



2026年5月投资策略报告

日期：2026年4月30日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

核心要点：

市场表现复盘：过去一个月随着地缘风险实质性缓和，A股风险偏好快速修复，沪指震荡收复前期跌幅。3月下旬至4月6日在地缘余温、业绩真空与国内景气修复预期交织下震荡运行，有色、建材等资源品率先活跃。4月7日-24日，随着地缘事件对市场的边际扰动逐步钝化，成长科技方向明显走强，通信、有色、电子、电新、军工等板块领涨。整体来看，行业呈现“抱团极致演绎”与“估值深度分化”的特征，通信、有色、电子、建材、军工等板块涨幅居前。

经济数据来看，一季度尽管受外部黑天鹅事件影响，经济仍然呈现超预期增长。其中制造业、金融业一季度实际GDP增幅明显扩大；房地产、交通运输、批发零售等GDP增幅相比去年四季度均有不同程度扩大。价格端，通胀温和回升，资源品和部分中游领域贡献主要增量，生产资料价格回升幅度明显高于生活资料。

投资建议：结合近期陆续披露的一季报情况，行业层面景气线索，主要存在以下几个方向：1) 高景气持续的资源与科技领域；2) 稳健增长的出口制造业；3) 底部边际修复的地产链。



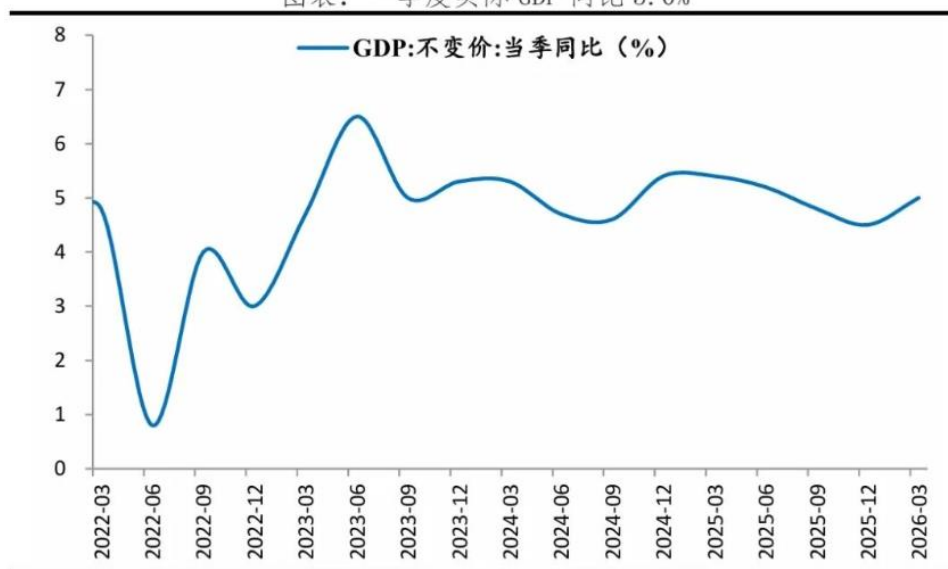
一、一季度经济形势分析：病树前头万木春

1.1 经济金融数据呈现七大特征

4月16日，国家统计局发布了一季度及3月国民经济运行数据。

一季度经济数据公布，出口强，内需稳，价格回升，呈小阳春。一季度实际GDP同比5.0%，比去年四季度回升0.5个百分点。

图表：一季度实际GDP同比5.0%



来源：wind

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春。结构上冰火两重天，家居等传统行业压力大，新能源、AI算力等新基建行业高增，挑大梁。

具体有七大特征：

第一，中上游利润改善。上游原材料行业受大宗商品价格上涨，1-2月规模以上原材料制造业利润同比高达88.3%；中游凭借技术和出口竞争力，高技术制造与装备制造实现生产、出口、利润三重共振，1-2月装备制造业、高技术制造业的利润分别增长23.5%和58.7%；下游总体偏弱，受美伊冲突传



导，部分食品价格开始上涨。

第二，工业生产较强，能化和高端制造业领跑。3月，规模以上工业增加值同比增长5.7%，较前两月下降0.6个百分点；两年看平均达6.7%。结构上，美伊冲突带动国际油价急升，上游能化生产加快；中游高端制造持续领跑，与出口形成共振；下游消费制造相对平稳。

第三，基建与高技术产业投资增长较快。3月固定资产投资（不含农户）同比增长1.6%，较1-2月下降0.2个百分点。“十五五”开局，重大项目加快建设，一季度基建投资8.9%高增速继续支撑固投；第一产业投资同比增长15.9%；算力、航天需求带动计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业，信息服务业投资分别增长28.3%、19.0%、20.9%。

第四，消费电子亮眼，汽车、家居大宗消费偏弱。3月，社会消费品零售总额同比增长1.7%，较1-2月下降1.1个百分点。汽车、家居等大宗消费疲软。存储芯片价格上涨以及AI普及，通讯器材类零售同比增27.3%。

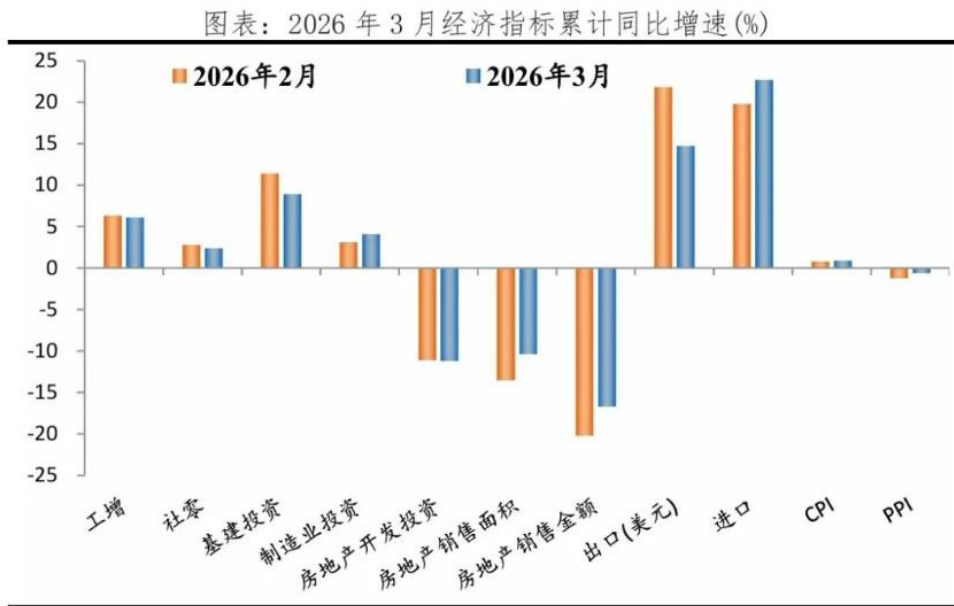
第五，出口较好，新能源、集成电路出口火爆。一季度出口同比增速高达14.7%，绝对规模维持历史高位。一季度电动汽车、锂电池、风力发电机组及其零件出口增速高达77.5%、50.4%和45.2%。3月集成电路出口同比大增84.9%。由于原油运输结算有时滞，霍尔木兹海峡封锁对原油进口的影响尚未完全显现，3月原油进口同比下降4.4%。

第六，PPI转正，输入性因素主导。3月CPI同比上涨1.0%，受猪价拖累及季节性因素略降，温和修复。猪周期正在触底。PPI由-0.9%转正至0.5%，源于美伊冲突导致的能化等资源品涨价，同时算力爆发带动技术密集型行业



价格上涨。

第七，社融增速回落，需继续宽货币宽信用。3月社融同比增长7.9%，较上月回落0.3个百分点；直接融资新增4373亿元，同比多增4866亿元，与资金面偏松密切相关。新增政府债券净融资1.16万亿元，同比少增3244亿元，主要因为3月处于两会及预算执行切换阶段，发行节奏阶段性放缓。



资料来源：Wind

1.2 工业生产较强，能化与高端制造领涨

工业生产表现较强。3月，规模以上工业增加值同比增长5.7%，较1-2月回落0.6个百分点，主要是春节节日效应消退、以及去年关税抢出口形成的高基数；剔除基数效应，两年复合平均达6.7%，较1-2月增加0.6个百分点。

三大门类这种，3月，采矿业，制造业，电力、燃气及水的生产和供应业同比分别为5.7%、6.0%、3.5%，较1-2月分别回落0.4、0.6和1.2个百分点。

从行业看，上游表现亮眼，中游保持高景气，下游偏弱。



一是，上游原材料行业中，石化产业链表现亮眼，成为工业增长的重要拉动力。主要是因为美伊冲突导致国际原油价格大幅上涨，油气开采及化工行业生产意愿显著提升。3月，规模以上工业生产中，石油和天然气开采业同比增长9.4%，较1-2月大幅提升3.6个百分点；化学原料及化学制品制造业同比增长9.0%，较1-2月提升1.4个百分点。

二是，中游高技术制造业和装备制造业仍为重要支撑，与出口对应，增速略有回落但显著快于整体。3月，高技术制造业增加值同比增长11.7%，较1-2月回落1.4个百分点，快于工业整体增速6.0个百分点。装备制造行业中，通用设备制造、专用设备制造、电气机械及器材制造同比分别为6.3%、6.2%、5.4%，较1-2月分别回落2.6、2.6和3.3个百分点。

AI产业持续渗透带动电子设备需求，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长12.5%，较1-2月回落1.7个百分点；航空航天及船舶制造保持韧性，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造同比13.3%，较1-2月仅回落0.4个百分点。

汽车制造业生产明显回暖，同比增长7.5%，较1-2月大幅回升4.1个百分点，主要受出口订单支撑及企业库存调整影响。

三是，下游消费类整体偏弱。3月规模以上工业生产中，食品制造业同比6.2%，较1-2月回落4.4个百分点；纺织业同比1.7%，较1-2月回落3.6个百分点。

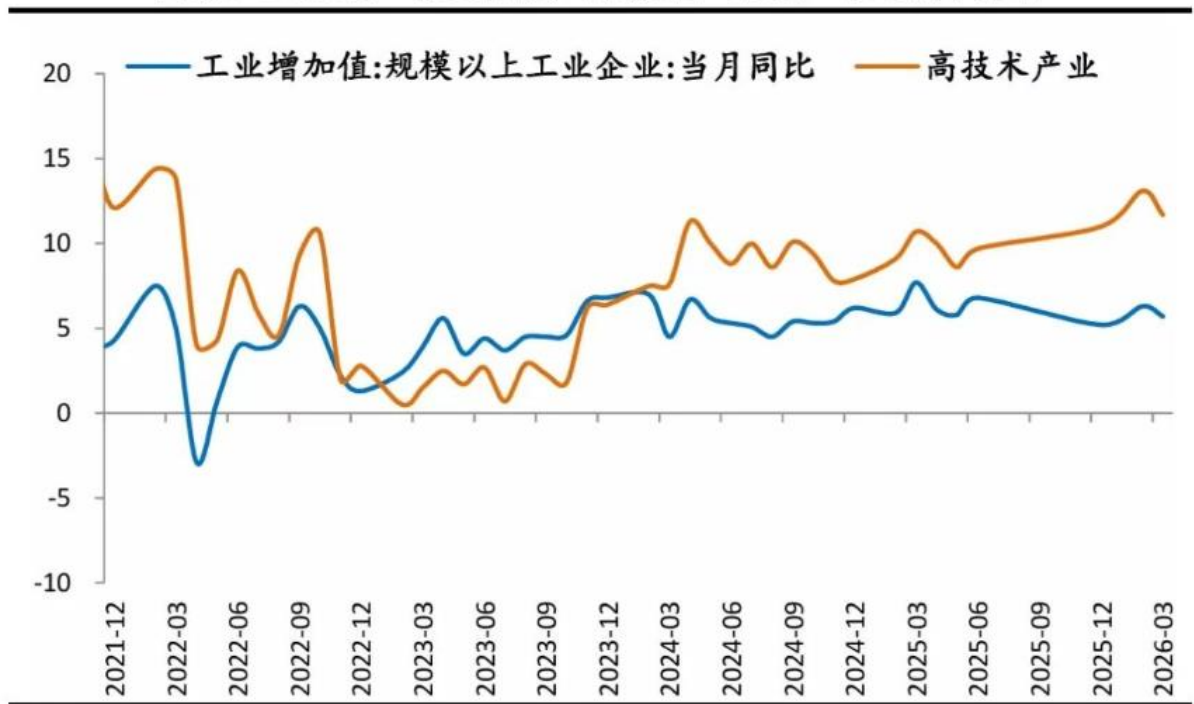
农副食品加工业同比8.0%，较上月增加1.9个百分点，主要是美伊冲突引发成本恐慌，企业集中提前备货，以及低基数的原因。



服务生产增速小幅回落，现代服务业加速、成为服务业增长的主要动力。

3月服务业生产指数同比增长5.0%，较1-2月回落0.2个百分点。得益于AI产业爆发带动数字经济需求持续释放，以及企业商务活动逐步恢复，信息传输、软件和信息技术服务业同比增长11.8%，较1-2月提升1.7个百分点；租赁和商务服务业同比增长10.1%，较1-2月提升1.9个百分点。金融业同比增长6.7%，较1-2月回落0.3个百分点。

图表：工业生产增速回落，高技术产业生产增速快于整体



来源：wind

1.3 新三样与机电出口高增，进口大幅走强

3月出口回落、但绝对规模处历史高位。以美元计价，3月出口同比2.5%，较1-2月下降19.3个百分点，主要是去年关税抢出口形成高基数，春节错位导致需求前置，以及中东地缘冲突抑制全球贸易活动。出口金额3210.3亿美



元，超过去年同期抢出口下的 3130.85 亿美元。

分商品看，**高端制造持续领跑、绿色商品表现亮眼，劳动密集型产品出口下滑**。“新三样”等绿色产品出口强劲，主因地缘冲突推高油价及我国新能源产业链优势，一季度电动汽车、锂电池、风力发电机组及其零件出口高达 77.5%、50.4%和 45.2%。高新技术产品中，受全球 AI 热潮驱动，集成电路出口同比大增 84.92%，汽车、船舶出口分别增长 43.9%和 35.8。一季度，我国出口机电产品 4.34 万亿元，增长 18.3%，占出口总值的 63.4%相比之下，传统劳动密集型产品出口明显走弱，纺织服装、家电玩具等出口额同比降幅在 20%-40%之间，是拉低整体出口增速的主要品类，主因高基数及春节扰动。

出口多元化持续拓展，对美出口持续下降，非美保持韧性；受地缘冲突影响，对中东出口下降。一季度，我国对共建“一带一路”国家进出口 6.06 万亿元，增长 14.2%，占进出口总值的 51.2%。3 月对欧盟、东盟、韩国、俄罗斯、印度出口分别增长 8.6%、6.9%、19.6%、20.6%和 12.7%，增速较 1-2 月均有所回落；对美国出口同比下降 26.5%，自关税战以来持续拖累整体出口。

进口大幅走强，带动贸易顺差收窄，主要是于科技产品进口强劲与大宗商品价格走高。3 月进口同比 27.8%，较 1-2 月大幅增加 8 个百分点；贸易顺差 511.3 亿美元，较前两月平均下降 556.8 亿美元。其中，AI 发展驱动高新技术品增长 31.5%，集成电路、自动数据处理设备等进口增速居前。

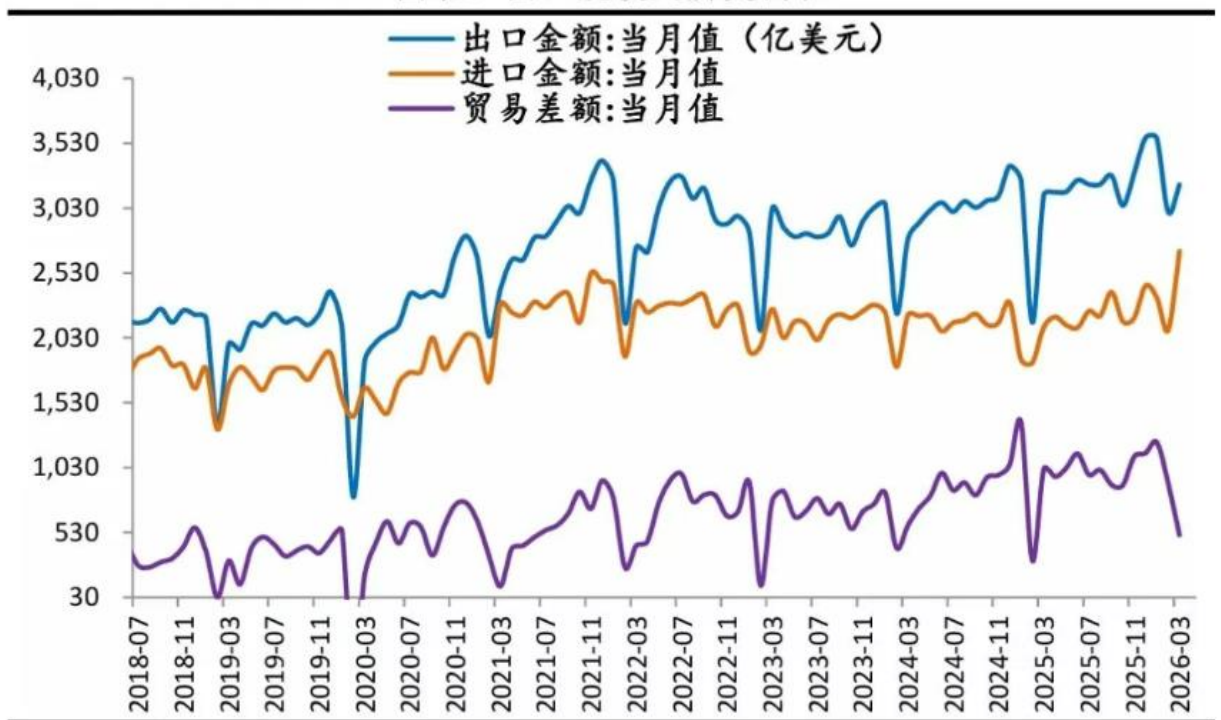
大宗商品价格上涨推动相关产业进口额增加，铜矿进口增 66.7%、成品油 26.7%、肥料 58.5%。由于原油运输结算有时滞，霍尔木兹海峡封锁对原油进



口的影响尚未完全显现，3月原油进口同比下降4.4%，降幅较前两月收窄。

往后看，地缘政治与外部需求是主要变量。绿色产品与高端制造出口有望延续优势，但中东局势导致的全球贸易环境与地缘风险构成下行压力、影响程度取决于冲突持续时间。世贸组织预测，2026年全球商品贸易量增长速度将放缓2.7个百分点至1.9%。进口方面，大宗商品价格走势将是关键。

图表：出口规模处历史高位



来源：wind

1.4 高技术产业投资增长强于整体

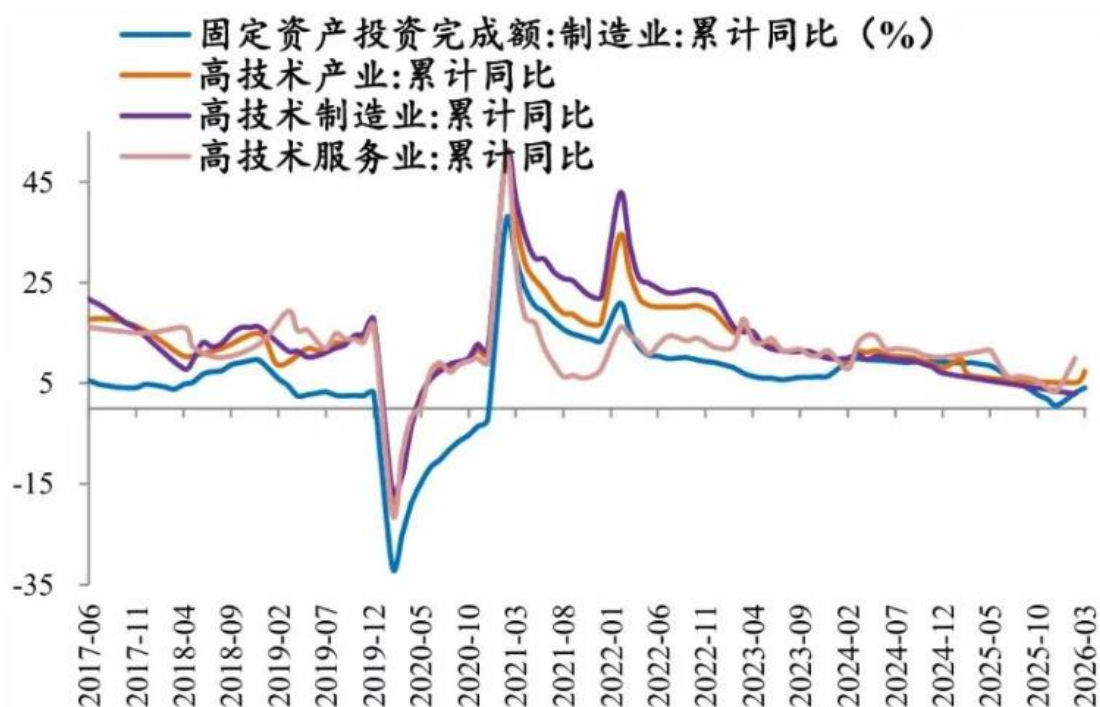
固投保持正增。3月固定资产投资（不含农户）同比增长1.6%，较1-2月下滑0.2个百分点；一季度固定资产投资（不含农户）同比增长1.7%，扣除房地产开发投资的投资累计同比4.8%。农业发展和农村基础设施投资力度持续加大，第一产业固投增长较快，一季度第一、第二和第三产业固定资产



投资（不含农户）增速分别为 15.9%、5.8%和-1.0%。

高技术产业增长强于固投整体。一季度高技术产业投资同比增长 7.4%，其中，计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业，信息服务业投资分别增长 28.3%、19.0%、20.9%。

图表：高技术产业增长强于固投整体



来源：wind

1.5 房地产小阳春乍现，市场二八分化

从 2024 年“926”新政，到 2025 年降息，再到 2026 年初的首付下调，政策暖风频吹之下，房地产市场“拖累效应”正在减弱，小阳春乍现。具体呈现三大特征：

销售端，商品房销售面积和销售额降幅收窄，一线城市房价环比止跌回升。分化加剧，核心一二线城市房价环比止跌回升，大部分三四线城市依然



面临下行压力。3月，商品房销售面积和销售额同比分别为-7.4%和-13.3%，较1-2月降幅缩窄6.1和6.9个百分点。3月，一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别为0.2%、-0.2%、-0.3%，二手住宅销售价格环比分别为0.4%、-0.2%、-0.4%。

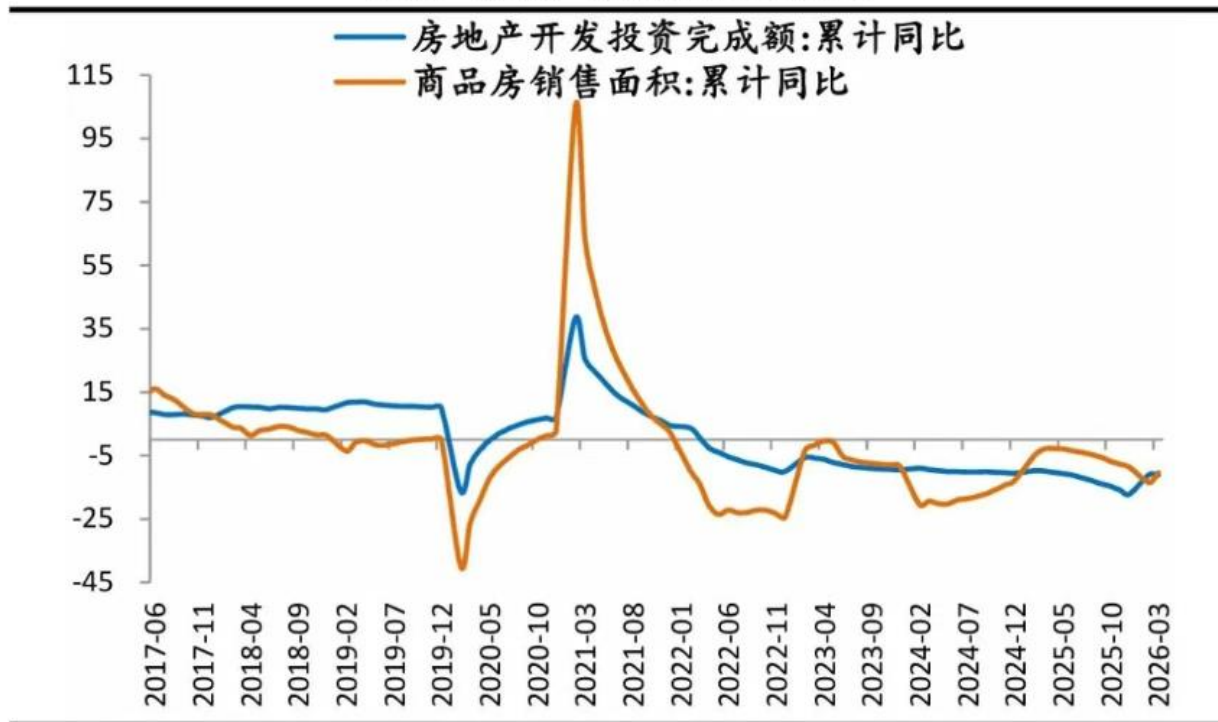
资金端，房企销售相关资金到位情况改善。3月房企开发资金到位同比-18.7%，较1-2月降幅扩大2.2个百分点，但来自定金及预收款和个人按揭贷款的资金降幅出现明显改善；国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款到位增速分别为-43.2%、-4.2%、-17.8%和-24.7%，定金及预收款和个人按揭贷款降幅分别较1-2月缩窄3.7和17.2个百分点。

投资端，土地成交控量提质，建安投资降幅缩窄。房企拿地依然极其审慎，根据中指院数据，3月300城住宅用地成交2224万平方米，同比-15.3%；土地出让金963亿元，同比-35.4%。新开工和竣工降幅缩窄，同比分别为-17.4%和-19.1%，较1-2月降幅缩窄5.7和8.8个百分点。3月房地产投资同比-11.3%，降幅持续修复中，与去年相比对固投的拖累大幅减轻。

未来市场将呈现二八分化。20%人口持续流入的核心城市、核心地段，房价将逐步完成筑底；而剩余80%人口流出的低能级城市，将面临漫长的去库存周期。



图表：房地产投资降幅持续修复



来源：wind

1.6 基建投资较快增长，持续支撑固投

“十五五”开年，“两重”投资加快落地，带动基建投资较快增长。今年作为“十五五”开局之年，“两重”建设项目加快落地开工建设，带动基建投资较快增长。一季度基础设施投资同比增长 8.9%，较 2025 年全年加快 8.3 个百分点。

其中，交运仓储表现较好，3 月电热燃气、交运仓储和水利环境投资同比分别为 6.1%、21.8%和 0.4%，分别较 1-2 月变化-6.5、12.7 和-7.9 个百分点。其中 1-2 月航空运输业、燃气生产供应业以及水上运输业投资分别增长 31.1%、20.0%和 17.9%，拉动基建投资整体高增。

“十五五”规划加持下，基建投资有望持续发力。资金端，2026 年提前



批新增债务限额已下达超 2 万亿，专项债发行前置；项目端，“十五五”规划将有力支撑基建需求，《“十五五”规划纲要》第七章“构建现代化基础设施体系”强调，坚持适度超前、不过度超前，加强基础设施统筹规划，优化布局结构。两端同时发力，大项目开工建设加快，一季度计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 4.5%，基建有望持续支撑固投。

1.7 制造业投资加快，设备工器具购置投资高增

制造业投资加快，但内部分化仍较显著：科技创新、产业升级和大规模设备更新相关制造业投资拉动整体投资，而受地缘冲突与贸易摩擦负面影响的行业投资延续放缓。3 月制造业投资同比增长 4.9%，较 1-2 月上升 1.8 个百分点。具体看，

一是，**新兴领域投资增势较好。**扩大有效投资政策效果显现，科技创新、产业升级和大规模设备更新相关制造业投资拉动整体投资。大规模设备更新政策延续，一季度设备工器具购置投资同比增长 13.9%；新兴产业投资保持较快增速，航空航天器及设备制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 19%和 6.6%；知识产权产品投资增速达到 7.9%。

二是，**受地缘冲突、“贸易战”负面影响行业投资增速较低，汽车行业增长。**受制于因美伊战争等地缘冲突引发的能源供给减少、贸易航线封锁和贸易战的部分相关行业缩减投资意愿。3 月，医药、金属制品、专用设备、电气机械等部分行业投资增速低于制造业整体。油气价格大涨，新能源汽车出口需求大幅爆发，带动 3 月汽车制造业投资增速 6.5%，较 1-2 月上升 3.9 个百分点。



预计后续制造业投资内部分化将进一步加剧。一方面，地缘政治冲突持续、中美经贸关系存在变数，出口企业利润与投资意愿面临不确定性；另一方面，科技创新、新质生产力培育与大规模设备更新政策持续推进，将继续对相关行业投资形成支撑。

1.8 社融增速放缓，仍需宽货币宽信用

社融增速回落，直接融资表现较好。3月社融同比增长7.9%，较上月回落0.3个百分点；新增社融5.23万亿元，较上年同期少增6701亿元。前期靠政府债和信贷前置支撑的总量扩张到3月有所降温，内生融资需求尚未真正接力。结构上，直接融资亮眼，新增4373亿元，同比多增4866亿元，主要是资金面偏松；政府债偏弱。3月新增政府债券净融资1.16万亿元，同比少增3244亿元，政府债回落主要源于发行节奏变化。

信贷增速延续放缓，主因居民贷款。3月信贷同比降至5.7%，结构上看，3月新增企业贷款26600亿元，同比少增1800亿元，企业贷款呈现短贷多增、中长贷少增；3月新增居民贷款4909亿元，同比少增4944亿元，居民短期和中长期贷款均少增，反映消费和按揭需求修复仍偏慢。3月百城新房价格同比上涨2.24%、二手房价格同比下跌8.55%，房地产市场分化延续，居民中长期信贷仍然承压。

M1、M2仍处相对高位，但资金活化边际放缓，剪刀差扩大。3月M2同比增长8.5%，M1同比增长5.1%，分别较上月回落0.5和0.9个百分点，M2-M1剪刀差扩大至3.4个百分点，资金活化程度虽仍处近年来较高水平，但边际上有所放缓。新增居民存款24400亿元，同比少增6500亿元；非银存款减



少 8100 亿元，同比少减 6010 亿元；居民存款少增、非银存款继续下降，存款搬家现象暂缓，3 月资本市场波动较大，叠加节后居民现金通常回流银行体系。

1.9PPI 转正，输入性通胀主导

CPI 同比涨幅回落，主要是猪价拖累以及季节性回落，但仍在温和修复。

3 月 CPI 同比 1.0%，较上月下降 0.3 个百分点。猪价短期内对食品 CPI 的拖累难以快速消退，主要是供给端能繁母猪存栏量尚未完成充分去化、下游需求表现偏弱。3 月，猪肉同比-11.5%，较上月下降 2.9 个百分点。节后出行和人工服务类价格涨幅有所回落，服务价格同比 0.8%，较上月下降 0.8 个百分点。

PPI 同比增速时隔 41 个月首次转正，上游好于下游，输入性通胀是主因。

3 月，PPI 同比由-0.9%升至 0.5%，较上月大幅增加 1.4 个百分点。分行业看，美伊冲突导致国际原油价格整体飙升，能源化工、黑色有色金属等上游或靠近上游的资源品行业和原材料行业价格抬升；而中游装备制造和下游消费品制造业承压。除此，反内卷和算力发展带动的相关技术密集型行业价格上涨。

后续物价仍将温和上升，但本轮物价回升，输入性因素和供给冲击是主导，需求仍偏弱，不构成物价大幅上涨的基础，不会构成对货币政策的制约。预计后续 PPI 受输入性通胀、反内卷和 AI 科技带动，延续回升态势，但本轮上游价格明显走强，下游受需求不足和产能制约偏弱，难以大幅上涨；CPI 温和回升，原因是国际油价上涨，支撑 CPI；猪周期底部，产能持续去化，对 CPI 的拖累作用有望逐步减轻。



二、强表态 vs 弱现实，美联储候任主席沃什理想能否落地？

事件：

当地时间 4 月 21 日，美国联邦储备委员会候任主席、前理事凯文·沃什出席国会参议院银行、住房和城市事务委员会提名听证会。

同日，美国商务部发布 2026 年 3 月美国零售额数据：

【1】零售销售环比为+1.7%，预期为+1.4%，前值由+0.6%修正至+0.7%；

【2】核心零售销售(不含汽车)环比为+1.9%，预期为+1.4%，前值由+0.5%修正至+0.7%。

核心观点：

如何看待沃什在听证会的强硬表态及其对降息路径的判断？在国会听证会上，沃什强硬表态不做特朗普“傀儡”，坚持独立性原则，未给出承诺降息时间表，但对于容易引起特朗普不悦的话题避而不谈（如理事库克被辞案和鲍威尔被刑事调查事件）。我们理解沃什此举有三个目的，第一，表面与特朗普做切割，为了获取顺利出任主席的政治便利性；第二，避免市场在其正式上任之前过度消耗降息预期，削弱了其上任后的操作空间；第三，向市场描画一副美联储“无痛”瘦身的美好路径，以稳定美债市场和美元信誉，正如同贝森特上任财长之前向市场描绘的“333”愿景，在 2025 年年初确实促进了美债利率出现了短暂下行。

展望来看，结合沃什在听证会上的避重就轻，指向其并没有对抗特朗普



的真正决心，且将未来降息归于“数据驱动”，留下了充足的弹性空间。操作
上“以缩表换降息空间”依然是当前滞胀背景下不得已的选择。结合此前美联
储理事米兰的工作论文看，优化银行系统的准备金要求，减少市场对美联储
负债的需求，以捍卫美元的信誉，或是本轮“缩表”的重点。但考虑到当前美国
偏弱的基本面、偏紧的流动性以及制度改革需要长期的论证，我们预计沃什
的构想
在现实落地的难度依然偏大。从降息节奏看，考虑到地缘背景下美国
经济的“弱现实”，当前油价高位运行带来货币政策实质性收紧的风险较低，
短期来看，美联储将按兵不动，对油价冲击将保持耐心，但若下半年油价走
势放缓，美联储仍然具备降息空间。

3月零售数据公布，再次验证当前美国经济“弱现实”的基调。3月美国零
售消费看似“亮眼”，但若剔除加油站消费，实际3月零售环比增速仅为+0.6%，
甚至低于2月的+0.7%，指向3月零售数据更多是“虚胖”。在地缘冲突与滞胀
担忧下，美国居民降低了服饰、爱好等非必需品的消费增速，都指向当前美
国消费端的“脆弱性”。

2.1 弱现实下，如何理解沃什在国会演讲对降息路径的判断？

4月21日，沃什在参议院出席美联储主席提名听证会。在听证会上，沃
什展现出审慎立场，核心定调为：坚定捍卫货币政策独立性+通胀优先+机构
改革，同时回避了对具体降息路径的承诺，留有政策灵活性空间。

- 在独立性方面，沃什承诺要“确保货币政策的实施始终保持严格的
独立性”，并表示自己不会成为特朗普的“提线木偶”，特朗普也从未
要求自己承诺降息。



- 在通胀立场方面，沃什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，这些指标显示美国目前的通胀水平实际上更接近设定的目标 2%。此外，沃什反驳了当前关税推高通胀的观点，但并未就此宣告战胜通胀，而是表示“通胀的走势正在改善，但仍有更多工作尚待完成”。
- 在改革方面，沃什希望对美联储进行多方面的彻底改革，变革包括“政策实施体制的变革”，以及建立一套全新的“通胀框架”，暗示可能废除点阵图等前瞻指引工具。
- 在降息方面，沃什未直接承诺降息时间表，但“以缩表换降息”的逻辑框架为下半年降息保留了空间。
- 在缩表方面，沃什没有给出缩表的预期规模，而只是说美联储的资产负债表规模应该更小，并且不应当持有长期国债，并且强调缩表必须深思熟虑、组织严密、精心编排、清晰沟通，避免对金融市场造成不必要的冲击。

可以看到，在特朗普的介入下，对于降息，在听证会上沃什态度暧昧，未直接承诺降息时间表，但继续通过两个关键路径为降息辩护。一方面，以人工智能驱动的生产率冲击为代表的降息理由，尽管经济增长强劲且财政宽松，但生产率提升意味着经济可以实现更高的运行率，而不引发通胀。

另一方面，“缩表”将为进一步降息提供空间。沃什强调可以通过缩表换取低利率空间，不认可无节制的量化宽松，美联储应更加注重抗通胀等核心职能，减少 QE 等工具的使用，也即沃什可能会倾向于通过缩减资产负债表



（QT）来控制通胀，从而为降低名义利率创造空间，这与特朗普政府希望降低借贷成本的诉求在逻辑上是自洽的。在过去的演讲中，沃什曾表示美联储资产负债表减少 1 万亿美元，将带来相当于加息 50 个基点的经济影响。

相比于此前预期，新一届美联储“缩表”的决心更强，近期已有米兰等理事发声，为“缩表”蓄势。近期美联储理事米兰发布工作论文《缩减美联储资产负债表用户指南》，系统阐释了联储缩表的战略逻辑与潜在路径。从“缩表”的必要性来看，米兰指出：

- 降低市场扭曲。联储资产负债表规模过大，对资金市场形成不必要的干预，加剧了金融中介脱媒化问题。
- 控制财务风险。大规模资产持有意味着更大的市值损失敞口，同时导致缴纳国库利润（汇款）的波动性上升，近年来联储因持有大量长久期证券而承受浮亏压力。
- 守护货币和财政政策的边界。庞大的资产负债表客观上使美联储介入信贷资源配置，模糊了货币政策与财政政策的界限。此外，向银行支付大规模准备金利息，在国会层面已被部分议员视为对金融机构的隐性补贴。
- 保留政策弹药。若下一次零利率下限危机来临，美联储需要通过扩表来提供宽松空间，现在将资产负债表压缩至合理规模，是为未来的政策腾挪保留必要的余地。

从“缩表”方式看，美联储未来缩减资产负债表预计将有两个主要选择：公开市场资产出售（积极出售持有债券和抵押贷款）以及减少银行对美联储



储备需求（减少均衡准备金需求）。其中，来自银行系统的准备金占美联储资产负债表的一半左右，通过调整流动性规定，优化银行系统的准备金要求，减少市场对美联储负债的需求，进而压降资产负债表规模，或是本轮“缩表”的重点。从测算结果来看，米兰在工作论文中指出，美联储未来潜在缩表空间可达 1.2 万亿美元至 2.1 万亿美元左右，其中，“减少准备金需求”将带来 0.83 万亿美元至 1.75 万亿美元的缩表空间。

但以量化紧缩换降息思路，实施起来依然存在阻力，我们预计短期内“缩表”并不会成为美联储货币政策的“主旋律”。首先，美联储才结束“缩表”不久，说服其他理事接受新的利率设定框架，支持重启“缩表”需要一定时间。其次，从零售数据可以看到，地缘冲突下美国经济依然具有脆弱性，尽管有降息作为对冲，但“缩表”带来的流动性压力依然不能忽视，货币政策改革的前提仍需等待地缘不确定性的落地。最后，本次“缩表”方式或非直接出售证券，而是以准备金为代表的流动性改革为主，制度性质的改革意味着更为审慎的论证，米兰在工作论文中也直言，“这一系列活动的综合实施很可能至少需要一年时间，甚至有可能需要更长时间”。

从降息节奏看，结合沃什在听证会上的避重就轻，指向其并没有对抗特朗普的真正决心，且将未来降息归于“数据驱动”，留下了充足的弹性空间。短期来看，美联储将按兵不动，对油价冲击将保持耐心。但若下半年油价走势放缓，美联储仍然具备降息空间。CME Fedwatch 工具显示，当前市场预期 2026 年美联储将暂缓降息，重启降息的时间点在 2027 年 9 月，概率为 39.2%。



2.2“弱现实”：3月美国零售数据已经承压

3月美国零售数据环比增速回升，高于市场预期，主要由能源消费贡献。

从零售数据看，3月零售环比增速录得+1.7%，高于市场预期的+1.4%，前值修正后为+0.7%，3月核心零售环比增速录得+1.9%，同样高于前值的+0.7%，主要是原油价格上涨，能源消费激增推动零售总额实现名义增长。

分项来看，3月美国零售消费环比增速回升，加油站（+15.5%，读数指消费环比增速，下同）消费是主要贡献项，但若剔除加油站消费，实际3月美国零售消费环比增速仅为+0.6%，甚至低于2月的+0.7%，指向居民实际购买能力下降，3月零售数据更多是“虚胖”。在地缘冲突与滞胀担忧下，美国居民减少了部分非必需品的支出，例如服饰（0%）、运动爱好（0%）、餐馆和酒吧（+0.1%）等消费环比增速均出现回落，显示当前美国消费端的“脆弱性”。

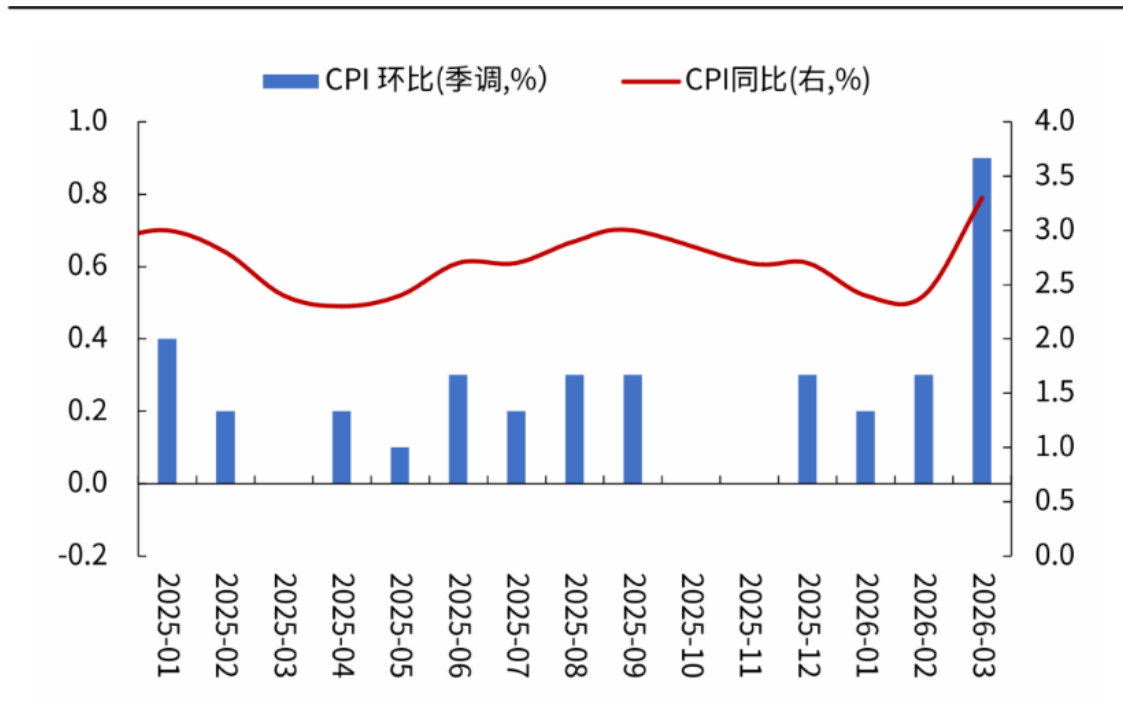
相应地，零售数据的“弱现实”压力已集中体现在消费者信心指数中。该指数近期出现骤降趋势，截至2026年4月，美国消费者信心指数为47.6，明显低于2026年3月的53.3，创下该指数自1952年编制以来74年的历史最低纪录，指向当前美国消费者消费意愿不足。

2.3 3月油价冲击下，美国通胀快速反弹，符合市场预期

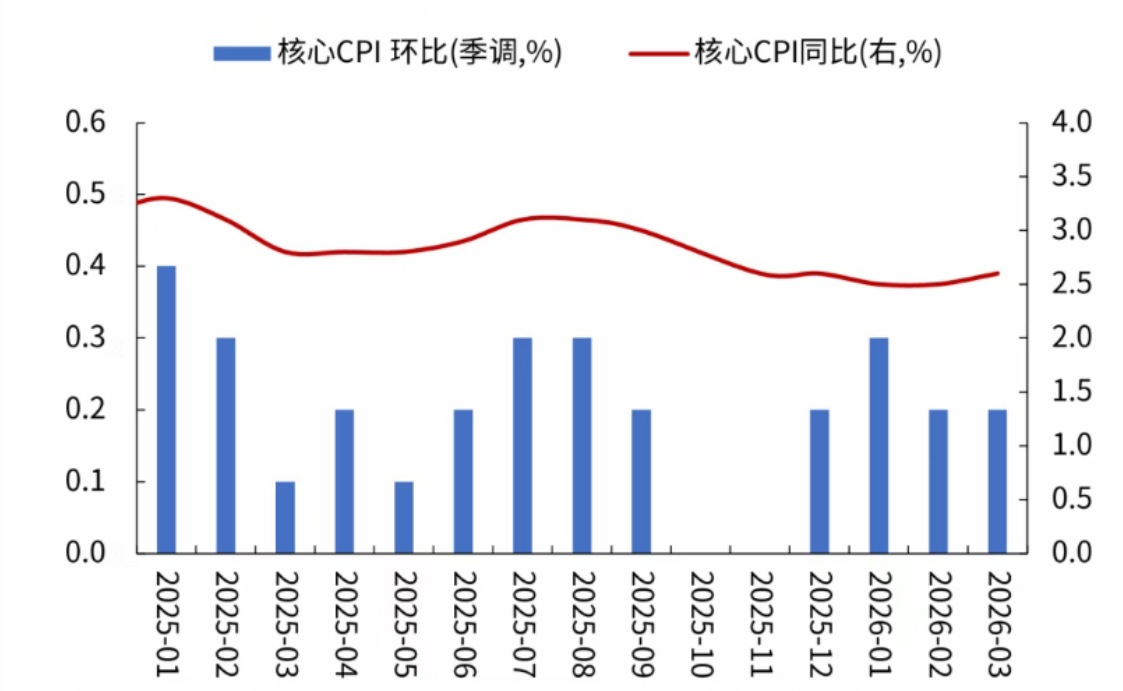
3月油价冲击落地，美国CPI环比增速快速反弹，升至+0.9%，同比增速自上月的+2.4%升至+3.3%，符合市场预期。但剔除油价影响外，美国核心通胀表现较为平稳，核心CPI环比增速持平于上月的+0.2%，同比增速自上月的+2.5%升至+2.6%，略低于市场预期的+2.7%。这表明当前美国通胀主要呈现为供给冲击特征，经济内生动能处在放缓阶段。



2026年3月油价上涨导致CPI同比增速反弹



2026年3月核心CPI同比增速仍保持相对平稳



来源: wind

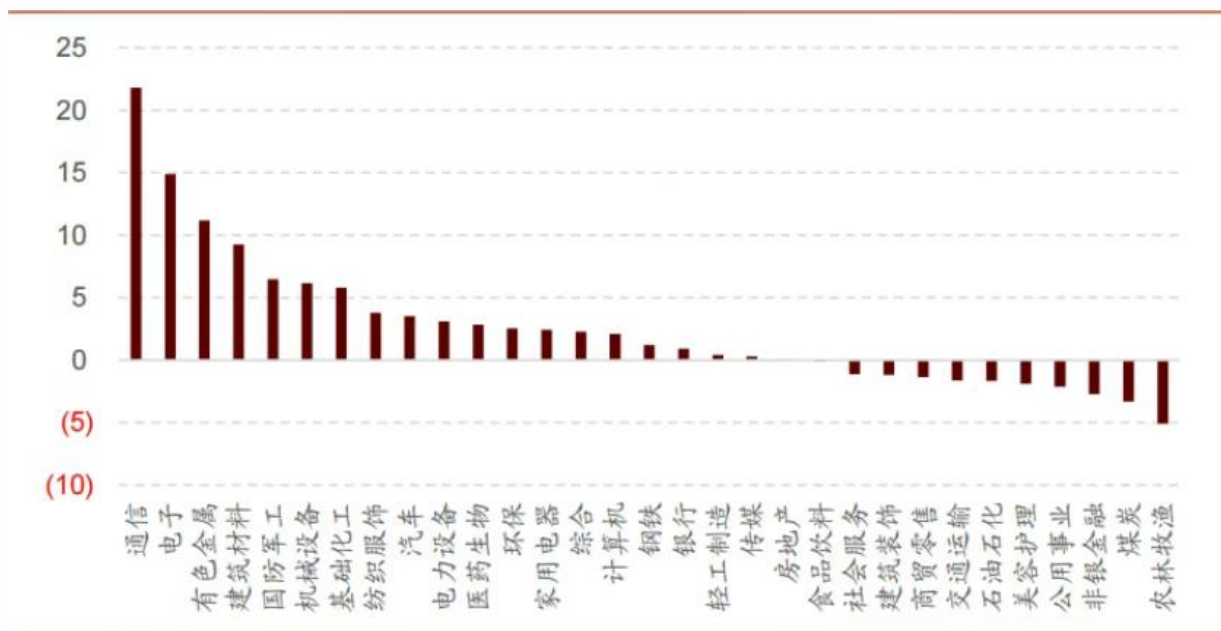


三、本期关注：一季报验证与景气持续的方向

3.1 过去一个月市场复盘

3月下旬至4月底，市场在地缘余温、业绩真空与国内景气修复预期交织下震荡运行，煤炭、公用事业、电力设备等跌幅居前，有色金属、建材等资源品与部分顺周期方向率先活跃。这一阶段，外部风险仍是压制市场风险偏好的核心变量，市场持续围绕美伊局势反复和国际油价上行展开交易，煤炭、石油石化、公用事业等前期受益于地缘溢价的板块逐步出现高位震荡和获利了结。与此同时，国内基本面边际改善，3月制造业PMI回升至50.4%，反内卷政策持续落地，PPI同比转正至0.5%，带动有色金属、基础化工、建筑材料等中上游和顺周期方向率先获得支撑。

过去1个月A股一级行业涨跌幅



来源：wind



4月7日-24日，随着地缘事件对市场的边际扰动逐步钝化，成长科技方向明显走强，通信、有色、电子、电力设备、军工等板块领涨。4月7日晚特朗普宣布与伊朗达成两周停火协议，成为本轮行情的重要转折点；4月8日A股放量普涨，半导体设备、CPO、PCB等科技方向大幅反弹。流动性方面，尽管央行公开市场操作维持净回笼，但短端资金利率回落，显示流动性环境总体平稳偏松，对市场企稳形成支撑。伴随一季报预告密集披露，资金加速向景气确定性行业集中，有色金属、电子、电力设备、机械设备等受益于业绩兑现与海外复苏预期轮番走强。4月10日创业板改革意见落地，进一步强化成长风格；4月17日霍尔木兹海峡重开、油价大幅回落后，煤炭、石油石化、公用事业等防御板块进一步补跌。4月20日LPR连续11个月维持不变，符合预期，流动性托底但无增量刺激，短期定价主线仍在业绩验证。4月22日成为本轮反弹情绪高点，创业板综指突破2015年6月高点创历史新高。美伊停火期限再度延长，外资显著加仓A股。CPO全线爆发，两市连续第11个交易日成交超2万亿。总体来看，4月下旬业绩验证成为市场核心分水岭。

行业方面，3月份以来申万一级行业涨多跌少，通信、有色金属、电子、建筑材料、军工等板块涨幅居前，而煤炭、公用事业、石油石化、食品饮料等板块表现相对靠后。主要影响因素在于：1) 4月上旬以来地缘风险溢价逐步释放，随着美伊停火预期升温及霍尔木兹海峡重开，国际油价明显回落，前期受益于避险交易的煤炭、石油石化、公用事业等板块明显回调。2) 通信、电子等成长科技板块在AI基础设施升级、光模块和半导体景气改善以及一季报业绩验证带动下明显走强，机械设备、军工等中游制造方向也在人形机器



人、军贸突破、商业航天等主题催化下表现活跃。3) 3月制造业 PMI 回升至 50.4%，PPI 同比转正至 0.5%，制造业景气修复与工业品价格改善支撑有色金属、建筑材料等顺周期板块上涨。同时一季报窗口下，市场定价逻辑由宏观避险逐步切换至微观业绩验证，资金从高股息红利和传统消费金融板块流向科技成长与景气改善方向。

四、5 月行业配置：业绩验证与景气延续的方向

展望 5 月，市场处于经济持续修复、通胀温和上行的环境，传统需求端压力仍存但结构性机会仍在。行业配置建议主要围绕一季报业绩验证与景气延续的方向展开。

● 经济数据来看，一季度尽管受外部黑天鹅事件影响，经济仍然呈现超预期增长。其中制造业、金融业一季度实际 GDP 增幅明显扩大；房地产、交通运输、批发零售等 GDP 增幅相比去年四季度均有不同程度扩大。价格端，通胀温和回升，资源品和部分中游领域贡献主要增量，生产资料价格回升幅度明显高于生活资料。

● 行业方面，结合近期披露的一季报，景气度较高或有改善的方向主要存在于以下方向：

资源品与科技领域高景气持续演绎。资源品方面，受供需错配影响，3 月大宗商品价格指数持续上行，工业金属、小金属、能源金属、化工品等核心品



类量价齐升。后续在中东局势反复、海外矿山生产扰动、国内外基建和 AI 算力需求驱动下，价格中枢上移趋势明确，二季度盈利弹性有望进一步释放。科技领域，受 AI 需求持续催化，国产算力、存储芯片、光模块等高景气有望延续。

稳健增长的出口制造业。一季度出口展现总量高增、结构优化、盈利稳健的特征，其中高新技术制造业贡献了重要增量。一季报显示，汽车零部件、光伏组件、储能设备、工程机械等出口龙头业绩预增，盈利水平随海外需求回暖与成本优化持续改善。后续来看，**全球供应链重构、欧美制造业 PMI 回升、产品竞争力提升**等多重因素有望带来板块稳健增长。

景气底部修复的地产链。一季度地产链呈现总量承压、边际改善、结构分化的特征，行业在下行周期中呈现边际改善迹象。上海 3 月二手成交创近五年新高；开发投资、新开工降幅同步收窄，商品房待售面积 51 个月来首次同比下降，库存去化提速。二季度在“金三银四”传统旺季、政策持续落地、库存去化的多重驱动下，地产链将延续**底部修复、结构分化态势，核心城市链、建材龙头、家居优质标的有望率先受益。**

结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多个维度，本期推荐围绕一季报业绩得到验证、景气有望延续的领域布局，重点关注：**1) 高景气持续的资源与科技领域；2) 稳健增长的出口制造业；3) 底部边际修复的地产链。**



4.1 资源品与科技领域高景气持续演绎

一季度中观数据与一季报预告显示，资源品与科技领域呈现**供需紧平衡+需求爆发+业绩高增**的共振格局，高景气具备强持续性。

资源品方面，3月PPI同比转正(+0.5%)，终结连续41个月的负增长，大宗商品价格指数持续上行，工业金属、小金属、能源金属、化工品等核心品类量价齐升，其中有色金属矿采选PPI同比回升至36.4%，创历史新高，化学原料及化学品制造业PPI同比降幅收窄至-0.3%，煤炭开采、石油和天然气开采PPI均有不同程度改善。一季报业绩显示，多家工业金属、能源金属利润实现翻倍增长。后续来看中东局势反复、海外矿山生产扰动均对供给端带来持续冲击，国内外基建、新能源、AI算力拉动需求端持续增长，同时电解铝、锂矿新增产能审批趋严，叠加战略资源重估，价格中枢上移趋势明确，二季度盈利弹性有望进一步释放。

科技领域以AI算力链为核心高景气持续演绎。3月份TMT制造业PPI同比转正至0.4%，工业增加值同比增幅扩大至12.5%。部分龙头一季报营收、净利同比翻倍以上，存储芯片、光模块环节业绩爆发。核心支撑在于**AI大模型训练/推理需求刚性**(国内日均Token调用量破140万亿，两年增长超千倍，三个月内增长超过40%)、**产品迭代加速**(800G/1.6T光模块、HBM存储渗透)、**国产替代提速**(云厂商加大国产算力采购)，订单锁定至2027-2028年，二季度高增长确定性强；同时，半导体设备、军工电子等科技细分受益于产业安全与新质生产力政策，业绩与估值双升，景气度持续上行。



4.2 稳健增长的出口制造业

一季度出口展现**总量高增、结构优化、盈利稳健**的特征，其中高新技术制造业贡献了重要增量。海关数据显示，一季度出口总值 6.85 万亿元，同比增长 11.9%，机电产品出口占比达 63.4%，其中“新三样”（电动汽车、锂电池、风电设备）出口分别增长 77.5%、50.4%、45.2%，成为最强动能；存储部件、中央处理部件等出口合计增长 39.1%，发电设备、输变电器材、储能设备等电力相关产品合计出口也实现两位数增长。民营企业出口占比超 57%，对“一带一路”国家进出口增长 14%，占进出口总值的 51.2%，市场多元化布局成效显著。

一季报方面，汽车零部件、光伏组件、储能设备、工程机械等出口龙头业绩预增，盈利水平随海外需求回暖与成本优化持续改善。后续来看，**全球供应链重构**（越南限电、印度港口拥堵导致订单回流中国，东南亚回流订单环比明显提升）、**欧美制造业 PMI 回升、产品竞争力提升**（高端制造、绿色产品性价比优势凸显）、**政策加持**（出口退税、跨境电商支持）等多重因素有望带来板块稳健增长。二季度虽受基数与地缘扰动影响，增速或略有波动，但**结构升级、外需韧性**将支撑出口制造业维持稳健增长，盈利确定性相对较强。



高新技术产品、汽车等出口保持较高增速

| 分类 | 细分领域 | 2025-02 | 2025-03 | 2025-04 | 2025-05 | 2025-06 | 2025-07 | 2025-08 | 2025-09 | 2025-10 | 2025-11 | 2025-12 | 2026-01 | 2026-02 | 2026-03 | 边际变化 | 走势 |
|-----------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|----|
| 农产品 | 农产品 | 2.8 | 10.4 | 3.0 | -1.9 | -6.3 | 1.6 | -3.9 | 4.5 | -1.3 | 2.3 | 0.3 | 2.7 | 26.9 | -6.1 | ↓ | |
| 劳动密集型产品 | 纺织纱线、织物及制品 | -25.4 | 16.1 | 3.2 | -2.0 | -1.6 | 0.5 | 1.4 | 6.4 | -9.1 | 1.0 | -4.2 | -5.4 | 83.0 | -28.5 | ↓ | |
| | 箱包及类似容器 | -38.0 | -2.7 | -9.1 | -10.3 | -7.1 | -10.0 | -14.9 | -12.3 | -25.7 | -19.5 | -13.1 | -4.3 | 68.1 | -34.5 | ↓ | |
| | 服装及衣着附件 | -28.7 | 8.8 | -1.2 | 2.5 | 0.8 | -0.6 | -10.1 | -8.0 | -16.0 | -10.9 | -10.2 | -7.6 | 64.5 | -29.4 | ↓ | |
| | 玩具 | -26.7 | 5.1 | -6.5 | -1.1 | 8.1 | -3.3 | -21.0 | -28.0 | -31.0 | -25.6 | -19.5 | -12.9 | 32.3 | -41.9 | ↓ | |
| | 家具及其零件 | -29.8 | 7.2 | -7.8 | -9.7 | 0.6 | 3.0 | -3.2 | 0.4 | -12.7 | -8.8 | -8.7 | 4.9 | 67.8 | -33.5 | ↓ | |
| 高新技术及机电产品 | 塑料制品 | -23.0 | 7.3 | -1.2 | -2.0 | 2.2 | 3.2 | 0.8 | 3.8 | -9.8 | -3.5 | -2.5 | 6.1 | 64.8 | -21.8 | ↓ | |
| | 高新技术产品 | 8.0 | 7.3 | 6.5 | 4.9 | 6.9 | 4.2 | 8.9 | 11.5 | 1.8 | 7.7 | 16.6 | 24.0 | 30.2 | 31.4 | ↑ | |
| | 机电产品 | -1.5 | 13.4 | 10.1 | 7.2 | 8.2 | 8.0 | 7.6 | 12.6 | 1.2 | 9.7 | 12.1 | 15.5 | 43.7 | 11.2 | ↓ | |
| | 通用机械设备 | -25.1 | 24.9 | 17.0 | 5.6 | 1.4 | 5.3 | 4.3 | 24.8 | -9.1 | 4.5 | 3.4 | -1.6 | 54.4 | -15.0 | ↓ | |
| | 家用电器 | -0.1 | 12.5 | -2.9 | -8.9 | -9.0 | -3.8 | -6.6 | -9.7 | -13.6 | -5.8 | -6.9 | 0.0 | 28.5 | -15.2 | ↓ | |
| | 集成电路 | 19.5 | 7.9 | 20.2 | 33.4 | 24.2 | 29.2 | 32.8 | 32.7 | 26.9 | 34.2 | 47.7 | 78.4 | 66.5 | 84.9 | ↑ | |
| | 印刷电路 | 33.6 | 26.4 | 30.7 | 27.6 | 32.2 | 32.9 | 26.5 | 32.8 | 23.3 | 29.4 | 38.5 | 35.5 | 19.8 | | | |
| | 手机 | 10.6 | 7.7 | -21.4 | -23.2 | -10.4 | -21.8 | -18.9 | -1.9 | -16.6 | -12.6 | 10.6 | -2.5 | -15.5 | 2.4 | ↑ | |
| | 自动数据处理设备 | 9.5 | 0.8 | -1.7 | -3.8 | -2.8 | -9.6 | -3.0 | -0.3 | -10.0 | -7.0 | 6.0 | 17.4 | 23.9 | 37.1 | ↑ | |
| | 汽车包括底盘 | -3.7 | 1.6 | 4.4 | 13.7 | 23.1 | 18.6 | 17.3 | 10.9 | 34.0 | 53.0 | 71.7 | 56.1 | 81.3 | 43.9 | ↑ | |
| 大宗商品 | 医疗仪器及器械 | -7.4 | 9.7 | 8.4 | 2.3 | 5.0 | 12.2 | 6.1 | 8.8 | -1.0 | 9.7 | 2.0 | 5.7 | 45.7 | -4.5 | ↓ | |
| | 贵金属或包贵金属的首饰 | 40.4 | -4.7 | -12.9 | -5.7 | 14.9 | 6.0 | 2.4 | 34.0 | 21.3 | 30.1 | 38.9 | 64.4 | 21.5 | | | |
| | 钢材 | -3.3 | -6.4 | 1.3 | 0.8 | -1.6 | 11.7 | -7.5 | -2.7 | -14.4 | 4.3 | 7.8 | -20.4 | 4.8 | -13.7 | ↓ | |
| | 稀土及其制品 | -12.0 | -4.5 | -49.2 | -69.0 | -37.7 | 3.2 | 25.3 | 30.6 | 22.6 | 34.9 | 28.1 | 2.3 | 34.2 | | | |
| | 合成有机染料 | -6.6 | -10.5 | 9.5 | -6.4 | -17.0 | -14.9 | -10.0 | 14.0 | -10.4 | -1.3 | -12.5 | -1.5 | 13.1 | | | |
| | 基本有机化学品 | 13.9 | -2.4 | -0.4 | -5.9 | -6.5 | -1.1 | -3.0 | 11.2 | -0.5 | 10.7 | 6.6 | 3.2 | 7.9 | | | |

资料来源:wind

4.3 底部边际修复的地产链

一季度地产链呈现总量承压、边际改善、结构分化的特征，行业在下行周期中呈现边际改善迹象。一季度商品房销售面积同比-10.4%、销售额-16.7%，降幅较1-2月分别收窄3.1、3.5个百分点；3月单月销售面积同比-7.4%，价格环比企稳，一线城市二手房成交率先回暖，上海3月二手成交创近五年新高；开发投资、新开工降幅同步收窄，商品房待售面积51个月来首次同比下降，库存去化提速。一季报方面，地产链上游建材水泥、玻璃、下游家居定制、软装部分龙头盈利改善，同时板块估值处于历史低位。

后续来看，支撑因素在于政策持续宽松，两会定调“稳定房地产市场”，多地优化限购、降低首付比例、推进“保交楼”；核心城市需求恢复，改善型住房占比提升，二手房成交活跃；行业出清提速，低效房企出清，龙头集中度提升；基建与地产协同，城中村改造、保障房建设托底需求。二季度在“金三银



四”传统旺季、政策持续落地、库存去化的多重驱动下，地产链将延续底部修复、结构分化态势，核心城市链、建材龙头、家居优质标的有望率先受益。



【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本



报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。