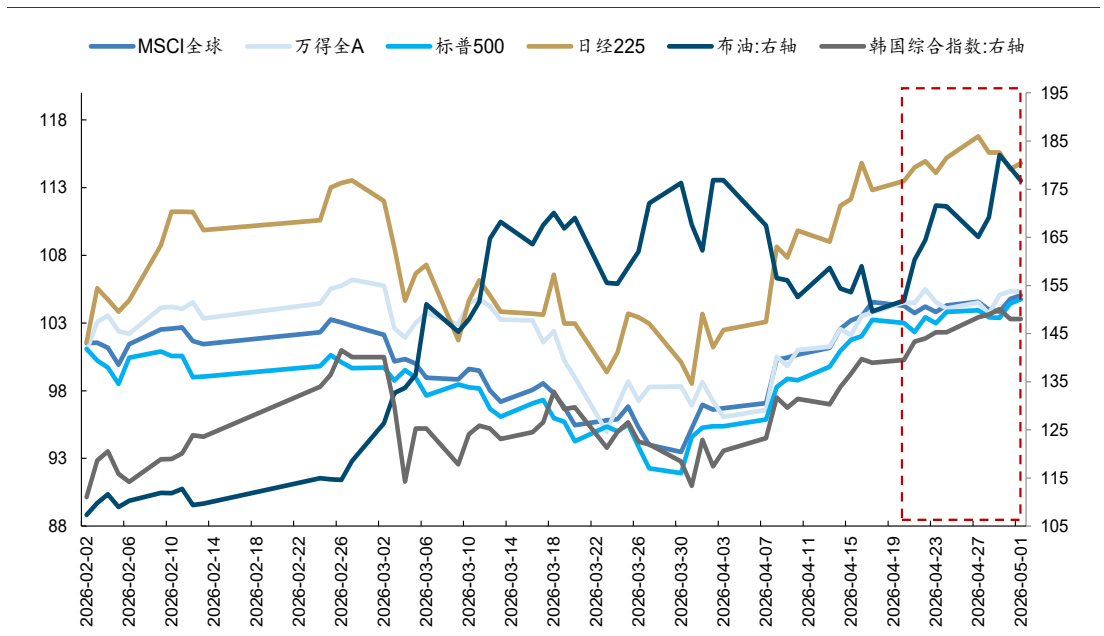
| | |
|---|---|
| 图表 1：近两周美股、日股、韩股在油价上涨的背景下创了新高，A 股也接近前高 | 3 |
| 图表 2：4 月美联储议息会议继续保持利率不变，并没有成员支持加息 | 3 |
| 图表 3：市场当前仍在定价美联储年内不降息，并未定价加息 | 3 |
| 图表 4：在第二轮油价上涨期间，全球股市的上涨主要由信息技术贡献，其次是能源、通讯服务..... | 4 |
| 图表 5：近两周科技含量更高的股市其整体涨幅更大 | 4 |
| 图表 6：近两周证券化率更低的市场表现相对更弱 | 4 |
| 图表 7：美伊冲突爆发初期全球金融资产市值/全球 GDP 曾一度回落至均值+1.5 倍标准差以内 | 5 |
| 图表 8：目前全球金融资产整体还没回到之前的高点，表现要弱于标普 500..... | 5 |
| 图表 9：美国非 AI 和建筑投资继续上行，这表明美国投资正在向其他领域扩散 | 5 |
| 图表 10：标普制造业 PMI 显示，4 月多数国家制造业活动仍偏强 | 6 |
| 图表 11：当前美国、日韩等国家制造业库存仍处于历史低位，若地缘风险可控，全球可能进入新一轮的补库 | 6 |
| 图表 12：近期美伊谈判未有明显进展，仍有冲突升级的风险 | 6 |
| 图表 13：美伊冲突若再度升级，原油在经济中的重要性将进一步大幅抬升 | 6 |
| 图表 14：1-3 月规模以上工业企业利润增速继续上升，同时利润率也有所回升 | 7 |
| 图表 15：规模以上工业企业中有色、化工、科技等领域的利润增速表现亮眼 | 7 |
| 图表 16：在反内卷、外需韧性与产业周期的带动下，上市公司业绩正在迎来新一轮的回升期(%)..... | 7 |
| 图表 17：行业视角，产业链各个环节景气分化较为严重 | 8 |
| 图表 18：油价高于 100 美元/桶时可能对销售净利率存在压制 | 8 |
| 图表 19：经调整后的盈利预测 | 8 |
| 图表 20：当油价上涨时，纺织制造、医疗器械、化学纤维与物流等行业的顺价能力可能较强..... | 9 |



1、当油价与股市同步上涨

近两周（20260420-20260501，下同）原油开启了新一轮的上涨，在油价创新高的同时，多数权益市场均明显上涨，甚至也创了新高，这与美伊冲突刚爆发时油价上涨而权益明显下跌截然不同。

图表1：近两周美股、日股、韩股在油价上涨的背景下创了新高，A股也接近新高



来源：wind，国金证券研究所。注：选取 2026-01-01=100

我们理解这背后有以下几点原因：

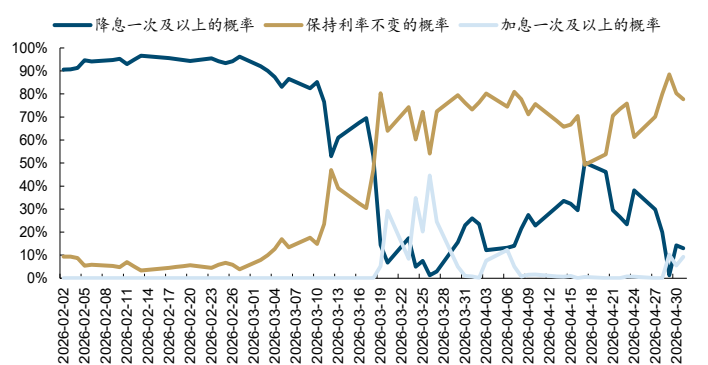
第一，油价上涨并没有改变市场货币政策的预期，这对金融市场流动性总量上形成了支撑。从4月美联储议息会议来看，美联储继续保持按兵不动，鲍威尔重申加息并非当下的基准选择，投反对票的四位中，有三位也只是反对声明中的宽松倾向并非支持加息，而米兰继续支持降息。从市场的预期来看，美伊冲突爆发后第一轮油价上涨时，市场对于今年降息的定价发生了大的扭转：从定价降息快速转向定价不降息，甚至加息概率都明显上升。而近两周油价创新高的过程中，市场对于美联储的货币政策预期并未有很大变化，仍在定价不降息而非加息。我们认为核心在于，油在经济中的占比下降，美国AI带来的服务业通缩给予了央行更大空间。

图表2：4月美联储议息会议继续保持利率不变，并没有成员支持加息

| 委员会成员 | 具体内容 |
|-------------|--|
| 美联储 | 美联储将基准利率维持在3.50%-3.75%不变，连续第三次会议按兵不动，符合市场预期。 |
| 鲍威尔 | 目前没有人呼吁加息，如果需要加息，将会发出信号并采取行动。 |
| 哈马克、卡什卡利、洛根 | 支持维持当前利率区间，但不赞成在声明中纳入宽松政策倾向。 |
| 米兰 | 投了反对票，支持降息0.25个百分点。 |

来源：美联储，国金证券研究所

图表3：市场当前仍在定价美联储年内不降息，并未定价加息



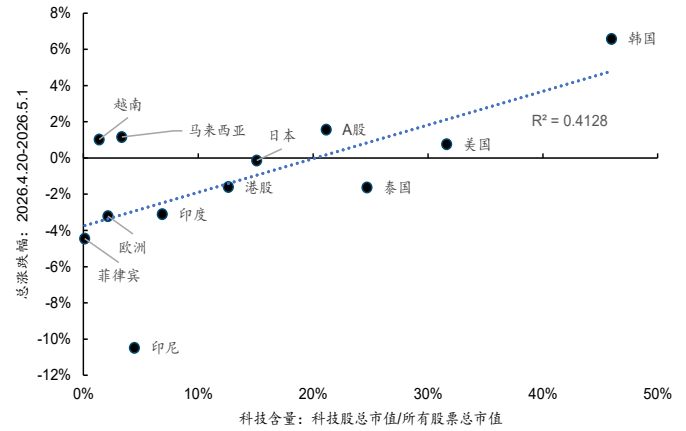
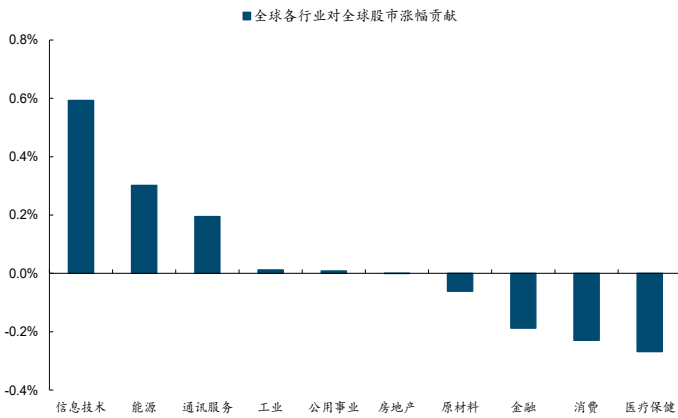
来源：CME，国金证券研究所

第二，近两周全球权益市场的上涨主要由科技带动。我们发现科技含量更高的市场在第二轮油价上涨期间涨幅更大。具体体现在，美国、韩国本轮表现更强，而菲律宾、印度、欧洲则整体表现相对落后。



图表4: 在第二轮油价上涨期间, 全球股市的上涨主要由信息技术贡献, 其次是能源、通讯服务

图表5: 近两周科技含量更高的股市其整体涨幅更大

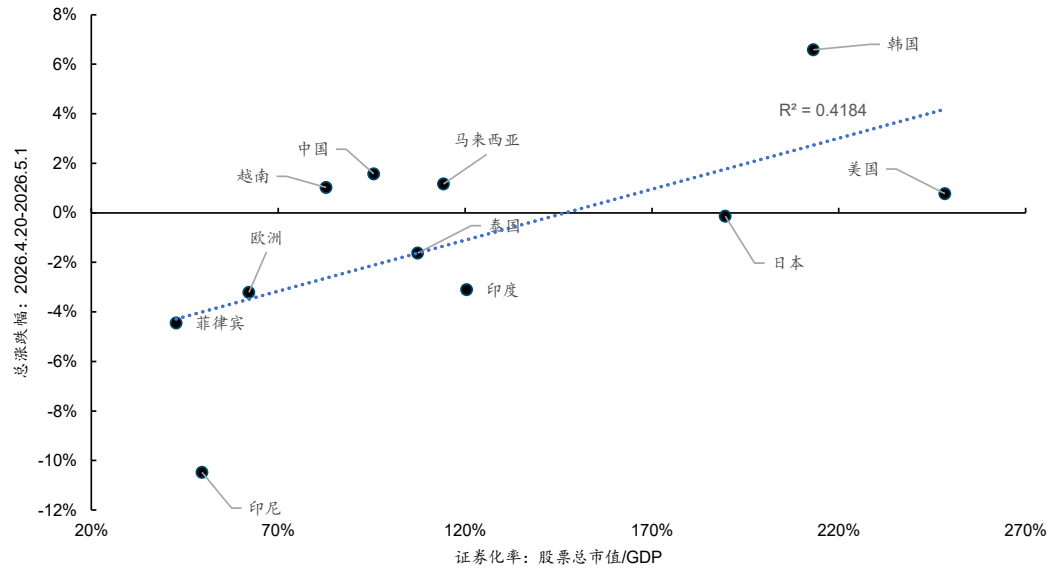


来源: wind, 国金证券研究所。注: 第二轮油价上涨的统计区间为 2026.4.20-2026.5.1, 全球股市的统计范围包括美股、A股、港股、欧股、日股、韩股、印度股市、东南亚股市。

来源: wind, 国金证券研究所

第三, 全球来看, 被油价冲击的国家证券化率本来较低, 而更容易被能源冲击的传统行业的市值也在不断下降, 它们成为本轮股市上涨中的“被遗忘者”, 股市的晴雨表未能反应全部经济面貌。

图表6: 近两周证券化率更低的市場表现相对更弱



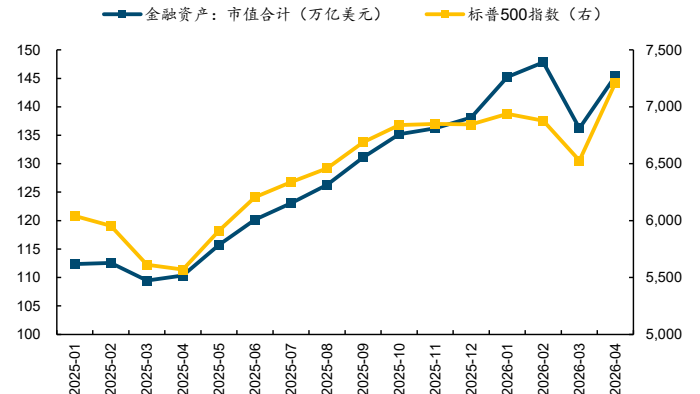
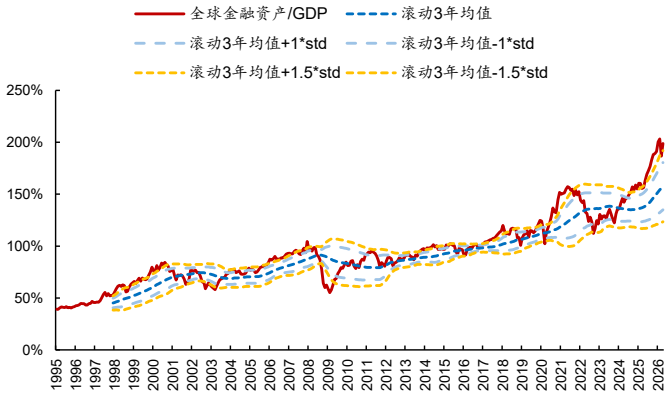
来源: wind, 国金证券研究所

第四, 金融资产的再分配。然而需要注意的是, 如果把 2025 年同步上涨的资产放在一起 (股市、黄金、数字货币) 其总市值并未创出新高, 去年以来的金融资产扩张已转变为内部再配置, 黄金与数字货币也成为此场景下的“被遗忘者”。



图表7: 美伊冲突爆发初期全球金融资产市值/全球 GDP 曾一度回落至均值+1.5 倍标准差以内

图表8: 目前全球金融资产整体还没回到之前的高点, 表现要弱于标普 500



来源: wind, 国金证券研究所

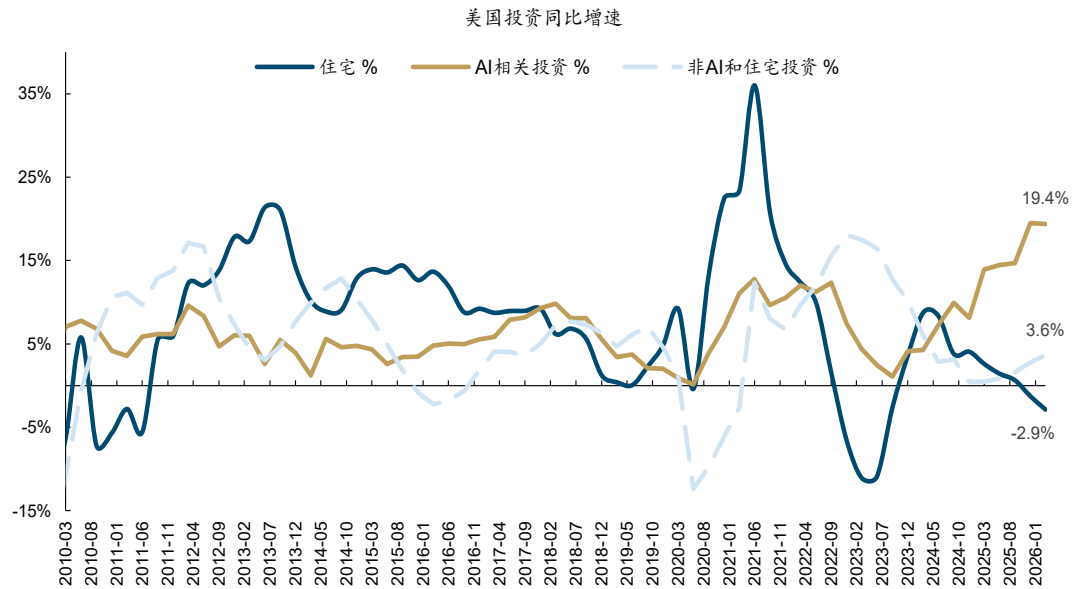
来源: wind, 国金证券研究所

2、未来的两种演绎: AI 扩散又或者能源才是唯一解

美伊冲突未来仍有两种演绎路径: 一是地缘风险可控, 能源占比温和上升, 全球的需求和供应链不会受到大幅冲击。二是美伊冲突明显升级, 能源将是全球的绝对核心。

第一种路径下, 我们看到, 近期美国投资数据显示, 美国 AI 相关投资正在高位回落, 同时在剔除 AI 和住宅投资后, 美国其他领域的投资增速继续抬升, 这意味着投资活动正在从单一的 AI 驱动开始向更广阔的领域扩散。目前全球制造业活动仍偏强, 多数国家 4 月制造业 PMI 均上行, 产出和新订单普遍较好, 叠加美国、日韩等国的制造业库存目前都处于低位, 因此若全球的需求和供应链没有受到大幅冲击, 则全球或将开启新一轮的补库。

图表9: 美国非 AI 和建筑投资继续上行, 这表明美国投资正在向其他领域扩散

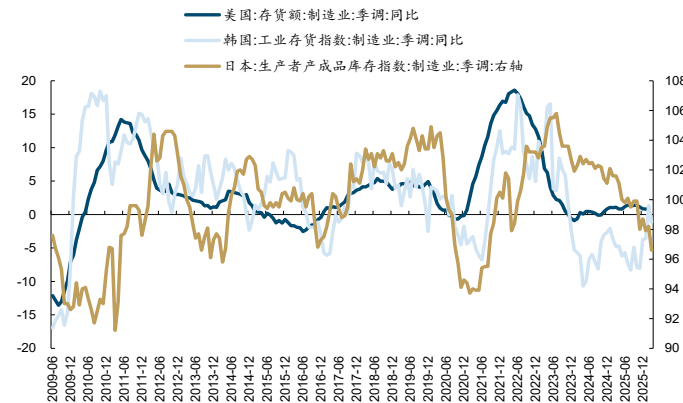
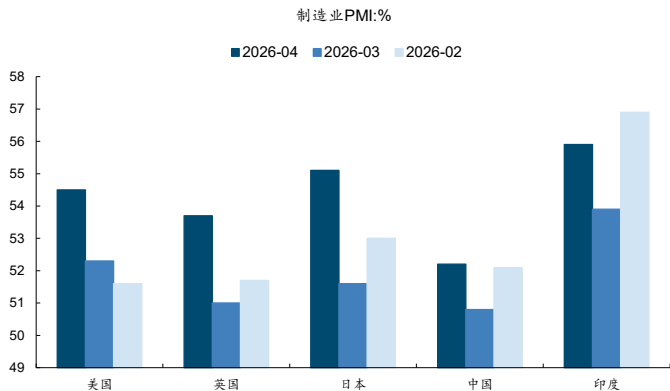


来源: wind, 国金证券研究所



图表10: 标普制造业 PMI 显示, 4月多数国家制造业活动仍偏强

图表11: 当前美国、日韩等国家制造业库存仍处于历史低位, 若地缘风险可控, 全球可能进入新一轮的补库



来源: wind, 国金证券研究所

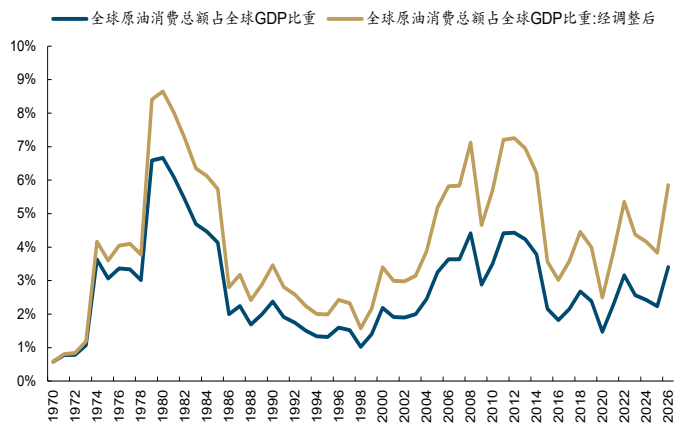
来源: wind, 国金证券研究所

第二种路径下, 美伊冲突大幅升级, 原油价格将继续上涨。这意味着能源消费总额占 GDP 比重将系统性抬升, 能源对各行业的约束将显著加深, 最终将从货币政策与产业结构上形成制约。在这种情景下, 能源危机加剧, 科技也很难独善其身: 一方面, 数据中心电力成本飙升甚至供应中断, 这将对依赖密集电力的 AI 算力基础设施构成根本性制约; 另一方面, 作为半导体蚀刻工艺的关键原料, 氦气的供应中断也将直接威胁整个半导体产业链。因此, 在第二种路径下, 传统能源本身可能才是唯一解。

图表12: 近期美伊谈判未有明显进展, 仍有冲突升级的风险

图表13: 美伊冲突若再度升级, 原油在经济中的重要性将进一步大幅抬升

| 时间 | 关键事件 |
|------------|---|
| 2026/04/27 | 特朗普宣布取消谈判代表前往巴基斯坦的行程, 并称“想谈就打电话”, 美伊谈判再遇挫折。 |
| 2026/04/28 | 美方被曝不满意伊方提出的谈判方案, 并考虑延长对伊朗的海上封锁。 |
| 2026/04/29 | 特朗普公开表示, 美伊双方正在通过电话进行谈判。他重申, 除非伊朗明确承诺彻底放弃核武器, 否则无法达成协议。伊朗方面则警告, 若美国持续实施海上封锁, 将采取“前所未有的军事行动”。 |
| 2026/04/30 | 伊方通过巴基斯坦转交, 正式向美方提交了谈判新方案。此外, 美国防部长表示, 对伊军事行动的“60天法律期限”已因战火生效而暂停。 |
| 2026/05/01 | 特朗普对伊方提出的最新谈判方案表示“不满意”。伊朗外交部则表示, 鉴于深深的不信任, 期待短时间内达成协议的想法不现实。 |
| 2026/05/02 | 伊朗提交的谈判新方案稍作关键调整。特朗普重申对该方案“不满意”, 但仍表达出“更愿意达成协议”的态度。 |
| 2026/05/03 | 伊朗公开了最新谈判方案的细节, 共计14点提议, 聚焦“结束战争”。内容包括美军从周边地区撤出、解除封锁、赔偿、取消制裁等。特朗普则回应称将审查该方案, 但同时威胁伊朗“尚未付出足够大代价”, 存在重启空袭的可能。 |
| 2026/05/04 | 伊朗法尔斯通讯社援引当地消息人士报道称, 一艘试图穿越霍尔木兹海峡的美国军舰, 在无视伊朗警告后被迫掉头, 该舰在伊朗贾斯拉克岛附近航行时遭两枚导弹击中。另外, 伊朗海军声称他们阻止了美国军舰进入霍尔木兹海峡。 |



来源: 新浪网, 央视网, 央广网, 光明网, 人民网, 新华网, 国金证券研究所

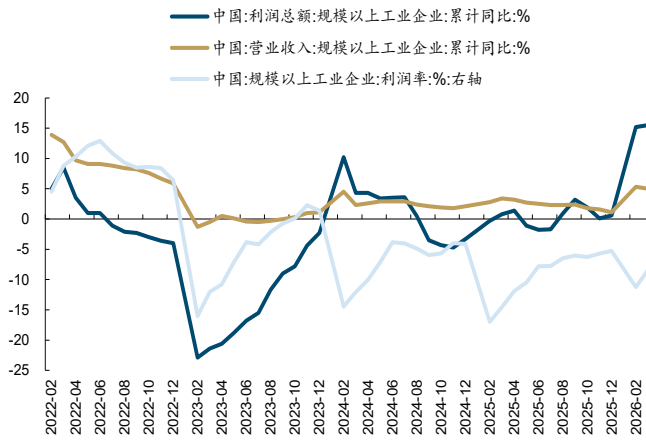
来源: wind, IEA, 国金证券研究所。注: 调整系数是 (1-除原油以外其他能源占一次能源的比例)。

3、企业利润大幅改善, 不要忽视高油价的影响

1-3 月全国规模以上工业企业利润同比增长 15.5%, 较 1—2 月份继续上升 0.3%, 利润率同样有所抬升, 营收维持 5% 以上的增长, 企业盈利持续改善。分行业来看, 高技术制造业和装备制造业表现亮眼, 利润增速分别为 47.4%、21%; 原材料制造业利润同比增长 77.9%, 主要受有色、化工等行业驱动。

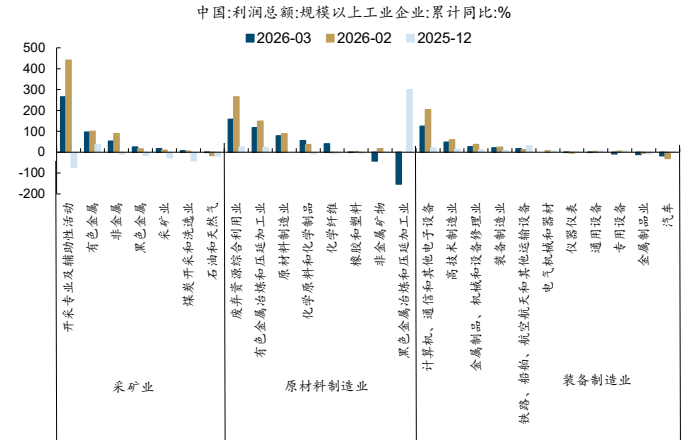


图表14: 1-3月规模以上工业企业利润增速继续上升, 同时利润率也有所回升



来源: wind, 国金证券研究所

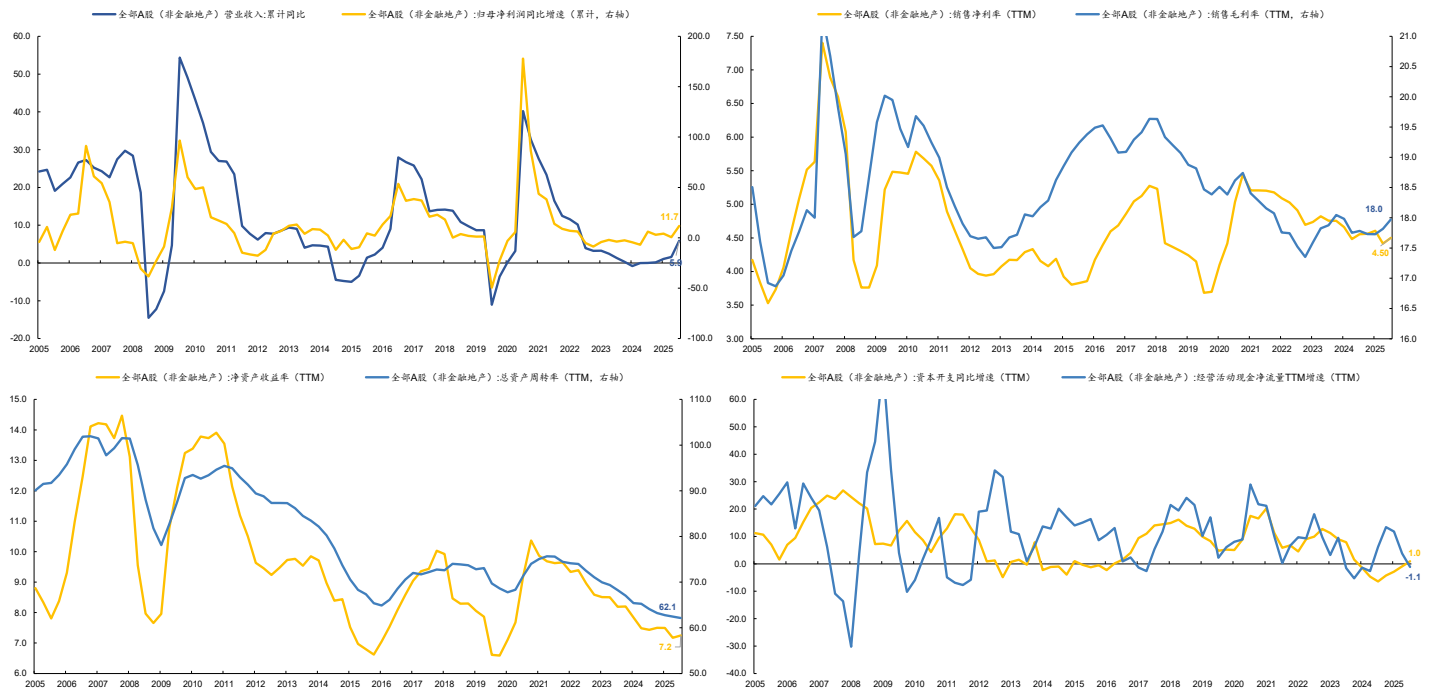
图表15: 规模以上工业企业中有色、化工、科技等领域的利润增速表现亮眼



来源: wind, 国金证券研究所

从上市公司口径来看, 在反内卷、外需韧性与产业周期的带动下, 上市公司业绩正在迎来新一轮的回升期: 全A (非金融地产) 延续了2025年以来逐季改善的趋势, 并在2026年Q1斜率出现抬升, 同比增速达到5.9%, 相较2025年全年抬升4.3%; 利润端的改善更为明显, 达到11.7%, 相较2025年实现双位数的边际抬升。盈利能力层面, 全A (非金融地产) 2026年Q1净资产收益率 (TTM) 为7.2%, 下滑趋势得到缓和, 结构上看, 利润率表现平淡, 周转率延续回落。

图表16: 在反内卷、外需韧性与产业周期的带动下, 上市公司业绩正在迎来新一轮的回升期 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

行业视角, 产业链各个环节景气分化加剧: 上游资源中, 有色金属在价格与周期共振下营收与利润大幅提速; 中游制造整体处于修复通道, 电力设备、基础化工、环保等板块营收与利润同步改善, 国防军工延续高景气; 下游消费中仅商贸零售在低基数下出现修复。科技延续高景气, 电子、计算机利润增速大幅抬升, 营收维持较快增长。基础设施受运价抬升带动, 交运营收与利润改善明显。



图表17: 行业视角, 产业链各个环节景气分化较为严重

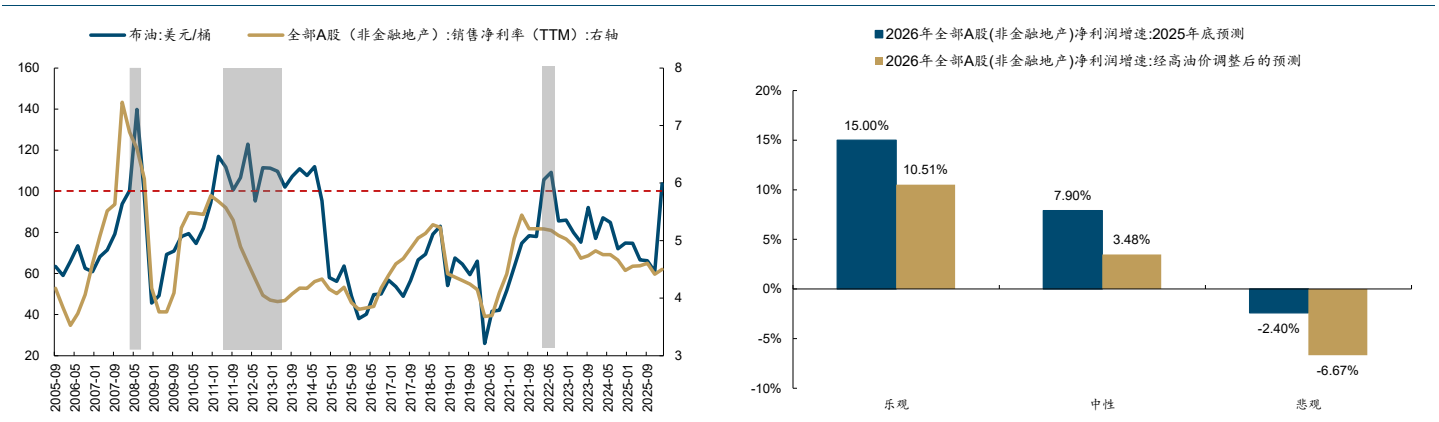
| 产业链环节 | 指标 | 营业收入累计同比增速 | | | 归属母公司净利润累计增速 | | | 净资产收益率 (ROE, TTM) | | | 资本开支同比增速 (TTM) | | |
|-------|------|------------|---------|---------|--------------|---------|---------|-------------------|---------|---------|----------------|---------|---------|
| | | 行业 | 2025年Q4 | 2026年Q1 | 走势图 | 2025年Q4 | 2026年Q1 | 走势图 | 2025年Q4 | 2026年Q1 | 走势图 | 2025年Q4 | 2026年Q1 |
| 上游资源 | 煤炭 | -14.5% | 0.8% | | -27.3% | -3.1% | | 8.4% | 8.0% | | -9.6% | -12.5% | |
| | 石油石化 | -6.0% | -2.9% | | -11.7% | 15.3% | | 9.0% | 9.2% | | -5.1% | -2.6% | |
| | 有色金属 | 14.9% | 37.0% | | 55.5% | 112.9% | | 14.7% | 17.3% | | 2.6% | 14.0% | |
| 中游制造 | 钢铁 | -6.7% | -5.3% | | 274.0% | -77.8% | | 1.8% | 1.3% | | -2.7% | -8.5% | |
| | 电力设备 | 7.1% | 21.7% | | 38.9% | 53.7% | | 5.3% | 5.8% | | -13.9% | -10.4% | |
| | 环保 | 5.5% | 13.5% | | -2.7% | 20.2% | | 4.2% | 4.5% | | -8.8% | -4.9% | |
| | 基础化工 | 3.0% | 9.9% | | 4.2% | 13.9% | | 6.2% | 6.3% | | -7.6% | -8.7% | |
| | 国防军工 | 33.9% | 44.1% | | 54.1% | 86.7% | | 4.0% | 4.9% | | 12.7% | 50.0% | |
| | 机械设备 | 5.4% | 7.9% | | -12.4% | -5.7% | | 6.7% | 6.4% | | 1.0% | 0.2% | |
| 下游消费 | 轻工制造 | 2.0% | 4.7% | | -22.5% | -20.8% | | 3.7% | 2.8% | | 6.1% | -13.7% | |
| | 农林牧渔 | 2.0% | 2.9% | | -38.4% | -109.1% | | 5.5% | 2.7% | | -10.5% | -3.2% | |
| | 医药生物 | -0.1% | 1.7% | | -1.2% | 3.6% | | 6.0% | 6.0% | | -10.3% | -6.2% | |
| | 商贸零售 | -5.2% | 6.6% | | -186.8% | 50.3% | | -2.9% | -2.1% | | 12.6% | 24.4% | |
| | 汽车 | 7.0% | 2.9% | | 3.6% | -22.3% | | 8.1% | 7.4% | | 20.3% | 11.4% | |
| | 家用电器 | 3.5% | -0.2% | | -7.1% | -8.1% | | 13.8% | 13.0% | | -1.4% | 1.1% | |
| | 社会服务 | 4.7% | 5.9% | | -5.3% | 6.4% | | 4.2% | 4.3% | | -5.9% | 3.1% | |
| | 纺织服装 | 1.1% | 5.5% | | 20.9% | -0.9% | | 6.4% | 6.3% | | -13.3% | -8.7% | |
| | 食品饮料 | -1.1% | 1.6% | | -8.5% | -2.2% | | 18.3% | 16.9% | | -15.5% | -17.8% | |
| | 美容护理 | 4.0% | 5.3% | | -2.8% | -12.3% | | 8.1% | 7.7% | | -17.8% | -15.6% | |
| 科技 | 电子 | 20.0% | 28.0% | | 31.7% | 72.6% | | 7.1% | 8.3% | | 14.7% | 26.5% | |
| | 计算机 | 7.4% | 4.5% | | 55.5% | 122.2% | | 2.6% | 2.8% | | 0.7% | 7.7% | |
| | 通信 | 3.5% | 5.8% | | 7.7% | 4.7% | | 9.1% | 9.0% | | -4.1% | -5.9% | |
| | 传媒 | 5.3% | 3.4% | | 47.4% | -1.0% | | 4.3% | 4.2% | | -16.0% | -13.4% | |
| 金融地产 | 银行 | 1.4% | 7.6% | | 1.4% | 3.0% | | 8.8% | 8.7% | | 11.5% | 21.6% | |
| | 非银金融 | 6.3% | -4.6% | | 28.6% | -0.8% | | 12.4% | 11.9% | | -6.5% | -5.5% | |
| | 房地产 | -18.2% | -23.2% | | -25.4% | 0.7% | | -15.5% | -15.5% | | -32.0% | -26.3% | |
| | 建筑装饰 | -6.0% | -6.1% | | -25.2% | -15.2% | | 5.0% | 4.6% | | 3.4% | 9.6% | |
| 基础设施 | 建筑材料 | -7.6% | -2.1% | | -36.3% | -40.0% | | 1.6% | 1.5% | | -23.4% | -19.6% | |
| | 交通运输 | 1.3% | 4.8% | | -15.7% | 19.5% | | 6.7% | 7.0% | | 8.1% | 18.5% | |
| | 公用事业 | -2.7% | -2.5% | | 4.7% | -7.1% | | 8.6% | 8.3% | | -2.9% | -5.8% | |

来源: wind, 国金证券研究所

值得注意的是, 油价的上涨可能会影响企业盈利。从历史上来看, 油价和全A (非金融地产) 销售净利率大多数时间呈现正相关关系。2005年以来, 油价高于100美元/桶的时期并不多, 但这几个时期似乎对销售净利率均有压制效应。我们参考2011-2013年初, 油价始终处于高位, 全A (非金融地产) 销售净利率在27个月内累计下降了1.84%。假设今年二季度将维持3个月的高油价水平, 则全A (非金融地产) 销售净利率可能将下降0.2%。因此, 我们下调了在2025年底时对于2026年全A (非金融地产) 净利润增速的预测, 乐观、中性、悲观假设下分别为10.51%、3.48%、-6.67%。但考虑到中国能源相对优势可能带来部分订单迁移, 实际下调幅度可能低于前述。

图表18: 油价高于100美元/桶时可能对销售净利率存在压制

图表19: 经调整后的盈利预测



来源: wind, 国金证券研究所

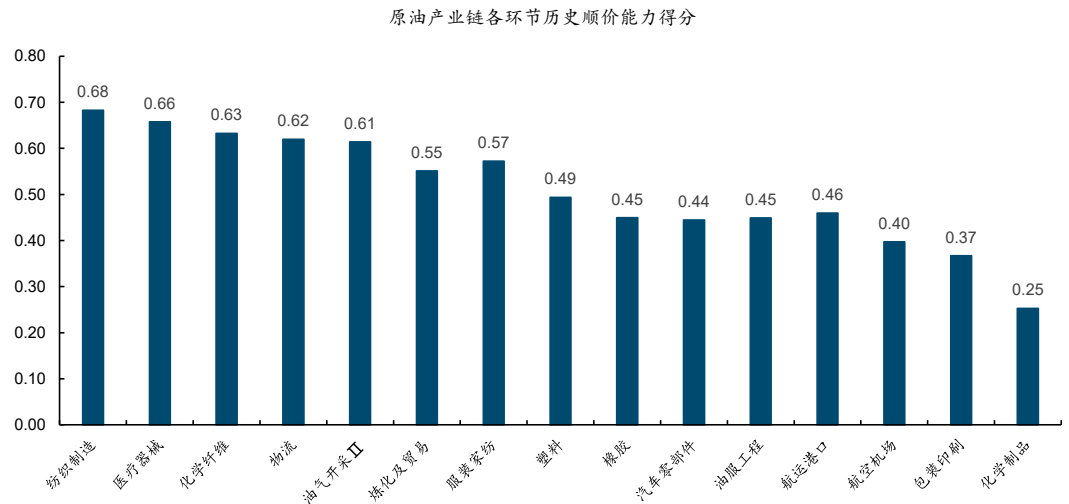
来源: wind, 国金证券研究所

当然, 部分行业也可能从油价上涨中受益。从历史上看, 2009年以来三轮大宗商品涨价周期中, 具备稳定顺价能力的行业 (涨价周期内销售毛利率、固定资产周转率与经营现金流占营收比重三个指标均值均高于涨价前四个季度的指标均值) 较少, 三级行业口径仅有原油链下游纺织制造行业的印染。因此我们选择另一个视角: 通过指标涨价周期内的峰值与涨价前四个季度的指标均值之差 (衡量涨价周期内的阶段性顺价强度) 行业分位数、指标



在涨价周期内高于涨价前四个季度的指标均值的持续季度(衡量涨价周期内的顺价持续性)行业分位数两个维度,并按 0.6、0.4 的权重得到三个财务指标在历次涨价周期的相对表现,并最终按 0.5,0.3,0.2 的权重赋权合成每一轮涨价周期的行业相对顺价能力度量指标。从结果上看,通过综合三轮上涨周期中的表现,二级行业口径下原油链中,顺价能力较强的则为纺织制造、医疗器械、化学纤维与物流。

图表20: 当油价上涨时, 纺织制造、医疗器械、化学纤维与物流等行业的顺价能力可能较强



来源: wind, 国金证券研究所

4、关注变化, 坚守能源

油价与全球股市同步上行, 在稳定的货币政策预期下, 金融资产开始争夺安全资产和具有韧性的部门。无疑, 科技类资产是过去最大的受益者。在这一过程中, 证券化率低的市场、数字货币和黄金成为了当下场景的“被遗忘者”。但是, 随着事物的动态演进, 无论是地缘风险可控下的 AI 投资扩散与全球补库, 还是走向冲突升级后能源约束全面加深, 能源的重要性都正在上升。国内盈利虽在一季度延续改善, 但高油价可能对净利率形成压制, 顺价能力将成为行业分化的重要标尺。当光明只照亮局部时, 光明不会告诉你的事恰恰是: 能源才是那个被低估、却正在主导下一个场景的核心变量。基于以上内容, 我们推荐如下:

第一, 受益于能源价格中枢确定性上移的**新旧能源(油、油运、煤炭、锂电、风光、储能)**以及在全球来看能源成本和产能优势明显的**化工行业**;

第二, 美元的压制在逐步退却, 制造业活动仍在修复通道, **工业金属**仍有修复空间(**铝、铜**);

第三, 出口景气的持续和资金回流的改善, 也会给沉寂已久的内需带来新的驱动, 寻找压制因素扭转下的结构性机会——**旅游及景区、调味发酵品、啤酒及其他酒类、医药商业、医美等**。

5、风险提示

国内经济修复不及预期: 如果后续国内经济数据超预期走弱, 那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外货币政策预期大幅收紧: 如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧, 那么市场可能存在超预期下跌的风险。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究