

建银国际证券 | 研究部

环球市场脉搏 (2026年4月)

地缘疲劳 - 霍尔木兹、AI 盈利与美联储的风险再定价

4月并不是一个简单的回归风险资产的月份。表面上看，全球主要权益指数继续上行，尤其是AI相关市场和半导体权重较高的市场表现较强。但从内部逻辑看，市场交易的并不是风险已经完全解除，而是地缘疲劳之后的风险再定价：第一，四月市场对伊朗及霍尔木兹相关地缘新闻头条的敏感度明显下降；第二，权益市场上涨越来越依赖预期每股盈利上修，而非已经兑现的盈利改善；第三，美联储进入利率路径与人事交接共同定价的窗口，4月FOMC虽然按兵不动，但市场交易的是“鹰派暂停”。

地缘政治方面，特朗普多次调整对伊朗的表述后，市场对单一新闻头条的反应钝化。随着冲突进入《战争权利决议》框架的60天窗口，市场倾向于认为进一步爆发高强度、长期军事冲突的概率边际降低，可能更多是短期的冲突随后和缓。但这并不意味着风险完全解除。霍尔木兹海峡并未恢复正常商业通行，其对能源、航运、通胀和下半年增长预期的影响仍需继续评估。

权益市场方面，近期美国、韩国等AI驱动市场继续上行，但更核心的支撑来自预期每股盈利(Forward EP)的上修。预期每股盈利与过去12个月每股盈利(Trailing EPS)差距扩大，说明市场正在提前资本化未来订单、AI资本开支、云服务收入和数据中心建设周期。这种上涨比单纯估值扩张更有基本面支撑，但也意味着市场对未来业绩兑现更加敏感。互联网巨头最新财报为这一逻辑提供了新的验证。一方面，云业务和AI需求仍具韧性，说明AI资本开支周期尚未结束；另一方面，维持AI领先地位的成本仍在快速上升，市场开始更关注AI资本开支能否最终转化为收入、利润率和现金流。因此，AI主线仍然成立，但市场正在从交易广义AI beta，转向筛选AI盈利兑现质量。

美联储方面，昨晚FOMC维持联邦基金利率区间在3.50% - 3.75%，但市场解读为“鹰派暂停”。投票分歧扩大，显示委员会内部对后续降息路径的共识下降。鲍威尔在发布会上继续强调美国经济仍具韧性、通胀压力尚未完全消退，市场因此重新定价年内降息节奏，美元走强、短端美债收益率上行，十年期美债收益率重新回到4.4%附近。

同时，美联储人事线索也在影响利率定价。近期司法部终止对鲍威尔相关调查，削弱了沃什提名推进中的程序性阻力；参议院程序也已推进沃什提名。若后续时间配合顺利，鲍威尔主席任期结束后，理论上可以完成与沃什的主席交替。不过，鲍威尔已表示将在主席任期结束后继续以理事身份留任，并称不会成为“影子主席”。这意味着市场需要同时定价利率路径、联储独立性、沟通框架和资产负债表政策。

总体而言，4月市场并不是风险消失后的上涨，而是地缘疲劳之后的风险再定价。市场对地缘坏消息的敏感度下降，但对好假设的依赖度上升。未来一个月，三条主线需要验证：霍尔木兹通行是否真正恢复、AI盈利能否支撑每股盈利维持上修，以及美联储交接是否能维持政策可信度和市场稳定。



姜越

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

大类资产表现

大宗商品

- 商品市场方面，持续的霍尔木兹海峡不确定性仍对能源价格构成上行压力 (WTI: +8.1% 月环比; 布伦特: +4.6% 月环比)

政府债券

- 过去一个月，随着市场对中东地缘政治冲击后的风险重定价调整，主要发达国家10年期国债收益率略回落。

股票

- 过去30天，亚洲股市成为区域表现最佳市场。韩国KOSPI (+31.2% 月环比)和日经指数(+15.7% 月环比)领涨。中国与香港基准指数呈现温和回升(沪深300: +8.1% 月环比; 恒生科技: +4.6% 月环比)。美国股市收复年内跌幅并创历史新高(道琼斯: +5.4% 月环比; 标普500: +9.3% 月环比; 纳斯达克综合指数: +14.3% 月环比)。
- 过去30天，多数美股板块实现正收益。信息技术(+23.2%)、通信服务(+18.9%)和可选消费(+14.0%)涨幅居前。

外汇

- 美元指数从100回落至99水平，其他主要货币走强

情绪指标与市场宽度

情绪指标

- 整体来看，美国市场情绪偏乐观，但技术指标暗示短期修正风险。
- “愚蠢资金信心指数”极端乐观水平，“聪明资金信心指数”保持中性；
- 过去30天美国散户情绪边际改善，看涨投资者比例上升，看跌比例下降。截至4月底，Put-Call比率快速从看空区域进入看多区间。
- 过去一个月多数市场成交量上升，新兴市场同比交易量增长显著。台湾和韩国市场环比成交量激增，半导体板块成为过去数周核心交易主题。

市场波动

- 有“恐慌指数”之称的VIX在3月因地缘紧张一度触及30，4月回落至20左右

市场宽度

- 市场广度指标显示市场参与度恶化，暗示潜在修正风险。

全球观察

- 在跟踪的25个指标中，11个积极、9个中性、5个消极。过去数周最显著变化是消费者信心持续走弱。

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文目的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人任对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三

方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097