

大类资产配置双周观点

油价冲击下的滞胀交易

多资产研究 · 资产配置深度

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

- **核心结论：股>商>债。全球资产定价正由“增长驱动”转向“安全驱动”。**地缘冲突引发的能源冲击推升滞胀预期，成为本轮资产再定价的核心变量。
- **中债：短期受内外扰动，长期锚定通胀传导。**近期债市走弱，10年期国债收益率小幅回升，源于全球利率中枢上移的被动传导。叠加理财规模高位扩张但票息吸引力不足，资金下沉至红利、黄金等资产，负债端对权益波动敏感，潜在触发“股债同向”的赎回压力。长期来看，PPI-CPI剪刀差回升反映输入型成本压力上行，而内需偏弱制约价格向终端传导，增长预期承压，长端利率中枢仍受压制。后续关注通胀能否由上游向内需端扩散，决定利率定价是否发生结构性转变。
- **美债：滞胀定价约束，避险属性弱化。**能源冲击推升核心PCE至3.1%，利率期货已将降息时点推迟至年末。美债处于“增长走弱向下牵引、通胀抬头向上约束”的滞胀定价框架下，10Y利率维持高位震荡。同时，财政赤字与供给压力持续，美债传统避险属性边际弱化，利率资产呈现类风险资产特征。配置上建议严控久期，聚焦2-5年期，以防御姿态应对利率波动。
- **A股：主线孕育期，低估与安全优先。**AI替代担忧与地缘冲突共同推动HALO交易向A股映射，战略资源品阶段性占优。但当前市场风险偏好回落、行业轮动加快，主线尚未完全确立，处于主线空窗期。配置上，中期仍围绕科技（AI）+安全（资源）+内需三大方向；短期则优先布局低估值板块（非银、消费、公用事业等），以应对波动并等待主线回归。
- **石油冲击下全球分化：能源冲击重塑资产格局。**霍尔木兹海峡风险放大能源供给不确定性，全球资产表现分化。中国的能源来源多元、储备充足，内循环优势增强，资产韧性凸显；美国作为能源出口大国，LNG与炼化环节受益裂解价差扩张；欧洲和日本的高能源依赖度下，输入型通胀侵蚀制造业利润；韩国作为能源进口国，受高油价冲击叠加汇率贬值，面临“股汇双杀”，警惕高增长、低估值背后的地缘脆弱性。
- **风险提示：地缘冲突超预期升级；通胀传导与政策路径不及预期；市场流动性持续收紧**

中债：外部与交易扰动推动利率近期上行

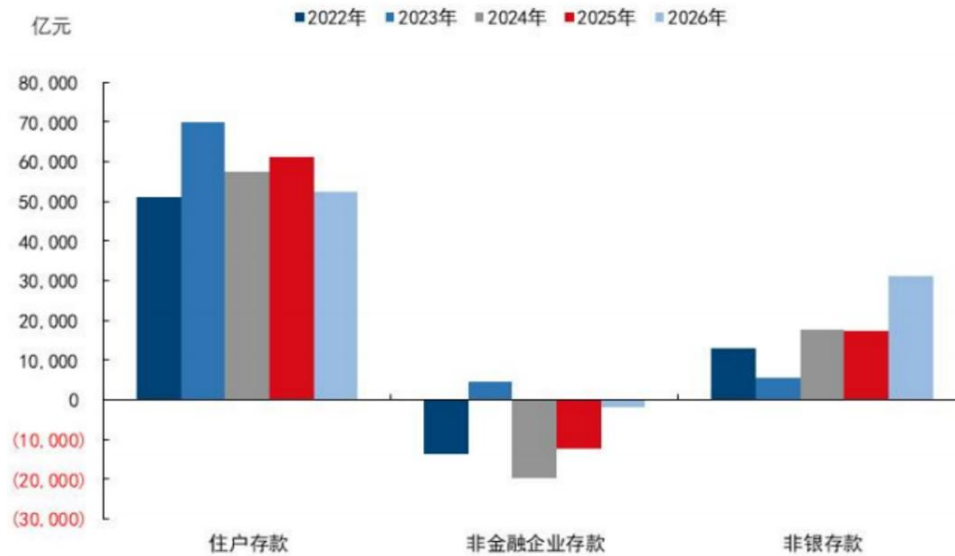
- **外部扰动：**美元指数与美债利率上行抬升全球利率中枢，对国内形成被动约束
- **资产关联：**非银存款高增，理财规模回升，因票息吸引力不足，理财大量下沉至红利、黄金等资产；若地缘风险引发权益回调，易通过负债端向债市传导形成赎回踩踏
- **季末压力：**银行为缓解去年同期高基数业绩压力或主动止盈；险资为满足偿付能力考核或减持资本债

图：10年期国债收益率近期小幅抬头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

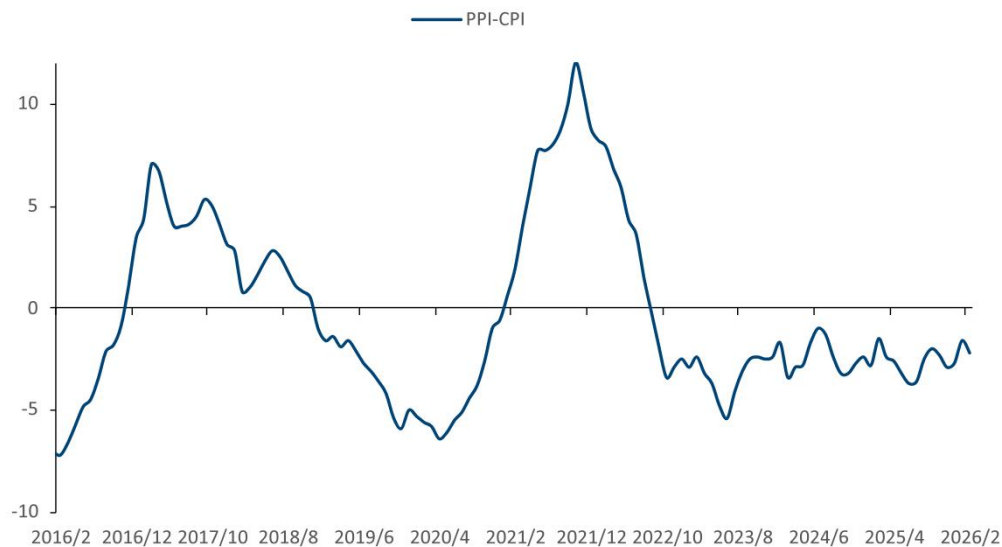
图：2026年1-2月新增非银存款激增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **输入型通胀：** PPI-CPI剪刀差自2025年下半年触底回升，反映中下游制造业顺价能力受限，加剧市场对经济放缓的担忧
- **宽松预期：** 输入型通胀难引发央行收紧货币政策；长端利率中枢维持低位
- **通胀传导：** 若涨价由上游向中下游顺利扩散并带动需求回暖，转为内生通胀，利率定价基础或发生变化

图：PPI-CPI同比剪刀差自去年下半年触底回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：社会消费品零售回升动力偏弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

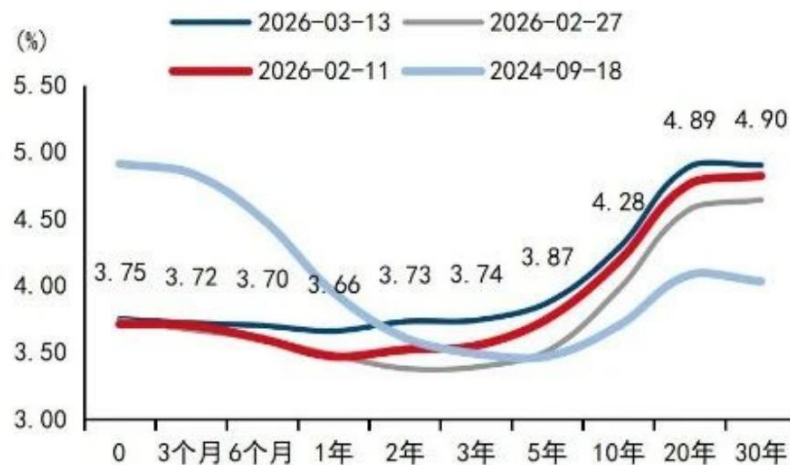
- **滞胀阴影**：能源冲击推升二次通胀预期，核心PCE同比回升至3.1%，抑制降息空间
- **预期修正**：利率期货显示首次降息时点由6月推迟至10月甚至更晚，全年降息预期由2-3次缩减至1次
- **利率约束**：增长放缓牵引利率下行，但通胀抬升封锁下行空间，10Y利率在4.1%-4.3%区间震荡

图：联邦基金利率期货市场隐含的降息预期



资料来源：CME，国信证券经济研究所整理

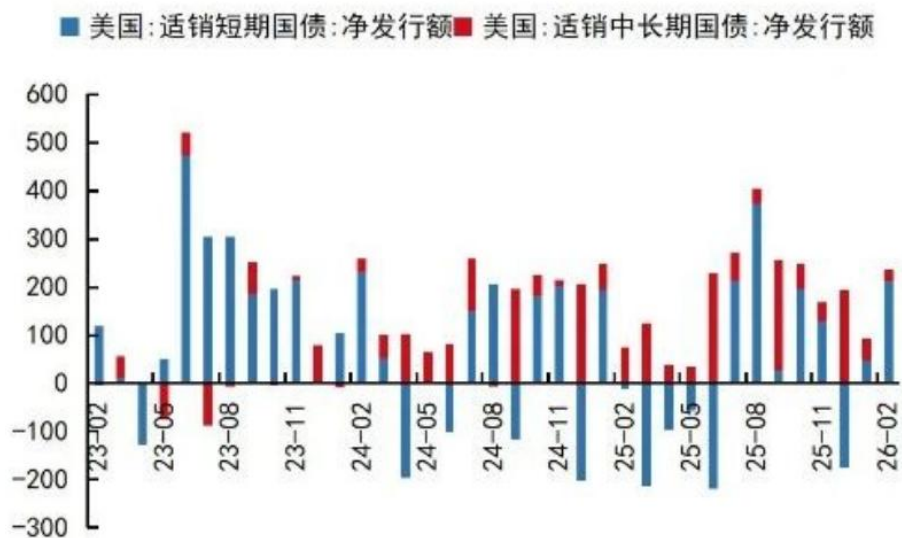
图：美债收益率曲线近期陡峭化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **供给压力：**财政赤字与发债规模维持高位，中长期国债净发行增加，压制长端利率下行空间
- **避险弱化：**MOVE指数与VIX同步上行，利率与风险资产波动联动增强，传统的避险属性弱化
- **防御为主：**通胀预期短端抬升、长期稳定，建议防御为主，严控久期，聚焦2-5年期短中端债券

图：美债月度发行额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

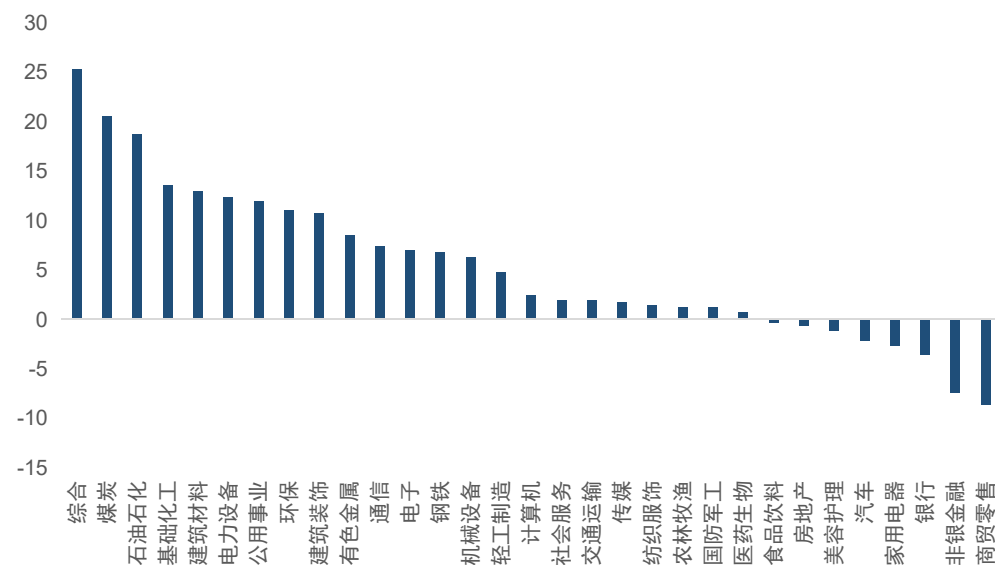
图：美债波动率 MOVE 指数与 VIX 恐慌指数



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

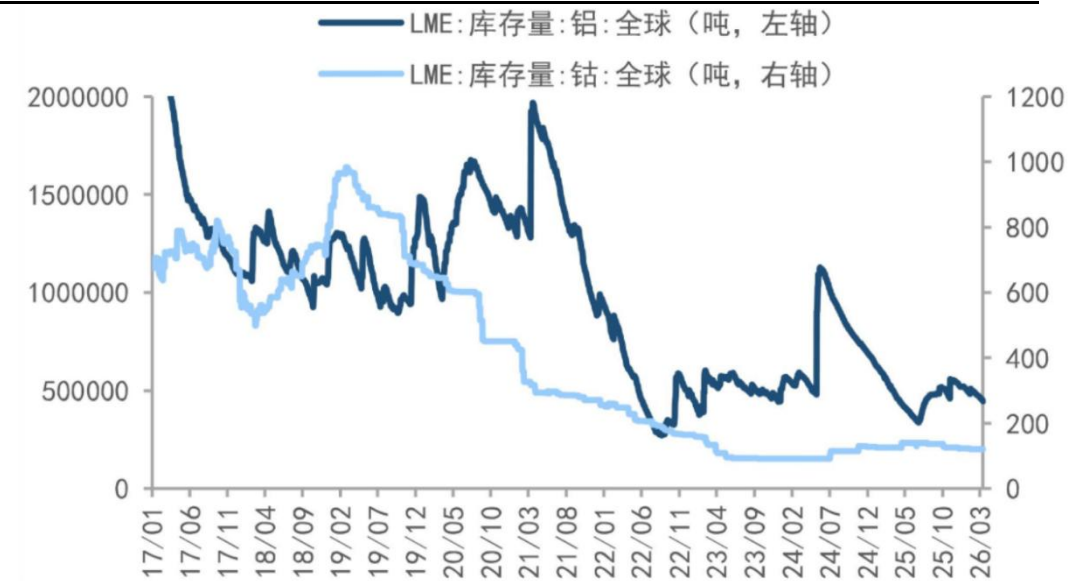
- **HALO交易**：AI颠覆担忧叠加中东地缘冲突，资金为对冲不确定性，年初以来涌入重资产、难替代的煤炭及油气等战略资源品（HALO资产）
- **供需重塑**：供给受资本开支收缩与资源民族主义双重约束；需求受AI算力基建与能源转型拉动
- **锚定主线**：牛市格局不改，中长期配置紧扣AI科技、安全资源品、内需三大方向

图：今年以来战略资源品行业涨幅居前



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至2026/3/18

图：铝、钴等金属库存处于历史较低水平

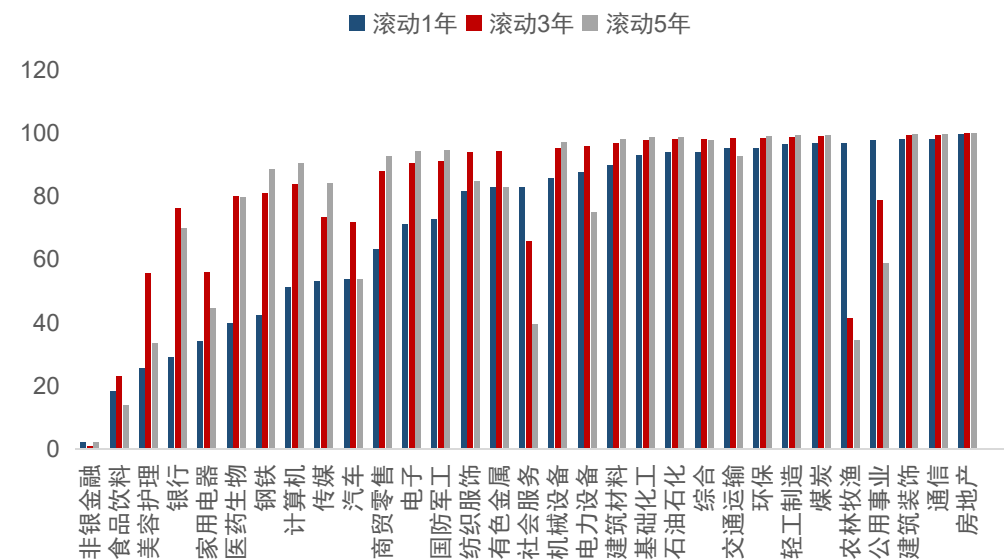


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

A股：主线空窗期，快速轮动下寻找低估

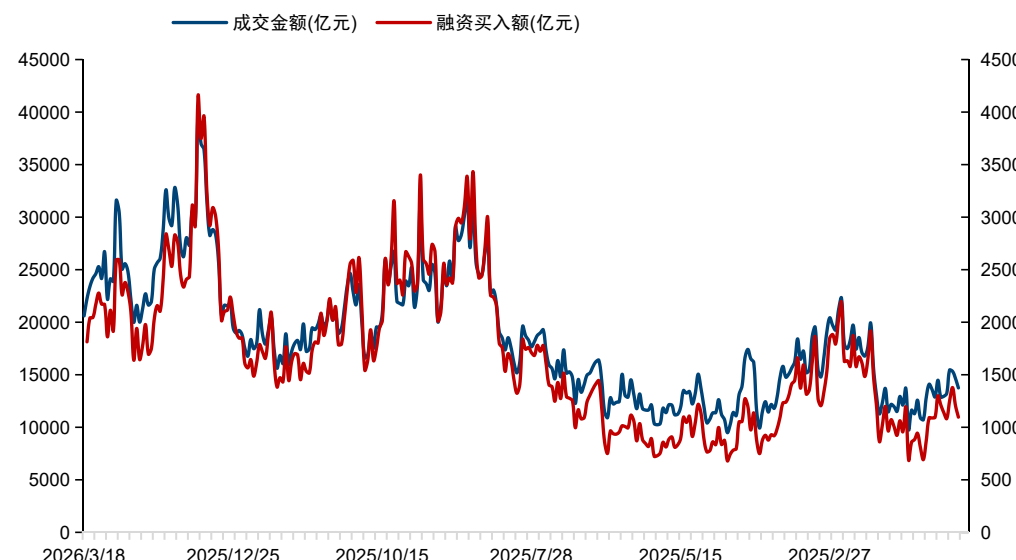
- **指数韧性：**资金内循环支撑A股韧性，下行空间有限。但年后成交量与两融未回升，市场情绪偏谨慎
- **快速轮动：**指数高位震荡且缺乏绝对主线，资金为获取收益必然采取板块快速轮动，加剧市场结构分化
- **寻找低估：**全球风险偏好降低、流动性收缩背景下，资金向安全边际流转。应对快速轮动，关注非银、食饮等历史估值极低的资产

图：行业的历史PE分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

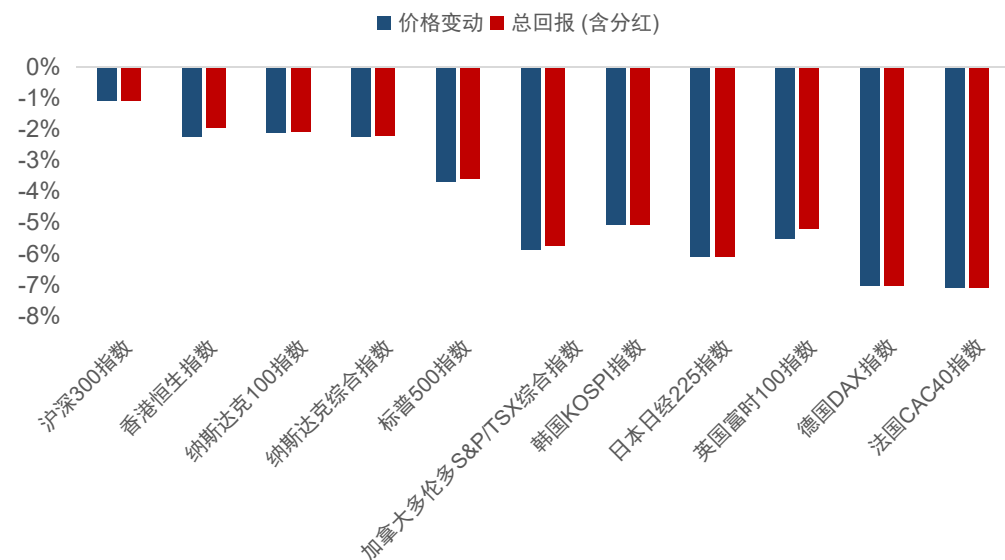
图：A股成交额和融资买入额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

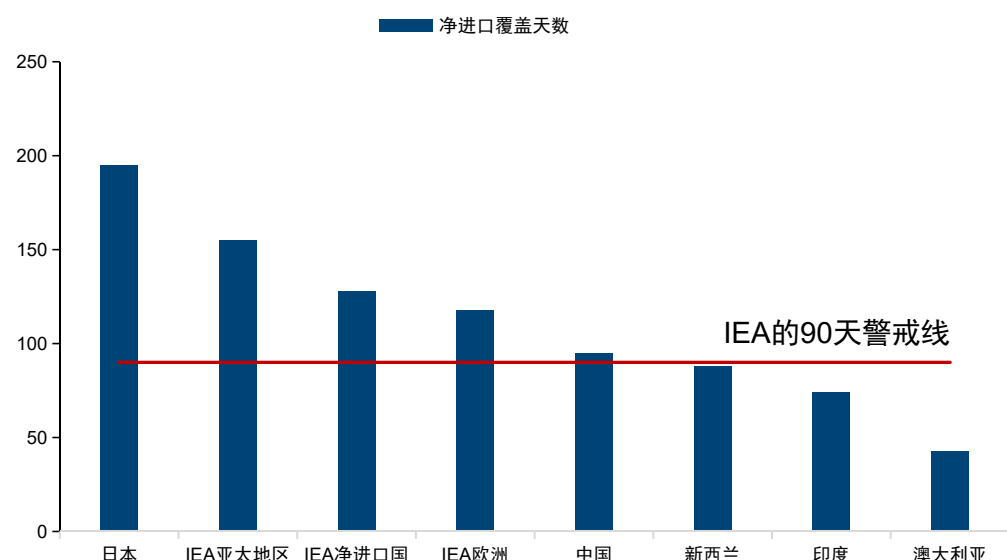
- **资产分化：**中国凭借庞大储备显韧性；美股靠AI护城河逆势吸金；油气高度依赖进口的日欧沦为重灾区
- **通胀冲击：**欧洲120天原油储备仅能保命。存量库存掩盖市价冲击，输入型通胀吞噬制造业毛利
- **工业命门：**欧洲高度依赖中东LNG与成品油。若海峡受阻，电力物流将面临“有原油、没燃料”的停摆风险

图：全球主要指数回撤对比（2.27-3.18）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：原油净进口天数（库存）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

- **北美黄金期：**战争暴露中东咽喉脆弱性，能源资本转向北美。美加直通亚洲的油气资产迎来战略黄金期
- **炼油暴利：**中东成品油短缺远超原油。美国炼厂成为关键供应商，狂揽裂解价差；美LNG出口商亦受益
- **中国韧性：**若中东断供，中国可依靠俄罗斯增产与减少出口成品油对冲，10亿桶战略储备可支撑320天

图：柴油-布伦特原油裂解价差（美元）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：中东极端断供情景下中国石油缺口分析

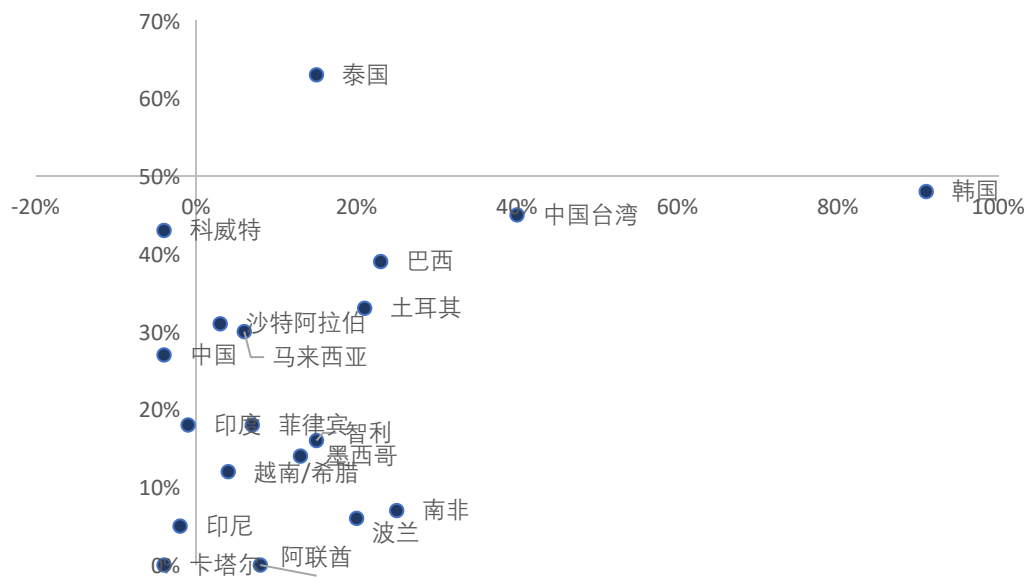
项目	数值 (百万桶/日)
2025年中国自中东石油进口量	5.8
减：中东出口停滞情景下，俄罗斯石油进口的潜在增量	1.3
减：禁止成品油出口所节省的石油量	1.2
中东出口停滞情景下，中国石油净缺口	3.3
估算的中国战略石油储备 (SPR) ¹ (百万桶)	1,045.00
暗含的中东进口覆盖天数	320.1

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

注1：假设中国遵循OECD建议的基准，即储备量达到2022-2025年间平均石油消费量的90天进口覆盖水平

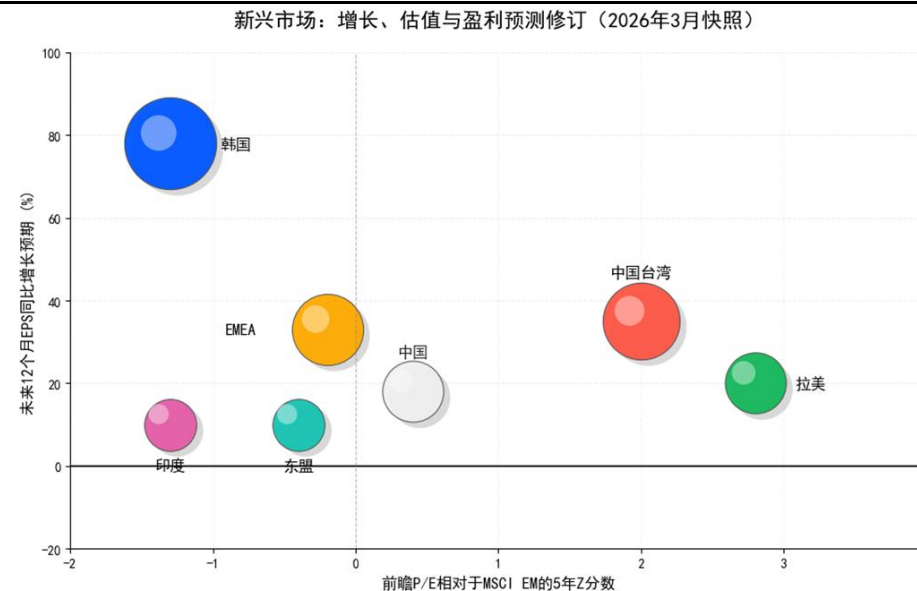
- **遭受重挫：**战争引发EM杀估值，仅27%股票站上牛熊线，多数市场广度大幅恶化
- **估值幻象：**中国资产估值中性均衡；台湾、拉美显拥挤风险；韩国则呈现高增长与低估值的极致性价比
- **共识滞后：**韩国表面的“财务美感”建立在正常油价假设上。聪明资金已开始对这种滞后的共识预期进行重新定价

图：新兴市场的价格动量与市场广度



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：新兴市场的增长、估值与盈利修正

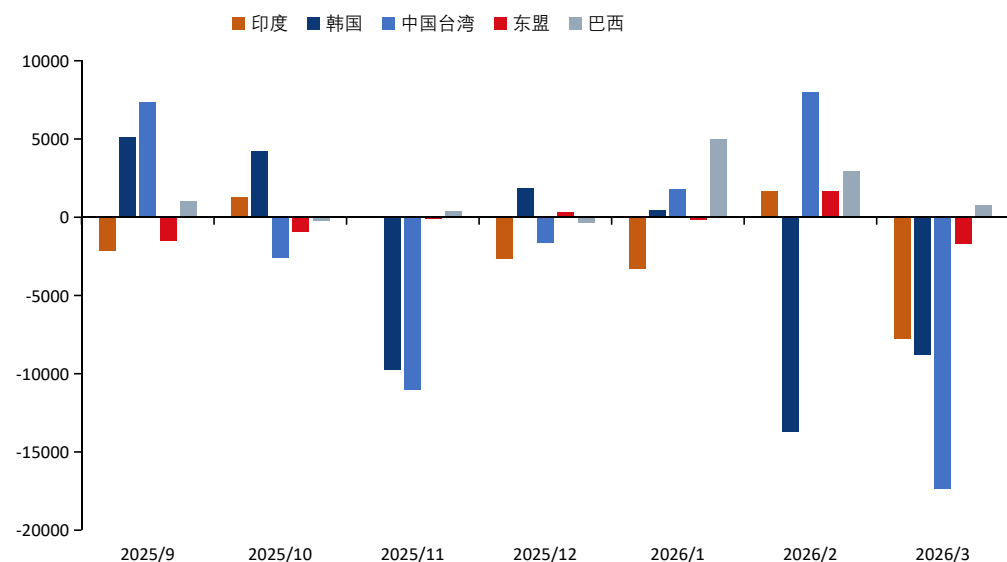


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小代表盈利预测修订，越大表示盈利上修越多

韩国：全场“战神”却隐患重重

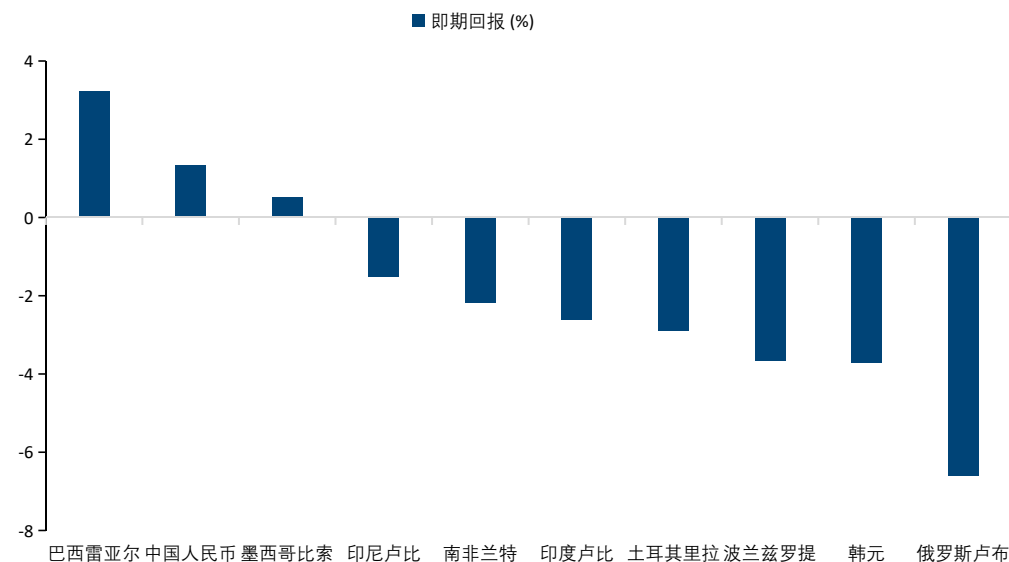
- **外资出逃：**面对低估值与高增长，外资近两月反而撤出超200亿美元，提前计价韩国对高油价的风险敞口
- **油价冲击：**韩国作为能源纯进口国，高油价是利润收割机。若原油企稳百元，其70%的EPS预增神话将面临猛烈下修
- **股汇双杀：**韩元是今年表现最差的新兴市场货币之一，汇率贬值吞噬股市收益，股汇双杀迫使外资调仓

图：新兴市场外资净流入规模（百万美元）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：10大新兴市场货币今年以来即期回报



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

主题跟踪：关于智能体支付

- **智能体支付投资观点：**AI智能体正从“工具”演变为“经济主体”，自主发现服务、协商条款、完成支付的能力将催生万亿美元级新市场。智能体支付是AI经济时代的核心基础设施，谁掌握支付入口，谁就掌握AI商业化的流量闸门。
- **协议栈：**支付协议层的标准之争刚刚开始，当前四大协议并存格局意味着生态尚未锁定，先发优势窗口仍然存在。关注具备协议定义能力、能吸引开发者生态的基础设施玩家，这是典型的平台型投资机会。

图：数字货币智能体支付：协议栈四大标准



资料来源：彭博，AlphaEngine，国信证券经济研究所整理

图：智能体支付：AI时代的新基础设施

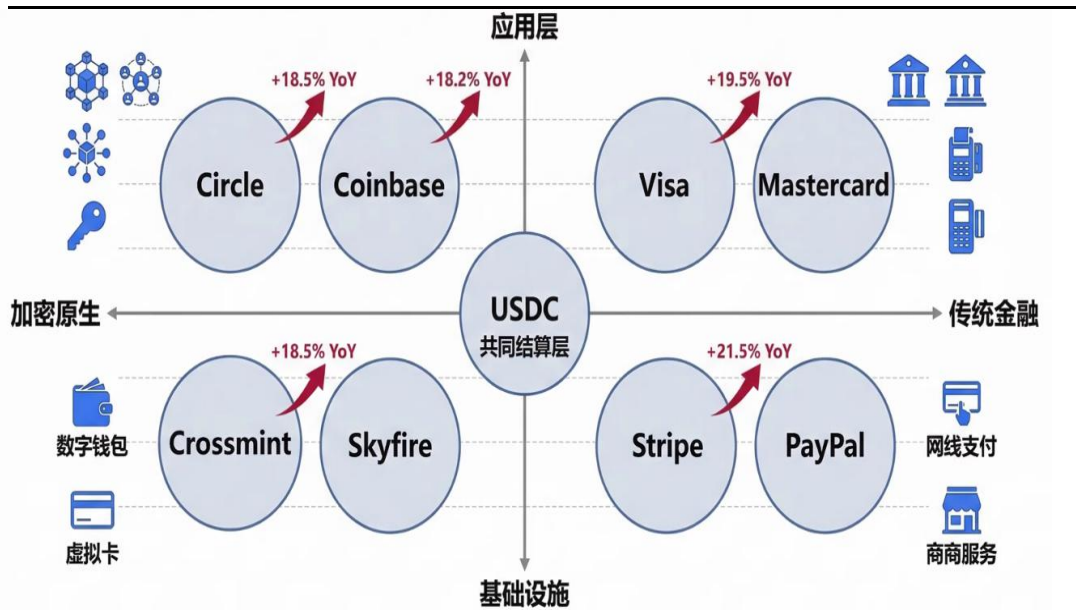


资料来源：彭博，AlphaEngine，国信证券经济研究所整理

主题跟踪：关于智能体支付

- **竞争格局：**传统支付巨头与加密原生公司正在同一赛道正面交锋，前者有牌照和商户网络，后者有可编程性和结算效率。竞争格局未定，但最终胜出者大概率是能同时打通“合规通道+链上结算”的双栖型选手。
- **产业链机会：**沿产业链看，基础设施层（钱包、协议、结算网络）确定性最高，应用层（智能体平台、垂直场景）弹性最大。

图：巨头竞逐：谁将成为Agent时代的Stripe？



资料来源：彭博，AlphaEngine，国信证券经济研究所整理

图：数字货币智能体支付：投资机会产业链全景

智能体支付产业链全景图谱及关键投资方向分析



核心结论：最具价值捕获潜力环节

市场共识指向

协议层和身份层是当前最具价值捕获潜力的环节

资料来源：彭博，AlphaEngine，国信证券经济研究所整理

- 一、地缘冲突超预期升级；
- 二、通胀传导与政策路径不及预期；
- 三、市场流动性持续收紧。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032