



中國建設銀行(亞洲)投資辦公室研究通訊

2026 年第 11 期

【美伊衝突延宕，美股市場進入右側交易了嗎，是否該做擇時？】

截至 2026 年 4 月 21 日，市場對美伊局勢的定價已經較 4 月上旬明顯進化：投資者不再把全部籌碼押在“衝突迅速結束”，也沒有重新回到“系統性風險失控”的恐慌模式，而是進入了一個更複雜、也更現實的階段——停火被延長但並未真正被各方確認，封鎖仍在，航運仍未恢復，油價高位震盪，美股卻在盈利季支撐下維持高位韌性。

在這一框架下，市場的核心問題已從“是否還會繼續暴跌”切換為“這輪反彈究竟能否從事件驅動修復，過渡為盈利驅動的結構性行情”。

因此，本文對三個問題作出回答。第一，美股是否已進入“右側交易”？第二，對擇時該如何理解？第三，是否該去追高指數？

一、最新市場訊息意味著什麼：右側還在，但性質已經變化

如果只看 headline，市場似乎仍在圍繞“停火是否延長”反復波動；但如果結合油價、股市、利率和美元一起看，結論會更清晰。4 月 21 日，特朗普宣佈無限期延長與伊朗的停火，以換取繼續談判的時間，但這一動作明顯帶有單邊色彩，伊朗並未明確接受，同時美國仍維持對伊朗港口與海岸的封鎖，伊朗媒體甚至將此描述為突然襲擊爭取時間。與此同時，路透社報導顯示，霍爾木茲海峽航運仍大體停滯，過去 24 小時僅有 3 艘船隻通過；布倫特原油一度上摸 99.38 美元/桶後回落至 98.27 美元/桶附近，WTI 一度升至 90.71 美元/桶後回落至 89.39 美元/桶附近。這說明市場並未把停火延期解讀為風險解除，而是把它理解成“最壞情景被繼續往後推遲”。



更值得重視的是，美股面對這組並不輕鬆的地緣資訊，表現出了超預期韌性。4月20日，儘管伊朗重新關閉霍爾木茲海峽、油價大漲，標普500僅回落0.24%，納指僅跌0.26%，VIX回升至18.85，遠未回到危機恐慌區間；而在此前一周，標普和納指還曾連續三日創出紀錄新高。9 這說明當前市場已經不是“事件衝擊—單邊拋售”的第一階段，而進入了“地緣擾動尚存—但盈利季與倉位踏空壓力托底”的第二階段。換言之，右側沒有被證偽，但它已經從快速修復的右側，演變為高位震盪中的結構性右側。

在美元指數升至98.415（為4月13日以來最高）、OIS對利率路徑的定價變化有限、3月美國零售銷售增長1.7%高於預期、Fed主席提名人Kevin Warsh的聽證會發言偏鷹等多重背景下，市場並沒有切回“衰退—快速降息”的老邏輯，而是在“增長尚可、盈利尚穩、地緣限制風險偏好”的三角中重新平衡。也正因為如此，今天的美股並不是全面右側，而是一個有盈利托底、卻被油價和地緣不確定性壓住估值上沿的右側。

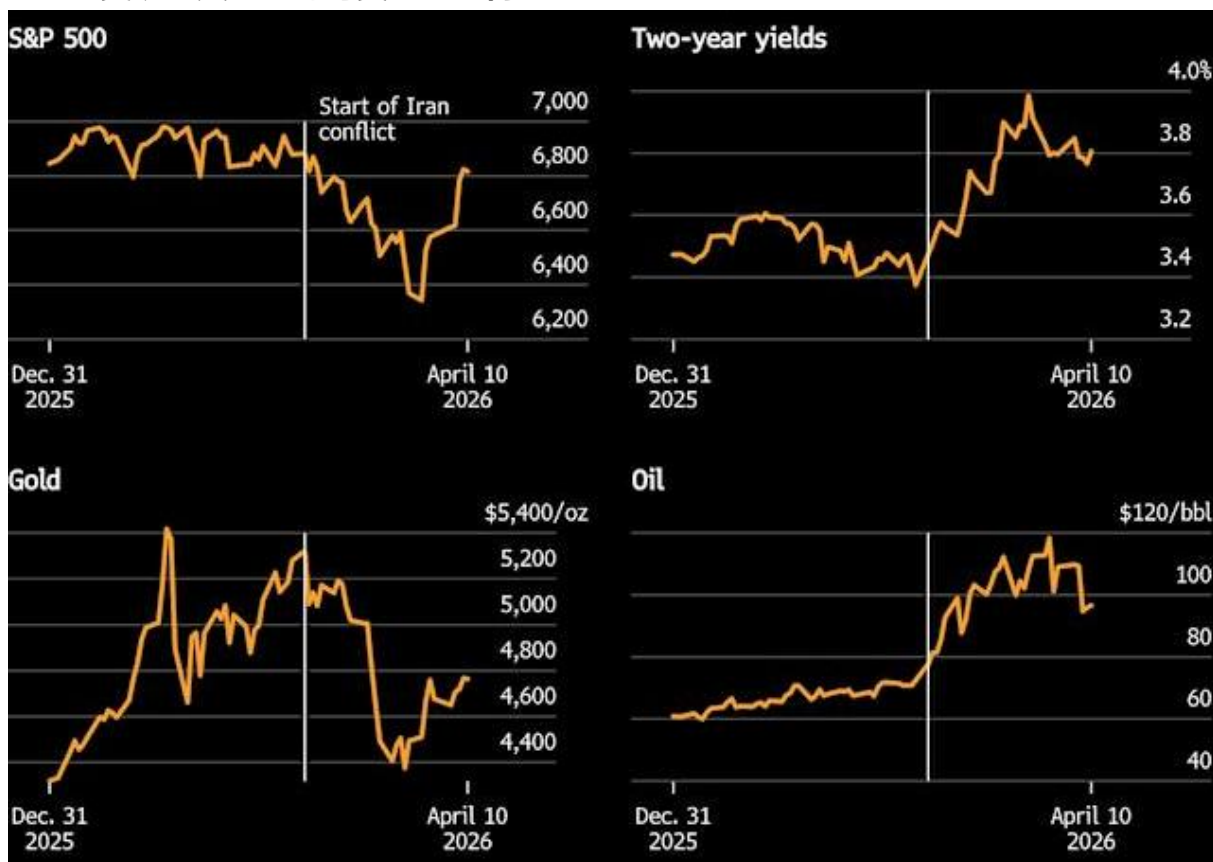
觀察維度	市場信號	對右側判斷
停火狀態	停火被延長，但伊朗未明確接受，封鎖仍在	風險未解除，只是最壞情景繼續後移
油價	Brent 約 98，WTI 約 89，仍處高位敏感區間	不是徹底 risk-on，而是高位僵持
美股	指數僅小幅回撤，VIX 仍低於恐慌區間	市場有韌性，主倉未被打散
利率與美元	美元偏強、利率未大幅下行	不是降息驅動的宏觀右側
盈利季	標普 500 已披露公司中 87.5% 超預期，一 季度盈利增速約 14.4%	結構性右側得到盈利支撐

因此，對“第一問，美股是否已進入右側交易”的最新結論應為：**美股依然處在右側，但不是適合無差別追漲的右側，而是一個“事件壓頂、結構優先”的右側。**這意味著指數層面的上行空間仍會反復受到油價和停火消息制約，但結構層面的強者恒強邏輯並未破壞。

為了更直觀地呈現這一判斷，下列兩張支援性圖表展示了衝突階段的跨資產聯動，以及停火預期出現時 WTI、標普期貨與美債收益率的錯位修復。它們所表達的核心並未過時：**市場最先修復的是尾部風險溢價，而不是全部基本面變數。**



圖 1：美伊衝突階段的跨資產變化情況



來源：Bloomberg。

二、是否還該做擇時：該做的是“小擇時（結構擇時）”，不是“大擇時”

在最新市場環境下，不要輕易做指數的“大擇時”。原因在於，市場已經用 4 月第 2-3 周的走勢證明：即便停火反復、封鎖未解、油價跳升，資金也沒有選擇大面積撤退，反而表現出明顯的“留在場內”傾向。

對於投資者而言，離場最大的代價不是躲過波動，而是可能在消息一旦改善時被迅速甩在場外。這正是擇時最容易失敗的地方。

不是每一次離場都會錯過最好的上漲日，而是在衝突市、震盪市和高波動市中，最好和最壞的交易日往往纏繞出現，絕大多數投資者沒有能力穩定地只躲掉下跌、卻保住上漲。這一點，在最近的美伊衝突議題上表現得格外鮮明：4 月初停火預期推動標普和納指創高，但 4 月第三個週末海峽再度關閉後指數卻只小幅回撤，表明市場的“壞消息彈性”已經下降，而“好消息彈性”依然很高。



圖 2：ETF 的表現情況體現出擇時的困難度

ETF		Buy & Hold	Miss Best 5 Days	Miss Best 10 Days	Miss Best 15 Days	Miss Best 20 Days
VTI	US Total Market 2016-2026	14.42% (398)	10.04% (267)	7.49% (210)	5.71% (177)	4.14% (152)
VT	Global Equity 2016-2026	12.25% (327)	8.36% (228)	6.08% (183)	4.44% (156)	2.97% (135)
VGT	US Technology 2016-2026	22.72% (817)	16.96% (499)	13.71% (374)	11.28% (299)	9.05% (243)
QQQ	Nasdaq-100 2016-2026	19.65% (630)	14.92% (416)	11.78% (313)	9.47% (253)	7.44% (209)

來源：建亞投資辦公室。

從 2016 到 2026 年，多個代表性 ETF (VTI、VT、QQQ、VGT) 的長期表現顯示：只要錯過市場中極少數幾天，投資結果就會出現結構性的崩塌。以最具有代表性的美國整體市場 ETF (VTI) 為例：只需要錯過 20 天 (10 年中的 0.5% 交易日)，長期的報酬幾乎被抹去。這不是極端案例，而是普遍現象。

長期持有 (Buy & Hold)：年化報酬約 12.43%；

錯過最佳 5 天：下降至 8.06%；

錯過最佳 10 天：進一步降至 5.51%；

錯過最佳 20 天：僅剩 2.13%。

當然，也不是“完全不要擇時”，而是要把“擇時”拆成兩個層次。第一，方向擇時不值得重倉押注。也就是說，不要因為新聞頭條看上去更嚇人，就把核心倉位一次性砍掉；也不要因為“停火延長”四個字，就把倉位一下子追到極限；第二，結構擇時反而比以前更重要。結構擇時，是把風險預算更多壓在能夠兌現盈利和現金流的資產上，而不是壓在所有“右側想像空間”的故事型標的上。

因此，當前更值得強調的一句話是：市場最危險的錯誤，不是“沒有滿倉追漲”，而是“為了等一個完美確認，把最重要的主倉先等沒了”。在地緣衝突仍未塵埃落定、但盈利季仍在托底的環境下，指數級別的大進大出，很可能比想像中更難做對。



三、最新倉位佈局建議：保留主倉、不追指數、集中主線、保留對沖、留下現金

截至 4 月 21 日，我們當下應該承認市場韌性，但接受上沿受限；承認主線有效，但拒絕泛化擴散。

首先，在總倉位層面，不建議再採用“極端防守”框架。原因是最新市場已經表明，只要戰事沒有重新全面升級、盈利季沒有明顯失速，美股主倉的機會成本仍高於其短期波動成本。對大多數均衡型配置而言，更合理的做法不是降到極低倉位，而是維持中性偏進攻的風險暴露，並把對沖和現金作為緩衝層而非主倉替代品。其次，在結構層面，半導體、AI 硬體、互聯鏈和具備 CapEx 兌現邏輯的龍頭資產，依舊應是新增倉位的第一優先順序；而高估值軟體、故事型 AI、小票補漲以及缺乏盈利支撐的長久期成長板塊，當前仍不宜因為“右側交易”標籤而放寬紀律。

為提高可執行性，下面給出示意性的倉位框架。該框架並非個性化投資建議，而是基於當前市場狀態，對不同風險偏好投資者的相對配置思路進行展示。

風險風格	風險資產 總倉位	其中主線 AI 四大板塊 (算力、互聯、電力、先進製造)	對沖層 (黃金/ 短債/防務)	機動現金	適用理解
穩健型	45%–55%	風險資產中的 40%–50%	20%–25%	20%–30%	適合更擔心停火破裂與油價再沖高的帳戶
均衡型	60%–70%	風險資產中的 50%–60%	12%–18%	12%–18%	當前最匹配市場狀態的中樞方案
進取型	70%–80%	風險資產中的 60%–70%	8%–12%	8%–12%	前提是能承受 headline 驅動的短時回撤

在這個框架裡，“主線科技/半導體”並不等於盲目追漲，而是指把新增風險預算優先分配給**核心算力**（GPU/ASIC/伺服器）、**互聯**（光模組/交換機/定制網路）、**電力基礎設施**、**先進製造**（晶圓代工/先進封裝）這四大已有盈利兌現和資本開支驗證的權益板塊。

此外，“對沖層”不意味著全面看空，而是用來覆蓋三類風險：停火延期失敗、霍爾木茲運輸再惡化、油價重新向 100 美元上方衝擊；“機動現金”則不是空倉，而是為談判波折、財報錯殺和單日劇烈波動預留二次買點。



值得注意的是，黃金與短債等對沖層可以從衝突最緊張時期的高配狀態，適度下修到“必要但不過度”的水準；但現金不宜壓到過低。原因在於，當前最主要的風險不再是單邊失控，而是高位震盪中的反復拉扯。對這類市場，過多對沖會拖累收益，過少現金又會削弱利用波動的能力。因此，比起簡單地“加黃金”或“減股票”，更有效的動作是：**少一點極端防守，多一點波動利用。**

四、結論：不是該不該上車，而是應該一直在車上，並思考該把倉位放在哪一節車廂裡

對於資產佈局和倉位的操作，本文有四點結論。

第一，美股右側仍在，但已進入第二階段：從急跌後修復，轉入高位震盪中的結構篩選。

第二，指數層面不適合做重倉方向擇時。因為停火消息反復並未打散主倉，盈利季仍在提供底托，貿然離場的機會成本依然偏高。

第三，真正值得做的，是結構擇時與節奏擇時。也就是說，不追指數，不追故事，不追單日斜率，而是把資金集中到最能兌現業績的科技主線，並在波動中分批調整。

第四，倉位建議應從“偏防守”更新為“中性偏進攻，但保留緩衝層”。當前最合適的不是滿倉沖，也不是大幅撤，而是主倉在、對沖在、現金也在。

如果要把上述四點壓縮成一句更鮮明的話，那就是：

美股並沒有進入可以無腦追高的右側，但已經進入了不宜輕易丟失主倉的右側。



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载数据乃根据中国建行投资研究部认为可靠的数据来源而编制,惟该等数据来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何数据、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等数据、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载数据、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号: AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。